

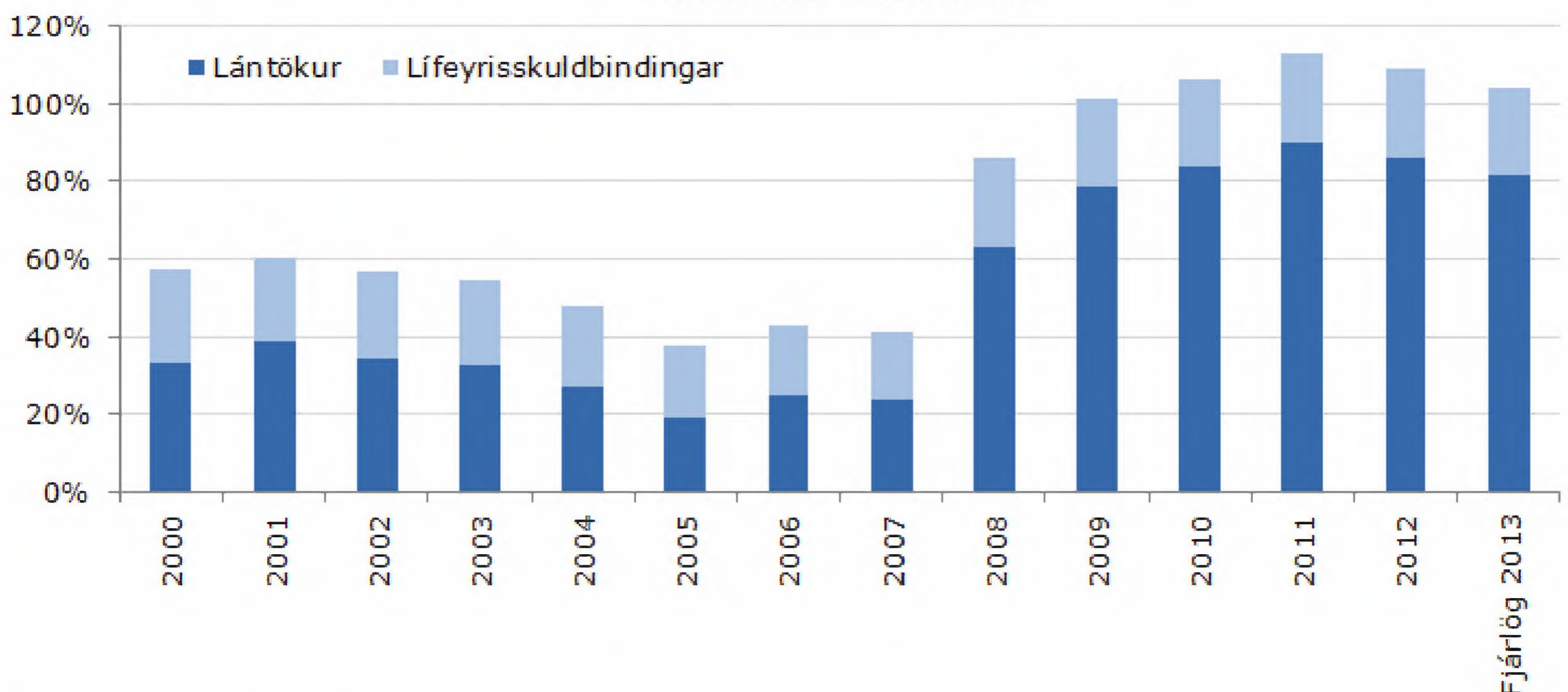
Markaðspunktur í dag:

- Engin áform að greiða niður skuldir

Engin áform að greiða niður skuldir

Skuldsetning ríkissjóðs jókst verulega í kjölfar hrunsins og fór úr 311 ma.kr. í árslok 2007 (eða sem nemur 24% af VLF) í 1500 ma.kr. sem samsvarar 87% af landsframleiðslu (VLF). Skuldirnir eru þó hærri ef meðtaldar eru áfallnar lífeyrisskuldbindingar, eða um 1740 ma.kr. (110% af VLF). Almennt hafa rannsóknir sýnt að skuldsetning ríkis yfir 90% af landsframleiðslu er til þess fallin að draga úr hagvexti m.a. vegna þess að svo há skuldsetning kallar á niðurskurð af hálfu ríkisins til að standa straum af þungri greiðslubyrði eða háa skattheimtu. Raunhagkerfið er enn afar veikt og óvissa ríkir um heilsu þess. Ef fram fer sem horfir þá er útlit fyrir að hér verði lítil hagvöxtur í skjóli hafta, en slíkt mun hafa áhrif á afkomu ríkissjóðs. A.m.k. er ljóst að í dag er svigrúm ríkissjóðs til frekari skuldsetningar afar takmarkað.

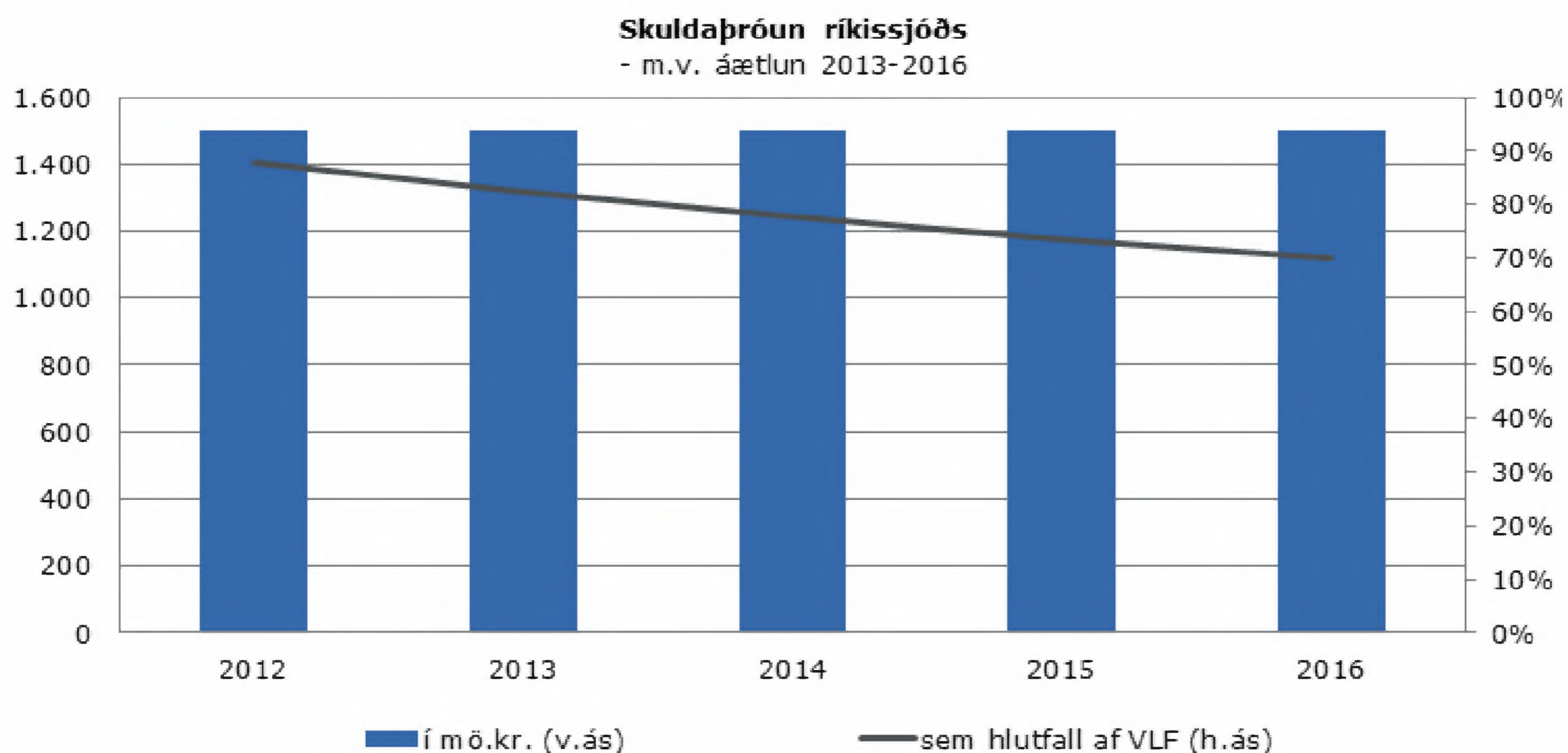
Skuldir ríkissjóðs
- skuldir sem hlutfall af VLF



Heimild: Fjármálaráðuneytið

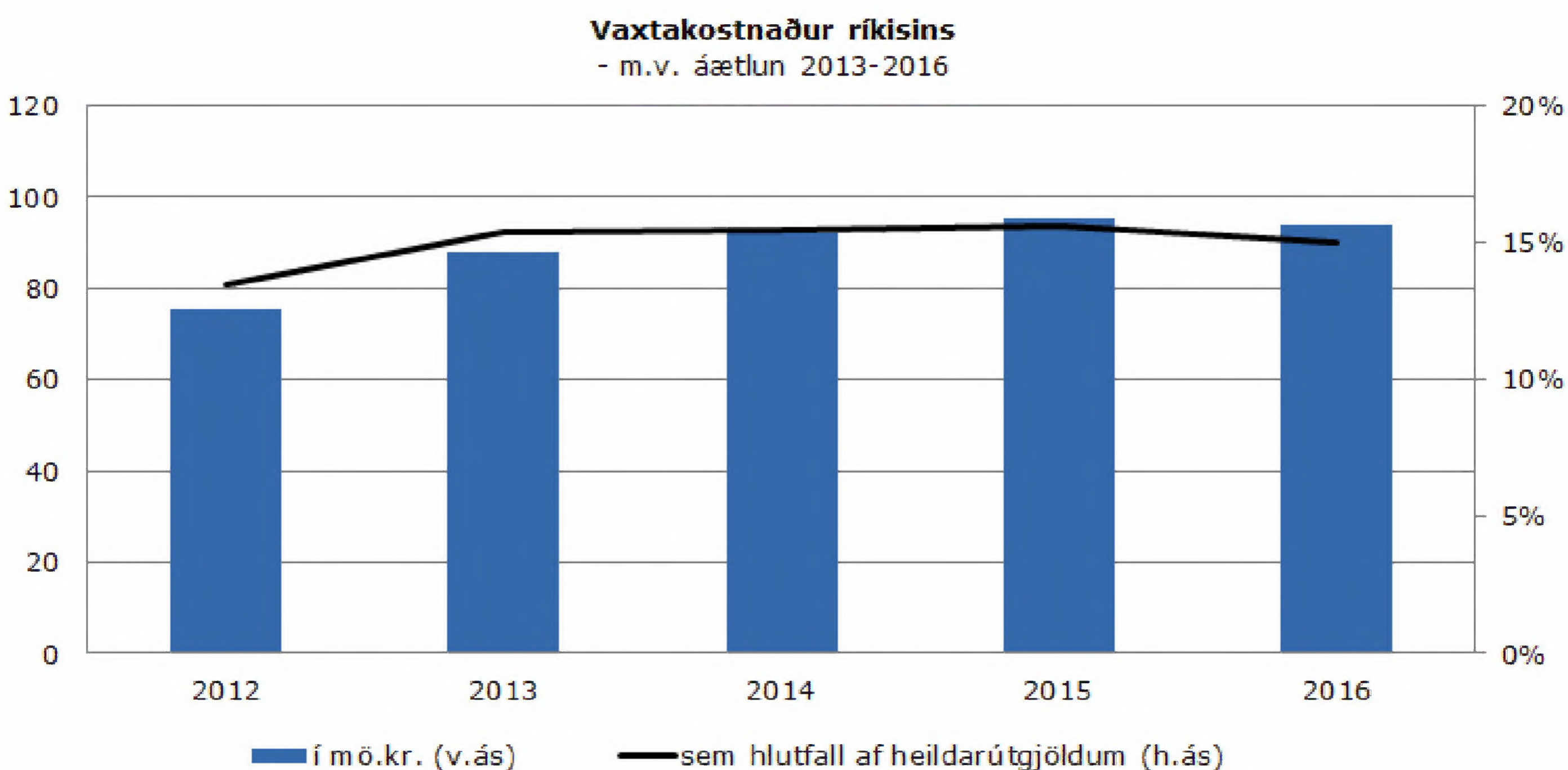
Í haftaskjóli hefur ríkissjóði hins vegar tekist að fjármagna hallarekstur sinn á hagstæðum kjörum hér innanlands. Því má gefa sér að þegar og ef fjármagnshöftum verður lyft í komandi framtíð að vaxtakostnaður ríkis hækki þ.e. á þeim nýju útgáfum sem þarf til að fjármagna hallarekstur eða endurfjármagna gjalddaga. Mikilvægt er því að ríkissjóður nýti sér svigrúm um leið og það skapast til að greiða niður skuldir. Ekki er að sjá að slík áform séu hins vegar á teiknborðinu að hálfu stjórnvalda a.m.k. ekki samkvæmt nýútgefnu riti, [Stefnu í lánamálum árin 2013-2016](#). Í ritinu er hins vegar tiltekið að stefnt sé að því að lækka skuldir ríkissjóðs sem hlutfall af VLF úr 87% í 70% í árslok 2016. Hins

vegar ef við rýnum í hvað liggur á bakvið þær tölur er ljóst að skuldirnar lækka nánast eingöngu í gegnum hagvöxt og verðbólgu. Því miður er ekki að sjá að til standi að greiða niður útistandandi skuldir svo neinu nemi, en hér að neðan má sjá hvernig áætlanir ganga út frá því að skuldir ríkissjóðs í krónum talið standa í stað á komandi árum.



Heimild: Fjármálaráðuneytið og Hagstofa Íslands

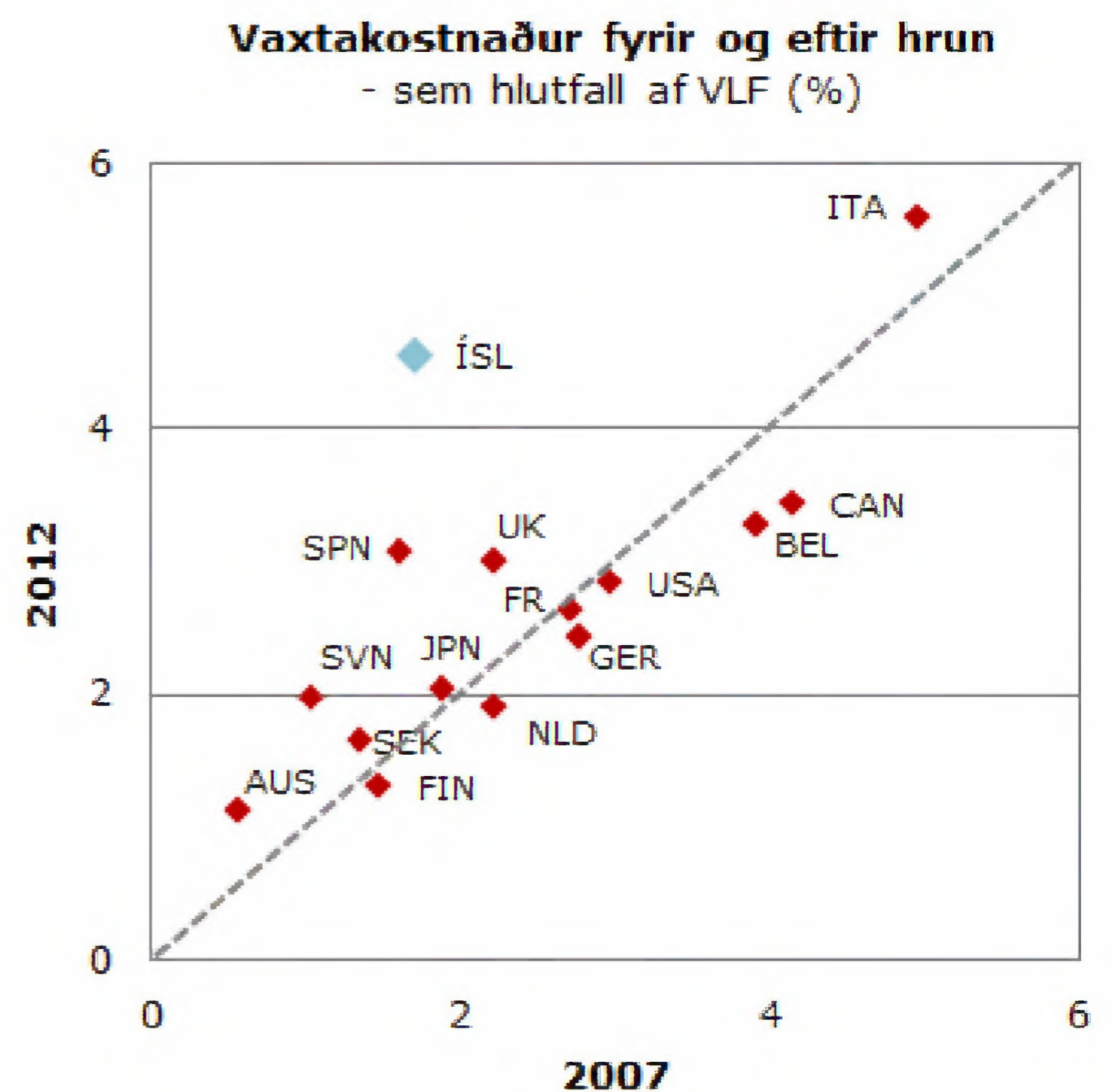
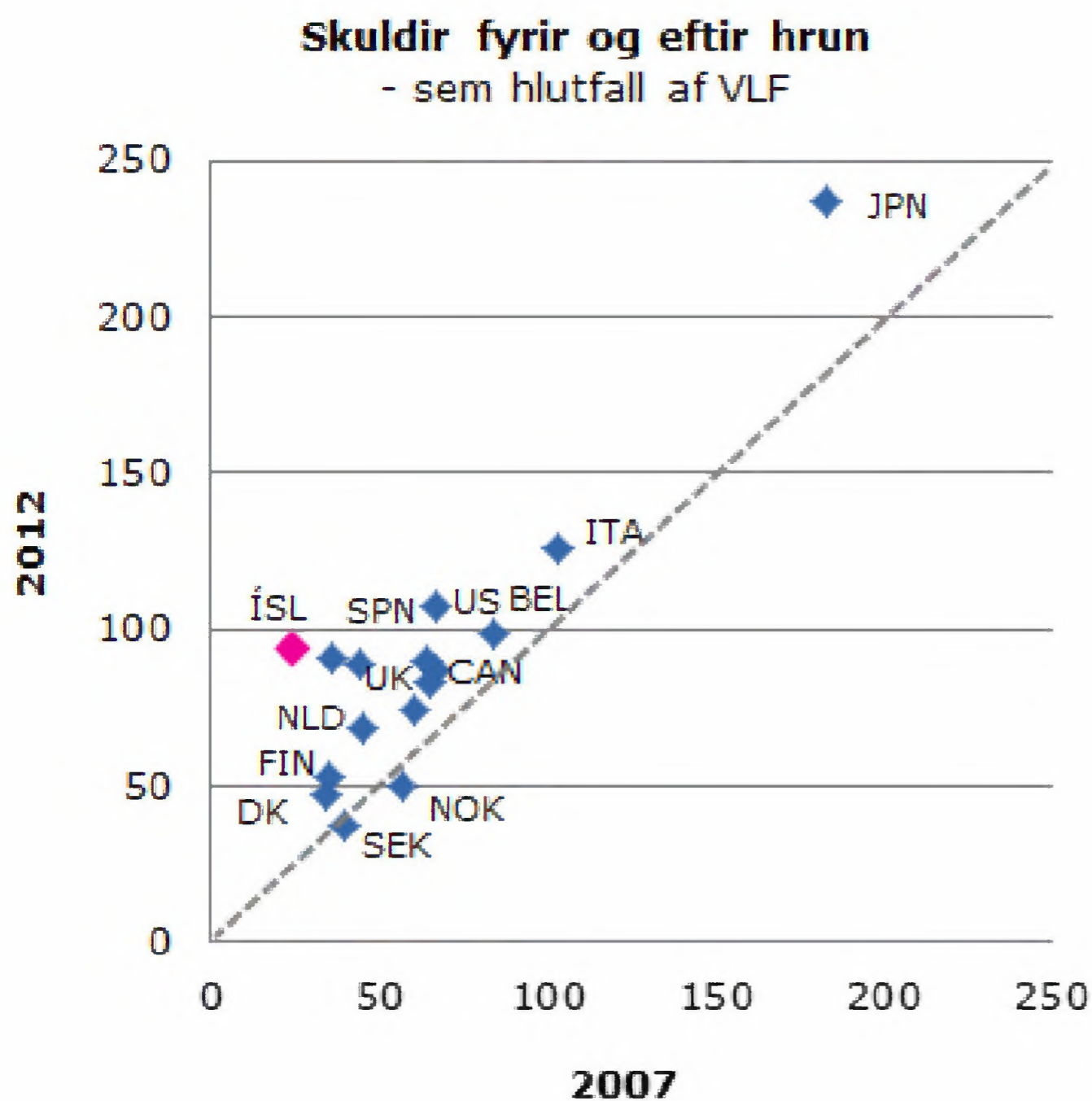
Í ljósi þess að skuldirnar standa í stað í krónum talið þá gera áætlanir ráð fyrir að vaxtakostnaður ríkisins verði áfram hár, en áætlanir ganga út frá því að fjármagnskostnaður ríkissjóðs á árunum 2013-2016 verði á bilinu 88-96 ma.kr eða sem nemur 15% af heildarútgjöldum hvers árs, en til samanburðar á árunum 2000-2007 nam vaxtakostnaður ríkissjóðs að meðaltali 1,8% af ríkisútgjöldum.



Heimild: Fjármálaráðuneytið og Hagstofa Íslands

Áhugavert er að skoða vaxtakostnað Íslands fyrir og eftir hrun og bera hann saman við önnur ríki. Eins

og sést á neðangreindri mynd þá hefur skuldsetning almennt aukist hjá öllum í úrtakinu (myndin til vinstri, löndin fyrir ofan brotnu línuna), að undanskildum Svíþjóð og Noregi. Við njótum vissulega góðs af lágum „haftavöxtum“ en þróunin er svipuð úti í heimi, almennt er vaxtastig lágt m.a. vegna þess að erlendir seðlabankar hafa verið í stórfelldum uppkaupum á ríkisskuldabréfum sem hefur þrýst vöxtum niður. Vegna þessa hefur sem dæmi vaxtakostnaður ekki hækkað hjá löndum eins og Finnlandi, Hollandi, Þýskalandi, Bandaríkjunum, Belgíu og Kanada þrátt fyrir hærri skuldsetningu (myndin til hægri, löndin sem eru fyrir neðan brotnu línuna). Ísland sker sig hins vegar úr, þrátt fyrir tilkomu fjármagnshafta, þá hefur vaxtakostnaður rokið upp eftir hrun, sem helgast einna helst af því að skuldsetning ríkissjóðs fór úr því að vera 24% af VLF í ríflega 90%.



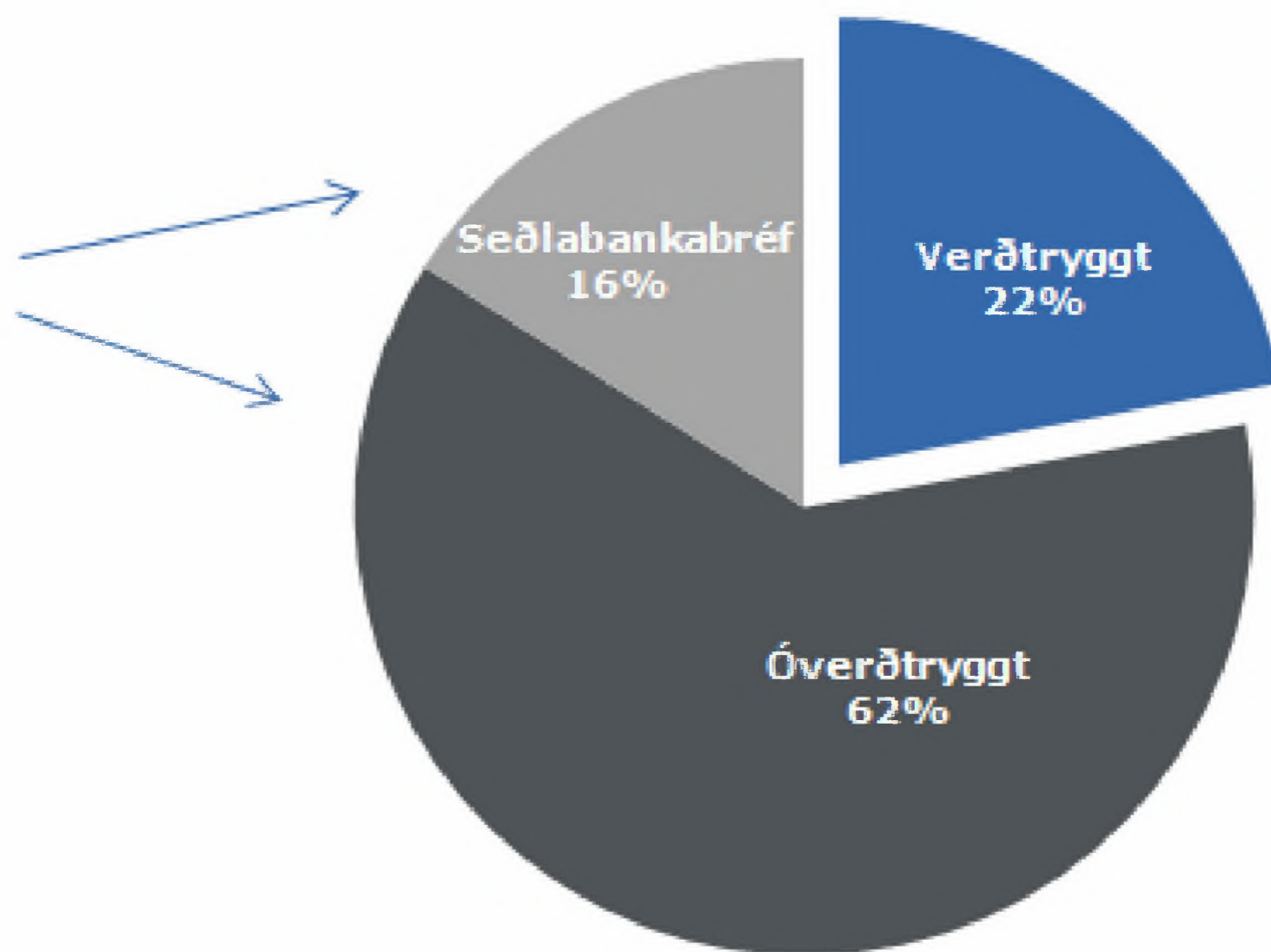
Heimild: IMF

Ríkissjóður skuldar mestmegnis óverðtryggt....

Íslenska ríkið leggur mesta áherslu á útgáfu óverðtryggðra ríkisbréfa sem endurspeglast í skiptingu milli verðtryggðra og óverðtryggðra skulda ríkissjóðs (sjá mynd hér að neðan). Vegna mikilvægis óverðtryggðra skulda í heildarskuldum ríkissjóðs þá tekst ríkissjóði að minnka skuldir sínar hlutfallslega hraðar með verðbólgunni (án þess að greiða niður skuldir). Nú hefur hefur verið ákveðið að skuldbreyta Seðlabankabréfinu (skuldabréf til endurfjármögnunar Seðlabankans) úr verðtryggðu í óverðtryggt, þannig mun vægi óverðtryggðra skulda ríkissjóðs aukast enn frekar, eða úr 62% í 78% af heildarskuldum ríkissjóðs hér innanlands (sjá mynd hér að neðan).

Innlendar skuldir ríkissjóðs
- hlutdeild verðtryggðra og óverðtryggðra skulda

Óverðtryggðar skuldir ríkissjóðs eru 78% af heildinni eftir breytingar á Seðlabankabréfinu



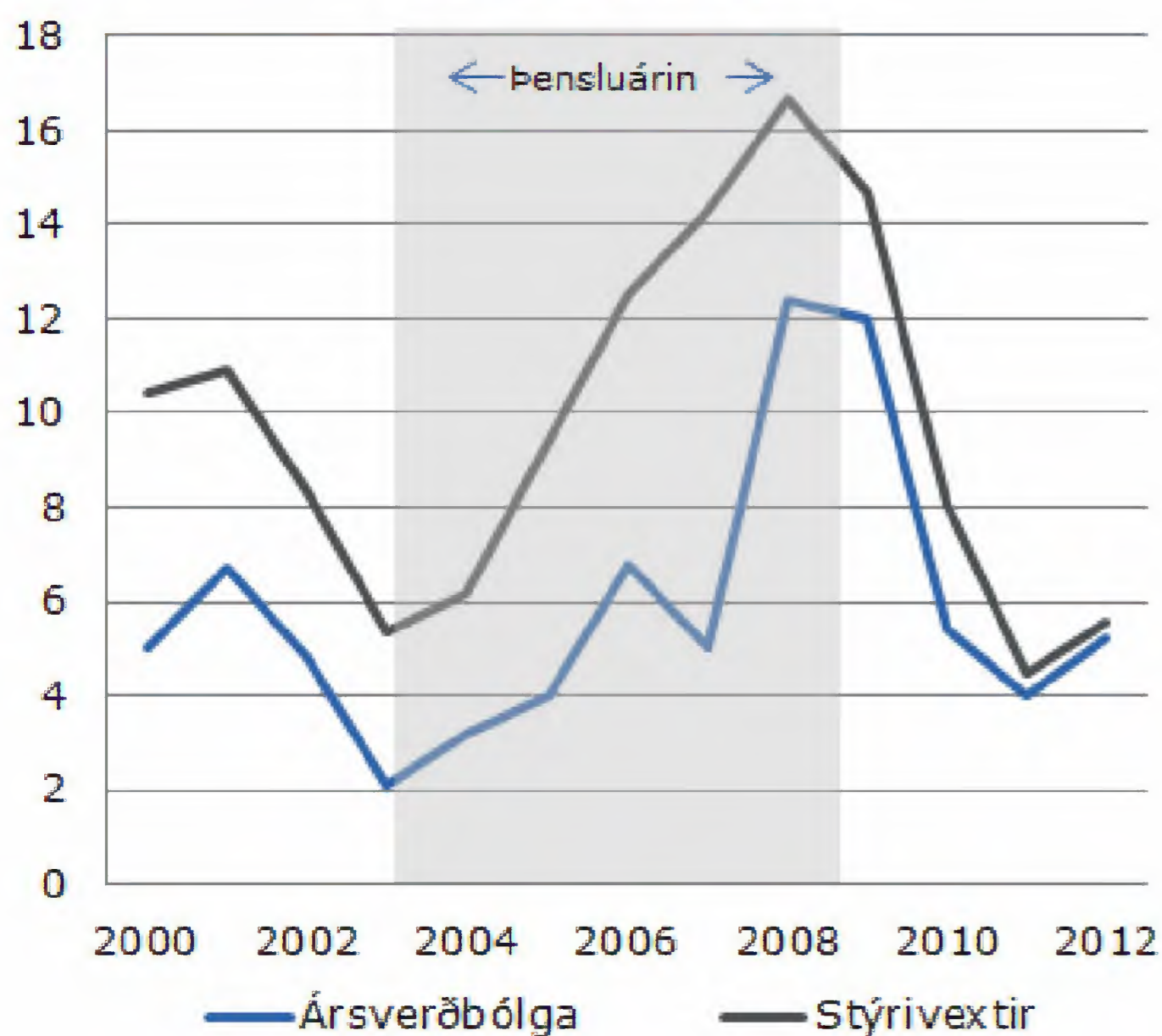
Heimild: Fjármálaráðuneytið

...sem skapar minni hvata til að ná niður verðbólgunni

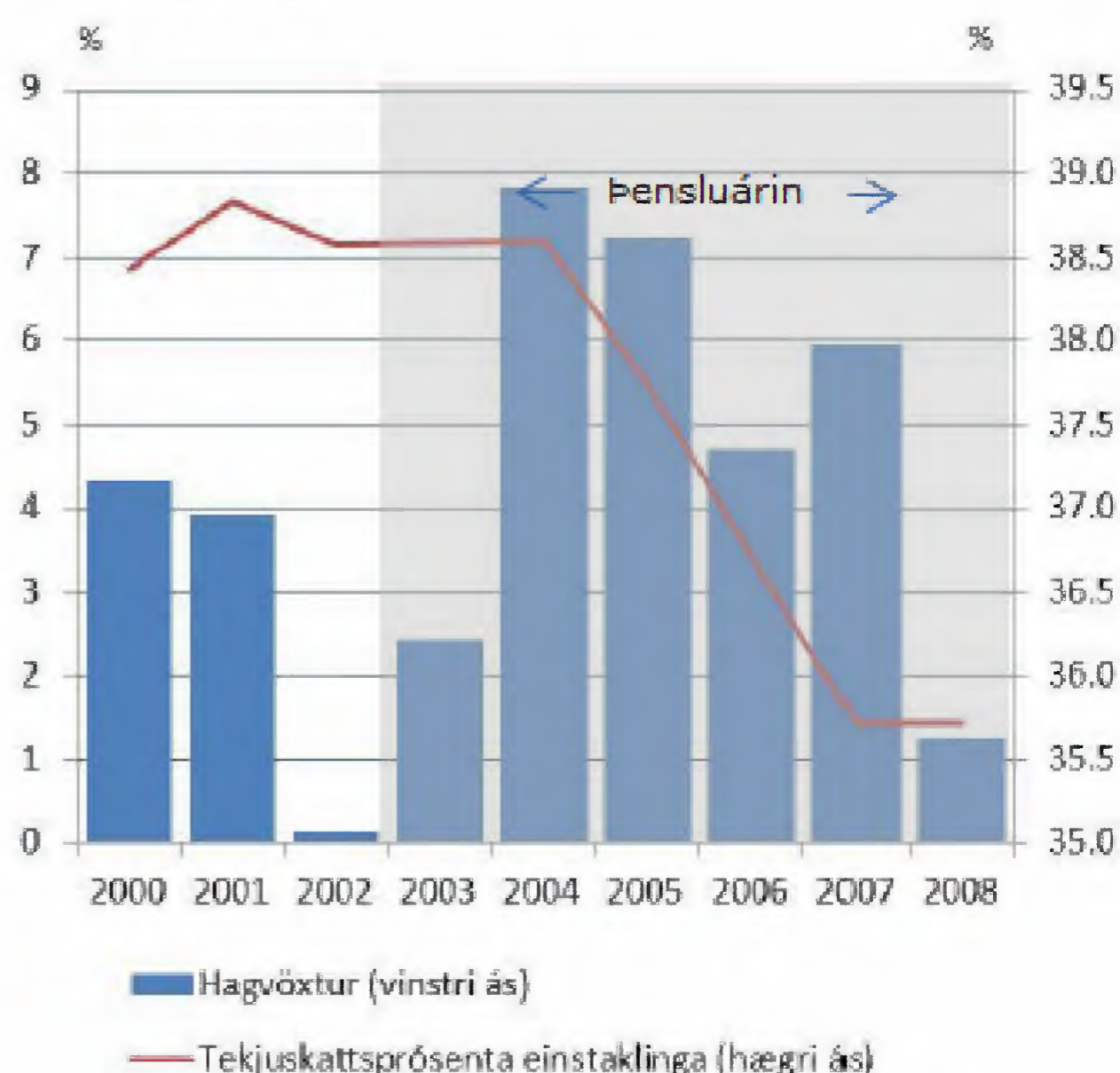
Reynslan hefur sýnt að samspil peningamála og ríkisfjármála hefur ekki verið nægjanlegt en á árunum fyrir hrun var hagstjórnin á þá leið að stjórn ríkisfjármála vann oft á tíðum gegn markmiðum Seðlabankans, þ.e. að ná tökum á verðbólgunni á þenslutímum. Skortur var á aðhaldi í ríkisfjármálum á þensluárunum, ríkisútgjöld lögðu umtalsvert til hagvaxtar á sama tíma og skattar voru lækkaðir eins og sést á neðangreindri mynd.

Sögulega séð hefur illa gengið að ná tökum á verðbólgunni en frá því að verðbólguþakmið Seðlabankans var tekið upp hefur ársverðbólgan mælst að meðaltali 6% og verið undir eða á verðbólguþakmiði samtals í 21 mánuð af þeim 145 mánuðum sem liðnir eru frá því verðbólguþakmið var tekið upp. Einn lykilþáttur í að tryggja verðstöðugleika hér á landi er að bæta umgjörð hagstjórnar og tryggja í framtíðinni að stjórn peningamála og ríkisfjármála vinni saman að því markmiði að ná stöðugleika. Þrátt fyrir að það þurfi ekki að vera alslæmt til skamms tíma að lækka skuldir með verðbólgu einkum eftir fjármálaáfall þá er sú hættu fyrir hendi að það skapi vitlausu hvata fyrir ríkið til lengri tíma.

Stýrivextir og verðbólga - ársmeðaltal (%)



Mynd 3.14 Hagvöxtur og tekjuskattsprósenta einstaklinga



Skattprósenta er vegið meðaltal tekjuskatts og hátekjuskatts.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabankinn, myndin til hægri er klippt úr skýrslu SÍ: [Valkosti Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum](#).

Nú þegar hægir á efnahagsbatanum verður vaxtakostnaður íslenska ríkisins sífellt meira íþyngjandi. Öll áform ganga í dag út frá því að ríkissjóður skili afgangi á næsta ári. Hins vegar eru engin áform um að greiða niður skuldir heldur er gengið út frá því að skuldir ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu lækki í gegnum verðbólgu og hagvöxt. Lakar hagvaxtarhorfur, há skuldsetning og hár vaxtakostnaður er ekki öfundsverð staða á komandi árum !

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
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 Markaðspunktur 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 fjármálagemninga 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.

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

