

Markaðspunktur í dag:

- Enn óvissa í kringum Íbúðalánasjóð

Enn óvissa í kringum Íbúðalánasjóð

[Skýrsla](#) starfshóps um framtíðarhorfur og framtíðarhlutverk Íbúðalánasjóðs (Íls) var birt á þriðjudag. Að okkar mati svarar skýrslan litlu um hvernig lagfæra skuli vanda Íls; uppgreiðsluáhættu, útlánaáhættu og rekstraráhættu, en þó var hlutverk hópsins að gera tillögur með það að markmiði að rekstur sjóðsins geti staðið undir sér. Þá sárvantar meiri talnagreiningu og efnislegan rökstuðning í skýrsluna.

Hópurinn leggur til að dregið verði úr ríkisábyrgð og að Íls verði fjármagnaður af óstofnuðum heildsölubanka sem á að vera í eigu Íls og annarra lánastofnana og á ekki að vera rekinn með hagnaðarkvöðum. Formaður hópsins hefur opinberlega látið uppi [skoðun sína](#) að sú hugmynd teljist varla raunhæf nema stærstur hluti bankanna komi að stofnun heildsölubankans. Mjög forvitnilegt verður að sjá hvernig sú hugmynd verður útfærð þannig að hún teljist aðlaðandi fyrir bankana, sem eru hlutafélög í eigu aðila sem gera arðsemiskröfu á eigið fé. Þá eru bankarnir þegar á fasteignalánamarkaði og eiga útlánasöfn með veði í fasteignum. Lagt er til að ríkið stofni félag sem kaupi fullnustueignir af Íls, sem mun að öðru óbreyttu bæta stöðu lausafjár sjóðsins um 30 ma.kr. Sjóðurinn er nú þegar með of mikið handbært fé, og telur hópurinn nauðsynlegt að það sé nýtt til að kaupa ný lánasöfn til að auka vaxtamun sjóðsins. Aftur verður hér forvitnilegt að sjá hvernig þetta verður útfært með tilliti til hvaða áhættu sjóðurinn yrði tilbúinn að taka. Ekki er fjallað frekar um hvernig eða hvort stjórnvöld munu leggja sjóðnum til aukið stofnfé.

Frá útgáfu skýrslunnar hefur svokallað „Íbúðalánasjóðsálag“ lækkað um 9 punkta (pkt.) en áður hafði það lækkað um 17 pkt. frá því í síðustu viku. Við teljum að efni skýrslunnar ætti ekki að vera tilefni til lækkunar á álaginu.

„Lausn“ á núverandi rekstrarerfiðleikum Íls:

Í skýrslunni er farið kerfisbundið yfir nokkra þætti til að rétta rekstur Íls af og hækka eiginfjárhlutfall sjóðsins í 5% sem sjóðurinn hefur sem markmið til langs tíma.

- Lagt er til að skilið verði á milli útlánastarfsemi og umsýslu fullnustueigna með því að stofna félag með ríkisábyrgð sem kaupir eignirnar af Íls. Áður hafði sjóðurinn stofnað leigufélagið Klett ehf. til að annast útleigustarfsemi sjóðsins sem lagt er til að verði selt. Það er mat sjóðsins að úrvinnsla fullnustueigna muni taka að minnsta kosti 5 til 10 ár. Starfshópurinn telur að umfang fullnustueigna sem Íls fær í fangið muni ekki minnka, og að sjóðurinn kunni að leysa til sín um 1.000 eignir á næstu misserum til viðbótar við þær 1.700 sem hann á þegar. Í lok árs 2012 var bókfært virði fasteigna til sölu var um 30,4 ma.kr.

Við teljum að þessi aðgerð, ef af verður, muni bæta lausafjárstöðu sjóðsins enda heldur hann á fremur illseljanlegum eignum en einungis 22% af fasteignunum eru staðsettar á höfuðborgarsvæðinu. Það fjármagn sem liggur í fullnustueignum getur sjóðurinn ekki notað í vaxtaberandi eignir og hefur sjóðurinn gefið það upp að neikvæð áhrif fullnustueigna taki til

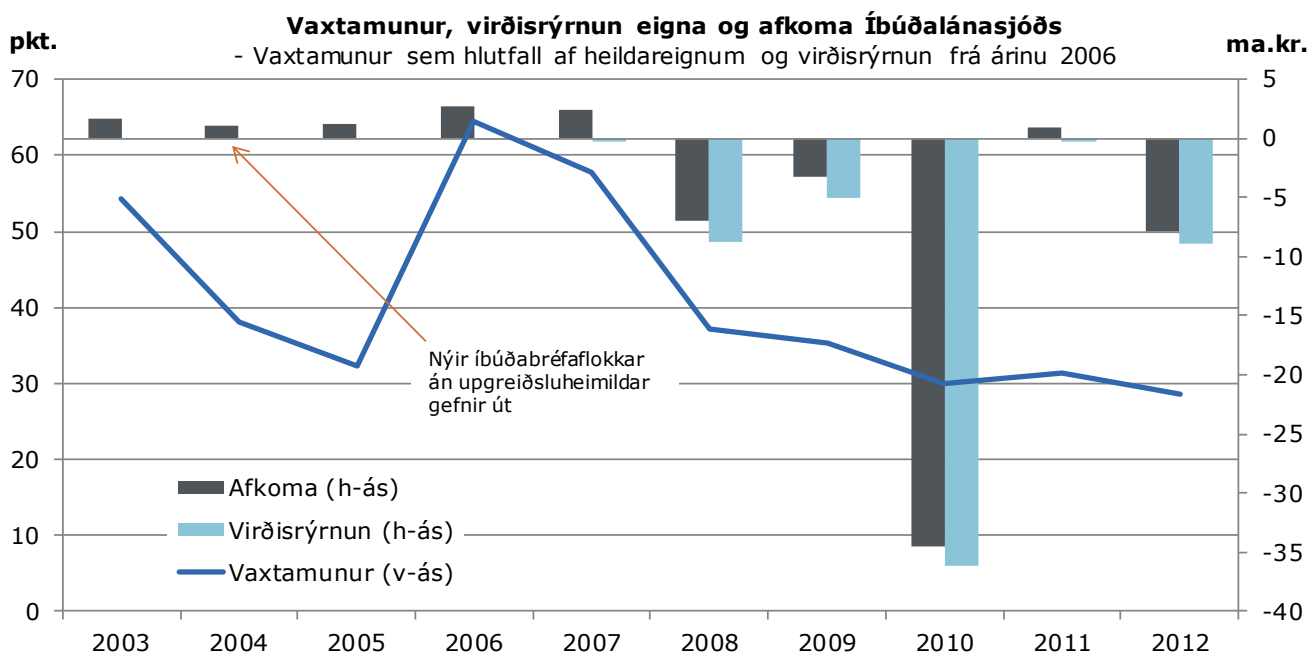
sín um helming vaxtamunar sjóðsins. Vaxtamunur sjóðsins gæti því aukist. Jákvæð áhrif sölunnar er háð því að sjóðurinn hafi heimildir til að nýta afrakstur sölunnar í fjárfestingar sem auka vaxtamun sjóðsins, en sjóðurinn er nú þegar með of mikið laust fé sem ber ekki nægilega mikla ávöxtun. Í skýrslunni hefði þurft að tiltaka í hvernig fjármálagerningum sjóðurinn má fjárfesta þar sem mögulega þarf sjóðurinn að fjárfesta í áhættusamari gerningum en til dæmis ríkisbréfum til að ávöxtunin verði hærri en fjármagnskostnaður sjóðsins.

- Um einn helsta vanda sjóðsins, uppgreiðsluáættu, hefur starfshópurinn þetta að segja: "Íbúðalánasjóður og stjórnvöld munu þurfa að meta alla valkosti í stöðunni vegna uppgreiðsluáættu og hvaða leiðir séu raunhæfar. Starfshópurinn telur mikilvægt að eyða eins mikilli óvissu og hægt er." Í viðauka við skýrsluna kemur fram að hópurinn telur að kanna þurfi hvað það myndi kosta að loka hluta áhættunnar, til dæmis á 100-200 mö.kr. af þeirri 175-300 ma.kr. óvarinni stöðu sem IFS-greining (IFS) mat í [skýrslu sinni](#) frá því nóvember.¹ Í skýrslunni kemur fram að ef útlán að upphæð 200 ma.kr. yrðu greidd upp myndi það þýða tapaðar vaxtatekjur upp á 4 – 6 ma.kr. á ári.

Þrátt fyrir að hópurinn viðurkenni þann uppgreiðsluvanda sem blasir við okkur þá söknum við þess að ekki hafi verið sett fram nánari útfærsla á hvernig og hvort eigi að leysa vandann yfir höfuð, eða til dæmis lagt til að sjóðurinn fylgdi stefnu um hvað telst ásættanleg uppgreiðsluáætla á hverjum tíma.

- Laust fé sjóðsins var um 49 ma.kr. samkvæmt ársreikningi sjóðsins fyrir árið 2012 sem er talsvert meira en tilskilin lágmörk kveða á um og á eftir að aukast að mati sjóðsins. Hópurinn einblínir á handbært fé (11 ma.kr.) og telur að koma þurfi því í meiri ávöxtun, til dæmis með því að kaupa lánasöfn, og auka þannig vaxtamun sjóðsins. Veginn vaxtamunur sjóðsins var 29 pkt. í lok árs 2012 og hefur haldist á bilinu 27 til 29 pkt. á síðustu þremur árum. Líkt og kemur fram í skýrslu IFS þá þyrfti vaxtamunurinn að vera á bilinu 60 – 100 pkt. svo að rekstur sjóðsins verði sjálfbær.

Ekki liggur fyrir hvernig lánasöfn sjóðurinn mætti kaupa, með tilliti til áhættu, og hefði mátt útskýra það nánar í skýrslunni. Mætti sjóðurinn til að mynda kaupa fasteignalánasafn í eigu Eignasafns Seðlabanka Íslands ehf. sem útgefið er af Arion banka?



Heimild: Ársreikningar Íls og útreikningur greiningardeildar

¹ Við gerð skýrslu sinnar fékk IFS aðgagang að stjórnendum Íls og þeim upplýsingum sem félagið þurfti til að gera umbeðna skýrslu fyrir fjármálaráðuneytið. Þá vitnar starfshópurinn ítrekað í skýrslu IFS.

- Hópurinn leggur til að innheimtuferlar Íls verði efldir til að minnka vanskil lána. Útlánaáhætta sjóðsins er á bilinu 10 til 22,4 ma.kr. samkvæmt skýrslu IFS. Hvað eiginfjárbindingu varðar þá segir hópurinn að lán í vanskilum bindi almennt 100% en íbúðalán í skilum aðeins 35%. Það að draga úr vanskilum myndi því lækka eiginfjárbörf sjóðsins þar sem samkvæmt [mánaðarskýrslu Íls](#) fyrir mars síðastliðinn kemur fram að um 4,8 ma.kr. (88 ma.kr. undirliggjandi höfuðstóll sem samsvarar 13,2% útlána) til einstaklinga og 2 ma.kr. (33,9 ma.kr. undirliggjandi sem samsvarar 22,8% útlána) til lögaðila eru í vanskilum. Svo vitnað sé í skýrsluna þá felst lausnin í því að hafa fyrr samband við lántakendur sjóðsins sem komnir eru í vanskil og bæta upplýsingatæknikerfi sjóðsins.

Við teljum mjög jákvætt að innheimtuferlar Íls verði efldir, hins vegar hefði mátt leggja fram mælanleg markmið fyrir hvert tímabil í skýrslunni um það hvernig dregið verður úr vanskilum. Til dæmis hefði mátt tiltaka að sjóðurinn þyrfti að lækka vanskil um að minnsta kosti 2% ár hvert og hverjar afleiðingarnar yrðu á rekstrarafkomu sjóðsins. Þá hefði hópurinn þurft að tilgreina til hvaða aðgerða yrði gripið ef sjóðurinn nær ekki tilsettum markmiðum. Að auki hefðum við vilja sjá hópinn fjalla um hvort Íls þyrfti að vera varkárari við færslu á afskriftarreikning útlána.

- Eftirvænting markaðsaðila eftir skýrslunni fólst einna helst í því hvort og hversu mikil stofnfjárframlög stjórnvalda gætu orðið til sjóðsins á næstu árum. Vitnar hópurinn til skýrslu IFS þar sem lagt er til að sjóðnum verði lagðar til 48 ma.kr. á næstu þremur til fimm árum vegna taprekstrar og áhættuvarna. Þar er um að ræða 35 ma.kr. umfram 13 ma.kr. stofnfjárframlagið sem stjórnvöld lögðu sjóðnum til í mars síðastliðnum.

Þegar öllu er á botninn hvolft þá virðist ekki umflúið fyrir ríkissjóð að leysa fjárbörf sjóðsins, í einu lagi eða í nokkrum skrefum á komandi árum. Við teljum hins vegar að í aðdraganda kosninga hefði verið gagnlegt að hafa ígrundað mat hópsins á fjárbörf sjóðsins enda verður það að lokum pólitísk ákvörðun hvernig það verður gert.

Framtíðarhlutverk Íls

Í skýrslunni er tekið fram að minnka eigi ábyrð ríkisins á sjóðnum eins og mögulegt er, og hætt eða dregið verði verulega úr nýrri ríkistryggðri fjármögnun Íls. Íls á ekki að vera í samkeppni við einkaaðila og þannig á sjóðurinn einungis að lána til kaupa á fasteignum að hámarki 50 m.kr. og þar sem veðhlutfall er 80% eða lægra. Þannig telur hópurinn að rekstur sjóðsins muni dragast jafnt og þétt saman og sömuleiðis umsvif hans á fasteignalánamarkaði. Þetta skilyrði hefur þó ekki mikil áhrif þar sem um 94% fasteigna á Íslandi eru lánshæf hjá Íls miðað við skilyrðið um 50 m.kr. hámarksupphæð fasteignar.

Lagt er til að velferðarráðherra endurskoði annað hvert ár hvort lækka eða hækka eigi hámarksupphæð útlána Íls sem hlutfall af fasteignamati íbúðarhúsnæðis með hliðsjón af stöðu lánamarkaða, verðlagsþróunar og þjóðhagsforsendna. Til dæmis á Íls að vera öryggisventill ef markaðsbrestir ná að grafa um sig og jafna aðgengi heimilanna að lánsfjármagni á viðráðanlegum kjörum. Stofnaður hefur verið starfshópur sem mun ákveða hvaða gögn ráðherra þarf og hvernig hann framkvæmir endurskoðunina.

Hér felast ákveðin skilaboð í því að dregið verður úr eða hætt verði fjármögnun Íls með ríkisábyrgð. Líklegast verður ekki meira um útgáfu íbúðabréfa (HFF) í óbreyttri mynd. Óljóst er hins vegar hvaða hlutverki hópurinn vill að Íls gegni á samkeppnismarkaði.

Sérstakur heildsölubanki verður hugsanlega stofnaður utan Íls sem rekinn verður án hagnaðarkvaðar og mun hafa það hlutverk að gefa út stóra markaðshæfa skuldabréfaflokka og fjármagna þannig íbúðarkaup á íslenskum húsnæðismarkaði í heild sinni. Mun hann fjármagna verðtryggð og óverðtryggð lán. Öllum fjármálafyrirtækjum sem uppfylla ákveðin skilyrði (sem ekki eru skilgreind) þar á meðal ÍLS, verður boðin aðkoma að heildsölubankanum, það er að segja

heildsölubankinn verður í eigu þessara aðila. Starfshópurinn tekur fram að samstarf við Samtök fjármálafyrirtækja, Íls og aðra hagsmunaaðila sé nauðsynlegt til að af hugmyndinni um heildsölubankann verði.

Eins og nefnt er hér að framan þá verður áhugavert að sjá hvernig þessi hugmynd verður útfærð þannig að bankarnir sjái hag í því að fjármagna sig í gegnum heildsölubanka samanborið við að annast sjálfir útgáfu og sölu sértryggðra skuldabréfa eins og þeir gera í dag. Ef gert er ráð fyrir að Íls muni í framtíðinni aðallega annast félagslega þjónustu líkt og hópurinn leggur til, eða einbeita sér fremur að því að lána til aðila utan höfuðborgarsvæðisins, þá er í raun verið að leggja til að bankarnir taka á sig hluta af útlánaáættu Íls þar sem oft á tíðum eru eignir utan höfuðborgarsvæðisins ekki eins seljanlegar og innan höfuðborgarsvæðisins.

Ferill áhættulausra verðtryggðra vaxta í húfi?

Við verðlagningu á fjárfestingarkostum notast markaðsaðilar við svokallaða áhættulausa vexti, bæði óverðtryggða og verðtryggða, sem grunn fyrir ávöxtunarkröfu. Í flestum tilfellum eru þessi vextir skilgreindir sem vextir á seljanlegum ríkistryggðum skuldabréfum. Flokkar útgefnir af Íls hafa lengi myndað feril fyrir áhættulausa verðtryggða vexti, eða þar til í október í fyrra þegar efasemdir vöknðu um gæði útgefinna skuldabréfa Íls. Markaðsaðilar hafa því beðið eftir skýrslunni í þeirri von að hún myndi svara því hvort HFF gætu myndað á ný feril fyrir áhættulausa verðtryggða vexti. Innan þessara væntinga rúmuðust svo hugleiðingar um hvort [viðskiptavakt](#) flokkanna yrði endurskoðuð í þá átt að auka eða minnka seljanleika flokkana. Af skýrslunni að dæma teljum við ekki nægjanlega skýrt hvort flokkar Íls eigi að mynda feril áhættulausra verðtryggðra vaxta. Þannig kemur eftirfarandi fram á bls. 8 í skýrslunni:

„[H]afa skuldabréfaútgáfur Íbúðalánasjóðs myndað vaxtaferil áhættulausra verðtryggðra vaxta með þeirri ábyrgð sem ríkissjóður veitir. Þeir markflokkar sem myndað hafa ferilinn hafa verið stórir og með öflugra viðskiptavakt. Við endurskilgreiningu á hlutverki Íbúðalánasjóðs þarf sérstaklega að huga að þessum þætti. Þegar starfsemi Íbúðalánasjóðs dregst saman getur hann ekki gegnt þessu hlutverki áfram þar sem verðmyndun verður ótryggari og viðhald markflokkanna ófullnægjandi.“

Á hinn bóginn kemur fram á bls. 14:

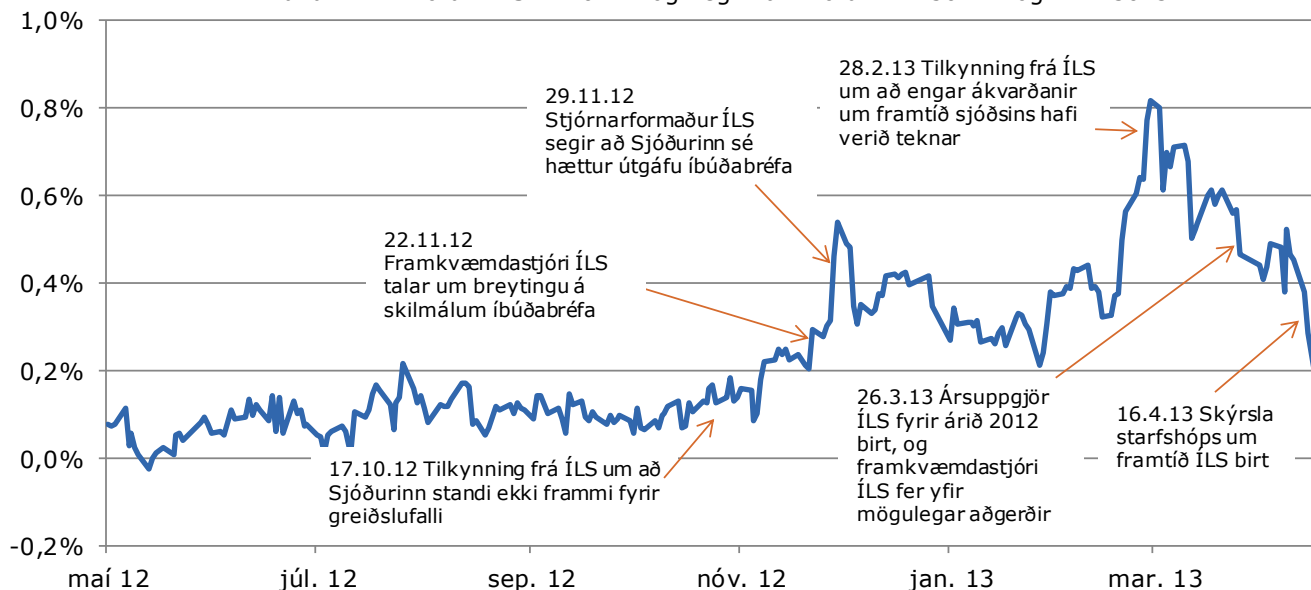
„Ríkið hefur viðhaldið tveimur nokkuð jafngildum áhættulausum vaxtaferlum, bæði óverðtryggðum (ríkissjóður) og verðtryggðum (Íbúðalánasjóður), meðan flest önnur lönd sem við berum okkur saman við leggja megináherslu á einn vaxtaferil, þann óverðtryggða. Við endurskilgreiningu á hlutverki Íbúðalánasjóðs þarf sérstaklega að huga að þessum þætti. Útgáfur heildsölubankans koma ekki til með að mynda grunn fyrir áhættulausa verðtryggða vexti en hins vegar má gera ráð fyrir að HFF-flokkarnir muni áfram gera það í nánustu framtíð. Ríkissjóður mun áfram mynda grunn fyrir áhættulausa óverðtryggða vexti.“

Viðbrögð markaðarins við skýrslunni yfirveguð og jákvæð

Við lokun markaða í gær hafði svokallað „Íbúðalánasjóðsálag“ lækkað talsvert eða um 9 pkt. frá þriðjudeginum og um 26 pkt. ef miðað er við lok síðustu viku. Álagið stóð í lok gærdagsins í einungis 19 pkt. og hefur ekki verið svo lágt síðan um miðjan nóvember í fyrra. Í dag hefur álagið hækkað aftur og er komið í 31 pkt. þegar þetta er skrifað. Nauðsynlegt er að taka tillit til þess að fremur lítil nafnverðsvelta stendur að baki þessari breytingu. Mest hafa viðskiptin verið með stysta flokkinn HFF150224, fyrir um 4,1 ma.kr., en í heildina nemur nafnverðsveltan 5,9 mö.kr.

Áhættuálag Íbúðalánasjóðs

- Munur milli kröfu RIKS 21 0414 og veginnar kröfu HFF150224 og HFF150434



Heimild: Nasdaq OMX Iceland og útreikningur greiningardeildar.

Að okkar mati verður að teljast fremur erfitt að rökstyðja mikla lækkun á álaginu þar sem óvissa ríkti um framtíð Íls áður en skýrslan var birt og lítið sem ekkert hefur dregið úr henni í kjölfar birtingar skýrslunnar. Það sem hugsanlega getur útskýrt þróun álagsins er að meirihluti markaðsaðila hafði búist við verri niðurstöðu en skýrslan inniheldur, það er að segja hugsanlega höfðu einhverjir talið mögulegt að lögð yrði til skilmálabreyting á útgefnum flokkum Íls í þá veginni að þeir yrðu uppgreiðanlegir eða jafnvel að þeir yrðu neyddir til að færa eitthvað niður af höfuðstól krafna sinna. Þessir markaðsaðilar ættu því að vera nokkuð sáttir með rýrt efni skýrslunnar og geta haldið á bréfunum rólegir fram að næstu skýrslu.

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Brynjar Ólafsson	brynjar.olafsson@arionbanki.is	444-6262
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959

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 og ekki skal líta á efnið sem ráðgjöf um kaup, sölu eða aðra ráðstöfun fjármálagerna sem umfjöllunin kann að varða, beint eða óbeint. 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 öfugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísbending eða trygging fyrir árangri í framtíð.

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, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankþjónustu.

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

