

Tengsl afleiðumarkaðar og sjóðamarkaðar við fjármálastöðugleika



Sigurður Freyr Jónatansson,
sérfræðingur í
þjóðhagsvarúð

Inngangur

Eftir fjármálahváruna á árunum 2007-2009 hefur farið fram endurskipulagning á öllu regluverki á fjármálamarkaði og stendur hún enn yfir á vettvangi Evrópusambandsins (ESB) og í annarri alþjóðasamvinnu. Meðal þeirra breytinga sem lagðar voru til var að efla þjóðhagsvarúðareftirlit (e. macro prudential supervision). Styrking eftirlitsins náði fyrst til kerfislega mikilvægra banka en fljótlega var lögð áhersla á að láta þjóðhagsvarúðareftirlit einnig ná til annarra aðila. Annars vegar var það gert til að koma í veg fyrir smitáhrif frá bankamarkaði og eftirlitshögnun¹ og hins vegar vegna þess að aðilar eins og lífeyrissjóðir, váttryggingafélög og verðbréfa-/fjárfestingarsjóðir geta í einstökum tilvikum talist kerfislega mikilvægir.

Flestar tilskipanir og reglugerðir ESB taka bæði til hefðbundins eindarvarúðareftirlits (e. micro prudential supervision) og þjóðhagsvarúðareftirlits en hvatinn að reglusetningunni getur oft verið kerfislegir þættir sem hafa komið upp. Dæmi um slíkt er EMIR (European Markets Infrastructure Regulation) sem felur í sér nýjar kröfur vegna viðskipta með afleiður, bæði OTC afleiður (afleiður þar sem viðskipti fara fram utan markaða) og skráðar afleiður. Markmið reglugerðarinnar er að auka gagnsæi og draga úr áhættu á mörkuðum með afleiður. Viðskipti með OTC afleiður skorti gagnsæi þar sem upplýsingar um viðskiptin voru einungis aðgengilegar aðilum viðskiptanna. Myndast gat flókinn vefur tengsla sem eftirlitsaðila skorti yfirsýn yfir. Reynslan af fjármálahvárunni sýndi að birtingarmynd þessa verður skýrari undir álagi og hafa þar með neikvæð áhrif á fjármálastöðugleika.

Breytt regluverk á fjármálamarkaði felur oft en ekki í sér að fjármálaeftirlit safna nýjum tegundum gagna og því fylgja ýmsar áskoranir. Áskorun er fyrir markaðsaðila að halda utan um þessi nýju gögn og skila þeim með réttum hætti. Þá er áskorun fyrir fjármálaeftirlit að vinna úr gögnunum og greina á hvaða sviðum gæði gagnanna eru takmörkuð. Þegar þetta er leyst er möguleiki að gera nýjar greiningar. Evrópska verðbréfa- og markaðseftirlitsstofnunin (ESMA) er byrjuð á slíkum greiningum með þeim fyrirvörum að enn séu takmarkanir á gæðum gagna.

Í þessari grein verður fjallað um breytingar á regluverki og nýjar greiningar á tveimur sviðum á verðbréfamarkaði. Annars vegar í tengslum við áðurnefnda EMIR reglugerð um afleiður og hins vegar í tengslum við tilskipun um rekstraraðila sérhæfðra sjóða (AIFMD). Fjallað verður um tengsl breytinganna við kerfisáhættu og fjármálastöðugleika, þær greiningar sem ESMA hefur framkvæmt og möguleika á að framkvæma slíkar greiningar hér á landi. Innleiðing á þessum tveimur gerðum er liður í því að efla regluverk á verðbréfamarkaði og gera hann samkeppnishæfari í alþjóðlegum samanburði.

Búast má við að verðbréfamarkaður á Íslandi verði öflugari og fjölbreyttari á næstu árum af nokkrum ástæðum.

- Auðveldara verður fyrir erlenda fjárfesta að koma inn á íslenska markaðinn vegna aðildar Verðbréfamíðstöðvar Nasdaq á Íslandi að nýju alþjóðlegu verðbréfauppgjörskerfi sem er fyrirhuguð í maí 2020.
- Íslensk hlutabréf eru á leið inn í erlendar hlutabréfavísitölur. Marel var valið inn í VINX Benchmark vísitöluna og íslenski markaðurinn er kominn á athugunarlista MSCI hlutabréfavísitölnnar. Þrátt fyrir að MSCI hafi nýlega ákveðið að hafa íslenska markaðinn á athugunarlista enn um sinn, má telja líklegt að með bættu verðbréfauppgjörskerfi verði markaðurinn meira aðlaðandi fyrir erlenda fjárfesta. Innkoma íslenska markaðarins í erlendar hlutabréfavísitölur hefði jákvæð áhrif á virkni verðbréfamarkaðarins hér á landi þar sem meðal annars ýmsir vísitölusjóðir myndu þurfa að fjárfesta í íslenskum hlutabréfum. Margir sjóðir hafa fjárfestingarheimildir sem kveða á um að þeir megi einungis fjárfesta í fjármálagerningum sem eru hluti af alþjóðlegri vísitölu og ætti því innkoma íslenska markaðarins í alþjóðlegar vísitölur að opna dyr fyrir slíka sjóði.
- Líklegt er að samdráttur verði á bankamarkaði og fjármögnun færast frekar í farveg útgáfu verðbréfa, eins og nú þegar má sjá merki um í stefnu bankanna.

¹ Eftirlitshögnun (e. regulatory arbitrage) er það fyrirbæri þegar regluverk er mismunandi á milli lögsagna eða einstakra geira fjármálamarkaðar og aðilar geta hagnast á því að færa sig á þann stað þar sem regluverk er slakast. Í þessu samhengi er átt við að tiltekna starfsemi, t.d. útlánafjármögnun, geti færst á milli einstakra geira fjármálamarkaðar og aðilar geti hagnast á því ef regluverk og eftirlit er ekki með sambærilegum hætti innan þessara geira.

Afleiðumarkaður

Lög nr. 15/2018 um afleiðuviðskipti, miðlæga mótaðila og afleiðuviðskiptaskrár tóku gildi 1. október 2018. Aðilar sem gera afleiðusamninga skulu:

- tilkynna þá til afleiðuviðskiptaskrár
- uppfylla nýjar kröfur um áhættustýringu fyrir alla tvíhliða OTC afleiðusamninga, þ.e. samninga sem eru ekki stöðustofnaðir (e. cleared) hjá miðlægum mótaðila, og
- stöðustofna (e. clear) alla OTC afleiðusamninga sem falla undir stöðustofnunarskylduna hjá miðlægum mótaðilum

Afleiðuviðskiptaskrá (e. trade repository) er lögaðili sem safnar miðlægt saman og viðheldur gögnum um afleiður. Nú eru skráðar 9 afleiðuviðskiptaskrár hjá ESMA.² ESMA safnar gögnum frá þeim í gagnagrunn (TRACE) og geta eftirlitsstjórnvöld nálgast upplýsingar um afleiðuviðskipti á þeim mörkuðum sem þau hafa eftirlit með.

ESMA gaf út sína fyrstu tölfræðiskýrslu um afleiðumarkaði³ í ESB í október 2018, með það að markmiði að slík skýrsla verði gefin út árlega. Skýrslan fyrir árið 2019 var gefin út í desember. Byggt er á gögnum sem safnað er á grundvelli EMIR.

Einn af þeim mælikvörðum sem notaðir eru til að meta kerfisáhættu er samþjöppun í grundvallarfjárhæð (e. notional value) afleiðna. ESMA notar tvo mælikvarða til að greina slíka samþjöppun. Annars vegar með því að skoða markaðshlutdeild fimm stærstu aðilanna, að undanskildum miðlægum mótaðilum og hins vegar með því að nota HHI stuðulinn.⁴

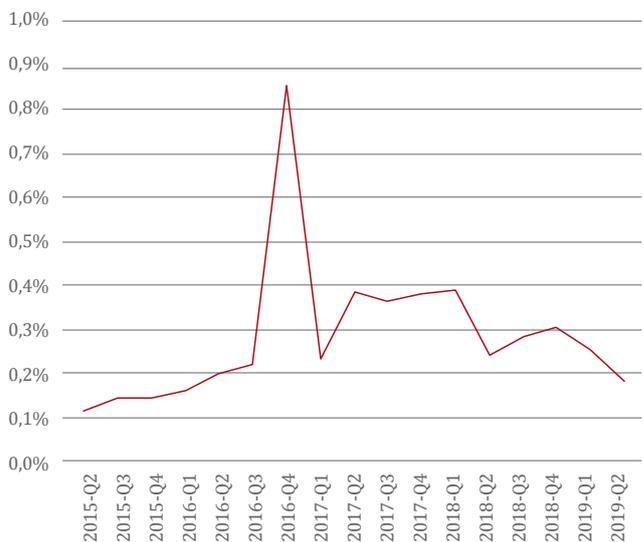
Í ESB, þ.e. þeim gögnum sem greind eru af ESMA voru 90% OTC samningar en 10% viðskipta með afleiður er á skráðum markaði. Af grundvallarfjárhæðinni eru 85% í eigu fjárfestingarfyrirtækja, innlánsstofnana og miðlægra mótaðila. 76% af grundvallarfjárhæðinni eru í vaxtaafleiðum (e. interest rate derivatives), 15% fjárhæðarinnar eru í gjaldeyrisafleiðum en afgangurinn er í hlutabréfa-, skulda- og hrávörufleiðum. Ef horft er á hvaða aðilar eru virkastir eiga bankar 55% af öllum afleiðueignum en þar á eftir koma miðlægir mótaðilar með 32%.⁵

Til að hægt sé að nota þau gögn sem skilað er í tengslum við EMIR hafa ESMA og eftirlitsstjórnvöld, í þeim

ríkjum þar sem afleiðuviðskipti eru mest, þurft að gera töluverðar greiningar til að hreinsa gögnin. Breytingar á gagnaskilataeknistaðlinum sem gerðar voru 2017 hafa jafnframt haft jákvæð áhrif. Dæmi um villur eru oftaldar færslur, annað hvort færslur sem koma fyrir of oft eða að slegin er inn of há upphæð í skýrslurnar. Slíkar villur geta skekkt allar greiningar á gögnum og er því mikilvægt að finna þær og hreinsa úr gögnunum. Sú vinna er enn skammt komin hér á landi.

Lítið hefur verið um afleiðuviðskipti eftir fjármálakrísuna og eru eftirlitsskyldir aðilar takmarkað í afleiðuviðskiptum eins og sést t.d. af lítilli þátttöku kerfislega mikilvægu bankanna í afleiðumarkaði. Með því að byggja upp kerfislegar greiningar á þeim gögnum sem fylgja innleiðingu EMIR, er því fyrst og fremst verið að horfa til þess að viðskipti geta farið vaxandi með fjölbreyttari verðbréfamarkaði.

Mynd 1 Afleiður í efnahagsreikningi viðskiptabanka sem hlutfall af heildareignum



Heimild: Fjármálaeftirlitið

Sjóðamarkaður

Tilgangur AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) er að koma á samræmdu regluverki fyrir starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóða á innri markaði EES og tekur hún því bæði til evrópskra rekstraraðila

² <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories>

³ ESMA Annual Statistical Report – EU Derivatives Markets 2018

⁴ HHI stuðullinn (Herfindal-Hirschman Index) er algengur mælikvarði á samþjöppun. Stærð hvers aðila er sett í 2. veldi og því lægri sem stuðullinn mælist því minni er samþjöppunin.

⁵ ESMA Annual Statistical Report – EU Derivatives Markets 2019

og rekstraraðila utan EES sem markaðssetja sjóði innan svæðisins. Undir hugtakið sérhæfðir sjóðir falla allir aðrir sjóðir en verðbréfasjóðir (UCITS). Lög sem innleiða AIFMD tilskipunina eru í undirbúningi og var frumvarpi dreift á Alþingi 5. nóvember sl. Gert er ráð fyrir að fyrstu gagnaskil sérhæfðra sjóða til fjármálaeftirlits Seðlabankans verði á öðrum ársfjórðungi 2020.

Meðal atriða sem tekið er á í tilskipuninni er vogun (e. leverage) sjóða sem getur valdið kerfisáhættu við tiltekna aðstæður. Slíkar aðstæður geta meðal annars skapast ef skuldsetningin byggir á tengslum við aðra aðila á fjármálamarkaði. ESMA hefur í sínum greiningum lagt áherslu á að greina vogunina.⁶ Vogun þekkist nær eingöngu hjá vogunarsjóðum (e. hedge funds). Í lok árs 2017 voru eignir vogunarsjóða 5% af heildareignum sérhæfðra sjóða í ESB.

Í september 2019 gaf ESMA út skýrslu um álagspróf á sjóði⁷. Fjallað var bæði um álagspróf á verðbréfasjóði og sérhæfða sjóði. Þetta álagspróf hafði tvenns konar markmið.

- a) leggja mat á viðnámsþrótt sjóða gagnvart umfangsmiklum en líklegum áföllum
- b) meta viðbrögð sjóða við fjármálastöðugleikaáföllum

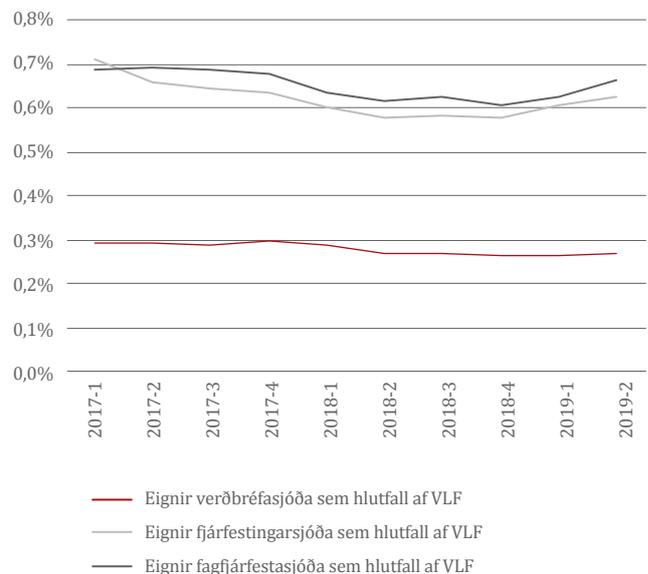
Horft var sérstaklega á lausafjárstöðu sjóðanna og hvernig þeir gætu brugðist við áföllum, t.d ef miklar innlausnir yrðu í sjóðunum. Við gerð slíkra sviðsmynda skiptir máli hvernig gert er ráð fyrir að sjóðirnir bregðist við innlausnum með sölu eigna. Munu þeir selja eignir í réttu hlutfalli við seljanleika eigna í sjóðnum (e. slicing approach) eða selja þær eignir sem eru seljanlegastar fyrst (e. waterfall approach)? Fyrirnefnda leiðin er dýrari fyrir sjóðina og gæti haft í för með sér að illseljanlegar eignir yrðu seldar með miklu tapi. Síðarnefnda leiðin er aftur á móti óhagstæð fyrir þá sem munu eiga í sjóðunum áfram þar sem þær eignir sem eftir eru verða illseljanlegri.

Peningamarkaðssjóðir veita skammtímafjármögnun til fjármálafyrirtækja, fyrirtækja og ríkisstjórna og eru þannig mikilvæg uppspretta fjármagns. Markmið reglugerðar 2017/1131 um peningamarkaðssjóði, sem hefur ekki verið tekin upp í EES-samninginn, er að setja reglur um starfsemi

peningamarkaðssjóða, sér í lagi hvað varðar samsetningu eigna sjóðanna. Með því er ætlunin að auka viðnámsþrótt sjóðanna og takmarka smitáhrif.

Gerð er krafa um að hver peningamarkaðssjóður geri álagspróf, þar sem sviðsmyndirnar eiga meðal annars að taka tillit til kerfisáfalls sem hefur áhrif á hagkerfið í heild. Þann 19. júlí sl. gaf ESMA út viðmiðunarreglur um framkvæmd álagsprófanna.

Mynd 2 Hlutfall sjóða í hlutfalli af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þar sem AIFMD hefur ekki verið innleidd hér á landi er ekki komin reynsla á nýtingu nýrra gagna hér á landi. Verðbréfasjóðir og sérhæfðir sjóðir eru um 30% af vergri landsframleiðslu (VLF)⁸ og eru að minnsta kosti ekki enn kerfislega mikilvægir í sjálfu sér, en hafa þarf í huga hvort áföll í starfsemi sjóða gætu haft áhrif á fjármálamarkaðinn og raunhagkerfið. Það væri því áhugavert að framkvæma álagspróf á AIFMD gögnin þegar fjármálaeftirlitið byrjar að safna þeim. Gera má þó ráð fyrir að skoða þurfi gæði gagna áður en byrjað verður að vinna með þau, líkt og þau ríki sem hafa innleitt AIFMD hafa þurft að gera.

⁶ ESMA Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds 2019

⁷ Stress simulation for investment funds 2019 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2458_stresi_report.pdf

⁸ Sambærileg hlutföll fyrir lífeyrissjóði eru 165% og fyrir bankakerfið 136%