

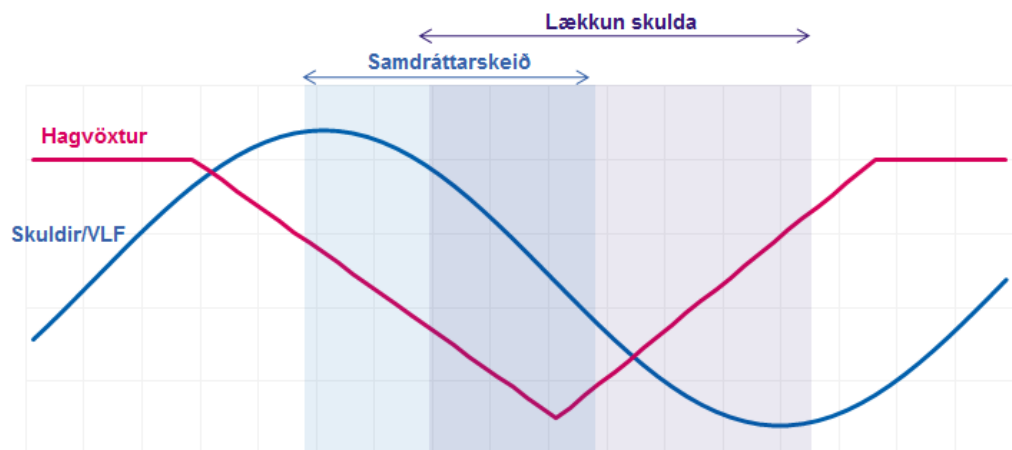
10. apríl 2014

Skuldalækkun fyrirtækja og heimila – er lokaspretturinn framundan?

Í ársbyrjun 2010 gaf McKinsey Global Institute út ítarlega skýrslu um afleiðingar fjármálakreppunnar sem skall á haustið 2008 og hvaða lærdóm mætti draga af hagsögunni. Í ljós kom að síðastliðna öld hafa átt sér stað um 45 tímabil þar sem skuldsetning hefur orðið dragbítur á hagvöxt ýmissa landa og hefur það gjarnan leitt af sér leiðréttingu á skuldum fyrirtækja, heimila og/eða hins opinbera. Slík leiðréttingartímabil koma oft en ekki í kjölfar fjármálakreppa og á það við í um 32 af 45 tilvikum. Færa má rök fyrir því að endurskipulagning á skuldum einkaaðila gegni mikilvægu hlutverki í endurreisn efnahagslífsins í kjölfar fjármálakreppa og spáði McKinsey því árið 2010 að hagvöxtur næstu 5-7 ár myndi ráðast af því hve vel gengi að draga úr skuldsetningu. Áhugavert er að skoða hver árangur Íslands er í þessum efnunum og hvaða lærdóm má draga frá hagsögunni.

Skuldaleiðréttingar og fjármálakreppur

Í gegnum hagsöguna hafa fjórar leiðir verið algengar þar sem hagkerfi vinna sig út úr yfirsuldsetningu. Algengasta leiðin er beiting aðhaldsaðgerða þar sem skuldir vaxa hægar en landsframléiðsla og lækkar því skuldahlutfallið með tímanum, en 16 af þeim 32 löndum sem voru skoðuð fóru þá leið. Önnur leið er lækkun skulda í gegnum mikið verðbólgu skeið þar sem verðbólga er há og landsframléiðslan vex hratt að nafnvirði. Það leiðir að lokum til þess að skuldir lækka sem hlutfall af landsframléiðslu. Þriðja leiðin er lækkun skulda í gegnum gjaldþrot einkaaðila og afskriftir á kröfum en fjórða og sjaldgæfa leiðin er sú að sterkur hagvöxtur komi í kjölfar fjármálakreppunnar. Eftirfarandi mynd sýnir hina dæmigerðu hagsveiflu sem hefur átt sér stað í gegnum hagsöguna. Þar má sjá hvernig dregur úr hagvexti þegar skuldir ná hámarki og við tekur tímabil þar sem landsframléiðsla dregst saman samhliða því sem skuldir lækka sem hlutfall af landsframléiðslu. Hagvöxtur tekur síðan við sér þegar skuldahlutfallið hefur lækkað umtalsvert og staða fyrirtækja og heimila hefur batnað sem leiðir af sér aukna fjárfestingu og einkaneyslu. Taflan að neðan sýnir meðaltalshagvöxt á hverju skeiði fyrir sig í gegnum hagsveifluna.



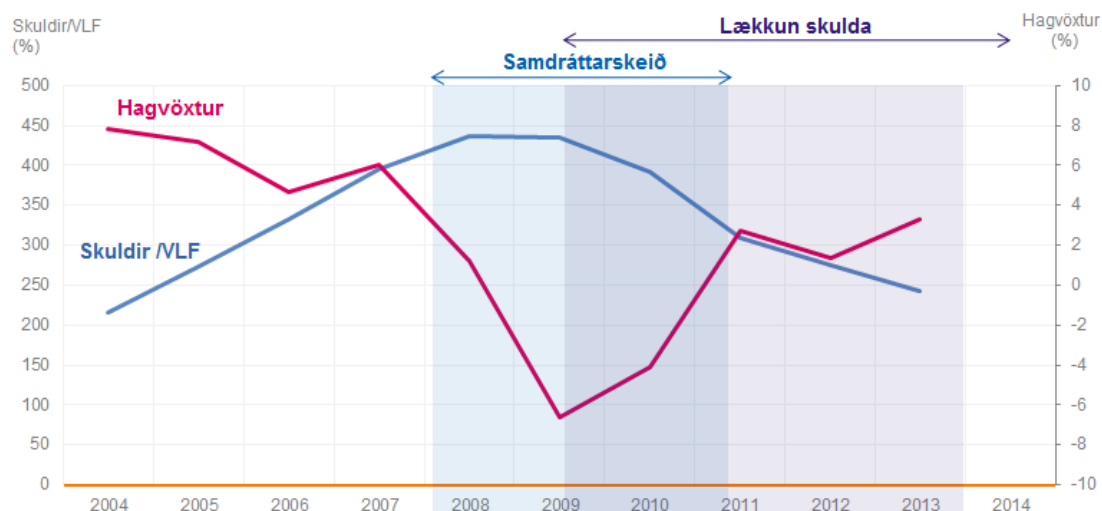
Meðaltals hagvöxtur á ári fyrir og eftir fjármálakreppur	10 ár	1-2 ár	2-3 ár	4-5 ár	10 ár
Aðhaldsaðgerðir	4,7	0,6	-0,6	4,8	3,2
Verðbólgu skeið	4,3	-1,7	-1,4	4,1	4,2
Gjaldþrot og afskriftir	4,3	-1,8	-3,0	5,7	4,8
Hagvöxtur	7,9	0,8	12,8	2,3	
Vegið meðaltal	4,6	-0,5	-1,3	5,1	3,8

Heimild: McKinsey Global Institute, Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences

Umtalsverður árangur í lækkun skulda á síðastliðnum árum

Ef við skoðum efnahagspróunina á Íslandi á myndinni hér að neðan sést að hún er nokkuð í takt við hagsöguna þar sem hægir á hagvexti þegar skuldsetningin nær hámarki upp úr 2008 og við tekur tímabil skuldalækkunar og samdráttar í hagkerfinu. Í kjölfar lækkun skulda fyrirtækja og heimila tekur hagvöxtur við

sér á ný og er það sú þróun sem við höfum séð síðastliðin þrjú ár þar sem hagvöxtur hefur verið nokkuð sterkur hér á landi miðað við mörg vestræn ríki. Það má segja að lækkun skulda í einkageiranum hafi átt sér stað að miklu leyti í gegnum gjaldþrot og afskriftir skulda en að opinberi geirinn hafi farið aðhaldsleiðina með bæði tekju- og útgjaldaaðgerðum í ríkisfjármálum. Taflan hér að neðan sýnir hagvöxt á Íslandi, Bretlandi, Bandaríkjunum og í Evrópusambandslöndum að meðaltali á mismunandi skeiðum á árabílinu 1997 til 2013.

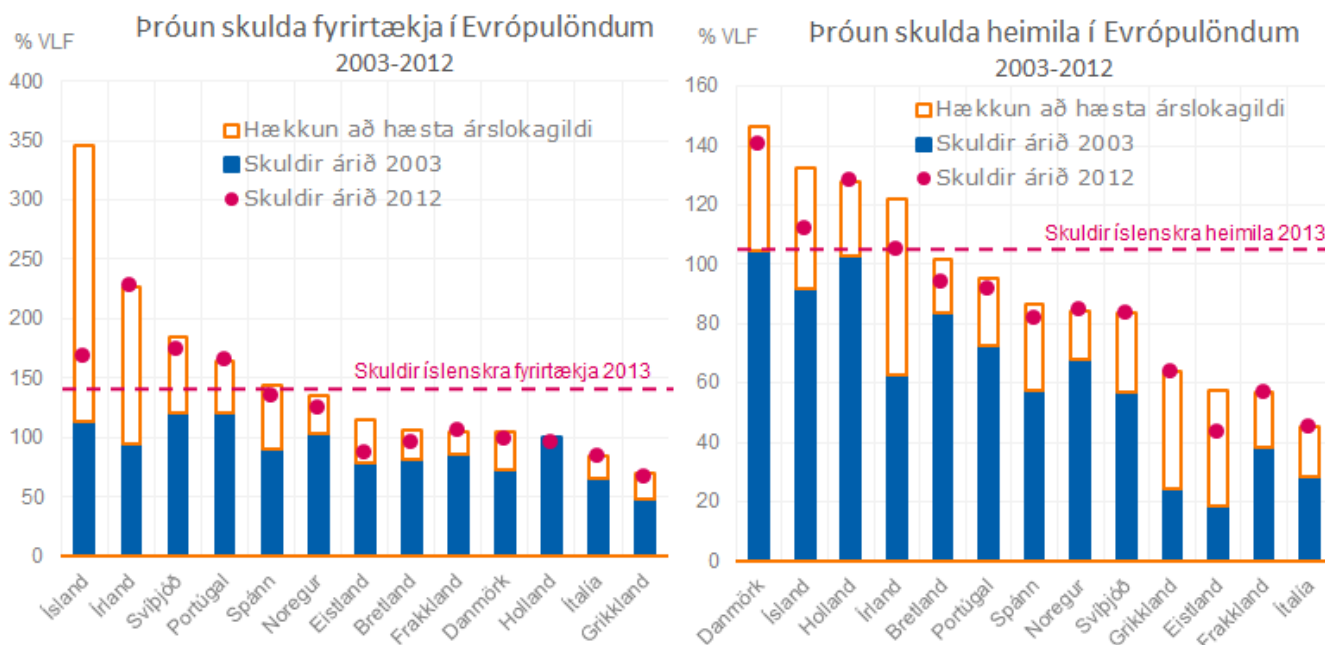


Meðaltals hagvöxtur á ári fyrir og eftir fjármáلاكreppur	10 ár	1-2 ár	2-3 ár	4-5 ár	10 ár
Ísland	4,7	1,2	-5,4	2,5	
Bretland	3,3	-0,8	-5,2	1,2	
Bandaríkin	3,2	-0,3	-2,8	2,3	
Evrópusambandslönd	2,6	0,4	-4,5	0,8	
Árabílin	1997-2007	2008	2009-2010	2011-2013	

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Eurostat

Lækkun skulda mun ýta undir fjárfestingu og einkaneyslu

Stóra spurningin er hvort lækkun á skuldum fyrirtækja og heimila sé það vel á veg komin að við munum sjá sterkari vöxt í fjárfestingu og einkaneyslu á komandi árum. Myndirnar hér að neðan sýna skuldapróun fyrirtækja og heimila á Íslandi og öðrum Evrópulöndum síðastliðin áratug. Bláu súlurnar sýna skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu árið 2003 og hvítu súlurnar hæsta árslokagildi síðastliðin ár. Rauðu punktarnir sýna skuldahlutfallið í árslok 2012 og einnig er punktalína sem sýnir skuldahlutfall á Íslandi í árslok 2013.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Eurostat

Þegar litið er til stöðu fyrirtækja sést hve mikill árangur hefur náðst í lækkun skulda en þó má rekja um helming af lækkuninni til eignarhaldsfélaga og snertir það raunhagkerfið í minna mæli. Einnig er rétt að skoða skuldir fyrirtækja í víðara samhengi en sem hlutfall af landsframleiðslu. Þá kemur fram í nýju riti Seðlabankans um fjármálastöðugleika að skuldir 500 veltumestu fyrirtækja sem hlutfall af EBITDA hefur farið lækkandi úr 12,8 árið 2008 í um 7,7 árið 2012 og sömuleiðis hefur eiginfjárlutfallið farið vaxandi úr 20% í um 36% á sama tímabili. Í ljósi þessa gerum við ráð fyrir, í nýlegri [hagspá Greiningardeildarinnar](#), að

aukið svigrúm sé til fjárfestingar hjá fyrirtækjum. Það stafar að hluta til af lækkun skulda og mun fjárfesting eiga meiri þátt í hagvexti á komandi árum en verið hefur síðastliðin ár og þá mun atvinnuvega- og íbúðafjárfesting veða þungt.

Skuldir heimila hafa einnig lækkað þó nokkuð frá hæsta árslokagildi og hafa lækkað umtalsvert hraðar en í öðrum Evrópulöndum. Engu að síður eru skuldirnar nokkuð meiri en í samanburðarlöndunum. Þá þarf að hafa í huga að skuldaleiðrétting ríkisstjórnarinnar mun koma fram á næstu árum og ýta undir að efnahagsreikningur heimila mun halda áfram að batna. Við teljum því að heimili muni hafa aukið svigrúm til einkaneyslu og að það muni endurspeglast í vaxandi einkaneyslu á komandi misserum.

Hafa þarf í huga að vaxandi einkaneysla og fjárfesting getur haft áhrif til hins verra á viðskiptajöfnuðinn með auknum innflutningi. Til að veða upp á móti þeirri þróun er mikilvægt að auka þjóðhagslegan sparnað og geta ríkisfjármálin gegnt lykilatriði í því samhengi. Með aðhaldi í ríkisfjármálum má auka þjóðhagslegan sparnað og er því framlagning [frumvarps um opinber fjármál](#) ánægjuleg tíðindi. Þar koma fram þrjár fjármálareglur sem snúa að afkomu og efnahag ríkissjóðs og verður áhugavert að að fylgjast með umfjöllun Alþingis um frumvarpið og framvindu mála þegar kemur að því að hrinda nýju fjárlagaferli í framkvæmd.

Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is
444-6981

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is
444-6910

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is
444-6993

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is
444-6959

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)