

Markaðspunktar í dag:

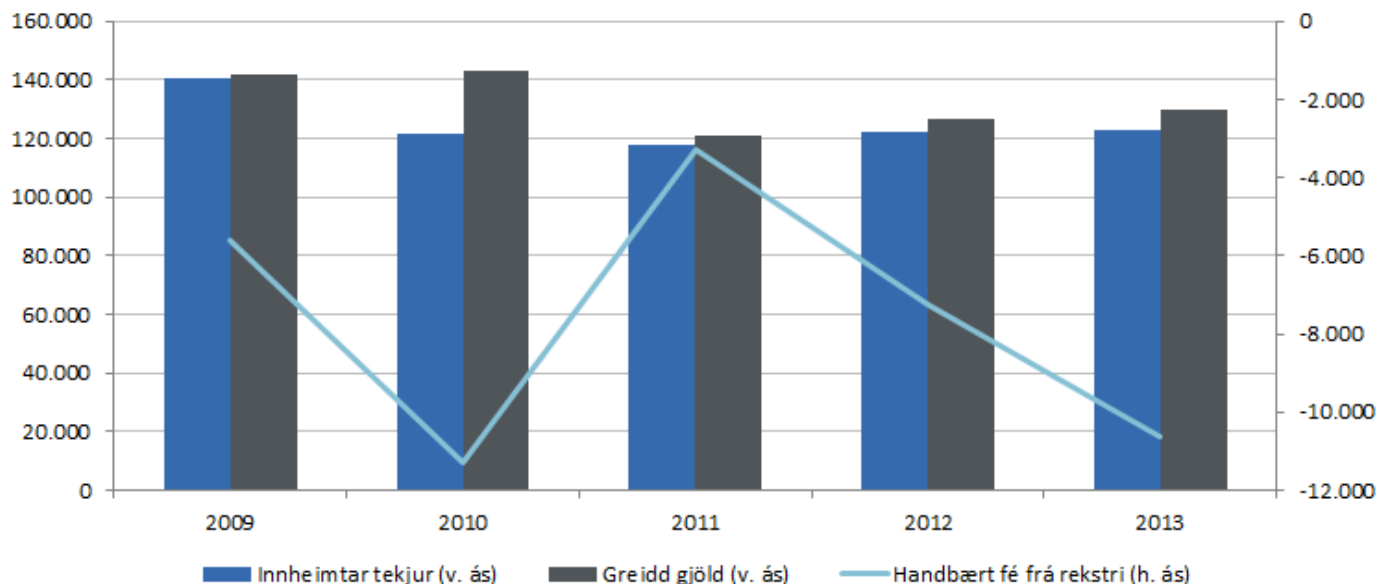
- Greiðsluuppgjör ríkissjóðs: Mun lakari afkoma en áætlað var
- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 15. maí nk.

Greiðsluuppgjör ríkissjóðs: Mun lakari afkoma en áætlað var

Greiðsluuppgjör ríkissjóðs fyrir fyrsta fjórðung ársins kom töluvert verr út en gert hafði verið ráð fyrir. Ríkissjóður skilaði neikvæðri afkomu um 7,5 milljarða króna, en handbært fé frá rekstri var neikvætt um 11 milljarða. Áætlað var að handbært fé yrði jákvætt um 4,7 ma.kr. á tímabilinu, en það merkir að útkoman er tæpum 16 mö. verri en áætlað var. Afkoman er jafnframt töluvert verri en verið hefur undanfarin tvö ár.

Við afgreiðslu fjárlaga var gert ráð fyrir að handbært fé frá rekstri yrði neikvætt um 25 ma. á öllu árinu 2013, en ljóst er að draga þarf verulega úr rekstrarhallanum á næstu þremur ársfjórðungum ef sú áætlun á að standast. Má spyrja sig hvort það teljist raunhæft miðað við að myndun nýrrar ríkisstjórnar er í farvatninu sem eflaust vill sanna sig á hveitibrauðsdögnum.

Greiðsluafkoma ríkissjóðs á fyrsta fjórðungi ársins
- upphæðir í þús. kr. á verðlagi ársins 2012



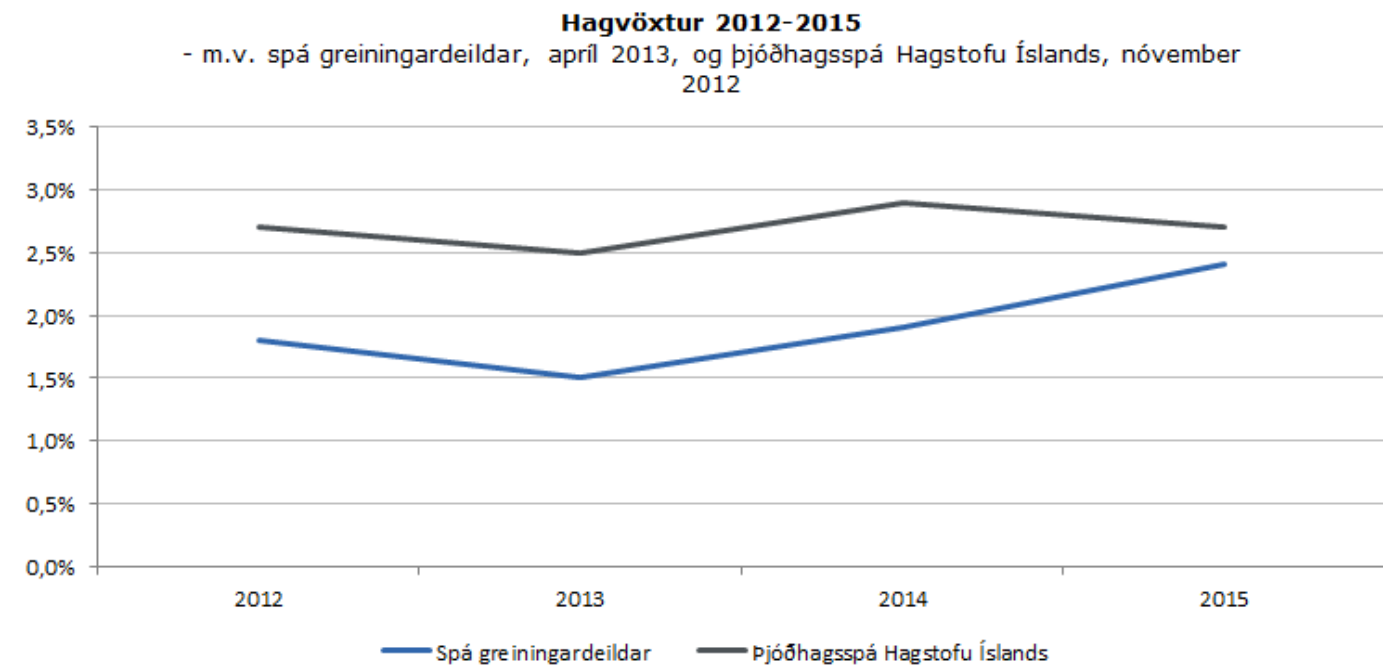
Heimild: Fjármálaráðuneytið

Lítill tíðindi eru af gjaldahlið greiðsluuppgjörins, en greidd gjöld voru 2,3 mö. kr. innan fjárheimilda tímabilsins. Helst vakti athygli okkar að útgjöld Atvinnuleysistryggingasjóðs drógust hraustlega saman á milli ára, eða um 1,3 ma.kr.

Frávik frá áætlun fjárlaga skýrist einkum af tekjuhliðinni, en innheimtar tekjur voru 5,2 mö.kr. undir áætlun. Skattar sem leggjast á tekjur voru heilt yfir lítilega yfir áætlun. Skattar sem leggjast á umsvif

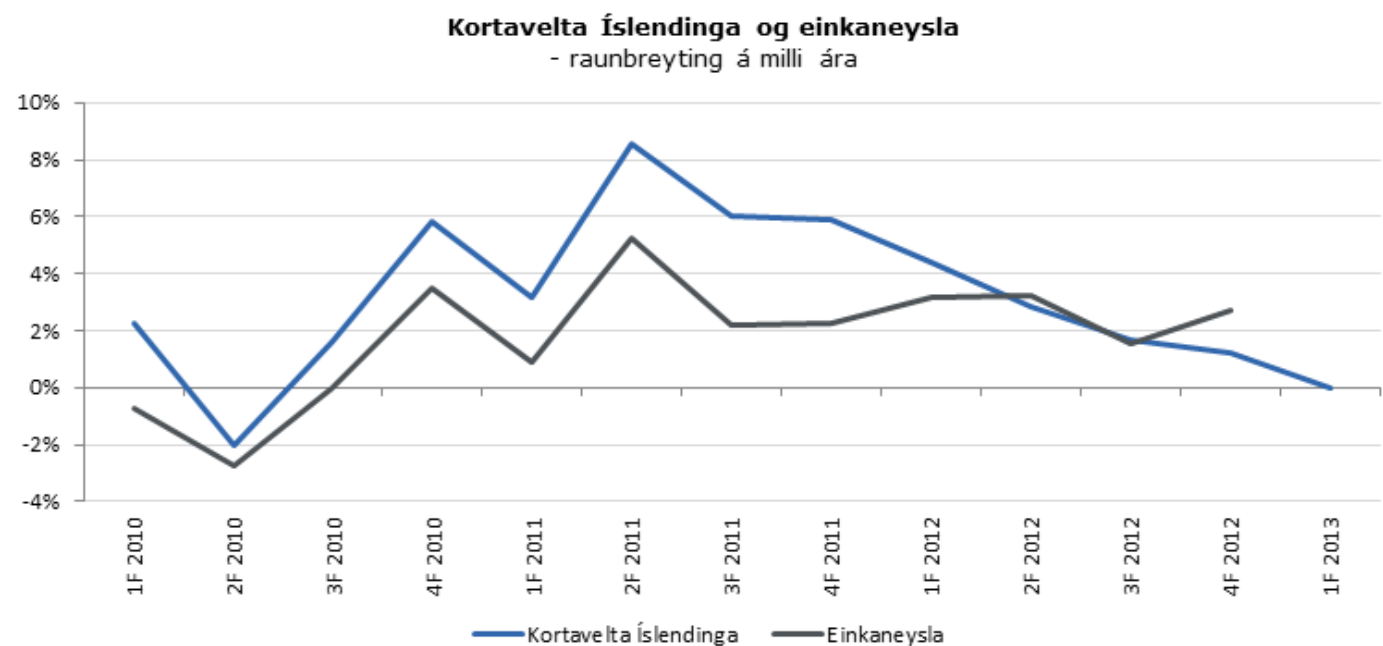
voru hinsvegar nokkuð undir áætlun. Stærsta einstaka frávikið skrifast á virðisaukaskatt, en af honum innheimtust um 4,6 mö. minni tekjur en áætlanir gerðu ráð fyrir.

Sennilegasta skýringin á þessu er sú að innlendri eftirspurn hafi verið ofspáð í forsendum við gerð fjárlaga, en endanleg afgreiðsla þeirra miðaði við þjóðhagsspá Hagstofunnar í nóvember. Líkt og sjá má á mynd hér fyrir neðan spáir hún 2,5% hagvexti í ár, en til samanburðar spáir greiningardeild 1,5% hagvexti.



Heimild: Þjóðhagsspá Hagstofu Íslands, vetur 2012, og spá greiningardeildar

Kortavelta getur verið gagnleg vísibending um umsvif í hagkerfinu, en þróun kortaveltu hefur töluvert forspárgildi um þróun einkaneyslu. Kortavelta Íslendinga dróst lítillega saman að raungildi á fyrsta ársfjórðungi samanborið við sama tímabil árið áður, sem bendir til þess að einkaneysla hafi dregist saman á fyrsta fjórðungi ársins. Að öðru óbreyttu er því ekki ólíklegt að landsframleiðslutölurnar fyrir 1F 2013 (sem birtast í næsta mánuði) muni sýna skýr merki þess efnis að það sé að hægja verulega á umsvifum í hagkerfinu.



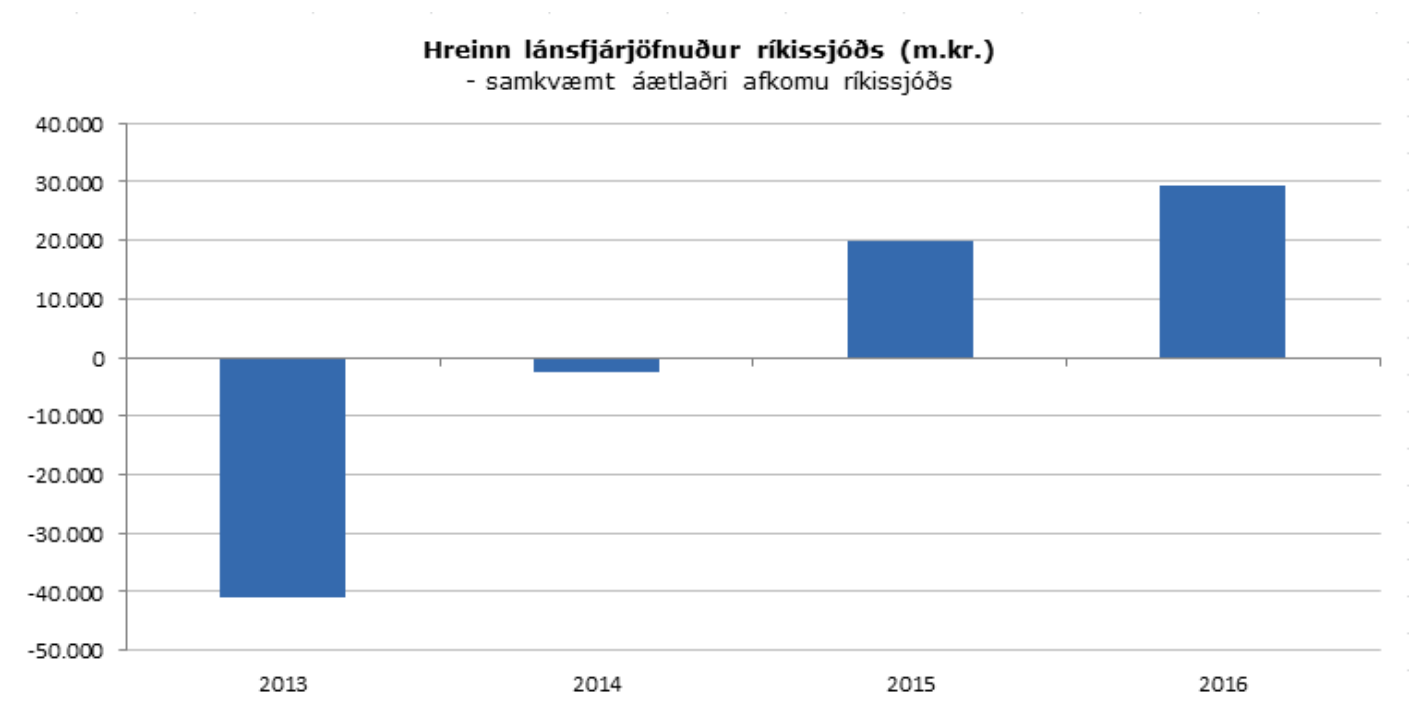
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands

Í umfjöllun fjármálaráðuneytisins um greiðsluuppgjörið kemur fram að frávík frá áætlunum séu að jafnaði mest í upphafi ársins og minnki þegar á líður. Jafnvel þótt þannig muni draga úr frávikum frá áætlunum eftir því sem líður á árið, þá sé engu að síður ljóst að áætlun um tekjur af virðisaukaskatti er of há. Hæga gangur í efnahagsbatanum er að okkar mati sennilegasta skýringin á þessu og ef hagvöxtur og umsvif í hagkerfinu taka ekki við sér má gera ráð fyrir því að tekjur verði áfram eitthvað undir áætlun.

Lánsfjárfjöfnuður ríkissjóðs og útgáfupörf

Hrein lánsfjárförf ríkisins á fjórðungnum nam 14 mö. króna, en ofan á hana lögðust afborganir lána upp á 9 ma. Brúttó lánsfjárförfin nam því um 23 mö.kr. Henni var mætt með útgáfu ríkisbréfa upp á 31 ma.kr. að fráðregnum 5 ma.kr. greiðslu ríkisvixla.

Lánsfjárförf ríkisins er áætluð um 41 ma.kr. á árinu skv. Stefnu í lánamálum ríkisins, en ef ekki dregur úr rekstrarhalla þess er ljóst að hún verður öllu meiri. Ef gert er ráð fyrir að hreinn lánsfjárfjöfnuður verði með álíka móti næstu þrjá ársfjórðunga þá yrði hrein lánsfjárförf um 56 ma.kr. í stað 41 ma.kr. Til samanburðar má benda á að fjöfnuðurinn var -13 ma.kr. á 1F 2012 en á öllu árinu 2012 var hann -62 ma.kr.



Heimild: Stefna í lánamálum ríkisins 2013-2016

Innstæður ríkissjóðs námu í lok mars um 144 mö.kr. samkvæmt hagtölum Seðlabankans. Fjármála- og efnahagsráðuneytið miðar við að innstæður nemi að lágmarki 80 mö.kr., svo hægt er að mæta töluverðum sjóðstreymishalla í viðbót með því að ganga á þennan sjóð í stað þess að gefa út nýjar skuldir, án þess að storka markmiðum um lausafjárstýringu ríkissjóðs. Hér má benda á að breytingin á handbæru fé er að þessu sinni einkum til komin vegna endurmats á gjaldeyrisreikningum, sennilegast vegna styrkingar krónunnar á fjórðungnum, en við höldum að eðli málsins samkvæmt þurfi ríkissjóður ekki að ganga á innstæður á krónureikningum sínum vegna þessa.

Þegar ríkissjóður tekur ákvörðun um hvernig skuli fjármagna aukna lánsfjárförf má leiða hugann að eftirfarandi atriðum:

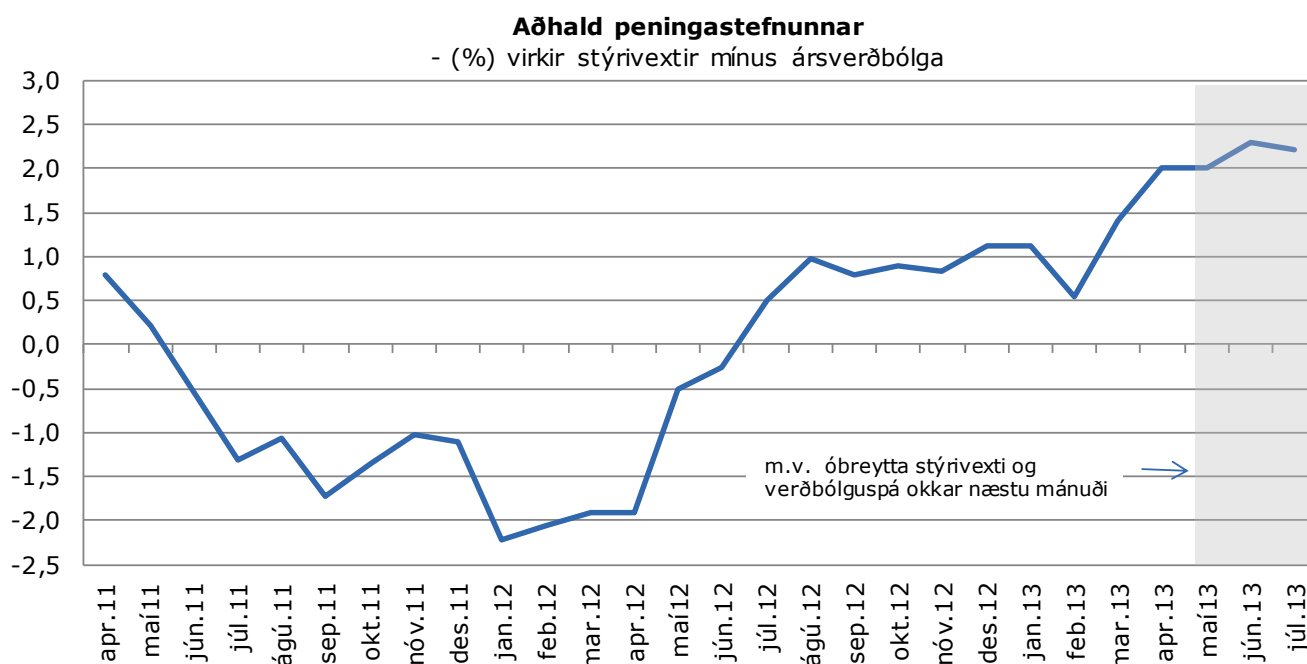
- Á viðskiptareikningi Seðlabankans eru vextir nú 5%.
- Ríkissjóður hefur verið að fjármagna sig undanfarið á 3,0 – 3,4% flötum vöxtum með útgáfum víxla (3 – 6 mánaða) og er staða ríkisvixla nú um 35 ma.kr. en Lánamál stefna á að sú staða verði um 40 ma.kr. í árslok. Hér er því 5 ma.kr. möguleiki fyrir ríkissjóð til að fjármagna lánsfjárfjöfnuð til skamms tíma. Sú fjármögnun er vænlegri fram yfir fórnarkostnaðinn af því að ganga á viðskiptareikning sinn.

- Lánamál stefna á 90 ma.kr. útgáfu ríkisbréfa m.v. hreina lánsfjárförð upp á 41 ma. á árinu. Ekki er fyrirhuguð útgáfa í stysta flokknum RIKB 14 á árinu, en hugsanlegt getur verið að ríkissjóður myndi fara þess á leit við Lánamál að auka útgáfu RIKB 15 á árinu þar sem ávöxtunarkrafa flokksins er nú um 4,4%. Mögulega yrði það vænlegast fyrir ríkissjóð ef erlendir aðilar reynast áfram viljugir til að fjárfesta í flokknum, sem myndi þýða að ríkissjóður gæti læst inni 4,4% fjármögnunarkostnað í stað þess að vera með þá áhættu að kjör fari versnandi á víxlum.

Spáum óbreyttum stýrivöxtum 15. maí nk.

Líkt og við tiltökum í [markaðspunkti](#) 29. apríl sl. þá spáum við óbreyttum vöxtum við næstu vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Samhliða ákvörðuninni mun Seðlabankinn gefa út ritið Peningamál sem mun innihalda nýja þjóðhags- og verðbólguþátt. Það sem vegur þyngst í mati okkar er hversu háir raunvextir Seðlabankans eru orðnir, eða 2% í kjölfar birtingar VNV fyrir apríl. Miðað við bráðabirgðaspá okkar fyrir verðbólgu og óbreytta nafnvexti Seðlabankans munu vextirnir slaga í 2,2% í júlí næstkomandi en peningastefnunefnd hefur haldið því fram að jafnvægisraunvextir þurfi að vera 3% miðað við að slakinn í þjóðarbúskapnum sé hverfandi. Líkt og nefndin tiltók í yfirlýsingu sinni vegna stýrivaxtaákvörðunar 20. mars síðastliðinn þá hefur hún áhyggjur af of miklum slaka í hagkerfinu, t.d. þar sem hagvöxtur var einungis 1,6% á árinu 2012. Hagstofa Íslands virðist deila áhyggjum hennar í nýbirtu þjóðhagsspá sinni þar sem hún hefur lækkað hagvaxtarspá sína úr 2,5% í 1,9% fyrir árið 2013. Sömuleiðis deilum við þessum áhyggjum og spáum við 1,5% hagvexti í ár (sjá [Efnahagshorfur](#)).

Í ljósi þessa teljum við jafnvel að raunahald peningastefnunnar gæti verið orðið meira en æskilegt er, og því standi einhver rök til þess að lækka vexti þar sem hvort tveggja verðbólguvæntingar og árstaktur verðbólgu hafa gengið nokkuð niður. Við teljum hins vegar hverfandi líkur á að það verði gert við næsta fund peningastefnunnar, ekki síst ef stjórnarmyndun verður ólokið og óvissa ríkir um framvindu mála á stjórnmalasviðinu, sem haft gæti nokkur áhrif á efnahagshorfur.



Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og greiningardeild

Þættir sem mæla gegn vaxtahækkun

- Ný ríkisstjórn hefur ekki verið mynduð.** Stefnuyfirlýsing nýrrar ríkisstjórnar liggur ekki fyrir. Ekki er vitað hvaða flokkar munu mynda nýja stjórn og þar af leiðandi óvíst hvaða mál verða sett á oddinn. Í ljósi ofangreindra efnahagslegu þátta bætist þessi óvissa við og því eru að okkar mati hverfandi líkur á að Seðlabankinn taki ákvörðun um breytingu á vöxtum. Hafa má í huga að næsta vaxtaákvörðun er 12. júní næstkomandi og þá mun líklega liggja betur fyrir hvaða kúrs ný ríkisstjórn mun taka.

- **Efnahagsbatinn hlédrægur.** Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi í mars reyndist vera 6,4% og hefur ekki verið svo hátt síðan í apríl í fyrra. Þá er atvinnuleysið umtalsvert hærra en 4,5% sem seðlabankastjóri minntist á í ræðu sinni á ársfundi Seðlabankans. Nýjustu þjóðhagsspár Hagstofu Íslands og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins gera ráð fyrir 1,9% hagvexti á þessu ári en samkvæmt PM 2013/1 gerir Seðlabankinn ráð fyrir 2,1% hagvexti í ár. Við teljum fýsilegra að bíða með vaxtahækkun þar til Seðlabankinn er betur upplýstur um ganginn í hagkerfinu þar sem Hagstofan birtir tölur fyrir landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi 7. júní næstkomandi.
- **Verðbólga undir spá Seðlabankans.** Í PM 2013/1 kemur fram að Seðlabankinn er að búast við 3,5% ársverðbólgu á öðrum fjórðungi þessa árs. Bráðabirgðaspá okkar sýnir að verðbólgan verði nærri 3,2% á fjórðungnum vegna styrkingar krónunnar.
- **Enn óvissa hjá okkar helstu viðskiptalöndum.** Þrátt fyrir að hagvöxtur hafi mælst jákvæður fyrir Bretland og Bandaríkin á fyrsta fjórðungi þessa árs þá er evrusvæðið, okkar helsta útflutningssvæði, umvafið döprum hagvaxtarhorfum sem kemur niður á eftirspurn eftir útflutningsvörum innlendra fyrirtækja.

Þættir sem mæla með vaxtahækkun

- **Pensluhvetjandi aðgerðir nýrrar ríkisstjórnar.** Ef Seðlabankinn telur að ný ríkissjórn sé líkleg til að grípa til pensluhvetjandi aðgerða af „of miklum æsingi“ verður að teljast líklegt að hann sjái sig knúinn til að auka aðhald. Hins vegar teljum við líklegra að Seðlabankinn haldi nafnvöxtum sínum óbreyttum til að sýna aðhald.
- **Laun hafa hækkað mikið.** Þrátt fyrir verðbólga sé á niðurleið gæti Seðlabankinn haft áhyggjur af því hversu mikið laun hafa hækkað þar sem á síðustu tólf mánuðum hefur launavísitala Hagstofu Íslands hækkað um 5,5%. Við fjöllum um það í [Efnahagshorfum](#) að launahækkanir umfram nafnframleiðni samræmast illa markmiði Seðlabankans. Vegna þessa gæti Seðlabankinn haft áhyggjur af því að launahækkir á síðustu tólf mánuðum setji tóninn fyrir kjaraviðræður í haust.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Brynjar Ólafsson	brynjar.olafsson@arionbanki.is	444-6262
Elvar Ingi Möller	elvar.moller@arionbanki.is	444-6981
Erna Sverrisdóttir	erna.sverrisdottir@arionbanki.is	444-6991
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 Markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir 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 öfugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísbending 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, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

