Aðþrengdar aflandskrónur

Það þarf vart að tíunda að ein helsta ástæða þess að fjármagnshöft voru sett á íslenska hagkerfið árið 2008 var sú að erlendir aðilar höfðu komið sér upp verulegum skammtímastöðum í auðseljanlegum íslenskum eignum, sem þeir virtust vilja losa sig við hratt í skiptum fyrir erlendan gjaldeyri, enda ríkti mikil óvissa um undirstöður íslenska hagkerfisins og getu innlendra lántaka til þess að standa við skuldbindingar sínar.

Þegar litið er til geigvænlegrar hækkunar skuldatryggingarálags íslenska ríkisins virðast fjárfestar til dæmis hafa talið umtalsverðar líkur á því að ríkissjóður gæti ekki staðið við skuldbindingar sínar! Í ljósi þess er ekki að undra að þeir hafi jafnvel viljað selja íslenskar eignir við mjög hárri ávöxtunarkröfu og lágu gengi, en afleiðing þess hefði getað orðið mikill óróleiki á bæði fjármagns- og gjaldeyrismarkaði.

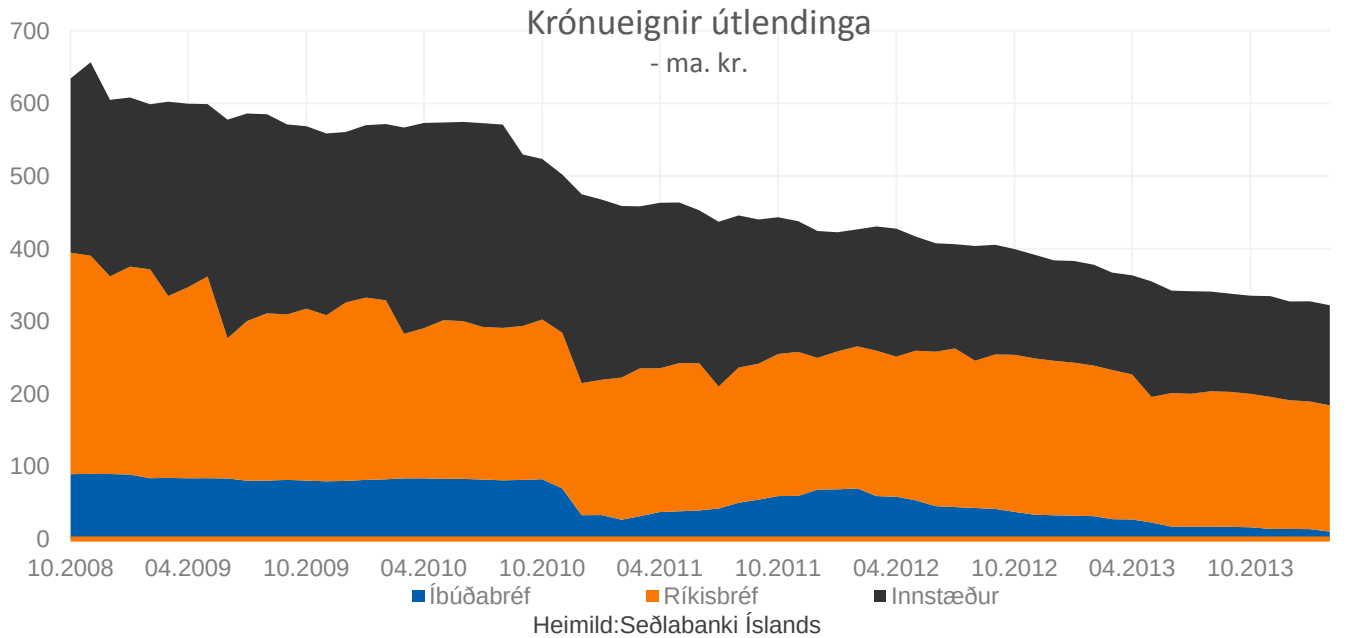
Af þeim sökum ollu þessar skammtímastöður yfirvöldum áhyggjum, enda námu þær um 657 milljörðum króna þegar höftum var komið á með formlegri reglusetningu í nóvember 2008, eða um 44,3% af landsframleiðslu ársins. Komið var í veg fyrir að útflæði þeirra ylli enn meiri gengislækkun en raunin varð með setningu haftanna.

Heimild:Seðlabanki Íslands

Þegar áætlun um afnám gjaldeyrishafta var síðast birt árið 2011 var engin leið að vita hversu aðþrengdir þessir fjárfestar væru – þ.e. hversu hratt þeir væru reiðubúnir að losa sig við íslenskar eignir sínar, eða á hversu lágu verði. Þrátt fyrir að ástandið í íslenska hagkerfinu hefði þá þegar batnað mikið frá haustinu 2008 var því varla tækt að álykta annað en að aflandskrónurnar væru meiriháttar áhættuþáttur.

Síðan þá hefur töluvert vatn runnið til sjávar, ekki síst vegna gjaldeyrisútboða Seðlabankans. Með gjaldeyrisútboðunum hefur bankinn haft milligöngu um að leiða saman aðþrengda fjárfesta sem eru reiðubúnir að sætta sig við tiltölulega lélegt gengi fyrir krónueignir sínar til þess að komast úr landi með fé og langtímafjárfesta sem eru reiðubúnir að fallast á að fjárfesta í landinu til fimm ára hið minnsta í skiptum fyrir tiltölulega hagstætt gengi.

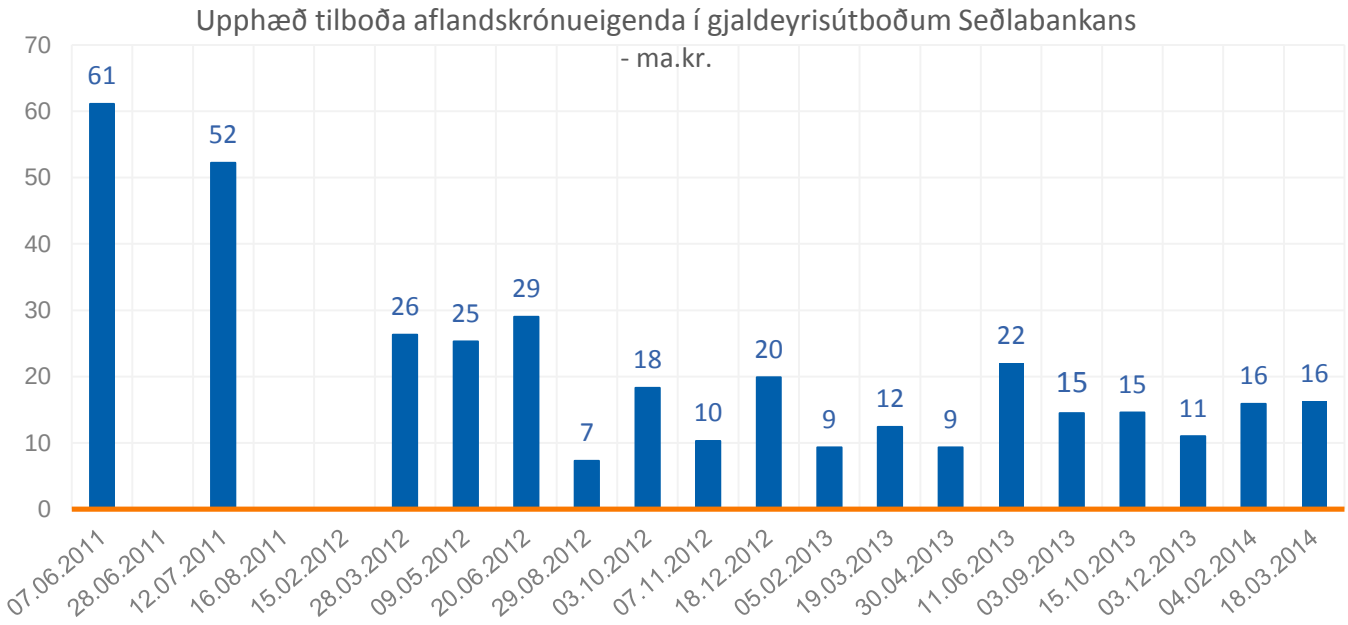
Með útboðunum (og öðrum risavöxnum einskiptisaðgerðum á borð við Avens-samkomulagið) hefur tekist að vinda ofan af stöðu erlendra aðila í íslenskum eignum svo um munar, en þær nema nú um 322 milljörðum króna, eða um 17,2% áætlaðrar landsframleiðslu þessa árs.



Heimild:Seðlabanki Íslands

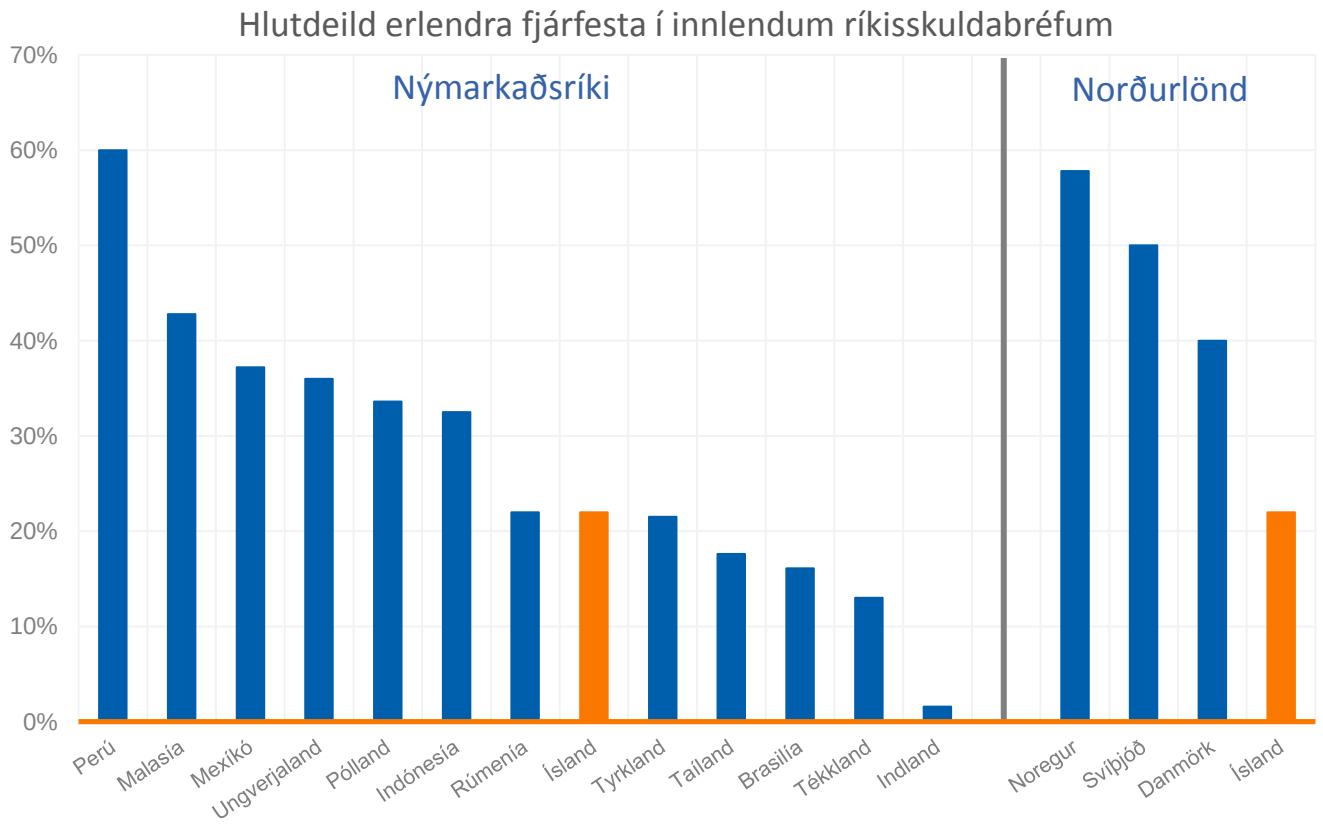
Áhugaverðast við útboðin er þó ekki endilega árangurinn sem þau hafa skilað, heldur miklu frekar skilaboðin sem í þeim felast. Á um tveggja mánaða fresti er þessum aðþrengdu fjárfestum nefnilega boðið að yfirgefa landið að því gefnu að þeir sætti sig við einhvern afslátt á krónueignunum sínum. Þau veita því bestu mögulegu vísbendinguna um hversu aðþrengdur fjárfestahópurinn er.

Af þeim sökum er ánægjulegt að sjá leitnina í þátttöku aflandskrónueigenda, en hún hefur farið stöðugt minnkandi frá miðju ári 2011 þegar fyrstu útboðin voru haldin. Í síðustu fimm útboðum hafa um 11-16 ma. kr. leitað út í hverju útboði, eða innan við 5% aflandskrónustabbans.



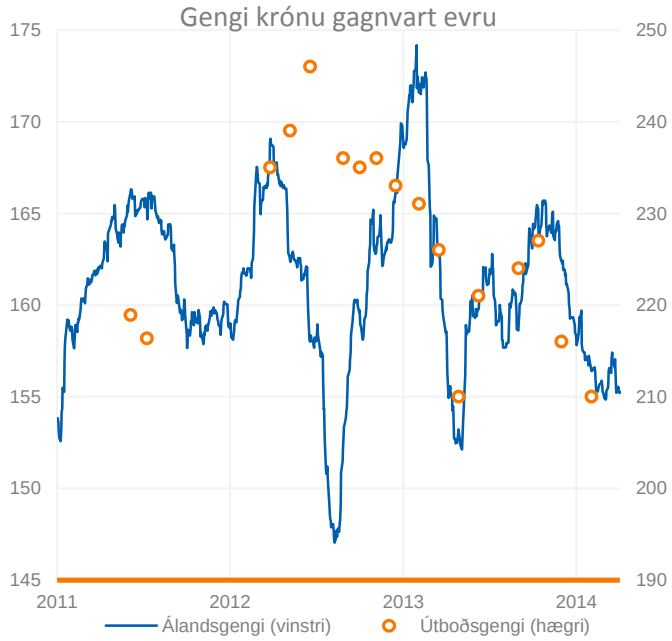
Heimild:Seðlabanki Íslands

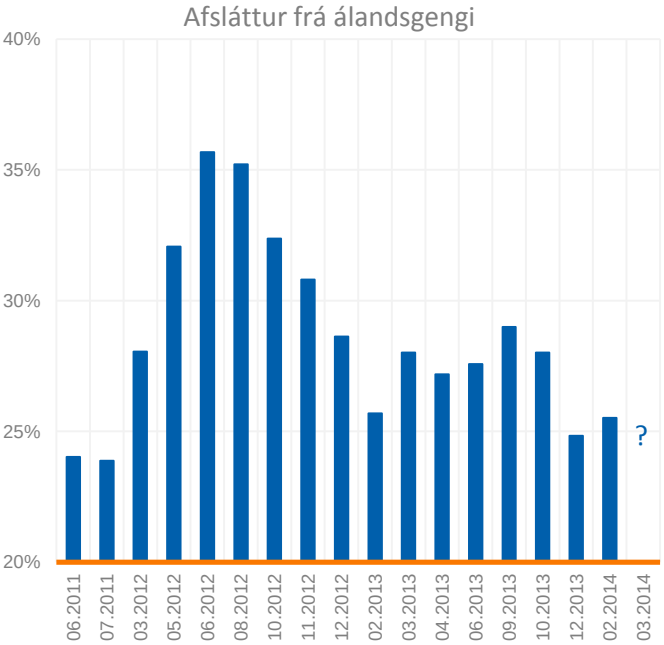
Það bendir til þess að útgönguþrýstingur hafi minnkað og það sé minnihluti aflandskrónueigenda sem er reiðubúinn að losa sig við íslenskar eignir sínar með verulegum afföllum. Það þarf ekki endilega að koma á óvart, enda bendir hlutlægt mat ekki til þess að staða útlendinga í eignum á borð við íslensk ríkisskuldabréf sé óeðlilega stór, heldur virðist hún þvert á móti vera rétt undir meðallagi samanborið við erlend nýmarkaðsríki þar sem fjármagnsflæði er að mestu frjálst, og umtalsvert minni en í þeim Norðurlöndum sem eru með eigin myntir (þótt deila megi um hvort Danmörk eigi að teljast þar á meðal). Nauðsyn þess að „draga úr eignarhaldi erlendra aðila á kvikum skammtímaeignum“ líkt og það er orðað í síðustu fjármálastöðugleikaskýrslu Seðlabankans er því ekki augljós.



Heimildir: IMF, fjármálaráðuneyti ríkja

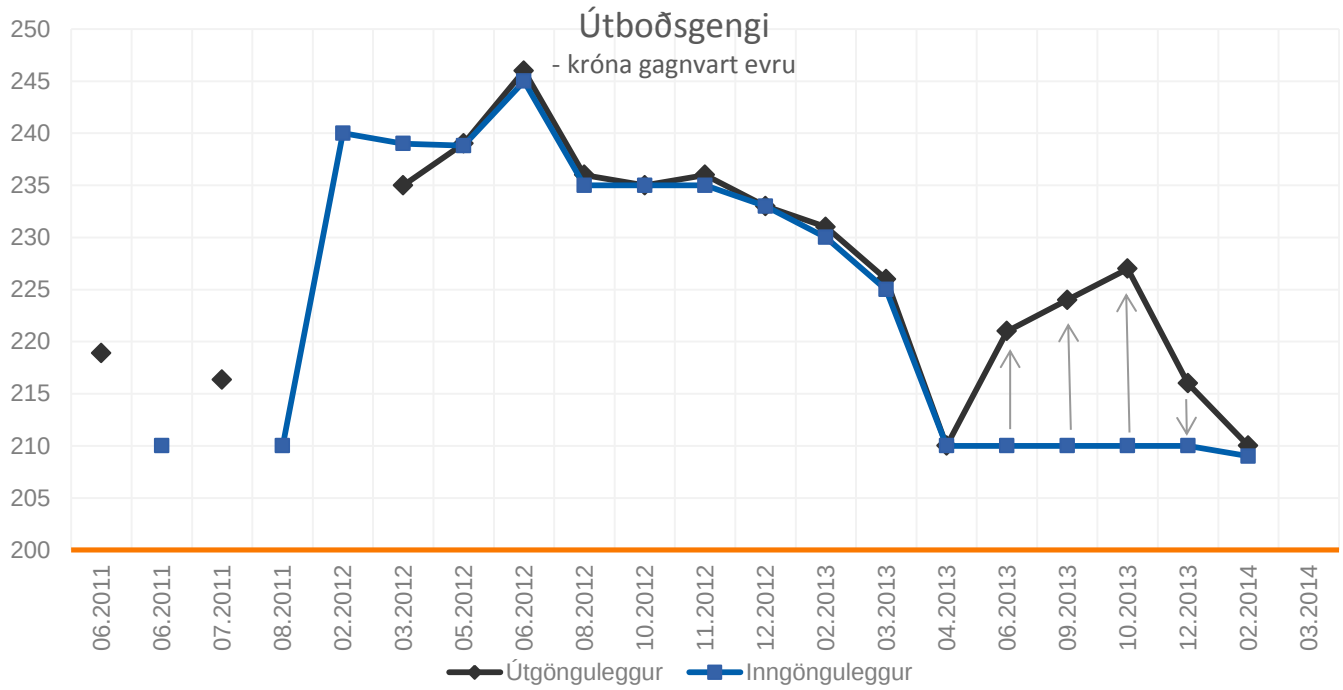
Þeir fjárfestar sem þó leitast við að loka krónustöðum sínum í útboðum Seðlabankans hafa sætt sig við minnkandi afföll frá árinu 2012 – sem aftur bendir til þess að jafnvel aflandskrónueigendurnir sem sýna þátttöku í útboðunum áhuga séu ekki aðþrengdari en svo að þeir eru ekki tilbúnir að sætta sig við hvaða verð sem er fyrir krónueignir sínar til þess eins að losna úr íslenska hagkerfinu.





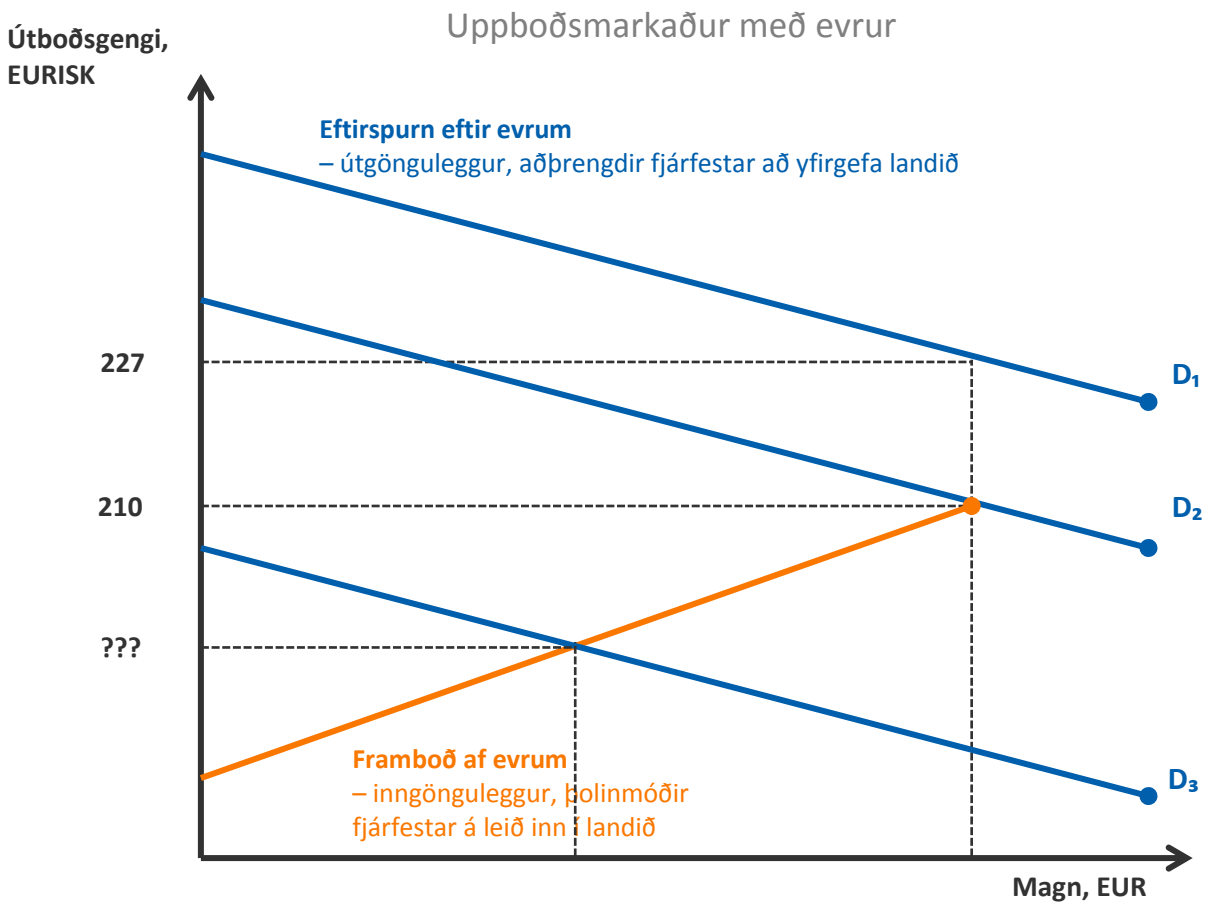
Heimildir:Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Reyndar er nokkuð merkilegt að stilla upp gengismynduninni í annarsvegar útgöngulegg útboðanna og hinsvegar inngönguleggnum, en líkt og sjá má myndaðist töluverður gengismunur í fjórum útboðum frá júní á síðasta ári og þar til í febrúar í ár.



Heimild:Seðlabanki Íslands

Ástæða þess er sú að í útboðunum mynduðu framboð og eftirspurn ekki skurðpunkt, heldur var verðgap á milli heildarfjárhæðarinnar sem leitaði inn í landið og samsvarandi fjárhæðar sem leitaði úr landi. Á hefðbundinni framboðs- og eftirspurnarmynd, sem sjá má hér að neðan, má lýsa þessum útboðum með staðsetningu eftirspurnarferilsins D_1, sem liggur allsstaðar ofar en framboðsferillinn. Í kjölfarið hliðruðu aflandskrónueigendurnir tilboðum sínum niður á við ($D_1 \rightarrow D_2$), en þar með lokaðist gapið og gengismunurinn hvarf. Í síðasta útboði Seðlabankans í mars virðast þeir svo hafa hliðrað tilboðum sínum enn lengra niður($D_2 \rightarrow D_3$) upp að því marki að bankanum reyndist erfitt að para saman nema mjög lítinn hluta þátttakenda, eða um milljarð króna alls, og ákvað því að hafna öllum tilboðum. Reyndar furðum við okkur á því að bankinn skyldi frekar kjósa að hafna öllum tilboðum en para einfaldlega saman það litla sem hægt var, en það er önnur saga.



Heimild:Greiningardeild

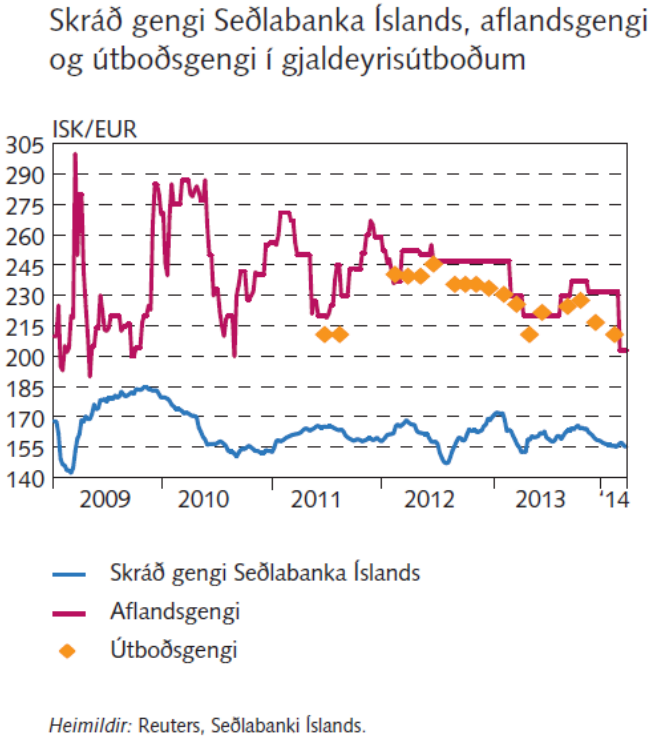
Að mati Seðlabankans var hliðrun eftirspurnarferilsins í síðasta útboði til marks um samspil samþjöppunar krónueignanna og strategískrar tilboðshegðunar. Þannig hafi aflandskrónueigendurnir hliðrað tilboðum sínum til þess að kanna hvað þeir kæmust upp með að bjóða sterkt gengi (lágt verð) í útboðinu í skjóli þess hve mörg útboð eru framundan, en bankinn hefur tilkynnt um útboð í maí, júní og september.

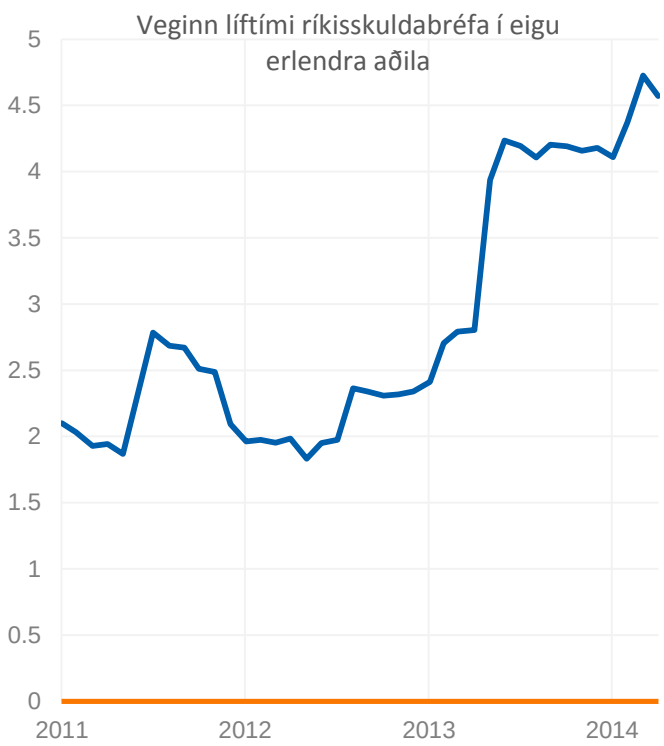
Vel má vera að þetta sé rétt, en það er þó erfitt að útiloka að hliðrunin endurspegli einfaldlega aukna þolinmæði; þ.e. að fjárfestarnir vilji frekar bíða og safna vöxtum innanlands en að taka höggið í útboðunum og útboðin hafi því náð tilgangi sínum. Á þetta er fallist að hluta í nýjasta fjármálastöðugleika Seðlabankans, en þar segir:

> Ef óþreyjufyllstu eigendur skammtíma krónueigna leita hverju sinni útgöngu í gjaldeyrisútboðum Seðlabankans virðist ljóst að með útboðunum hefur nú þegar tekist að greiða fyrir útgöngu þeirra sem mest lá á.

Við tökum undir þetta sjónarmið, en styrking krónunnar á aflandskrónumarkaði undanfarna 24 mánuði[1] og lenging líftíma eignasafns erlendra aðila gætu bent til þess að þolinmóðari fjárfestar hafi komið í stað óþolinmóðari í viðskiptum á markaði, þ.e. án milligöngu Seðlabankans í gjaldeyrisútboðum, enda banna höftin erlendum fjárfestum ekki að eiga viðskipti með íslenskar eignir sín á milli. Að hluta getur lenging líftíma eignasafnsins reyndar endurspeglað ótta erlendra fjárfesta við að heimildir þeirra til endurfjárfestingar á skuldabréfamarkaði verði þrengdar, en það ber þó á sama stað niður; fjárfestarnir vildu frekar festa sig í lengri bréfum en yfirgefa landið.

[1] Tekið skal fram að viðskipti með krónur á aflandsmarkaði virðast fátíð og markaðurinn sennilegast nokkuð grunnur.





Heimildir:Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Jafnvel er ekki hægt að útiloka að einhverjir fjárfestar séu farnir að veðja á áframhaldandi samleitni milli aflands- og álandsgengisins í takti við stöðuga lækkun útboðsgengisins – ekki síst þar sem núverandi afnámsáætlun gerir ráð fyrir því að erlendum eigendum ríkisskuldabréfa verði á einhverjum tímapunkti boðið upp á skuldabréfaskipti þar sem þeir fá afhent bréf í erlendum gjaldeyri í skiptum fyrir krónubréfin sín, eða verði ella leyfð frjáls útganga gegn greiðslu álags. Að okkar mati er hæpið að þessir gjörningar færu fram á mikið lakara gengi en býðst í útboðunum.

Á meðan gefst fjárfestunum færi á að skipta vaxtagreiðslum bréfanna fyrir erlendan gjaldeyri á álandsgengi krónunnar – en í nýjasta fjármálastöðugleika Seðlabankans er fullyrt að ávöxtunin af því samsvari um og yfir 11% á ári í evrum talið miðað við muninn á núverandi aflands- og álandsgengi. Í fljótu bragði er því ekki að sjá að skuldabréfaeigendur í hópi aflandskrónueigenda hafi sérstaka ástæðu til að örvænta.

Næstu útboð munu gefa enn skýrari vísbendingu um það hvort tilboðshegðun aflandskrónueigendanna í útboðum Seðlabankans sé strategísk, eða hvort hún endurspegli raunverulega aukna þolinmæði – enda minnkar hvatinn til að bjóða gengi sem er sterkara en fjárfestirinn er raunverulega tilbúinn að sætta sig við eftir því sem færri útboð eru framundan. Við bíðum því spennt eftir útboðinu sem fer fram um miðja vikuna.

Ef næstu útboð sýna áfram jafnsterkt gengi teljum við einsýnt að það sé tímabært að ráðast í síðustu skrefin sem tilgreind eru í fyrri áfanga núverandi afnámsáætlunar um lækkun stöðu aflandskróna, útvíkkun þátttökuskilyrða útboðanna eða önnur skref til losunar hafta.

Samhliða því þarf að hafa í huga að eignarhald erlendra fjárfesta á auðseljanlegum innlendum eignum er ekki snjóhengja nema upp að því marki sem þeir vilja losa sig við þær hraðar en fjármagns- og gjaldeyrismarkaðir þola. Líkurnar á því eru hinsvegar minni en var árið 2008, enda ríkir mun minni óvissa um gæði íslenskra eigna nú en þá, auk þess sem skammtímastöður útlendinga eru smærri.

Almennt séð er fátítt að fjárfestar geri áhlaup á fjármagnsmarkaði ríkja nema vegna verulegs vantrausts. Frændur okkar á Norðurlöndum hafa t.a.m. litlar áhyggjur af því þótt skuldabréfamarkaðir þeirra séu að stórum hluta í eigu útlendinga, þvert á móti hreykja þeir sér af því, enda njóta ríkissjóðir og gjaldmiðlar landanna trausts á alþjóðavísu. Þótt óraunhæft sé að ætla annað en að vextir verði áfram hærri hér á landi en á Norðurlöndunum er þannig engin ástæða til að ganga út frá því sem forsendu við afnám gjaldeyrishafta að enginn utan landsteinanna hafi áhuga á að eiga krónueignir – svo framarlega sem staðinn er vörður um traust á grunnstoðir hagkerfisins og trúverðugleika innlendra stofnana.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Hér má finna fyrirvara