



Markaðspunktur í dag:

- Hagvaxtarhorfur erlendis versna
- Órói á fjármálamörkuðum

Hagvaxtarhorfur erlendis versna

Í kjölfar fjármálakrísunnar 2008 varð mikill samdráttur í flest öllum hagkerfum heimsins. Í kjölfarið tóku yfirvöld sig til og studdu við efnahagslífið m.a. með lækkun vaxta, peningaprentun, ríkisútgjaldaaukningu ásamt því að fjármálastofnunum var bjargað frá falli. Þessar aðgerðir virtust hafa skilað tilætluðum árangri því flest hagkerfi heimsins voru byrjuð að vaxa í lok árs 2009. Þetta hafði þó neikvæð aukaáhrif í för með sér því björgunaraðgerðirnar og slaki í ríkisfjármálum leiddu af sér mikinn halla ríkissjóða sem í kjölfarið leiddi til skuldaaukningar ríkissjóða. Ekki sér fyrir endann á þessari gríðarlegu skuldaaukningu þar sem afar illa hefur gengið að skera niður útgjöld í því efnahagsumhverfi sem nú ríkir. Má því segja að ný skulda- og ríkisfjármálakrísu hafi nú tekið við fjármálakrísunni 2008.

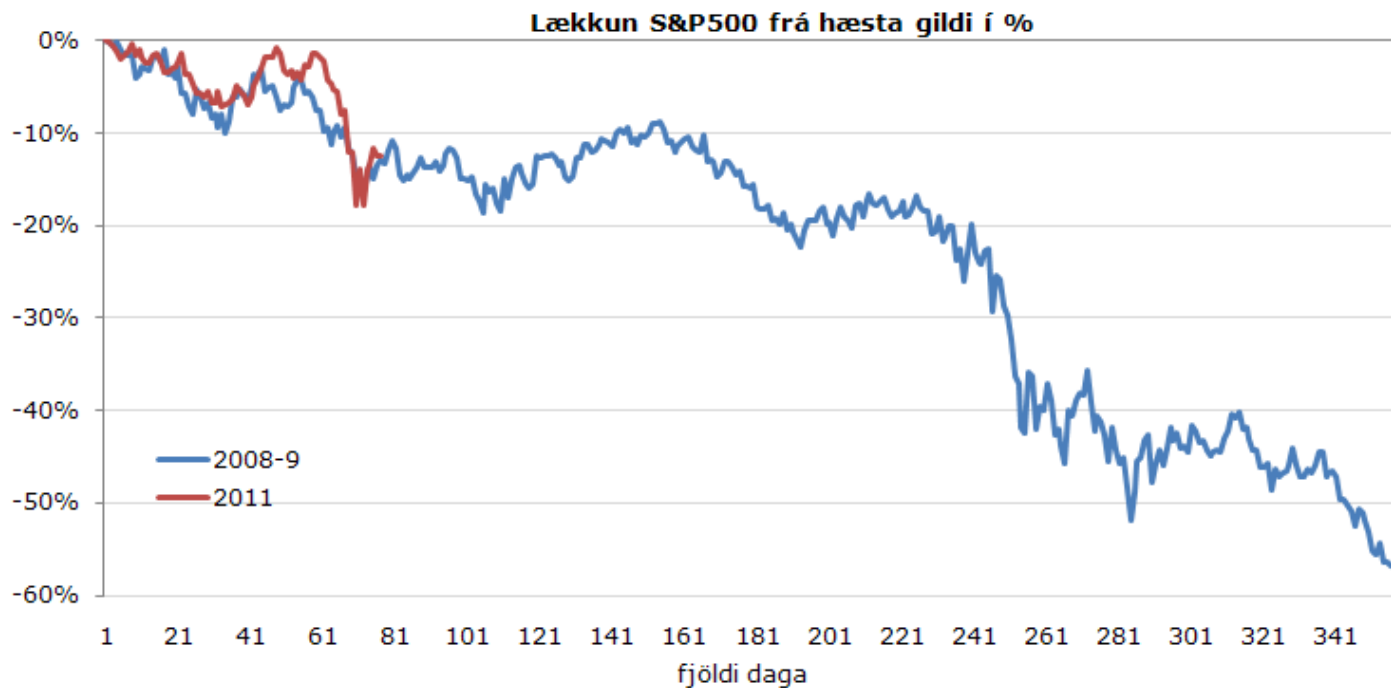
Vísbendingar eru um að það sé farið að hægja á vexti ýmissa hagkerfa og auknar líkur séu á langvarandi stöðnun í mörgum af stærstu hagkerfum heims. Nokkrar ástæður eru fyrir þessum neikvæða viðsnúningi:

- Í fyrsta lagi eru mörg ríki nú knúin til að draga úr ríkisútgjöldum sínum sökum versnandi skuldastöðu. Slíkur niðurskurður hefur neikvæð áhrif á hagvöxt á næstunni.
- Í öðru lagi hefur svartsýni aukist meðal neytenda, stjórnenda fyrirtækja og fjárfesta.
- Í þriðja lagi hefur eignaverð lækkað mikið síðustu vikur sem mun draga úr einkaneyslu og fjárfestingu.
- Í fjórðu lagi eru vísbendingar um að evrópskir bankar séu í auknum mæli að lenda í lausafjárvandráðum sem mun valda því að aðgangur að fjármagni mun dragast enn frekar saman.

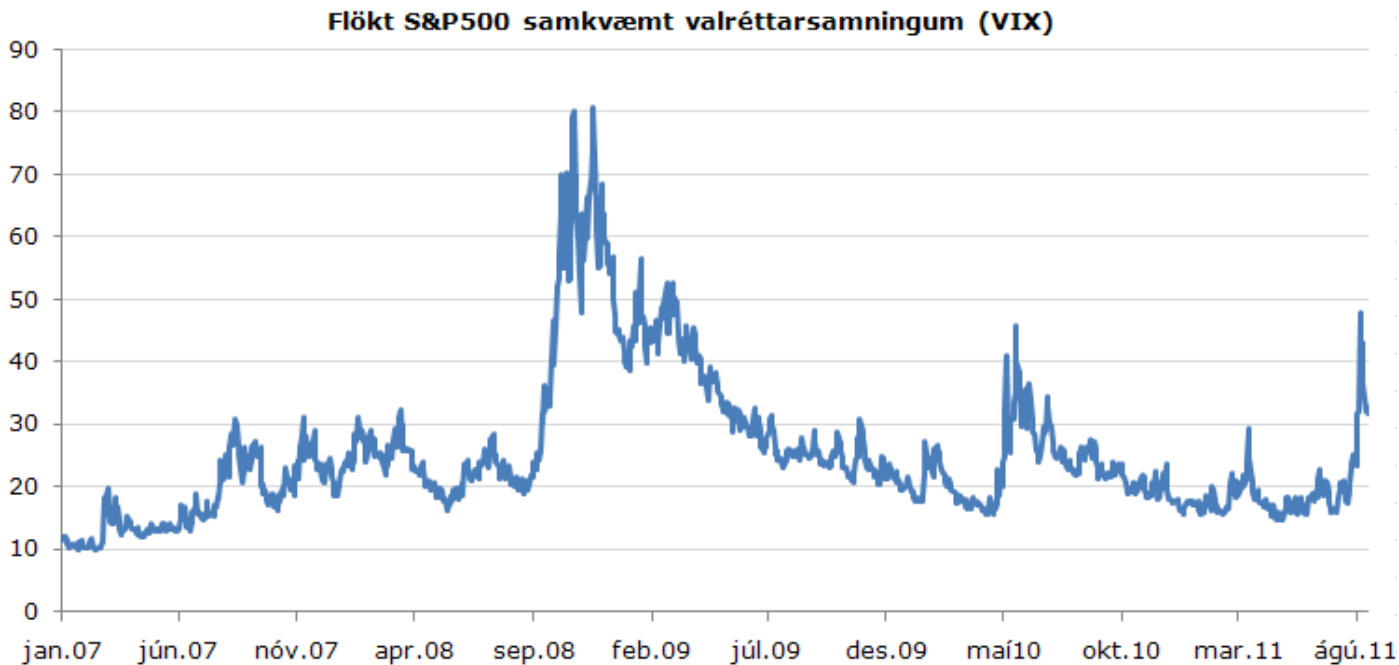
Mikil óvissa er um hvort helstu efnahagskerfi heimsins nái að vaxa á næstu misserum. Vísbendingar eru um lítinn eða engan vöxt en fari svo að samdráttarskeið sé í uppsiglinu gæti staðan orðið erfið. Þetta skýrist af því að vöxtur síðustu missera hefur verið knúin áfram af aðgerðum sem verða ekki endurteknar; Nú er ekki hægt að lækka vexti líkt og 2008 (þar sem stýrivextir eru í flestum tilvikum nálægt núlli), hið opinbera hefur ekki bolmagn til að ráðast í stórar fjárfestingar og almenna útgjaldaaukningu (e. fiscal stimulus) auk þess að geta hins opinbera til að styðja við fjármálakerfi heims er orðin mun minna sökum mikilla skulda.

Órói á fjármálamörkuðum

Mikill órói hefur einkennt fjármálamarkaði síðustu vikur en sveiflur af þessari stærðargráðu hafa ekki sést síðan í fjármálakrísunni 2008. Ekki er útlit fyrir að markaðir fari að róast enda hafa undirliggjandi vandamál ekki verið leyst. Óróann má að stærstu leyti rekja til óvissu um framtíð evrunnar, lækkun á láns hæfi Bandaríkjanna og sífellt versnandi efnahagshorfum.



Eins og meðfylgjandi mynd sýnir (að neðan) hefur flökt á mörkuðum verið mjög mikið. Mörg önnur dæmi sýna hversu sögulegar núverandi markaðsaðstæður eru; viðskipti í ítölsku kauphöllinni hafa verið stöðvuð oftar en einu sinni og lagt hefur verið bann við skortsölum á fjármálafyrirtæki í nokkrum evrópskum kauphöllum. Einnig hafa nokkrir gjaldmiðlar styrkst kannski meira en góðu hófi gegnir (t.d. svissneski frankinn og japanska yenið).



Mun evran lifa af í óbreyttri mynd?

Sá órói sem nú ríkir má að mestu leyti rekja til vanda innan evrusvæðisins. Við upptöku evru árið 1999 lækkaði vaxtastig mikið á evrusvæðinu og ríkissjóðir allra landanna gátu fjármagnað sig á sömu kjörum og þýska ríkið. Hið opinbera í Grikklandi og Portúgal nýtti sér þetta „ástand“ og eyddu langt um efni fram og brúuðu bilið með lántöku. Á Spáni og Írlandi varð lágt vaxtastig og auðvelt aðgengi að lánsfé til þess að eignabóla myndaðist. Þegar eignabólan sprakk jókst skuldsetning hins opinbera mikið vegna björgunaraðgerða og hallareksturs. Lakar hagvaxtahorfur, slæm skuldastaða og mikill hallarekstur, sem erfiðlega gengur að ná tókum á, veldur því að fjárfesta eru farnir að efast um getu þessara landa til að

greiða af skuldum sínum.

Sú samleitni vaxta sem átti sér stað á m.a. rætur sínar að rekja til þess að fjárfestar töldu ríkisskuldabréf evruríkjanna vera jafngild - óháð því hver útgefandinn var. Skortur á afgerandi aðgerðum til að styrkja undirstöður evrunnar, t.d. með aukinni samþættingu ríkisfjármála og útgáfu sameiginlegs evruskuldabréfs, hefur leitt til þess að fjárfestar eru í síauknum mæli að missa trú á evrunni.

Útlit er fyrir að staðan fari versnandi. Hagkerfi PIIGS landanna (Portúgal, Írland, Ítalía, Grikkland og Spánn) hafa vaxið lítið síðustu ár (og í sumum tilfellum dregist saman) og margt bendir til þess hagvaxtarhorfur þessara landa fari a.m.k. ekki batnandi. Hingað til hafa áhyggjur fjárfesta einkum beinst að PIIGS löndunum en þau (að Ítalíu undanskyldu) eru frekar lítill hluti evrusvæðisins. Staðan hefur breyst þar sem að lækkun á láns hæfi Bandaríkjanna hefur orðið til þess að fleiri fjárfestar búast við því að láns hæfiseinkunn Frakklands verði mögulega lækkuð. Í ljósi stærðar Frakklands innan evrusvæðisins (og hluta þess af björgunarsjóði Evrópu (EFSF)) og sterks láns hæfis landsins (AAA) yrði staða evrunnar orðin tvísýn verði slík þróun ofan á, einkum ef láns hæfi EFSF yrði lækkað í kjölfarið.

Sterkari evra felur í sér eignatilfærslu

Tvennt þarf að gerast svo evran eigi sér framtíð. Í fyrsta lagi þarf að afskrifa og endurfjármagna skuldir PIIGS landanna á viðráðanlegum kjörum. Í öðru lagi þarf að auka samþættingu ríkisfjármála evrusvæðisins. Báðar þessar aðgerðir fela í sér eignatilfærslur milli landa. Ástæðan er einföld:

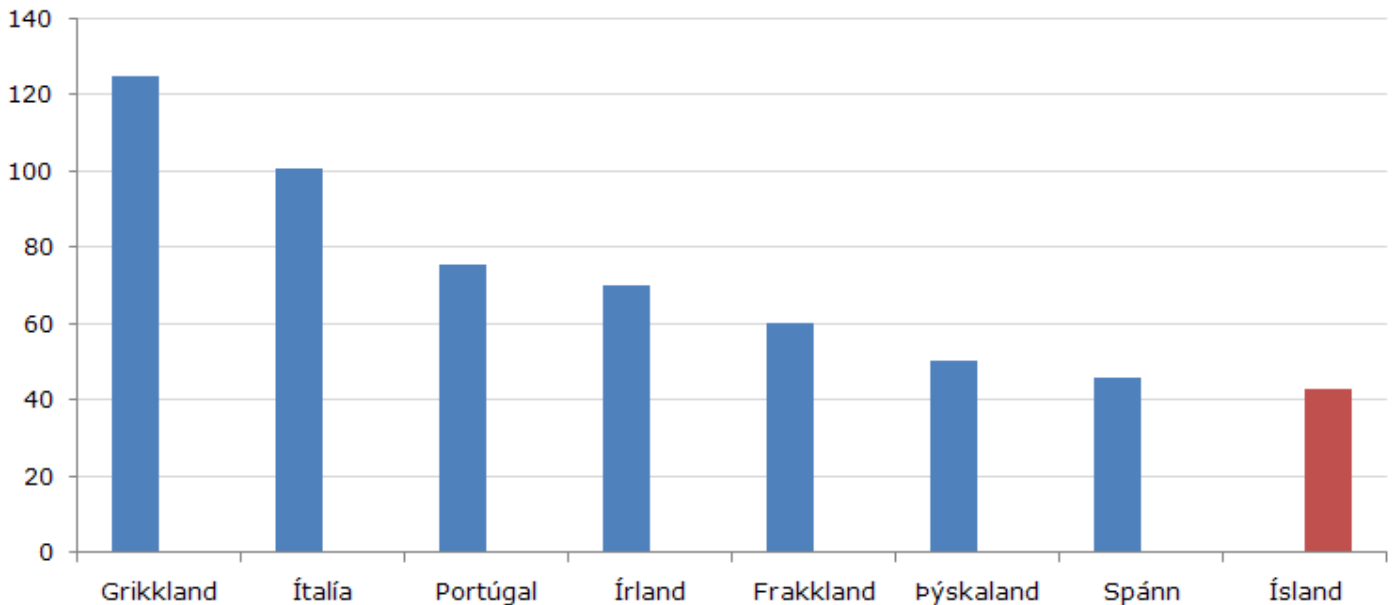
- Afskrift skulda mun valda því að evrópski seðlabankinn mun tapa töluverðum fjárhæðum en þetta tap er borið af öllum evrulöndum í mismunandi hlutföllum.
- Endurfjármögnun skulda á viðráðanlegum kjörum mun að öllum líkindum gera það að verkum að fjármögnunarkostnaður vel stæðra evruríkja (þá aðallega Þýskaland) mun verða hærri en ella.
- Ein leið í samþættingu ríkisfjármála gæti verið sameiginleg skuldabréfaútgáfa evruríkjanna. Betur stæð lönd eins og Þýskaland væru þá að fjármagna sig með öðrum veikari skuldurum sem myndi gera það að verkum að fjármögnunarkostnaður sterkari landa væri hærri en ella.

Hvað gera bændur þá?

Grikkland þarf á skuldaniðurfærslu að halda (og líklega mun meiri en núverandi tillögur gera ráð fyrir) en það sama gæti átt við um Írland og Portúgal. Í kjölfarið gætu ríki evrusvæðisins þurft að styðja við bankakerfi Evrópu. Einnig þurfa stöndugri evruríki e.t.v. að sætta sig við að greiða undir með þeim verr stöddu. Ríkisfjármál evruríkjanna þurfa því að hluta til að fara undir einn og sama hattinn. Að sama skapi þarf að vera til staðar raunverulegur lánveitandi til þrautavara, annaðhvort með því að auka heimildir evrópska seðlabankans eða stækka björgunarsjóð Evrópu. Suður-Evrópa þarf jafnframt að fara í efnahagslegar umbætur þá sérstaklega sem snýr að löggjöf og reglum á vinnumarkaði.

Nettó skuldir ríkissjóðs (2011)

- sem % af VLF



Heimild: OECD

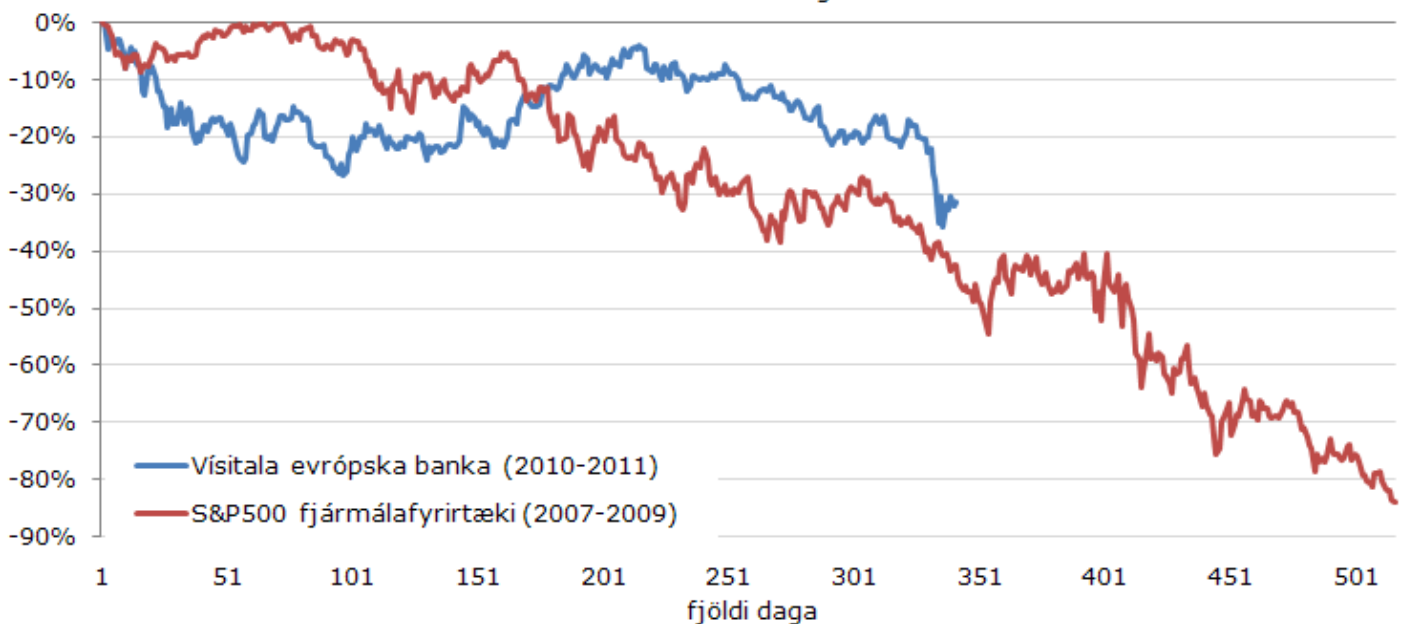
Bankakrísa í Evrópu?

Ekki er hægt að útiloka að bankakerfi Evrópu verði fyrir töluverðum skakkaföllum vegna þess óróa sem nú á sér stað á mörkuðum. Ólíkt bankakrísunni 2007-2008 er ekki um eiginlegan eiginfjárvanda að ræða (allavega ekki enn sem komið er) jafnvel þótt það komi til umtalsverðrar skuldaniðurfærslu hjá PIIGS löndunum þar sem eign evrópska banka á þessum skuldabréfum er ekki mikil í hlutfalli við heildar eigið fé þeirra. Greiðsluþrot evruríkis, upplausn evrunnar og/eða versnandi efnahagsumhverfi geta þó hæglega valdið eiginfjárskorti evrópskra banka.

Hlutabréfaverð evrópskra banka hefur hríðfalli síðustu misseri. Það má rekja til tveggja þátta. Í fyrsta lagi óttast fjárfestar að eigið fé þeirra sé minna virði en bækur þeirra segja til um og í öðru lagi eru fjármögnunarskilyrði bankanna að versna.

Samanburður á lækkun evrópskra og bandarískra fjármálafyrirtækja

- lækkun frá hæsta gildi



Þrátt fyrir að ótti fjárfesta um stöðu evrópskra banka kunni að vera óverðskuldaður gæti þessi ótti einn og sér komið kerfinu um koll. Nú þegar eru komin merki um að evrópskum bönkum gangi illa að fjármagna sig. Veðlán evrópska seðlabankans eru mjög mikil í sögulegu samhengi en svo virðist sem að bankar séu að lána minna á milli sín en áður í tilraun til að afla lausafjár og minnka mótaðilaáhættu. Að sama skapi hafa innlán verið að flytjast úr bönkum í Suður-Evrópu og yfir til Þýskalands. Þá hafa bankar í Asíu og Bretlandi dregið úr eða jafnvel hætt að lána til franskra banka (og eflaust annarra evrópskra banka). Að auki hefur Seðlabankinn í New York áhyggjur af fjármögnun evrópska banka sem starfa í Bandaríkjunum.

Bankar eru að lána minna á milli sín þar sem menn telja að líkur á gjaldþroti séu meiri en oft áður. Þessi þróun er mjög slæm þar sem evrópskir bankar eru margir hverjir fjármagnaðir til mjög skamms tíma. Þótt nær ótakmarkað lánsfé standi til boða hjá evrópska seðlabankanum er ekki víst að það geti fyllt það skarð sem alvarleg lausafjárkrísa skilur eftir sig. Þá gætu bankar neyðst til að selja eignir á brunaútsölu sem veldur eiginfjárvanda.

Þótt vandinn sé í eðli sínu mun viðráðanlegri en í fjármálakrísunni 2007-2008 getur staðan auðveldlega orðið jafn slæm og hún var þá og jafnvel verri. Ein helsta ástæðan fyrir því er að árið 2008 gat hið opinbera ábyrgst bankakerfið og komið í veg fyrir algjört hrun. Þá var láns hæfi hins opinbera í raun lagt að veði. Nú eru hins vegar flest ríki ekki nægjanlega burðug til að standa á bak við bankakerfi síns lands. Að sama skapi má benda á að árið 2008 þóttu nokkrar fjármálastofnanir „of stórar til að falla“ en stærstu fjármálastofnanir heimsins hafa aldrei verið stærri en einmitt í dag!

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	davidst@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hallgrímur Björnsson	hallgrimur.bjornsson@arionbanki.is	444-6818
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og ófugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsýjaraaðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankabjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is