



Markaðspunktur

 Arion banki

Arion banki * Greiningardeild * greining@arionbanki.is * arionbanki.is

Markaðspunktur í dag:

- Aukin óvissa tefur fyrir efnahagsbatanum
- Árið 2010: Lítil afgangur á viðskiptum við útlönd

Aukin óvissa tefur fyrir efnahagsbatanum

Ákvörðun forseta Íslands um að vísa lögum Alþingis um ríkisábyrgð vegna Icesave skuldbindingarinnar til þjóðaratkvæðis hefur skapað **verulega óvissu í íslenskum efnahagsmálum** – a.m.k. til skamms tíma. Hvor leiðin sem er; þ.e. samninga- eða dómstólaleiðin, hefur gjörólík áhrif á íslenskt efnahagslíf og aðgengi að fjármagni.

Efnahagsbatinn er vissulega hafinn en útlit er þó fyrir að framundan sé brothættur bati. Gjaldyrishöftin hafa sinnt ákveðnu hlutverki og komið á stöðugleika í efnahagslífinu en til lengri tíma hafa þau hins vegar hamlandi áhrif á fjárfestingu í landinu. Langvarandi óvissuástand er til þess fallið að hægja enn frekar á efnahagsbata landsins enda ljóst að slíkt ástand tefur fyrir ýmsum fjárfestingaverkefnum sem eru í burðarliðnum.

Það eru einkum tveir þættir sem skipta máli í þessum efnunum:

1. **Verður afnámi hafta skotið á frest?** Enn meiri óvissa ríkir nú um hvernig áætlun stjórnvalda og AGS um afnám hafta muni ganga fyrir sig, en skýrsla þess efnis er að vænta á næstu dögum. Ljóst er þó að engin skref verða tekin fyrr en niðurstaða liggur fyrir í þjóðaratkvæðagreiðslunni um Icesave í apríl. Það er reyndar ekki langur biðtími. Hins vegar er sú hættu fyrir hendi að smærri eða jafnvel engin skref verði tekin við afnám gjaldyrishafta hafni þjóðin IceSave samkomulaginu og fari dómstólaleiðina sem væntanlega tæki 2-4 ár.
2. **Aðgengi að erlendu fjármagni** gegnir mikilvægu hlutverki í efnahagsuppbyggingu landsins. Sú staða gæti auðveldlega komið upp að aðgangur ríkissjóðs að erlendu fjármagni yrði verulega takmarkaður eða alls enginn meðan beðið væri niðurstöðu dómstóla. En ekki er hægt að fullyrða hversu alvarleg áhrifin verða til langs tíma takist ekki að leysa deiluna. Líklegt er að áform ríkissjóðs um endurfjármögnun erlendra lána á þessu ári (fyrir allt að 713 m.evra.) hafi tafist nú þegar vegna þessa. Jafnramt hlýtur niðurstaðan að hafa áhrif á möguleika annarra opinberra fyrirtækja

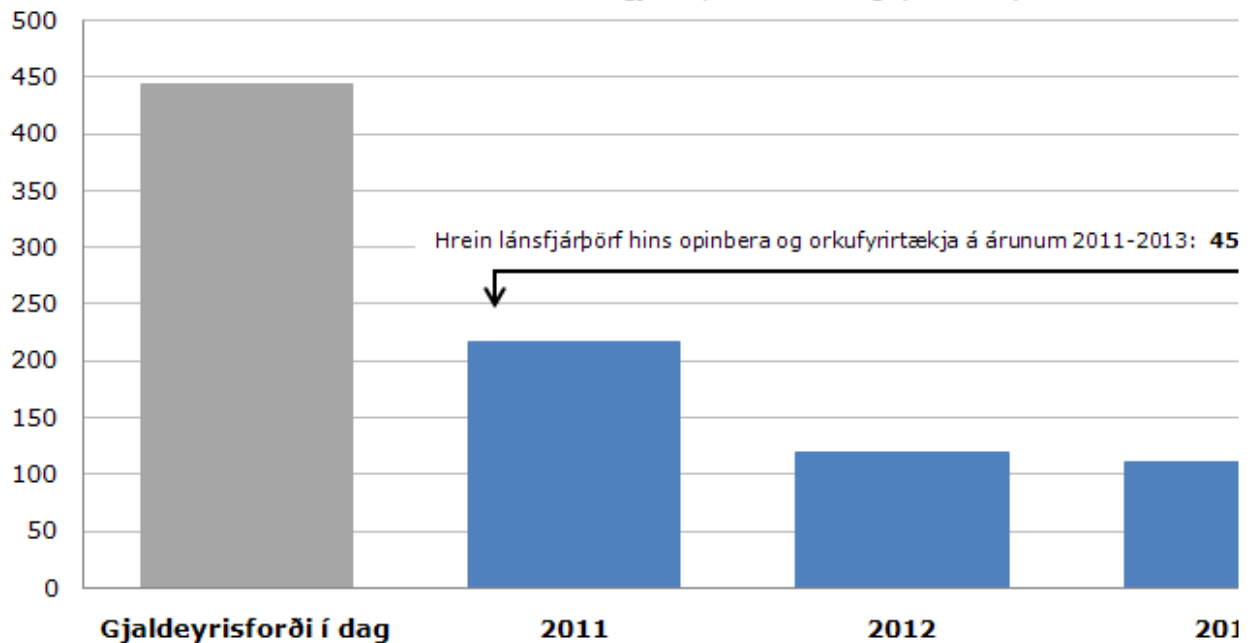
og sveitarfélaga til erlendrar endurfjármögnunar.

Forðinn dugur til 2013 ef allir markaðir lokast

Greiningardeild hefur áætlað hver erlend lánsfjárförf hins opinbera (ríki + sveitarfélaga) og orkufyrirtækja er á næstu árum – en samkvæmt okkar áætlun falla á gjalddaga (aук vaxtagreiðslna ríkisins) **450 ma.kr. á árunum 2011-2013**. Þetta samsvarar öllum tiltækum gjaldeyrisforða í dag og vel það (þ.e. gjaldeyrisforði í dag að frádregnum gjaldeyrisinnstæðum í Seðlabankanum er alls 444 ma.kr.). Ef við gefum okkur að aðgengi að erlendu lánsfé lokist algjörlega þá dagar forðinn til greiðslu erlendra lána fram til ársins 2013. Þessu til viðbótar eru önnur lán að falla á gjalddaga eftir 2013 (sem dæmi lán frá IMF og Norðurlöndum (aук vaxtagreiðslna)) - alls 206 ma.kr. sem þá falla á gjalddaga 2014-2016.

Því má nokkurn veginn gefa sér að aukinn þrýstingur mun verða á gjaldeyriskaup Seðlabankans í millitíðinni, ef aðgangur að erlendu lánsfé verður skertur enn frekar.

Erlend lánsfjárförf hins opinbera og orkufyrirtækja
- í samanburði við gjaldeyrisforða í dag (í mö.kr.)



Frekari vaxtalækkunir slegnar út af borðinu í bili. Vonir um vaxtalækkun á næsta vaxtaákvörðunarfundi 16.mars nk. hafa líklega dvínað hjá flestum í bili.

Áhugvert er að lesa síðustu yfirlýsingu Peningastefnunefndar þegar ákvörðun forsetans lá fyrir um að senda Icesave samninginn (hinn eldri) til þjóðaratkvæðagreiðslu fyrir rétt um ári síðan.

Úr yfirlýsingu Peningastefnunefndar 27.janúar 2010

„Að því gefnu að gjaldeyrishöftin haldi, ættu skammtímaáhrif á krónuna að vera lítil. Hins vegar væri áhættusamt að taka fleiri skref til afnáms gjaldeyrishaftanna á meðan þessi óvissa varir.“

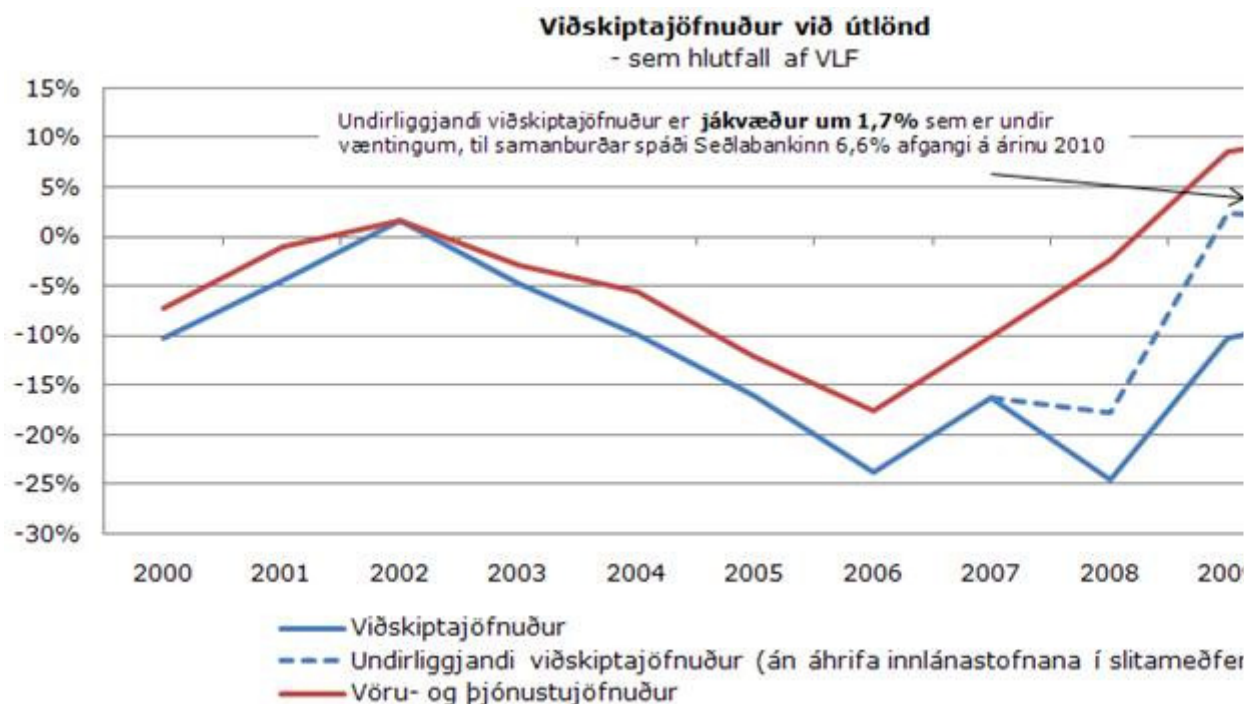
„Svigrúm peningastefnunefndarinnar til vaxtalækkunar verður þó takmarkað svo lengi sem veruleg óvissa ríkir um aðgengi Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum.“

Árið 2010: Lítil afgangur á viðskiptum við útlönd

Undirliggjandi viðskiptaafgangur, sem endurspeglar viðskipti Íslendinga við útlönd án áhrifa banka í slitameðferð, var jákvæður um 26 ma.kr. á árinu 2010 eða sem nemur **1,7% af landsframleiðslu**. Niðurstaðan er undir væntingum en til hliðsjónar hafði Seðlabankinn fyrir skömmu (í Peningamálum) birt spá þess efnis að undirliggjandi viðskiptaafgangur á árinu 2010 yrði 6,6% af VLF.

Ef tölurnar í dag endurspeglar það sem koma skal á næstu árum má í raun lítið út af bregða eigi þjóðarbúið að hafa getu til að mæta vaxta- og arðgreiðslum af erlendum lánum ásamt því að gengið haldist óbreytt. Einnig má draga í efa getu þjóðarbúsins til niðurgreiðslu skulda og söfnun óskuldsetts gjaldeyrisforða.

Staðan er þó flóknari og væntanlega endurspeglar tölurnar annan veruleika en Íslendingar búa við í dag. M.ö.o. þá er þjóðarbúið væntanlega að búa til meiri gjaldeyri en undirliggjandi viðskiptajöfnuður gefur til kynna (sjá umfjöllun hér fyrir neðan).



Er Actavis að skekkja myndina?

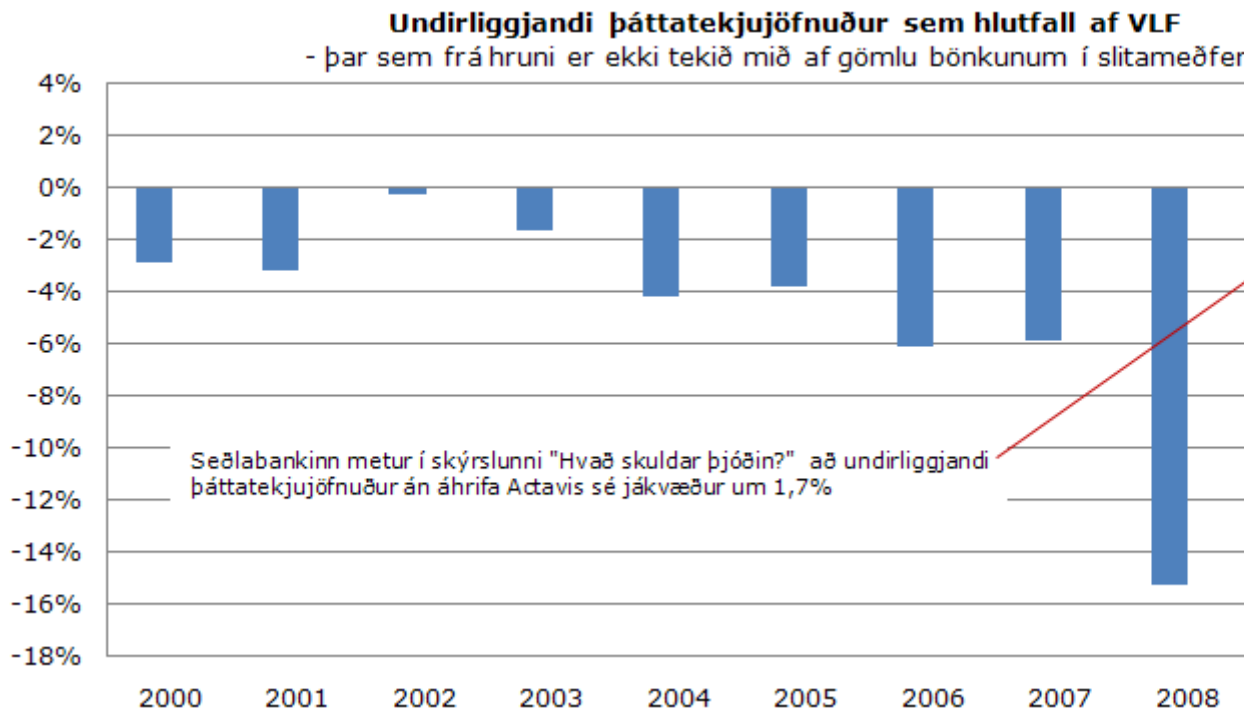
Viðskiptajöfnuður samanstendur af vöru- og þjónustujöfnuði annars vegar og þáttatekjujöfnuði hins vegar. Vöru- og þjónustujöfnuðurinn á árinu 2010 var nokkurn veginn í takti við væntingar en hann skilaði þjóðarbúinu 163 ma.kr. nettó tekjum eða sem jafngildir **10,4% af VLF**. Á sama tíma var hins vegar undirliggjandi þáttatekjujöfnuður neikvæður um 136 ma.kr. eða **8,7% af VLF** (en það þýðir að nettó

vaxta- og arðgreiðslur til og frá landinu voru neikvæðar sem því nemur).

En hvað veldur því að þáttatekjurnar (án áhrifa banka í slitameðferð) skila svo miklu tapi? Ef við rýnum í fréttatilkyppingu Seðlabankans kemur eftirfarandi fram:

*„Hvað áhrif á viðskiptajöfnuð varðar munar þó mestu um að **tap innlendra félaga í eigu erlendra aðila** var ekki eins mikið og áætlað hafði verið. Neikvæð endurfjárfesting þeirra er því mun minni sem þýðir meiri halla á þáttatekjujöfnuði en áður var áætlað.“*

Fátt annað kemur til greina en að hér sé átt við fyrirtækið Actavis – en eins og kemur fram í nýbirtu riti Seðlabankans, „Hvað skuldar þjóðin?“ er tekið fram að þáttatekjuhallinn skýrist að mestu leyti af áætluðum hreinum vaxtagreiðslum fyrirtækisins. Það má því velta fyrir sér hvort ekki gefi betri mynd af að líta á viðskiptajöfnuðinn án áhrifa Actavis þar sem raunverulegt greiðsluflæði fyrirtækisins úr landi á sér í raun ekki stað, líkt og gert er í skýrslunni, þar sem fyrirtækið kaupir ekki gjaldeyri til að greiða vaxtagreiðslurnar úr landi (heldur eru tekjur og gjöld fyrirtækisins milli tengdra aðila). En ekki er gefið upp í nýbirtum hagtölum Seðlabankans hve stór hluti fyrirtækisins er í umræddum þáttatekjuhalla og því erfitt að meta hver raunverulegur afgangur er á viðskiptum við útlönd án áhrifa banka í slitameðferð og án áhrifa Actavis.



Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	davidst@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hallgrímur Björnsson	hallgrimur.bjornsson@arionbanki.is	444-6818
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur und markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hal markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Ar starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öft

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að fjárfestingabankaþjónustu.

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