

Rammagrein 2 Áhrif vaxta, verðbólgu og gengisbreytinga á fjárhagslega stöðu fyrirtækja og heimila

Ostöðugt efnahagsástand felur í sér að miklar sveiflur geta orðið á hagvexti, verðbólgu, vöxtum, gengi og fleiri hagstærðum. Næmi heimila og fyrirtækja fyrir þessum sveiflum er mismikið eftir eðli rekstrar og ráðandi forms skuldbindinga. Afkoma fyrirtækja og einstaklinga sem skulda mikið til skamms tíma kann að vera sérlega næm fyrir vaxtabreytingum skammtímalána. Afkoma fyrirtækja sem hafa tekið mikið af erlendum lánnum án samsvarandi gjaldeyristekna er næmest fyrir gengisbreytingum, en heimili og fyrirtæki sem tekið hafa mikið af verðtryggðum innlendum lánnum eru næmest fyrir verðlagsbreytingum. Greining á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika felst ekki eingöngu í því að gera sér grein fyrir þeirri framvindu sem líklegust er hverju sinni, heldur hinu sem gæti gerst ef eitthvað fer úrskeiðis. Rétt er að skoða það sem hér fer á eftir í því ljósi.

Heimilin eru tiltölulega ónæm fyrir skammtímaxta-breytingum ...

Heimilin eru tiltölulega ónæm fyrir skammtímaxtabreytingum. Einungis um 100 ma.kr. af 760 ma.kr. skuldum þeirra um síðustu áramót voru í óverðtryggðum lánnum. Hækkun skammtímaxta um 1% eykur því vaxtagreiðslur af útstandandi lánnum heimilanna um allt að 1 milljarð króna á ári, ef breytingarinnar gæti að endingu yfir allt vaxtaróf óverðtryggðra lána. Áhrifin eru þó einhverju minni sem nemur þeim hluta óverðtryggðra lána sem er á föstum vöxtum, en það lánsform er sjaldgæft í lánnum til heimila. Þetta eru ekki stórfelld áhrif. Þess ber hins vegar að geta að sveiflur á skammtímaxvöxtum verða mun meiri en breytingar langtímaxvaxta.¹ Með tímanum koma áhrifin einnig fram í gegnum áhrif á langtímaxraunvexti verðtryggðra lána. Í því sambandi er hins vegar vert að hafa í huga

að breytingar á markaðsávöxtun t.d. húsbreifa, sem bera fasta vexti, snerta fyrst og fremst þá sem eru að kaupa húsnæði á hverjum tíma. Þar sem húsnæðis-kaupendur eiga þess kost að fresta viðskiptum standi þeir frammi fyrir óhagstæðum vaxtakjörum eru síður líkur á að hækkun ávöxtunarkröfu valdi óvæntum fjárhagslegum vanda. Lífeyrissjóðalán eru hins vegar jafnan á breytilegum vöxtum og fylgja t.d. gjarnan markaðsávöxtun húsbreifa. Hið sama á í einhverjum mæli við um lán tryggingafélaga og eignarleigna. Ofangreind lán ásamt verðtryggðum bankalánnum til heimilanna, námu a.m.k. 200 ma.kr. um síðustu áramót. Hækkun langtímaxvaxta um ½ prósentu hefur því, lauslega áætlað, álíka mikil áhrif á greiðslubyrði heimilanna og 1 prósentu hækkun skammtímaxvaxta, þ.e.a.s. þyngir hana um 1 ma.kr., eða um sem nemur 0,14% af ráðstöfunartekjum. Síðustu 12 mánuði hafa markaðsávöxtun húsbreifa og raunvextir banka og sparisjóða lækkað um u.þ.b. 1% og skammtímaxvextir innlánsstofnana um u.þ.b. 5 prósentur. Samtals ætti því greiðslubyrði heimilanna að hafa lést, að öðru óbreyttu, um u.þ.b. 7 ma.kr., eða um sem nemur 1½% ráðstöfunartekna.²

Í ljósi þess að tímabil stórfamkvæmda er framundan er ekki óeðlilegt að álykta að vaxtalækkunin undanfarið ár gæti a.m.k. gengið til baka. Á hinn bóginn er líklegt að framkvæmdirnar muni einnig stuðla að bæði örum vexti ráðstöfunartekna og áframhaldandi skuldasöfnun, a.m.k. fyrst um sinn. Áhrif þyngri vaxtabyrði munu því e.t.v. ekki verða greinileg fyrir en vaxtar-skeiðinu lýkur og dregur úr vexti ráðstöfunartekna, einkum ef ekki tækist að hemja verðbólgu á framkvæmdaskeiðinu, en það krefðist aðhaldssamar peningastefnu lengur en ella.

... en verðbólga umfram vöxt ráðstöfunartekna gæti valdið skakkaðöllum

Vert er að bera hugsanlega aukningu greiðslubyrði af völdum hærri vaxta saman við áhrif þess að láta reka á

1. Auðvitað skiptir miklu hvort vextir hækka umfram verðbólgu, þ.e.a.s. hvort raunvextir hækka eða aðeins nafnvextir. Til langs tíma litið ætti vaxtahækkun ekki að skaða fjárhagsstöðu heimila eða fyrirtækja ef raunvextir haldast óbreyttir. Eigi að síður getur komið til skammtíma greiðsluvanda ef nafnvaxtabreytingin er mikil og aðgangur að lánsfé ekki ótakmarkaður, t.d. vegna skorts á lánstrausti. Háir vextir og verðbólga fela í sér hraðari endurgreiðslu að raunvirði, sem ekki er víst að tekjustreymi viðkomandi standi undir nema nýtt lánsfé standi til boða.

2. Er þá ekki tekið tillit til þess að skuldarnar hafa haldið áfram að aukast.

reiðanum við stjórn peningamála og leyfa verðbólgunni að aukast. Gefum okkur að verðbólga aukist úr 2% í 10%, þ.e.a.s. að hún verði svipuð og hún varð mest í síðustu verðbólguuppsveiflu. Vegna þess að meginhluti lána heimilanna er verðtryggður myndi greiðslubyrðin aukast um u.þ.b. 50 ma.kr., eða sem samsvarar 12% upphafsráðstöfunartekna.³ Svo lengi sem ráðstöfunartekjur vaxa hraðar en verðlag veldur þetta heimilunum ekki endilega miklum vanda og í uppsveiflu er líklegt að sú verði raunin. Vandamálin gætu hins vegar hrannast upp í niðursveiflu ef laun vaxa hægar en verðlagsbreytingar. Slíkar aðstæður eru meira en fræðilegur möguleiki í ljósi þess að kaupmáttur ráðstöfunartekna dróst saman um 9½% árin 1992 og 1993 og vert er að hafa í huga að skuldir heimilanna hafa aukist verulega frá þessum tíma. Jafnmikill samdráttur kaupmáttar í framtíðinni, t.d. á tímabili aðhalds í kjölfar verðbólguuppsveiflu, myndi því hafa mun alvarlegri afleiðingar fyrir fjárhag heimilanna en á fyrrgreindum tímasteiðum, sérstaklega í ljósi þess að þegar svo háttar er líklegt að raunvextir séu einnig háir. Besta leiðin til að forðast slíkar aðstæður er að leyfa verðbólgu aldrei að fara úr böndum. Háir vextir sem kæfa verðbólgu á frumstigi verða heimilunum mun léttbærari en tímabundið háir raunvextir sem kynnu að vera nauðsynlegir til að kveða niður verðbólgu sem farið hefur úr böndum.

Náið samband er á milli gengisbreytinga og verðlags. Að því leyti hafa gengissveiflur mikil áhrif á fjárhag heimilanna – þ.e.a.s. fyrir tilstilli verðtryggingar fjárskuldbindinga og hugsanlega vegna áhrifa á kaupmátt launa. Hins vegar eru gengisbundnar skuldir heimilanna óverulegar.

Fyrirtækin eru sum mjög næm fyrir gengisbreytingum
Fyrirtækin eru mun sundurlausari hópur en heimilin með tilliti til samsetningar skulda þeirra. U.þ.b. 40% áætlaðra 975 ma.kr. heildarskulda fyrirtækja um sl. áramót voru gengisbundin. Í sumum greinum er hlutfall gengisbundinna skulda mun hærra. T.d. eru 80-100% skulda sjávarútvegs-, orku- og samgöngufyrirtækja bundin erlendum gjaldmiðlum. Tæplega 60% skulda iðnaðar eru gengistryggð og gengistryggðar

3. Verðbætur leggjast við höfuðstólinn og dreifast yfir lánstímann. Því er greiðslubyrði raunvaxta lána jafnari en sambærilegra nafnvaxtalána.

skuldir þjónustugeirans eru um eða yfir þriðjungur heildarskulda hans. Tekjur sjávarútvegs- og samgöngufyrirtækja eru að miklu leyti í erlendum gjaldmiðlum, eða myndast í náinni samkeppni við erlend fyrirtæki. Því er eðlilegt að líta svo á að raunvextir í erlendri mynt (miðað við erlent verðlag) ráði mestu um beina áhættu sem tengist breytingum á greiðslubyrði af erlendum lánnum þessara fyrirtækja, en áhætta tengd gengisbreytingum felist fyrst og fremst í breytileika innlends launakostnaðar miðað við afurðaverð.⁴ Fyrirtækjum sem ekki afla umtalsverðra tekna í erlendum gjaldeyri er búin mun meiri hætta af gengissveiflum. Rúmlega þriðjungur skulda fyrirtækja í verslun er t.d. bundinn gengi erlendra gjaldmiðla. Að því marki sem gengisbreytingar koma tiltölulega hratt fram í innlendu verðlagi, e.t.v. vegna fákeppni eða lítillar samkeppni frá innlendum framleiðendum, er áhættan þó e.t.v. ekki í öllum tilvikum eins mikil og hún sýnist.⁵

Vegna þess að gengisbreytingar hafa áhrif á bæði tekjur og útgjöld fyrirtækja, en í mismiklum mæli, þarf í raun að skoða efnahagsreikning hvers geira fyrir sig og meta heildaráhrifin. Gengishækkun er t.d. líkleg til að hafa jákvæð áhrif á ýmsar þjónustugreinar, en neikvæð á sjávarútveg og aðrar útflutningsgreinar. Lauslega áætlað hefur 10% gengishækkun krónunnar þau áhrif, að öðru óbreyttu, að framlegð sjávarútvegsfyrirtækis sem í upphafi nemur 20% af veltu minnkar í 14%.⁶ Upplýsingar um kostnaðarsamsetningu annarra greina eru óljósari og því erfitt að gera sér nákvæmlega grein fyrir áhrifunum.

Í ljósi þess að verulegur hluti skulda íslenskra fyrirtækja er í erlendum gjaldmiðlum, eru þau ekki síður næm fyrir breytingu erlendra vaxta en innlendra. Á sl. ári bjó íslenska þjóðarbúið við hagstæða vexti erlendis. Þetta birtist meðal annars í umtalsverðri lækkun hreinna vaxtagjalda til útlanda. Ekki er fyllilega ljóst í

4. Er þá gengið út frá því að afurðaverð fylgi í meginatriðum erlendri verðlagsþróun.

5. Tekjur af sölu eldsneytis eru t.d. í krónum, en gengisbreytingar koma nánast tafarlaust fram í innlendu verðlagi. Þess vegna er ekki augljóst að oliufélögunum sé búin mikil hætta af erlendri lántöku.

6. Talið er að um 40% kostnaðar sjávarútvegsfyrirtækja sé af erlendum toga og þannig beint háður gengi erlendra gjaldmiðla. Þetta er nokkuð mismunandi milli greina, hæst eru gengistengd útgjöld í sjófrýstingu þar sem hlutdeild sjómanna er tengd við söluverðið sem er í erlendri mynt. Lægst er hlutfall gengistengds kostnaðar í saltfiskvinnslu og rækjuvinnslu.

hve miklum mæli innlend fyrirtæki, auk fjármála-kerfisins og hins opinbera, nutu hinna lágu vaxta. Árið 2002 má ætla að meðalvextir þjóðarbúsins hafi verið u.þ.b. 1½ prósentu lægri en að meðaltali undanfarin 6 ár, og enn lægri síðari hluta ársins. Miðað við erlendar vaxtaspár má ætla að þessir lágu vextir hverfi í fyrra horf á næstu tveim til þremur árum. Tveggja prósentna hækkun erlendra vaxta, sem telja verður nokkrar líkur á næstu árin, myndi fela í sér u.þ.b. 9 ma.kr. útgjalda- auka allra fyrirtækja, eða sem nemur 0,7% af upp- reiknuðum rekstrartekjum þeirra árið 2000.⁷

Næmi fyrirtækjanna fyrir breytingu innlendra skammtímavaxta er mun minni, en á hinn bóginn má gera ráð fyrir meiri sveiflum í skammtímavöxtum. Lauslega áætlað voru óverðtryggðar innlendar skuldir fyrirtækja í lok sl. árs u.þ.b. 130 ma.kr., eða innan við 15% allra skulda þeirra. Hækkun þessara vaxta um 1 prósentu eykur útgjöld þeirra um u.þ.b. 1,3 ma.kr. Raunvaxtabreytingar gætu orðið umtalsverðar. Verður

að telja hugsanlegt að skammtímaraunvextir hækki um 4-5 prósentur ef aðhald í ríkisfjármálum verður ekki nægjanlegt. Slík vaxtabreyting gæti haft útgjaldaauka í för með sér sem nemur allt að 2,5% af rekstrartekjum fyrirtækjanna.

Verðtryggðar skuldbindingar fyrirtækja eru hlutfallslega minni en heimilanna. Ennfremur hafa hlutfallslegar breytingar launa og verðlags gagnstæð áhrif miðað við heimilin. Hlutfallsleg lækkun afurðaverðs miðað við almennt verðlag getur haft hliðstæð áhrif og rýrnun kaupmáttar heimilanna. Ef tekjur fyrirtækis aukast hins vegar í hlutfalli við verðbólgu hefur hún lítil áhrif á afkomu þess.

7. Áætlaðar heildarrekstrartekjur árið 2000 að viðbætti hækkun VLF til ársins 2002.