

Hlutabréfamarkaðurinn - þróun og áhættuþættir



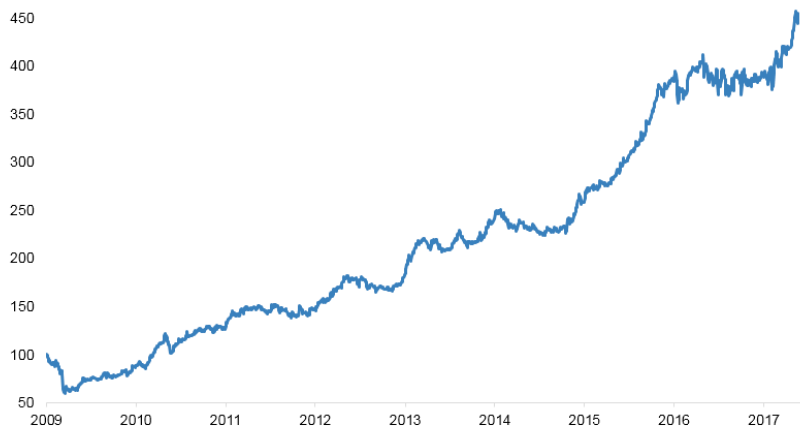
Jóhann Gísli Jóhannesson
Sjóðsstjóri hlutabréfasjóða hjá
GAMMA

Íslenskur hlutabréfamarkaður hefur farið í gegnum miklar sveiflur í seinni tíð. Flestum er enn í fersku minni alþjóðlega fjármálahrundið og fall stóru viðskiptabankanna árið 2008. Íslenski fjármálamarkaðurinn fór einna verst út úr þessum áföllum og þá sérstaklega íslenski hlutabréfamarkaðurinn. Markaðsvirði fyrirtækja í Kauphöllinni lækkaði um 90% árið 2008 en eftir því sem höfundur kemst næst er það einsdæmi í nútíma fjármálasögu. Fá félög voru eftir í Kauphöllinni eftir hrun, þar af urðu mörg hver gjaldþrota, önnur afskráðu sig og þau fáu sem stóðu af sér veðrið lækkuðu töluvert í verði.

Endurreisn hlutabréfamarkaðar

Endurreisn íslenska hlutabréfamarkaðarins hefur gengið mjög vel. Segja má að upphaf endurreisnarinnar hafi verið fyrsta nýskráningin frá hruni en það var verslunarrisinn Hagar sem riðu á vaðið í lok árs 2011. Síðan þá hefur hlutabréfamarkaðurinn stækkað jafnt og þétt og fjölmörg fyrirtæki bæst við, en alls hafa 13 fyrirtæki verið skráð á aðallista hlutabréfamarkaðarins frá hruni. Fyrir skráningu Haga á markað var markaðsvirði hlutabréfamarkaðarins, reiknað út frá hlutabréfavísitölu GAMMA, samtals rúmlega 200 milljarðar. Þetta hefur breyst hratt með nýskráningum og hækkunum og er markaðsvirði skráðra hlutabréfa í hlutabréfavísitölu GAMMA í dag um 845 milljarðar sem þýðir að markaðurinn hefur meira en fjórfaldast að stærð á rúmum 5 árum. Mynd 1 sýnir þróun á markaðsvirði hlutabréfavísitölu GAMMA og hlaupandi 3 mánaða meðaltals dagsveltu.

Mynd 1 Þróun hlutabréfavísitölu
GAMMA



Áhrifapættir á verðmyndun

Það er hins vegar áhugavert að skoða betur hvernig hlutabréfamarkaðurinn hefur þróast síðustu misseri en miklar breytingar hafa átt sér stað í rekstrarumhverfi fyrirtækja. Hér verður farið yfir nokkra þætti sem höfundur telur hafa haft mikil áhrif á þróun hlutabréfaverðs hér á landi síðustu misseri.

Styrking krónu

Íslenskan krónan er líklega sá einstaki þáttur sem hefur haft hvað mest áhrif á íslenska hlutabréfamarkaðinn að undanfögnu. Eins og flestir vita hefur íslenska krónan styrkst mikið sem hefur haft töluverð áhrif bæði á gengi hlutabréfa og rekstur fyrirtækja. Áhrifin koma hins vegar mismunandi fram eftir því hvaða fyrirtæki eiga í hlut. Hægt er að skipta áhrifunum í tvennt, annars vegar bein áhrif á rekstur fyrirtækja og hins vegar óbein áhrif á virði hlutabréfa í krónum.

Byrjum á fyrrnefndum áhrifunum, þ.e.

áhrif styrkingu krónu á rekstrarumhverfi fyrirtækja en þau geta bæði verið neikvæð eða jákvæð eftir því hvaða fyrirtæki á í hlut.

Neikvæð áhrif koma fram hjá fyrirtækjum sem hafa meiri kostnað í krónum en tekjur. Þetta eru t.d. fyrirtæki sem eru með starfsemi hér á landi en meirihluti sölunnar fer fram erlendis. Við þær aðstæður myndast ójafnvægi á tekju- og kostnaðarhlíð fyrirtækja sem hefur neikvæð áhrif á framlegð og arðsemi. Dæmi um þetta eru fyrirtækin Eimskip og Icelandair en þau eru bæði með meiri kostnað í krónum en tekjur. Við styrkingu krónunnar eykst því kostnaður umfram tekjur sem hefur samsvarandi neikvæð áhrif á framlegð. Fyrirtækin geta reynt að verja þetta mismæmi með því að kaupa krónur með framvirkum samningum eða gera skiptasamninga þar sem fyrirtækið fær afhent krónur fyrir aðra gjaldmiðla. Með því er hægt að draga úr þessu

framh. á bls. 2

- 1 Það er áhugavert að skoða hvernig hlutabréfamarkaðurinn hefur þróast síðustu misseri.
- 2 Eftir efnahagshrun hefur verið talsverður áhugi erlendra fjárfesta á innlendum hlutabréfum.
- 3 Mikill skortur á fasteignum hefur á liðnum misserum einkennt fasteignamarkaðinn.
- 4 Ljóst er að Costco-áhrifin munu ekki fjara út eins og ýmsir verslunareigendur eru líklega að vonast til.

misræmi milli tekna og kostnaðar en hafa verður í huga að slíkar varnir geta verið kostnaðarsamar. Icelandair hefur hingað til unnið út frá því að verja allt að 60% af misræmi sínu.

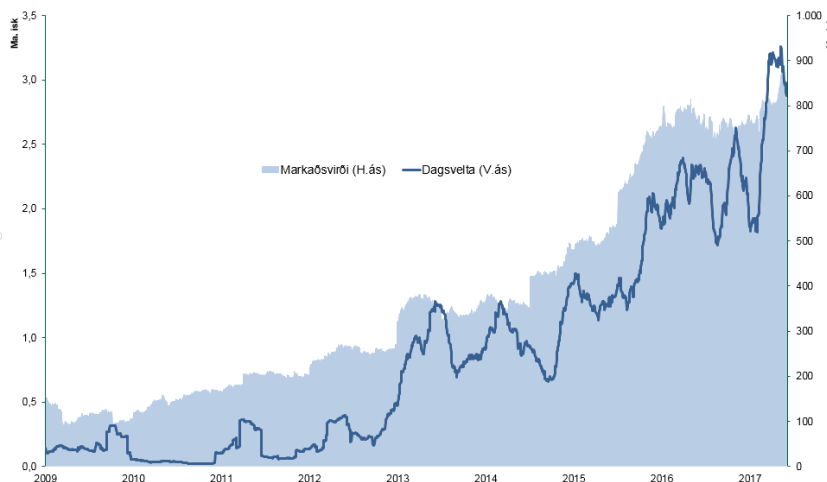
Jákvæð áhrif koma fram með alveg öfugum hætti, þegar fyrirtæki eru með tekjur í krónum en kostnað í erlendum gjaldmiðlum. Þetta á við um fyrirtæki sem þurfa að kaupa vörur eða þjónustu erlendis frá en meirihluti sölu fer fram hér á landi. Við styrkingu krónunnar verða vörur eða þjónusta keypt erlendis frá ódýrari í krónum talið en tekjurnar þær sömu, að öðru óbreyttu. Hjá þessum fyrirtækjum eykst því framlegð og arðsemi við styrkingu krónu eða gefur fyrirtækjum tækifæri á að lækka verð til viðskiptavina og vonast þannig eftir aukningu í sölu. Dæmi um fyrirtæki sem verða fyrir jákvæðum áhrifum af styrkingu krónu eru t.d. Hagar og N1 en þau kaupa mikið af vörum erlendis frá á meðan salan er öll í íslenskum krónum.

Gengi innlendra hlutabréfa er skráð í krónum, hvort sem þau eru í alþjóðlegri starfsemi og með meirihluta tekna í erlendum gjaldmiðlum eins og Marel, Icelandair og Össur eða hrein innlend fyrirtæki. Þannig verða fyrirtækin, sem eru með sjóðstreymi sitt að mestu leyti í erlendum gjaldmiðlum, fyrir óbeinum áhrifum af styrkingu krónu þar sem virði þeirra lækkar í íslenskum krónum.

Fjárfestingar erlendra aðila

Annar stór áhrifaþáttur hafa verið fjárfestingar erlendra aðila í innlendum hlutabréfum. Ólíkt ástandinu fyrir hrun, þegar erlendir fjárfestar voru nær eingöngu í vaxtamunaviðskiptum á íslenska vexti, hefur verið töluverður áhugi á innlendum hlutabréfum. Fyrst varð vart við þennan áhuga í lok sumars 2015 og var það samhlíða kaupum erlendra fjárfesta á íslenskum ríkisskuldabréfum. Svo virðist sem erlendir fjárfestar hafi haft trú á íslenska hagkerfinu þar sem hlutabréfakaup eru í eðli sínu langtímafjárfesting. Í kjölfar tilkynningar íslensku ríkisstjórnarinnar um afnám hafta sumarið 2016 og upptöku bindiskyldu á fjárfestingar erlendra aðila í ríkisskuldabréfum í kjölfarið færðist áhugi erlendra fjárfesta nær eingöngu yfir í innlend hlutabréf. Á þessu ári hefur orðið vart við mikla aukningu í kaupum þessara aðila á innlendum hlutabréfum, sér í lagi í kjölfar afnáms hafta. Samkvæmt tölum frá Seðlabanka Íslands og hluthafalistum hafa fjárfestingar erlendra aðila í skráðum hlutabréfum numið hátt í 40 milljörðum

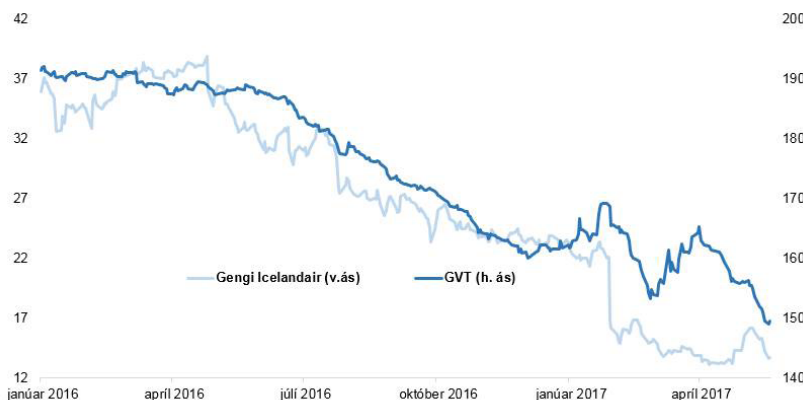
Mynd 2 Markaðsvirði og velta á hlutabréfavísitölu GAMMA



Mynd 3 Gengi krónu frá byrjun árs 2016 Breyting á gengisvísitölu í %



Mynd 4 Þróun gengis hlutabréfa Icelandair og gengisvísitölu



Fasteignamarkaðurinn, framboð mun aukast



Grétar Jónasson
Framkvæmdastjóri Félags
fasteignasala

Mikill skortur á fasteignum hefur á liðnum misserum einkennt fasteignamarkaðinn á höfuðborgarsvæðinu, en eftirspurn hefur verið mjög mikil eins og kunnugt er. Þannig má fullyrða að seljendamarkaður hafi ríkt. Mjög margt hefur spilað inn í eftirspurnina. Atvinnuástand hefur verið gott og fyrstu kaupendur sem höfðu haldið að sér höndum fóru að koma inn á markaðinn. Aðgengi að lánsfjármagni hefur einnig verið nokkuð gott og vextir lágir miðað við það sem við höfum þekkt. Mikil fjöldi fólks hefur komið til Íslands til að starfa hér á landi, straumur ferðamanna hefur farið sívaxandi o.fl.

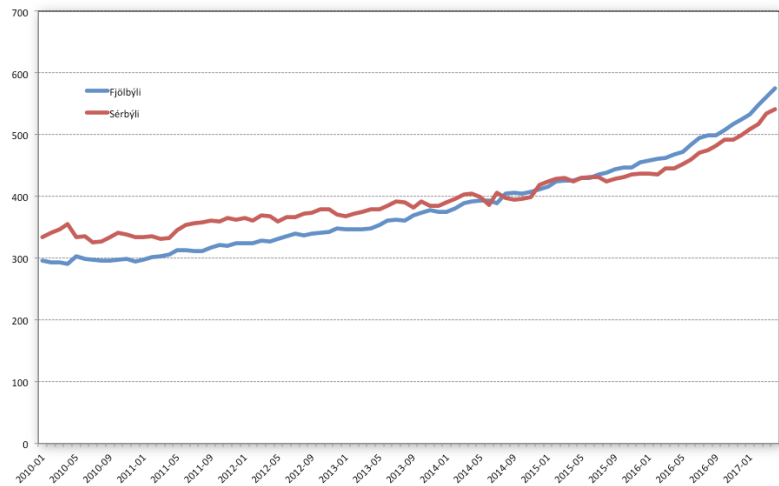
Sögulega lítið framboð

Öllu þessu hefur mætt sögulega lítið framboð fasteigna enda hefur á undanförunum árum mjög lítið verið byggt og er markaðurinn því algerlega óviðbúinn eftirspurninni. Þetta hefur skapað mikið ójafnræði á markaði og leitt til þess að fasteignaverð hefur hækkað allt of mikið á of skömmum tíma eða um 20% undanfarna 12 mánuði. Í opnum húsum hefur margoft myndast mikil spenna og fjöldi áhugasamra kaupenda mætt. Borið hefur á því á að eignir hafi jafnvel farið á yfirverði. Svo miklar hafa hækkanir verið að stjórnvöld vörðuð fólk fyrir skemmstu við að fara of geyst inn á markaðinn.

Fleiri eignir bætast á markaðinn

Sem betur fer er í kortunum að umtalsverður fjöldi nýrra eigna komi inn

Mynd 1 Þróun vísitölu íbúðaverðs 2010 - 2017



Heimild: Hagstofa Íslands.

á markaðinn þegar liða fer á árið og á næsta ári enda er knýjandi þörf fyrir að styrkja framboðshliðina. Það leiðir vonandi til þess að unga fólkið og þeir sem leita sér að ódýrara húsnæði geti keypt sér fasteign á sanngjörnu verði enda ríkir ekki jafnvægi milli kaupenda og seljenda. Um þessar mundir er seljendamarkaður. Mikilvægt er að þær eignir sem koma inn á markaðinn á árinu skili sér til almennings sem er að leita eftir eignum til eigin nota, en á undanförunum misserum hefur mikið borið á stórum félögum eða fjársterkum aðilum sem kaupa mikið magn húsnæðis. Mjög erfitt er fyrir almenning að bjóða í eignir undir slíkum kringumstæðum.

Skortur á skýrri húsnæðisstefnu

Mjög brýnt er stjórnvöld horfi með skýrari og markvissari hætti fram á veginn þegar kemur að fasteignamarkaðinum enda eru þær sveiflur sem við þekkj-

um á húsnæðismarkaði ekki til góðs og skapa óryggi meðal fólks. Fasteignamarkaður er ekki í jafnvægi þegar slegist er um flestar eignir sem koma inn á markaðinn og mikið hraði ræður ríkjum við að koma sér þaki yfir höfuðið. Skýr húsnæðisstefna verður að vera til staðar, en hana skortir áþreifanlega.

Úti á landi má einnig sjá víða að mikil eftirspurn hefur verið eftir íbúðarhúsnæði og verð hækkað skarpt á liðnum mánuðum. Má nefna fjölda staða í því sambandi, en almennt er þróunin sú að sé gott atvinnuástand á svæðinu eða nærri því hafi orðið umtalsverðar hækkanir á húsnæðisverði.

Aukið framboð mun slá á verðhækkanir

Vandasamt er að segja hver þróun fasteignaverðs verði næstu misseri, en vafalaust mun verulega aukid framboð eigna inn á markaðinn hafa mikil áhrif að slá á þær bröttu hækkanir sem að hafa verið undanfarn misseri. **V**



framb. af bls. 2

króna frá miðju ári 2015 og hafa rúmlega 20 milljarðar fallið til það sem af er þessu ári.

Í upphafi beindist áhugi erlendra aðila að blöndu af fyrirtækjum á markaði, bæði hreinum innlendum félögum sem og alþjóðlegum. Þannig virtist aðalviðmiðið í upphafi vera að fjárfesta í þeim félögum sem voru með ákveðið hátt markaðsvirði og völdu þeir til að mynda að kaupa Reiti umfram EIK eða Reginn og Símann umfram Vodafone. Á síðasta ári breyttust áherslur fjárfestanna og fóru þeir að draga úr kaupum á alþjóðlegu félögunum en leggja meiri áherslu á innlendu félögin. Þannig hafa nöfn erlendra fjárfesta verið ofarlega á hluthafalistum í fasteignafélögum, tryggingafélögum, Símanum, N1, Högum o.fl. Líklegasta ástæðan fyrir þessum breyttu áherslum liggur væntanlega í styrkingu krónunnar og væntingum þeirra um áframhaldandi styrkingu. Með breyttum áherslum njóta þeir betur styrkingar krónu enda gera þeir sínar fjárfestingar upp í erlendum gjaldmiðlum.

Innkoma erlendra aðila haft jákvæð áhrif

Innkoma erlendra fjárfesta hefur haft jákvæð áhrif á hlutabréfamarkaðinn. Eftirspurn hefur aukist samhliða áhuga þeirra sem er sérstaklega jákvætt í ljósi þess að íslensku lífeyrissjóðirnir hafa verið fyrirferðaminni á innlendum fjármálamörkuðum en áður. Er það meðal annars vegna aukinna erlendra fjárfestinga í kjölfar afnáms hafta og mikils vaxtar í sjóðsfélagalánum sem hafa dregið til sín stóran hluta af fjármagni þeirra.

Viðsnúningur hagkerfisins

Að lokum verður að nefna þann mikla viðsnúning íslensks hagkerfis sem átt hefur sér stað síðastliðin ár. Hraði efnahagsbata Íslands hefur verið undraverður og spilar margt þar inn í. Ljóst er að gríðarleg aukning í komum erlendra ferðamanna til landsins hefur haft mikið að segja en samhliða hefur verið vel að

verki staði í ýmsum málum. Þetta hefur skilað sér með jákvæðum hætti inn í rekstrarumhverfi fyrirtækja með margvíslegum hætti. Verðbólga hefur haldist lág í langan tíma og verið undir markmiði Seðlabanka Íslands í yfir 3 ár sem hefur skilað sér í meiri stöðugleika og þannig betra rekstrarumhverfi fyrir fyrirtæki. Það að verðbólgan hafi verið lengi undir verðbólgu markmiði Seðlabankans hefur gert það að verkum að rými hefur skapast fyrir lækkun vaxta sem hefur á móti lækkað innlendan fjármagnskostnað og ýtt undir hærra eignaverð þar á meðal hlutabréfa-verð. Þá hefur rekstur flestra fyrirtækja vænkast á þessum tíma og þannig leitt til hækkana á hlutabréfa-verði þeirra.

Áhugi erlendra fjárfesta

Áhugi erlendra fjárfesta hefur sjaldan eða aldrei verið meiri og því töluverðar líkur á að kaup þeirra á hlutabréfum haldi áfram. Verðbólguhorfur eru ennþá undir verðbólgu markmiði og líkur á því að Seðlabankinn sé enn og aftur að yfirskjóta verðbólguhorfur með nýjustu spá sinni. Sterkari króna þýðir, að öðru óbreyttu, lægri verðbólgu sem ætti þá að skapa áframhaldandi rými fyrir lækkun vaxta. Það verður þó að hafa í huga að raungengi krónunnar er orðið verulega hátt í sögulegu samhengi en ljóst er að með tillkomu nýrrar gjalddeyrissskapandi undirstöðuáttvinnugreinar liggur jafnvægisraungengið hærra en áður. Hvar það liggur er erfitt að segja og hvort við erum undir eða yfir því mun tíminn leiða í ljós en þetta er vissulega atriði sem verður að fylgjast vel með og mun hafa töluverð áhrif á hlutabréfamarkaðinn í náinni framtíð.

Hvað er framundan?

En hvað er þá framundan? Þessari spurningu er auðvitað ekki hægt að svara með neinni vissu en eins og staða mála er nú er ekki annað hægt en að vera bjartsýn á framtíðina á hlutabréfamarkaðinum. En hafa verður í huga að hlutirnir geta breyst hratt og því þarf að fylgjast vel með til að reyna að koma auga á hættumerki. **V**



Aðrir sálmar

Costco-áhrifin

Í efnahagshruninu lenti stór hluti af atvinnulífinu í fanginu á bankakerfinu, Seðlabankanum og lífeyrissjóðakerfinu. Tveir fyrstnefndu eignuðust m.a. gríðarstór fasteignasöfn sem þeir hafa mjatlað út hægt og bítandi eftir því sem fasteignamarkaður hefur lifnað við. Lífeyrissjóðirnir eru enn umsvifamiklir fjárfestar í skráðum félögum í Kauphöllinni og eiga mikla hagsmuni m.a. á smásölumarkaðinum. Eftir hrunið var keppikeflið hjá þessum aðilum að hámarka virði eigna. Allir þurftu að fá sitt: háa arðsemi, háa húsaleigu og háa vexti.

Þetta hefur m.a. leitt til þess að smásöluverslunin í landinu hefur verið ósamkeppnisfær um langa hríð vegna kostnaðar, þótt fleira komi reyndar til. Framan af höfðu íslenskir neytendur ekkert val þegar kom að kaupum á ýmsum vöru- og þjónustupáttum innanlands vegna einangrunar og fákeppni. Sem dæmi má nefna eldsneytismarkaðinn þar sem olúfélögin hafa fundið álagningargrundvöll sem dugar til að reka öll félögin með góðum hagnaði.

Neytendur hafa hins vegar kosið með fótunum þegar kemur að ýmsum varningi sem hægt er að nálgast ódýrar annars staðar. Íslensk verslun kvartaði á tímabili sáran yfir verslunarferðum Íslendinga til útlanda. Þær leiddu m.a. til þess að verð á fötum og skóm lækkaði mikið hér á landi. Þá opnaði Netverslun fyrir mörg tækifæri til að sniðganga háa álagningu íslenskra sérverslana sem leitt hefur til mikilla verðlækkana t.d. á raftækjum.

Með innreið Costco á markaðinn standa fjölmörg smásölufyrirtæki og heildsölur skyndilega á miklum tímamótum. Rekstur Costo byggir á lægri álagningu, lágu kostnaði og stærðarhagkvæmni bæði í rekstri og innkaupum. Félagið er yfir 40 ára gamalt með netverslana sem telja á áttunda hundruð. Félagsgjaldið sem viðskiptavinir fyrirtækisins greiða er skilgreint sem gjald fyrir veitta þjónustu við að ná fram bestu verðunum fyrir þeirra hönd. Matvörukeðjurnar hér á landi bjóða vissulega einnig upp á góða þjónustu en hvað felur hún í sér? Mikla yfirbyggingu, fjölda verslana, háan kostnaðarstrúktúr og langan opnunartíma?

Ljóst er að Costco-áhrifin munu ekki fjara út eins og ýmsir verslunareigendur eru líklega að vonast til. Reynslan síðustu ár sýnir að íslenskir neytendur eru miklu meira á varðbergi en áður í verðlagsmálum. Við blasir mikil hagræðing í verslunar- og þjónustugeiranum á næstu misserum, fækkun verslana og sameiningar. **sg**

Ritstjóri: Sverrir H. Geirmundsson
 Ábyrgðarmaður: Jóhannes Benediktsson
 Útgefandi: Heimur hf., Borgartúni 23, 105 Rvík.
 Sími: 512 7575.
 Netfang: joiben@heimur.is.
 Prentun: Heimur. Upplag: 700 eintök.
 Öll réttindi áskilin. © Ritid má ekki afrita án leyfis útgefanda.