

30. júní 2015

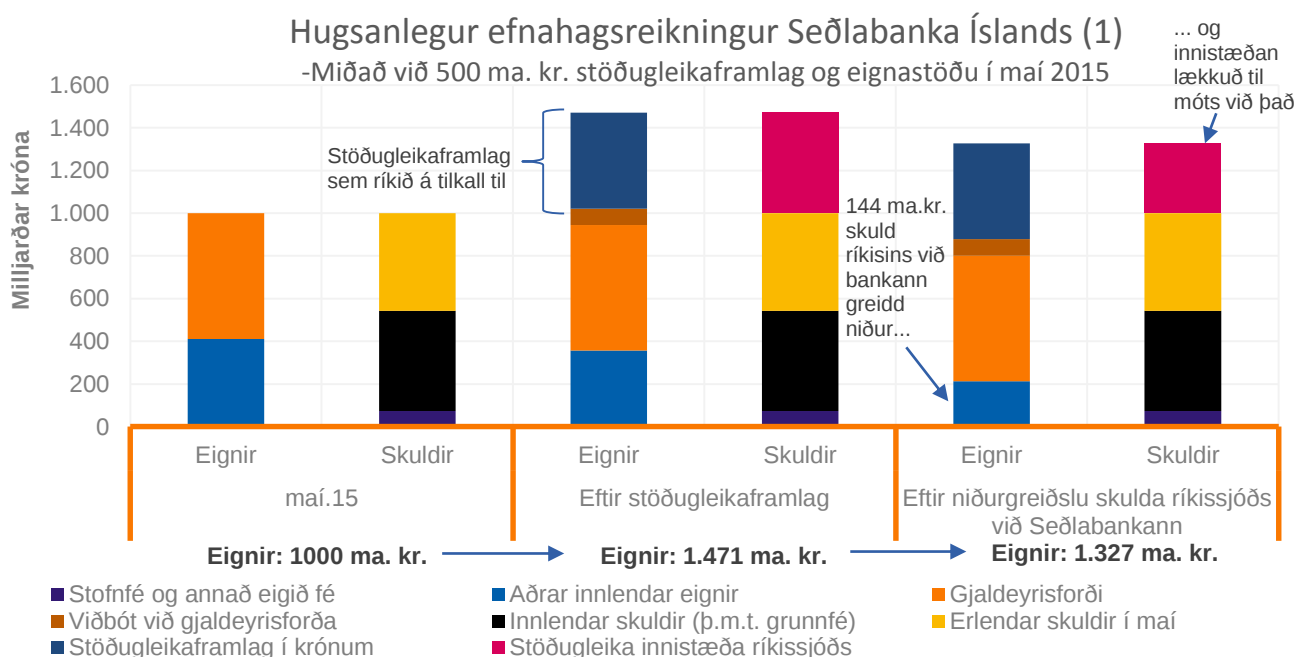
Hvernig lækjum við skuldir ríkissjóðs?

Langþráð áætlun um losun fjármagnshafta var kynnt fyrr í þessum mánuði. Áætlunin virðist vera til þess fallin að stuðla að losun snjóhengjunnar og uppgjöri slitabúa með lágmarksáhrifum á greiðslujöfnuð og raunhagkerfið eins og við fjölluðum um í [Markaðspunkti í síðustu viku](#).

Í áætlun stjórnvalda er gert ráð fyrir að stöðugleikaframlag slitabúa föllnu bankanna verði nýtt til þess að lækka skuldir ríkissjóðs. Samkvæmt frumvarpi um stöðugleikaskatt skal tilgreina í frumvarpi til fjárlaga áætlaða meðferð og ráðstöfun þessara fjármuna. Ráðherra er skylt að hafa samráð við Seðlabanka Íslands um mat á áhrifum ráðstöfunar skattsins. Þó er ekkert sem ótvírætt skuldbindur stjórnvöld til að nota skattinn til að lækka skuldir samkvæmt frumvarpinu. Enn fremur er ekkert í líkingu við ofangreint skilyrði sem bindur stjórnvöld ef nauðasamningar fást samþykktir og stöðugleikaframlag innheimtist í stað stöðugleikaskatts.

Ríkissjóður fær miklar eignir í fangið

Samkvæmt frumvarpi um breytingar á lögum um fjármálafyrirtæki getur afrakstur stöðugleikaframlagsins runnið inn á efnahagsreikning Seðlabankans. Óvíst er hversu hátt stöðugleikaframlagið verður sökum óvissu um endurheimtur og þróun eignaverðs, t.d. verðmætis nýju bankana. Þó hafa tölur eins og 500 ma.kr. verið nefndar í þessu samhengi¹. Sú tala er inni á nokkuð breiðu bili útreikninga Greiningardeildar svo við gefum okkur hér að íslenskar eignir í stöðugleikaframlaginu verði 500 ma.kr. Af þeim munu að hámarki 40 ma.kr. renna í ríkissjóð til að bæta upp fyrir skatt sem slitabúin hefðu annars greitt á árunum 2016-2017. Þar fyrir utan verða 11 ma.kr. ríkisvixlar í eigu slitabúanna greiddir upp. Við gerum því ráð fyrir að 449 ma.kr., sem kalla má „stöðugleikainnstæðu“, verði lagðir inn í Seðlabankann. Mikilvægt er að hafa í huga að þessi upphæð er fugl í skógi en ekki í hendi, en aðalatriðið er að verulegir fjármunir munu að öllum líkindum renna til ríkisins - í þessu tilviki um ¾ af árlegum ríkisútgjöldum.



Við þetta gjörbreytist efnahagsreikningur Seðlabankans eins og sjá má á myndinni hér að ofan. Í lok maí voru eignir Seðlabankans tæplega 1000 ma. kr. Með stöðugleikaframlaginu (og gjaldeyrisinnlánum ríkisins) hækka eignirnar um nærri því helming, eða upp í 1.471 ma.kr. Ríkið skuldar Seðlabankanum tæpa 144 ma.kr. sem falla undir innlendar eignir bankans. Seðlabankinn og stjórnvöld hafa sagt að fyrsta skrefið, eftir

¹ Við gerum einnig ráð fyrir 77 milljörðum króna í gjaldeyri frá slitabúunum eins og lagt er til í erindum frá þeim. Þar af 22 ma. kr. til ríkisins sem er lagt inn á Seðlabankann sem gjaldeyrisforði og 55 ma. kr. vegna lánveitingar Seðlabankans sem slitabúin munu endurfjármagna.

að ríkið fær stöðugleikaframlagið í hendurnar, verði að greiða niður skuld ríkisins við Seðlabankann, svo við gerum ráð fyrir því að sú verði raunin. Við það lækkar „stöðugleikainnstæða“ ríkisins um það sem því nemur og verður 328 ma.kr., þannig að heildareignir Seðlabankans verða 1.327 ma.kr.

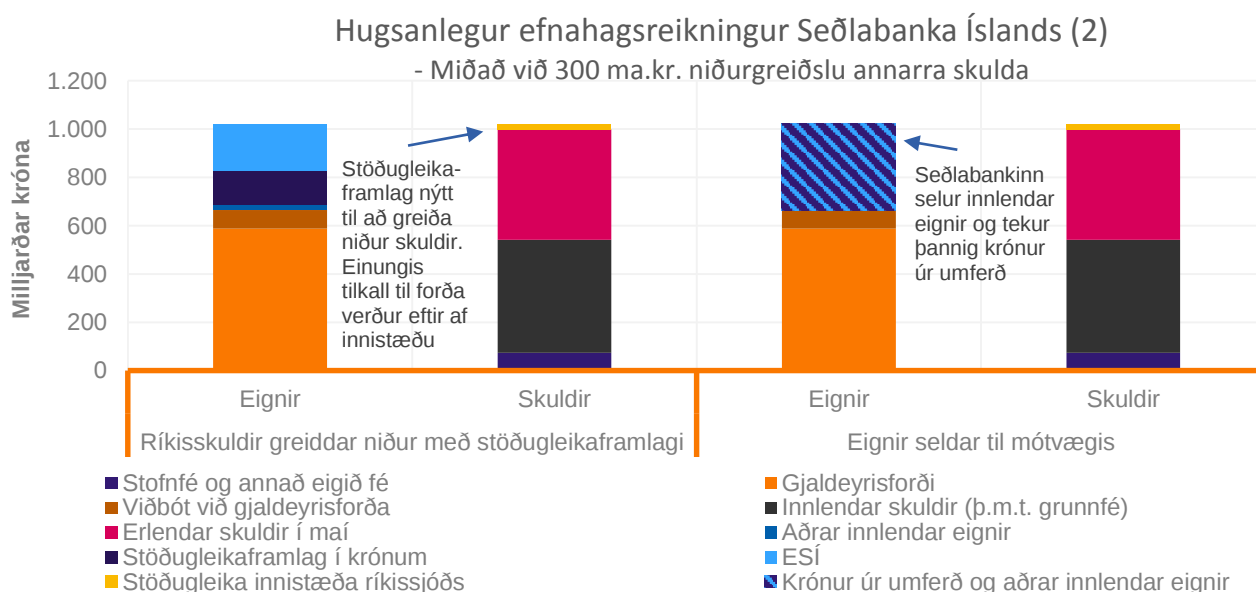
Hvernig verða aðrar skuldir ríkissjóðs greiddar niður?

Miðað við dæmið hér að ofan hefur ríkið því úr rúmlega 300 ma.kr. að móða eftir að skuld ríkisins við Seðlabankann hefur verið greidd upp. En það er torvelt að lækka ríkisskuldir um 300 milljarða króna án þess að það hafi áhrif á markaði og hagkerfið í heild. Ef Seðlabankinn kaupir upp ríkisskuldir með stöðugleikaframlaginu, virkjar hann óvirkt peningamagn sem hefur að mestu leyti legið án hreyfingar inni í slitabúunum undanfarin ár. Slíkt myndi að öllum líkindum leiða af sér meiri verðbólgu og/eða eignabólu. Ástæðan er sú að veltuhraði peningamagns í umferð myndi aukast. Skv. peningamagnskeningunni, sem sjá má í jöfnunni hér að neðan, er veltuhraði peninga, margfaldaður með peningamagni, jafn og landsframleiðsla á nafnvirði. Landsframleiðsla breytist hægt yfir tíma svo að nær öll aðlögunin að auknum veltuhraða færi að óbreyttu í gegnum verðlag.

$$\text{Peningamagn} * \text{Veltuhraði peninga} = \text{Landsframleiðsla} * \text{Verðlag}$$

Seðlabankinn hefur þó tól til að bregðast við með því að draga úr peningamagni til móts við aukinn veltuhraða sem hlýst af áður óvirku peningamagni, samhliða því sem skuldir eru greiddar niður. Ekki hefur verið gefið út hvernig það verður gert en á myndinni hér að neðan má sjá hvernig slík aðgerð gæti mögulega litið út. Vinstra megin má sjá hvernig efnahagsreikningurinn lítur út ef ríkið greiðir upp innlendar skuldir fyrir fjárhæð sem samsvarar „stöðugleikainnstæðunni“.

Við skulum þó reikna með því að niðurstaðan verði meira í líkingu við það sem er hægra megin á myndinni. Þá eru eignir Eignasafns Seðlabankans (ESÍ), stöðugleikaframlagið og aðrar innlendar eignir seldar jafnóðum til mótvægis við lækkun skulda. Við það myndast 300 ma.kr. krónueign í Seðlabankanum sem verður lokuð þar inni og telst því ekki sem peningamagn í umferð eða virkt peningamagn. Framkvæmd þessa ferlis og tímasetningar niðurgreiðslu skulda annars vegar og sölu eigna hins vegar eru algjör lykilatriði.



Heimildir: Seðlabanki Íslands. Greiningardeild Arion banka

Heildarniðurstaðan eftir að búið er að greiða niður um 450 ma.kr. af skuldum ríkissjóðs, sem er um þriðjungur þeirra, er óbreytt peningamagn í umferð og nánast óbreytt eignastaða Seðlabankans. Rétt er að taka fram að í þessu dæmi er gert ráð fyrir að ekkert annað breytist, enda nær ómögulegt að spá almennt fyrir um hvernig efnahagsreikningur seðlabanka þróast. Ennþá mikilvægara er að átta sig á að dæmið byggir á því að í stöðugleikaframlaginu og ESÍ verði annars vegar nægir peningar til greiða upp skuldir ríkissjóðs og hins vegar nægar ókvikar eignir til að selja og draga úr peningamagni í umferð. Takist það ekki fellur dæmið um sjálft sig, sem lýsir því hversu flókið þetta ferli kann að vera. Dæmið er einungis sett upp til þess að gera sér í hugarlund hvernig þessi aðgerð gæti litið út. Stjórnvöld og Seðlabankinn hafa ekki enn gefið út hvernig lækkun ríkisskulda verður framkvæmd, en þó sagt nokkuð afdráttarlaust að það verði að leggjast í einhverjar mótvægisáðgerðir. Þá er afar líklegt að ekki þurfi að beita mótvægisáðgerðum fyrir alla 300 milljarðana, þar sem hluti þeirrar fjárhæðar er í raun í umferð, t.d. vegna starfsemi nýju bankanna.

En hvað þýðir þetta?

Það verður ekki áreynslulaust að lækka skuldir ríkissjóðs og halda peningamagni óbreyttu samtímis. Til þess að það sé mögulegt verður sala eigna að takast vel til. Íslenskur fjármálamarkaður er lítill og seljanleiki er almennt lítill. Þess vegna gæti mikil vinna og tími farið í að koma eignunum í verð. Viðskipti af þessari

stærðargráðu gætu haft haft raskandi áhrif ef þau eru framkvæmd á skömmum tíma. Til að setja upphæðina, 300 ma. kr. í samhengi var markaðsvirði skráðra félaga í Kauphöll Íslands (utan Össurar) um síðustu áramót um 500 milljarðar króna, eða svipað heildarvirði stöðugleikaframlagsins í okkar dæmi. Þar af leiðandi virðist ljóst að heildarskuldir ríkissjóðs verða ekki lækkaðar í einu veffangi þó að nettóskuldir lækki og vaxtabyrði léttist.

Það má líka velta því fyrir sér hvernig þessi markmið samrýmast áframhaldandi kaupum Seðlabankans á gjaldeyri. Til þess að slíkar aðgerðir auki ekki peningamagn í umferð þarf einnig að stuðla að mótvægisáðgerðum, sem gæti gert skuldalækkunir sem ógna ekki stöðugleika ennþá flóknari.

Það krefst aga og útsjónarsemi Seðlabankans og stjórnvalda að láta slíka skuldalækkun heppnast þannig að hún ógni ekki stöðugleika. Að okkar mati væri æskilegt að setja fastari skorður á að fjármunir frá slitabúnum nýtist eingöngu til niðurgreiðslu ríkisskulda, eins og markmið um verðlags- og fjármálastöðugleika leyfa. Stjórnámálamenn og aðrir Íslendingar gætu því þurft að sýna þolinmæði gagnvart lækkun skulda ríkissjóðs á næstu árum og stilla væntingum sínum í hof. Að því sögðu erum við samt sem áður nokkuð bjartsýn á að það geti tekist með góðum árangri og fögnum því að nýta eigi afrakstur stöðugleikaframlags, eða hugsanlega stöðugleikaskatts, til að grynka á skuldum ríkissjóðs.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson, ábm.
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

[Hér má finna fyrirvara](#)