

Markaðspunktur í dag:

- Vandinn að stýra fjármagni á Íslandi

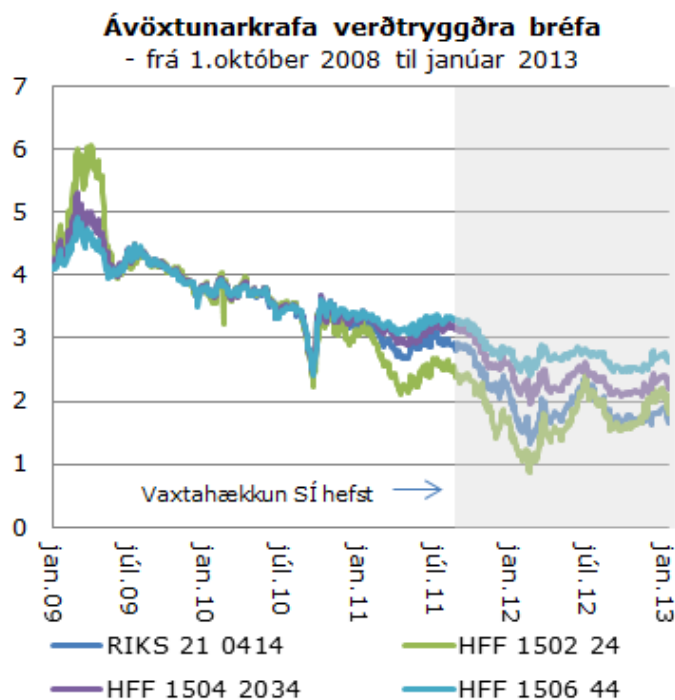
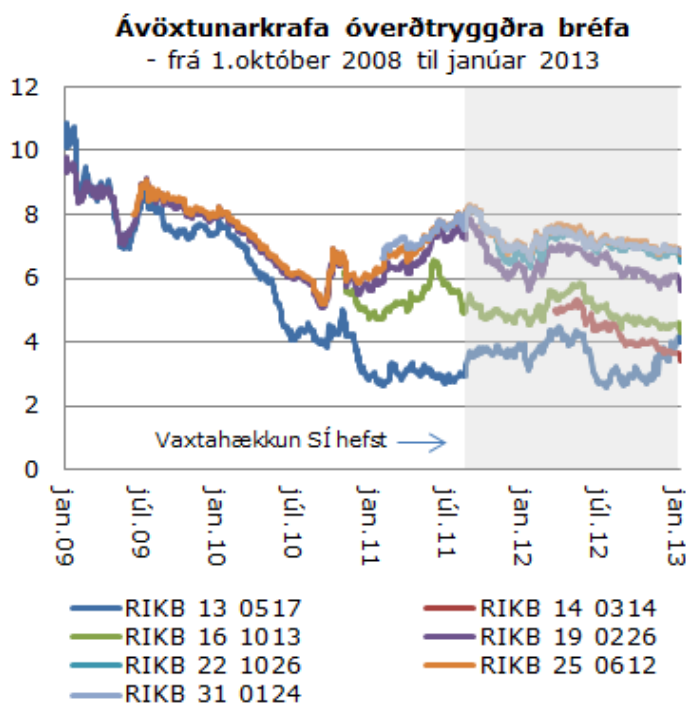
Vandinn að stýra fjármagni á Íslandi

Það er vandasamt að stýra fjármagni á Íslandi í dag. Þeir fjárfestingarkostir sem standa fjárfestum til boða eru of fáir og smáir fyrir það fjármagn sem leitar ávöxtunar. Við höfum nú þegar séð hvernig áhrifa hafta hefur gætt á ríkisskuldabréfamarkaði að undanfögnu en áhrifin munu á endanum smitast yfir í aðra eignaflokka. Ríki og Seðlabankinn hafa hins vegar tæki til að mæta þeirri fjárfestingarþörf sem framundan er. Tækifærin eru því til staðar en óvíst hvort þau verði nýtt. Versta sviðsmynd er því sú að við lítum til baka í rústum sprunginnar eignabólu og syrgjum glötuð tækifæri þar sem ofgnótt fjármagns leiddi til ósjálbærrar þenslu en ekki nýsköpunar.

Lögmál framboðs og eftirspurnar ræður för

Frá því í ágúst 2011 hefur Seðlabankinn verið í vaxtahækkunargír og hækkað stýrivexti sína um 175 punkta. Þrátt fyrir það hefur ávöxtunarkrafa á lengri flokkum ríkisbréfa lækkað um sem nemur í kringum 100-200 punkta yfir sama tímabil (utan lengsta flokkinn RIKB 31) og stendur í u.þ.b. 5,50-6,75%. Má ráða af þessu að fjárfestar reikni með að verðbólga og/eða hagvöxtur muni lækka verulega á Íslandi á næstu árum og því sé skynsamlegt að tryggja sér langtímaávöxtun á þessum kjörum þó svo þau séu langt undir meðaltali áratuganna á undan?

Svarið við þessu er nei, og nægir að skoða almennar spár um hagvöxt og verðbólgu til næstu ára en þær gefa hvorki tilefni til að ætla að hagvöxtur né verðbólga gangi verulega mikið niður á komandi árum. Það sem hefur hér áhrif er einfaldlega það að verð skuldabréfa eins og annarra eigna fylgir lögmáli framboðs og eftirspurnar. Á Íslandi í dag er spurn eftir fjárfestingarkostum langtum meiri en framboðið og því miður bendir fátt til þess að það breytist á þessu ári. Afleiðing þessa eru lágir vextir skuldabréfa og lítið bit peningastefnunnar í því haftaumhverfi sem við erum í dag.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Vantar nýjan farveg fyrir fjárfestingar

Lauslega má áætla að lífeyrissjóðir, tryggingafélög og verðbréfasjóðir þurfi að finna 170-180 mö.kr. farveg í ávöxtun á árinu sem nú er nýhafið. Til viðbótar kemur svo annar sparnaður einstaklinga og lögaðila en samtals áætlum við að eftirspurnin gæti verið um 190 ma.kr.

Síðustu ár hefur fjármagnið að mestu leitað inn á skuldabréfamarkaðinn og í innlán. Bæði vegna þess að áhættufælni hefur verið mikil ásamt því sem mun meira framboð hefur verið af slíkum eignum en öðrum. Þannig hefur halli á rekstri ríkissjóðs verið að mestu fjármagnaður með útgáfu ríkisbréfa og víxla. Fjárfestar hafa sætt sig við lága raunávöxtun á ríkistryggðum bréfum en á móti hefur ríkissjóði tekist að fjármagna sig á þeim kjörum, sem er í sjálfu sér jákvætt fyrir afkomu ríkissjóðs.

Útgáfa ríkistryggðra bréfa með minnsta móti...

Fyrirsjáanlegt er að útgáfa ríkistryggðra bréfa á yfirstandandi ári verði langtum minni en árin á undan. Lánamál birtu í lok síðasta árs áætlun um útgáfu ríkissjóðs á árinu 2013. Þar kemur fram að þó svo hrein lánsfjárförf ríkissjóðs sé um 40 ma.kr. verði henni mætt að langstærstu leyti með því að ganga á innstæður ríkisins hjá Seðlabankanum, eða fyrir sem samsvarar 30 ma.kr. Hrein skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs er því áformuð 8 ma.kr. á árinu.

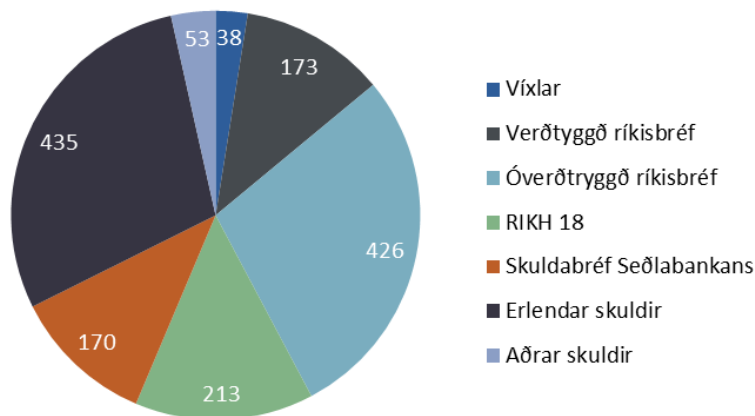
Samsetning skulda ríkissjóðs

	Markmið	Núverandi staða	Árslok 2013s
Óverðtryggð lán	60 - 80%	45%	57%
Verðtryggð lán	10 - 40%	26%	15%
Erlend lán (til fjármögnunar gjaldeyrisforða)	0 - 20%	28%	28%
Innstæður ríkissjóðs í Seðlabanka	80 ma.kr. eða meira	Um 130 ma.kr.	Um 105 ma.kr.

Heimild: Lánamál ríkissjóðs og greiningardeild Arion banka

Á þessu ári eru þó á gjalddaga 120 ma. af ríkisbréfum og víxlum og af útgáfuáætlun Lánamála má ráða að stórum hluta verði mætt með frekari útgáfu stuttra pappíra, þannig að brúttó er ríkið ekki að hverfa sem útgefandi nýrra flokka á markaði þó svo nettóútgáfan sé lítil. Hagsmunir ríkisins af lágum vöxtum eru því enn miklir. Mögulega stangast þeir hagsmunir á við markmið Seðlabanka um að hafa áhrif á langtímavexti með stýrivaxtaákvörðunum (og þar með á þenslu og verðbólgu) og markmið almennra fjárfesta um að verðmyndun á verðbréfamarkaði taki mið af gæðum vænts sjóðstreymis undirliggjandi eigna.

Samsetning skulda ríkissjóðs í mö.kr. - des. 2012



Heimild: Lánamál ríkissjóðs

Að okkar mati er tæpast að vænta útgáfu frá Íbúðalánasjóði á þessu ári en nú í janúar er ár liðið frá síðustu útgáfu sjóðsins. Fyrstu 11 mánuði síðasta árs voru uppgreiðslur útistandandi lána 2,5 mö.kr. hærrí en ný útlán og lausafjárstaða sjóðsins er tvöfalt hærrí en viðmið hans eða rúmlega 50 ma.kr. m.v. síðasta árshlutauppgjör. Sjóðurinn þarf því ekki á nýju fjármagni að halda í bráð. Þá hefur ríkisstjórnin sagt að ákvarðanir um óverðtryggð útlán verði teknar þegar staða ÍLS hefur verið treyst með ýmsum þeim aðgerðum sem boðaðar voru í lok nóvember síðastliðnum.

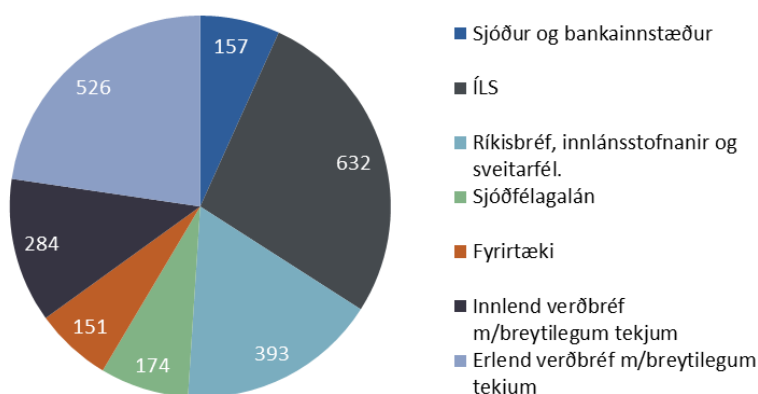
Að framansögðu er líklegt að útgáfa ríkis og Íbúðalánasjóðs verði með minnsta móti í ár. Saman eru ríkið og ÍLS útgefendur að tæplega 60% allra skráðra markaðsverðbréfa á Íslandi. Þá hefur verið ákveðið að Vaðlaheiðargöng (um 9 ma.kr.) verði fjármögnuð með láni frá ríkissjóði (sem líklega tekur fjármagnið af innlánsreikningi í Seðlabankanum) og lítið virðist að fréttu af fjármögnun lífeyrissjóðanna á nýjum Landsspítala (um 50 ma.kr.). Heilt yfir verður útgáfa ríkissjóðs, innan sem utan efnahagsreiknings, væntanlega lítil á þessu ári.

... en hvert eiga fjárfestar þá að snúa sér?

Það er auðvitað gleðiefni að ríkissjóður ætlar á þessu ári að hætta að safna skuldum og hættir þar með að keppa við aðra lántakendur um sparnað landsmanna auk þess sem áhætta stærstu fjárfesta landsins á ríkissjóð er orðin hlutfallslega alveg nógu stór. Þá er ekki síður mikilvægt að svigrúm skapist fljótlega til að greiða niður skuldir ríkissjóðs til að auðvelda afnám gjaldeyrishafta, en eins og ofangreind umfjöllun ber með sér má ætla að vextir ríkisbréfa hækki við losun hafta.

Því miður er ekki fyrirsjáanlegt að framboð á nýjum fjárfestingarkostum verði nægilegt til þess að mæta brotthvarfi ríkissjóðs af lánamarkaði – ekki frekar en það var á síðasta ári.

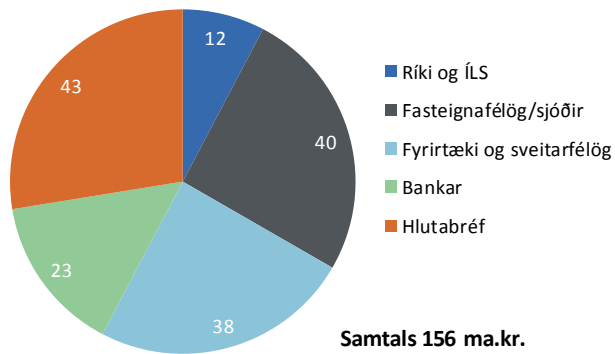
Eignir lífeyrissjóðanna í mö.kr. nóv. 2012



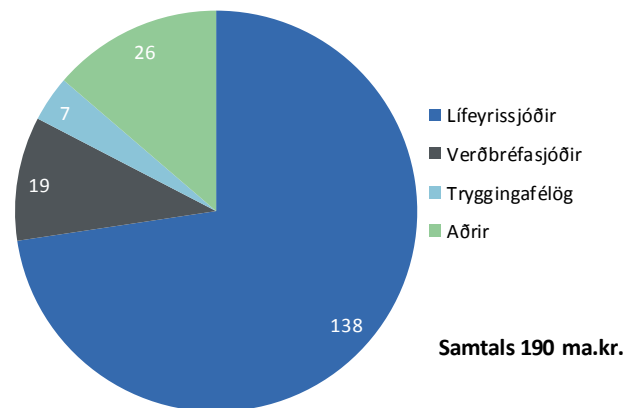
Heimild: Seðlabanki Íslands og greiningardeild

Fjögur til fimm fyrirtæki eru líkleg til þess að verða skráð á hlutabréfamarkað á þessu ári, ef marka má yfirlýsingar stjórnenda og eigenda, og reikna má með frekari skuldabréfaútgáfu sveitarfélaga, fasteignafélaga, bankanna og mögulega fleiri aðila sem skilgreina má sem traustustu lántaka og/eða bjóða upp á öruggustu veðin. Eins jákvæð og slík útgáfa er þá dugir hún líklega ekki til þess að mæta fjárfestingarþörf fjárfesta auk þess sem hún felur í mörgum tilvikum aðeins í sér endurfjármögnun á útistandandi skuldum við innlenda aðila og minnkar því aðeins að hluta þann stafla fjármagns sem leitar ávöxtunar.

Tilgáta um útgáfu 2013 í mö.kr.



Tilgáta um eftirspurn 2013 í mö.kr.



Heimild: Greiningardeild Arion banka

Greiningardeild hefur áætlað mögulegt framboð og eftirspurn (fjárfestingarþörf) í einstökum eignaflokkum á þessu ári. Eðli máls samkvæmt er áætlunin mikilli óvissu háð. Út úr henni má þó lesa að eftirspurnin er umtalsvert meiri en útgáfa.

Er hægt að mæta fjárfestingarþörfinni?

Tækifærin eru þó til staðar fyrir ríki og Seðlabanka til að mæta fjárfestingarþörf sem stöðugt byggist upp. Hér má nefna þrjú dæmi:

1. Eignasafn Seðlabanka Íslands ehf. átti í lok árs 2011 bókfærðar eignir að fjárhæð 340 ma.kr. á móti skuld við eiganda sinn, Seðlabankann. **Þar af átti félagið skuldabréf og langtímakröfur að fjárhæð 231 ma.kr.** Meðal eigna ESÍ eru veðtryggð skuldabréf sem gefin voru út af Kaupþingi til fjármögnunar á fasteignalánnum. Arion banki tók yfir sem útgefandi í lok árs 2011 og varð um leið eigandi undirliggjandi útlánasafns. Unnið hefur verið að skráningu bréfanna í Kauphöll Íslands en útistandandi virði þeirra er um 120 ma.kr. m.v. níu mánaða uppgjör Arion banka. Annað dótturfélag Seðlabankans er Sölvhóll ehf. sem hefur það hlutverk að sjá um að hámarka virði eigna ESÍ. M.v. markaðastæður um þessar mundir ættu að hafa skapast ágæt skilyrði til að ná þessu markmiði Sölvhóls og þar með Seðlabankans.
2. **Ríkissjóður hefur gefið út samtals 213 ma.kr. af RIKH 18** sem er ríkisbréfaflokkur sem ber vexti sem samsvara vöxtum af viðskiptareikningum innlánsstofnana hjá Seðlabankanum (um 100 punktum undir stýrivöxtum). Útgáfan hefur verið nýtt sem eiginfjárframlag ríkissjóðs við endurfjármögnun banka, sparissjóða og Íbúðalánasjóðs, en væntanlega mun 13 ma.kr. framlag ríkissjóðs til ÍLS á þessu ári fela í sér stækkun flokksins. Þó flokkurinn sé skráður í Kauphöll eru viðskipti mjög stopul enda eigendahópurinn lítill og verðbil kaup- og sölutilboða breitt. Við núverandi aðstæður gæti samræmst hagsmunum bæði útgefanda (ríkissjóðs) og eigenda bréfanna að þeim yrði skipt út fyrir aðra ríkisbréfaflokka (meira flot og viðskiptavakt) og að frekari útgáfa, svo sem til að fjármagna ÍLS, yrði í ríkisbréfum en ekki í þessum illseljanlega flokki.
3. Árið 2008 gaf ríkissjóður út skuldabréf til endurfjármögnunar á Seðlabanka Íslands. **Bréfið er verðtryggt og er staða þess nú um 171 ma.kr.** Á þessu ári er áætlunin að skilmálabreyta því þannig að það verði óverðtryggt og ríkið hyggst greiða 5 ma.kr. inn á bréfið. Eins og markaðsaðstæður eru nú gæti verið skynsamlegt fyrir ríkissjóð að greiða meira inn á

Seðlabankabréfið og fjármagna það með útgáfu markaðshæfra verðbréfa.

Sá böggull fylgir skammrifi að leiðir 2. og 3. hér að ofan fela í sér að áhætta almennra fjárfesta á borð við lífeyrissjóði gagnvart ríkissjóði eykst frá því sem nú er, og finnst víst mörgum nú þegar nóg um. Ofangreint myndi þó vafalítið hafa áhrif á langtímavexti og myndi mæta fjárfestingarþörf sem annars er hætt við að haldi áfram að elta of fáa kosti á markaði og til framtíðar litið valda þenslu sem aðeins afnám hafta stöðvar.

Tækifæri sem gæti glatast

Á Íslandi er skortur á fjárfestingarkostum. Gjaldeyrishöft leiða til þess að innlendir sem erlendir fjárfestar eru læstir inni. Það er því hætt við að áfram verði miklu meiri kaupþrýstingur en söluprýstingur á þær eignir sem þegar eru á markaði, skráð verðbréf og fasteignir, burtséð frá því hvort „undirliggjandi“ verðmæti þeirra (sjóðstreymi í framtíð) réttlæti þá verðlagningu. Ef fram fer sem horfir er því stutt í myndun eignabólu á öllum eignamörkuðum. Ofmat á eignavirði bætist þá í hóp þeirra atriða sem valda tregðu til afnáms hafta.

Til þess að þær aðstæður sem við búum við í dag skili einhverjum ávinningi og valdi sem minnstu tjóni er nauðsynlegt að fjármagnið finni sér farveg í gjaldeyrisskapandi hagvaxtarhvetjandi fjárfestingu. Að öðrum kosti er erfitt að sjá fyrir sér hvernig hægt verði að lyfta höftunum á komandi árum. Mikilvægt er að íslenskur verðbréfamarkaður verði í stakk búinn til að styðja við vöxt stærstu útflutningsgreina landsins; sjávarútvegs, orkugeirans og ferðaþjónustunnar og að aðrar útflutningsgreinar festi sig í sessi með hjálp markaðarins. Af ýmsum ástæðum erum við því miður ekki komin á þann stað ennþá og má meðal skýringarþátta nefna óljóst rekstrarumhverfi sjávarútvegs, áhugaleysi stjórnvalda á að skoða sölu á hlut í Landsvirkjun, höftin og tíðar breytingar á virkni þeirra. Þá er kannski eðlilegt að endurreisn markaðar með hlutabréf og skuldabréf fyrirtækja hefjist þar sem fjárfestar meta áhættu sem minnsta en útflutningsdrifin rekstrarfyrirtæki komi síðar að borðinu.

Versta sviðsmynd er því sú að við landsmenn munum, að einhverjum árum liðnum, líta til baka í rústum sprunginnar eignabólu og syrgjum glötuð tækifæri þar sem ofgnótt fjármagns leiddi til ósjálbærrar þenslu en ekki nýsköpunar.

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
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, afkomufundur og hluthafafundur 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 ófugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísending 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, umsýsluáætlunir útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

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

