



Markaðspunktur



Arion banki • Greiningardeild • greining@arionbanki.is • arionbanki.is

Markaðspunktur í dag:

- Góð eða slæm fjárfesting – selja lífeyrissjóðirnir erlendar eignir

Góð eða slæm fjárfesting – selja lífeyrissjóðirnir erlendar eignir?

Nú liggur fyrir niðurstaða seinni leggs gjaldeyrisútboðs Seðlabankans. Umframeftirspurn var í útboðinu en tekið var tilboðum fyrir 61,7 milljón evra (13 ma.kr) en heildartilboð námu um 71,8 milljónum evra. Leiða má að því líkum að stærsti kaupendahópurinn í þessu útboði hafi verið lífeyrissjóðir landsins enda bauðst Seðlabankinn til að kaupa gjaldeyri fyrir krónur í formi langs verðtryggðs ríkisskuldabréfs (binditími 5 ár) sem fellur vel að fjárfestingarstefnu sjóðanna. Spannandi verður að sjá hvert næsta skref Seðlabankans verður í útboðsferlinu en ef marka má útboðið virðist takmarkaður áhugi fjárfesta fyrir því að koma inn á gengi undir EURISK 210 miðað við þær skorður sem settar voru í þessu útboðsferli.

Verður framhald á útboðunum, hverjir taka þátt?

Hér þarf að hafa í huga að Seðlabankinn hefur horft til erlendra eigna lífeyrissjóðanna sem hluta af lausninni á umtöluðum aflandskrónuvanda. Erlendir fjárfestar sem hafa verið í fjárfestingum hér á landi hafa haft lítinn áhuga á löngum verðtryggðum ríkisbréfum enn sem komið er og því ólíklegt að þeir hafi verið umsvifamiklir þáttakendur í þessu útboði. Ef framhald verður á útboðunum má spyrja sig hvort það sé æskilegt og eðlilegt að lífeyrissjóðirnir noti erlendar eignir sínar til að losa um aðþrengda fjárfesta.

Rökin fyrir þáttöku lífeyrissjóðanna í gjaldeyrisútboðum Seðlabankans:

- *Lífeyrissjóðirnir myndu innleysa gengishagnað (útboðsgengi hagstæðara en álandsgengi). Þó má deila hvort um er að ræða „raunverulegan“ gengishagnað þar sem álandsgengi er e.t.v. of hátt skráð vegna gjaldeyrishaftanna. Kaupin hafa hins vegar jákvæð áhrif á tryggingarfræðilegan uppreikning skuldbindindinga lífeyrissjóðanna.*
- *Skuldbindingar lífeyrissjóðanna eru í formi verðtryggðra króna. Af þeim sökum má spyrja sig hvort ekki sé eðlilegt að sjóðirnir eigi verðtryggðar krónueignir á móti (sérstaklega ef þær bera ríkisábyrgð) - þá sér í lagi í ljósi þess að raunvextir hér á landi eru með þeim hæstu í heiminum.*

Þetta er þó sýnd veiði en ekki gefin. Hér þarf að horfa til fleiri þátta eins og markmiða lífeyrissjóðanna (langtímahag sjóðsfélaga), ávöxtunarmöguleika og áhættudreifingar svo dæmi séu tekin. Fyrst og síðast hlýtur þó að skipta mestu máli hvor fjárfestingarkosturinn reynist **einfaldlega betri** út frá langtímasjónarmiðum sjóðsfélaga en ekki skammtímahagsmunum er snúa að gengishagnaði og „fræðilegum“ uppreikningi sem segir okkur lítið um gæði fjárfestingarinnar sem slíkrar. En það liggur fyrir að tryggingarfræðilegur uppreikningur í dag gagnast fyrst og fremst þeim sjóðsfélögum sem eru elstir en alls óvíst er hvort hinir yngri njóti góðs af þessum hugsanlegu krónukaupum sjóðanna, að því gefnu að aðrir fjárfestingarkostir séu betri. Einnig má benda á að lífeyrissjóðirnir munu að öllum líkindum verða síðastir til að fá leyfi til að selja krónur þegar höftin verða afnumin sem er ekki síður mikilvæg forsenda í ljósi takmarkaðra fjárfestingakosta hér á landi (sjá nánar að neðan).

Rökin gegn þáttöku lífeyrissjóðanna í gjaldeyrisútboðum Seðlabankans:

- *Minni áhættudreifing eigna þar sem að hlutfall skulda ríkisins (og annara sem ríkið ber ábyrgð á) verður stærra hlutfall af heildareignum lífeyrissjóðanna. Hlutfall ríkisskuldabréfa af*

heildareignum er í dag tæplega 10% en séu teknar saman þær eignir sem bera ríkisábyrgð með einum eða öðrum hætti er hlutfallið á bilinu 55-60% (innlán, Íbúðalánasjóður, fyrirtækjaskuldabréf sbr. Landsvirkjun, o.s.frv.). Þó má réttilega benda á að þrátt fyrir að hér sé átt við minni áhættudreifingu þá teljast skuldabréf ríkja almennt vera einn öruggasti fjárfestingakostur hvers lands.

- *Mikil fjárfestingarþörf sjóðanna næstu ár mun minnka áhættudreifingu á sama tíma og lítið framboð fjárfestingakosta er hér innanlands (sem þýðir lægri ávöxtunarkröfu innlendra fjárfestinga og aukna endurfjárfestingaráhættu).* Nettó fjárfestingarþörf sjóðanna mun líklegast nema rúmlega 100-110 mö.kr. á ári næstu árin. Takmarkaður farvegur er fyrir þetta fé hér innlands þar sem að framboð hlutabréfa er enn lítið, skuldahjöðnun ríkir og útgáfa ríkissjóðs fer hratt minnkandi samhliða minnkandi hallarekstri. Ekki er því hægt að útiloka að ávöxtunarkrafa margra innlendra fjárfestingakosta lífeyrissjóðanna verði því of lág í framtíðinni – þ.e. eignir verða of dýru verði keyptar (a.m.k. á meðan höftin eru til staðar). Þá er ljóst að samhliða því sem fjárfestingarþörfin vex á hverju ári þá þynnist erlendi hlutinn – þar sem peningurinn kemst ekki úr landi.
- *Keyptar krónur í útboðinu eru verðminni en aðrar krónur.* Lífeyrissjóðirnir munu fá verðtryggð ríkisskuldabréf fyrir erlenda mynt í útboðinu en mega ekki selja bréfin fyrr en eftir 5 ár. Þessi binditími gerir það að verkum að þessar krónur eru minna virði en „frjálsar krónur“ þar sem t.d. verðáhætta er hærri en ella því fjárfestar geta ekki hreyft þessi bréf ef forsendur breytast síðar meir. Þó má benda á að lífeyrissjóðirnir búa við þann munað að geta sitið lengi á eignum sínum þar sem að skuldabindingar þeirra eru til lengri tíma.

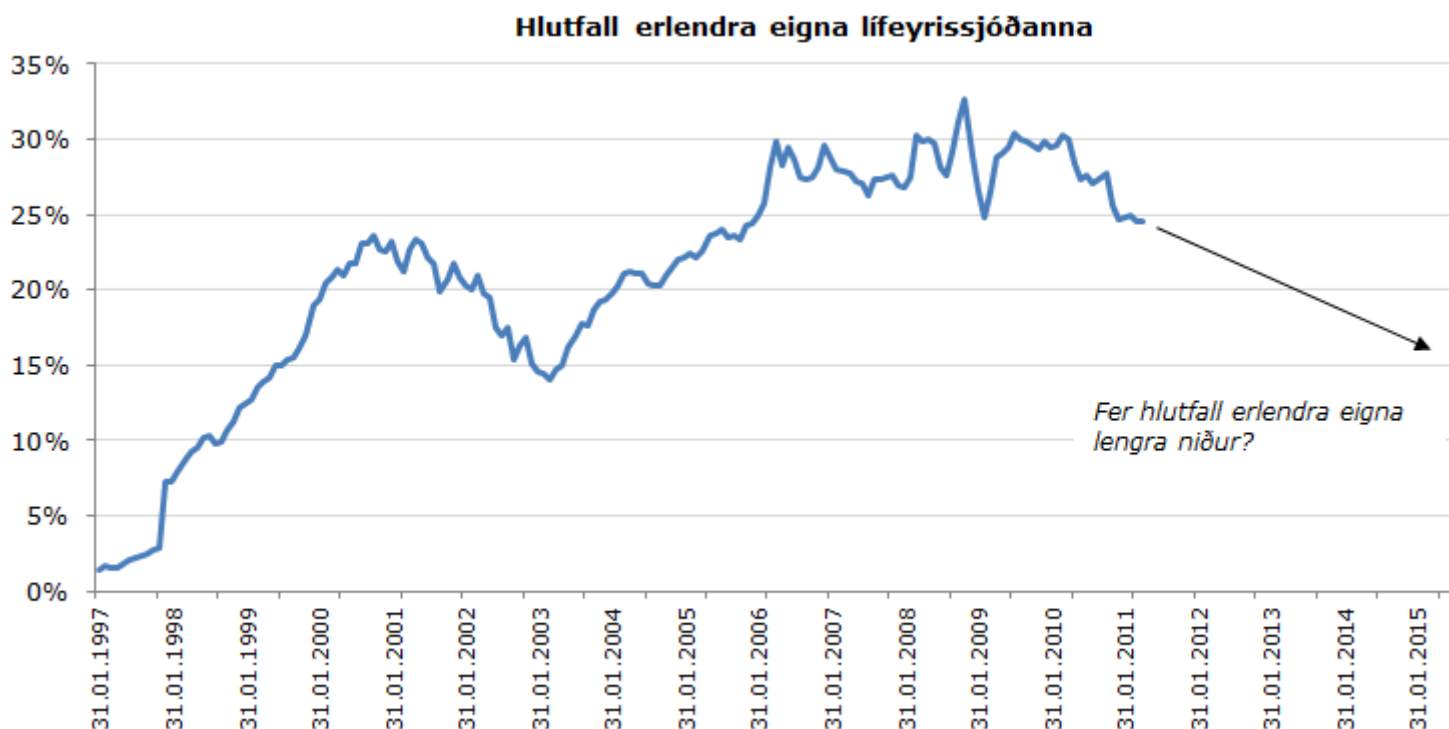
Erlendar eignir undir 15% af heildareignum árið 2016?

Ein af niðurstöðum nefndar á vegum lífeyrissjóðanna (þar sem meðal annars var fjallað um þann lærdóm sem lífeyrissjóðirnir máttu draga af bankahruninu) var sú að stefnt yrði að því að setja einskonar lágmark á hlutfall erlendra eigna af heildareignum. Ef marka má skýrslu Seðlabankans um afnám hafta þá horfir bankinn með öðrum augum á hlutina. Þar kemur fram að „settar verði tímabundið þrengri takmarkanir á **gjalddeyrísáhættu** lífeyrissjóða sem síðan yrði lyft í áföngum“. Því virðist gjalddeyriseign lífeyrissjóðanna fremur túlkuð sem gjalddeyrísáhætta, fremur en áhættudreifing.

Þó má benda á að núverandi hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna hefur farið minnkandi og er rétt um **25% af heildareignum** eða um 490 milljarðar króna (m.v. álandsgengi) en lögbundið hámark í dag er 50%.

Jafnframt er áætlað að inngreiðslur umfram útgreiðslur og vaxtatekjur (þ.e. fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna) næstu fimm árin verði á bilinu **500-550 milljarðar króna**. Ef við gefum okkur að þessir fjármunir verði allir nýttir í fjárfestingar hér innanlands (af því gefnu að lífeyrissjóðirnir hafi takmarkað rúm til erlendra fjárfestinga í millitíðinni með þessar krónur) þá mun hlutfall erlendra eigna fara niður í 18-20% af heildareignum á komandi árum að öðru óbreyttu (nema auðvitað að erlendar eignir gefi töluvert hærri ávöxtun).

Heimfærsla erlendra eigna á núveranditímamarki myndi drífa umrætt hlutfall neðar, og enn neðar þegar fram líða stundir. Ef við hugsum okkur t.d. að lífeyrissjóðirnir losi um helming aðþrengdra fjárfesta (samkvæmt skilgreiningu Seðlabankans), þ.e. nýti um 75-90 milljarða af erlendum eignum sínum nú, mun hlutfallið fara niður fyrir 15-16% af heildareignum á örfáum árum.



Enn frekari sala á erlendum eignum og kaup á innlendum eignum gengur því þvert á þann lærdóm sem draga mátti af hrininu og eykur einhæfni og minnkar um leið áhættudreifingu eignasafna lífeyrissjóðanna. Einnig er vert að spyrja sig hvenær lífeyrissjóðirnir öðlast aftur heimild til kaupa á gjaldeyri til að mæta gríðarlegri fjárfestingarþörf næstu ára.

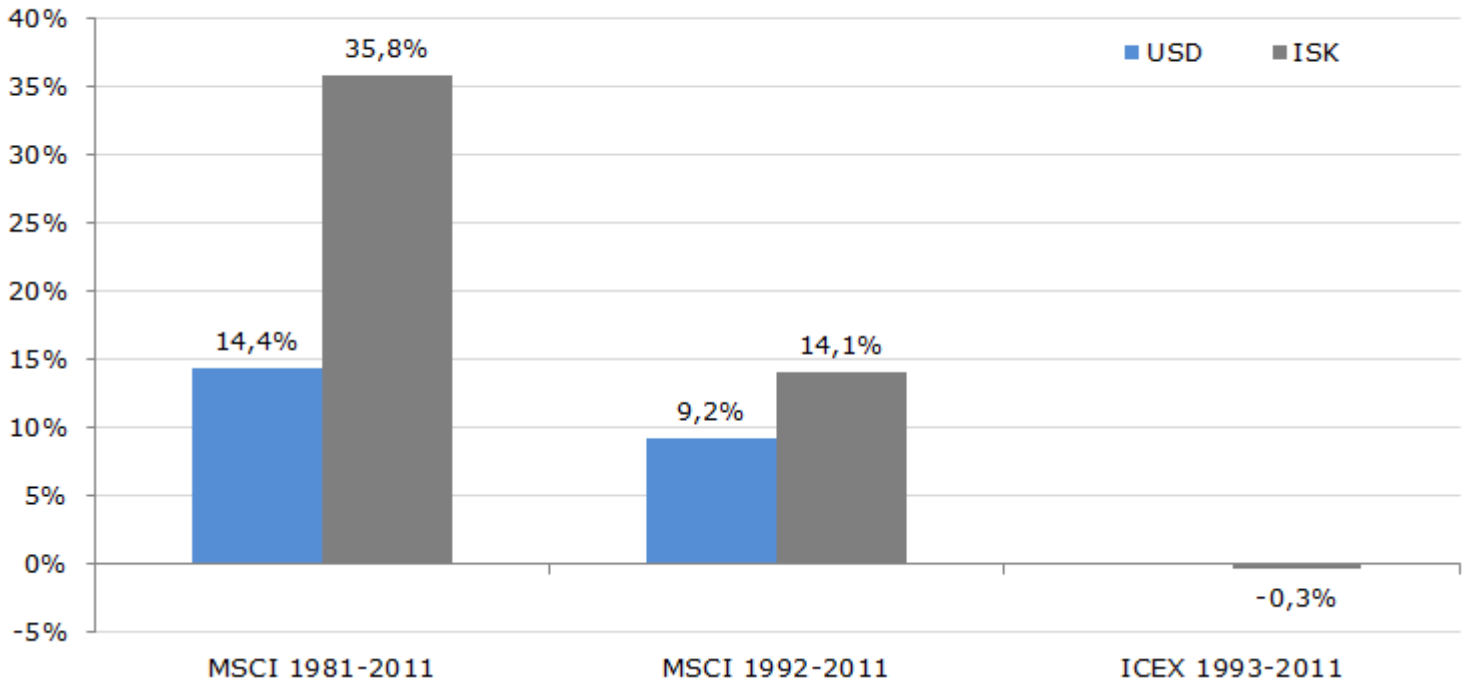
E.t.v. má vel skilja að lífeyrissjóðirnir vilji leggja sitt af mörkum í að greiða fyrir vanda aðþrengdra fjárfesta hér á landi og þannig flýta fyrir hugsanlegu afnámi gjaldeyrishafta. Hins vegar má ekki gleyma því að umtalsverður hluti erlendra eigna þeirra var einmitt nýttur í þeim sama tilgangi í svokölluðum Avens-díl þar sem um 88 milljarðar af erlendum eignum voru nýttir í kaup á krónum og í kjölfarið innlend skuldabréf.

Liggur eitthvað á, lærdómur hagsögunnar?

Annað sjónarmið sem þarf að hafa í huga er sú óvissa sem er til staðar í íslensku efnahagslífi og þróun á gengi krónunnar á næstu misserum. Út frá óvissusjónarmiðum einum og sér er vandfundið að segja að lífeyrissjóðirnir séu að hellast úr lestinni og missa af einstöku tækifæri til að ávaxta pund sitt með kaupum á aflandskrónum - einkum ef borin er saman söguleg ávöxtun erlendra og innlendra eigna mælt í krónum.

Eins of sést á ávöxtunartölum hér að neðan hafa erlend hlutabréf gefið ágætis ávöxtun og enn betri þegar ávöxtunin er umreiknuð í krónur. Ef hagsaga Íslands á að veita einhverja innsýn um ágæti þess að kaupa krónur á núverandi aflandsgengi þá er áhugavert að sjá að þann 1.janúar 1981 kostaði 1 bandaríkjadalur 6,2 krónur. Í dag (29.júní 2011) kostar 1 bandaríkjadalur um 116 krónur. Bandaríkjadalur hefur því 18 faldast gagnvart krónu síðastliðin 30 ár. Ef við leikum okkur aðeins að tölum og segjum að sama þróun eigi sér stað næstu 30 árin mun 1 bandaríkjadalur kosta 2133 krónur árið 2041! Þessi mikla veiking íslensku krónunnar sl. 30 ár hefur nánast tvöfaldað ávöxtun erlendra hlutabréfa yfir þetta tímabil. Til samanburðar hefur ávöxtun á innlendum hlutabréfum frá 1993 verið - 5,5% eða um -0,3% á ári.

Ársávöxtun MSCI - heimshlutabréfavísitölunnar
- 5 ára hlaupandi meðaltal



Bætt tryggingarfræðileg staða án sölu erlendra eigna

Ef tilgangurinn með sölu á erlendum eignum er að laga tryggingarfræðilega stöðu lífeyrissjóðanna með því að innleysa gengishagnað þá eru til fleiri aðferðir til að tryggja slíkan uppreikning. Í stað þess að selja erlendu eignirnar mætti einfaldlega verðmeta eignirnar m.v. síðasta viðskiptaverð þeirra með erlendan gjaldeyri, sem var jú í útboðinu EURISK 210 (reglur um ársreikninga lífeyrissjóða skyldar þá til að miða við opinbert gengi Seðlabankans).

Sterk rök eru fyrir því að útboðsgengið gefi betri mynd af raunverulegu verðmæti erlendra eigna þeirra mælt í krónum (annars þyrfti víst engin gjaldeyrishöft!). Einkum ef haft er í huga að lífeyrissjóðirnir eiga afar lítil viðskipti á opinbera genginu, þ.e. þeim er óheimilt að kaupa erlend verðbréf og langstærstu viðskipti þeirra með gjaldeyri hafa átt sér stað á allt öðru gengi síðustu ár. Með þessu móti myndu eignir lífeyrissjóðanna aukast um ca. 130 milljarða króna og tryggingafræðileg staða batna umtalsvert (heildareignir myndu hækka um ca.7%).

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
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 upplýsingaskyni 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 gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

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 útgáfufni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsýslunaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri

fjárfestingabankþjónustu.

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