

Markaðspunktur í dag:

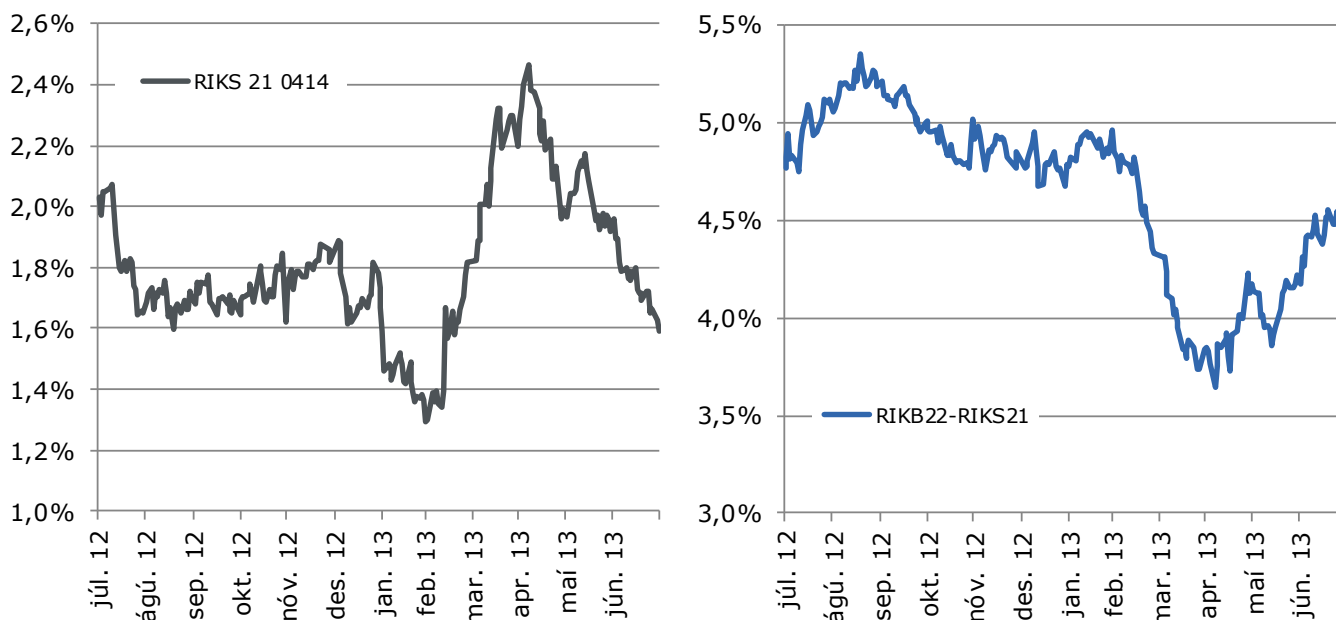
- Útlendingar að þrýsta niður verðtryggðu kröfunni?
- Innflæði og framboð í ágúst og september

Útlendingar að þrýsta niður verðtryggðu kröfunni?

Síðan í maí hafa erlendir aðilar verið þeir einu sem kalla má virkir á skuldabréfamarkaði og sést það einna best á þróun verðtryggða ríkisbréfaflokksins RIKS 21 0414 (RIKS21) þar sem þeir hafa nánast verið einir á kauphliðinni. Á sama tíma hafa þeir bókstaflega átt kauphliðina í tilboðabókum stuttra óverðtryggðra ríkisbréfaflokka en statt og stöðugt losað stöður sínar í ríkisvixlum. Ástæða umsvifa þessara aðilar er ríflega 64 ma.kr. greiðsla af RIKB 13 0517 (RIKB13) sem féll þeim í skaut í maí síðastliðnum. Svo virðist vera að þeir hafi haldið upphæðinni að megninu til á Íslandi.

Verðtryggð krafa niður – verðbólguálag upp

Frá því um miðjan júní hefur ávöxtunarkrafa RIKS21 lækkað nánast viðstöðulaust og þannig farið úr því að vera 2,17% í 1,59%. Á sama tíma hefur krafa RIKB 22 1026 (RIKB22), sem er með álíka meðaltíma og RIKS21, hækkað úr 6,11% í 6,3% sem þýðir að verðbólguálag til 7 ára hefur farið úr 3,86% í 4,63%.

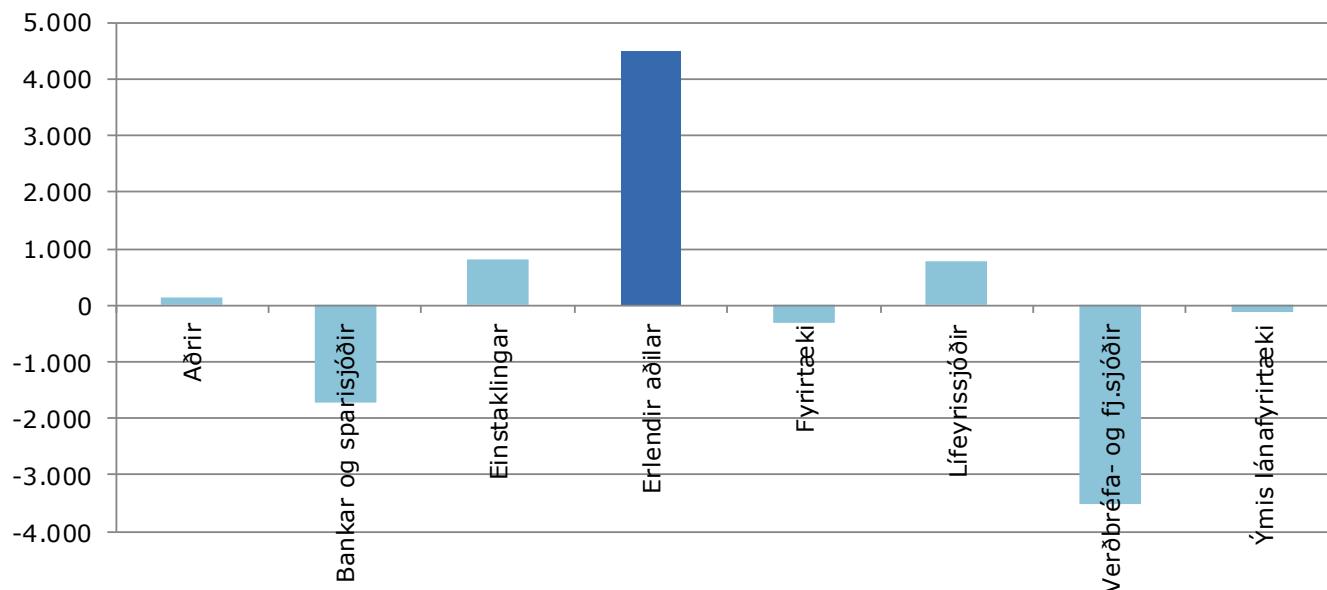
Þróun ávöxtunarkröfu RIKS21 og verðbólguálags (RIKB22-RIKS21)

Heimild: Nasdaq OMX Iceland

Ástæðu þessarar þróunar má rekja til þess að á síðustu þremur mánuðum hafa erlendir aðilar verið að auka við stöðu sína í RIKS21 á meðan aðrir innlendir aðilar stunduðu yfirvegaðri kaup enda sumir hverjir með talsverðar stöður í flokknum fyrir, t.d. eiga verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir um 40% í flokknum og lífeyrissjóðir um 30%. Það kemur því eflaust fáum á óvart að það voru verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir sem seldu erlendu aðilunum bréfin að megninu til.

Breyting á stöðu í RIKS21 á síðustu þremur mánuðum

- m.kr., nafnverð



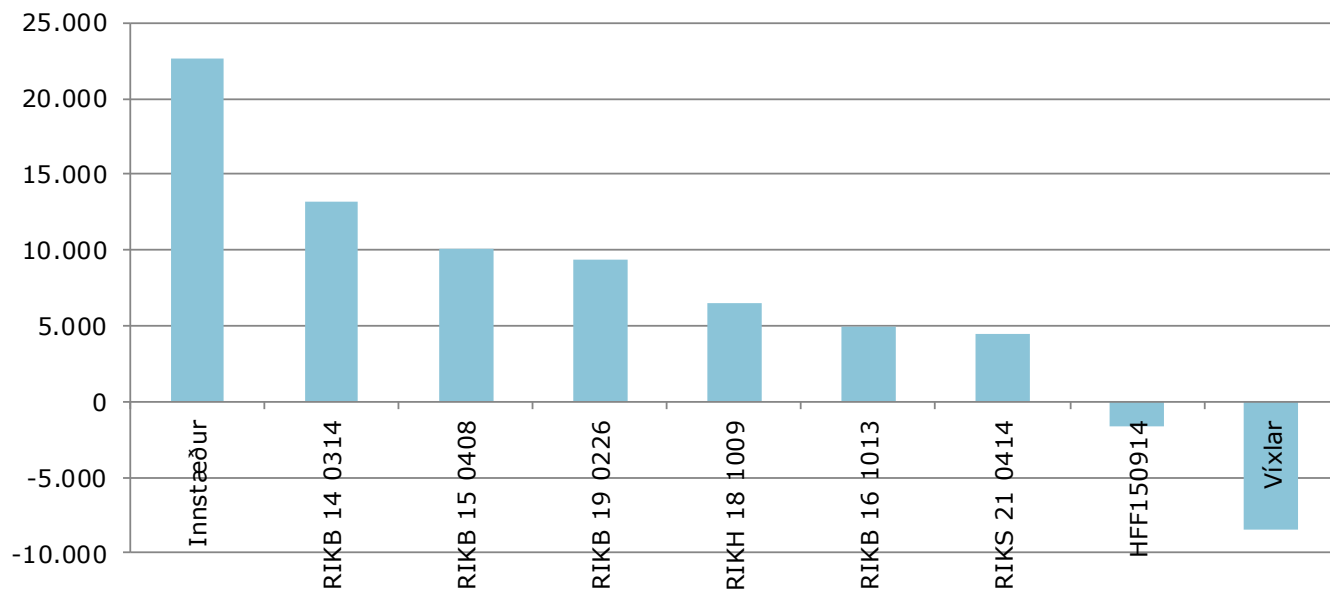
Heimild: Markaðsupplýsingar Lánamála ríkisins, dags. 30. júní 2013

Áhugi erlendra aðila þó áfram mestur á óverðtryggðu

Af myndinni hér að ofan má sjá að lækkun kröfu RIKS21 stafar af því hversu öflugir erlendir aðilar hafa verið á kauphliðinni. Þetta er þó ekki eini flokkurinn sem erlendir aðilar hafa verið að fjárfesta í á síðustu mánuðum enda hafa þeir þurft að koma um 64 mö.kr. í ávöxtun í kjölfar lokagjalddaga RIKB13 um miðjan maí síðastliðinn. Eftirfarandi mynd sýnir að upphæðin hefur aðallega farið í innlán (um 22,6 ma.kr.) en þar á eftir í stystu ríkisbréfaflokkana RIKB 14 0314 (RIKB14) og RIKB 15 0408 (RIKB15).

Stærstu hreyfingar erlendra aðila á síðustu þremur mánuðum

- m.kr., nafnverð



Heimild: Lánamál ríkisins, Íbúðalánasjóður og Seðlabanki Íslands

Af hreyfingunum má draga þá ályktun að þeir hafa ekki áhuga á hvaða verðtryggða gerning sem er enda hafa þeir verið að losa stöðu sína í stysta íbúðabréfaflokknum HFF150914 – eflaust þar sem hlutfall vaxtagreiðslna af heildargreiðslum flokksins fer undir 7% frá og með gjalddaga í september næstkomandi en erlendum aðilum er einungis heimilt að nýta vexti til fjármagnshreyfinga á milli landa.

Myndin hér að ofan sýnir að erlendu aðilarnir hafa aukið stöðu sína í stystu óverðtryggðu ríkisbréfaflokkunum og áttu þeir í lok júní rúmlega 70% í RIKB14 og RIKB15. Að megninu til juku þeir

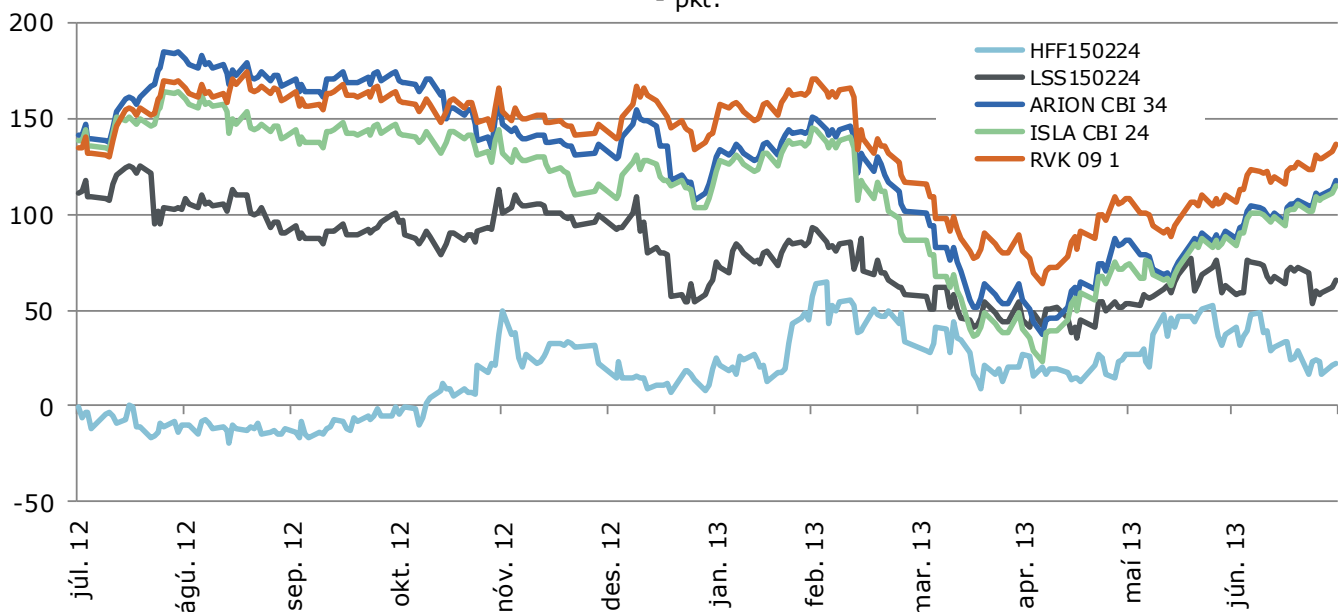
stöður sínar á eftirmarkaði, meðal annars fyrir tilstuðlan aukinnar fyrirgreiðslu í RIKB14 til hvers aðalmiðlara (samtals 10 ma.kr.). Þá sýna Markaðsupplýsingar Lánamála ríkisins að erlendu aðilarnir tóku einungis 1,8 af 5,8 mö.kr. útboði RIKB15 þann 15. maí síðastliðinn sem þýðir að þeir hafa keypt um 8 ma.kr. á eftirmarkaði. Líkt og við höfðum spáð (sjá [Markaðspunktur: Hvert leitar höfuðstóll RIKB 13 í maí?](#)) þá juku erlendu aðilarnir umtalsvert við sig í RIKB 19 0226 í kjölfar gjalddaga RIKB13, eða um rúmlega 9 ma.kr. og það allt á eftirmarkaði. Sá flokkur ber hæstu vextina af óverðtryggðu ríkisbréfunum; 8,75% ársvexti, og gerum við ráð fyrir að erlendu aðilarnir munu áfram sýna honum áhuga.

Bjögud verðmyndun á verðtryggðum flokkum?

Ekki hafa öll verðtryggð bréf elt þá miklu lækkun sem hefur orðið á ávöxtunarkröfu RIKS21 síðastliðna mánuði og má þar nefna t.d. skuldabréfaflokk Reykjavíkurborgar, RVK 09 1, sem ber 4,4% vexti og er jafnframt á undapágulista Seðlabankans yfir heimilaða endurfjárfestingarflokka fyrir erlenda aðila. Mismunur á ávöxtunarkröfu RVK 09 1 og RIKS21 hefur farið úr því að vera 63 pkt. í byrjun maí í að vera 137 pkt. í dag, á meðan munurinn á milli RIKS21 og skuldabréfaflokks Lánasjóðs sveitarfélaga, LSS150224, og Íbúðalánasjóðs, HFF150224, hefur hækkað minna. Svipaða sögu má segja um sértryggð skuldabréf bankanna sem fylgja lögum nr. 11/2008; ARION CBI 34 sem ber 3,6% vexti og ISLA CBI 24 sem ber 3,45% vexti, en mismunurinn á þeim hefur farið úr 30 í 120 pkt. Þau eru hins vegar ekki á undapágulistanum.

Ef eingöngu er horft til hlutfalls vaxta af hreinu verði (e. current yield) má sjá að það er einna dýrast að kaupa vextina á RIKS21 þar sem hlutfallið er 3,28% en ódýrast á RVK 09 1 þar sem hlutfallið er 3,53%.

Mismunur ávöxtunarkröfu samanborið við RIKS21
- pkt.



Heimild: Nasdaq OMX Iceland

Við teljum að erlendir aðilar séu komnir til að vera í RIKS21 og „taugaveiklunin“ í mars, þar sem þeir seldu um 2,6 ma.kr. í flokknum eftir að hafa aukið hana um 3 ma.kr. í febrúar, verði ekki lýsandi fyrir hegðun þeirra í nánustu framtíð. Helstu rökin fyrir þessari skoðun okkar eru þau að staða erlendra aðila í RIKS21 samsvarar einungis 2% af heildarkrónueign þeirra og að staða í verðtryggðu til langs tíma er fýsileg með hliðsjón af áhyggjum þeirra af því að stjórnvöld þrengi enn frekar að tækifærum þeirra til endurfjárfestingar vegna afborgana. Þá spáum við aukinni verðbólgu á næstu mánuðum ([Markaðspunktur: 0,3% verðhjöðnun í júlí – bólga framundan](#)) eða að árstaktur hennar verði um 4,6% í október, samanborið við 3,8% í júlí.

Ef erlendir aðilar halda kaupum sínum áfram á RIKS21 og krafa flokksins helst áfram lág teljum við að erfiðara verður að réttlæta mikinn mun á milli ávöxtunarkröfu flokksins og annarra álíka tryggðra flokka eins og t.d. RVK 09 1 sem erlendir aðilar gætu sýnt áhuga vegna hærri vaxtagreiðslna.

Innflæði og framboð í ágúst og september

Samkvæmt [ársfjórðungsáætlun](#) Lánamála ríkisins fyrir þriðja ársfjórðung er stefnt að því að selja ríkisbréf sem nemur 15-29 mö.kr. í flokkunum RIKB15, RIKB22 og RIKB 31 0124 (RIKB31) en salan tekur mið af því hvernig gengur að selja bundna verðtryggða flokkinn RIKS 33 0321 í tengslum við gjaldeyrisútboð Seðlabankans. Lánamálin hafa þegar selt um 13 ma.kr. það sem af er fjórðungnum. Í kjölfar útboðsins á RIKB15 í byrjun júlí er heildarstærð flokksins orðin um 30 ma.kr. og því komin vel yfir þá 15 ma.kr. lágmarksstærð sem Lánamálin vildu ná, sem getur gefið vísbendingu um að Lánamálin vilji ekki stækka þann flokk mikið meira. Í kjölfar síðasta útboðs RIKB22 þar sem 3,8 ma.kr. voru seldir stendur flokkurinn í um 50 mö.kr. en Lánamálin vilja hafa hann á bilinu 40 – 100 ma.kr. Eftir stendur um 16 ma.kr. ónotuð heimild til sölu á ríkisbréfum á fjórðungnum. Að auki stefna Lánamálin að því að heildarstærð ríkisvixla (RIKV) verði um 40 ma.kr. í árslok sem þýðir að ónotuð heimild í kjölfar útboðs í júlí er um 13 ma.kr.

Ef 29 ma.kr. verða seldir á þriðja ársfjórðungi hafa Lánamálin selt allt það magn, eða 90 ma.kr., sem þau ætluðu sér að selja samkvæmt [ársáætlun](#) sinni frá því í desember á síðasta ári. Þetta þýðir aftur að ekkert framboð verður á ríkisbréfum á fjórða ársfjórðungi, nema aukinn halli úr 4 í 31 ma.kr. á árinu 2013, sem forystumenn ríkisstjórnarinnar hafa haldið fram, ([Markaðspunktur: Breytt staða ríkisfjármála](#)) verði fjármagnaður með útgáfu.

Tafla 1. Útboð Lánamála ríkisins á árinu 2013*

	Útgefið 1F-2F	Útgefið 3F	Hámarksútgáfa 3F2013	Ónotuð heimild 30. júlí	Stærð í kjölfar síðasta útboðs**
RIKB14	3	0	-	-	43
RIKB15	18	3	15	12	30
RIKB22	17	4	15	11	52
RIKB31	17	6	15	9	59
Samtals				MAX 16	
RIKV				13	

Heimild: Lánamál ríkisins

* Upphæðir í mö.kr.

** Með verðbréfalánnum

Lánasjóður sveitarfélaga [áætlar](#) að gefa út 3-5 ma. kr. af verðtryggðum flokkum sínum á síðari hluta ársins, en í gær seldi hann um 1 ma. og því standa eftir 3-4 ma.kr. fyrir næstu útboð.

Reykjavíkurborg hefur 3,3 ma.kr. heimild til lántöku á þessu ári og hefur nú þegar selt 1,25 ma.kr. af RVK 09 1 og RVK 19 1 á fyrstu sjö mánuðunum, ásamt því að gefa út 560 m.kr. í tengslum við aðalmiðlarasamninga. Eftir standa því um 2 ma.kr. fyrir næstu útboð borgarinnar.

Innflæði og ójafnvægi

Samkvæmt [ársreikningabók lífeyrisjóða FME](#) eru mánaðarleg iðgjöld að frádregnum lífeyri að meðaltali rúmir 3 ma.kr., sem þeir þurfa að koma í ávöxtun. Að auki verður í ágúst um 8 ma.kr. innflæði af íbúðabréfaflokknum HFF150224 (mest til lífeyrissjóða: 4 ma.kr.), 8 ma.kr. vegna gjalddaga RIKV 13 0815 og um 2 ma.kr. af LSS150224. Í september verður um 9 ma.kr. innflæði vegna gjalddaga HFF150914 (mest til verðbréfa- og fjárfestingarsjóða: 2 ma.kr.), og 9,5 ma.kr. vegna gjalddaga RIKV 13 0916. Samtals því um 21 ma.kr. innflæði í ágúst og 21 ma.kr. í september.

Af þessu má sjá að mögulegt framboð bréfa á frummarkaði (22 ma.kr. + 13 ma.kr. í RIKV) annar ekki raunverulegu innflæði (42 ma.kr.) á næstkomandi tveimur mánuðum. Að auki gerum við ráð fyrir að erlendir aðilar munu áfram sýna því áhuga að kaupa RIKB15 í þeim þremur útboðum sem haldin verða á næstu tveimur mánuðum sem þýðir að framboð ríkisbréfa á frummarkaði til annarra fjárfesta verður minna. Þar af leiðir að fjárfestar þurfa að koma innflæðinu í innlán eða í bréf á eftirmarkaði miðað við óbreytt ástand. Sérstaklega merkjum við skort á verðtryggðu framboði (6 ma.kr.) samanborið við verðtryggt innflæði (19 ma.kr.) og því tækifæri fyrir til dæmis fyrirtækjaútgáfur.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Brynjar Ólafsson	brynjar.olafsson@arionbanki.is	444-6262
Elvar Ingi Möller	elvar.moller@arionbanki.is	444-6981
Erna Sverrisdóttir	erna.sverrisdottir@arionbanki.is	444-6991
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 Markaðspunktar 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 fjárfestingabankaþjónustu.

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