

Sérrit fjármálaráðs, 03/2024

Mat erlendra aðila á skuldastöðu hins opinbera

Samantekt/ÓH

Sérrit 03/2024 Mat erlendra aðila á skuldastöðu hins opinbera

Matsfyrirtæki og alþjóðastofnanir fjalla um efnahagsmál hér á landi, þ.m.t. skuldir og afkomu hins opinbera. Hér á eftir verður fjallað um helstu niðurstöður mats þeirra á stöðu opinberra fjármála þar sem skuldastaða fær mesta athygli.

Moody's

Moody's birti greinargerð 15. júlí 2023 og staðfesti A2 mat sitt og færði það úr stöðugu í jákvætt. Helstu ástæður fyrir bættu mati eru árangur stjórnvalda við að lækka halla á rekstri hins opinbera og lækkandi hlutfall opinberra skulda af landsframleiðslu. Með því móti aukist líkurnar á að byggt verði hraðar upp viðnám til að mæta áföllum. Því til viðbótar telur matsfyrirtækið auknar líkur á góðum vexti helstu atvinnuvega og að yfirstandandi átak til að auka fjölbreytni í atvinnulífinu muni minnka áhrif áfalla á efnahagslífið í framtíðinni.

Staðfesting A2 lánshæfismats byggi á mikilli auðlegð og sterku stofnanakerfi sem vegi á móti smæð efnahagslífsins, sem valdi meiri hættu á sveiflum á hagvexti. Þrátt fyrir aukna fjölbreytni í atvinnulífi sé Íslandi hætt við áföllum í lykilgreinum, einkum þeim sem snerta ferðapjónustu. Þá segir að þrátt fyrir undanfarna og væntanlega styrkingu opinberra fjármála, séu mælikvarðar á opinberar skuldir enn óhagstæðir í samanburð við sambærileg ríki. Þannig hafi opinberar skuldir verið 68,7% af VLF árið 2022 en hafi á sama tíma verið 49% hjá ríkjum með A lánsfjármat. Moody,s telur skuldbindingu (e. full value of the guarantee) vegna Íbúðarlánasjós með í skuldum.

Bendir matsfyrirtækið á að hluti opinberra skulda séu verðtryggðar, sem valdi eitthvað þyngrri stöðu en hjá sambærilegum ríkjum. Fyrirtækið bendir einnig á að hið opinbera á Íslandi ráðstafi um 6,6% af tekjum í vaxtagreiðslur, meðan miðgildi ríkja með A mat sé 2,8%.

Moody's bendir á mikla gjaldeyrissjóði Seðlabankans og sterka jákvæða stöðu þjóðarbúsins út á við sem styrkleika, auk öflugs lífeyrissjóðakerfis og jákvæðra vaxtarmöguleika helstu atvinnuvega.

Fitch Ratings

Fitch birti mat sitt 1. september 2023, er í því staðfest A lánshæfismat, með stöðugum horfum. Helstu niðurstöður Fits eru að matið endurspegli mjög háar tekjur á íbúa og stjórnunarhætti sem eru í samræmi við ríki sem falla í flokka AAA og AA. Byggðir hafir verið upp öflugir varasjóðir og gjaldeyrisforði sem dragi úr hættu (vulnerability) af völdum erlendra áfalla og úr hugsanlegri áhættu af erfiðleikum í greiðslujöfnuði. Sterkir fjármálainnvíðir byggi á öflugu lífeyrissjóðakerfi, traustu bankakerfi auk traustra efnahagsreikninga einkafyrirtækja. Það sem haldi aftur af hærra lánshæfismati sé smæð hagkerfisins með fábreyttum útflutningsgreinum og hátt hlutfall opinberra skulda.

Fits áætla að opinberar skuldir lækki, sem hlutfall af VLF, úr 68,2% árið 2022 í 62,9% árið 2023. Lánshæfismatið sé í samræmi við 50,6% miðgildi skuldahlutfalls hjá sambærilegum ríkjum (peers) sem eru með A einkunn. Bendir fyrirtækið á að hlutfall vaxtagjalda af tekjum (sem fyrirtækið áætla að verði 10,3% árið 2023) sé umtalsvert hærra en hjá sambærilegum ríkjum með A einkunn (3,6%), sem skýrist að hluta af því að stór hluti opinberra skulda, eða 42% af skuldum ríkissjóðs, sé verðtryggður.

Fitch Ratings staðfesti A lánshæfismat sitt 1. mars 2024, með nánast sömu rökum og fram komu í fyrra mati hér að ofan. Til styrkleika teljist háar tekjur á íbúa og traust stjórnkerfi, auk styrkra varasjóða og efnahagsreikninga fyrirtækja og fjármálastofnana. Það sem heldur aftur af hærra mati sé smæð hagkerfisins, fábreytni í útflutningi og háar opinberar skuldir.

Standard & Poors (S&P)

S&P hækkaði mat sitt fyrir Íslands í nóvember 2023 úr A með jákvæðum horfum í A+ með stöðugar horfur. Fyrr á árinu hafði S&P uppfraði A - mat sitt, úr stöðugum horfum í jákvæðar. Byggir nýtt mat einkum á öflugum hagvexti og aðgerðum stjórnvalda til að styrkja stöðu opinberra fjármála, ekki síst til að vinna móti verðbólgu.

Fyrirtækið telur að öflugur vöxtur ferðaþjónustu styðji við 3,8% hagvöxt árið 2023, auk þess muni innlend eftirspurn einnig leggja lóð á vogarskálar hagvaxtar næstu ára. Vegna áframhaldandi áherslu stjórnvalda á að ná jafnvægi í opinberum fjármálum mun, að mati fyrirtækisins, opinber hallarekstur verða innan við 2% af landsframleiðslu fram til 2026. Á sama tíma muni umfang innlendar orkuöflunar verja landið fyrir hugsanlegum frekari óróa á alþjóðlegum orkumörkuðum. Ef opinber fjármál, eða ytri staða þjóðarbúsins, versna markvert miðað við spár S&P myndi þetta mat líta verr út. Slík staða gæti til dæmis komið upp af óvænt áfall hamlaði ferðaþjónustu. Að sama skapi myndi bætt staða opinberra fjármála, svo sem vegna meiri hagvaxtar eða aukinna aðhaldsaðgerða stjórnvalda, bæta myndina..

Við mat sitt miðar S&P við opinberar skuldir að frádregnum peningalegum eignum, það er hreinar skuldir. Þá telur matsfyrirtækið ekki skuldir íbúðalánasjóðs með opinberum skuldum, heldur flokkar þær sem ríkisábyrgðir, en telur þess í stað með opinberum skuldum núvirtan mismun eigna og skulda sjóðsins. Á þann mælikvaða gerir fyrirtækið ráð fyrir að opinberar skuldir lækki í 41% af VLF árið 2026, úr um 46% árið 2023.

Sterk staða þjóðarbúsins út á við með styrka gjaldeyrisvarasjóði í Seðlabanka auk stöðugs stjórnkerfis og árangursríkrar stefnumótunar styðja við bætt mat. Það sem heldur aftur af lánshæfismati S&P eru sveiflur vegna smæðar opins hagkerfis landsins og takmarkað bit peningastjórnar í ljósi þess hve mikil áhrif þróun ytri aðstæðna getur haft á verðlagsþróun innanlands. Fyrirtækið telur ólíklegt að sú staða breytist í bráð.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

AGS birti í júní 2023 skýrslu um Ísland (Article IV Consultation). Í henni er í viðauka III fjallað sérstaklega um sjálfbærni opinberra skulda. Helstu niðurstöður eru að opinberar skuldir á Íslandi séu sjálfbærar til meðallangs tíma og helstu veikleikar séu viðráðanlegir. Tiltölulega stuttur lánstími, eða endurgreiðslutími skulda, er talin til veikleika. Stór markaður stofnanafjárfesta, einkum lífeyrissjóða, og að lágt hlutfall skulda í íslenskum krónum í eigu erlendra aðila, er metið til styrkleika.

Samkvæmt greiningu AGS voru opinberar skuldir rúmlega 68% af VLF í árslok 2022, og nettó skuldir 57%, það er skuldir að frádregnum sjóðum og innistæðum (án varasjóða Seðlabanka). Heildarskuldir lækkuðu um 7% af VLF vegna áhrifa hækkunar landsframleiðslu auk tekna af sölu á hlut í Íslandsbanka og að gengið var á sjóði til að greiða niður skuldir. Fjármögnun ríkissjóðs hafi nær alfarið farið fram innanlands og eigi lífeyrissjóðir um 40% af innlendum skuldabréfum, innlendir bankar um 25% og erlendir aðilar eigi 5% af skuldabréfum sem gefin eru út innanlands.

Sjóðurinn bendir á að lítil gengisáhætta sé fólgin í skuldum hins opinbera, en nokkur lausafjár- (liquidity) og vaxtaáhætta. Um 15% af skuldum séu í erlendri mynt, sem eru varðar með erlendum innistæðum ríkissjóðs og Seðlabanka, um 60% skulda séu verðtryggðar í íslenskum krónum, afgangurinn sé óverðtryggður í krónum. Skuldirnar hafi lágan endurgreiðslutíma, eða um 5 ár, skuldabréf í erlendri mynt að meðaltali 3,6 ár og vertryggð bréf með að meðaltali 7 ár. Lágur endurgreiðslutími feli í sér áhættu vegna sveiflna á vaxtakjörum og fjármögnunaráhættu.

Forsendur fyrir mati AGS byggja á áformum stjórnvalda í fjárlögum 2023 og fjármálaáætlun 2024 – 2028. Samkvæmt framreikningi ASG stöðvast skuldahlutfall hins opinbera við 0,4% afgang af frumjöfnuði, mælt í hlutfalli af VLF. Það ætti að nást árið 2026 og er í samræmi við áform stjórnvalda í fjármálaáætlun.

AGS telur að stefnan í opinberum fjármálum árið 2022 hafi ekki verið nægilega aðhaldssöm til að hægja eins mikið á innlendri eftirspurn og með þurfti. Meiri hagvöxtur en gert var ráð fyrir gefi færi á að flýta gildistöku fjármálaeigna til að draga úr efnahaglegu ójafnvægi og byggja upp viðnámsþótt í opinberum fjármálum. Til að styðja við þau markmið leggur sjóðurinn til að stjórnvöld íhugi að: i. Draga úr vexti útgjalda samkvæmt fjármálaáætlun. ii. Fækka fjölda þeirra liða sem falla undir lægra VSK þrep. iii. Endurskoða skattastyrki, þar á meðal þá sem eru ætlaðir til að hvetja til R&D og nýsköpunar.

Efnahags- og framfarastofnunin, OECD, gaf út skýrslu um Ísland í júlí 2023 (OECD Economic Surveys). Áamt því að fjalla um sjálfbærni skulda er fjallað nokkuð ítarlega um opinber fjármál á breiðum grunni. Helsta niðurstaða stofnunarinnar er að auka þurfi aðhald í opinberum fjármálum.

OECD bendir á að eftir að ríkisfjármálin stuðluðu að þenslu til að vinna gegn samdráttaráhrifum Covid, styðji þau nú að aðhaldi í efnahagsmálum. Heildarskuldir samkvæmt uppgjöri þjóðhagsreikninga hafi vaxið úr 61% af VLF í 78% árið 2022. (OECD miðar við heildarskuldir, en ASG miðar við sömu skilgreiningu að frádregnum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum). OECD metur nettó skuldir, sem 23% af VLF. Þannig sé mjög mikill munur á heildarskuldum og nettó skuldum, eins og í fleiri ríkjum OECD, svo sem Kanada. Í tilfalli Íslands sé hlutfallið lágt einkum vegna lausafjäreigna Seðlabankans, sem bendi til þess að nettó skuldir geti verið viðeigandi viðmið við mat á sjálfbærni opinberra fjármála.

OECD fjallar um fjármálaáætlun fyrir árin 2024 – 2028 og fagnar því að stefnt sé að því að draga úr raunvexti ríkisútgjalda og að halda skatttekjum stöðugum í hlutfalli af VLF, en telur að hraðari aðlögun að jafnvægi í opinberum fjármálum hefi verið ákjósanlegri. Bendir stofnunin á að í ljósi viðskiptahalla og hárrar verðbólgu skuli forðast að opinber fjármál stuðli að þenslu, til að tryggja samræmi við peningastefnuna.

Samkvæmt útreikningum OECD hafa opinber útgjöld oftast ekki ýtt undir hagsveifluna undanfarna tvo áratugi, sem sé óæskilegt með tilliti til hagstjórnar. Bent er á að opinber útgjöld hafi þanist út fyrir hrun fjármalakerfisins 2008-9, en dregist saman í kjölfarið. Opinber útgjöld hafi þannig ýtt undir hagsveifluna í tveimur þriðju tilvika frá síðustu aldamótum. Stofnunin bendir einnig á að eftir gildistöku laga um opinber fjármál hafi útgjöldin orðið hlutlausari gagnvart hagsveiflunni en áður, en í uppsveiflunni eftir Covid hafi vöxtur útgjalda aftur magnað hagsveifluna. Í ljósi framangreinds beinir OECD því til stjórnvalda að íhuga upptöku útgjaldareglu.

OECD fjallar um lög um opinber fjármál og hvernig fjármálaeignir og bætt áætlanagerð hafi dregið úr efasemdum um sjálfbærni skulda. Stofnunin telur engu að síður að umgjörð opinberra fjármála geti verið styrkt enn frekar, einkum í ljósi þess að sumar sviðsmyndir benda til vaxandi skuldabyrði til lengri tíma,

einkum vegna aukinna heilbrigðisútgjalda vegna öldrunar þjóðarinnar. Bendir stofnunin á að útgjaldaregla gæti bæði aukið sjálfbærni og sveiflujöfnun við opinberrar fjármálastefnu.

Vegna þess að lífeyrissjóðakerfið á Íslandi er sjálfbært og vel fjármagnað telur OECD að minni áhyggjur þurfi að hafa af kostnaði vegna útgjalda hins opinbera til greiðslu lífeyris til aldraðra. Þá sé atvinnuþátttaka þeirra sem eru eldri mikil og fólk hefji almennt töku lífeyris seinna en í mörgum öðrum ríkjum. Það þýði þó ekki að hækkandi hlutfall aldraðra af mannfjölda hafi ekki áhrif á opinber fjármál. OECD vísar í framreikning fjármála- og efnahagsráðuneytisins, frá árinu 2021, sem bendi til að opinber útgjöld hækki um 3 prósentustig af landsframleiðslu til ársins 2050, þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir minnkandi kostnaði vegna menntunar ungmenna.

Niðurstaða OECD er að til lengri tíma litið ráðist sjálfbærni opinberra skulda af því að gripið verði til nokkurra skipulagsbreytinga. Þar á meðal leggur stofnunin til að viðmiðunarár fyrir töku ellilífeyris, sem nú er almennt 67 ár, verði tengt við hækkandi lífslíkur. Einnig leggur stofnunin til bætt umhverfi fyrir aukna samkeppni á markaði, einkum í byggingariðnaði og ferðaþjónustu, með því að draga úr ströngum leyfisveitingum í þessum greinum. Setja þurfi á fót gagnsæjan heildsölumarkað með raforku, draga úr háum jaðarsköttum annarrar fyrirvinnu (second earner), efla eftirlit með spillingu og auka skatta á kolefni í samræmi við markmið í loftagsmálum. Þá nefnir stofnunin að draga þurfi úr skattatsyrkjum, einkum undanþágum frá virðisaukaskatti í ferðaþjónustu, og leggur til að lagt verði gjaldi á ferðamenn til að fjármagna sjálfbæra þróun.