

Álitsgerð fjármálaráðs um  
tillögu til þingsályktunar um  
fjármálaáætlun fyrir árin  
2021-2025

Fjármálaráð  
8. álitsgerð  
15. október 2020

Axel Hall  
Ásgeir Brynjar Torfason  
Gunnar Haraldsson  
Þórhildur Hansdóttir Jetzek

Álitsgerð þessi er samin af fjármálaráði í samræmi við lög nr. 123/2015 um opinber fjármál og fjallar um tillögu til þingsályktunar um fjármálaáætlun fyrir árin 2021–2025 sem fjármála- og efnahagsráðherra lagði fram þann 1. október 2020 sem þingskjal 2 – 2. mál á 151. löggjafarþingi 2020–2021.

# Efnisyfirlit

<b>Inngangur</b> .....	<b>1</b>
<b>1. Framvindan í stefnumörkun á tímum óvissu</b> .....	<b>3</b>
Mikilvægi formfastrar umgjarðar .....	3
Mesta samdráttarskeið lýðveldissögunnar .....	3
Fjármálaáætlun við lok kjörtímabils .....	4
Tíðindi í fjármálaáætlun .....	4
Undirliggjandi misvægi í afkomu .....	5
Hagstæð skuldastaða gaf aukinn slagkraft .....	6
Frekari frestun fjármálareglna .....	7
<b>2. Efnahagsáfallið</b> .....	<b>8</b>
Áhrif ólíkra framboðsskella .....	8
Áherslur stjórnvalda .....	8
Áskoranir á vinnumarkaði .....	9
Umbætur í opinberum rekstri .....	10
Aðgerðir og áhrif .....	10
<b>3. Efnahagsstefnan, afkoman og óvissan</b> .....	<b>11</b>
Hagþróun og afkoma .....	14
Áhrif kórónuveirufaraldursins og viðbrögð stjórnvalda .....	15
Langtímahorfur og þjóðhagslegt viðnám .....	16
<b>4. Sveiflur og afkoma</b> .....	<b>17</b>
Breytingar í sveiflujöfnun .....	17
Undirliggjandi afkoma versnar .....	17
<b>5. Skuldir, skuldaþróun og fjárfestingar</b> .....	<b>21</b>
Arðsamar fjárfestingar .....	22
<b>6. Lokaorð</b> .....	<b>25</b>

## Rammar

Rammi 1: Samhengi skuldaþróunar, afkomu, einkisliða og hagvaxtar .....	12
Rammi 2: Hreyfanleg sjálfbærni skulda .....	19
Rammi 3: Skuldir og fjárfestingar í alþjóðlegu samhengi .....	24

## Töflur

Tafla 1: Samanburður fjármálastefna og fjármálaáætlana hins opinbera .....	5
Tafla 2: Sértekur ráðstafanir og sveiflujöfnun ríkissjóðs 2020 og 2021 .....	18

## Myndir

Mynd 1: Þróun vísitölu kaupmáttar .....	9
Mynd 2: Breyting á skuldahlutfalli ríkissjóðs eftir uppruna á tímabili áætlunar .....	13
Mynd 3: Breyting á skuldahlutfalli ríkissjóðs eftir uppruna árið 2020 .....	21

## Inngangur

Þetta álit fjármálaráðs er á ýmsan hátt frábrugðið fyrri álitum ráðsins. Síðustu álitargerð þess var skilað til þingsins þann 30. ágúst sl. og fjallaði hún um endurskoðaða fjármálastefnu. Þar var fjallað ítarlega um ýmis vandkvæði sem upp koma við að meta stefnu og áætlanir stjórnvalda við núverandi ástand efnahagsmála og þá óvissu sem uppi er. Þau grunngildi sem lög um opinber fjármál setja sem leiðarljós fyrir umfjallanir ráðsins eiga sum hver illa við í þeim aðstæðum sem nú eru uppi.

Ráðið telur þá sem nú að þakka megi lögum um opinber fjármál og því verklagi sem þau boða fyrir það hve þjóðarbúið er vel í stakk búið til að takast á við núverandi áskoranir. Þá er það mat ráðsins að verklagið hafi staðið af sér þann ólgusjó sem hagkerfið er í. Það birtist t.d. í því að framlögð fjármálaáætlun er á margan hátt gegnsærri en áður og framfarir hafa orðið í framsetningu sviðsmynda og hvernig tekið er tillit til óvissu.

Stjórnvöld hafa boðað að kosningar verði haldnar næsta haust. Að öðru óbreyttu munu stjórnvöld leggja fram nýja fjármálaáætlun í vor og mun hún gilda þangað til að ný áætlun tekur gildi eftir kosningar. Í lögum um opinber fjármál er kveðið á um að fjármálaáætlanir skuli jafnan gerðar til fimm ára og þannig stuðlað að framsýni við áætlanagerðina. Ljóst er að næsta ríkisstjórn mun ekki vera bundin af áætlunum fyrri stjórnar og því er eðlilegt að horfa aðallega til næsta árs hvað varðar áætlanir um opinber fjármál. Líta má á áætlanir um seinni árin frekar sem framreikning en stefnumörkun. Eins og fjallað er um í þessu áliti er tímaramminn engu að síður lengri en sem nemur stjórnartíma einstakra ríkisstjórna og ákvarðanir sem teknar eru nú munu hafa áhrif lengra fram í tímann.

Þrátt fyrir að undirliggjandi skuldastaða opinberra fjármála hafi verið sterk þegar það áfall sem nú þarf að kljást við reið yfir, þá verður ekki framhjá því litið að stjórnvöld hafa nánast alltaf lent í spennitreyju eigin stefnumiða frá því að ný lög um opinber fjármál tóku gildi. Hrósa má stjórnvöldum fyrir ýmislegt á þessu tímabili og þá ekki síst að hafa notað stærstan hluta einskíptistekna til að greiða niður skuldir. En á sama tíma og hagþróunin var mjög hagstæð þá hefur það frekar verið regla en undantekning að stjórnvöld hafi stefnt í að brjóta eigin afkomuviðmið.

Núverandi ástand hefur skiljanlega leitt til þess að stjórnvöld hafa neyðst til að aftengja skulda- og skuldalækkunarreglu auk afkomureglu, eins og þær birtast í lögum. Í framlagðri fjármálaáætlun er gerð grein fyrir því hvernig stjórnvöld sjá fyrir sér að stöðva skuldasöfnunina. Þá hefur verið boðað í lagafrumvarpi að fjármálaráði, við núverandi aðstæður, verði gert að gefa álit sitt á því hvort áætlanir stjórnvalda um stefnumið varðandi skuldir standist. Ef slíkt frumvarp verður samþykkt kallar það ekki einungis á breytt hlutverk fjármálaráðs heldur einnig á breytingu í verklagi bæði ráðsins og stjórnvalda.

Eftir því sem tíminn líður minnkar óvissan um stöðu hagkerfisins eftir kórónaveiruáfallið, en óvissan um framtíðina er enn mikil. Líkt og fjármálaráð hefur ítarlega fjallað um í fyrri álitum sínum þá er sú hagspá sem liggur til grundvallar áætlunum stjórnvalda tæpast þess umkomin að fást við jafn krappar sveiflur í hagkerfinu og við búum við þessa stundina. Þetta vandamál er þeim mun erfiðara og mikilvægara nú en áður, sérstaklega í ljósi þess hve afkoma og skuldahlutfall hins opinbera er háð hagsveiflunni. Í þessu áliti er ítarleg umfjöllun um samspil skulda, vaxtakostnaðar og hagvaxtar.

Í ljósi þess hve skammt er liðið síðan ráðið fjallaði um fjármálastefnuna er að þessu sinni sjónum beint að þeim atriðum sem mestu máli skipta í framlagðri fjármálaáætlun, að mati ráðsins, frekar en að endurtaka mikið af því sem þegar hefur verið sagt um fjármálastefnuna. Engu að síður er rétt að hafa þær athugasemdir sem í því áliti birtust til hliðsjónar við mat á áætlunum stjórnvalda nú.

Í framlagðri áætlun fer minna fyrir umfjöllun um grunngildi og hvernig þeim er beitt við gerð hennar. Það er á margan hátt skiljanlegt í ljósi þess að við endurskoðun fjármálastefnunnar fyrir mánuði síðan var umfjöllun um grunngildi og að hverju skyldi stefnt fyrirferðarmikil. Lögin kveða engu að síður á um grunngildamiðaða stefnumörkun. Hér birtist nánari útfærsla fjármálastefnunnar. Þegar fjármálaeðglur eru ekki í gildi þá veita grunngildin ein leiðsögn í stefnumörkuninni.

Fjármálaráð er skipað af fjármála- og efnahagsráðherra. Ráðið er skipað þremur aðalmönnum og þremur varamönnum. Formaður og varaformaður eru tilnefndir af forsætisráðherra en aðrir ráðsmenn kosnir af Alþingi. Varaformaður er varamaður í ráðinu.

Ráðið er þannig skipað:

Gunnar Haraldsson, formaður  
Ásgeir Brynjar Torfason  
Þórhildur Hansdóttir Jetzek  
Axel Hall, varaformaður  
Arna Olafsson, varamaður  
Hjördís Dröfn Vilhjálmsdóttir, varamaður

Aðalmenn í ráðinu, auk varaformanns, unnu að þessu áliti.

## 1. Framvindan í stefnumörkun á tímum óvissu

Í framlagðri fjármálaáætlun eru boðaðar breytingar á lögnum um opinber fjármál. Samkvæmt því munu fjármálareglur verða settar til hliðar í lengri tíma en samþykkt var við endurskoðun fjármálastefnunnar og muni þær ekki verða virkar að nýju fyrr en árið 2026.

Lögin um opinber fjármál sem tóku gildi árið 2016 leiddu til formlegri stefnumörkunar um stjórn opinberra fjármála en áður hafði tíðkast. Með kröfunni um gerð fjármálastefnu og árlegra fjármálaáætlana þar sem grunnildi og fjármálareglur eru höfð að leiðarljósi var ætlunin að vinna gegn lausung í fjármálastjórnun og stuðla að stöðugleika í efnahagslífinu og sjálfbærni opinberra fjármála. Álitum fjármálaráðs, í hringrás stefnumörkunarinnar frá fjármálastefnu til áætlana, er ætlað að aðstoða í þessu efni.

### *Mikilvægi formfastrar umgjarðar*

Víða um heim hafa stjórnvöld um nokkurt skeið leitað leiða til að koma á formlegri stjórnun í opinberum fjármálum en áður tíðkaðist. Rannsóknir benda til að án formfastrar umgjarðar hafi hin opinberu fjármál tilhneingingu til að þróast til verri vegar en ella. Birtingarmyndir þess eru m.a. þrálátur hallarekstur og skuldasöfnun yfir langan tíma. Þá gefa rannsóknir til kynna að veikleiki í fjármálastjórnun og skekkir hvatar á vettvangi stjórn mála séu meginástæður þessa. Þessir hvatar endurspeglast meðal annars í tilhneingingu í stjórn málum til að of stutt sé horft til framtíðar (e. deficit bias), að til skamms tíma sé eytt umfram það sem aflað er og því frestað að taka á undirliggjandi vandamálum. Þá er einnig tilhneiging til að í baráttunni um opinber framlög hugi hagsmunaaðilar lítt að því að stærri sneið af kökunni þeim til handa minnkar sneið annarra við skiptingu opinbers fjármagns (e. common pool problem) og horfi ekki til þess hvaða áhrif það hefur á stærð kökunnar. Þessir hvatar vinna meðal annars gegn sjálfbærni opinberra fjármála og eru lítt til þess fallnir að stuðla að stöðugleika í efnahagsmálum. Stjórn opinberra fjármála er í þessu samhengi plöguð af ýmsum brestum og mikil reynsla hefur safnast fyrir við að greina þessi vandamál. Lögnum um opinber fjármál er ætlað að spyrna hér við fótum.

### *Mesta samdráttarskeið lýðveldissögunnar*

Fyrir um mánuði síðan var endurskoðuð fjármálastefna lögð fram. Nú á einhverju mesta samdráttarskeiði lýðveldissögunnar er framvindan óvissari en nokkru sinni áður. Stjórn tækjum opinberra fjármála hefur verið beitt af krafti til þess að lina höggið. Við endurskoðun fjármálastefnunnar var þessum viðbrögðum skipt í þrennt. Í fyrsta lagi hafi verið tekin ákvörðun um að draga ekki úr umfangi opinberrar þjónustu, framkvæmdum og tilfærslukerfum þrátt fyrir mikla tekjurýrnun ríkis og sveitarfélaga. Í öðru lagi hafi verið gripið til margvíslegra sérstakra mótvægisáðgerða. Í þriðja lagi er sjálfvirkum sveiflujöfnurum leyft að vinna sitt verk.

Þetta eru í eðli sínu umfangsmiklar aðgerðir enda þótt stuðningurinn geti aldrei bætt tjónið að fullu eða gert allt fyrir alla. Með frestun endurskoðunar stefnunnar og framlagningu fjármálaáætlunar til haustsins hafa stjórnvöld unnið sér tíma. Óvissan hefur ekki endilega minnkað en sýnin hefur skýrst. Áætlanagerðin endurspeglar það.

Með frestuninni vannst tími til að setja kórónaveirufaraldurinn og áhrif hans í meira langtímasamhengi en ella. Um leið hefur orðið ljóst að áætlanir sem

upphaflega byggðu á V-laga efnahagsframvindu í þjóðhagssþá, þ.e. skammvinnu samdráttarskeiði, eru nú að breytast. Viðbrögð stjórnvalda nú endurspeglja þá trú að framvindan verði fremur U-laga, þ.e. hægari viðspyrna, og tímalínur hafa lengst. Nú beinast allar vonir að því að fljótlega komi bóluefni og að efnahagsbatinn fylgi í kjölfar þess. Bóluefni á næsta ári kemur þó ekki í veg fyrir að framvindan verði U-laga. Áhrif kórónaveirufaraldurs á efnahag og opinber fjármál setja mark sitt á alla áætlanagerðina út tímabil hennar.

Efnahagsleg áhrif kórónaveirufaraldursins eru tvíþætt. Annars vegar er um að ræða framboðsskell og hins vegar eftirspurnarskell sem hlýst af þeim fyrri. Viðbrögð við eftirspurnarskellum eru þekkt og viðráðanlegri en við framboðsskellum. Við djúpa langvarandi framboðsskelli skaðast grunngerð og innviðir efnahagslífsins. Tjón verður á framleiðsluþáttum, það dregur úr framleiðni og af öllu þessu minnkar slagkraftur framleiðslugetunnar til að styðja við líf skjörin. Áhrif slíks skells eru mun varanlegri en áhrif eftirspurnarskells og viðbrögðin til úrlausnar önnur. Að þessu er vikið hér á eftir.

### *Fjármálaáætlun við lok kjörtímabils*

Gera má ráð fyrir að framlögð fjármálaáætlun sé næstsíðasta áætlun núverandi ríkisstjórnar og í byrjun apríl á næsta ári komi sú síðasta fyrir kosningar. Meginþungi áætlanagerðarinnar nú fellur á næsta ár. Árin eftir það teljast til tímabils nýrrar fjármálastefnu væntanlegra stjórnvalda. Fjármálaáætlanir undir lok kjörtímabils skapa ákveðinn vanda sem lögin um opinber fjármál fjalla ekki um. Vandinn birtist í því að oft getur verið fyrirsjáanlegt að áskoranir séu framundan sem þurfi að bregðast við á næsta kjörtímabili enda þótt úrlausn þeirri eigi sér stað utan kjörtímabils núverandi valdhafa. Að bregðast ekki við vandamálum getur leitt til andvaraleysis og nærsýni. Nærsýni er oft til staðar í opinberum fjármálum af ástæðum sem bent var á hér að framan. Á móti skapar það líka vandamál ef áætlanagerðin endurspeglar í ríkum mæli ráðstafanir og viðbrögð langt inn á nýtt kjörtímabil.

Þegar líður að kosningum og stjórnmalaflokkar biðla til kjósenda getur það leitt til aðstöðumunar á milli stjórnar og stjórnarandstöðu ef áætlanagerðin fer með beinum hætti að endurspeglar stefnuskrá hluta stjórnmalavettvangsins og mögulegt samspil hennar við væntanlega efnahagsþróun. Það er því skiljanlegt og býr að einhverju leyti til fordæmi að núverandi áætlun sýni ekki ítarlegar ráðstafanir í tekjum og gjöldum sem þarf til að bregðast við afleiðingum kórónaveirufaraldursins á komandi árum. Áætlanagerðin eftir hálf t.ár, sem nær inn á kjörtímabil næstu ríkisstjórnar, verður því öðru fremur vitnisburður um undirliggjandi stöðu opinberra fjármála og hverjar verða afleiðingar faraldursins þegar óvissan skýrist. Þannig verður áætlunin í ríkari mæli framreikningur en stefnumörkun.

### *Tíðindi í fjármálaáætlun*

Stærstu tíðindi framlagðrar fjármálaáætlunar eru tvíþætt. Annars vegar eru það viðbrögðin við faraldrinum og áhrif hans til skamms tíma. Hins vegar er það höggið á hin opinberu fjármál, skuldaféttunin og mat á afkomu hins opinbera þegar áhrif kórónaveirunnar fjara út. Áætlunin sýnir með afdrifaríkum hætti að afkoman verður ósjálfbær og það kallar á viðbrögð. Núverandi stefna stjórnvalda felur það í sér að þessum vanda er frestað fram yfir kosningar. Grunnildið um stöðugleika vegur hæst nú um stundir og grunnildið um sjálfbærni bíður. Skuldastaðan í upphafi faraldursins gaf svigrúm til slíkrar stefnumörkunar.

Áætlanagerðin öll ber þessi merki hvað hefur áunnist með lögunum um opinber fjármál. Með opinskárrí og afdráttarlausri lýsingu er vandanum til meðallangs og langs tíma lýst. Undirliggjandi afkoma þegar faraldurinn er genginn yfir er ósjálfbær án frekari ráðstafana. Framreikningur miðað við þjóðhagsþá og niðurstöður sviðsmynda gefa það til kynna. Vídd sviðsmynda með ólíkum forsendum er aukin sem og umfjöllun um forsendur og í kjölfarið vangaveltur tengdar framvindunni. Þannig þjónar áætlanagerðin því að horft sé lengra til framtíðar fremur en að einblína á núverandi stöðu.

Fjármálaráð sér skýr merki þess að innleiðingarferli laganna um opinber fjármál sé komið í gott horf þegar litið er til áætlunarinnar eins og hún horfir við ráðinu. Skýrari þráður er í umfjölluninni í áætluninni nú en verið hefur þar sem greining, innsæi og skilningur einkennir umfjöllunina í ríkari mæli. Óvissan er eins og rauður þráður út áætlanagerðina og þeir sem að stefnumörkuninni koma gera sér grein fyrir þeim vanda sem felst í óvissunni.

Nýjar aðstæður kalla á nýjar áskoranir og lengi má gera betur. Þegar óvissa er ráðandi og ákall til stjórnvalda um aðgerðir er hávært er aðkallandi að sýna varfærni og gagnsæi og stuðla þannig að festu. Opinskátt þarf að fjalla um þær áskoranir sem staðið er frammi fyrir. Við ástand mikillar óvissu verða jafnvel vangaveltur um ólíkar leiðir að markmiðum mikilvægari en áætlanagerð til lengri framtíðar.

Mikilvægt er að valkostirnir séu dregnir fram, fórnarskipti þeirra og önnur álitamál. Slíkt þjónar grunngildum laganna um opinber fjármál. Í kjölfarið þarf að draga fram hvaða ákvarðanir voru teknar. Þetta er erfitt verkefni. Það er eitt að skilja fórnarskiptin og álitamálin og annað að taka af skarið og komast að niðurstöðu.

### *Undirliggjandi misvægi í afkomu*

Það er áhyggjuefni að í áætluninni er gert ráð fyrir að afkoman verði neikvæð allan áætlunartímann. Ekki verður fram hjá því litið að vandamál í afkomunni eru ekki bara tilkomin vegna áhrifa kórónuveirufaraldursins, heldur vegna undirliggjandi misræmis milli tekna og gjalda. Fyrir árin 2015-2019 var meðalhagvöxturinn um 4,5% en snörp lækkun hans í 1,9% átti sér stað áður en faraldurinn reið yfir. Þannig var verulega farið að hægja á uppsveiflunni í efnahagslífinu strax á árinu 2019. Þá gekk erfiðlega fyrir stjórnvöld allt tímabilið að halda afkomu hins opinbera innan þeirra marka sem samþykkt voru í fjármálastefnunni í árslok 2017 fyrir árin 2018-2022. Í töflunni hér að neðan má sjá samanburð á upphaflegri fjármálastefnu, tveimur endurskoðum stefnum og framvindu í stefnumörkuninni eins og hún birtist í áætlunum og síðan eftir á.

*Tafla 1: Samanburður fjármálastefna og fjármálaáætlana hins opinbera*

Afkoma sem % af VLF	2018	2019*	2020*	2021*
<b>Fjármálastefnur</b>				
Fjármálastefna 2018-2022	1,4	1,2	1,1	1,0
Endurskoðuð stefna 2019		0,0 (-0,4)	0,0 (-0,4)	0,1 (-0,4)
Endurskoðuð stefna 2020		0,0 (-0,8)	-12,5 (-2,0)	-10,0 (-3,0)
<b>Fjármálaáætlanir</b>				
Áætlun 2019-2023	1,4	1,3	1,2	1,0
Áætlun 2020-2024	1,0	1,3	1,1	1,0
Áætlun 2021-2025	0,8	-1,5	-10,6	-9,7

\*Óvissusvigrúm innan sviga



Þegar litið er til framlagðrar fjármálaáætlunar er víða að finna greinargóða lýsingu á því hvað hefur gerst. Til að fá enn fyllri mynd má til viðbótar líta til fjármálaáætlunar þeirrar sem var lögð fram í apríl 2019. Þar var t.d. talað um fordæmalausa útgjaldaaukningu síðustu ára. Þá var efnahagslífið á toppi hagsveiflunnar.

Áætlanir í tíð núverandi ríkisstjórnar hafa verið í spennitreyju settra stefnumiða fjármálastefnunnar hvað varðar alla mælikvarða á afkomu yfir allt tímabilið enda þótt kröftugur meðbyr hafi verið í seglunum á fyrri hluta þess. Meðbyrinn jók tekjur sem nýttar voru til aukningar útgjalda. Tvær endurskoðanir fjármálastefnunnar hafa losað um þessa spennitreyju en hafa engu að síður ekki leyst hinn undirliggjandi vanda sem nú magnast í kjölfar kórónaveirufaraldursins. Í gildandi áætlun var gert ráð fyrir að hin undirliggjandi afkoma yrði í járnum 2020-2021. Framboðsskellurinn nú og eftirspurnarskellurinn í kjölfarið breytir öllu í þessu efni.

Framvindubrot er að eiga sér stað í langtímaleitni framleiðslugetu efnahagslífsins. Forsendur varanlegra útgjalda ráðstafana sem byggðu á fyrirheitum um hagfella framvindu og glæstar vonir þeirrar áætlunar eru horfnar. Nýr veruleiki blasir nú við og um leið hefur hin undirliggjandi afkoma verið veikt með ráðstöfunum á tekjuhlið. Þar ber hæst breytingar á tekjuskattkerfinu sem fylgdu í kjölfar lífskjarasamninganna. Enda þótt tímasetning áhrifa þeirra ráðstafana sé heppileg og snerti þá mest sem lægstu launin hafa þá veikja þær afkomuna til langframa. Áætlanir um halla endurspegla þetta. Að öðru óbreyttu blasir við að styrkja þarf tekjuöflunina og/eða minnka útgjöld til að tryggja sjálfbærni opinberra fjármála til lengri tíma.

Hver hin raunverulega afkoma verður er óvíst. Engu að síður er ljóst að það að komast aftur á braut sjálfbærrar afkomu undir lok tímabils áætlunarinnar mun reyna á. Gerð fjármálastefnu á næsta ári kallar á að þá verði boðaðar ráðstafanir hvað þetta varðar. Fjármálaáætlunin nú sýnir að reikniverkið er í stakk búið fyrir þá áætlanagerð um leið og óveðrinu fer að slota og það fer að sjá til lands. Stærsti vandinn nú er óvissan og að almenn haglíkön spá ekki fyrir um skelli heldur einungis um aðlögun efnahagslífsins eftir þá. Þessi vandi spágerðarinnar er staðreynd sem fjármálaráð hefur oft fjallað um. Líkönin spá alltaf að á endanum sé úr ólgusjó stefnt á lygnan sjó enda þótt það reynist oft hillingar. Mitt í óveðrinu er því erfitt að sjá langt fram í tímann.

### *Hagstæð skuldastaða gaf aukinn slagkraft*

Fram hefur komið að hagstæð skuldastaða við upphaf faraldursins hafi gefið slagkraft til að beita hinum opinberu fjármálum með fordæmalausum hætti og hefur sú skuldastaða verið rakin til laganna um opinber fjármál. Í fjármálaáætluninni er sýnt framlag ólíkra þátta í þróun skuldahlutfalls ríkissjóðs frá 2012-2019. Hlutdeild afkomunnar í heildarlækkun skuldahlutfalls ríkissjóðs er einungis 16% á öllu þessu tímabili en 84% má rekja til hagvaxtar og framlags slitabúa. Lögfesting þess að stöðugleikaframlögum slitabúanna væri einungis ráðstafað til greiðslu skulda er stór þáttur í þessari þróun. Í fyrstu fjármálaáætlun eftir gildistöku laganna um opinber fjármál reifudu stjórnvöld hvernig þessi framlög leiddu til þenslu ef þeim væri ráðstafað til útgjalda. Þar voru sett fram hagræn rök fyrir þeirri ráðstöfun stöðugleikaframlaganna sem á endanum varð ofan á. Með þessu sýndi stefnumörkun á þeim tíma að hún var þess umkominn að draga fram hagræn álitamál sem horfðu til lengri tíma. Innleiðing GFS-hagskýrslustaðalsins og notkun hans í mælingu á afkomu í stefnumörkuninni

hafði einnig áhrif á hvernig þessum eignum var ráðstafað til greiðslu skulda fremur en til útgjaldaaukningar.

### *Frekari frestun fjármálareglna*

Í vor var fyrirhugað að endurskoðuð fjármálastefna og fjármálaáætlun yrðu lagðar fram samtímis. Á endanum varð niðurstaðan sú að fjármálastefnan yrði afgreidd á undan áætlun. Ávinningur þessa birtist í mörgu en einna hæst ber að það hefur að öllum líkindum gefið færi á meiri skoðanaskiptum um frestun fjármálareglanna og framvindu þeirra. Við endurskoðun fjármálastefnunnar var það sjónarmið reifað að fyrst yrði að stöðva skuldaföfnunina áður en mögulegt væri að fjármálareglur tækju gildi að nýju. Fjármálaráð tók undir það sjónarmið í álitinu sínu. Bæði afkomureglan og skuldalækkunarreglan eru stór biti að kyngja eftir viðlíka efnahags-hremmingar og nú er tekist á við. Skuldalækkunarreglan kveður á um að 1/20 af skuldum umfram 30% af VLF skuli greiddar niður á ári. Skuldalækkunarreglan verður því mest íþyngjandi á fyrsta ári skuldalækkunar um leið og enn eimir eftir af áhrifum faraldursins í skriðþunga efnahagslífsins.

Stjórnvöld boða að fjármálareglur laganna verði aftur virkar árið 2026, þremur árum seinna en núgildandi lög mæla fyrir um. Í stað þeirra verður sett markmið um að stöðva skuldaaukninguna árið 2025. Fjármálaráð vill nú ítreka það sjónarmið að þegar fjármálareglur séu settar til hliðar kalli það á vel skilgreint og gagnsætt ferli. Slíkt hjálpar til við að viðhalda trúverðugleika stefnumörkunarinnar í þeim ólgusjó sem við erum nú stödd í. Það á líka við um aðlögunarferli skuldalækkunarinnar. Í þessu samhengi má enn fremur áréttta að mikilvægt er að gagnsæi sé viðhaft um öll viðbrögð. Með umfjöllun eins og hún birtist í fjármálaáætluninni og lagafrumvarpinu sem hefur verið lagt fram má segja að í stefnumörkuninni sé hugað að ofangreindu.

Framlagðar breytingar á lögunum um opinber fjármál varðandi ofangreint hljóða þannig: „Í umsögnum fjármálaráðs um þingsályktunartillögur fyrir þessi ár, sem ráðið sendir Alþingi, sbr. 2. mgr. 10. gr. og 4. mgr. 13. gr., skal lagt mat á hvort yfirlýst markmið stjórnvalda í opinberum fjármálum og framfylgd þeirra muni gera kleift að skilyrði í 7. gr. taki aftur gildi frá og með árinu 2026.“

Nýjum verkefnum fylgja nýjar áskoranir. Fjármálaráð fékk upplýsingar um fyrirhugaðar breytingar laganna um svipað leyti og fjármálaáætlunin var lögð fram. Ljóst er af breytingartillögunni að fjármálaráði er ætlað stórt hlutverk í því ferli að greina hvort yfirlýst markmið stjórnvalda geri virkjun fjármálareglna árið 2026 kleifa. Það kallar á nýtt verklag og vinnubrögð við álit fjármálaráðs sem huga þarf að komi til breytts hlutverks þess. Um leið kalla þessar breytingar líka á nýtt verklag og vinnubrögð af hálfu stjórnvalda í stefnumörkuninni. Hlutverk stjórnvalda í kjölfar breytinganna verður að sýna fram á að markmið þeirra og framfylgd sé til þess fallin að gera virkjun fjármálareglna mögulega á árinu 2026.

## 2. Efnahagsáfallið

Framlögð fjármálaáætlun sem hér er til umfjöllunar kemur fram við fordæmalausar aðstæður. Þær aðstæður voru einnig til staðar þegar endurskoðuð fjármálastefna var nýlega samþykkt. Hagkerfið er að ganga í gegnum einhverja skörpustu og dýpstu niðursveiflu sem lengi hefur sést af orsökum sem eru vel þekktar. Veirufaraldur hefur leitt til þess að stjórnvöld víða um heim hafa gripið til umfangsmikilla aðgerða til að hefta útbreiðslu hans. Þær aðgerðir hafa haft gríðarleg efnahagsleg áhrif. Samgöngubann, ferðatakmarkanir, sóttvarnaraðgerðir og annað hafa dregið úr framleiðslu í hagkerfinu, þar sem bæði fólk og framleiðslutæki nýtast ekki sem skyldi. Þetta áfall fellur þannig með fullum þunga á framboðshlið hagkerfisins.

Við þessar aðstæður er mikilvægt að huga að tímabættinum. Enginn veit hvenær veirufaraldurinn endar en vonir standa til að bóluefni finnist fyrr en síðar. Séð í því ljósi er áfallið því til skamms tíma frekar en langs og það hlýtur að vera eitt meginverkefni stjórnvalda að koma í veg fyrir að skaðleg áhrif þessi verði langvinn.

### *Áhrif ólíkra framboðsskella*

Ef um skammtíma framboðskell er að ræða og eftirspurnin tekur fljótt við sér þarf að öðru óbreyttu ekki að hafa áhyggjur af því að undirstöður hagkerfisins skaðist og gildir það jafnt um framleiðslutæki, innviði og vinnuafli. Ef skellurinn varir lengi er hætta á að undirstöðurnar verði fyrir tjóni. Hætta er á að vinnumarkaðurinn verði fyrir varanlegum skaða, sérstaklega ef ákveðnar greinar ná sér ekki á strik eftir að faraldurinn hefur gengið yfir. Þannig gæti kerfislægt atvinnuleysi aukist. Það getur bæði verið erfitt og tímafrekt fyrir fólk að skipta úr einni grein í aðra, sérstaklega þegar það hefur ekki yfir að ráða þekkingu eða færni sem kallað er eftir við nýjar aðstæður. Eftir því sem samdráttarskeiðið varir lengur eykst hætta á að framleiðslugeta hagkerfisins skaðist til lengri tíma.

Einnig hafa verið færð sannfærandi rök fyrir því að neikvæð áhrif veirufaraldursins leggist ekki einungis ójafnt yfir vinnumarkaðinn heldur séu efnahagslegu áhrifin verri fyrir yngra fólk en eldra á vinnumarkaði. Undanfarna áratugi hafa tekjur þeirra sem yngri eru lækkað sem hlutfall af meðaltekjum á sama tíma og hlutdeild tekna eldra fólks hefur hækkað. Þetta skiptir máli nú um stundir þar sem afleiðing þessa getur verið skekkur aðstöðumunur fólks eftir aldri. Þau sem yngri eru eiga í mörgum tilvikum eftir að byggja upp þekkingu og færni á vinnumarkaði sem að öðru óbreyttu þau fá notið síðar í launum og betri kjörum almennt. Atvinnuleysi ungs fólks, einkum ef það varir lengi, getur haft neikvæð áhrif langt fram í tímann. Sérstaklega ef það leiðir til þess að það sjái ekki fram á betri tíma og falli út af vinnumarkaði að hluta eða öllu leyti. Í ljósi þessa þarf að huga sérstaklega að þeim hópum sem verða illa úti vegna efnahagsþrenginganna.

### *Áherslur stjórnvalda*

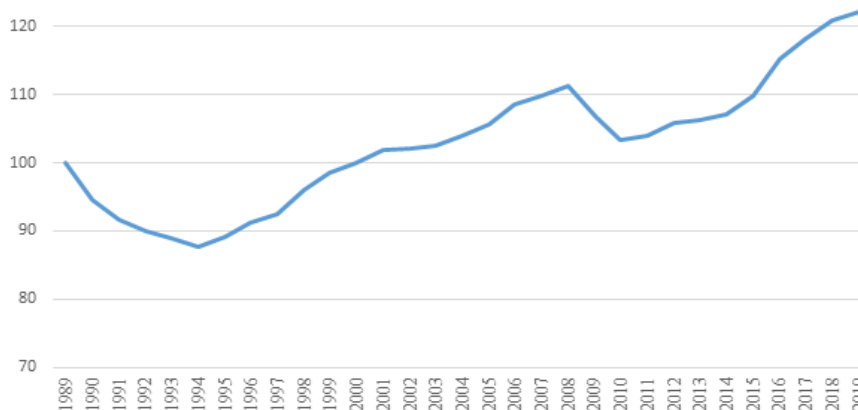
Stjórnvöld hafa áður boðað fjárfestingaráform. Nýjar áherslur stjórnvalda sem birtast í texta framlagðrar áætlunar má gróflega flokka í tvennt. Annars vegar er um að ræða sértæk viðbrögð, s.s. ýmis konar tilfærslur í gegnum bóta- og skattkerfið. Hins vegar eru boðaðar umbætur í opinberum rekstri. Sértæku viðbrögðin horfa til skamms tíma og eru viðbrögð við ástandinu en umbæturnar horfa til lengri tíma. Þá er boðuð enn frekari aukning í fjárfestingum hins opinbera. Í þessu öllu er mikilvægt að huga að því að skammtímaaðgerðir leiði ekki til varanlegra útgjalda. Það getur reynst áskorun

að draga úr ýmis konar stuðningi við einstaka hópa, jafnvel þegar efnahagsástandið hefur batnað. Þannig gætu skammtímaaðgerðir nú til að auka stöðugleika leitt til fjármálalegra veikleika og óstöðugleika seinna.

### Áskoranir á vinnumarkaði

Hvað sértæku viðbrögðin varðar þá benti fjármálaráð í umsögn sinni um fjármálastefnuna á að skammtímaáhrif niðursveiflunnar á vinnumarkaðinn eru ósamhverf í þeim skilningi að starfsfólk í opinbera geiranum heldur frekar störfum sínum og kjörum fremur en þeir sem starfa á almennum markaði. Í ljósi þess hve útlitið er svart á vinnumarkaði og fyrirséð að atvinnuleysi verði með því hæsta sem sést hefur lengi veður það sérstaka athygli að gengið er útfrá að raunkaupmáttaraukning í hagkerfinu verði að meðaltali um 1,5% á ári yfir tímabilið 2023-2025. Erfitt er að sjá hvernig það getur farið saman við jafna dreifingu af byrðum áfallsins yfir allan vinnumarkaðinn og hvaða innstæða er fyrir slíkri kaupmáttaraukningu. Í þessu sambandi má minna á að meðalárslaun hérlendis eru með því hæsta sem þekkist meðal vestrænna þjóða og launakostnaður á vinnustund hefur hækkað mest hér á landi síðastliðinn áratug meðal þeirra þjóða sem eru í OECD.

Þegar litið er á langtímapróun kaupmáttar á Íslandi gegnum efnahagskreppur síðustu ára sést að langan tíma getur tekið að vinna upp samdrátt í kaupmætti. Þannig leið um áratugur áður en kaupmátturinn náði fyrri hæðum eftir efnahagslægdina sem gekk yfir í lok 9. áratugar síðustu aldar. Sá samdráttur var til kominn vegna aðstæðna í sjávarútvegi, ytri áfalla og snarprar leiðréttingar á þenslu árána á undan. Einnig tók það um átta ár að ná sama kaupmætti og var fyrir efnahagshrunið 2008. Á síðustu árum hefur kaupmáttur aukist mjög mikið og ef eitthvað má læra af sögunni þá má búast við að kaupmáttur lækki og það muni taka nokkur ár áður en við getum búist við að hann nái fyrra stigi.



### Mynd 1: Próun vísitölu kaupmáttar

Af þessu virðist mega ráða að kaupmátturinn sé innri stærð í hagkerfinu og því sé fátt við núverandi aðstæður sem styðji jafn riflegan kaupmáttarvöxt og ráð er fyrir gert í framlagðri áætlun að öðru óbreyttu. Þessa áskorun hefði mátt útskýra betur í umfjöllun fjármálaáætlunar. Velta má því fyrir sér hvort þeir sem koma að hagstjórninni, þar með talið aðilar vinnumarkaðarins, standi frammi fyrir ákveðnum fórnarskiptum til skamms tíma. Mikil hækkun raunlauna dregur að öðru óbreyttu úr samkeppnishæfni innlendrar framleiðslu sem annað hvort þarf að mæta með aukningu í framleiðni eða í gegnum gengið. Benda má á að sú kaupmáttaraukning sem ráð er fyrir gert í hagspánni á við um starfandi á vinnumarkaði og þeir sem hafa vinnu fá notið umsamdra kjarabóta en atvinnulausir ekki.

Hér skiptir líka máli gott samspil fjármálastefnu og peningastefnu. Við núverandi aðstæður er áherslan á fjármálastjórn hins opinbera og peningamálastjórnin eltir hana. Markmiðum fjármálastefnu nú verður ekki náð nema að peningastefnan styðji við hana. Samkeppnishæfni þjóðarbúsins miðað við önnur lönd ræðst af hlutfallslegum framleiðslukostnaði hérlendis og erlendis. Breytingar í gengi krónunnar stuðla að aðlögun hvað varðar þessa samkeppnishæfni. Slíkar breytingar geta verið skarpar og haft mikil áhrif. Hagspáin gerir ráð fyrir stöðugu gengi yfir tímabilið.

### *Umbætur í opinberum rekstri*

Umbótum þeim sem boðaðar eru í starfsemi hins opinbera ber að fagna en á sama tíma eru slíkar umbætur langhlaup. Innleiðing aðgerða tekur tíma og trúlega munu jákvæð áhrif þeirra jafnvel ekki koma fram að fullu fyrr en eftir þann tíma sem þessi fjármálaáætlun nær til.

Fjármálaráð hefur í álitum sínum lagt áherslu á að hugað skuli að hagræðingu í opinberum rekstri en varhugavert er að nýta þá hagræðingu sem næst fram til að viðhalda óhagræði annars staðar. Huga þarf að því hvort aukið umfang í rekstri hins opinbera ryðji úr vegi atvinnustarfsemi og fjárfestingu utan hins opinbera. Þá er viðbúið að afrakstur jafnvel arðbærustu fjárfestinga muni ekki skila sér að fullu fyrr en eftir að því tímabili líkur sem þessi fjármálaáætlun tekur til. Mannaflokkur verkefni eru engu að síður mikilvæg í núverandi ástandi til að sporna gegn atvinnuleysi.

Þrátt fyrir að verkefni hins opinbera séu mörg, mikilvæg og að sannarlega megi bæta í fjárframlög víða þá skal varast að leggja að jöfnu útgjöld til málaflokka og árangur þeirra. Aukið umfang hins opinbera nú er ekki fjármagnað með tekjum að fullu, sem endurspeglast í aukinni skuldasöfnun. Í upphafi faraldursins stóðu vonir til að um skammtímasamdrátt væri að ræða, en nú er fyrirséð að efnahagsleg áhrif verði langvinnari.

### *Aðgerðir og áhrif*

Í framlagðri fjármálaáætlun er í texta m.a. lögð áhersla á nýsköpun og innviðauppbýggingu, enda er það í samræmi við stefnumörkun stjórnvalda eins og hún birtist í stjórnarsáttmálanum. Það er fagnaðarefni að stjórnvöld skuli með jafn skýrum hætti tengja saman pólitískar áherslur og fjármálaáætlun. Nýsköpun og traustir innviðir eru forsenda velsældar til framtíðar. Sú aukning sem boðuð er í áætluninni er mikil mæld sem hlutfallsleg aukning, en heildarumfang þessara aðgerða er ekki stórt hlutfall af heildarútgjöldum. Líkt og með umbætur í opinberum fjármálum, sem fjallað er um hér að ofan, þá er hér um að ræða málaflokka sem ætti stöðugt að vera að vinna að.

Við ákvarðanir um ráðstöfun takmarkaðra fjármuna hins opinbera fara alltaf fram ákveðin fórnarskipti. Þeim peningum sem varið er til ákveðinna verkefna verður ekki varið til annarra verkefna á sama tíma. Það fer eftir tímalengd og eðli þess samdráttar sem við nú stöndum frammi fyrir hvernig heppilegast er að meta þessi fórnarskipti, út frá efnahagslegum sjónarmiðum. Sé um skammtíma niðursveiflu að ræða er mikilvægt að viðhalda velferð þess fólks og fyrirtækja sem verst verða fyrir barðinu á ástandinu og koma í veg fyrir að grunneiningar hagkerfisins bíði skaða. Þá er heppilegast að beina útgjöldum í þá farvegi sem stuðla að slíku. Þegar hús er að brenna skiptir meira máli að nýta sem best þá slökkvibíla sem til staðar eru á meðan á eldsvoðanum stendur en minna máli að verja tíma og fjármunum í að endurskipuleggja brunavarnir.

### 3. Efnahagsstefnan, afkoman og óvissan

Óvissa sú sem hlýst af heimsfaraldri kórónuveirunnar er leiðarstef umfjöllunar um efnahagsstefnuna í framlagðri fjármálaáætlun. Þrátt fyrir að blikur væru á lofti um versnandi tíð þegar álit fjármálaráðs um fjármálaáætlun 2020-2024 var lagt fram vorið 2019, gat fáa grunað að við stæðum frammi fyrir viðlíka áskorunum ári síðar.

Fjöl margar spurningar hafa vaknað við þessar áskoranir. Hvenær kemur bóluefni? Munu ferðalög taka við sér og verða eins og áður eða verður ferðatregða í fólki? Verður skipulag vinnumarkaðar fyrir varanlegum áhrifum? Mun faraldurinn hafa neikvæð áhrif á eftirspurn eftir atvinnuhúsnæði? Hver verða langtímaáhrif á atvinnuleysi? Hvar verða ný störf til og hvaða hæfni munu þau krefjast? Um er að ræða gríðarlega stór úrlausnarefni. Ákallið til stjórnvalda er þar með stærra en oft áður.

Þessi álitamál endurspeglast í óvissu um hagþróun. Þjóðhagsspá sú sem liggur til grundvallar framlagðri fjármálaáætlun er þess vart umkomin að ná utan um þessa óvissu. Gildir það bæði til skamms tíma varðandi óvissu um lengd faraldursins og til langs tíma vegna óvissu um langtímaáhrif á hegðun fólks og þar með á efnahagslífið og einstaka hluta þess. Engu að síður má taka tillit til undirliggjandi óvissu í áætlanagerðinni og er það gert með margvíslegum hætti í framlagðri áætlun. Þannig er komið til móts við grunnildi laga um varfærni.

Umfjöllun í framlagðri fjármálaáætlun nær mun betur utan um samhengi fjármála hins opinbera og framgangs efnahagslífsins en áður hefur verið. Reynt er að varpa ljósi á mögulega þróun fjármála hins opinbera við mismunandi framvindu með gerð sviðsmynda sem skoða hugsanlega efnahagsþróun og áhrif hennar á afkomu ríkissjóðs. Þá eru ýmis önnur flókin sambönd skoðuð með svipuðum hætti, til að mynda samband hagvaxtar og skuldaþróunar. Það er athyglisvert að sjá hve lítið afkoma ríkissjóðs hefur lagt til niðurgreiðslu skulda á yfirstöðnu hagvaxtartímabili. Eins og fram kemur í áætlun er ekki hægt að gera ráð fyrir búhnykkjum eins og stöðugleikaframlögum á tímabili áætlunarinnar og skuldalækkunin er því háð annars vegar afgangi í afkomu og hins vegar þróun vergrar landsframleiðslu. Ljóst er að afkoma og skuldaþróun eiga mikið undir því hver hagvöxtur verður á næstu árum.

Nú þegar fjármálareglur hafa verið lagðar til hliðar er megin markmið áætlunarinnar að stöðva skuldaföfnun á síðasta ári hennar. Það eykur gagnsæi að reynt er að leggja mat á umfang þeirra afkomubætandi ráðstafana sem ráðast þar í á árabílinu 2023-2025 til að ná þessu markmiði. Slík vinnubrögð eru í samræmi við grunnildi um gagnsæi og varfærni auk þess sem þessum ráðstöfunum er ætlað að stuðla að sjálfbærni.

## Rammi 1: Samhengi skuldaþróunar, afkomu, einskíptisliða og hagvaxtar

Þegar skuldir í hlutfalli við landsframleiðslu breytast er það ýmist vegna þess að breyting verður á skuldunum sjálfum eða vegna þess að landsframleiðslan breytist. Hækkun landsframleiðslu lækkar skuldahlutfallið og lækkun skulda lækkar hlutfallið líka. Báðir þættir geta breyst samtímis.

Hægt er að setja fram einfalt samhengi um breytingu skuldahlutfallsins í prósentustigum. Í því sambandi er vert að nefna að skuldir lækka fyrir tilstuðlan jákvæðrar afkomu en þær geta líka lækkað vegna einskíptis- eða óreglulegra liða sem ekki fara í gegnum afkomuna heldur færast um efnahag. Hafa þarf í huga að afkoman er í samræmi við hinn alþjóðlega hagskýrslustaðal GFS sem ætlað er að mæla áhrif opinberra fjármála við að þenja eða slaka til í efnahagslífinu. Sala eigna hefur ekki slík eftirspurnaráhrif og fer því ekki um afkomuna heldur færast yfir efnahag. Eftirfarandi samhengi sýnir hvernig draga má fram á einfaldan hátt prósentustigabreytingu skuldahlutfalls sem afleiðingu afkomu og einskíptisliða í hlutfalli við landsframleiðslu auk áhrifa hagvaxtarins.

Hér táknum við skuldir á tíma  $t$  sem  $S_t$  og landsframleiðslu á sama tíma sem  $Y_t$ . Til viðbótar táknum við hagvöxtinn sem  $g_t$ . Þá leggjum við til grundvallar að breyting skulda á einu ári ráðist af afkomunni annars vegar og einskíptis- eða óreglulegum liðum hins vegar. Í þessum útreikningum felst sú forsenda að allri afkomunni sé ráðstafað til greiðslu skulda samkvæmt skilgreiningu þeirra í lögnum um opinber fjármál, en ýmsum skuldbindingum er haldið utan við þá skilgreiningu. Ennfremur er gert ráð fyrir að neikvæð afkoma birtist öll í þróun skulda samkvæmt skuldareglunni. Samkvæmt þessu fæst neðangreind jafna um þróun skulda sem sýnir að skuldir lækka við jákvæða afkomu og einskíptisliði:

$$\Delta S = - \left( \text{Afkoma}_t + \text{Liðir utan afkomu}_t \right)$$

Þá getum við skoðað hvernig skuldahlutfallið breytist í prósentustigum yfir tíma og framlag þátta hagvaxtar, afkomu og einskíptisliða til þeirrar breytingar:

$$\begin{aligned} \frac{S_{t+1}}{Y_{t+1}} - \frac{S_t}{Y_t} &= \Delta \frac{S}{Y} = \frac{\Delta S \cdot Y - \Delta Y \cdot S}{Y^2} = \frac{\Delta S \cdot Y}{Y^2} - \frac{\Delta Y \cdot S}{Y^2} \\ &= \frac{\Delta S}{Y} - \frac{\Delta Y \cdot S}{Y^2} = \frac{\Delta S}{Y} - g_t \cdot \frac{S}{Y} \\ &= - \left( \frac{\text{Afkoma}_t}{Y_t} + \frac{\text{Utan afkomu}_t}{Y_t} + g_t \cdot \frac{S_t}{Y_t} \right) \end{aligned}$$

=>

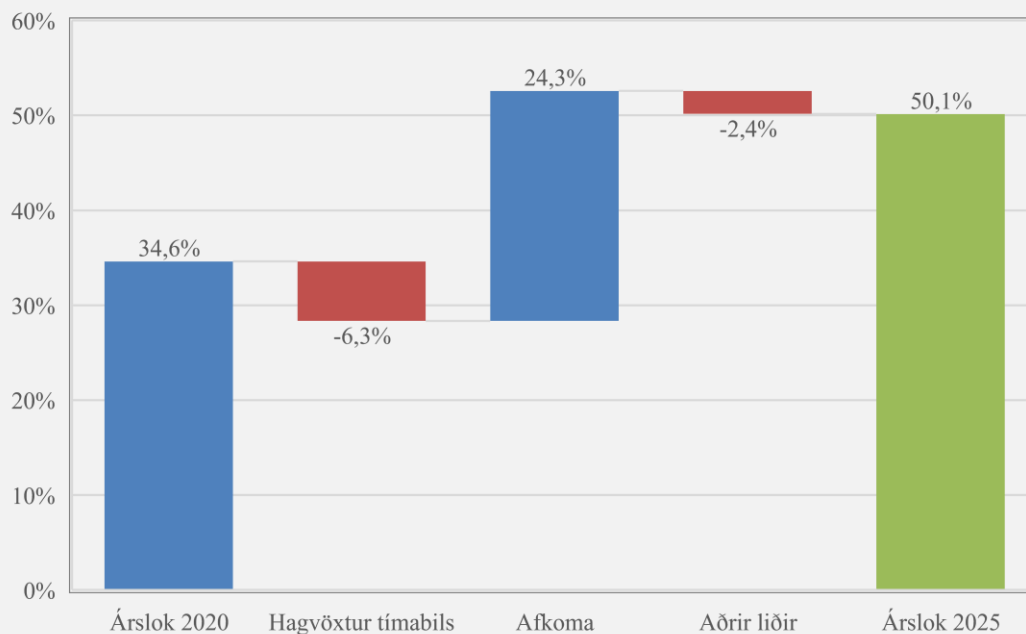
$$\begin{aligned} \text{Prósentustigabreyting skuldahlutfalls} &= \\ &= - \left( \text{Afkoma \% af VLF} + \text{Utan afkomu \% af VLF} + \text{Framlag hagvaxtar} \right) \end{aligned}$$

Samkvæmt samhenginu ræðst breyting skuldahlutfallsins í prósentustigum af afkomu ársins í hlutfalli við landsframleiðslu að viðbættum einskíptisliðum í hlutfalli af landsframleiðslu auk áhrifa hagvaxtar.

Þetta samhengi er hægt að nota til að skoða skuldaþróun. Hér er skoðuð fyrirhuguð framvinda yfir tímabil fjármálaáætlunar í skuldaþróun ríkissjóðs árin 2021-2025, á skuldum hans eins og þær eru skilgreindar í lögnum um opinber fjármál. Þess verður að geta að áætlað er að aðrar skuldir, utan afmörkunar skilgreiningarinnar séu óbreyttar. Gert er ráð fyrir að öll afkoman skili sér í breyttum skuldum.

Skuldirnar, samkvæmt skilgreiningu skulda í skuldareglu, verða miðað við upphaf áætlunarinnar 2021 34,6% af VLF og í lok áætlunar í árslok 2025 50,1%. Uppsafnaður hagvöxtur á tímabilinu 2021-2025 er 15% ef þjóðhagsspáin gengur eftir. Það er umtalsvert en um leið verður að geta þess að áhrif 7,6% samdráttarins 2020 birtast ekki þar. Hægt er að beita framangreindum útreikningi á hvert ár tímabilsins og fá þannig framlag hagvaxtarins, afkomunnar og annarrar fjármögnunar til breytinga skulda.

Myndin hér að neðan skýrir þetta. Hagvöxturinn lækkar skuldahlutfallið um 6,3 prósentustig, uppsöfnuð afkoma hækkar það um -24,3 prósentustig og önnur fjármögnun í formi einskiptisliða utan afkomu svarar til 2,4 prósentustiga lækkunar skuldahlutfallsins. Hér leggjast liðir ekki á eitt í skuldaþróuninni. Neikvæð afkoma hækkar skuldahlutfallið en hagvöxtur og liðir utan afkomu lækka það.



Mynd 2: Breyting á skuldahlutfalli ríkissjóðs eftir uppruna á tímabili áætlunar



## *Hagþróun og afkoma*

Hagspá Hagstofu Íslands liggur til grundvallar grunnsviðsmynd fyrir tímabil áætlunarinnar. Nýjasta hagspáin gerir ráð fyrir að hagvöxtur taki aftur við sér á næsta ári og verði ágætur allt áætlunartímabilið, en þó vex hagkerfið frá mun lægri stofni en áður var ráð fyrir gert. Í ljósi aðstæðna og þeirrar óvissu sem uppi er hefði það trúlega ekki breytt miklu að notast við spár fleiri aðila. Flestar hagspár leita hratt í langtímaleitni en í hagspá Hagstofu gerist það á árinu 2023. Þá er að finna umfjöllun í framlagðri fjármálaáætlun um að langtímaleitnin sé einnig óvissu háð. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur að líklegra sé að til meðallangs tíma muni hagkerfið vaxa um 0,5 prósentustigum hægar en gert er ráð fyrir í spám Hagstofunnar, eða nær 2% árlega. Slík framvinda hefði töluverð áhrif á getu stjórnvalda til tekjuöflunar. Því er haldið fram í framlagðri áætlun að árleg áhrif 0,5 prósentustiga lægri jafnvæghagvaxtar á afkomu ríkissjóðs séu líklega um -0,3 til -0,4% af VLF á ári. Til að setja það í samhengi, þá eru það 10-14 milljarðar miðað við vænta landsframleiðslu ársins 2023. Fjármálaráð telur að vandlega skuli hugað að mati á langtímaleitni í framtíðinni, sérstaklega þegar áætlanagerð til meðallangs og langs tíma er skoðuð.

Í framlagðri áætlun eru settar fram tvær sviðsmyndir til viðbótar um hugsanlega framvindu standist hagspáin ekki. Annars vegar eru reiknuð áhrif þess ef faraldurinn dregst á langinn. Sú sviðsmynd er sambærileg við hina dökku sviðsmynd sem sett var fram í endurskoðaðri fjármálastefnu, nema ekki er gert ráð fyrir minni útflutningi sjávarafurða árið 2021. Hins vegar er sett fram sviðsmynd þar sem reiknað er með að ferðaþjónustan, og þar með hagkerfið allt, taki betur við sér eftir lok faraldurs en spáin gerir ráð fyrir. Slíkar sviðsmyndir eru mikilvægt innlegg í umræðuna og sýna glögglega hve afkoma hins opinbera er háð framvindu hagkerfisins í heild. Það samband er skýrt betur í þessari áætlun en áður og er það til mikilla bóta. Fram kemur að það munar hátt í 200 ma.kr á landsframleiðslu milli frávikssviðsmyndanna tveggja á árinu 2025.

Þegar öll fimm ár áætlunarinnar eru tekin saman verða tekjur hins opinbera um 180 ma.kr. lægri að nafnvirði og afkoman samtals 205 ma.kr. verri í dekkri sviðsmynd en í grunnsviðsmynd. Þegar bjartsýna sviðsmyndin er borin saman við grunnsviðsmynd sést að afkoman verður samtals 170 ma.kr. betri að nafnvirði yfir tímabilið í heild og tekjurnar 110 ma.kr hærri. Kostnaður vegna almannatrygginga væri 40 ma.kr. minni en ella og kostnaður vegna vaxtagjalda 25 ma.kr. minni. Þessar sviðsmyndir sýna glögglega næmni afkomunnar fyrir framgangi efnahagslífsins og áhrif sveifluþjónunarinnar.

Hafa þarf í huga að sviðsmyndir eru ekki spár um hvað gerist né gefa þær fyrirheit um hversu líklegar forsendur þeirra eru. Ekki ætti að líta á sviðsmyndirnar sem settar eru fram í framlagðri áætlun sem verstu og bestu hugsanlegu niðurstöðu, heldur einfaldlega sem verkfæri er hjálpar stjórnvöldum og öðrum hagaðilum að greina hversu næm afkoma hins opinbera er fyrir breytingum á hagvexti. Það er ekki útilokað að hagkerfið taki snarpar við sér en jafnvel bjartsýna sviðsmyndin sýnir. En það er heldur ekki útilokað að hagkerfið lendi í neikvæðum vítahring vegna áhrifa farsóttarinnar á hegðun og væntingar og staðan verði á endanum verri en í neikvæðu sviðsmyndinni með tilheyrandi áhrifum á afkomu og skuldir.

Mismunandi sviðsmyndir kalla á mismunandi viðbrögð og sú óvissa sem nú ríkir krefst talsverðs sveigjanleika og viðbragðsflýttis. Slíkur sveigjanleiki gerir ríka kröfu um skilvirka upplýsingamiðlun og gagnsæi, eins og áður var vikið að.

### *Áhrif kórónuveirufaraldursins og viðbrögð stjórnvalda*

Almennt má segja að afleiðingar núverandi efnahagsáfalls muni ráðast af því hver viðnámsþróttur hagkerfisins er til að bregðast við efnahagslegum áhrifum kórónuveirunnar, komast á rétta braut og lágmarka langvarandi framleiðslutap og samdrátt í neyslu. Við áfall af þeirri stærðargráðu sem við stöndum frammi fyrir eru áhrifin víðtæk.

- Fyrirtækjum hefur í sumum tilvikum verið gert að loka tímabundið. Í öðrum tilvikum hefur öll eftirspurn horfið út af hræðslu við veiruna eða út af öðrum takmörkunum.
- Framleiðslukeðjan raskast vegna áhrifa á framleiðslu þegar fólk getur ekki eða má ekki koma til vinnu og vegna röskunar á samgöngum og þar með flutningum milli landa.
- Neikvætt þjóðhagslegt samspil (e. feedback) á sér stað þegar fólk missir atvinnutekjur að fullu eða hluta sem aftur hefur neikvæð áhrif á neyslu og veltu fyrirtækja og þar með skatttekjur hins opinbera.
- Óvissa um framvinduna hefur í sjálfri sér neikvæð áhrif á væntingar og þar með vilja fyrirtækja til að fjárfesta og ráða fleira fólk.

Í kórónuveirufaraldrinum eru þessi áhrif mun meiri á sumar atvinnugreinar, sum heimili og suma landshluta en aðra sem aftur dregur úr áhrifamætti almennra aðgerða og kallar á sértækar aðgerðir til skamms tíma. Sértækar ráðstafanir miða að því að bregðast við þessu áfalli og þeim úrlausnarefnum sem því fylgja. Slík viðbrögð ættu eðli síns vegna ekki að mynda varanleg útgjöld enda er hugmyndin að verið sé að beita aðgerðum markvisst í þágu þeirra sem hafa tekið á sig mesta höggið í núverandi ástandi.

Við ástand mikils samdráttar getur beiting ríkisfjármála haft áhrif og jafnvel mikil áhrif. Samkvæmt framlagðri áætlun er þess vænst að svokallaður margfaldari opinberra fjármála sé almennt um 0,3-0,4 en að vegna samdráttarins sé hann jafnvel hærri um þessar mundir, eða nærri einum. Það þýðir að öðru óbreyttu að öll viðbótar útgjöld skila sér í hærri landsframleiðslu. Eins og fram kemur í áætlun skiptir máli varðandi margfaldara opinberra fjármála hver samsetning opinberra tekna og gjalda er, hvort kerfi séu skilvirk og hvers eðlis útgjöldin eru. Að baki ákvörðunum sem saman telja hundruði milljarða liggur ferli þar sem stjórnvöld hafa þurft að velja og hafna verkefnum og aðgerðum og sætta markmið stjórnarsáttmála og yfirlýst markmið fjármálaáætlunar og fjármálastefnu. Greining á slíkum fórnarskiptum og rökstuðningur fyrir þeim aðgerðum sem valdar eru myndu auka enn frekar á gagnsæi þessarar áætlunar. Hlutverk og virkni margfaldara við stjórn opinberra fjármála er ennfremur sérstakt rannsóknarefni sem þyrfti að skoða nánar.

## *Langtímahorfur og þjóðhagslegt viðnám*

Áhrif efnahagsáfalla á velferð eru mikil og meiri en koma fram í hefðbundnum hagtölum.<sup>1</sup> Víða um heim reyna stjórnvöld að byggja upp þjóðhagslegt viðnám (e. macroeconomic resilience) til að lágmarka neikvæð áhrif slíkra áfalla.<sup>2</sup> Þjóðhagslegt viðnám er flókið umfjöllunarefni og enn sem komið er lítið rannsakað. Rannsóknir hafa þó sýnt að sveiflujafnandi kerfi eins og atvinnuleysistryggingakerfi og velferðarkerfi séu vel til þess fallin að milda áhrif áfalla. Þau bæta hag einstaklingsins og þau hafa strax áhrif. Bent hefur verið á að til að auka viðnámsþrótt heimila sé mikilvægt að grunnþarfir megi uppfylla án mikils tilkostnaðar, sem felur í sér að kostnaður heimilanna vegna orku, vatns og nauðsynjavara sé hóflegur og að þau hafi greiðan aðgang að húsnæði, heilbrigðisþjónustu og menntun.<sup>3</sup> Slík kerfi minnka álag á heimilin í niðursveiflu og auka sveigjanleika vinnumarkaðar þar sem fólk getur leitað í menntakerfið þegar atvinna dregst saman. Fjölbreytt atvinnulíf minnkar enn fremur líkur á hörðum samdrætti og því margbrotnari sem atvinnugreinarnar eru, því meiri líkur á góðri útkomu þegar kreppu lýkur.<sup>4</sup> Fyrirtæki eru líklegri til að halda velli ef laun hækka í samræmi við framleiðni aukningu og stofnanir og kerfi virka á skilvirkan hátt, sem aftur minnkar líkur á ófyrirséðri atburðarás og dregur úr óvissu.

Ísland stendur að mörgu leyti vel þegar kemur að þeim kerfum sem auka viðnámsþrótt hagkerfisins. Umfjöllun um rammagrein 1 í framlagðri fjármálaáætlun eykur gagnsæi hvað varðar stærð og virkni sjálfvirkra sveiflujafnara í hagkerfinu. Þó mætti útskýra betur þá fullyrðingu í framlagðri áætlun að sveiflujöfnun sú sem er innifalin í íslenska kerfinu virki betur en sambærileg kerfi annars staðar. Í rammagreininni er að finna greinargóða lýsingu á áhrifum sérstakra mótvægisáðgerða og sjálfvirkra sveiflujafnara á afkomu ríkissjóðs. Í töflu síðar í rammagreininni, er áðgerðum skipt upp í beinar áðgerðir vegna kórónuveirunnar og svo óbeinar áðgerðir sem eru t.d. ábyrgðir á lánum, frestun á skattgreiðslum o.s.frv. Þessa framsetningu hefði þurft að skýra betur varðandi hvernig umfang óbeinna áðgerða tengist öðrum tölum í áætlun. Þá mætti draga fram sveiflujöfnunaráhrifin til samanburðar.

Smæð samfélagsins, einsleitni og fábreytni og hversu háð við erum einstökum atvinnugreinum og viðskiptum við aðrar þjóðir gerir okkur erfiðara fyrir en ella, minnkar viðnám og eykur sveiflur. Sérstök fjárfestingarverkefni eða útflutningstekjur vegna stærri samninga einkaaðila og að sama skapi önnur áföll eins og aflabrestur geta haft töluverð áhrif á niðurstöðu hvers árs. Það munu koma góðæri og yfir okkur munu ríða áföll. Í hagkerfi þar sem sveiflur eru jafn miklar og á Íslandi þurfa opinber fjármál að veita ríkara viðnám en ella. Það þýðir meiri afgang í góðæri og meiri halla þegar illa árar.

<sup>1</sup> Stiglitz, J., J. Fitoussi and M. Durand (2018), Beyond GDP: Measuring What Counts for Economic and Social Performance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264307292-en>.

<sup>2</sup> Hallegatte, Stephane. 2014. Economic Resilience: Definition and Measurement. Policy Research Working Paper; No. 6852. World Bank, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/18341>

<sup>3</sup> OECD. 2020. A systemic resilience approach to dealing with Covid-19 and future shocks <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/a-systemic-resilience-approach-to-dealing-with-covid-19-and-future-shocks-36a5bdfb/#endnotea0z16>

<sup>4</sup> EU. 2018. The resilience of EU Member States to the financial and economic crisis What are the characteristics of resilient behaviour? [https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC111606/jrc111606\\_resilience\\_crisis\\_pilot\\_withidentifiers.pdf](https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC111606/jrc111606_resilience_crisis_pilot_withidentifiers.pdf)

## 4. Sveiflur og afkoma

Rúmur mánuður er liðinn síðan endurskoðuð fjármálastefna var samþykkt. Í ljósi þeirra kringumstæðna sem nú eru uppi eru ekki boðuð stórtíðindi umfram það sem fram kom við endurskoðun fjármálastefnu. Í þessu álitni er því ekki farið ítarlega ofan í einstaka tölulega þætti opinberra fjármála, umfram stutta umfjöllun um yfirstandandi ár og árið 2021. Reikna má með að aðrar tölur séu framreikningur miðað við núverandi stöðu en að ný stjórnvöld komi með nýjar áherslur að ári.

### *Breytingar í sveiflujöfnun*

Um 90% af öllum tekjum hins opinbera eru skatttekjur og tryggingagjöld sem eru næm fyrir sveiflum í hagvexti. Þá eru innbyggð sveiflujöfnunaráhrif í opinberum kerfum sem gera það að verkum að skatttekjur aukast hlutfallslega meira í uppsveiflu og minnka að sama skapi í niðursveiflu og dempa þannig hagsveifluna. Af áætlun má ráða að við fyrirhugaðan 7,6% samdrátt á árinu 2020 muni tekjur ríkissjóðs af sköttum og tryggingargjaldi lækka um tæp 12% milli árána 2019 og 2020. Þar er um að ræða hvoru tveggja áhrif vegna lægri skattstofna vegna efnahagsáfallsins sem og kerfisbreytinga á skattkerfinu. Í áætluninni er gert ráð fyrir að á næsta ári muni álögur lækka varanlega um 34 ma.kr. miðað við undirliggjandi forsendur. Þá hefur tryggingagjald lækkað sem nemur 8 ma.kr. á ári en að auki er nú gert ráð fyrir enn frekari tímabundinni lækkun þess til að mæta áhrifum samningsbundinna launahækkana á almennum vinnumarkaði. Nemur sú lækkun um 4 ma.kr. og verður því upphæð tryggingagjalds orðin 12 ma.kr. lægra á árinu 2021. Breytingar á tekjuskattkerfi hafa í för með sér að skattar lækka um 21 ma. kr. á ársgrundvelli auk sérstakrar hækkunar persónuafsláttar sem tók gildi árið 2019 upp á tæpa 2 ma.kr. Þessar breytingar á tekjuskattkerfi hafa gert það að verkum að jöfnunaráhrif þess milli tekjuhópa hafa aukist sem er sérlega mikilvægt nú þegar stór hluti vinnumarkaðar stendur frammi fyrir mikilli lækkun tekna vegna atvinnuminnkunar eða atvinnumissis. Þessar breytingar munu þó einnig milda áhrif svokallaðs raunskattskriðs sem verður til þess að sveiflujöfnunaráhrif tekjuskattkerfisins verða minni þegar hagvöxtur fer að aukast á ný. Hlutfall frumtekna af vergri landsframleiðslu í lok áætlunartímabilsins verður á svipuðum stað og það var 2012 eða 27,6% af VLF. Allar ofangreindar ráðstafanir veikja afkomu hins opinbera.

Á tímum samdráttar og aukins atvinnuleysis, aukast útgjöld ríkissjóðs að sama skapi. Samkvæmt framlagðri áætlun má ætla að eins prósentustigs aukning í atvinnuleysi kosti ríkissjóð í kringum 8 ma.kr í atvinnuleysistryggingum. Þá eru vísbendingar um að atvinnuþátttaka sé að minnka, en margt bendir til að einhverjir færir yfir í örorkukerfið í kjölfar langtímaatvinnuleysis og sjúkdóma og að aðrir leiti sér frekari menntunar. Fyrir utan beinan kostnað sem af þessu hlýst hafa slíkar tilfæringar a.m.k. tímabundin áhrif á framleiðslugetu samfélagsins, tekjur ríkissjóðs og almenna velferð.

### *Undirliggjandi afkoma versnar*

Að framansögðu má sjá að sveiflujöfnun, hefur töluverð áhrif á afkomu ríkissjóðs nú um stundir. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi ársins 2020 verða sveiflujöfnunaráhrif til þess að skatttekjur verða tæpum 100 ma.kr. minni en gert var ráð fyrir í áætlun vorsins 2020 og kostnaður vegna atvinnuleysisbóta 29,4 ma.kr. meiri en áætlað var (heildarkostnaður vegna atvinnuleysisbóta er áætlaður um 57 ma.kr). Samtals kostar því sjálfvirka sveiflujöfnunin á árinu 2020 129 ma.kr. eða um 4,5% af VLF. Til samanburðar kosta sértækar

ráðstafanir 12,6 ma.kr. á tekjuhlið og 85,2 ma.kr. á gjaldahlið, eða samtals 97,8 ma.kr. sem samsvarar 3,4% af VLF. Á árinu 2021 verður samdráttur í skatttekjum 89 ma.kr. og aukinn kostnaður vegna atvinnuleysis 23 ma.kr. eða samtals 112 ma.kr sem samsvarar 3,65% af áætlaðri landsframleiðslu ársins 2021. Áætlað er að sértækar ráðstafanir muni kosta 17,4 ma.kr. á tekjuhlið og 35,3 ma.kr. á gjaldahlið eða samtals 52,7 ma.kr., 1,7% af VLF. Stærsti hluti ráðstafana á árinu 2021 fellur undir fjárfestingaráttak eða 27,2 ma.kr.

Sjá má í töflu 2 hér að neðan, sem og mynd í rammagrein 1 í framlagðri áætlun, að gert er ráð fyrir að undirliggjandi afkoma ríkissjóðs versni milli árana 2020 og 2021, þ.e.a.s. þegar litið er fram hjá áhrifum sjálfvirkrar sveiflujöfnunar, endurmati á skattstofnum og arði og sértækum ráðstöfunum til að bregðast við kórónuveirufaraldrinum. Þessar tölur sýna að núverandi hallarekstur ríkissjóðs er ekki einvörðungu afleiðing faraldursins, heldur hafi stefnt í þessa átt þegar á síðasta ári.

Tafla 2: Sértækar ráðstafanir og sveiflujöfnun ríkissjóðs 2020 og 2021

Breytingar milli ára	ma.kr.		% af VLF	
	2020	2021	2020	2021
Minni skatttekjur og tryggingagjald	-99,7	-88,8	-3,5%	-2,9%
Kostnaður vegna atvinnuleysis	-29,4	-22,8	-1,0%	-0,7%
Endurmat	-27,6	-27,2	-1,0%	-0,9%
<b>Sveiflujöfnun og endurmat</b>	<b>-156,7</b>	<b>-138,8</b>	<b>-5,5%</b>	<b>-4,5%</b>
Sértækar ráðstafanir á tekjuhlið	-12,6	-17,4	-0,4%	-0,6%
Sértækar ráðstafanir á gjaldahlið	-85,2	-35,3	-3,0%	-1,2%
<b>Sértækar ráðstafanir samtals</b>	<b>-97,8</b>	<b>-52,7</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-1,7%</b>
<b>Svigrúm</b>	<b>-5</b>		<b>-0,2%</b>	
<b>Samtals breytingar</b>	<b>-259,5</b>	<b>-191,5</b>	<b>-9,1%</b>	<b>-6,2%</b>
<b>Undirliggjandi afkoma</b>	<b>-9,8</b>	<b>-72,7</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-2,4%</b>
<b>Heildaráhrif</b>	<b>-269,3</b>	<b>-264,2</b>	<b>-9,4%</b>	<b>-8,6%</b>

Ef afkoma hins opinbera er skoðuð tvö ár aftur í tímann og út áætlunartímabilið má sjá að afkoman stóðst hvorki stefnumið 2018 né 2019. Þegar horft er út tímabil stefnu gerir áætlunin ráð fyrir að vera fyrir ofan gólf annarrar endurskoðunar fjármálastefnu 2018-2022, án óvissusvigrúms. Þó vekur athygli að afkoma sveitarfélaga í áætluninni er þegar undir gólf stefnu án óvissusvigrúms fyrir árin 2021 og 2022.

## Rammi 2: Hreyfanleg sjálfbærni skulda

Á næstu árum verður grunngildið um sjálfbærni ofarlega á baugi í stefnumörkun í opinberum fjármálum. Sjálfbærni í opinberum fjármálum er margbrotið hugtak. Sjálfbærni birtist m.a. í meginmarkmiði framlagðrar áætlunar sem miðar að því að skuldaféfnunin stöðvist 2025.

Þegar rætt er um aukningu skulda skiptir miklu hverjar eru orsakir hallans. Afleiðingarnar ráðast af orsökum þeim. Skuldsetning til að fjármagna rekstrarútgjöld telst í þessu samhengi ósjálfbær, þar sem hún bætir ekki afkomuna síðar. Skuldsetning vegna arðbærra fjárfestinga telst í þessu samhengi sjálfbær enda skila þær væntanlega bættri afkomu til framtíðar. Sé hallinn tímabundinn vegna rekstrarútgjalda hefur hann síður neikvæð áhrif en ef hallinn er varanlegur. Stundum er slík útgjöld nauðsynleg í ljósi velferðar- og hagstjórnarhlutverks stjórnvalda. Ennfremur hefur hið opinbera hlutverk sem bakhjarl í samtryggingunni þegar efnahagslegar hremmingar steðja að.

Þegar tímabundin skuldaukning tekur enda þarf að horfa til þess hvort skuldastaðan sé viðráðanleg og kostnaður hennar ásættanlegur eða hvort leita eigi leiða til að minnka þann kostnað með því að draga úr skuldunum.

Eins og fjallað er um í ramma 1 eru skuldir hins opinbera gjarnan settar fram í samhengi við landsframleiðslu og þar með verður skuldahlutfallið fyrir áhrifum af hagvexti, afkomu og liðum utan afkomu eins og fjallað var um í rammanum. Þessu er lýst nánar í eftirfarandi jöfnu:

$$\Delta \frac{S}{Y} = - \left( \frac{\text{Afkoma}_t}{Y_t} + \frac{\text{Liðir utan afkomu}_t}{Y_t} + g_t \cdot \frac{S_t}{Y_t} \right)$$

Þegar til lengri tíma er litið falla almennt ekki til liðir utan afkomu heldur ræðst þróun skuldahlutfalls nær eingöngu af afkomuþróun og hagvaxtarþróun. Vaxtakostnaður skiptir vitaskuld máli hér. Afkoman endurspeglar í frumjöfnuði annars vegar og svo vaxtajöfnuði hins vegar.

Skuldir hins opinbera þróast við samspil tekna og gjalda í frumjöfnuði og vaxtakostnaðar í vaxtajöfnuði. Breyting skulda á hverjum tíma ræðst af afkomunni. Frumjöfnuðurinn samanstendur af hreinum skatttekjum  $T_t$ , þ.e. skatttekjum að teknu tilliti til tilfærslna og frá þeim dregst samneyslan og fjárfestingin sem við köllum saman  $G_t$ . Þá er eftir að draga vaxtajöfnuðinn frá, þ.e. raunvexti,  $r$  margfaldaða með hreinum skuldum,  $S$  til að fá út afkomuna.

$$\text{Afkoma}_t = \Delta S = T_t - G_t - r \cdot S_t$$

Ef þessari jöfnu er stungið inn í skuldahlutfallsjöfnuna að ofan og um leið gert er ráð fyrir að liðir utan afkomu falli ekki til og að hagvöxturinn sé við langtímahagvöxt,  $g$  fæst:

$$\Delta \frac{S}{Y} = - \left( \frac{T_t - G_t - r \cdot S_t}{Y_t} + g \cdot \frac{S_t}{Y_t} \right) = - \left( \frac{(T_t - G_t)}{Y_t} + (g - r) \cdot \frac{S_t}{Y_t} \right)$$

Þessi jafna sýnir okkur hvernig jákvæður frumjöfnuður í hlutfalli við VLF leiðir til lækkunar skuldahlutfallsins í fyrri lið svigans. Seinni liður svigans sýnir hvernig framlag hagvaxtarins í samspili við raunvextina ræður þróun skuldahlutfallsins. Sé hagvöxtur hærri en raunvextirnir hefur það að öðru óbreyttu áhrif til þess að lækka skuldahlutfallið. Frumjöfnuður í járnnum, þegar hagvöxtur er hærri en raunvextir, leiðir til lækkunar skuldahlutfallsins. Það er kallað að vaxa úr skuldum. Um leið sýnir jafnan að sjálfbærni er hreyfanlegt fyrirbæri og háð samspili frumjafnaðar, hagvaxtar og vaxta.

Þetta má draga enn frekar fram með því að horfa á hvað heldur skuldahlutfalli óbreyttu. Það má setja fram á eftirfarandi hátt:

$$\Delta \frac{S}{Y} = 0$$

$$\Rightarrow \frac{(G_t - T_t)}{Y_t} = (g - r) \cdot \frac{S_t}{Y_t}$$

Samkvæmt þessu sést hvernig er háttað samspili sjálfbærni, frumjafnaðar, raunvaxta og hagvaxtar. Séu t.d. raunvextir og langtímahagvöxtur 2% má frumjöfnuður vera í jánnum án þess að skuldahlutfallið breytist enda þótt afkoman sé neikvæð vegna áhrifa vaxtanna. Lækkun raunvaxta eykur sjálfbærni skuldanna og lækkun hagvaxtar dregur úr henni.

Í kaflanum um efnahagsstefnuna, í framlagðri fjármálaáætlun, er skuldaþróunin sett í samhengi við nafnvexti og nafnvöxt landsframleiðslunnar fremur en raunvexti og hagvöxt. Allar stærðir þar eru á hlutfallsformi. Ef við táknum verðbólgu með  $\pi$  og notum samhengi nafnvaxta og raunvaxta þá eru nafnvextir,  $i = r + \pi$ . Þá má umbreyta þróun skuldahlutfallsins úr raunsamhengi í nafnsamhengi þannig:

$$\Delta \frac{S}{Y} = - \left( \frac{(T_t - G_t)}{Y_t} - \pi \frac{S_t}{Y_t} + \pi \frac{S_t}{Y_t} + (g - r) \cdot \frac{S_t}{Y_t} \right) =$$

$$- \left( \frac{(T_t - G_t) - i S_t}{Y_t} + (g + \pi) \cdot \frac{S_t}{Y_t} \right) =$$

-(nafnafkoma % af VLF + nafnhagvöxtur · skuldahlutfall)

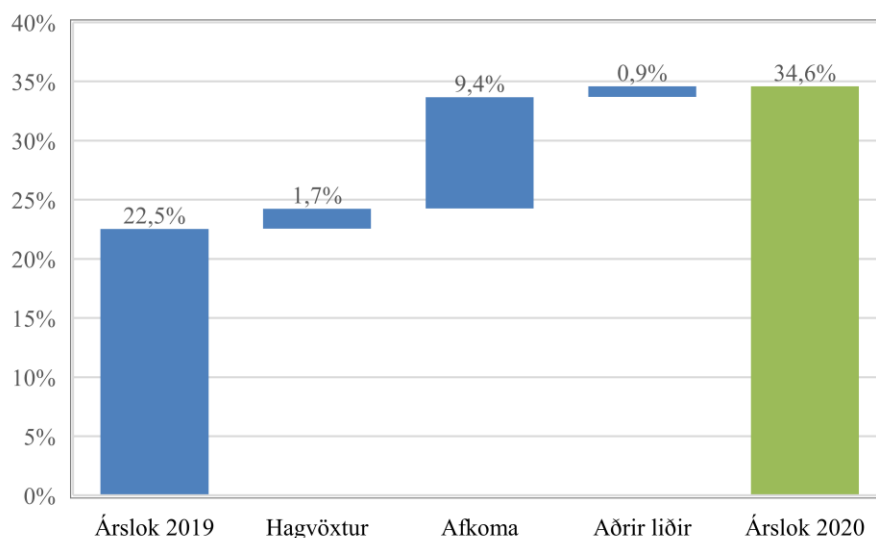
Þetta er það samhengi sem fjallað er um í framlagðri áætlun varðandi samspil nafnhagvaxtar, nafnvaxta og skulda. Þar hefði mátt skýra samhengi þessara stærða betur.

Í ljósi þess að sjónum verður beint að skuldahlutfallinu og þróun þess á næstu árum er mikilvægt greining og umfjöllun um það sé vönduð. Mikill þungi er í fræðilegri umræðu nú um stundir um sjálfbærni opinberra fjármála og stór hluti þeirrar umræðu einkennist af umræðu um þróun í mun raunvaxta og hagvaxtar, þ.e.  $(r - g)$ .

## 5. Skuldir, skuldaþróun og fjárfestingar

Gert er ráð fyrir að skuldir hins opinbera nánast tvöfaldist á tímabili áætlunarinnar. Aukningin er í samræmi við þróun víða um heim vegna viðbragða við efnahagslegum afleiðingum kórónaveirufaraldursins. Skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu fóru yfir markmið laganna um opinber fjármál á yfirstandandi ári og skuldareglan var þannig brotin á fyrri hluta ársins en hún var tekin úr sambandi við endurskoðun fjármálastefnu sem samþykkt var í síðasta mánuði og fjármálaráð hefur þegar fjallað um.

Aukning skuldanna er mest á yfirstandandi ári og því næsta, sem er fyrsta ár áætlunarinnar. Í áætluninni er gert ráð fyrir að eftir það hægi á skuldaaukningunni og hún stöðvist á lokaári hennar. Af mynd 3 má glögg sjá hvernig óhagstæð hagþróun og neikvæð afkoma leggjast á eitt við að auka skuldahlutfall ríkissjóðs.



Mynd 3: Breyting á skuldahlutfalli ríkissjóðs eftir uppruna árið 2020

Þá er miðað við að skuldalækkunarregla verði virkjuð að nýju árið eftir að tímabili þessarar áætlunar lýkur, þ.e. eftir sex ára tímabil þar sem reglan hefur verið tekin úr sambandi. Þetta byggist á boðuðu frumvarpi um breytingu á lögum um opinber fjármál. Verði það frumvarp samþykkt mun núverandi heimild til að taka fjármálaeðlunarnar um afkomu, skuldahlutfall og skuldalækkun úr sambandi í þrjú ár verða framlengd um önnur þrjú ár. Fjármálaáætlunin nú byggir á þeirri forsendu.

Fjármálaráð telur sjálfbærni skulda hins opinbera ekki áhyggjuefni eins og sakir standa. Í framlagðri áætlun er birt lengra tímabil skuldasoðfnunar heldur en var til umfjöllunar í stefnunni. Í þessu samhengi er mikilvægt að hafa í huga að sjálfbærni skulda hins opinbera er hreyfanleg, þ.e. ólík eftir aðstæðum og horfum í efnahagslífinu (sjá nánar ramma 2).

Sjálfbærni skulda hins opinbera ræðst af samspili vaxta, hagvaxtar og afkomu. Þótt afkoman verði neikvæð getur skuldahlutfallið lækkað, þ.e. ef áhrif hagvaxtar eru meiri en áhrif afkomunnar, að öðru óbreyttu. Að sama skapi getur skuldahlutfallið lækkað þrátt fyrir neikvæðan frumjöfnuð, að því gefnu að jákvæð áhrif hagvaxtar séu meiri en samanlögð neikvæð áhrif frumjafnaðar og vaxtajafnaðar, að öðru óbreyttu. Ef vextir hækka, að öðru óbreyttu, eykst hætta á að skuldirnar verði ósjálfbærar, verði ekki bati í afkomu og/eða hagvexti á sama tíma.



Þegar sjálfbærni skuldanna er skoðuð til lengri tíma en áætlunin nær yfir, þá skiptir greiðslubyrðin mestu og hún markast ekki síður af vaxtakostnaði og lengd lánanna heldur en stöðustærðinni einni í sjálfri sér. Því ber að fagna vandaðri umfjöllun en áður um skuldastýringu og lánsfjáröflun í framlagðri fjármálaáætlun. Þar er boðað að auka eigi fjármögnun með útgáfu skuldabréfa til lengri tíma sem samræmist aðstæðum í heimshagkerfinu.

Sé litið til tímabils áætlunarinnar þá skiptir lækkun meginvaxta Seðlabankans síðustu 12 mánuðum úr 4% í 1% miklu máli. Vaxtastig hefur áhrif á sjálfbærni skulda og lægri vextir nú en áður er ein ástæða þess að fjármálaráð hefur minni áhyggjur af sjálfbærni hinna opinberu skulda en ef vextirnir væru hærri. Nú sem fyrr er gott samspil fjármála- og peningastefnu mikilvægt fyrir farsæla hagstjórn.

Þrátt fyrir að fjármálaráð hafi ekki að öðru óbreyttu áhyggjur af sjálfbærni skuldanna er ljóst að skuldaaukning getur ekki verið takmarkalaus og hallarekstur hins opinbera þarf að stöðva á réttum tímavarki. Fjármálaráð hefur vissar áhyggjur af því að af áætluninni má ráða að þegar sértækum aðgerðum líkur verði afkoman áfram neikvæð vegna undirliggjandi misræmis milli tekjuöflunar og útgjaldavaxtar. Ekki er víst að afkomubætandi aðgerðir sem boðaðar eru á síðar hluta tímabils áætlunarinnar dugi til að ná jafnvægi í afkomunni.

### *Arðsamar fjárfestingar*

Fjármögnun arðbærra fjárfestinga með lántöku er skynsamleg sé arðsemin meiri en fjármagnskostnaðurinn. Arðsamar fjárfestingar skila þjófóðurbúinu til komandi kynslóða í betra ástandi heldur en ef í þær hefði ekki verið ráðist. Fjármögnun viðvarðandi rekstrarhalla með skuldsetningu getur þó leitt til ósjálfbærni í opinberum fjármálum, eins og lýst er hér að framan.

Fjármálaráð hefur áður bent á mikilvægi þess að áhersla á jákvæða afkomu og niðurgreiðslu skulda megi ekki valda rýrnun eignahliðar efnahagsreiknings hins opinbera.

Fjármálaráð hefur ítrekað kallað eftir skýrri forgangsröðun fjárfestingarkosta og arðsemisútreikninga þeirra héraðs. Alþjóðastofnanir, s.s. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og OECD, telja að fjárfesting hins opinbera sé í lykilhlutverki sem hagstjórnarviðbragð við faraldrinum. Nánar er fjallað um þetta í ramma 3. Sporna þarf gegn slaka í fjárfestingu einkaaðila. Atvinnuvegafjárfesting var tekin að minnka hér áður en heimsfaraldur hófst og síðan þá hafa fjárfestingar minnkað enn frekar þrátt fyrir örvun með lækkun stýrivaxta. Huga þarf að því að opinberar fjárfestingar geta aldrei komið fullkomlega í stað atvinnuvegafjárfestinga.

Í framlagðri fjármálaáætlun segir að litið hafi verið til þess að þær fjárfestingar sem ráðist verði í væru til þess fallnar að auka hagvöxt, skila viðunandi arðsemi og hafa þannig jákvæð efnahagsleg- og samfélagsleg áhrif. Þar var vísað til fyrirliggjandi vinnu við forgangsröðun verkefna sem unnin var á vegum stjórnvalda. Þetta er nýnæmi og í samræmi við fyrri ábendingar ráðsins. Fjármálaráð væntir þess að í framtíðinni verði viðhaft gagnsæi um það hvernig þetta er gert og þess finnist merki í stefnumótun málefnaviða.

Helsta áhersla stjórnvalda varðandi fjárfestingu í gildandi áætlun fólst í innviðauppbýggingu og sérstaklega fjárfestingu í samgöngumannvirkjum. Í texta framlagðrar áætlunar er áhersla lögð á fjárfestingu í nýsköpun og stafrænum innviðum. Fjárfesting hins opinbera er í hámarki á fyrsta ári áætlunarinnar og fer síðan lækkandi út tímabilið. Fjárfestingar

sveitarfélaganna dragast verulega saman miðað við fyrri áætlun en fjárfestingar opinberra fyrirtækja aukast á seinni helmingi áætlunarinnar upp í sömu stöðu og á upphafsári í framlagðri áætlun.

Bent skal á að víða vantar upp á í framlagðri áætlun að í framsetningu tölulegra upplýsinga sjáist þrjú ár fram að fimm ára tímabili áætlunarinnar. Þetta er gert í töfluframsetningu í greinargerð með stefnumörkun hvers málefnasviðs fyrir sig. Þær mætti draga saman með sama hætti í áætluninni sjálfri til að auðvelda samanburð.

### Rammi 3: Skuldir og fjárfestingar í alþjóðlegu samhengi

Af alþjóðlegum samanburði, sem meðal annars er dreginn saman í framlagðri fjármálaáætlun, má sjá að skuldir hins opinbera virðast aukast hérlendis í svipuðum mæli og í samanburðarlöndunum, það er í kringum 15 prósentustig af VLF á yfirstandandi ári. Búist er við að þær aukist um annað eins á tímabili áætlunarinnar. Tíminn mun leiða í ljós hvernig við komum út í samanburði við önnur lönd þegar upp verður staðið en ljóst er að Ísland byrjar frá mun lægri skuldastöðu en flestöll nágrannalöndin.<sup>5</sup>

Aukin opinber fjárfesting er víða viðbragð til viðsnúnings. Hérlendis var fjárfestingaráttak þegar hafið áður en faraldurinn reið yfir. Það áttak sneri aðallega að viðhaldi og uppbyggingu innviða, sérstaklega efnislegra eigna s.s. vega og fasteigna sem setið hafði á hakanum lengi. Fram að því hafði áhersla verið á lækun skulda eftir mikla skuldsetningu í kjölfar efnahagsáfallsins 2008. Sú skuldalækkun var möguleg meðal annars vegna þeirra óreglulegu- og einskiptisliða sem slitabú bankanna færðu íslenska ríkinu.

Nú standa þjóðir heims frammi fyrir annars konar efnahagskreppu en áður sem takast þarf á við með tækjum opinberra fjármála. Stærðargráða aðgerðanna á sér tæpast fordæmi á friðartímum. Stærð, hraði og inntak hinna opinberu aðgerða skiptir miklu máli fyrir útkomuna þegar upp er staðið. Hér er bæði vísað til beinna aðgerða sem tengjast veirufaraldrinum sjálfum í heilbrigðismálum og hinna efnahagslegu og félagslegu aðgerða. Alþjóðastofnanir eins og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og OECD hvetja til að hinar efnahagslegu aðgerðir séu nýttar til uppbyggingar efnislegra og óefnislegra innviða, og horfa í því efni til markmiða í loftslagsmálum og stafrænni umbyltingu samfélaga.<sup>6</sup>

Kostnaðurinn við efnahagsaðgerðirnar veldur auknum halla á ríkissjóði sem aftur kallar á vaxandi skuldsetningu. Á sama tíma og skuldirnar aukast dregst landsframleiðsla saman sem leiðir til örrar hækkunar skulda sem hlutfalls af landsframleiðslu. Skuldir hins opinbera í heiminum eru nú um 100% af samanlagðri vergri landsframleiðslu samkvæmt tölum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og eru orðnar hærri en eftir seinni heimsstyrjöldina.

Þegar spurningin vaknar hverjir eigi að borga þessar skuldir til baka þarf að huga að nokkrum samhangandi þáttum.<sup>7</sup> Flest lönd heims stefna að því að vaxa út úr efnahagslegum afleiðingum kreppunnar. Hugmyndin er að forðast mistökin frá fjármálakreppu síðasta áratugar og örva hagvöxt með því að auka fjárfestingar fremur en að draga úr opinberum útgjöldum of snemma.

Seðlabankar heims hafa allflestir lækkað vexti mikið og sumir niður undir núllið. Ennfremur hefur magnbundinni íhlutun verið beitt. Þetta hefur ekki leitt til verðbólgu. Nú í kjölfar kórónuveirufaraldursins hefur enn verið aukið í hvað þessar aðgerðir varðar. Skýr skilaboð hafa verið gefin erlendis um að vöxtum verði haldið lágum nógu lengi. Þannig er reynt að draga sem mest úr skaða vegna efnahagsáfallsins í kjölfar veirufaraldursins á kostnað lægri ávöxtunar fjármagns og sparifjár á næstu árum. Þessar aðgerðir hafa kallað á nánara samspil milli peningastefnu og fjármálastefnu hins opinbera en sést hefur lengi.

Arðbærar fjárfestingar stuðla að auknum hagvexti sem væntanlega styður við atvinnustigið. Fjárfestingar í efnislegum eignum snúast ekki bara um nýbyggingar. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og fleiri leggja ekki síður áherslu á viðhaldsverkefni til að koma í veg fyrir rýrnun á eignahlið. Sé það ekki gert er hætta á að skuldahlutfallið eitt og sér segi bara hálfá söguna þar sem litið er framhjá gæðum eigna hins opinbera. Á tímum lágra vaxta er einsýnt að ódýrara er fyrir hið opinbera að fjármagna fjárfestingar en á tímum hærri vaxta. Hér þarf vitaskuld að horfa til þess samspils afkomu, hagvaxtar og vaxta sem fjallað er um í ramma 2.

<sup>5</sup> IMF World Economic Outlook October 2020

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

<sup>6</sup> IMF Fiscal Monitor October 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>

<sup>7</sup> Blanchard. 2019. Public Debt and Low Interest Rates <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/public-debt-and-low-interest-rates>, [https://www.aeaweb.org/aea/2019conference/program/pdf/14020\\_paper\\_etZgfbDr.pdf](https://www.aeaweb.org/aea/2019conference/program/pdf/14020_paper_etZgfbDr.pdf)

## 6. Lokaorð

Gerð fjármálaáætlunar við núverandi aðstæður er vandasamt verkefni. Við þessar aðstæður er ljóst að grípa þarf til skjótra og jafnvel óvenjulegra aðgerða á sviði opinberra fjármála.

Nú hafa fjármálaeðglur þær sem birtast í lögum um opinber fjármál verið teknar tímabundið úr gildi. Þá veita grunnildin ein leiðsögn í stefnumörkuninni. Lögin skapa einnig umgjörð um verklag við gerð fjármálaáætlunar og marka álit fjármálaráðs. Í nýlegu álit fjármálaráðs um fjármálastefnuna var fjallað um þær áskoranir sem felast í leiðsögn grunnilda við núverandi aðstæður.

Það verklag sem lög um opinber fjármál hafa mótað í áætlanagerðinni hefur getið af sér aukið gagnsæi og festu í stefnumörkuninni. Óvissa um nánustu framtíð gerir stjórnvöldum erfitt fyrir að uppfylla skilyrði laganna um varfærni, enda er óljóst hvernig tekjur og gjöld hins opinbera muni þróast á næstu árum. Þessu hefur verið mætt með stórstígum framförum í gerð og notkun sviðsmynda. Þá verður ekki hjá því komist að grípa til aðgerða sem eru tímabundnar en ekki liggur fyrir hvenær þær geta tekið enda. Engu að síður verður að huga að stöðugleika, ekki síst til lengri tíma. Þannig ber að varast að tímabundnar ráðstafanir nú um stundir leiði til óstöðugleika seinna.

Verkefni stjórnvalda er eftir sem áður að stuðla að sjálfbærni opinberra fjármála til framtíðar. Við núverandi aðstæður er eðlilegt að skuldir vaxi en það hvernig tekst til við að ná tókum á skuldaaukningunni er háð samspili hagvaxtar, vaxta og afkomu. Sjálfbærni skulda er hreyfanlegt fyrirbæri og huga þarf að því við gerð komandi áætlana.

Í texta framlagðrar fjármálaáætlunar eru ákvarðanir í opinberum fjármálum tengdar við stjórnmalalegar áherslur með skýrari hætti en oft áður. Allar áætlanir og ákvarðanir um hvað er gert, hvað ekki og hvenær fela í sér fórnarskipti þar sem fjármunir hins opinbera eru ekki óþrjótandi. Fjármálaráð hefur ekki skoðun á stjórnmalalegum áherslum og ákvörðunum að svo miklu leyti sem þær snerta ekki grunnildi. Slíkar ákvarðanir eru teknar á sviði stjórnmalanna. Nú birtist hin stjórnmalalega stefnumörkun stjórnarsáttmálans með skýrum hætti í áætluninni. Áður voru stjórnvöld bundin af tölulegum skilyrðum stefnumiðanna sem nú hafa verið endurskoðuð tvisvar. Með því hefur svigrúm þeirra til athafna aukist.

Fjármálaráð kallar eftir auknu gagnsæi um hvað það er sem ræður ákvörðunum um ráðstafanir til að hægt sé að meta hvort og hvernig þær styðja við önnur grunnildi laga um opinber fjármál. Slíkt gagnsæi á ekki síst við nú þegar afkomuregla, skuldaregla og skuldalækkunarregla laganna hafa verið teknar úr sambandi um tíma.