

151. löggjafarþing 2020–2021.
Þingskjal 1901 — 615. mál.

Skýrsla

fjármála- og efnahagsráðherra um lántökur ríkissjóðs á næstu árum, líklega vaxtaþróun og gengisáhættu og áhrif á peningahagkerfið, samkvæmt beiðni.

Með beiðni (á þskj. 1070) frá Þorgerði K. Gunnarsdóttur og fleiri alþingismönnum¹ er þess óskað að fjármála- og efnahagsráðherra flytji Alþingi skýrslu um lántökur ríkissjóðs á næstu árum, líklega vaxtaþróun og gengisáhættu og áhrif á peningahagkerfið.

Inngangur

Í skýrslubeiðninni var sérstaklega tekið fram að óskað væri eftir að skýrslan yrði unnin af óháðum aðila. Var greiningar- og ráðgjafarfyrirtækið Analytica ehf. fengið til að vinna verkið og rita skýrslu þessa á grundvelli verksamnings við fjármála- og efnahagsráðuneytið. Analytica vann allt eftirfarandi efni skýrslunnar en átti samtöl við sérfræðinga fjármála- og efnahagsráðuneytisins og fékk nokkrar gagnlegar ábendingar og frekari upplýsingar frá ráðuneytinu.

Í samræmi við framkomna beiðni þá er í skýrslunni:

- lagt mat á fjármagnskostnað og gengisáhættu í samanburði við líklegan hagvöxt,
- metnir möguleikar á endurgreiðslum lána án þess að grípa þurfi til skattahækkana eða niðurskurðar á útgjöldum ríkissjóðs,
- gerð grein fyrir svigrúmi Seðlabankans til að greiða fyrir lántöku ríkissjóðs með peningaprentun,
- lagt mat á að hve miklu leyti unnt er að draga krónur úr hagkerfinu með sölu á gjaldeyri samtímis því að fjölga þeim með peningaprentun,
- gerð grein fyrir hvaða áhrif erlend lán eru líkleg til að hafa á gengi krónunnar við töku lána og síðan endurgreiðslu þeirra,
- gerður samanburður á ríkjandi aðstæðum og þeim möguleikum sem aðild að evru eða samkomulag við Evrópusambandið um gengisstöðugleika á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið gæti skapað.

Analytica vann skýrsluna á grunni fyrirliggjandi opinberra gagna, s.s. Fjármálaáætlunar fyrir árin 2022–2026, Álitsgerðar fjármálaráðs um tillögu til þingsályktunar um fjármálaáætlun fyrir árin 2022–2026, Fjárlagafrumvarps 2021, Stefnu í lánamálum 2021–2025, Þjóðhagsspár Hagstofu Íslands dags. 22. mars sl. og ýmissa gagna og rita Seðlabanka Íslands. Í þessu sambandi telja skýrsluhöfundar ástæðu til að láta þess getið að nýrri upplýsingar um framvindu efnahagsmála það sem af er árinu gefa ýmsar vísbendingar um að

¹ Um er að ræða beiðni frá þingmönnum Þorgerði K. Gunnarsdóttur, Jóni Steindóri Valdimarssyni, Hönnu Katrínu Friðriksson, Þorbjörgu Sigríði Gunnlaugsdóttur, Helga Hrafni Gunnarssyni, Birni Leví Gunnarssyni, Söru Elísu Þórðardóttur, Jóni Þór Ólafssyni og Ingu Sæland. Sbr. þingskjal 1070, 615. mál á 151. þingi.

hún kunnir að verða hagstæðari en gert var ráð fyrir í þessum áætlunum. Gangi það eftir má ætla að lánsfjárförf ríkissjóðs verði að sama skapi minni en gengið er út frá í þessari skýrslu.

Uppbygging skýrslunnar er með þeim hætti að í upphafi er gerð grein fyrir áætlaðri fjármögnunarförf ríkissjóðs á næstu árum með hliðsjón af því sem fram kemur í opinberum gögnum. Hér er um mikilvæga forsendu að ræða varðandi framkomnar spurningar. Í framhaldi af því eru leidd fram svör við þeim.

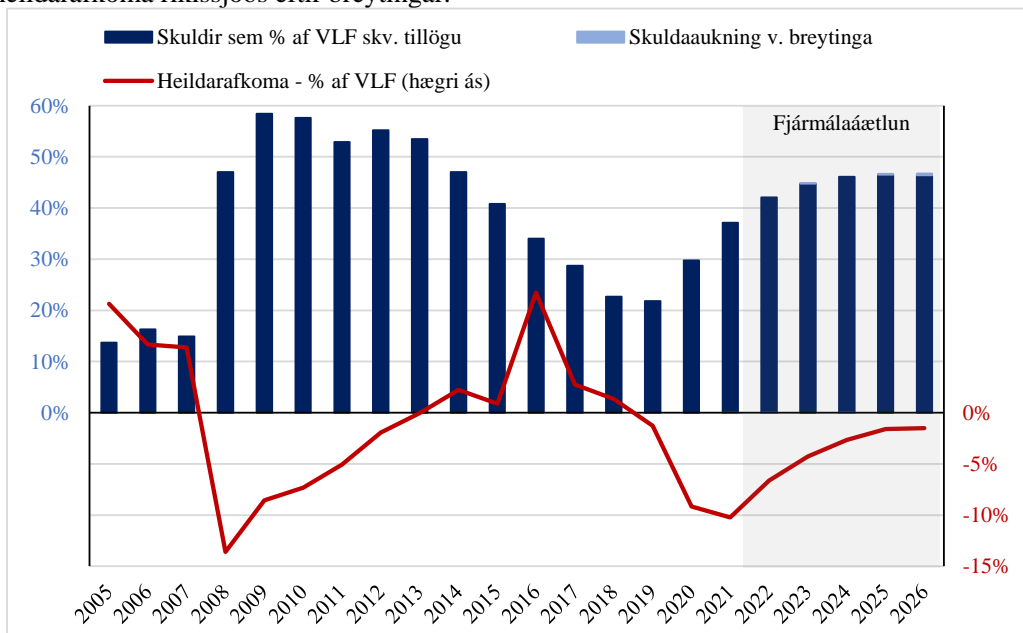
1. Fjármögnunarförf ríkissjóðs skv. fjármálaáætlun 2022–2026

Gildandi fjármálaáætlun var lögð fyrir Alþingi í mars sl. og nær til árunna 2022–2026. Áætlunin felur ekki í sér efnisbreytingar á grunnsviðsmynd fjármálaáætlunar 2021–2025 en felur hins vegar í sér uppfærslu m.t.t. mikilvægra breytinga á tekju- og útgjaldahlið. Áætlunin var samþykkt með breytingum sem þingsályktun í lok maí sl.

Í þingsályktunartillögu um fjármálaáætlun var miðað við að skuldir ríkissjóðs næðu jafnvægi árið 2025 í 46,5% sem hlutfall af landsframleiðslu og að frumjöfnuður yrði jákvæður á sama ári. Miðað við breytingar sem gerðar voru í meðförum þingsins þá er það mat Analytica að skuldahlutfallið verði lítillega hærra árið 2025 eða rúm 46,7% og verði óbreytt árið 2026 en að lítilsháttar afgangur geti orðið á frumjöfnuði árin 2025 og 2026.

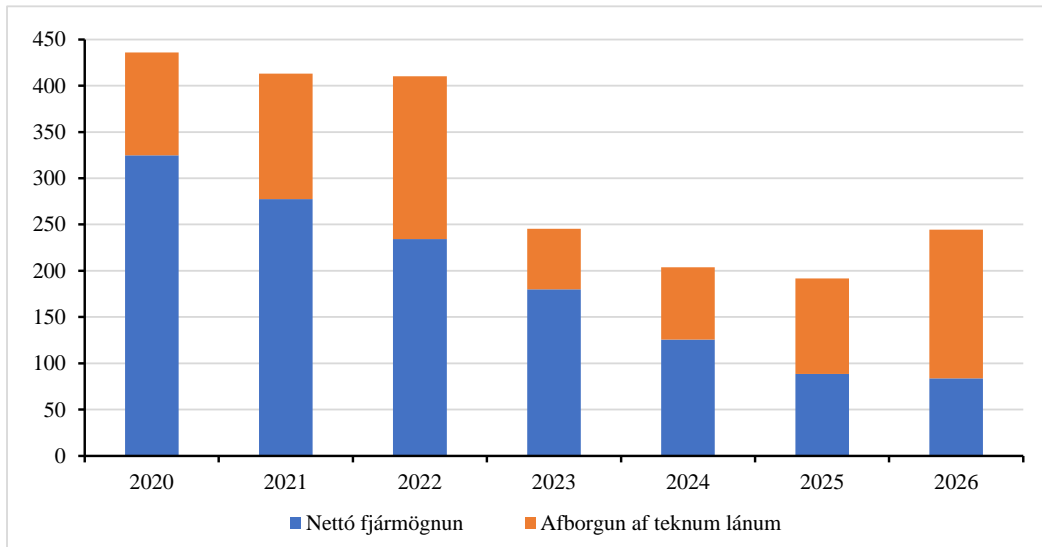
Samantekt Analytica á grunni fyrirbyggjandi gagna bendir til að samanlagður halli á frumjöfnuði yfir árin 2022–2026 nemi um 252 mö.kr. auk 264 ma.kr. halla árið 2021 og að halli á heildarjöfnuði á 2022–2026 nemi um 602 mö.kr. auk 320 ma.kr. halla árið 2021. Gert er ráð fyrir að halli árunna 2021–2026 verði að mestu fjármagnaður með nýjum lántökum.

Á mynd 1 má sjá áætlaðar skuldir ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu eins og þær voru metnar í tillögu til þingsályktunar um fjármálaáætlun 2022–2026 og svo þá hækkun sem er afleiðing breytinga þingsins við samþykkt áætlunarinnar. Á myndinni er einnig sýnd áætluð heildarafkoma ríkissjóðs eftir breytingar.



Mynd 1. Skuldahlutfall ríkissjóðs árin 2005 til 2026 og heildarafkoma

Á mynd 2 er sýnd þróun áætlaðra lántaka ríkissjóðs á tímabilinu frá 2020 til 2026 skv. fjárlögum ársins 2021 og fjármálaáætlun 2022 til 2026. Sjá má að fjármögnunarbörf vegna halla ársins 2020 er sýnu mest í samanburði við árin á eftir. Endurfjármögnunarbörf vegna afborgana af þegar teknum lánum er hins vegar tiltölulega mikil árin 2021, 2022 og 2026.



Mynd 2. Áætluð lántaka ríkissjóðs árin 2020 til 2026

Heildarfjármögnunarbörf ríkissjóðs nemur rúmum 1.700 mö.kr. á tímabilinu frá 2021 til 2026 en þegar endurfjármögnun eldri lána er dregin frá má sjá að hrein ný fjármögnunarbörf ríkissjóðs nemur um 989 mö.kr á sama tímabili. Í því felst að sé miðað við að núverandi eigendur ríkisskuldabréfa sem eru á gjalddaga á tímabilinu frá 2021 til 2026 endurfjárfesti viðkomandi fjármuni í skuldabréfum ríkissjóðs, þá munu nýfjárfestingar í skuldabréfum útgefnum af ríkissjóði nema tæplega 989 mö.kr.

Í greinargerð með þingsályktunartillögu um fjármálaáætlun kemur fram að í áætluninni er gert ráð fyrir sölu á hlut í Íslandsbanka á árinu 2021 sem nú hefur orðið að veruleika. Gera má ráð fyrir að andvirði sölnunnar hafi orðið nokkru meira en ráð var fyrir gert í áætluninni. Ljóst er að ef afgangurinn af eignarhlut ríkissjóðs yrði seldur þá myndi salan draga að sama skapi úr lánsfjárförf tímabilsins. Miðað við útboðsgengi hlutarins er virði eftirstandandi hlutar ríkissjóðs rúmum 100 ma.kr en miðað við verðmyndun á markaði gæti virðið reynst enn meira.

Af öðrum sérstökum fjármögnunarleiðum sem nefna þarf þá er gert ráð fyrir áframhaldandi lántöku ríkissjóðs hjá ÍL-sjóði árið 2021 eða sem nemur 88 mö.kr. Til samanburðar má nefna að miðað við upplýsingar úr fjármálaáætlun nam lántaka ríkissjóðs hjá ÍL-sjóði árið 2020 um 100 mö.kr. Hvað varðar mögulega lántöku hjá ÍL-sjóði á næstu árum þá er í fjármálaáætlun ekki gert ráð fyrir henni sökum óvissu um uppgreiðslur á útlánum sjóðsins og erfiðleika við að áætla sjóðstreymi út tímabil fjármálaáætlunar.

Þegar lítið er til yfirstandandi árs og að teknu tilliti til framangreindra upplýsinga þá benda áætlanir Analytica til að einungis lítill hluti brúttó lánsfjárþarfar ársins 2021 sé ófjármagnaður. Nákvæmlega hvaða fjárhæð um er að ræða er háð forsendum um afkomuþróun ríkissjóðs og

eftir atvikum um nýtingu erlendar lántöku ríkissjóðs í febrúar sl. til fjármögnunar á hallarekstri ársins sem og nýtingu á innstæðum ríkissjóðs í krónum.

Í framhaldi af umfjöllun um þátt ÍL-sjóðs í lántöku ríkissjóðs þá þarf einnig að hafa í huga hreina nýfjármögnunarþörf ef gert er ráð fyrir að eigendur skuldabréfa ÍL-sjóðs endurfjármagni greiðslur af íbúðabréfum ÍL-sjóðs með kaupum á ríkisbréfum.² Höfuðstólsafborganir vegna íbúðabréfa ÍL-sjóðs eru áætlaðar tæplega 240 ma.kr. á árunum 2021–2026 auk vaxtagreiðslna rúmlega 130 ma.kr. Um slíka endurfjárfestingu ríkir þó mikil óvissa þar sem ávöxtunarkrafa á markaði er talsvert undir árituðum vöxtum íbúðabréfa.

Samantekið og að teknu tilliti til þess að í árslok 2020 hafi skuldir ríkissjóðs að frádregnum innstæðum numið rúmlega 875 mö.kr. gætu skuldir í árslok 2026 numið um 2.000 mö.kr.

Miðað við stefnu ríkissjóðs í lánamálum fyrir árin 2021 til 2025 er gert ráð fyrir eftirfarandi viðmiðunarreglum um samsetningu lánasafns fyrir tiltekin lánaform: (i) óverðtryggð lán: 50-70%, (ii) verðtryggð lán: 20-30% og (iii) erlend lán: 15-25%.³ Í greinargerð með fjármálaáætlun 2021–2025 er hins vegar nefnt að í ljósi þeirrar miklu fjárþarfar sem ríkissjóður stendur frammi fyrir á næstu árum þurfi að taka framangreind viðmið til skoðunar og laga að breyttum aðstæðum. Í því samhengi er sérstaklega nefnt að halda þurfi opnum þeim möguleika að nýta erlenda lánsfjármögnun við fjármögnun á rekstri ríkissjóðs. Væri þar um breytingu að ræða þar sem útgáfa ríkissjóðs á erlendum mörkuðum hefur einkum verið ætluð til að viðhalda reglubundnum aðgangi að alþjóðlegum fjármálamörkuðum og stuðla að aðgengi að fjölbreyttum hópi fjárfesta.

Í töflu 1 má sjá sviðsmyndir um samsetningu skulda og lántöku sem tekur mið af núverandi viðmiðunarreglum um samsetningu lánasafns. Til einföldunar er gert ráð fyrir óbreyttu gengi og verðlagi til ársins 2026. Sviðsmyndirnar miðast við að annars vegar verði erlend lántaka við neðri mörk viðmiðunarbils en hins vegar við efri mörk. Vægi verðtryggðra skulda er haldið óbreyttu á milli sviðsmynda. Sjá má að miðað við áætlaða lánsfjárþörf árána 2021–2026 þá munar um 200 mö.kr. í erlendri lántöku á milli sviðsmynda og samsvarandi í óverðtryggðum skuldum.

² Greiðslur af íbúðabréfum eru áætlaðar af Analytica. Hér er um einföldun að ræða þar sem m.a. er ekki tekið tillit til þess að hluti eigna ÍL-sjóðs til fjármögnun afborgana er í ríkistryggðum skuldabréfum.

³ Sjá Stjórnarráð Íslands, Fjármála- og efnahagsráðuneytið, 30. desember 2020: Stefna í lánamálum 2021–2025, bls. 6

Tafla 1: Sviðsmyndir um samsetningu skulda ríkissjóðs að teknu tilliti til viðmiðunarreglna⁴

Sviðsmynd: Erlend lán við neðri mörk stefnu

Skuldir skv. Lánamálum	Stefna í		Vægi	Nýjar	Lánasafn	Vægi
	lánamálum	31/12/20		lántökur	2026	
Óverðtryggðar skuldir	50-70%	689	56%	619	1 308	65%
Verðtryggðar skuldir	20-30%	290	24%	113	403	20%
Erlendar skuldir	15-25%	246	20%	56	302	15%
Samtals		1 224	100%	788	2 013	100%

Sviðsmynd: Erlend lán við efri mörk stefnu

Skuldir skv. Lánamálum	Stefna í		Vægi	Nýjar	Lánasafn	Vægi
	lánamálum	31/12/20		lántökur	2026	
Óverðtryggðar skuldir	50-70%	689	56%	418	1 107	55%
Verðtryggðar skuldir	20-30%	290	24%	113	403	20%
Erlendar skuldir	15-25%	246	20%	257	503	25%
Samtals		1 224	100%	788	2 013	100%

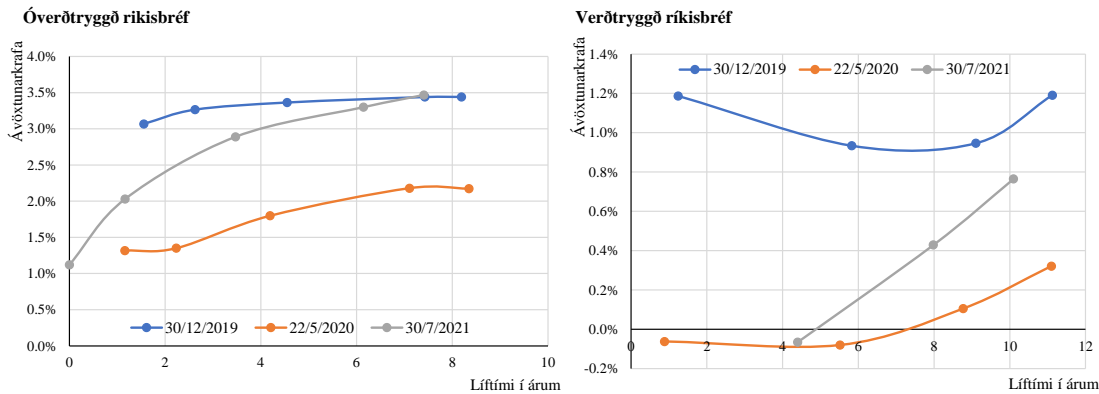
Eins og sjá má þá var vægi erlendra skulda á miðju viðmiðunarbili í árslok 2020. Með hliðsjón af núverandi viðmiðunarbili þá gæti frekari styrking á gengi íslensku krónunnar gefið rýmra svigrúm til fjármögnunar í erlendum skuldum en veiking myndi hins vegar draga úr þeim möguleika. Þetta er hins vegar andstætt við það sjónarmið að ef krónan veikist þá sé hagstæðara fyrir ríkissjóð að sækja erlent lánsfé. Miðað við óbreyttar viðmiðunarreglur og ef ekki kemur til frekari sölu á eignum ríkissjóðs þá er útlit fyrir að langstærsti hluti nýrrar fjármögnunar ríkissjóðs verði með útgáfu óverðtryggðra ríkisbréfa.

Í tengslum við sviðsmyndirnar í töflu 1 má nefna að í febrúar sl. tók ríkissjóður erlent lán að fjárhæð EUR 750m eða sem þá nam um 117 mö.kr. Skv. upplýsingum í fjármálaáætlun var láninu ráðstafað í innstæður hjá Seðlabanka Íslands en til álita kemur að nýta hluta þeirra til fjármögnunar hallans. Slík ráðstöfun myndi nema tæplega helmingi af viðbót við erlend lán skv. sviðsmyndinni „erlend lán við efri mörk stefnu“. Þá má nefna að á fyrstu fimm mánuðum ársins hefur ríkissjóður gefið út ný ríkisbréf að söluvirði 106,7 ma.kr., þar af um helming í verðtryggðum skuldabréfum.

Þess má geta að fyrirsjáanlegur hallarekstur ríkissjóðs og útgáfa ríkisbréfa undanfarna mánuði sem og óvissa um framboð ríkisbréfa á næstu árum er meðal þess sem gæti hafa haft nokkur áhrif á ávöxtunarkröfu ríkisbréfa á markaði, bæði verðtryggðra og óverðtryggðra. Ekki er þó ástæða til að ætla að áhættuálag á skuldabréf útgefin af ríkissjóði hafi aukist enda ber hvorki skuldatryggingarálag á erlendum markaði né heldur munur vaxta á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendri mynt og ríkissjóða Þýskalands og Bandaríkjanna vott um slíkt.

⁴ Til einföldunar er miðað við að innlend verðtryggð og óverðtryggð lán og erlend lán sem eru á gjalddaga á tímabilinu séu endurfjármögnuð með óbreyttu lánsformi. Hér er því miðað við hreina nýfjármögnun af hverju lánsformi fyrir sig.

Á mynd 3 má sjá vaxtaferla (ávöxtunarkröfu fyrir mismunandi líftíma⁵) ríkisbréfa á mismunandi tímamarknum. Vinstri hluti myndarinnar sýnir vaxtaferla fyrir óverðtryggð ríkisbréf og sá hægri verðtryggð. Í árslok 2019 voru vaxtaferlarnir tiltölulega flatir og verðtryggð ferillinn niðrhallandi. Niðrhallinn benti til væntinga um vaxtalækkunir. Í kjölfar vaxtalækkana höfðu ferlarnir báðir hliðrast niður í maí 2020 og voru báðir orðnir upphallandi. Nú í júlí hefur halli beggja ferlanna aukist samhlíða því aðávöxtunarkrafa lengri ríkisbréfa hefur hækkað. Að mati Analytica ber það vott um væntingar um vaxtahækkunir, vaxtaóvissu og væntingar um aukið framboð ríkisbréfa.



Mynd 3. Vaxtaferlar óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisbréfa á mismunandi tímamarknum

Nefna má að verðbólguvæntingar (e. break-even inflation) sem byggðar eru inn í óverðtryggð vaxtaferilinn hafa hækkað nokkuð á milli framangreindra tímamarkna og eru nú rúm 3% til langs tíma samanborið við rúm 2% sem byggð voru inn í vaxtaferilinn fyrir einu ári síðan.

Á sama tíma og vextir hafa hækkað talsvert á innlendum skuldabréfamarkaði þá bjóðast ríkissjóði hagstæð lánakjör á erlendum markaði eins og skuldabréfaútgáfan í febrúar sl. ber vott um. Lántakan nam EUR 750m og var áávöxtunarkröfunni 0,117% með lokagjalddaga árið 2028.

2. Hagvöxtur, fjármagnskostnaður, gengisáhætta og sjálfbærni

Fjárhagsleg sjálfbærni ríkissjóðs ræðst af því að afkoma ríkissjóðs geti staðið undir framtíðar vaxtagreiðslum og afborgunum lána. Í því samhengi er lykilatriði að hlutfall skulda af tekjum fari ekki stöðugt vaxandi til langs tíma. Til að það gerist ekki þá verður frumjöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu að vera í takt við mismun lánsvaxta og hagvaxtar margfaldað með skuldahlutfalli.⁶ Þannig má sjá að ef vextir eru lágir í samanburði við hagvöxt þá þolir

⁵ Með líftíma (e. duration) er átt við þann lánstíma sem viðkomandi bréf hefði ef um eingreiðslubríf (kúlu) væri að ræða. Áætlaður líftími er reiknaður út með núvirðisreikningi.

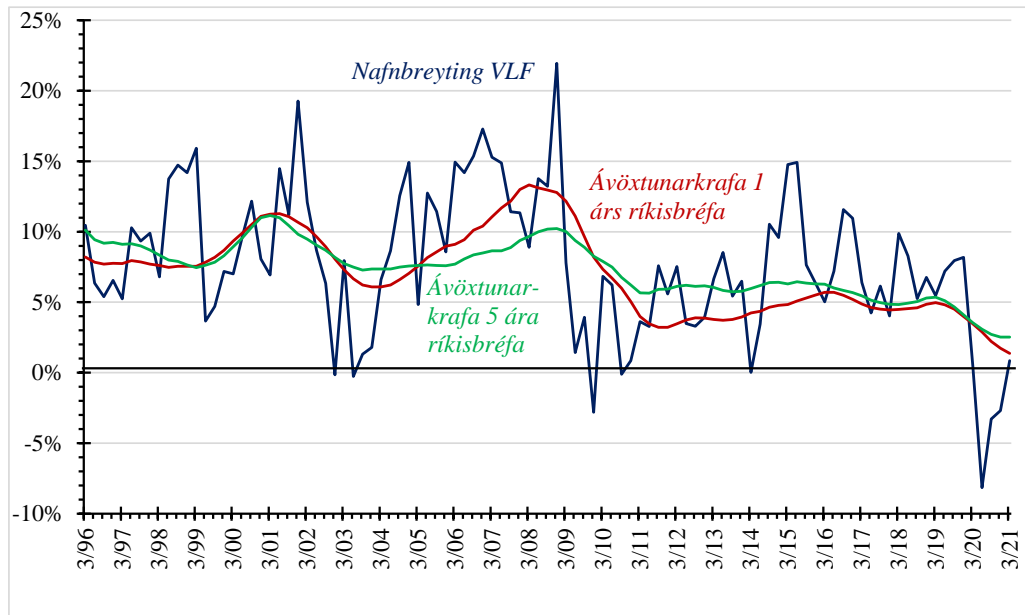
⁶ Reikniskilyrðið eða viðmiðunarreglan er $f_t \geq \left(\frac{v-h}{1+h}\right) s_{t-1}$, þar sem f_t er frumjöfnuður á ári t sem hlutfall af tekjum, v eru vextir, h er tekjuvöxtur og s_t er hlutfall skulda fyrra árs af tekjum fyrra árs. Hvað ríkissjóð varðar þá er oft gerð sú forsenda að tekjuvöxtur sé í takt við hagvöxt og skuldahlutfallið þá til samræmis skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu. Þá útleiggst liðurinn $v-h$ sem mismunur vaxta og hagvaxtar og ræður

ríkissjóður meiri skuldsetningu í þeim skilningi að hlutfallslegur afgangur á frumjöfnuði þarf ekki að vera eins mikill til að standa undir vaxtabyrðinni. Við þær kringumstæður að lánsvextir séu lægri en hagvöxtur þá er unnt að reka ríkissjóð með frumhalla sem þó þarf að standast framangreint skilyrði.

Í ræðu sinni á ársþingi ameríska hagfræðingafélagsins (American Economic Association) snemma árs 2019 gerði Olivier Blanchard fyrrum aðalhogfræðingur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins grein fyrir nýrri rannsókn sinni sem leiddi í ljós að í sögulegu samhengi þá hafi vextir á skuldum bandaríska ríkisins að meðaltali verið undir hagvaxtarstigi. Aðstæður séu þannig að gera megi ráð fyrir því að öruggir vextir séu lægri en hagvaxtarstig til langs tíma og að skv. niðurstöðu rannsóknarinnar þá sé það frekar reglan en undantekningin að vextir séu lægri en hagvaxtarstig. Í því samhengi ber Blanchard saman nafnvexti og hagvöxt á verðlagi hvers árs. Blanchard tekur það skýrt fram að þótt niðurstaða rannsóknarinnar sé framangreind þá sé hann ekki að mæla fyrir aukinni skuldsetningu, heldur fremur að rannsaka kostnað hennar.

Þegar litið er til samanburðar lánskjara ríkissjóðs og vaxtar landsframleiðslu á verðlagi hvers árs fyrir tiltækt tímabil þá þarf að hafa í huga að innlendir fjármálamarkaður hefur verið í örri þróun á sl. þremur áratugum. Þannig hefur lánsfjármögnun ríkissjóðs t.d. breyst frá því að vera að mestu leyti í formi verðtryggðra skuldabréfa í óverðtryggð. Í þeirri greiningu sem hér er framkvæmd er miðað við að fjármögnun ríkissjóðs til framtíðar verði að meginhluta til í formi óverðtryggðra skuldabréfa eða með svipuðu fyrirkomulagi og tíðkast erlendis, a.m.k. á meðan verðbólga helst tiltölulega lág í sögulegu samhengi. Tiltæk gögn um innlend markaðskjör markast af þeim breytingum sem orðið hafa á undanförunum árum. Þannig eru gögn um ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa til fimm ára einungis tiltæk frá árinu 1995 eða fyrir svipað tímabil og gögn eru tiltæk um ársfjórðungslegar tölur um landsframleiðslu.

miklu í reikniskilyrðinu. Í þessari útgáfu formúlunnar er litið framhjá einsskiptis og sérstökum óreglulegum liðum á tekju- og gjaldahlið.



Mynd 4. Vöxtur landsframleiðslu á verðlagi hvers ár og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa á markaði

Á mynd 4 er sýndur samanburður á þróun ávöxtunarkröfu á ríkisbréfum til eins árs og fimm ára og ársvaxtar vergrar landsframleiðslu á verðlagi hvers árs. Sjá má að vöxtur landsframleiðslu er oftar en ekki fyrir ofan ávöxtunarkröfu hvort heldur á eins árs ríkisbréfum eða fimm ára. Útreikningur leiðir í ljós að meðalvöxtur landsframleiðslu nemur 7,55% á ári að nafnvirði en meðaltal ávöxtunarkröfu til fimm ára er 7,2% og 6,93% til eins árs. Þannig er vöxtur landsframleiðslu 0,35-0,62 prósentustigum meiri á ári yfir þetta tímabil.

Þegar lítið er til framtíðar má sjá að í þjóðhagsspá Hagstofu Íslands frá í mars sl. er gert ráð fyrir að meðalvöxtur á nafnvirði landsframleiðslunnar nemi 5,9% á ári fyrir tímabilið 2021 til 2026 eða talsvert minna en tímabilið 1F 1995 til 1F 2021. Þennan vöxt má bera saman við ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa en hún er 1,9% til 1 árs og 3,2% til 5 ára.

Ekki eru til óverðtryggð skuldabréf með 10 ára líftíma en framlenging vaxtaferilsins bendir til að ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisbréfa gæti legið í námunda við 3,6%. Lengstu óverðtryggðu ríkisbréfin eru flokkurinn RIKB 31 0124 með 7,4 ára líftíma og er ávöxtunarkrafa þess flokks 3,47%. Upphali vaxtaferilsins þýðir að væntanleg vaxtahækkun er dulin í verðlagningu markaðarins. Út frá framangreindum upplýsingum er unnt að áætla ávöxtunarkröfu 5 ára ríkisbréfs eftir 5 ár en hún væri þá 3,9%.

Sjá má að munur á spáðum vexti landsframleiðslu og 5 ára ávöxtunarkröfu er mun meiri nú en verið hefur sögulega eða um 2% í samanburði við 0,35% sögulega m.v. 5 ára ávöxtunarkröfu. Að hluta til er hinn öri vöxtur landsframleiðslu sem spáð er að sé framundan afleiðing efnahagsbata úr djúpri kreppu. Forsendur um vöxt landsframleiðslu eru nokkurn vegin í takt við mat á langtímahorfum sem birt er í ritinu *Langtímahorfur í efnahagsmálum og opinberum fjármálum* er í grunnsviðsmynd gert ráð fyrir 2,5% árlegum raunvexti í

framleiðslugetu næsta áratuginn og verðbólgu í takt við verðbólguþétt Seðlabankans.⁷ Í langtímahorfum er hins vegar gert ráð fyrir að árlegur vöxtur framleiðslugetu lækki í 1,8% um miðbik aldarinnar m.a. vegna öldrunar þjóðarinnar. Við því megi hins vegar bregðast með bættri fjárfestingu og framleiðni.⁸

Miðað við upplýsingar í samþykktu þingsályktunartillögu um fjármálaáætlun 2022–2026 má gera ráð fyrir að skuldir ríkissjóðs skv. skuldareglu geti numið 46,7% í árslok 2026. Eins og áður segir þá er þetta lítillaga hærra skuldahlutfall en þau 46,4% sem gert var ráð fyrir í þingsályktunartillögunni.

Út frá forsendum fjármálaáætlunar og framangreindum upplýsingum er unnt að meta þann mesta frumhalla sem talist getur sjálfbær. Sá halli ræðst af muni á ársvexti landsframleiðslu, vöxtum og skuldahlutfalli. Hér er miðað við að vöxtur landsframleiðslu verði hinn sami eftir 2026 og árin 2021–2026 en hann hefur að jafnaði verið meiri yfir lengra tímabil⁹

Til að meta þann halla sem telja má sjálfbæran þá þarf hins vegar að miða við vænt vaxtastig árið 2026 og skuldahlutfall í lok þess árs. Niðurstaða útreikningsins er sú að frumhalli má ekki vera hærri en sem nemur 0,9% af landsframleiðslu.¹⁰ Áætlaður frumafgangur ársins 2026 nemur hins vegar 0,4% af landsframleiðslu. Niðurstaðan er því sú að miðað við áætlaða stöðu ársins 2026 þá er ríkissjóður fjárhagslega sjálfbær miðað við fjármögnun í óverðtryggðum ríkisbréfum. Skuldaféttun í takt við það sem áætluð er árin 2021–2024 er það hins vegar augljóslega ekki til lengdar.¹¹

Ef litið er til mögulegrar erlendrars lánsfjármögnunar er nauðsynlegt að taka tillit til mögulegra gengissveiflna vegna þeirrar fjárhagslegu áhættu sem í þeim felst miðað við að erlendu lánsfé verði varið til fjármögnunar á hallarekstri. Hagstæða ávöxtunarkröfu sem ríkissjóður hefur náð á lántöku í evrum þarf því að setja í samhengi við áhættu. Meta má sk. gengisflökt á grunni sögulegra gagna um gengisbreytingar. Miðað við sögu sl. fimm ára þá metur Analytica flöktið um 9% á ársgrunni. Í því felst að það eru ca. 68% líkur á allt að 9% gengisbreytingu til hvorrar áttar á einu ári.

Sé tekið mið af nýlegum lánskjörum ríkissjóðs á láni í evrum má þannig álykta að það séu ca. 68% líkur á að fjármagnskostnaður eins árs verði á bilinu 9,1% til -8,9% í krónum mælt. Hér er vitanlega um stórt bil að ræða en á móti kemur að yfir nokkurra ára tímabil þá er viðmiðunarreglan sú að margfalda flöktið með kvaðratrótinni af árafjölda.

Miðað við 7 ára lánstíma, sbr. lántökuna í byrjun febrúar sl. þá er margfeldið ca. 2,65. Miðað við 68% líkindamörk þá gæti meðaltals árlegur fjármagnskostnaður mældur í krónum því legið á bilinu 3,2% til -3,7%. Efri mörk líkindabilsins eru þannig fyrir neðan ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa til svipaðs lánstíma sem er 3,6% en neðri mörkin í miklum hagnaði. Reikna má með meiri sveiflum einstök ár og hafa þarf í huga að hér er einungis um gróft mat að ræða byggt á líkum og að atburðir utan líkindabilsins geta átt sér stað. Túlkunin er því sú að fjárhagsleg sjálfbærni með lántöku í evrum á kjörum svipuðum

⁷ Langtímahorfur í efnahagsmálum og opinberum fjármálum (2021), bls. 44.

⁸ Sama rit bls. 54-55.

⁹ . Ekki er sjálfgefið að vöxtur landsframleiðslu verði svo mikill eftir árið 2026 en ýmsir þættir s.s. öldrun þjóðarinnar geta haft áhrif til minni vaxtar.

¹⁰ Þessi útreikningur byggir á viðmiðunarreglunni í neðanmálgrein 6 og forsendum um að árlegur nafnvöxtur landsframleiðslu verði um 5,9% eða tæplega 2% hærri en væntir langtímaáætlun árið 2026 skv. útreikningi um fölgna framvirka vexti og skuldahlutfall þess árs verði 46,7%.

¹¹ Til viðbótar við þetta má nefna að í ritinu *Langtímahorfur í efnahagsmálum og opinberum fjármálum* (bls. 66) er birt það mat að frumjöfnuður í rekstri hins opinbera í heild gæti orðið neikvæður um 0,8% árið 2050. Slíkur halli er líkast til ósjálfbær nema vextir haldist lágir til langframa.

þeim sem náðust í febrúar sl. er mögulega meiri en ef fjármögnun er á óverðtryggðum kjörum í krónum. Óvissan um endanlega niðurstöðu er hins vegar talsverð og þol til að takast á við gengissveiflur þarf að vera fyrir hendi. Þá eru takmörk fyrir því hversu mikil skuldsetning getur orðið í erlendri mynt.

Framangreind nálgun er óvenjuleg en gjarnan er miðað við að til lengri tíma gildi kenningin um vaxtafjafnvægi (e. interest rate parity). Í henni felst að gengissveiflur vegi upp vaxtamun á milli gjaldmiðla. Það byggir á því að gengi í framvikrum gjaldmiðlasamningum ráðist af vaxtamuni á milli gjaldmiðla. Miðað við kenninguna um vaxtafjafnvægi þá breytir ekki miklu fyrir fjármagnskostnað hvort fjármögnun á sér stað í krónum eða erlendum gjaldmiðlum en áhættan er meiri þegar um erlenda fjármögnun hallareksturs er að ræða.

3. Möguleikar á endurgreiðslum lána án skattahækkana og/eða niðurskurðar útgjalda

Eins og fram hefur komið þá er greining þessi byggð á forsendum fjárlaga 2021, fjármálaáætlunar 2022–2026, þjóðhagsspá Hagstofu Íslands og gögnum sem nánar er vísað til. Hafa þarf í huga að í tengslum við niðursveifluna sem var afleiðing COVID-19 farsóttarinnar gripu stjórnvöld til ýmissa ráðstafana sem gert er ráð fyrir að gangi til baka á næstu mánuðum og misserum.

Um þetta er m.a. fjallað í rammagrein 7 í greinargerð með þingsályktunartillögu um fjármálaáætlun. Þar kemur fram að á árunum 2022–2026 dragi verulega úr sértækum mótvægisráðstöfunum stjórnvalda vegna COVID-19. Á gjaldahlið eru ráðstafanirnar vegna fjárfestingarverkefna en á tekjuhlið eru það einkum áhrif flýtingar á lækkun bankaskatts og fyrirhugaðar flýtifyrningar.

Umfang umræddra aðgerða er svo mikið að unnt er að fullyrða að til lengdar væri ríkissjóður ekki fjárhagslega sjálfbær ef þær héldu áfram til frambúðar. Það skiptir þó einnig máli hvort útgjöldin auki afkastagetu þjóðarbúsins. Jafnvel þótt aukin útgjöld leiði ekki til aukinnar afkastagetu þá er ljóst að miðað við forsendur fjármálaáætlunar er nokkuð svigrúm til að auka útgjöld ríkissjóðs án þess að afla aukinna tekna eða að minnka tekjur án þess að skera niður útgjöld. Það svigrúm er þó ekki endilega mikið í samhengi við óvissu í áætlunum.

Niðurstaða útreiknings hér að framan er sú að á grunni gefinna forsenda þá má frumhalli árið 2026 ekki vera hærri en sem nemur 0,9% af landsframleiðslu. Áætlaður frumjöfnuður ársins 2026 er hins vegar jákvæður sem nemur um 0,4% af landsframleiðslu. Svigrúmið er því nokkuð eða sem svarar til um 1,2% af landsframleiðslu ársins 2026. Að auki þá mætti grípa til tiltölulega léttvægra aðgerða á tekju- eða útgjaldahlið fjárlaga til að bregðast við mögulegum vanda. Utan við framangreindar tölur er að fyrirsjáanlegur halli á ÍL-sjóði er nokkur en sá halli kemur til fjármögnunar eftir lok tímabils Fjármálaáætlunar árið 2026. Ekki er orðið endanlega ljóst hver sá halli verður en gæti svarað til eins skiptis kostnaðar um 200 ma.kr. Þá nemur skuldbinding ríkissjóðs vegna bakábyrgðar gagnvart B deild LSR öðru eins auk beinnar skuldar við sjóðinn en samtals mun ófjármögnuð lífeyrisskuldbinding ríkissjóðs nema um 700 mö.kr.¹²

4. Svigrúm Seðlabankans til að greiða fyrir lántöku ríkissjóðs með peningaprentun

Svigrúm Seðlabankans til að greiða fyrir lántöku ríkissjóðs með peningaprentun veltur á framvindu efnahagsmála og vaxta hérlendis og erlendis. Með peningaprentun er í þessu samhengi t.d. átt við kaup Seðlabankans á ríkisbréfum án annarra mótvægisáðgerða. Ef allt

¹² Langtímahorfur í efnahagsmálum og opinberum fjármálum (2021), bls. 90.

fer að óskum og hagvöxtur verður með þeim hætti sem spáð er mun Seðlabankinn ekki hafa svigrúm til peningaprentunar. Svigrúm Seðlabankans er takmarkað af þeim markmiðum sem honum hafa verið sett með lögum, stöðugleika í verðlagsmálum og fjármálastöðugleika. Í 9. gr. laga nr. 92/2019 segir „...Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu grundvallast á markmiði um stöðugt verðlag og byggjast á vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahagsmálum.“ Verðbólgu­markmiðið er svo nánar útfært í yfirlýsingu Seðlabanka Íslands og ríkisstjórnarinnar sem er að uppistöðu til frá í mars 2001 en var breytt lítillega árið 2005.

Verðbólgu­markmið Seðlabankans skilgreinir stöðugt verðlag sem 2½% verðbólgu á tólf mánuðum. Seðlabankinn hefur það hlutverk að verðbólgan verði að jafnaði sem næst verðbólgu­markmiðinu. Víki hún meira en 1½ prósentu í hvora átt ber Seðlabankanum að gera ríkisstjórninni opinberlega grein fyrir ástæðum þess og leiðum til úrbóta.

Að öðru óbreyttu er peningaprentun tæki sem hefur meiri áhrif á gengi krónunnar og vexti en efnahagssumsvif. Venslin við fjármálastefnu ríkisstjórnarinnar eru þó fyrir hendi og á fræðilegum nótum þá gæti Seðlabankinn beitt sér í þeim efnum með kaupum á ríkisbréfum. Slík kaup gætu til skemmri tíma stuðlað að lækkun ávöxtunarkröfu á markaði en verðbólguáhrifin eru m.a. háð áhrifum á gengi krónunnar. Gengislækkun sem komið er af stað með peningaprentun gæti stuðlað að vaxtahækkun á ný vegna aukinnar verðbólgu. Verðbólguáhrif peningaprentunar eru m.a. háð því hversu mikil ónýtt afkastageta er fyrir hendi í efnahagslífinu.

Gangi þjóðhagsspá Hagstofunnar eftir þá má búast við að lítil ónýtt afkastageta verði fyrir hendi í efnahagslífinu.¹³ Á tímum hagvaxtar þar sem lítil ónýtt afkastageta er í efnahagslífinu fer illa saman að reka peningastefnu með slöku taumhaldi samhliða litlu aðhaldi ríkisfjármála. Að auki þá er svigrúm til peningaprentunar á Íslandi háð taumhaldi peningastefnu í helstu viðskiptalöndum. Nýleg rannsókn sérfræðinga Seðlabanka Evrópu bendir til að það sé hlutfallsleg peningaprentun í einstökum ríkjum sem skipti miklu máli en þar bera þeir saman hlutfallslega stækkun efnahagsreiknings Seðlabanka Evrópu og Seðlabanka Bandaríkjanna. Niðurstaðan er sú að hlutfallslegur munur hafi umtalsverð áhrif á gengi evru gagnvart dollara.¹⁴

Hvað alþjóðlegar verðbólguhorfur varðar þá hafa sérfræðingar varað við tímabundinni aukningu á verðbólgu á heimsvísu m.a. vegna verðhækkana á helstu hrávörum. Reyndar er margt líkt með þróuninni á undanförunum mánuðum og þróunina í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008. Á mynd 5 má sjá 12 mánaða breytingu á vísitölu hrávöruverðs ásamt verðbólgu í Evrópusambandsríkjunum og Bandaríkjunum.¹⁵ Við þetta má þó bæta að verð á sumum hrávörum eins og t.d. hráolíu hefur gefið eftir sl. vikur í tengslum við framgang farsóttarinnar erlendis. Sú þróun gæti slegið á verðbólguvæntingar á alþjóðavettvangi.

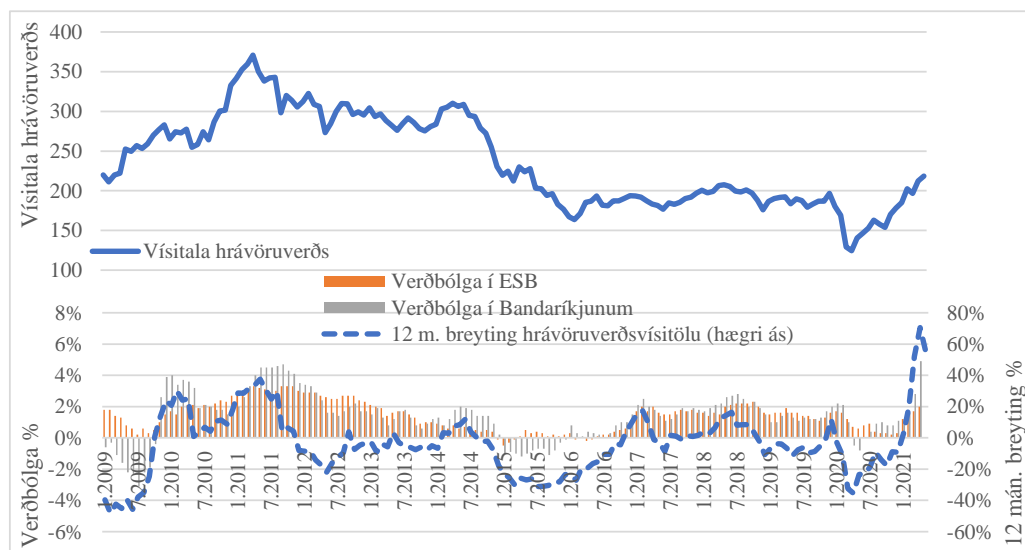
Þegar rætt er um skarpa hækkun vísitölu hrávöruverðs þarf að taka tillit til þess að um er að ræða hækkun frá lægstu gildum hrávöru frá árinu 2005. Hrávöruverð hefur engu að síður ekki verið hærra frá árinu 2015 þ.e. verðið nú er nærri sex ára hámarki. Skörp 12 mánaða

¹³ Í spá Hagstofunnar koma að vísu ekki fram forsendur um þróun náttúrulegs atvinnuleysis (NAIRU) en samanburður á því og raunverulegu atvinnuleysi er ein vísibending um nýtingu afkastagetu. Spáin um atvinnuleysi er hins vegar tiltölulega há í sögulegu samhengi og bendir til að miðað sé við hátt náttúrulegt atvinnuleysi.

¹⁴ Sjá Luca Dedola, Georgios Georgiadis, Johannes Grab og Arnaut Mehl (2020).

¹⁵ Í báðum tilfellum er um að ræða samræmda vísitölu neysliverðs sem birt er af Eurostat (www.eurostat.eu). Hér er því um að ræða frávik frá verðbólgu í Bandaríkjunum eins og hún er gefin út af Bureau of Labor Statistics – www.bls.gov.

hækkun vísitölu hrávöruverðs nú stafar fremur af hækkun frá afar lágum gildum þess árið 2019. Svigrúm til frekari hækkunar hrávöru er engu að síður töluvert í sögulegu samhengi.



Mynd 5. Vísitala hrávöruverðs og verðbólga í ESB og Bandaríkjunum¹⁶

Þar sem verð á hrávöru á alþjóðlegum markaði er utan áhrifasviðs Seðlabanka Íslands er ólíklegt að verðbólga af þeim völdum verði lykilþáttur í stefnubreytingu bankans en gæti þó haft einhver áhrif einkum að því marki sem hún hefur áhrif á nýtingu afkastagetu í efnahagslífinu.

Nefna má í þessu samhengi að bæði Seðlabanki Bandaríkjanna og Seðlabanki Evrópu hafa í nýlegum yfirlýsingum nefnt markmið um 2% verðbólgu til lengri tíma.¹⁷

5. Að hversu miklu leyti er unnt að draga krónur úr hagkerfinu með sölu á gjaldeyri samtímis því að fjölga þeim með peningaprentun?

Seðlabankinn getur með magnbundnum aðgerðum aukið eða dregið úr peningamagni í umferð. Aukning á peningamagni í umferð er örvarnaaðgerð sem er að sumu leyti sambærileg við vaxtalækkanir. Aukning peningamagns með peningaprentun getur ýmist átt sér stað með kaupum á ríkisskuldabréfum eða kaupum á gjaldeyri fyrir krónur. Kaup á krónum fyrir gjaldeyri er þar af leiðandi peningaleg aðhaldsaðgerð.

Á árinu 2020 greip Seðlabankinn til tvenns konar magnbundinna aðgerða. Annars vegar að kaupa ríkisbréf og hins vegar með kaupum á krónum fyrir gjaldeyri í þeim tilgangi að styðja tímabundið við gengi krónunnar. Umfang gjaldeyrisviðskiptanna voru mun meiri en umsvif ríkisbréfaupanna í krónum talið þannig að nettó áhrif magnbundinna aðgerða Seðlabankans

¹⁶ Vísitala hrávöruverðs er sk. Refinitiv/Core Commodity CRB vísitala heildarávöxtunar. Gagnaheimildir: Refinitiv, Eurostat.

¹⁷ Yfirlýsingar Seðlabanka Evrópu dags. 22/7 og Seðlabanka Bandaríkjanna dags. 28/7 2021.

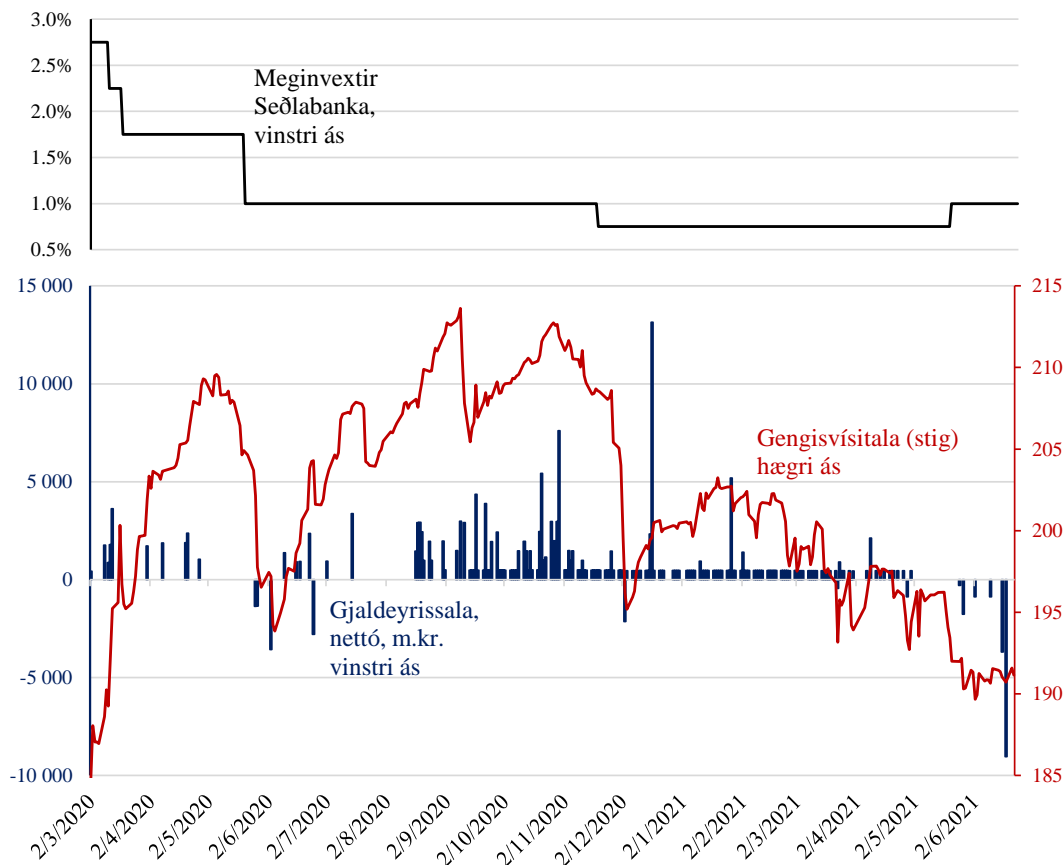
á árinu 2020 voru til aukins aðhalds.¹⁸ Inngríp bankans á gjaldeyrismarkað voru í þeim tilgangi að auka dýpt og bæta verðmyndun á gjaldeyrismarkaði á tímabili þegar skörp lækkun stýrivaxta átti sér stað.¹⁹ Þessi inngríp má einnig túlka þannig að með bættri verðmyndun hafi verið dregið úr hraða gengislækkunar krónunnar og/eða gengissveiflur tempraðar og það þannig stutt við verðbólguþröng bankans. Til viðbótar við beinar magnbundnar aðgerðir má nefna lækkun á meðaltalsbindiskyldu innlánsstofnana úr 1% niður í 0% í mars 2020. Á þeim tíma var það mat Seðlabankans að lausafjárstaða bankanna skv. lausafjárreglum rýmkaði um 40 ma.kr.²⁰

Á mynd 6 má sjá samhengi meginvaxta Seðlabankans, krónukaupa (gjaldeyrissölu) og vísitölu meðalgengis (þröng viðskiptavog). Neðri hluti myndarinnar er á tveimur ásum. Vinstri ásinn mælir krónukaup í m.kr. Sá ás gengur í gegnum núll og súlur fyrir neðan núll sýna krónusölu (gjaldeyriskaup) en súlur fyrir ofan núll sýna krónukaup. Gengisvísitalan sem mælir meðalverð á erlendum gjaldeyri er svo á hægri ás mæld í stigum. Efri hluti myndarinnar sýnir feril stýrivaxta. Sjá má að krónan lækkaði hratt (gjaldeyrir hækkaði í verði) við upphaf COVID-19 faraldursins samhliða því að Seðlabankinn lækkaði stýrivexti. Jafnhliða leitaðist bankinn við að hægja á falli krónunnar með krónukaupum. Aðal aðgerð Seðlabankans árið 2020 var hin snarpa lækkun stýrivaxta sem bankinn hafði svigrúm til að framkvæma ólíkt flestum vestrænum seðlabönkum. Inngrípin á gjaldeyrismarkaði voru til þess fallin að draga úr gengissveiflum og styðja þannig við verðbólguþröng bankans. Sjá má að nú sl. vikur og eftir að Seðlabankinn hóf að hækka vexti á ný þá hefur hann jafnhliða snúist til sölu á krónum í því skyni að tempra gengissveiflur.

¹⁸ Seðlabankinn seldi gjaldeyri fyrir samtals 144 ma.kr. en keypti fyrir tæplega 12 ma.kr. á árinu 2020. Nettó nema krónukaupin því 132 mö.kr. Á sama tíma keypti Seðlabankinn ríkisskuldabréf fyrir 7,8 ma.kr. skv. efnahagsreikningi bankans.

¹⁹ Sjá <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2020/09/09/Reglubundin-gjaldeyrissala-Sedlabanka-Islands/>

²⁰ Sjá minnisblað Seðlabanka Íslands „Hlutverk bindiskyldu og breytingar á henni“ dags. 11. mars 2020, bls. 5.



Mynd 6. Gjaldeyrissala (krónukaup), gengisvísitala og meginvextir Seðlabanka

Krónusala Seðlabankans á þessu ári eru form af peningarentun og þrengja þessi viðskipti að möguleikum bankans til að stunda peningarentun í formi kaupa á ríkisskuldabréfum sem stuðla myndu að vaxtalækkun andstætt beinni vaxtahækkun bankans í maí.

Viðbúid er að verðbólguþróun hérlandis og samspil hennar við núverandi verðbólguþróun þrengi að svigrúmi Seðlabankans til peningarentunar. Þjóðhagsspá Hagstofu Íslands gerir ráð fyrir árlegri verðbólgu á bilinu 2,4 til 3,2% en 2,4-2,5% frá 2023. Að óbreyttu er því ekkert svigrúm til peningarentunar án mótvægisáðgerða. Séu 1½ prósentu vikmörk markmiðsins túlkuð sem svigrúm þá gæti svigrúm til aukinnar verðbólgu verið á bilinu 0,5% til 1,5%.²¹

Svigrúm Seðlabankans til að liðka fyrir lántöku ríkissjóðs með peningarentun veltur á framvindu efnahagsmála og samhengi hennar við verðbólguþróun bankans.²² Ef hagvöxtur

²¹ Vikmörkin varða skýrslugjöf Seðlabankans til ríkisstjórnar, þ.e. víki verðbólgan meira en 1½ prósentu í hvora átt frá markmiði ber Seðlabankanum að gera ríkisstjórninni opinberlega grein fyrir ástæðum þess og leiðum til úrbóta. Sú túlkun sem hér er vikið að er því fremur frjálstleg.

²² Eins og áður hefur verið vikið að þá þjóna viðskipti seðlabanka með ríkisbréf öðrum tilgangi en að greiða fyrir lántöku ríkissjóðs, þ.e. markmiðum peningastefnunnar.

verður með þeim hætti sem spáð er mun Seðlabankinn hafa lítið svigrúm til peningaprentunar þar sem illa fer saman slakt taumhald peningastefnu með litlu aðhaldi ríkisfjármála á tímum hagvaxtar. Þá er svigrúm til peningaprentunar á Íslandi háð taumhaldi peningastefnu í helstu viðskiptalöndum. Hlutfallslega mikill slaki peningastefnu erlendis þýðir að öðru óbreyttu hlutfallslega mikið aðhald hérlendis og styður við vaxtamun á milli landa auk beinna áhrifa á gjaldeyrismarkaði.

6. Hvaða áhrif eru erlend lán líkleg til að hafa á gengi krónunnar við töku lána og síðan endurgreiðslu þeirra?

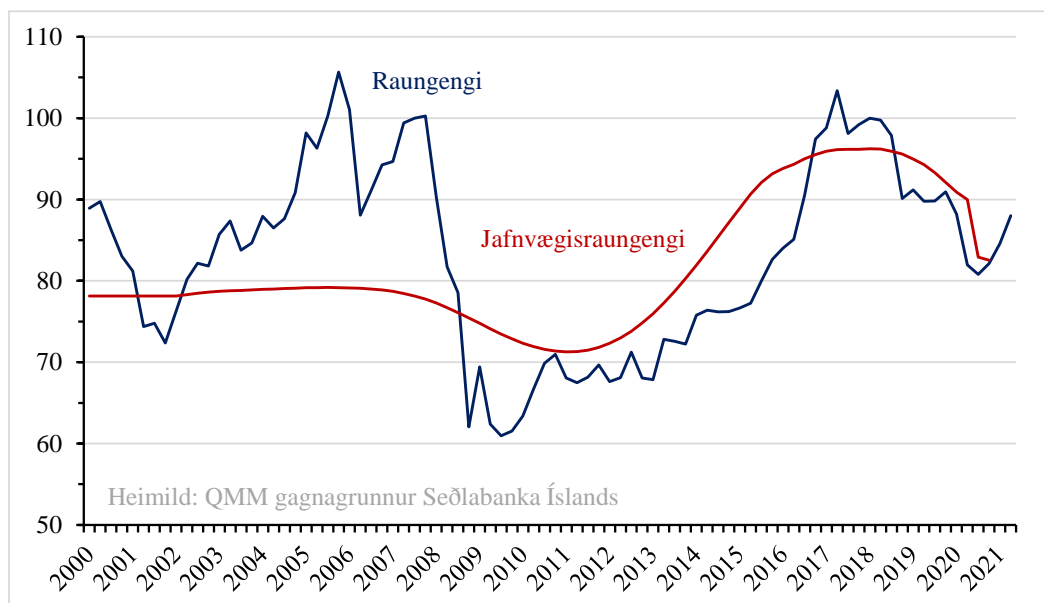
Viðbúid er að fjármögnun ríkissjóðs í erlendri mynt sem varið er til fjármögnunar hallareksturs stuðli að öðru óbreyttu að hækkun krónunnar (tímabundið).²³ Eins og sýnt var í töflu 1 þá hefur ríkissjóður svigrúm til fjármögnunar í erlendri mynt innan núgildandi viðmiðunarreglna um samsetningu ríkisskulda. Miðað við óbreytt gengi og viðmiðunarreglurnar geta nýjar lántökur í erlendri mynt að hámarki numið um 330 mö.kr eða sem samsvarar um 30% af áformuðum nýjum lántökum tímabilsins 2021-2026. Styrking krónunnar gæti aukið svigrúmið með því að lækka virði skulda í krónum og beinni lækkun hlutfallsins. Á móti kemur að hagstæðast væri fyrir ríkissjóð að taka erlend lán við lágt raungengi krónunnar því við slíkar aðstæður mætti búast við að fjármagnskostnaður lántökunnar yrði lægri en ella.

Á mynd 7 má sjá þróun vísitölu raungengis krónunnar á mælikvarða hlutfallslegs verðlags sl. tvo áratugi ásamt mati Seðlabankans á sk. jafnvægisraungengi. Öfugt við gengisvísitölu krónunnar sem sýnd er á mynd 6 þá er gengi krónunnar hærra (verð á gjaldeyri lægra) eftir því sem raungengisvísitalan er hærri að öðru óbreyttu.

Raungengi á þennan mælikvarða mælir í sögulegu ljósi hvort karfa neysluvara sé hlutfallslega dýr eða ódýr hérlendis í samanburði við erlendis mælt í sömu mynt. Jafnvægisraungengið er hins vegar mælikvarði á það hvaða raungengi heldur erlendum eignum stöðugum sem hlutfalli af landsframleiðslu. Í því felst að erlendar nettóeignir vaxa í takt við landsframleiðslu. Sjá má að mat Seðlabankans á jafnvægisraungengi lækkaði skarpt á þriðja ársfjórðungi 2020. Þegar raungengi er hærra en jafnvægisraungengið þá felur það í sér að gengið er á erlendar eignir og öfugt.

Af myndinni má ráða að raungengið nú sé ofan við jafnvægisraungengi. Það er einnig yfir meðaltali frá árinu 2000 en engu að síður ekki sérlega hátt í sögulegu samhengi.

²³ Að öðru óbreyttu þýðir m.a. að ekki yrði gripið til hliðarráðstafana eins og afleiðusamninga samhliða.



Mynd 7. Vísitala raungengis á mælikvarða hlutfallslegs verðlags 2000-2021

Í góðæri hefur raungengið tilhneigingu til að hækka og svo að lækka í hallæri. Raungengishækkun getur orðið ýmist fyrir tilstilli meiri verðhækkana hérlendis en erlendis eða beinnar gengishækkunar krónunnar. Stjórnvöld geta haft takmörkuð áhrif á þróun raungengis sem ræðst af undirliggjandi efnahagsástandi en þau hafa geta haft meiri áhrif á það hvort raungengið breytist vegna beinna gengisbreytinga eða verðbólgu. Verðbólguþröng Seðlabankans setur þessu samspili enn fremur skorður og því má gera ráð fyrir að ef bankinn telji hættu á raungengishækkun vegna aukinnar verðbólgu þá hafi hann frekar tilhneigingu til að leyfa gengi krónunnar að hækka fremur en verðbólgu að aukast upp fyrir markmið.

Nú þegar efnahagsbati virðist hafinn þá er líklegt að raungengi leiti frekar til hækkunar og spurningin er þá hvort slíkt gerist með meiri verðbólgu eða herra gengi. Erlend lántaka ríkissjóðs sem ráðstafað er innanlands án sérstakra mótvægisáðgerða Seðlabankans stuðlar að tímabundinni hækkun gengisins og með sama hætti myndi endurgreiðsla lánsins stuðla að tímabundinni gengislækkun.

7. Samkomulag um gengisstöðugleika á grundvelli EES samningsins eða aðild að evru í samanburði við ríkjandi aðstæður²⁴

Þegar efnahagsáfall ríður yfir þurfa eftirspurn og vinnumarkaður að aðlagast að lægra tekjustigi þjórðarbúsins. Fyrirkomulag gjaldmiðlamála er meðal atriða sem hafa áhrif á með hvaða hætti slík aðlögun kemur fram. Varðandi fyrirkomulag gjaldmiðlamála og EES

²⁴ Þessari umfjöllun er ekki ætlað að vera yfirgripsmikil umfjöllun um möguleika í fyrirkomulagi í gjaldmiðlamálum landsins. Slíka umfjöllun er að finna í sérri Seðlabanka Íslands nr. 7, Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum sem kom út árið 2012. Umfjöllunin nú miðar hins vegar að því að gera samanburð á ríkjandi aðstæðum við trúverðuga fastgengisstefnu á borð við aðild að evru eða tvíhliða samkomulag um gengisstöðugleika við erlend ríki með hliðsjón af fjármögnun ríkissjóðs í núverandi samhengi.

samninginn þá er hæpið að á grundvelli samningsins sé unnt að gera samkomulag um gengisstöðugleika enda varðar hann ekki stjórn peningamála.

Nærtækast er að vísa til núverandi gjaldmiðlafyrirkomulags sem stýrðs flotgengis en undir þeim kringumstæðum er unnt að viðhafa sjálfstæða peningastefnu en með ákveðnum skorðum þó. Við skilyrði trúverðugs fastgengis og frjálsra fjármagnsflutninga þá tapar smáriki eins og Ísland sjálfstæðri peningastefnu. Í því felst m.a. að vextir ráðast að miklu leyti af alþjóðlegum aðstæðum. Þó ekki algerlega því mismunandi áhættuálag á lánakjör á við um ólíka lántaka.

Sveigjanlegt gengi eigin gjaldmiðils getur auðveldað þá aðlögun. Með lægra gengi verða innlendir framleiðsluþættir hlutfallslega ódýrari sem bætir samkeppnisstöðu þjóðarbúsins. Án sveigjanlegs gengis getur aðlögunin orðið erfiðari. Sveigjanleiki í gengi gerir raunlaun sveigjanleg þrátt fyrir að nafnlaun séu treg til lækkunar.²⁵

Efnahagsáfallið sem fylgdi COVID-19 faraldrinum var afar stórt og því fylgdi að hluta af atvinnulífínu var lokað. Það er því erfitt að sjá fyrir sér aðra sviðsmynd en að atvinnuleysi aukist við slíkar aðstæður. Tregða aðila vinnumarkaðarins til að bregðast við efnahagsáfallinu og leyfa atvinnuleysi í þess stað að aukast úr 4,5% í febrúar 2020 í 12,2% í október er þó áhugaverð.²⁶ Á sama tíma jókst atvinnuleysi á evrusvæðinu úr 7,6% í 8,4%. Í þessum samanburði skipta auðvitað mörg atriði máli, s.s. mikið vægi ferðaþjónustu hérlendis og að áhersla hafi verið lögð á að viðhalda afkastagetu atvinnugreinarinnar. Viðbrögðin hérlendis vekja engu að síður spurningar um hvort vinnumarkaðurinn sé í stakk búinn til að takast á við þær áskoranir sem fylgja upptöku trúverðugs fastgengis, s.s. aðild að evru. Þetta er einkar áleitinn spurning því atvinnuleysið jókst þrátt fyrir rúmlega 10% lækkun raungengisins á mælikvarða hlutfallslegs verðlags á sama tímabili, sjá mynd 7, og lækkun stýrivaxta í sögulegt lágmark, sjá mynd 6. Þessi atriði eru fyrst og fremst nefnd hér til umhugsunar.

Erfitt er að bera saman peningalega slökun sem felst í stýrivaxtalækkun annars vegar og magnbundnum inngrípum (e. quantitative easing - QE) hins vegar. Möguleikar til peningalegrar slökunar á evrusvæðinu í formi lækkunar stýrivaxta voru tæmdir áður en COVID-19 faraldurinn skall á. Það var ekki raunin hérlendis. Í stað vaxtalækkunar var gripið til magnbundinna inngrípa á evrusvæðinu í formi skuldabréfakaupa sem leiddi til þess að vaxtastig varð neikvætt.

Það er erfitt að fullyrða um hvernig aðstæður hefðu þróast hérlendis ef Ísland hefði verið aðili að evru í upphafi faraldursins. Þar eru margar breytur sem flækja málið, t.d. hvenær aðildin hefði komið til og hvaða breytingar hefðu orðið á öðrum innlendum mörkuðum í kjölfarið. Í stað þess að stunda slíkar vangaveltur er spurningin þrengd utan um viðfangsefnið: fjármögnun fyrirsjáanlegs hallareksturs ríkissjóðs næstu nokkur árin. Þrátt fyrir það að spurningin sé þrengd svo mikið þá þarf að gera ótal fyrirvara. Þá er hæpið að aðild að evru eða samkomulag við ESB um gengisstöðugleika á grunni samningsins um EES gæti orðið án langs aðlögunarferlis. Það sýnir reynsla þeirra ríkja sem nú mynda evrusvæðið. Í því sem á eftir kemur er gerð sú forsenda að aðlögunarferli sé lokið að trúverðugu fastgengi. Niðurstaða þessarar greiningar getur þó aldrei orðið nema í besta falli ónákvæm nálgun.

Að því gefnu að evran væri gjaldmiðill hérlendis hvort heldur sem er á grunni aðildar eða tvíhliða samkomulags við ESB þá væri ekkert svigrúm fyrir sjálfstæða peningastefnu í hefðbundnum skilningi orðsins. Það væri þó mögulega svigrúm fyrir sjálfstæða beitingu einhverra sk. þjóðhagsvarúðartækja. Við þessar kringumstæður væri vaxtastig í landinu að

²⁵ Um þessi atriði er fjallað í meiri dýpt í séritti Seðlabanka Íslands nr. 7.

²⁶ Um er að ræða atvinnuleysi skv. skrá Vinnumálastofnunar með hlutabótum og leiðrétt fyrir árstíðasveiflu.

stærstu leyti ákvarðað á evrusvæðinu og fjármagn flæddi tiltölulega frjálst á milli Íslands og evrusvæðisins. Fyrir utan það að vextir einstakra lántaka geta orðið mismunandi vegna mismunandi áhættu við að lána einstökum aðilum þá má gera ráð fyrir að vaxtastig væri í grunninn hið sama hérlendis og á evrusvæðinu. Ekki væri gerður mikill greinarmunur á innlendra fjármögnun í samanburði við fjármögnun annars staðar af evrusvæðinu.

Ekki þyrfti að hafa áhyggjur af gengissveiflum og gengisáhættu gagnvart evrusvæðinu en raungengi gæti hins vegar sveiflast sjálfstætt hérlendis vegna mismunar á verðbólgu hérlendis og annars staðar. Hins vegar myndu markaðir með vöru og þjónustu og vinnumarkaður samtvinnast evrusvæðinu enn frekar.

Af framangreindu leiðir að ríkissjóður Íslands gæti sótt fjármagn á sameiginlegan evrópskan fjármagnsmarkað án gengisáhættu. Ríkissjóður myndi hins vegar enn þurfa að sæta vaxtaálagi í takt við metið lánshæfi. Vextir á lántöku ríkissjóðs yrðu því ekki endilega þeir sömu og þegar ríkissjóður Þýskalands sækir sér lánsfé.

8. Fjármögnun á halla ríkissjóðs 2022-2026

Í greinargerð með beiðni um skýrslu um lántökur ríkissjóðs á næstu árum, líklega vaxtaþróun og gengisáhættu og áhrif á peningahagkerfið er vikið að þeim tveimur meginleiðum fyrir ríkissjóð að afla sér fjármagns, innanlands eða með erlendri lántöku.

Hvað innlendan markað varðar er fjallað um íslenska lífeyrissjóði og lýst áhyggjum af því að ef þeir tækju að sér að fjármagna hallann þá væri hætta á því að þeir breyttust úr eiginlegum söfnunarsjóðum í gegnumstreymissjóði þar sem lífeyrisréttindi þeirra sem eiga í slíkum sjóði ráðast alfarið af getu ríkisins til að greiða af skuldabréfunum með skatttekjum. Nauðsynlegt sé fyrir lífeyrissjóðina að leggja áherslu á dreifða fjárfestingu til að tryggja hagsmuni sjóðfélaga.

Hvað áhrærir erlenda lántöku er hún í greinargerðinni sögð varhugaverð þar sem hún leggi ríkari kröfur á vöxt útflutningsatvinnuvega fremur en hagvöxt almennt, eigi hún ekki að leiða til gengisfalls þegar kemur að skuldadögum.

Hvað varðar samhengi erlendra fjármögnunar á hallarekstri og þýðingu hennar fyrir gengissveiflur krónunnar þá er um að ræða spurningu sem varðar samspil skuldastýringar ríkissjóðs og peningastefnu Seðlabankans. Erfitt er að fullyrða um að afleiðing endurgreiðslu lána leiði til gengisfalls því að með óbreyttu verðbólguþáttum má gera ráð fyrir viðbrögðum af hálfu Seðlabankans, t.d. í formi breytinga á gjaldeyrisforða og vaxtabreytinga. Þá er sá möguleiki fyrir hendi að ríkissjóður deili gengisáhættu með einkaaðilum með gerð gjaldmiðlaskiptasamninga.

Að öðru leyti hvað áhrærir þessa umfjöllun þá var í kafla 1 hér að framan leitast við að draga upp mynd af áætlaðri lánsfjárförf ríkissjóðs á næstu árum og möguleika til fjármögnunar í takt við viðmið þau sem sett hafa verið í Stefnu í lánamálum 2021–2025. Í framhaldi af þeirri umfjöllun og framangreindum vangaveltum um að fyrirkomulagi lífeyrissparnaðar í söfnunarsjóðum kunni að vera ógnað er hér dregin upp mynd af mögulegum fjárfestingum lífeyrissjóðanna og umfangi ríkisbréfa.

Sé tekið mið af upplýsingum Lánamála ríkisins pr. 31. maí sl., þá eru lífeyrissjóðir stærstu eigendur innlendra ríkisbréfa og víxla með um 41% af markaðsvirði þeirra, alls um 395 ma.kr. Næst stærstir eru bankar og sparissjóðir og ýmis lánafyrirtæki með 28% hlut eða um 273 ma.kr. og þar á eftir verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir með 14% hlut eða um 139 ma.kr. Tryggingarfélag eiga 6,8% hlut og erlendir aðilar 4,3%. Aðrir aðilar eiga minna. Erlendar skuldir ríkissjóðs nema samtals 343 mö.kr. en eigendaskipting þeirrar fjárhæðar kemur ekki

fram. Eins og sjá má af þessari upptalningu þá eru lífeyrissjóðir stærsti einstaki eigendahópur innlendra ríkisbréfa. Inn í þessar tölur vantar íbúðabréf ÍL-sjóðs en þar eru lífeyrissjóðir stærsti eigendahópurinn. Ekki liggja fyrir nýjar opinberar tölur um hlutdeild þeirra en miðað við stærð einstakra íbúðabréfaflokka og hlutdeild lífeyrissjóðanna í ágúst árið 2019 þá má áætla eignarhlut þeirra rúmlega 83%. Að teknu tilliti til þess þá eru lífeyrissjóðir stærsti eigandi ríkisbréfa og ríkistryggðra skuldabréfa. Á heildina litið þá nemur eign lífeyrissjóða í ríkistryggðum skuldabréfum og víxlum þá samtals rúmum 1.100 m.kr. eða um 19% af hreinni eign þeirra sem nam rúmum 6.000 mö.kr í lok apríl 2021. Er þar um að ræða samtölu samtryggingar og séreignarsparnaðar.

Skv. ársreikningabók lífeyrissjóðanna fyrir árið 2020 voru iðgjöld lífeyrissjóðanna umfram lífeyri um 86,5 ma.kr.²⁷ Til viðbótar við þetta þá eru fjárfestingartekjur stærsti hluti tekna lífeyrissjóðanna en á árinu 2020 námu hreinar fjárfestingartekjur rúmum 675 mö.kr. Þó ekki sé nema hluti fjárfestingartekna sem fellur til sem sjóðstreymi þá er fjárfestingargeta og endurfjárfestingarþörf sjóðanna engu að síður mikil. Í þessu samhengi má nefna að lífeyrissjóðirnir keyptu skuldabréf á síðasta ári fyrir alls um 494 ma.kr. en seldu fyrir um 139 ma.kr. Þá námu afborganir höfuðstóls og vaxta af skuldabréfum í eigu lífeyrissjóðanna um 403 mö.kr. árið 2020.

Eins og áður segir þá nam vægi ríkistryggðra skuldabréfa í eignasöfnum lífeyrissjóðanna um 19% í lok skv. nýjustu tölum. Þótt fjárfestingargetan sé fyrir hendi þá er nokkur óvissa um fjárfestingarstefnu sjóðanna á næstu misserum. Þannig gæti lág ávöxtunarkrafa á ríkisbréfum í samanburði við 3,5% ávöxtunarviðmið lífeyrissjóðanna valdið því að lífeyrissjóðir dragi úr vægi ríkisskuldabréfa.

Ólíklegt er að árleg nýfjárfesting lífeyrissjóðanna í innlendum ríkisbréfum verði af frjálsum hvötum hlutfallslega mikið stærri hluti en undanfarin ár. Núverandi eignarhald í útgefnum ríkisbréfum og víxlum nemur um 41% og áætlaðar afborganir og vaxtagreiðslur af útgefnum íbúðabréfum nema rúmlega 370 mö.kr árin 2021–2026. Líklegt er að talsverðum hluta þess fjár verði endurfjárfest í traustum fjárfestingarkostum s.s. ríkisbréfum ekki síst í ljósi þess að áhugi sjóðfélaga á lántöku hjá sjóðunum er afar breytilegur og háður samanburði við aðra kosti. Hins vegar er ólíklegt að nema e.t.v. 20-25% af iðgjaldatekjum lífeyrissjóðanna verði varið til kaupa á ríkisbréfum. Það er því mögulega bjartsýnt að áætla að lífeyrissjóðir kaupi af frjálsum hvötum mikið meira en 30% af nýrri ríkisbréfaútgáfu. Hækkun langtímavaxta og/eða framboð nýrra verðtryggðra ríkisskuldabréfa til lengri tíma gæti þó aukið vilja lífeyrissjóða til að fjárfesta í ríkisbréfum.

Þrátt fyrir að lífeyrissjóðir væru tilbúnir að fjármagna að fullu halla ríkissjóðs til næstu ára er hæpið að tala um að stórt skref í átt til gegnumstreymiskerfis yrði að ræða. Lífeyriskerfið hefur vaxið hratt undanfarin ár og hrein eign vaxið um að meðaltali 11,8% á ári tímabilið 2015–2020. Líkur eru á að vöxtur kerfisins verði mikill þótt hægt geti á vegna öldrunar landsmanna.²⁸ Ef vöxtur verður áfram svipaður gæti hrein eign lífeyrissjóðanna í árslok 2026 numið um 10 þús. mö.kr. Verði vöxturinn svo mikill og ef lífeyrissjóðir fjármagna að fullu halla ríkissjóðs árin 2021–2026 þá myndu eignir lífeyrissjóða í ríkisskuldabréfum nema að tæplega fjórðungi af hreinni eign lífeyrissjóða.²⁹

²⁷ Sjá ársreikningabók lífeyrissjóðanna 2020

²⁸ Í þessu samhengi má benda umfjöllun um langtímahorfur í efnahagsmálum og opinberum fjármálum í samnefndri skýrslu sem út kom á vegum fjármála- og efnahagsráðuneytisins í maí sl.

²⁹ Hér er miðað við að eignir lífeyrissjóða í ríkisskuldabréfum myndu í árslok 2026 nema 2.500 mö.kr. af 10 þús. ma.kr. eignasafni.

Heimildir

Fjármálaáætlun 2021-2025

Fjármálaáætlun 2022-2026, þingsályktunartillaga

Fjármálaáætlun 2022-2026, samþykkt 31/5 2021

Fjárlagafrumvarp 2021

Fjárlög 2021

Langtímahorfur í efnahagsmálum og opinberum fjármálum, fjármála- og efnahagsráðuneytið, maí 2021. https://www.stjornarradid.is/library/02-Rit--skyrslur-og-skrar/Vef-fylgiskjal-s1497-f_I.pdf

Skuldastýring og lánsfjármögnun ríkissjóðs – Kynning fyrir fjárlaganefnd, 22. febrúar 2021, <https://www.althingi.is/altext/erindi/151/151-1829.pdf>

Markaðsupplýsingar Lánamála ríkisins, janúar 2021 til júní 2021, <https://www.lanamal.is/>

Hlutverk bindiskyldu og breytingar á henni, Seðlabanki Íslands, 11. mars, 2020, <https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningastefnunefnd/Minnisbla%c3%b0%20Se%c3%b0labankans%20um%20bindiskyldu.pdf>

Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum, sérrit nr. 7, Seðlabanki Íslands 2012, <https://www.seðlabanki.is/utgefing-efni/rit-og-skyrslur-safnsidur/serrit/serrit-7/>

Blanchard, Olivier, American Economic Review 2019, 109(4): 1197-1229, <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>

Luca Dedola, Georgios Georgiadis, Johannes Grab og Arnaut Mehl, Does a big bazooka matter? Quantitative easing policies and exchange rates, European Central Bank Research Bulletin No. 76, 20. okt. 2020. <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb201020~85fb68a983.en.pdf>

Nýlegar yfirlýsingar Seðlabanka Evrópu og Seðlabanka Bandaríkjanna um verðbólguþróun:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210722~48dc3b436b.en.html>

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20210728a.htm>