

Markaðspunktar í dag:

- Leiðrétting: Viðskiptajöfnuður villandi er
- Gjaldmiðlaskýrslan: Ríkisfjármálin skárri en á evrusvæðinu – en ekki mikið
- Gjaldmiðlaskýrslan: Sveiflukenndur þjóðarbúskapur einkennir krónuhagkerfið

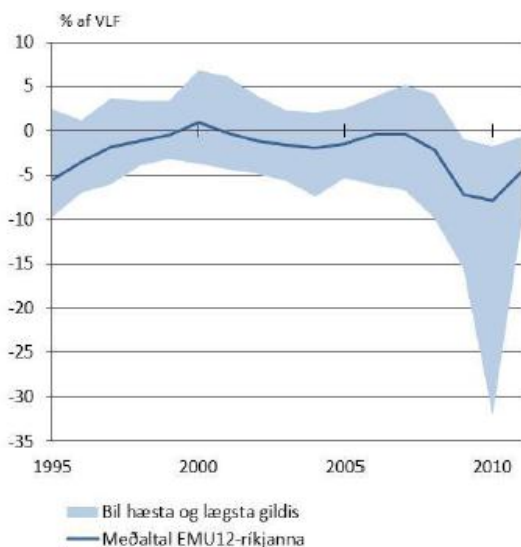
Leiðrétting: Viðskiptajöfnuður villandi er

Greiningardeild sendi 4. september sl. frá sér Markaðspunkt sem bar yfirskriftina: [Viðskiptajöfnuður villandi er](#). Við viljum árétta að þar sem fjallað er um endurmat Seðlabankans á viðskiptajöfnuði fyrir árið 2010 átti greiningardeild við viðskiptajöfnuð án innlánastofnana í slitameðferð (en ekki birtan viðskiptajöfnuð). Endurmat Seðlabankans á þeim viðskiptajöfnuði nemur 3,7% af VLF (eða sem samsvarar 57 mö.kr.) frá því sem upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir. Í greiningu okkar er því haldið fram að í spá Seðlabankans á viðskiptajöfnuði án innlánastofnana í slitameðferð sé ekki tekið tillit til áhrifa þess þegar gömlu bankarnir komast í eigu kröfuhafa. Rétt er að Seðlabankinn tekur tillit til þess og sjást merki þess í spám bankans fyrir árin 2013 og 2014. Það leiðréttist hér með.

Gjaldmiðlaskýrslan: Ríkisfjármálin skárri en á evrusvæðinu – en ekki mikið

Áhugaverðan samanburð á ríkisfjármálum hér heima og í evruríkjunum er að finna í [gjaldmiðlaskýrslu Seðlabankans](#) sem birtist í síðustu viku. Þrátt fyrir að íslensku ríkisfjármálin urðu fyrir einu mesta högginu þá er staða ríkissjóðs alls ekki svo slæm í samanburði við meðalríkissjóð evruríkjanna. Hið sama er hins vegar ekki hægt að segja um skuldsetningu ríkissjóðs Ísland sem er í hærra lagi en meðalríki evrulandanna. Kemur kannski ekki á óvart en Seðlabankinn sýnir jafnframt fram á í skýrslunni hvernig stefna ríkisfjármála og peningamála voru að toga í sitthvora áttina á þensluárunum fyrir hrun.

Mynd 2.26
Jöfnuður hins opinbera hjá EMU12-ríkjum

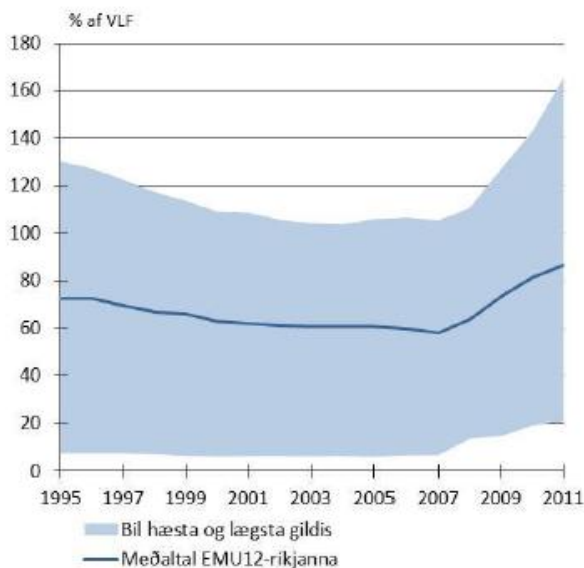


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Þrátt fyrir að margir hafi gagnrýnt lausatök í ríkisfjármálunum á Íslandi, bæði fyrir og eftir hrunið 2008, þá virðist ljóst að íslenska fjármálaráðuneytið er ekki sérstaklega svartur sauður í evrópskum samanburði. Meðalríkissjóður evruríkjanna hefur verið rekinn með nánast viðvarandi halla síðustu 15 ár. Árin 2005, 2006 og 2007 safnaði ríkissjóður Íslands afgangi upp á 6,7-11% VLF, á meðan bestu ríkissjóðir evruríkjanna rétt sleiktu 5%.

Höggið sem kom á ríkisfjármálin hér á landi árin 2008 og 2009 var reyndar meira en í meðallagi evruríkjanna, en hallinn hefur farið úr því að vera 13% af VLF í 1,5% sem er í minna lagi miðað við það sem gengur og gerist í evruríkjunum. Maastricht skilyrðin kveða á um að halli evruríkjanna fari ekki fram úr 3% VLF á ári, en *aðeins tveimur ríkjum* hefur tekist að uppfylla það allt tímabilið; Finnlandi og Lúxemborg (auk Belgíu og Írlands ef frá er talin fjármálakreppan).

Mynd 2.27
Vergar skuldir hins opinbera hjá EMU12-ríkjum

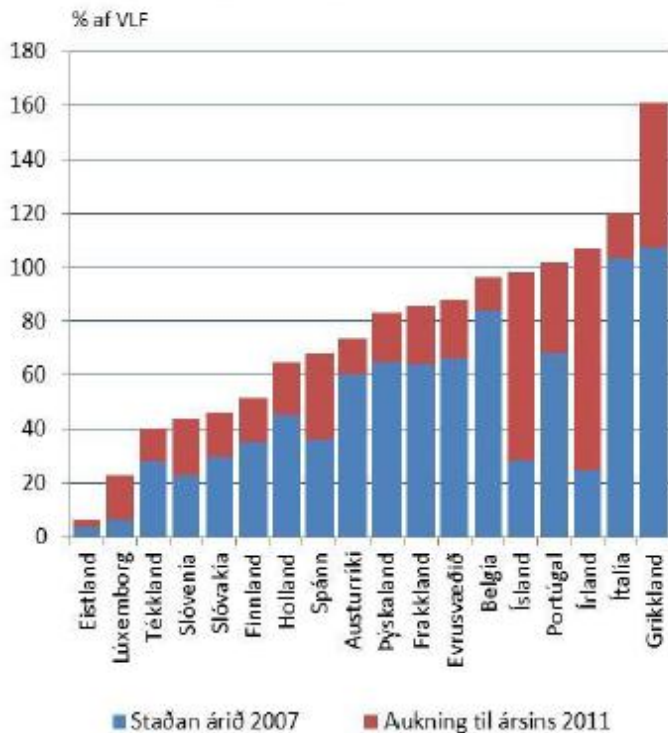


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Svipaða sögu má segja af skuldunum; þótt myndin sé ófögur á Íslandi, þá er hún ekki mikið skárri í öðrum Evrópuríkjum, en verga skuldastaðan, þ.e. tekin lán ríkissjóðs, var örlítið verri hér á landi (um 90% VLF) en í meðal evrulandinu undir lok síðasta árs, í kringum 80% af VLF.

Mynd 16.5

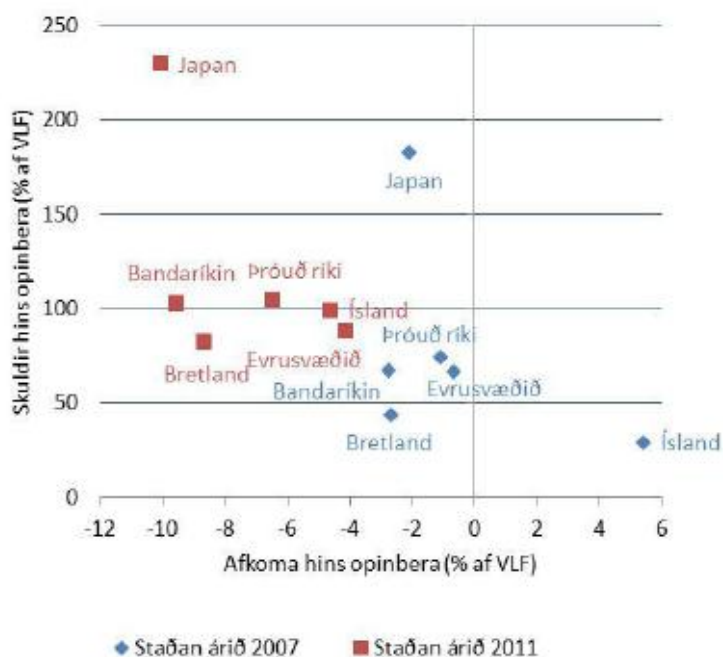
Skuldir hins opinbera (Maastricht-skilgreining) 2007 og 2011



Heimild: OECD.

Mynd 16.6

Opinber fjármál evrusvæðisins í samanburði við önnur þróuð ríki 2007 og 2011



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

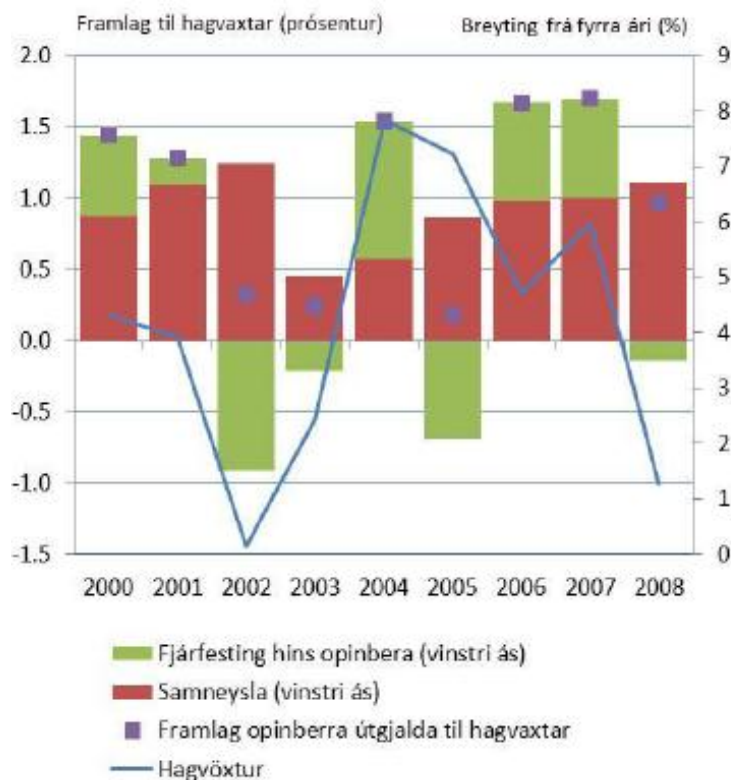
Þótt fá ríki hafi bætt jafnmikið og hratt við skuldir sínar á árabílinu 2007-2011 og Ísland, þá er staðan þó enn fjarri því að vera líkt og verst gerist í evruríkjunum. Ísland er engu að síður í hópi skuldsettari ríkja samanborið við evrulöndin, eða sem nemur um 10-15% meira en svæðið í heild skv. skilgreiningu Maastricht sáttmálans.

Það er klárlega ákjósanlegt að vera sem lengst í suðausturhorni myndarinnar hér til hliðar, þ.e. með sem mestan afgang, og minnstar skuldir. Ísland var í þeirri öfundsverðu stöðu árið 2007, og þótt staðan hafi sortnað talsvert síðan þá, er Ísland þó í skárri stöðu en t.d. Bandaríkin og önnur þróuð ríki, og aðeins litlu verri stöðu en evrusvæðið í heild.

Há skuldsetning er til þess fallin að draga úr vexti í hagkerfinu þar sem afborganir og vaxtagjöld eru orðin of íþyngjandi í hlutfalli við önnur ríkisútgjöld. Ísland, Bandaríkin og Japan eru því ekki í öfundsverðri stöðu eins og staðan er í dag. Hins vegar skiptir auðvitað máli að skoða vaxtagreiðslur sem hlutfall af landsframleiðslu en vaxtagreiðslur Íslands hafa t.d. rakið upp frá hruni og eru í dag ríflega 4,5% af VLF (fóru hæst í ríflega 6% árið 2009) samanborið við 2% fyrir hrún.

Mynd 3.13

Framlag opinberra fjármála til hagstjórnar



Heimild: Hagstofa Íslands.

En þótt ríkissjóður sem rekstrareining hafi verið í góðu lagi árið 2007, og árin þar á undan, er ekki þar með sagt að hagstjórnin hafi verið skynsamleg.

Í skýrslu Seðlabankans er fjallað um samspil peninga- og fjármálastefnu hins opinbera. Seðlabankinn bendir á að stefnan í peningamálum og fjármálastefna hins opinbera hafi oft á tíðum verið að toga hvor í sína áttina á þenslutímanum fyrir hrun.

Myndin hér til hliðar undirstrikar þetta, en þar sést hversu mikil áhrif umsvif hins opinbera hafa haft á hagvöxt á Íslandi. Ekki er óalgengt að á árunum 2000-2010 hafi hið opinbera fjármagnað um 1-1,5% af hagvexti hvers árs.

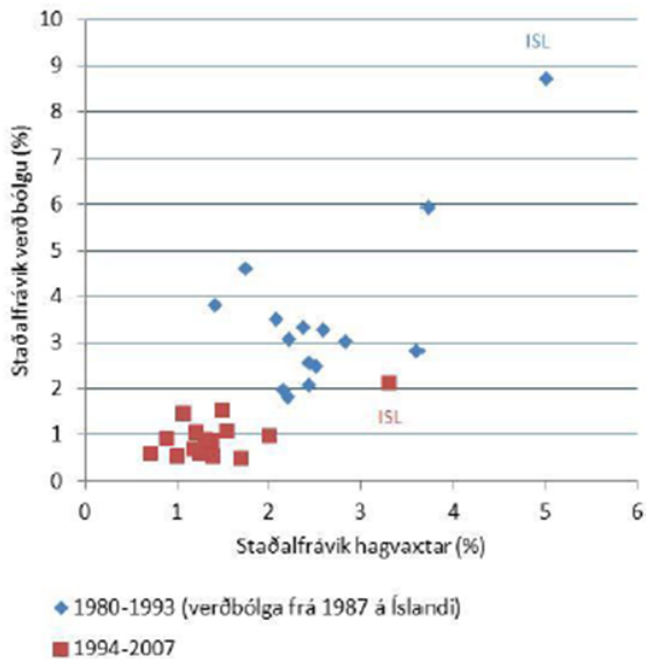
Sennilegt er að þegar til lengdar lætur muni áherslan færast af afkomu ríkissjóðs, og frekar að þróun skattheimtu og útgjalda ríkissjóðs. Þannig er líklegra að hægt sé að koma í veg fyrir að ríkið blási í bólu í skjóli góðrar afkomu.

Gjaldmiðlaskýrslan: Sveiflukenndur þjóðarbúskapur einkennir krónuhagkerfið

Staðreynd sem flestir gera sér líklegast grein fyrir er dregin upp með skýrum hætti í skýrslunni, en það eru hinar miklu sveiflur sem einkenna íslenskan þjóðarbúskap. Sveifluvaldurinn virðist vera krónan en ýmsar raunstærðir í hagkerfinu sveiflast í takti við gengi krónunnar – óstöðugleiki krónunnar kemur einmitt berlega í ljós þegar breytileiki raungengis krónunnar er borinn saman við aðra gjaldmiðla.

Mynd 3.8

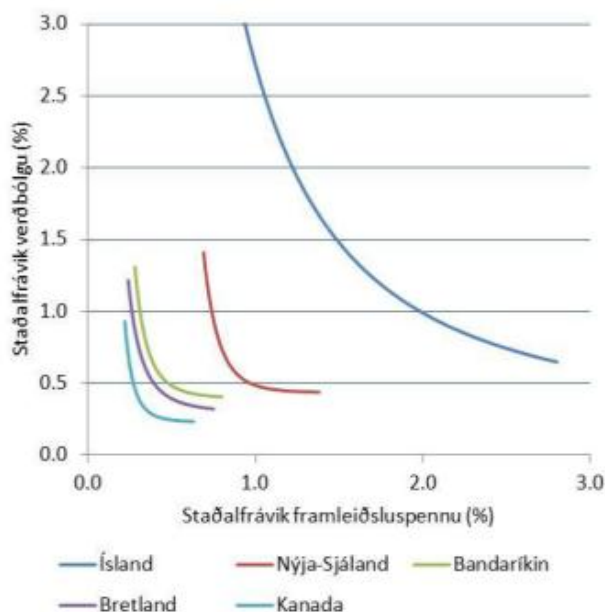
Sveiflur í verðbólgu og hagvexti í 15 iðnríkjum



Heimildir: Hagstofa Íslands og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd 3.7

Hagkvæmir peningastefnuferlar



Heimild: Honjo og Hunt (2006).

Hvort sem litið er til árabilsins 1980-1993 eða 1994-2007 er Ísland í skammarkróknum þegar kemur að stöðugleika í efnahagslífinu. Hagvöxtur og verðbólga eru mun óstöðugri hér á landi en erlendis, sama hvort tímabilið er til skoðunar, þótt ástandið hafi talsvert skánað.

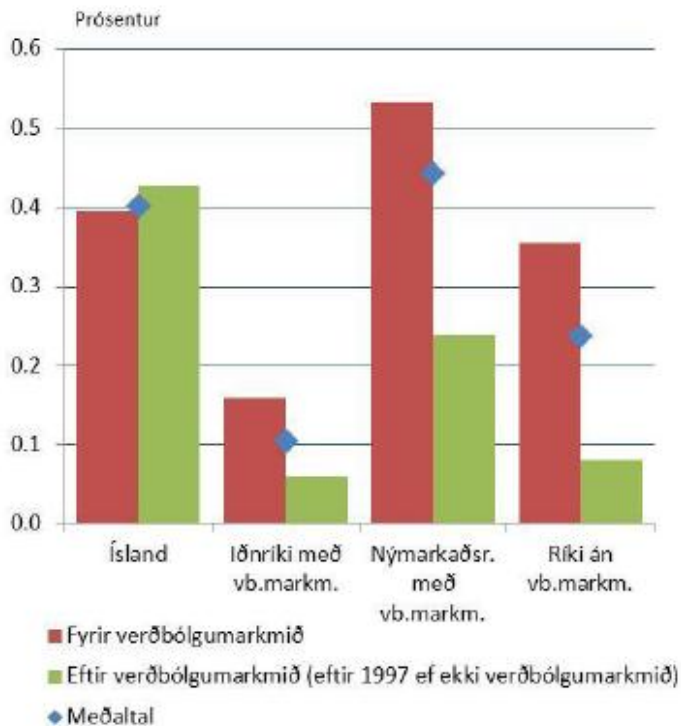
Seðlabankinn bendir á í þessu samhengi að hátt atvinnustig í landinu, þrátt fyrir hinar miklu sveiflur, bendi til þess að Íslendingar (almennigur og stjórnvöld) hafi minna þol fyrir atvinnuleysi en verðbólgu, öfugt við erlend ríki. Það geri bankanum jafnframt erfiðara fyrir að ná verðbólgunni niður, því erfiðum aðhaldsaðgerðum á peningamálahliðinni sem aukið geti á framleiðsluslakann sé ekki sýndur skilningur. Sem sagt ein af mörgum skýringum á því hvers vegna illa gengur að ná tókum á verðbólgunni er skilningsleysi almennings og stjórnvalda á erfiðum aðhaldsaðgerðum.

Þetta sést jafnframt á hinum svokölluðu hagkvæmu peningastefnuferlum; Seðlabankinn á Íslandi hefur úr miklu lakari samsetningu sveiflna í verðbólgu og framleiðsluspennu að velja en seðlabankar í litlum opnum verðbólgu markmiðsríkjum, og þarf auk þess að sætta sig við að rugga þjóðhagsskútunni meira (taka á sig stærri hagsveiflur) en aðrir ef hann vill ná fram verðstöðugleika.

Mynd 3.2

Áhrif gengislækkunar á verðbólgu

Uppsöfnuð áhrif 1% gengislækkunar á 2 árum



Heimild: Þórarinn G. Pétursson (2010).

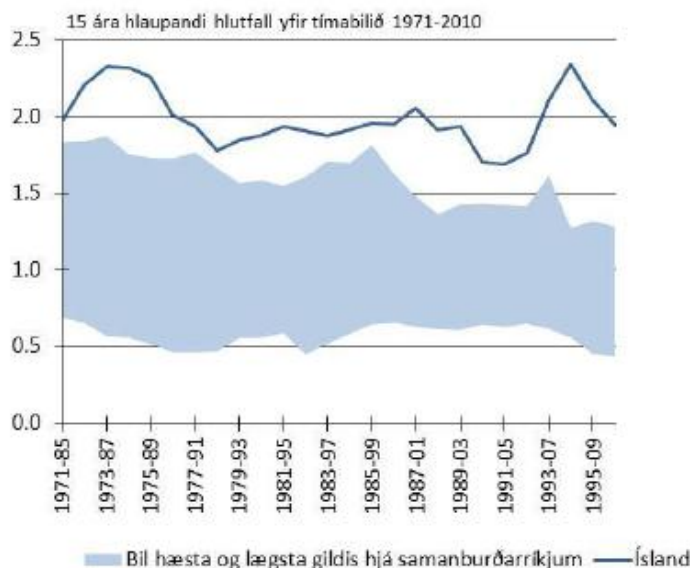
Þá hefur minnkandi tiltrú almennings á verðbólguþröskul Seðlabankans leitt til þess að áhrif gengisveikingar hefur aukist hér landi öfugt við það sem hefur gerst í öðrum verðbólguþröskulslöndum.

Almennt séð hefur gengisleki (þ.e. áhrif breytinga gengisins á verðlag innanlands) dregist verulega saman í kjölfar þess að vinsældir verðbólguþröskuls sem akkeris peningastefnunnar jukust – hvort sem litið er til iðnríkja eða nýmarkaðsríkja. Ísland er hins vegar í þeirri vandræðalegu stöðu að gengislekinn hefur *aukist*, en það er m.a. til marks um að tiltrú á verðbólguþröskulslöndum skortir.

Sjálfur segir Seðlabankinn að það sé sláandi hversu ólík reynsla Íslendinga er af verðbólguþröskulslöndum samanborið við þau jákvæðu áhrif sem það hefur haft annarsstaðar.

Mynd 4.23

Staðalfrávik einkaneysluvaxtar sem hlutfall af staðalfrávik hagvaxtar¹



1. Samanburðarríkin eru Ástralía, Bandaríkin, Bretland, Danmörk, Finnland, Frakkland, Ítalía, Japan, Kanada, Noregur, Nýja-Sjáland, Sviss, Svíþjóð og evrusvæðið. Frá 1985 bætast Írland og Þýskaland í úrtakið og frá 1993 Slóvakía. Tekinn er lógarípmi af breytingum áður en staðalfrávik vaxtar er reiknað.

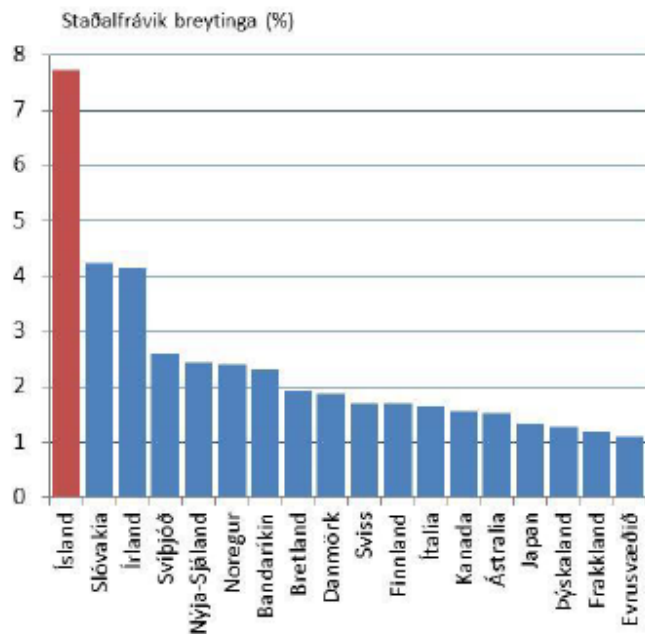
Heimildir: OECD og Seðlabanki Íslands.

Einkaneysla á Íslandi er í sérflokk þegar kemur að miklum sveiflum, en með því að bera saman staðalfrávik breytinga í einkaneyslu og landsframleiðslu má fá mælikvarða á það hvort einkaneyslan sé sveiflukenndari eða stöðugri en þjóðarþækkunin í heild.

Eins og sjá má sker Ísland sig verulega úr, þar sem einkaneysla er almennt um tvöfalt sveiflukenndari en hagvöxtur; hið dýrslega eðli (e. animal spirits) gæti verið sterkt í Íslendingum.

Mynd 4.27

Staðalfrávik raunlauna 1994-2010¹



1. Launagögn eru frá OECD. Nafnlaun hvers ríkis eru staðvirk með verðvísitölu einkaneyslu til að fá raunlaun.

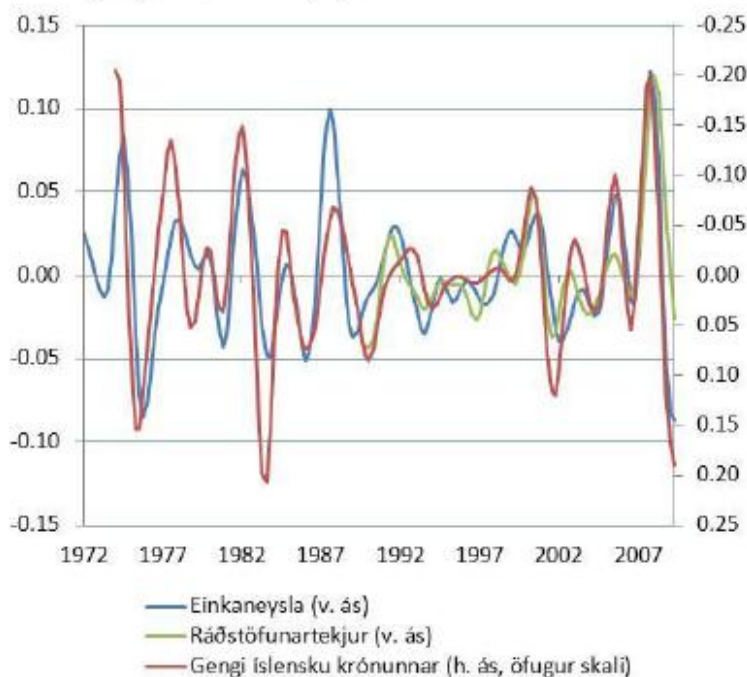
Heimildir: OECD og Seðlabanki Íslands.

Auk þess hjálpar e.t.v. að skýra sveiflur í einkaneyslu hér að ofan að skoða breytileika raunlauna.

Staðalfrávik raunlauna er mælikvarði á það hversu miklar sveiflur almennt launafólk þarf að taka á sig í kaupmætti. Þær eru hvergi meiri en hér m.v. flest OECD ríki, sem merkir að launafólk býr við miklu ótryggara umhverfi um kjör sín (ath. að það er ekki þar með sagt að launþegar séu verr borgaðir, eða hafi það verra, heldur eingöngu að kjör þeirra geta hækkað eða lækkað meira með skömmum fyrirvara).

Mynd 10.8

Sveiflur í einkaneyslu, ráðstöfunartekjum og gengi krónunnar (%)¹



Sveiflurnar í raunlaununum geta komið til bæði af nafnlaunabreytingum eða verðbólgu, en þegar breytingar á einkaneyslu og ráðstöfunartekjum eru dregnar upp á mynd við hlið íslensku krónunnar er augljóst hver sveifluvaldurinn er; kjör hreyfast að verulegu leyti með gengi krónunnar, en hún hefur bæði bein áhrif á laun í útflutningsgeiranum, og óbein áhrif á öll laun í landinu í gegnum gengislekann (áhrifin á verðbólguna).

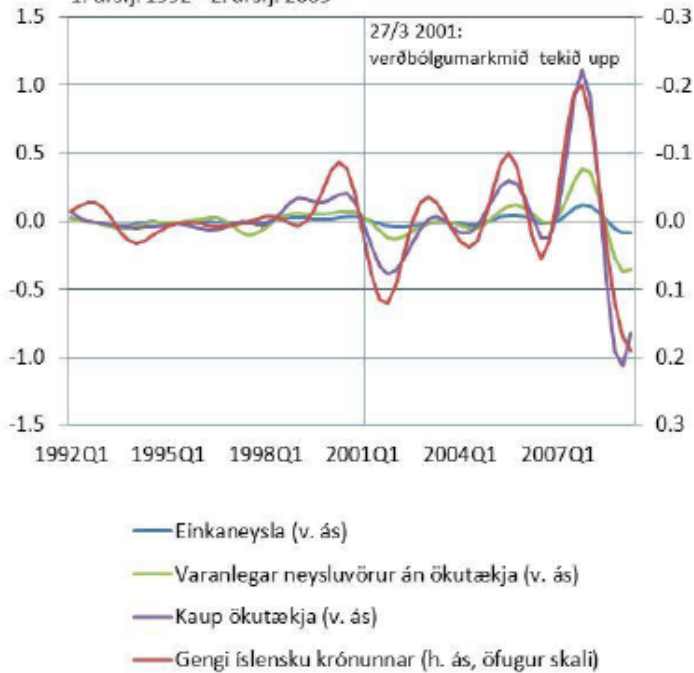
1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King-tíðnisú. Gögn um ráðstöfunartekjur eru ekki fáanleg fyrr en 1989.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 4.28

Sveiflur í gengi krónunnar, einkaneyslu og undirliðum (%)

1. ársfj. 1992 - 2. ársfj. 2009¹



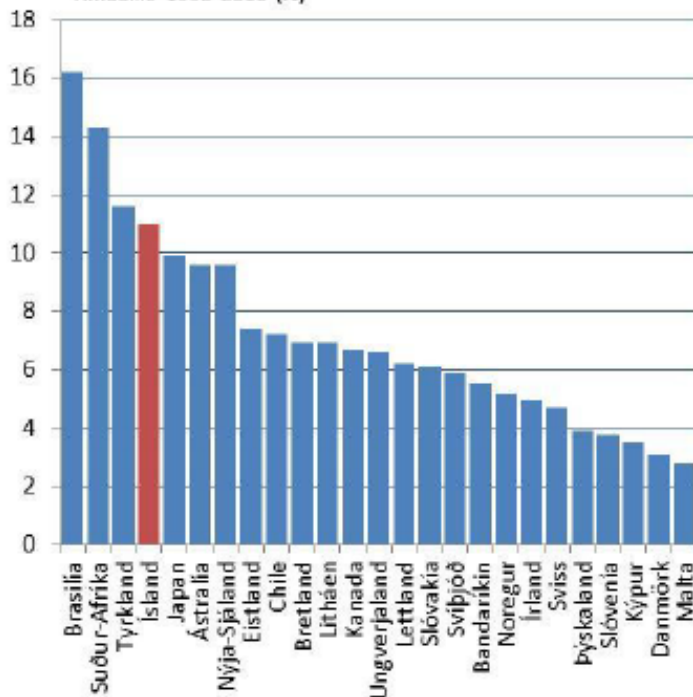
1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King-tíðnisu (sjá kafla 10).
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Sömu sögu má segja um undirliði einkaneyslunnar, sem sveiflast algjörlega í takt við gengi krónunnar – einkum kaup ökutækja sem kemur e.t.v. ekki á óvart.

Mynd 12.6

Staðalfrávik árlegra breytinga raungengis ýmissa ríkja

Tímabilið 1995-2010 (%)



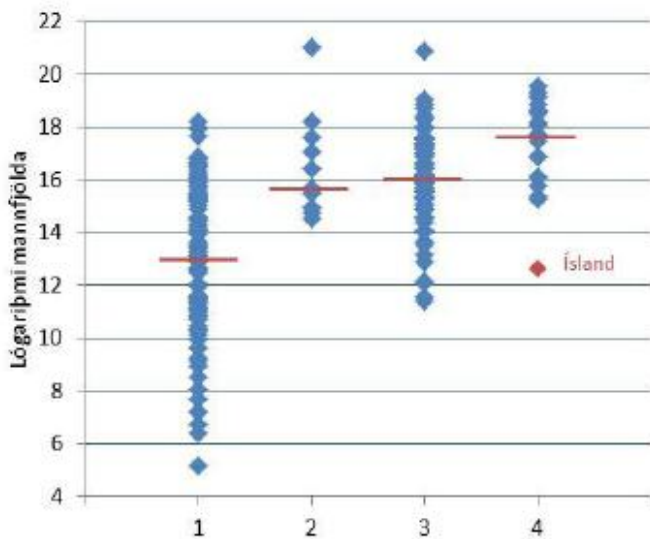
Heimild: Alþjóðagreiðslubankinn.

Eins og kom fram hér að ofan eru ýmsar raunstæðir að sveiflast með genginu. Það er því ekki að undra hversu sveiflukenndur íslenskur þjóðarþúskapur er þegar við skoðum breytingar á raungengi krónunnar og annarra mynta en eins og sést á meðfylgjandi mynd er krónan fjórða sveiflukenndasta myntin mælt út frá raungengi.

Krónan er t.d. mun óstöðugri en myntir hinna norðurlandanna.

Mynd 13.5

Mannfjöldi og gengisfyrirkomulag



Flokkun Reinhart og Rogoff (2004) á gengisfyrirkomulagi

Flokkur 1 er fastgengisstefna án eigin lögeyrir eða með myntráði. Flokkur 2 er annars konar hörð gengistenging með þröngum vilkörum. Flokkur 3 er veikari form gengistenginga. Flokkur 4 er flotgengi (stýrt og frjálst). Rauða línan sýnir miðgildi mannfjöldi hvers hóps. Gögnin miðast við nýjustu mælingu á gengisfyrirkomulagi.

Heimildir: CIA World Factbook og Ilzetzki, Reinhart og Rogoff (2008).

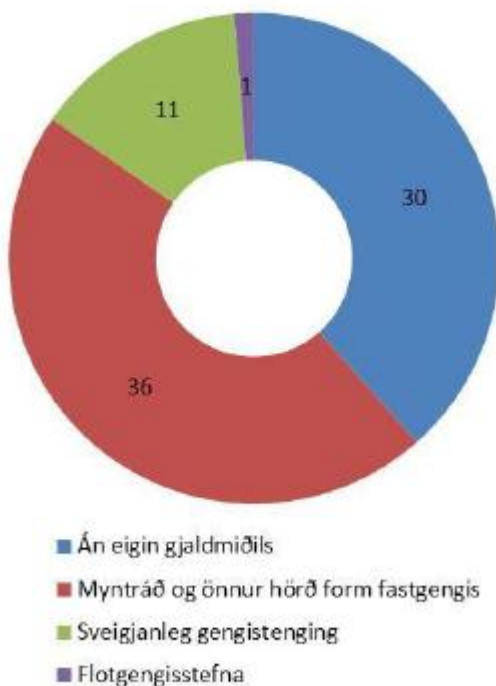
En hvað getur skýrt þessar miklu sveiflur í genginu? Ein skýring sem talin er upp í skýrslu Seðlabankans er hversu smátt myntsvæði landið er.

Ísland sker sig úr að ýmsu leyti, meðal annars er það fámennasta ríkið sem hefur valið að halda úti sjálfstæðri fljótandi mynt. Langflest ríki með jafnmarga eða færri íbúa en Ísland velja ýmist að taka upp mynt annars ríkis, halda úti myntráði eða festa gengið einhliða.

Mynd 13.6

Gengisfyrirkomulag 78 smáríkja (íbúafjöldi undir 2 milljónum)

Miðað við nýjustu mælingu gengisfyrirkomulags



Þessi mynd segir sömu sögu; yfirgnæfandi meirihluti smáþjóða (færri en 2 milljónir) velja að taka upp aðra mynt eða halda úti myntráði eða sambærilegri trúverðugri gengistengingu. Fjólublái kökubitinn merkir eina landið með íbúafjölda undir 2 milljónum sem ákveðið hefur að halda úti sjálfstæðri fljótandi mynt; Ísland.

Heimildir: Ilzetzki, Reinhart og Rogoff (2008) og Imam (2010).

Að lokum minnir greiningardeild á syrpu Markaðspunkta um gjaldmiðlamál og upptöku annarrar myntar sem birtist á vormánuðum þessa árs, en þar má helst nefna:

- [Ísland og Kanada: Hagkvæmt myntsvæði?](#)
- [Upptaka nýrrar myntar: Skipta utanríkisviðskipti öllu máli?](#)
- [Gamli heimurinn eða nýi: Er norska krónan betri en kanadadollarinn?](#)
- [Skökk viðskiptavog og áhrifin á gjaldmiðlaumræðuna](#)

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka		
Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973
Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir		

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is