

Markaðspunktur í dag:

- Ríkisfjármálamargfaldarar á Íslandi: Aðhald og efnahagsbati

Ríkisfjármálamargfaldarar á Íslandi: Aðhald og efnahagsbati

Það er ekki ókeypis að ná tökum á ríkisfjármálum þjóðar. Til þess þarf yfirleitt að hækka skatta, skera niður ríkisútgjöld eða fara blandaða leið hvoru tveggja, en að öðru jöfnu merkir það að ríkið dregur markvisst úr eftirspurnarþrótti hagkerfisins. Það getur orðið til þess að hagvöxtur hægi á sér, allavega til skamms tíma, en það ríkir enginn einhugur um nákvæmlega hversu veigamikil þessi áhrif eru.

Það er raunar tiltölulega stutt síðan kraftur hljóp í rannsóknir á áhrifum ríkisfjármálastefnu á hagvöxt eftir langt hlé, enda var hlutverki hennar við hagstjórn skipað í aftursætið á árunum fyrir 2008 á meðan peningamálastjórn sat í ekilssætinu. Eftir að sum ríki tóku að beita markvissum örvunaraðgerðum, á meðan háar skuldir tóku að vefjast fyrir öðrum sem neyddust síðan til þess að bregðast við með aðhaldsaðgerðum, hefur kastljósinu hins vegar tekið að beinast að samspili ríkisfjármála og hagvaxtar í meira mæli.

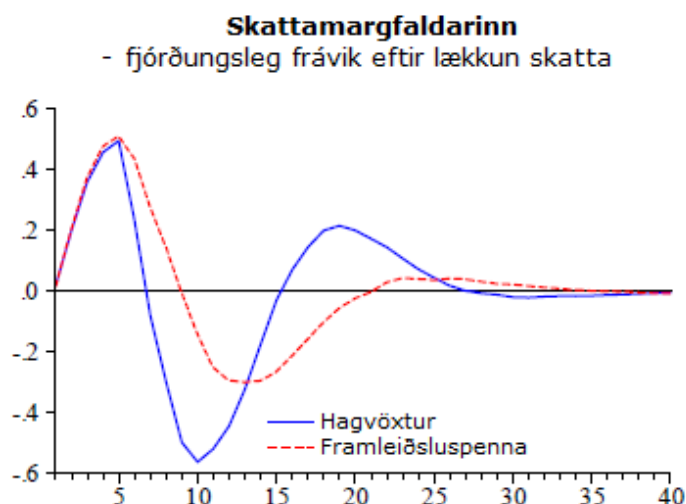
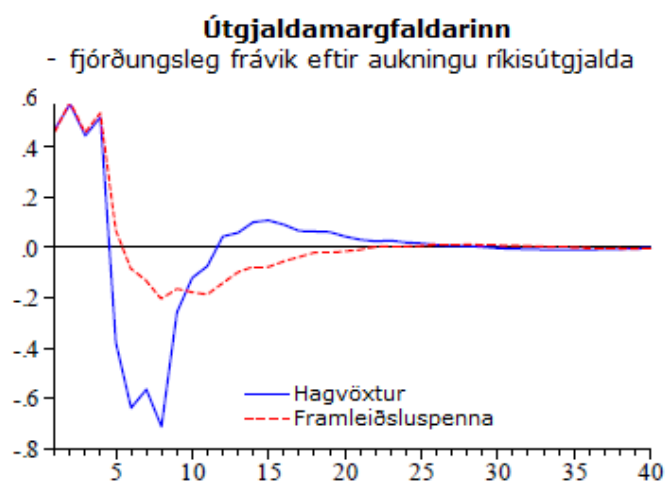
Þetta samspil er gjarnan tekið saman í eina stærð, hinn svokallaða margfaldara¹, en hann segir til um hversu mikið landsframleiðslan bregst við breytingu á ríkisfjármálastefnunni. Í Markaðspunktum dagsins er fjallað um ríkisfjármálamargfaldara á Íslandi, enda ríkisfjármálin í háumæli í íslenskri pólitík, og leitað svara við því hvort niðurskurður gæti ógnað efnahagsbatanum um þessar mundir.

Hvað eru margfaldararnir stórir á Íslandi? Gögn síðan fyrir 2008

Ríkisfjármálamargfaldarar hér á landi eru raunar tiltölulega lítið rannsakaðir, en helsta heimildin um þá er handbókin² sem fylgir þjóðhagsspálíkani Seðlabankans, QMM. Þar eru keyrðar tvær hagstjórnartilraunir; í annarri eru ríkisútgjöld aukin um 1% VLF í eitt ár, en í hinn er tekjuskattur lækkaður um 1% VLF í eitt ár (með neikvæðu formerki er hægt að líta á föllin sem viðbragð við aðhaldsaðgerðum). Í báðum tilraununum er gert ráð fyrir peningastefnuviðbrögðum til að bregðast við breytingu á eftirspurnarþrýstingi.

¹ Sjá [IMF – Fiscal multipliers](#).

² Sjá [QMM: A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy](#).



Heimild: Seðlabanki Íslands

Niðurstaðan er sú að útgjaldamargfaldarinn innan árs er um 0,6, en skattamargfaldarinn um 0,5 (í öðru útgefni efni Seðlabankans er skattamargfaldarinn sagður vera um 0,3)³. Í handbókinni er fullyrt að margfaldarar af slíkri stærðargráðu séu tiltölulega litlir í alþjóðlegu samhengi, en við tökum ekki fullkomlega undir það. Í rannsókn aðalhogfræðings Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í janúar⁴ kemur fram að greinendur sjóðsins hafi gert ráð fyrir margföldurum upp á 0,5 að meðaltali í þróuðum hagkerfum, áður en fjármálakrísan skall á eftir 2008. Það stemmir við aðra nýlega rannsókn sem starfsmenn sjóðsins unnu⁵, en þeir töldu að útgjaldamargfaldarar G-7 ríkjanna væru 0,8 að meðaltali, en skattamargfaldararnir 0,3. Líkt og sjá má í töflunni hér að neðan er mat 34 rannsókna úrtaks á margföldurum í Evrópu á svipuðum slóðum.

Margfaldarar innan árs
-samantekt eldri rannsókna

a. Útgjaldamargfaldarar

	Allt úrtak		Bandaríkin		Evrópa	
	VAR	DSGE	VAR	DSGE	VAR	DSGE
Meðaltal	0,9	0,7	1	0,7	0,8	0,6
Miðgildi	0,8	0,6	0,9	0,7	0,6	0,5
Kryppugildi	0,6	0,5	0,6	0,0	0,5	0,5
Hæsti	2,1	1,9	2,0	1,6	1,5	1,5
Lægsti	0,4	0	0,4	0,0	0,5	0,1

b. Skattamargfaldarar

	Allt úrtak		Bandaríkin		Evrópa	
	VAR	DSGE	VAR	DSGE	VAR	DSGE
Meðaltal	0,2	0,3	0,7	0,3	-0,3	0,1
Miðgildi	0,3	0,2	0,7	0,2	-0,3	0,1
Kryppugildi	0,7	0,2	0,7	0,2	...	0,1
Hæsti	1,4	1	1,4	1	0,4	0,3
Lægsti	-1,5	0	-0,7	0	-1,5	0

Heimild: Fiscal Multipliers e. Baunsgaard – tafla úr [IMF Fiscal Monitor 2012/1](#). Samantektn byggir á niðurstöðum 34 rannsókna sem framkvæmdar voru á árunum 2002-2012, þar sem útgildum hefur verið sleppt. Rannsóknirnar byggðu ýmist á svokölluðum VAR líkönum eða DSGE líkönum, en þar er um mismunandi aðferðafræði við mat á margföldurum að ræða.

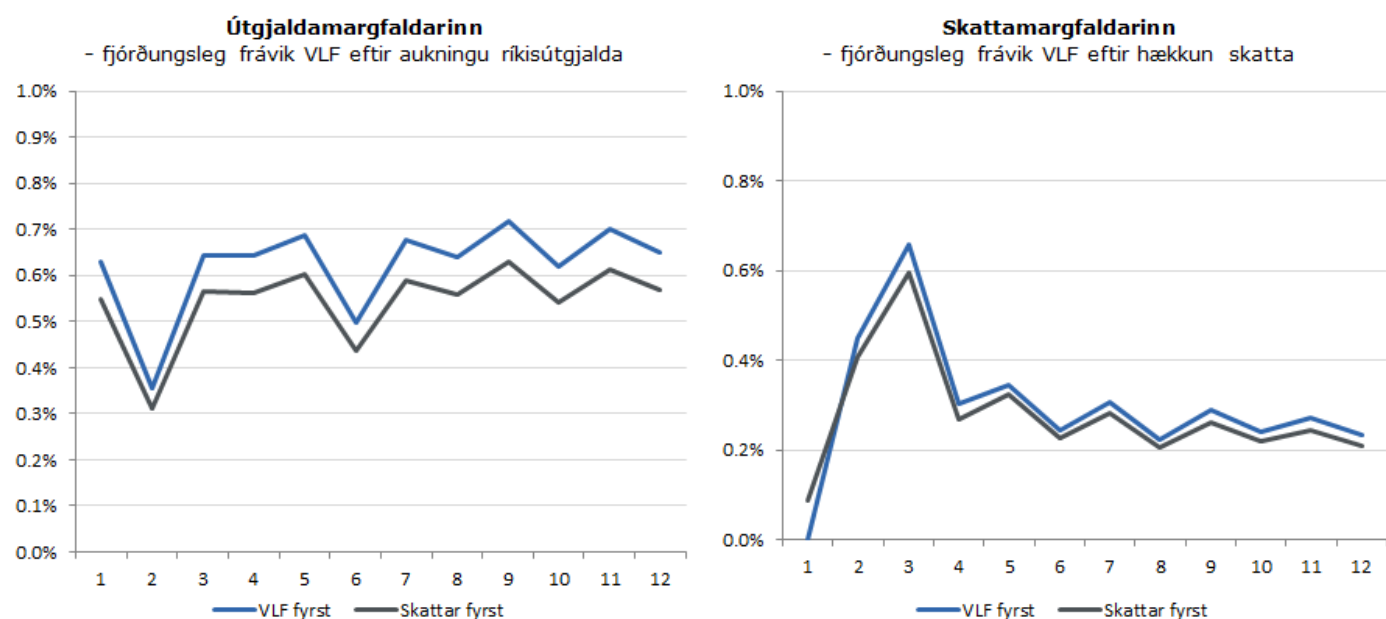
³ Sjá t.d. [Peningamál 2008/1](#).

⁴ Sjá [Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers](#).

⁵ Sjá línulegt mat í [Fiscal Multipliers and the State of the Economy](#).

Okkur þykir því nær að segja að mat þjóðhagslíkans Seðlabankans á margföldurum Íslands sé í, eða rétt undir, meðallagi á við mat annarra á margföldurum þróaðra ríkja. Þegar tekið er tillit til þess að íslenska hagkerfið er töluvert minna og háðara utanríkisviðskiptum en mörg önnur þróuð ríki, þar á meðal G-7 ríkin, má segja að mat Seðlabankans á margföldurum sé jafnvel í hærri kantinum – enda „leka“ margfeldisáhrifin að öðru jöfnu út úr hagkerfum í meira mæli eftir því sem líklegra er að gengið breytist vegna ríkisfjármálastefnunnar og hafi þar með áhrif á samkeppnisstöðu hagkerfisins, og/eða íbúar landsins eru líklegri til að eyða viðbótartekjum í innflutning fremur en innlenda framleiðslu.

Fjöldi annarra þátta getur svo valdið því að margfaldarar eru ekki Keynesian, þ.e. að þeir séu minni en einn. Helst ber að nefna ruðningsáhrif, sem eru fólgin í því að þegar ríkið fer í framkvæmdir fer það í samkeppni við einkageirann um vinnuafli og fjármagn og setur þannig þrýsting á laun og vexti, sem skerðir möguleika einkageirans til framleiðslu – eða öfugt. Þá trúa margir á hin svokölluðu jafngildisáhrif Ricardos, sem eru fólgin í því að þegar ríkið rekur sig með halla, þá er hætta á að heimili bregðist við með því að draga úr neyslu sinni og spari til þess að mæta skattheimtu framtíðar þegar kemur að skuldadögum – eða öfugt. Þá geta hlutir eins og peningamálastefna, sjálfvirkir sveiflujafnarar, aðgangur að lánsfé, skuldsetning, sparnaðarhneigð, væntingar o.fl. haft áhrif á stærð margfaldaranna.



Heimild: Útreikningar greiningardeildar. VLF fyrst og Skattar fyrst vísa til Cholesky röðunar. Sjá athugasemd 6.

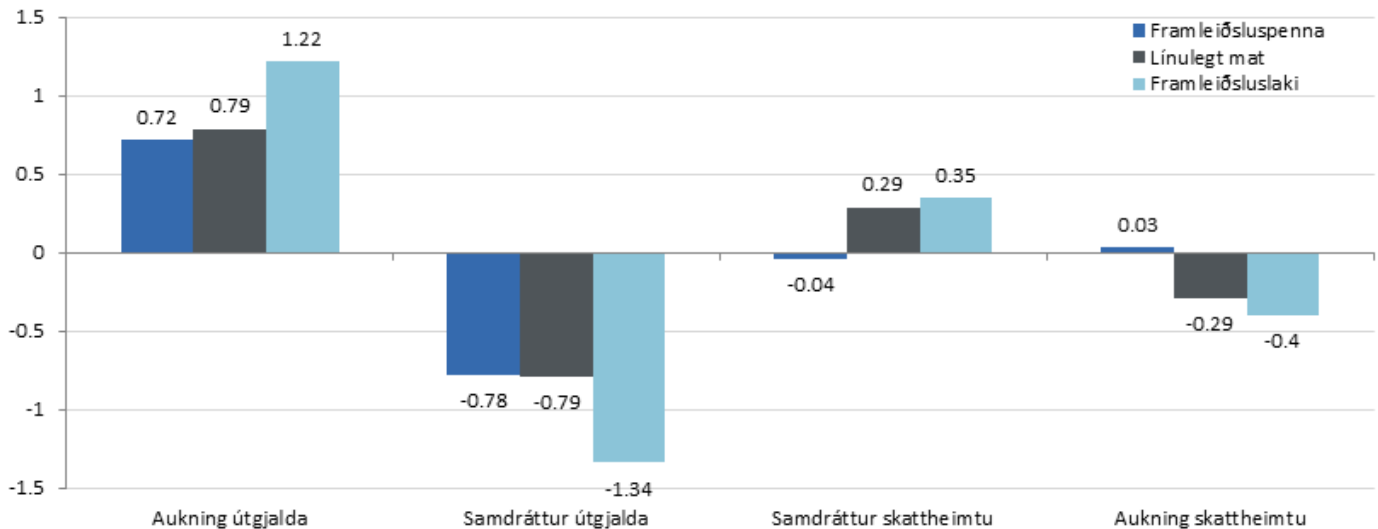
Greiningardeild hefur reynt að leggja mat á stærðargráðu margfaldara á Íslandi fyrir árið 2008, en þótt okkur hafi fyrirfram þótt útgjaldamargfaldarinn í QMM líkani Seðlabankans nokkuð hár komumst við að svipaðri niðurstöðu um hann (nálægt 0,6). Skattamargfaldarinn okkar er hins vegar með öfugu formerki (skattalækkanir draga úr hagvexti og öfugt, margfaldarinn er nálægt -0,3), þótt hann sé ekki marktækur. Það getur verið bæði vegna galla á matsaðferð greiningardeildar⁶, eða vegna þess að áhrif skatta á eftirspurn eru einfaldlega lítil heilt yfir í íslenska hagkerfinu – t.d. vegna jafngildisáhrifa Ricardo, breytinga á trúverðugleika ríkisfjármálanna sem af skattabreytingum leiða eða annars. En er þá þar með sagt að skattalækkanir og niðurskurður séu kostnaðarlitlar aðgerðir um þessar mundir?

⁶ Við matið er stuðst við skilgreiningu Blanchards og Perotti (sjá [Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output](#)) á breytum. Til að finna ríkisfjármálaskelli er stuðst við Cholesky sundurliðun á samtímasamböndum leifaliða þar sem ríkisútgjöldum er raðað fyrst, en á myndunum eru bæði sýndar niðurstöður mats þar sem framleiðslu er raðað næst, og þar sem sköttum er raðað næst. Cholesky hefur þann ókost að skilgreina ekki skattaskelli fullkomlega rétt. Við framkvæmdum einnig mat með SVAR líkani, sem innihélt sömu bönd á samtímasambönd leifaliðanna (sérstaklega teygni skattstofna) og er að finna í rannsókn B&P, en skattamargfaldarinn fær þá rétt formerki – hann er hins vegar áfram sáralítill og ómarktækur þrátt fyrir það.

Mismunandi margfaldarar í slaka og þenslu

Stöðugt fleiri hafa á síðustu árum reynt að greina á milli áhrifa ríkisfjármálastefnu í þenslu annars vegar og slaka hins vegar, þar sem margfaldararnir gætu verið misstórir eftir því hvert ástand hagkerfisins er. Þegar slaki ríkir, margir eru án atvinnu og fáir í samkeppni um fjármagn er t.d. mun ósennilegra að ríkisútgjöld hafi teljandi ruðningsáhrif á framleiðslu einkageirans (sérstaklega þegar skuldsetning er mikil og tilhneiging heimila og fyrirtækja er frekar að greiða niður gömul lán en taka ný) og því hæpið að treysta á að heimili og fyrirtæki auki neyslu sína og framleiðslu til móts við niðurskurð opinberra útgjalda. Þá er jafnframt sennilegra að heimili og fyrirtæki séu í lausafjár- og lánsfjárþröng og því hafi ráðstöfunartekjur og hagnaður á hverjum tíma mun meiri áhrif á neyslu og fjárfestingu, heldur en væntingar um ævitekjur og hagnað framtíðar.

Ríkisfjármálamargfaldarar G-7 ríkjanna
- eftir því hvar í hagsveiflunni hagkerfin eru stödd

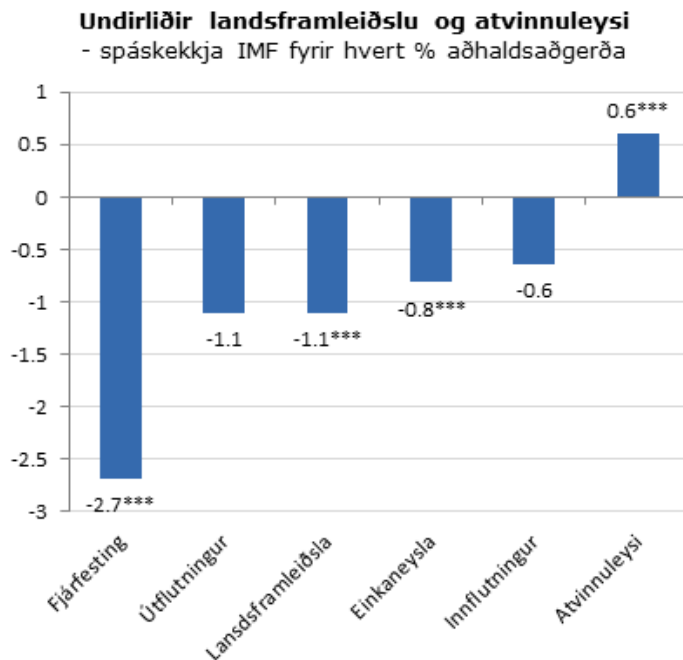
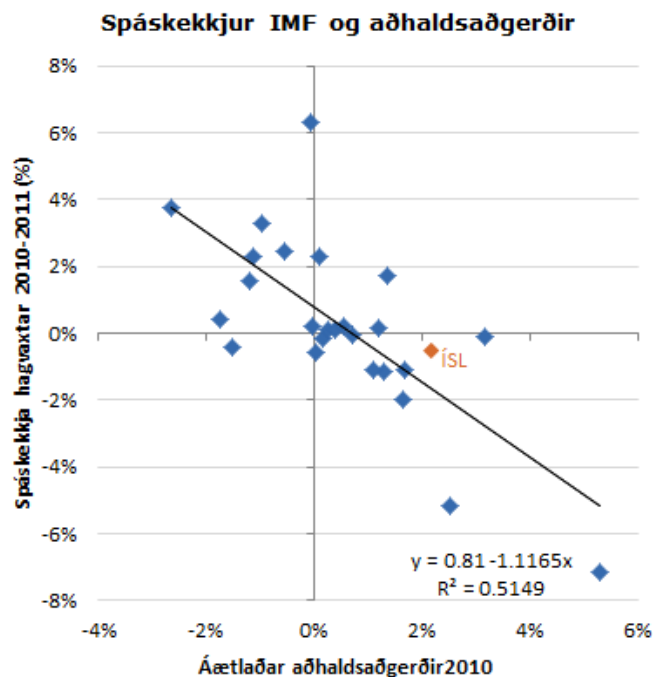


Heimild: IMF

Fjöldi nýrra rannsókna rennir stöðum undir að margfaldarar séu hærri í slaka en í þenslu, en myndin hér að ofan er t.d. fengin úr nýlegu ríkisfjármálariti IMF⁷. Þar sést greinilega hversu mikill munur er talinn vera á áhrifum ríkisfjármálastefnunnar eftir því hvar í hagsveiflunni hagkerfi eru stödd, en þar sést einnig að línulegt mat (þ.e. mat sem gerir ekki greinarmun á slaka og þenslu, líkt og mat bæði greiningardeildar og Seðlabankans hér að ofan) ofmetur margfaldara í þenslu og vanmetur þá í slaka.

Þessi bjögun varð aðalhogfræðingi IMF tilefni til skrifa áður nefndrar rannsóknar í janúar, en hann tók eftir því að sjóðurinn (og reyndar fleiri stórar alþjóðlegar stofnanir) höfðu kerfisbundið ofspáð hagvexti í vestrænum löndum sem gert var ráð fyrir að gengju í gegnum mikinn niðurskurð í fjármálakreppunni 2010-2011, og vanspáð hagvexti í löndum sem réðust í örvunaraðgerðir á sama tímabili.

⁷ Sjá [IMF Fiscal Monitor 2012/1](#).

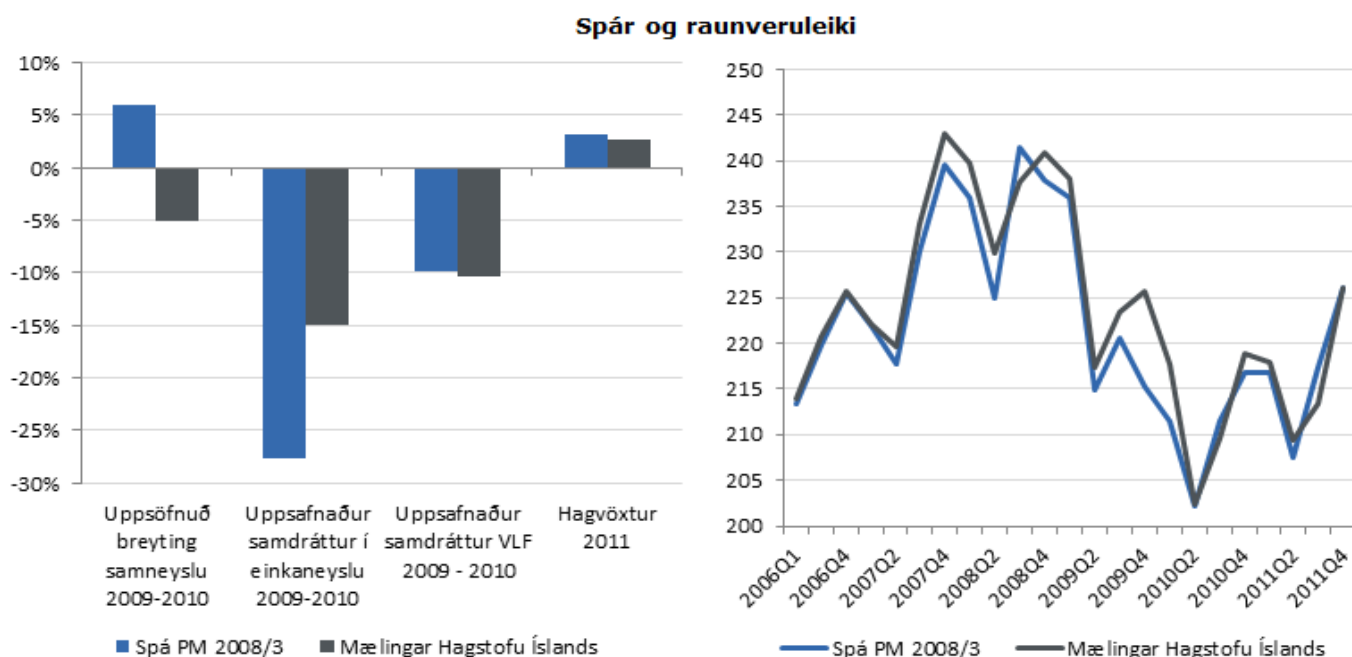


Heimild: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers e. Blanchard og Leigh, *** merkir marktækni við 99% marktæktarkröfu.

Að jafnaði reyndist hagvaxtarspáin skekkjast um rúmt prósent á árunum 2010-2011 fyrir hvert prósent spáðra aðhaldsaðgerða, en hann dró þá ályktun að ríkisfjármálamargfaldarar hefðu verið vanmetnir sem því nemur, og því legið nær 1,5 en 0,5 eins og greinendur sjóðsins töldu. Stærsti skekkjuvaldurinn virðist hafa verið fjárfestingarspá sjóðsins, en frávik fjárfestinga frá spá voru mest í hlutfalli við ráðgerðar aðhaldsaðgerðir á tímabilinu 2010-2011 af öllum undirliðum landsframleiðslunnar.

Hækkuðu margfaldararnir á Íslandi eftir 2008?

Þó vekur athygli að spáskekkjan fyrir Ísland var tiltölulega lítil á tímabilinu, og minni en í öðrum löndum að teknu tilliti til aðhaldsaðgerðanna sem áætlaðar voru. Í nýlegu erindi aðalhafrafræðings Seðlabankans er sú ályktun dregin að þetta sé til marks um að margfaldarar hafi ekki breyst mikið á Íslandi í fjármálakrísinni⁸.



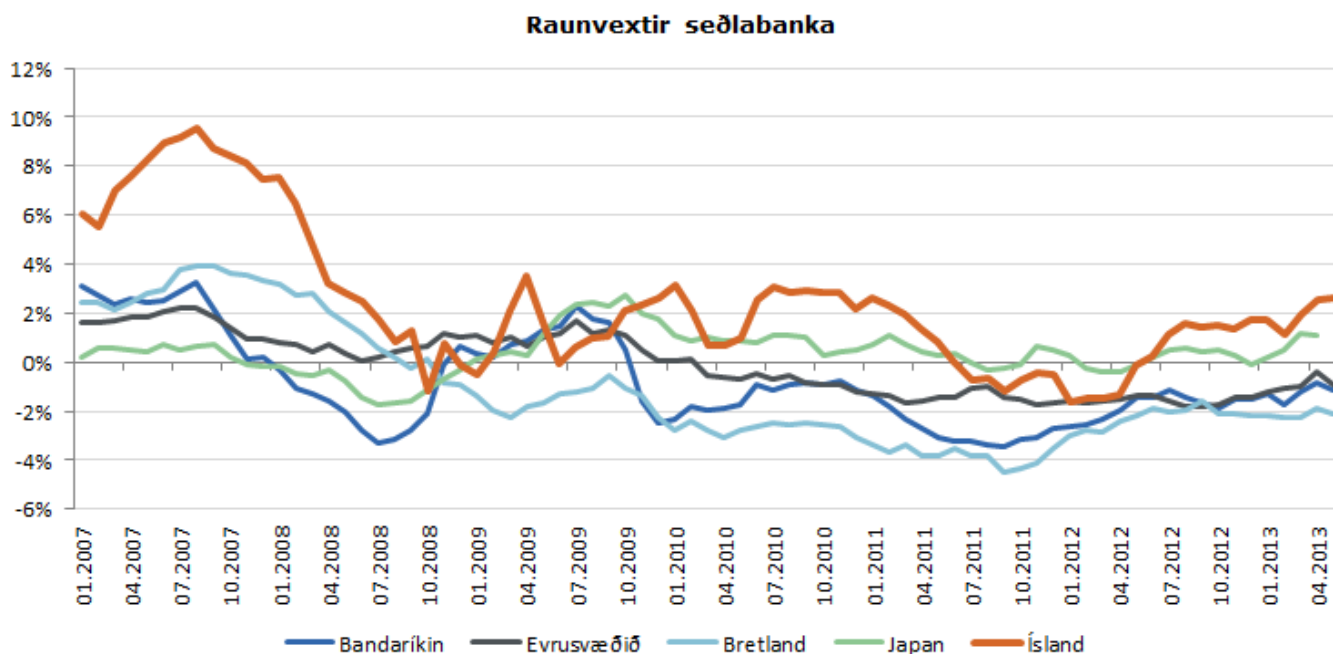
Heimild: Seðlabanki Íslands, PM 2012/4, PM 2008/3, Hagstofa Íslands

⁸ Sjá [Nexus between monetary and fiscal policy](#).

Í erindinu kemur jafnframt fram að spá Seðlabanka Íslands síðan á síðasta fjórðungi árs 2008 hafi í meginráttum staðist fullkomlega, og það sé til marks um að ríkisfjármálamargfaldararnir hafi verið nokkurnvegin rétt metnir fyrir árið 2008 og þeir hafi enn fremur ekki hækkað í fjármálakrísunni.

Við eigum í svolitlum vandræðum með að meta réttmæti þessarar ályktunar. Staðreyndin er nefnilega sú að samdráttur samneyslunnar reyndist á endanum miklu meiri en bankinn gerði ráð fyrir, en þrátt fyrir það varð samdráttur landsframleiðslu ekki meiri heldur en bankinn spáði, enda dróst einkaneysla mun minna saman en ráðgert var. Við tökum undir að á grundvelli þessa ætti að vera hægt að útiloka að margfaldararnir séu mikið stærri en spálíkan bankans ráðgerir – þvert á móti mætti færa fyrir því rök að þeir séu jafnvel lægri – og virðast ekki hafa hækkað í kreppunni, þvert á reynslu annarra ríkja.

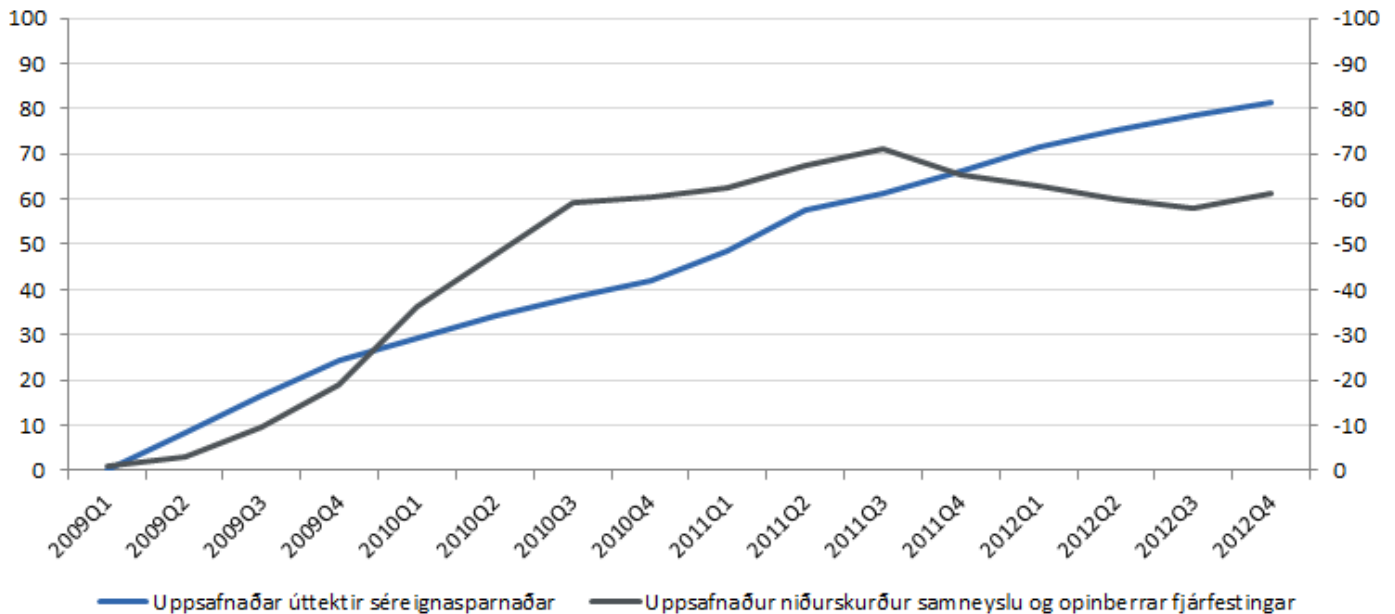
Í erindi aðalhafgræðings Seðlabankans eru nokkrar hugsanlegar ástæður fyrir því nefndar. Ein er sú að nafnvextir hafi ekki náð botni hér á landi, þ.e. orðið 0, og því hafi peningastefnan haft meira svigrúm til að vinna gegn áhrifum niðurskurðar í ríkisútgjöldum á þjóðarbúskapinn. Að okkar mati er þetta ekki líklegasta skýringin á lágum margföldurum enn sem komið er, þar sem þetta svigrúm hefur ekki verið nýtt til þess að styðja við efnahagsbatann að meira leyti en verið hefur í nágrannaríkjum þar sem margfaldararnir eru taldir hafa hækkað, þótt það sé vissulega rétt að svigrúmið hafi verið til staðar.



Heimild: Hagvísar Seðlabankans

Aðrar ástæður sem nefndar eru í erindinu eru útgreiðsla séreignasparnaðar og niðurfellingar skulda, en við teljum þær mun veigameiri – enda er þar um mun nærtækari skýringu að ræða á því af hverju einkaneysla gaf ekki nærri því jafnmikið eftir og Seðlabankinn spáði 2008, þrátt fyrir mikinn samdrátt ríkisútgjalda. Líkt og sést á myndinni hér að neðan er uppsöfnuð úttekt séreignasparnaðar frá 2009 t.d. meiri en uppsafnaður niðurskurður hins opinbera, en það hefur vafalaust stutt verulega við eftirspurnarþrótt hagkerfisins – og eru þá ótaldar útgreiðslur vegna gengislánadóma, til skilvísra viðskiptavina fjármálastofnana o.s.frv.

Niðurskurður og úttektir séreignasparnaðar á verðlagi Q4 2012



Heimild: Gagnasafn QMM líkans SÍ. Fært á fast verðlag m.v. verðvísitölu landsframleiðslu. Niðurskurður skilgreindur sem breyting summu samneyslu og opinberrar fjárfestingar frá sama fjórðungi fyrra árs.

Niðurstöður

Við teljum að ríkisfjármálamargfaldarar á Íslandi séu ekki hærri en mat Seðlabankans gefur til kynna, þ.e. innan við 0,3-0,6 eftir því hvort aðhald komi fram á tekju- eða gjaldahlið, og jafnvel lægri ef eitthvað er. Við tökum undir að margfaldararnir hafa sennilegast ekki hækkað eftir 2008, allavega ekki nærri því jafnmikið og í öðrum þróuðum hagkerfum, þar sem úttekt séreignasparnaðar og aðrar aðgerðir hafa vegið upp á móti samblandi niðurskurðar ríkisútgjalda og lausafjárþröngar heimila.

Ef úttekt séreignasparnaðar eða aðrar stuðningsaðgerðir til handa einkageiranum halda áfram að styðja við eftirspurn í hagkerfinu teljum við mjög ólíklegt að hóflegar aðhaldsaðgerðir í opinberum fjármálum komi niður á efnahagsbatanum. Þvert á móti geta þær til lengri tíma haft jákvæð áhrif, en með aðhaldi er hægt að efla trú markaða á íslenska ríkinu sem skuldara, draga úr fjármögnunarbörf og auðvelda þannig afnám hafta og efla fjárfestingu til langframa – jafnvel að auka skilvirkni ef hagræðingu er náð fram með skynsamlegum kerfisbreytingum. Allt getur þetta aukið hagvaxtarmöguleika hagkerfisins. Til viðbótar hefur Seðlabankinn um sex prósentustiga svigrúm til að lækka vexti og draga þar með úr neikvæðum áhrifum niðurskurðar á hagvöxt ef vilji stendur til þess – öfugt við mörg önnur gjaldmiðlasvæði sem munda nú niðurskurðarhnífinn.

Við mælumst þó til þess að fyrirhugaðar stuðningsaðgerðir til handa heimilum verði kortlagðar, svo stjórnvöld hafi skýrari hugmynd um svigrúmið sem þau hafa til niðurskurðar án þess að drepa eftirspurn í hagkerfinu í dróma. Ef fyrirséð er að fjara taki undan öðrum stuðningsaðgerðum ætti fjárveitingarvaldið að stíga varlega til jarðar.

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Brynjar Ólafsson	brynjar.olafsson@arionbanki.is	444-6262
Elvar Ingi Möller	elvar.moller@arionbanki.is	444-6981
Erna Sverrisdóttir	erna.sverrisdottir@arionbanki.is	444-6991
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

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 Markaðspunktur 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 og ekki skal líta á efnið sem ráðgjöf um kaup, sölu eða aðra ráðstöfun fjármálagerninga sem umfjöllunin kann að varða, beint eða óbeint. 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. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísbending eða trygging fyrir árangri í framtíð.

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
