

Standard & Poor's hækkar lánshæfiseinkunn Íslands í A-

Matsfyrirtækið Standard & Poor's hækkar lánshæfiseinkunn Íslands fyrir langtímaskuldbindingar í A- vegna sterkari erlendrar stöðu. Horfur eru stöðugar.

Lausleg þýðing á tilkynningu S&P sem birt var 13. janúar 2017

Yfirlit

- Greiðslujöfnuður Íslands hefur batnað umfram spár S&P. Nú er gert ráð fyrir að afgangur af viðskiptajöfnuði hafi verið yfir 5% af VLF á árinu 2016, að meginhluta drifinn af sterkum vexti ferðamannaíðnaðar.
- Gjaldyrisforði Seðlabankans stækkaði um meira en 40% á síðasta ári og er sýnilegt merki um sterkari erlenda stöðu þjóðarbúsins.
- S&P hækkar því lánshæfiseinkunn Íslands til lengri tíma í A- úr BBB+.
- Stöðugar horfur gefa fyrst og fremst til kynna að jafnvægi ríkir milli þess annars vegar að frekari bati verði á erlendri stöðu og stöðu peningamála við afnám gjaldeyrishafta og hins vegar hættunnar á ofhitnun í þjóðarbúinu á næstu tveimur árum.

Ákvörðun

Hinn 13. janúar 2017 hækkaði S&P Global Ratings langtíma erlendar og innlendar lánshæfiseinkunnir Íslands í A- úr BBB+. Á sama tíma voru A-2 skammtímaeinkunnir staðfestar. Horfur eru stöðugar.

Rök

Hækkunin er fyrst og fremst til komin vegna sterkari ytri stöðu en vænst var, sem lýsir sér í verulegum viðskiptaafgangi og töluverðum vexti gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands á árinu 2016. Við gerum ráð fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði muni haldast út spátímabilið 2017-2020. Hækkun einkunnarinnar endurspeglar einnig kröftugan vöxt í íslensku efnahagslífi og þá trú S&P að skuldir hins opinbera muni halda áfram að lækka sem hlutfall af VLF.

Á síðustu sex mánuðum hefur framvinda greiðslujafnaðar farið fram úr væntingum S&P. Gert er ráð fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði hafi verið 5,4% á árinu 2016, en áður var gert ráð fyrir að afgangurinn yrði 4% af VLF. Orsakanna er fyrst og fremst að leita í miklum vexti ferðamannaíðnaðar; ferðamenn til landsins voru margfalt fleiri en íslenska þjóðin. Drjúgt innflæði á þjónustujöfnuði hefur gert Seðlabankanum kleift

að safna töluverðum gjaldeyrisforða. Þegar einskíptis áhrif frá uppgjöri gömlu bankanna eru talin með, er gert ráð fyrir að gjaldeyrisforði hafi verið yfir 40% prósent stærri í lok síðasta árs en í árslok 2015. Við áætlum að íslenska þjóðarþúið sé nú hreinn lánveitandi við útlönd sem nemur 2,5% prósentum af VLF.

S&P spáir því að afgangur á viðskiptajöfnuði minnki smám saman á spátímabilinu sem nær til næstu fjögurra ára. Það má einkum rekja til:

- væntinga um sterka einkaneyslu og fjárfestingu sem munu auka innflutning; og
- óhagstæðari viðskiptakjara. Viðskiptakjör bötnuðu talsvert á síðustu tveimur árum en sú þróun gæti snúist við, einkum ef olíuverð hækkar, en einnig ef verð á sjávarafurðum gefur eftir.

Við gerum engu að síður ráð fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði muni haldast út 2020 og að erlendar eignir þjóðarþúsins aukist því enn frekar.

Jafnvel þótt erlend staða Íslands hafi batnað má finna hættumerki, einkum í tengslum við lokastig afnáms gjaldeyrishafta. Stjórnvöld ýttu úr vör fyrsta skrefi losunar hafta á innlenda aðila í október 2016 og annað skref var stigið 1. janúar 2017. Innlendum aðilum hefur nú verið gert kleift að fjárfesta í erlendum fasteignum og fjármála-gerningum í erlendri mynt. S&P skilst að útflæði hafi verið óverulegt hingað til og gjaldeyrisforði Seðlabankans hélt áfram að vaxa í nóvember og desember 2016.

Frekari losun gjaldeyrishafta á innlenda aðila gæti leitt til töluverðrar aukningar útflæðis. Allar áætlanir eru þó háðar verulegri óvissu. Grunnspá S&P gerir ráð fyrir að gjaldeyrisforði Seðlabankans muni haldast stöðugur yfir spátímabilið og að afgangur á viðskiptajöfnuði muni í raun mæta uppsafnaðri eftirspurn innlendra aðila eftir erlendum eignum eftir nokkurra ára gjaldeyrishöft.

Áhætta er einnig tengd svokölluðum aflandskrónuvanda. Sú snjóhengja kom upp-runalega til vegna skuldabréfa í íslenskum krónum sem voru gefin út af erlendum aðilum (jöklabréf) og eignar erlendra aðila á skuldabréfum Íbúðalánasjóðs, hús-næðislánveitanda í eigu ríkisins. Stjórnvöld héldu gjaldeyrisútboð í júní 2016 í þeim tilgangi að losa um snjóhengjuna. Það er skilningur S&P að snjóhengjan nemi nú um 200 milljörðum íslenskra króna (um 8,5% af VLF). S&P telur lagalega áhættu vera til staðar hvað varðar nálgun stjórnvalda í málefnum þeirra eigenda aflandskróna sem eftir sitja. Þeir munu að líkindum reyna að fá fram hagstæðari niðurstöðu með áframhaldandi samningaumleitunum eða málaferlum. Tímaramminn í þessum eignum er óljós.

Þegar allt er talið mun aukin verg gjaldeyriseign Seðlabankans veita honum meiri slagkraft þegar kemur að því að takast á við ófyrirséða þróun hvað varðar fyrrnefnda áhættu. S&P reiknar með að afnám hafta muni halda áfram í skipulegum skrefum. Að mati S&P myndi Seðlabankinn bregðast við óvæntum þrýstingi á gengi krónunnar, gjaldeyrisforðann eða fjármálageirann með því að gera hlé á afnámi hafta þar til úr rättist á ný.

Lánshæfismat okkar á Íslandi er áfram stutt af tiltölulega háum þjóðartekjum á mann og kröftugum vexti síðustu fjögurra ára. Við gerum ráð fyrir að raunhagvöxtur á Íslandi hafi verið um 5% á síðasta ári, sem er mjög hátt fyrir svo þróað hagkerfi.

Við teljum enn hættu á ofhitnun hagkerfisins og bendum á að nokkur merki um það séu þegar til staðar: Seðlabankinn áætlar að framleiðsluspenna hafi myndast á meðan einkaneysla og laun hækka hratt milli ára á landinu öllu. Þrátt fyrir það teljum við að hraður vöxtur hvíli nú á mun sterkari stoðum en raunin var síðustu fjögur árin fyrir fjármálakreppuna 2008: skuldsetning einkageirans fer minnkandi á meðan viðskiptajöfnuður er jákvæður áttunda árið í röð.

Jafnvel þótt Ísland hafi notið kröftugs hagvaxtar síðustu ár teljum við – að hluta til vegna smæðarinnar – að miklar sveiflur í efnahagslífinu séu kerfislægar, eins og fyrri upp- og niðursveiflur (e. boom-bust cycles) hafa leitt í ljós. Framleiðsla er samþjöppuð í sjávarútvegi, málmum og nýlega í ferðamannaiðnaði. S&P telur að óvæntur samdráttur í komu ferðamanna eða framvinda sem skaðar fiskistofna eða hefur neikvæð áhrif á útbreiðslu þeirra gætu haft veruleg áhrif á efnahagslega framvindu. Sem dæmi hafði lítill loðnuafli umtalsverð áhrif á hagvöxt á Íslandi árið 2014.

Lánshæfiseinkunnir S&P fyrir Ísland eru enn studdar af styrkri umgjörð ríkisfjármála. Ríkissjóður fékk í sinn hlut einskis tekjur í formi stöðugleikaframlaga, sem námu 15% af VLF og voru aukaafurð frá uppgjöri gömlu bankanna. Meginhluti framlaganna er ekki laust fé (og samanstanda af kröfum á íslensku viðskiptabankana) en stjórnvöld gera ráð fyrir að borga niður opinberar skuldir jafnóðum og framlögin umbreytast í reiðufé. S&P gerir ekki ráð fyrir þessum búhnykk í tölum sínum um ríkisfjármálin.

Jafnvel að frátöldum stöðugleikaframlögunum reiknar S&P með að ríkisfjármálin styrkist frekar á spátímabilinu næstu fjögur ár. S&P áætlar að hrein skuldastaða hins opinbera hafi lækkað í 42% af VLF árið 2016, úr 57% árið 2014, og væntir þess að skuldastaðan hafi lækkað í 34% árið 2020. S&P skilst að nýleg lög taki á vanfjármögnun hins opinbera lífeyriskerfis. Þetta hefur ekki áhrif á vísbindingar um framvindu opinberra fjármála sem S&P styðst við.

Undirliggjandi staða í ríkisfjármálum, að undanskildum áhrifum stöðugleikaframlaga, er enn bundin nokkurri áhættu. Þar á meðal er kostnaður tengdur hækkingu launum í opinbera geiranum og ríkisábyrgðir.

Lánshæfi Íslands er enn heft af takmörkuðum sveigjanleika peningastefnunnar. Sagan sýnir að peningastefnunni hefur ekki gengið vel að halda verðbólgu við verðbólgu-markmið Seðlabankans. Nýlega hefur verðbólga haldist undir markmiði Seðlabankans, einkum vegna innfluttrar verðhjöðnunar sem má rekja til lægra verðs á olíu og hrávöru og sterkara gengis. Í tengslum við þetta virðast mældar verðbólguvæntingar nú vera í betra samræmi við markmið Seðlabankans. Seðlabankinn hefur einnig kynnt ný tæki sem styðja framkvæmd peningastefnunnar. Engu að síður býst S&P við því að verðbólga aukist á næstu þremur árum vegna mikilla launahækkana.

Íslenskt fjármálakerfi heldur áfram að styrkjast. Eiginfjárstaða nýju viðskipta-bankanna er sterk og vanskil hafa minnkað verulega á síðustu árum.

S&P gerir ekki ráð fyrir því að framkvæmd stefnunnar um afnám fjármagnshafta muni grafa undan fjármálalegum stöðugleika.

Lánshæfiseinkunn Íslands er studd öfluggu stofnanakerfi. Ríkisstjórn Sjálfstæðis-flokks, Viðreisnar og Bjartrar framtíðar sem hefur nauman meirihluta á Alþingi tók við völdum eftir langvarandi viðræður í kjölfar kosninga í lok október 2016. Hækkun lánshæfiseinkunnarinnar endurspeglar væntingar S&P um að ríkisstjórnin muni fylgja ábyrgri stefnu í efnahagsmálum, sérstaklega í ríkisfjármálum.

Horfur

Í stöðugum horfum vegast á mögulega betri horfur Íslands varðandi erlenda stöðu og peningamál eftir því sem afnámi hafta vindur fram, og hættan á að hagkerfið ofhitni á næstu tveimur árum.

S&P gæti hækkað lánshæfiseinkunnir ef gjaldeyrishöft eru afnumin án þess að stofna greiðslujöfnuði eða fjármálastöðugleika í hættu. Við gætum einnig hækkað lánshæfis-einkunnir ef skuldir hins opinbera lækka hraðar sem hlutfall af landsframleiðslu en við gerum ráð fyrir að svo stöddu.

S&P gæti lækkað lánshæfiseinkunnir ef við teldum að myndarlegar nýlegar launa-hækkanir leiddu til verulegrar ofhitnunar hagkerfisins með aukinni áhættu fyrir peningamál, ríkisfjármál og erlenda stöðu þjóðarbúsins. Þetta gæti einnig átt sér stað ef frekara afnám hafta gerðist með óskipulegum hætti og setti frekari þrýsting á gengi íslensku krónunnar og fjármálakerfið.