

HAGFRÆÐISTOFNUN HÁSKÓLA ÍSLANDS

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands
Odda v/Sturlugötu
Sími: 525-4500/525-4553
Fax nr: 552-6806
Heimasíða: www.hag.hi.is
Tölvufang: ioes@hag.hi.is

Skýrsla nr. C92:01

Horfur um peningalegan sparnað á árinu 1992

Gert fyrir Landsbréf hf.

Janúar 1992

1 Helstu niðurstöður

Í þessari greinargerð er fjallað um horfur í efnahagsmálum og gerð spá um almennan sparnað og verðbréfakaup eftir mánuðum á árinu 1992. Þetta hefur tekið nokkuð lengri tíma en til stóð í upphafi vegna þess að útbúa þurfti reiknigrundvöll og prófa ýmsar forsendur.

Eins og fram kom í minnisblaði frá Hagfræðistofnun í haust mátti búast við lækkun nafnvaxta og raunvaxta, minnkun sparnaðar og lækkunar fasteignaverðs, þótt erfitt væri að segja til um stærðargráðu breytinganna. Þetta hefur gengið eftir.

Peningalegur sparnaður ræðst einkum af þjóðartekjum og vöxtum. Þar sem upplýsingar um þjóðartekjur eftir einstökum mánuðum innan ársins eru ekki til er í útreikningum stuðst við þjóðarútgjöld. Þjóðarútgjöld hafa mun meira að segja um sparnað en vextir og er stuðull við þjóðartekjur í jöfnu þeirri sem notuð er marktækur miðað við 10% marktækni. Nafnvextir voru notaðir við spána þótt það séu raunvextirnir sem skipti meira máli á, þeirri forsendu að nafnvaxtabreytingar væru til þess að halda raunvöxtum (innlána og verðbréfa) tiltölulega óbreyttum.

Sú niðurstaða fæst að miðað við 15% nafnvexti gæti peningalegur sparnaður í heild á nafnvirði orðið um 420 milljarðar króna í október 1992, miðað við 410 milljarða króna í október 1991, þ.e. vaxa um 2,4%. Þetta þýðir í raun rýmun sparnaðar ef verðbólga verður meiri en þessi hlutfallstala á tímabilinu, t.d. rýmun um 5% miðað við um 7,5% verðbólgu á árinu.

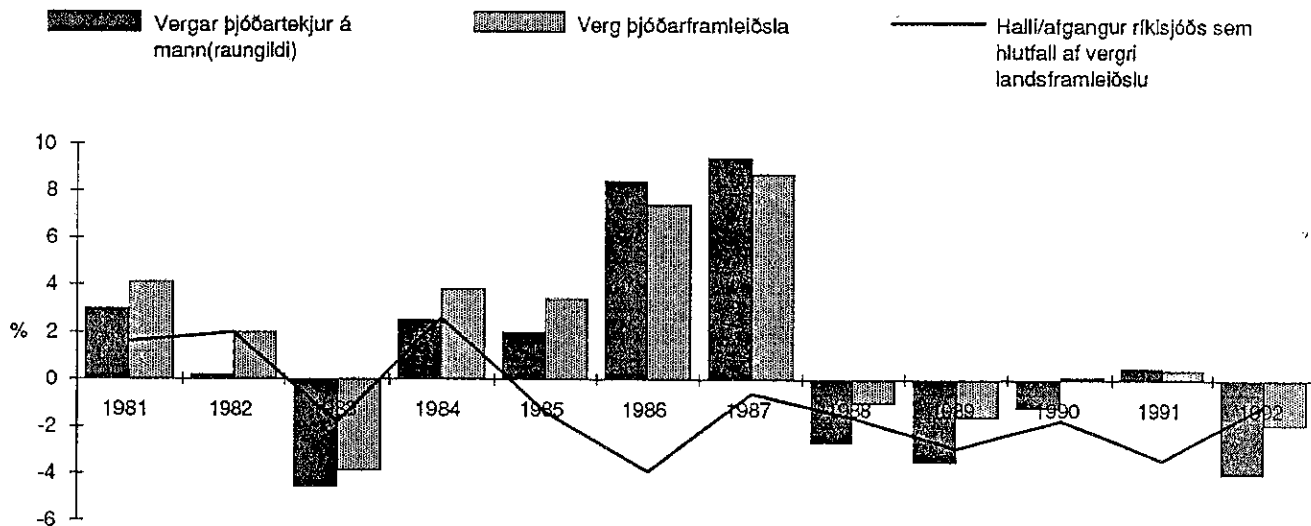
Sé litið á verðbréf sérstaklega, kemur fram hlutfallslega meiri lækkun eftirspurnar, eða úr 127 milljörðum kr. í október 1991 í 107 milljarða kr. í október 1992. Þetta er 15,7% lækkun á nafnvirði eða um 23% á raunvirði, miðað við 7,5% verðbólgu á ári. Við þessa áætlun er rétt að hafa í huga að byggt er á fyrri reynslu og að óvissa ríkir um útkomu kjarasamninga.

Eftir þessa athugun er Hagfræðistofnun betur í stakk búin til þess að framlengja sparnaðarspána í ljósi nýrra upplýsinga.

2 Horfur í efnahagsmálum

Mönnum hefur verið tíðrætt um þær hremmingar sem dunið hafa yfir íslenska þjóðarbúið á síðast liðnu ári. Aflsamdráttur, frestun álversframkvæmda og mikill fjárlagahalli hafa m.a. orðið til þess að nú er spáð um 4% samdrætti landsframleiðslu 1992. Einnig kemur fram í spám Þjóðhagsstofnunar að gert er ráð fyrir enn meiri samdrætti þjóðartekna, eða um 6% þar sem reiknað er með lakari viðskiptakjörum. Sparnaður er mjög háður þjóðartekjum og kemur þessi lækkun þjóðartekna fram í minnkandi sparnaði á árinu sem er hefjast. Haldi launasamningar og verði laun óbreytt er gert ráð fyrir að verðbólga verði um 5,5 % milli árana 1991 og 1992. Aukning atvinnuleysis úr 1,4% í 2,6,% kemur einnig fram í lækkuðum þjóðartekjum.

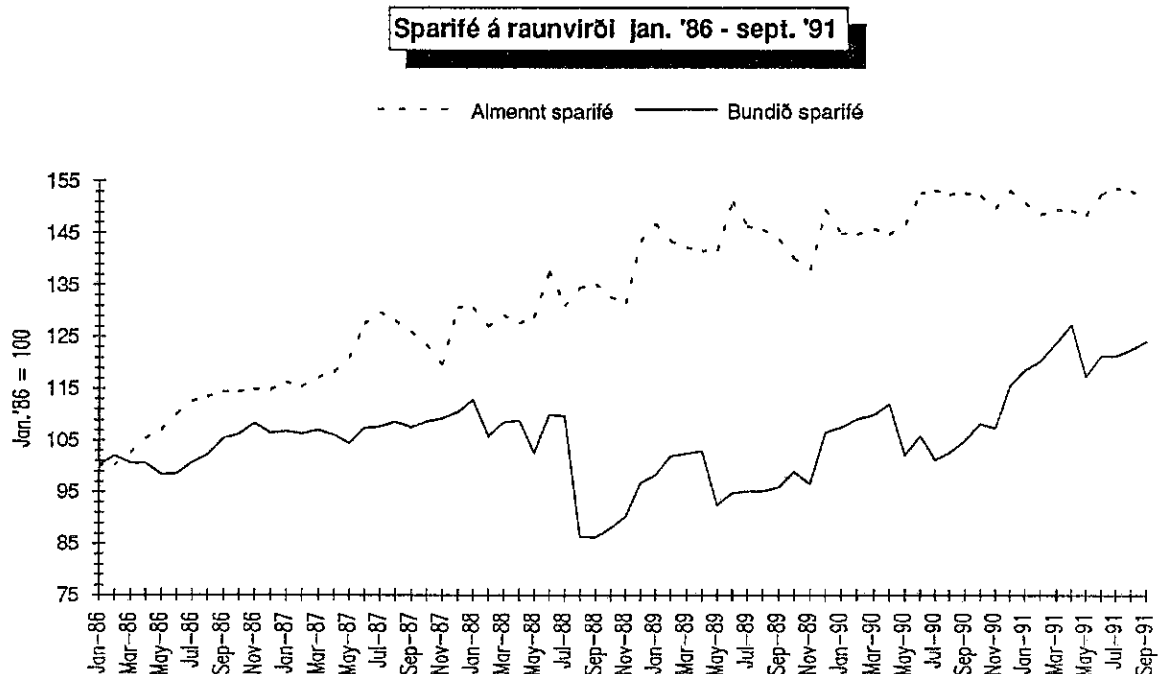
Hlutfallsleg breyting þjóðartekna á mann og vergrar þjóðarframleiðslu frá fyrra ári og halli/afgangur hins opinbera sem hlutfall af vergrí landsframleiðslu



Eins og myndin hér að ofan sýnir er þjóðarbúskapurinn í varnarstöðu, kannski þeirri mestu frá 1987. Þær spár um hægfara endurbata sem gerðar voru snemma árs 1991 hafa ekki ræst, eins og fram hefur komið. Allt þetta hlýtur að endurspeglast í sparnaðaráformum almennings á þann veg að sparnaður dregst saman.

3 Hvað ákvarðar sparnað?

Eigi að finna þá þætti sem áhrif hafa á sparnað í landinu þá má með nokkurri einföldun segja að þjóðartekjur og vaxtastig ráði þar mestu um. Þær athuganir sem Hagfræðistofnun gerði á peningalegum sparnaði sýndu að sparnaður virðist vera mun háðari stigi þjóðartekna en vaxtastigi. Kemur það m.a. fram í þeim spájöfnum sem notaðar voru. Ef athuga á sparnað verður einnig að líta á þá þætti sem ákvarða þjóðartekjur og vexti.



3.1 Þjóðartekjur.

Vegar þjóðartekjur eru skilgreindar sem verg þjóðarframleiðsla að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum. Við spágerð var til einföldunar notast við þjóðarframleiðslu við mat á sparnaði þessa árs. Þegar hefur fram komið hver líkleg þróun þessarar stærðar verður á þessu ári.

3.2 Vextir:

Framan af ári 1991 hækkaði verðbólga nokkuð, en innlánsstofnanir og ríkissjóður héldu að sér höndunum svo að raunvextir lækkuðu. Við það stóðu innlánsstofnanirnar verr að vígi og fjármögnun ríkissjóðs brást. Það kom til af tvennu annars vegar námu innlausnir á spariskírteinum hærri upphæð en sala bréfanna og hins vegar féll sala ríkisvixla mikið. Með nýrri ríkisstjórn á miðju sl. ári voru vextir

L

hækkaðir á ríkisverðbréfum til að lánsfjármarkaðurinn færðist í átt að jafnvægi. Var það nauðsynlegt m.a. vegna minnkandi peningalegs sparnaðar og aukinnar lánsfjáreftirspurnar. Þannig voru vextir á ríkisvixlum hækkaðir úr 11% í 14,5% á ári og vextir spariskírteina úr 6-6,6% í 7,9-8,1%. Við þessa hækkun jókst sala ríkisvixla en sala á spariskírteinum var lengur að taka við sér. Sömu sögu er að segja um bankana. Þar sem verðtryggðar skuldir bankanna (aðallega innlán) eru hærri en verðtryggðar eignir, (aðallega útlán) getur lækkun raunvaxta á óverðtryggðum liðum haft í för með sér tap fyrir bankana. Einnig hefur skyndileg hækkun vísitölu sömu áhrif. Við bætist að lágmarkstími verðtryggðra útlána var hækkaður á árinu úr tveimur í þrjú, sem hlýtur að auka misvægi. Hefur því dregið úr verðtryggðum útlánum. Á fyrri hluta árs 1991 voru raunvextir óverðtryggðra lána lágir eins og áður sagði og kom það niður á afkomu bankanna. En er spár sýndu hækkandi verðbólgu í lok ársins hækkuðu bankar vextina. Sumpart má rekja þá ákvörðun til þess að bankarnir hafi reynt að vinna upp tap frá fyrri hluta árs. Bankar hafa fylgt þeirri stefnu að ákvarða nafnvexti óverðtryggðra lán þannig að raunvextir þeirra væru svipaðir raunvöxtum vísitölubundinna lána. Í skýrslu Seðlabanka um horfur og þróun í peninga-, gjaldeyris- og gengismálum kemur fram að útlit sé fyrir að raunvextir vísitölubundinna lána verði þeir hæstu frá því að verðtrygging kom til sögunnar eða rúmlega 9%. Sömu sögu er að segja um óverðtryggð lán, vextir þeirra nálguðust 10% og hafa ekki verið svo háir frá 1979 ef undanskilið er árið 1988.

Tvær ástæður geta verið fyrir því að vextir ákvarðist ekki af markaðsaðstæðum:

1. Þrýstingur stjórnvalda og neikvæð umræða vegna hækkun vaxta getur leitt til þess að banka bresti kjark til að hækka vexti um leið og verðbólga hækkar.
2. Þar sem misvægi milli verðtryggðra eigna og skulda bankakerfisins er mikið eða um 22,3 mrð. kr á miðju ári 1991 felur það í sér áhættu fyrir innlánsstofnanir. Þetta getur orðið þess valdandi að bankar stilli vextir sína í takt við þessa áhættuna eða til að ná niður uppsöfnuðum vanda af þess völdum. Því má segja að jafnvægi milli verðtryggðra eigna og skulda banka sé forsenda þess að lánsfjármarkaðurinn sé virkur.

Sé litið á nafnvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands þá lækkuðu þeir víðast á árinu 1991, ef Þýskaland er undanskilið. Sé litið á skammtímalán banka erlendis sem einna helst eru samanburðarhæf við útlán banka hérlendis má sjá að algengustu raunvextir hérlendis eru álíka og vextir á Norðurlöndunum eða 9,6% 1990 og 9,9% árið 1991 að meðaltali, en mun hærri en hærri en vextir sjöveldanna sem voru að meðaltali 6,5 1990 og 7,1 1991.

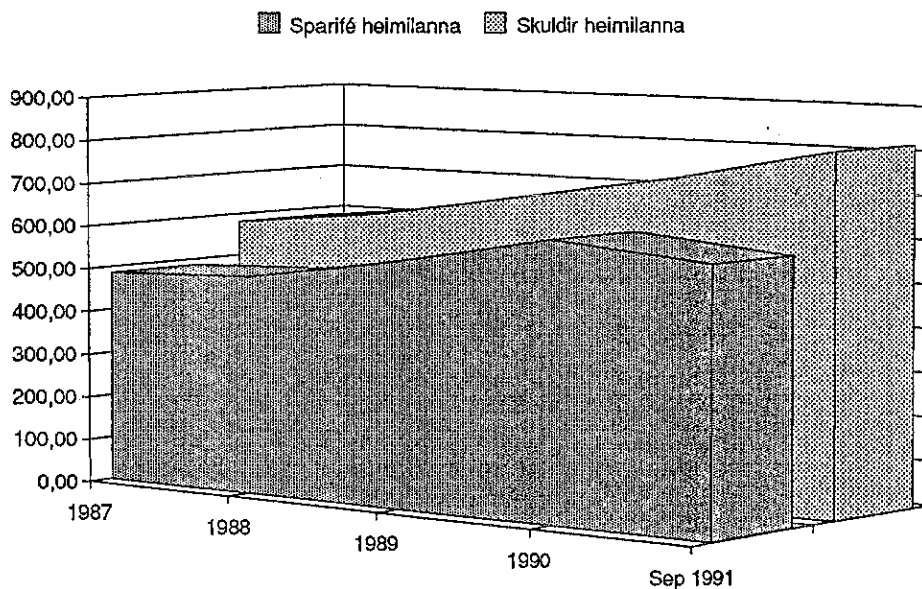
4 Eftirspurn eftir lánsfé.

Taflan hér fyrir neðan sýnir lánstöðu landsmanna í sept 1990 og 1991. Hún sýnir að heildarskuldir á lánamarkaðnum jukust um tæpa 90 milljarða á tólf mánaða tímabili. Atvinnuvegirir eru stærstu skuldararnir og auka samt skuldir sínar um 11,5% miðað við 14% aukningu ríkisins. Stærsti hluti aukningarinnar eru lán til heimila sem aukast um 45 mrð.kr eða um 27,7%. Þessa aukningu má rekja að mestum hluta til húsbúðakerfisins og annarra lána vegna íbúðarkaupna.

	Stöðutölur		Hreyfingar sept '90 - sept '91	
	Sept 1990	Sept 1991	mrð. kr	%
Útlán og verðbréfi ¹	521	609	87,6	16,8%
Ríki	81	92	11,4	14,0%
Sveitarfélög	18	19	1,3	7,2%
Atvinnuvegir	259	289	29,9	11,5%
Heimili	163	208	45,0	27,7%

Áhrif þessarar auknu eftirspurnar eftir lánsfé voru aukin þensla sem einnig má rekja til tilburða ríkisins við að halda vöxtum niðri. Það jók svo misvægið á lánamarkaði, spariskírteini ríkissjóðs seldust lítið á fyrri hluta árs 1991 og skuldir hins opinbera við Seðlabanka jukust.

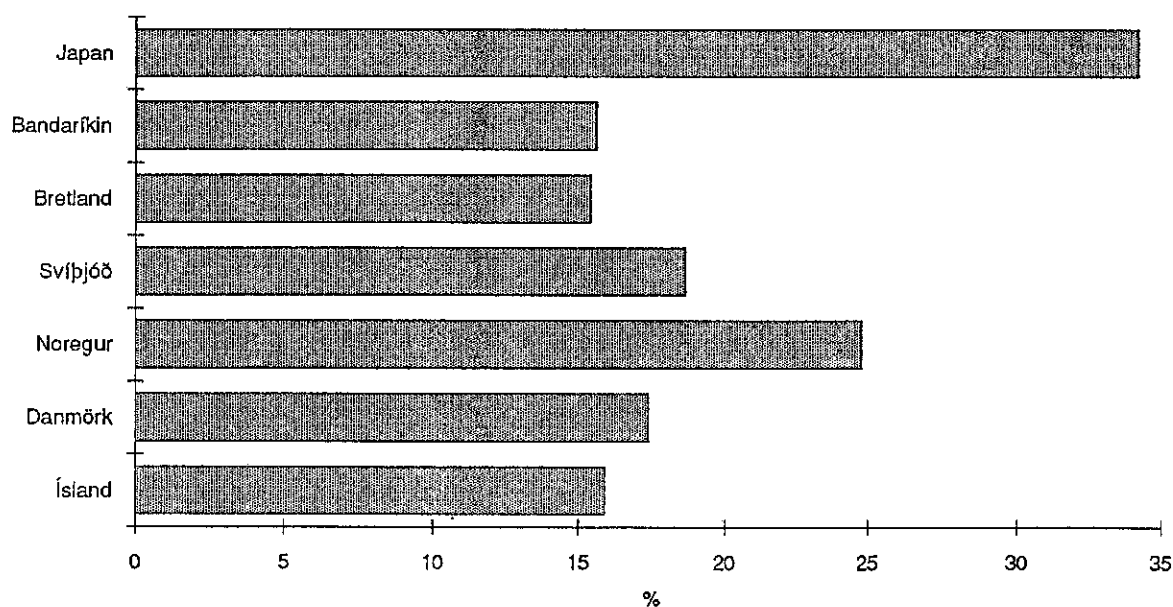
Sparifé og skuldir íslenskra heimila (þús kr. á mann)



¹ Heimild: Greinargerð um þróun og horfur í peningamálum, gjaldeyrismálum og gengismálum, Seðlabanki Íslands des. '91

Á mynd á fyrri blaðsíðu er sparifé heimilanna og skuldir þeirra sýndar. Upplýsingar um skuldir heimilanna eru fengnar úr greinargerð Seðlabanka um þróun og horfur í peningamálum, gjaldeyrismálum og gengismálum. Hins vegar þarf að áætla hvað mikið af sparifé landsmanna er komið frá heimilunum. Var það reiknað sem 75% af innlánnum banka og sparisjóða, 50% af spariskírteinum ríkisjóðs, helmingur af markaðsvirði hlutabréfa og allar eignir verðbréfasjóða. Allar tölur voru færðar til árslokaverðlags 1991. Hér er einungis um lauslegan samanburð að ræða t.a.m. eru eignir eins og fasteignir eru ekki tíundaðar. Þessi samanburður skulda og sparifjár sýnir að skuldir heimilanna hafa aukist mun meir en sparifé. Í grein sinni í MBL. 9. jánúar 1992 bendir Sigurður Stefánsson á að þróunin hefur orðið svipuð í öðrum löndum OECD. Þar eru ástæður þessarar skuldaukningar taldar tvær. Í fyrsta lagi jókst frelsi á lánamarkaði til muna á níunda áratugnum og þar með áttu heimilin greiðari aðgang að lánnum en áður. Það olli því að neysla jókst um sinn. Í annan stað hækkuðu eignir mikið í verði á síðasta áratug sem einnig jók neyslu og skuldsetningu. Myndin hér fyrir neðan sýnir vergan þjóðarsparnað sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í nokkrum OECD-löndum.

Vergur þjóðarsparnaður í hlutfalli við VLF 1989



Hlutur hins opinbera.

Í fjárlagafrumvarpi síðastliðins árs var gert ráð fyrir að lánsfjárbörf hins opinbera yrði um 5,9 milljarðar króna sem að stærstum hluta átti að fjármagna fjárlagahallann sem áætlaður var 4,1 milljarður á þeim tíma. Áætluð fjárbörf húsnæðiskerfisins var 18,3 mrð. kr. Þannig var í fjárlögum gert ráð fyrir fjárbörf upp á 23,6 mrð. kr. eins og meðfylgjandi tafla sýnir. Við endurskoðun fjárlaga kom hins vegar í ljós að halli ríkissjóðs var mun hærri eða um 12,65 mrð. kr. Við það hækkar hrein lánsfjárbörf A-hluta ríkissjóðs og er nú um 14,8 mrð. kr. Þannig er gert ráð fyrir að hrein fjárbörf hins opinbera verði tæpir 37,1 milljarðar.

Hrein fjárbörf opinbera aðila í mrð.kr

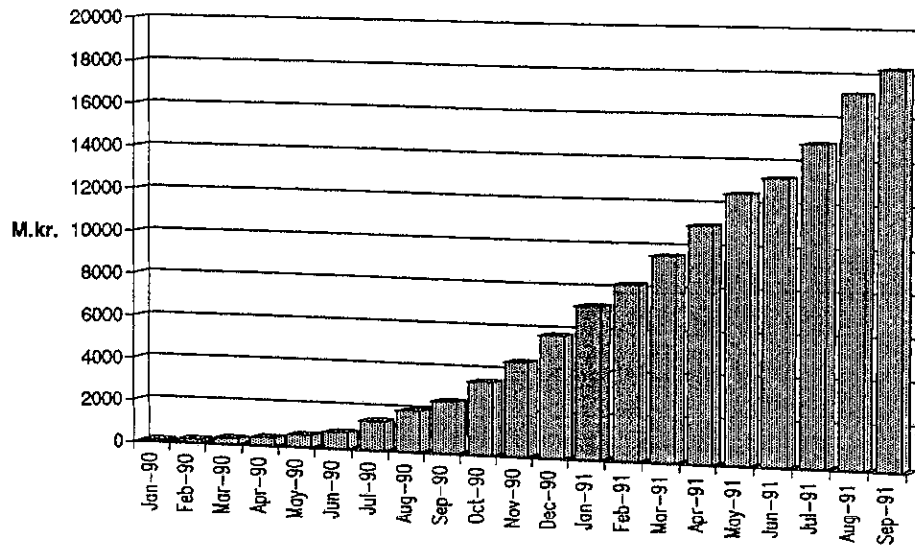
	<u>Fjárlög 1991</u>	<u>Endursk. 1991</u>	<u>Frumvarp 1992</u>
Hrein lánsfjárbörf:			
A-hluti ríkissjóðs	5,9	14,8	4,4
Húsnæðiskerfið	18,3	21,4	15,7
<u>Aðrir opinberir aðilar</u>	<u>-0,6</u>	<u>0,9</u>	<u>5,9</u>
Samtals	23,6	37,1	26,0

Ekki hefur tekist að fjármagna hallann nema að litlu leyti á lánsfjármarkaði, m.a. vegna minnkandi sparnaðar á árinu og mikillar fjárfurftar húsbrefakerfisins.

Ljóst er að jafnvægi í fjármálum ríkisins er grundvöllur fyrir að lánsfjármarkaður sé skilvirkur. Útgjöld ríkissjóðs hafa hækkað á síðastliðnum árum og halli ríkissjóðs að sama skapi verið verulegur eins og myndin hér fyrir ofan sýnir. Ef aðgangur ríkissjóðs að fjármagni frá Seðlabanka væri takmarkaður og ríkið myndi í ríkari mæli afla fjár með sölu ríkisskuldabréfa og ríkisvixla á virkum uppboðsmarkaði yrðu allar vaxtaákvæðanir auðveldari. Með þeim hætti má einna helst komast að raun um hvert peningalegt jafnvægi væri.

Myndin hér fyrir neðan sýnir útgáfu húsbrefa. Nú þegar er útgáfa húsbrefaútgáfan orðin um 20 milljarðar og ráðgert að heildarlántökur á næsta ári verði um 20 milljarðar á þessu ári, þar af 12 milljarðar í húsbrefakerfinu. Þessi opinberu húsnæðislán kalla á mikla fjáröflun ríkisins sem varla stuðlar að jafnvægi á lánsfjármarkaði eða lægri raunvöxtum.

Útgefn húsbréf



5 Spár

5.1 Spá um peningalegan sparnað

Gerð var spá um peningalegan sparnað fyrir október 1991 til október 1992. Í peningalegum sparnaði felst bæði kerfisbundin og frjáls sparnaður. Notuð voru mánaðargögn í logaritnum. Skýristærðirnar eru: þjóðarútgjöld (*LNEXP*), og nafnvextir (*I*). Þar sem upplýsingar um þjóðartekjur lágu ekki fyrir var notast við þjóðarútgjöld í staðinn, en þau gögn voru fengin frá Þjóðhagsstofnun. Jafnan er leiðrétt fyrir sjálffylgni skekkjuliða.² Spáin var endurtekin við ólík vaxtastig eða frá 3% nafnvöxtum til 27% vaxta.

LS // Dependent Variable is LSSPARN
Number of observations: 56

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	0.5852583	1.2640213	0.4630130	0.645
LNEXP	0.3448942	0.2036650	1.6934389	0.096
I	0.0001001	9.984E-05	1.0028007	0.321
R-squared	0.996793	Mean of dependent var	2.513681	
Adjusted R-squared	0.996608	S.D. of dependent var	0.062536	
S.E. of regression	0.003642	Sum of squared resid	0.000690	
Durbin-Watson stat	2.498609	F-statistic	5388.184	
Log likelihood	237.0681			

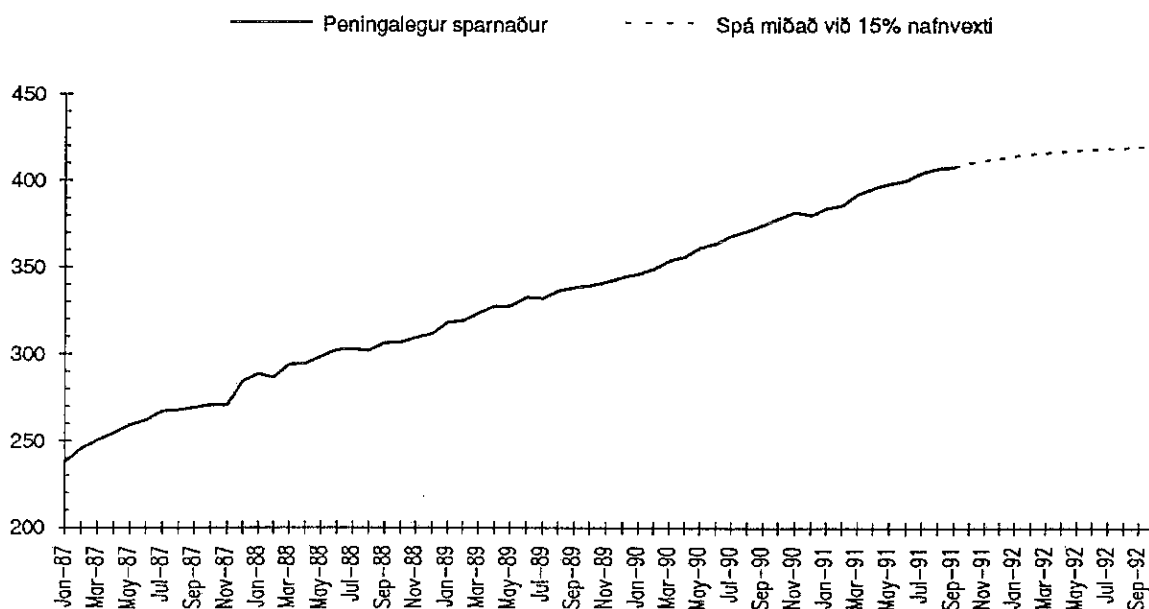
² Notuð var Cochrane-Orcutt aðferð.

Eins og jafnan og taflan hér fyrir neðan sýna hafa þjóðarútgjöld mun meira að segja um sparnað en vextir og er stuðull við þjóðartekjur marktækur miðað við 10% marktækni. Allar tölur eru í milljónum króna og eru stöðutölur.

	10%	15%	20%	25%
Okt-91	410,2	410,7	411,2	411,6
Nov-91	411,8	412,2	412,7	413,2
Des-91	413,1	413,6	414,1	414,6
Jan-92	414,3	414,8	415,3	415,8
Feb-92	415,4	415,9	416,4	416,8
Mar-92	416,3	416,8	417,3	417,8
Apr-92	417,1	417,6	418,1	418,6
Maí-92	417,8	418,3	418,8	419,3
Jun-92	418,5	418,9	419,4	420,0
Jul-92	419,0	419,5	420,0	420,4
Aug-92	419,4	419,9	420,4	420,9
Sep-92	419,8	420,3	420,8	421,3
Okt-92	420,2	420,7	421,1	421,6

Myndin hér fyrir neðan sýnir peningalegan sparnað frá janúar '87 til október '91 en eftir það spá um sparnað byggð á 15% nafnvöxtum.

Peningalegur sparnaður jan '87 til okt '91 ásamt spá



5.2 Spá um verðbréf.

Enn er spáð fyrir október '91 til '92. Undir verðbréfum eru: Bréf eignarleiga, hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða, bréf banka og sparisjóða, bréf annarra fjárfestingarsjóða, hlutabréf og spariskírteini ríkissjóðs. Jafnan er öll metin í logaritnum. Jafnan hér fyrir neðan samanstendur af fasta (*C*), þjóðarútgjöldum (*LNEXP*) og sparnaðinum úr fyrri jöfnunni (*LSSPARN*). Jafnan er eins og sú fyrri leiðrétt fyrir sjálffylgni og eru allir stuðlar marktækir. Þar sem jafnan er háð sparnaðinum sem svo aftur er háður vöxtum, varð að gefa vaxtastigið til að hægt væri að reikna verðbréfasöluna. Notaðir voru nafnvextir 15 og 20%, en 15% nafnvextir jafngilda u.þ.b. nafnvöxtum á innlendum óverðtryggðum skuldabréfum. Það vekur eftirtekt að ekki virðist vera um staðkvæmdaráhrif að ræða milli verðbréfa og peningalegs sparnaðar³. Niðurstaðan er því að verðbréfasala vex með auknum sparnaði og hærri þjóðarútgjöldum, sem notast er við í staðinn fyrir þjóðartekjur. Gildi LSSPARN eru hér í logaritnum en verðbréfasalan í mill. kr.

LS // Dependent Variable is LVERD

Date: 12-18-1991 / Time: 23:16

SMPL range: 1989.03 - 1991.09

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	-15.761218	8.0162861	-1.9661497	0.060
LNEXP	2.7058116	1.3075478	2.0693787	0.048
LSSPARN	1.5391303	0.4271184	3.6035211	0.001
R-squared	0.998759	Mean of dependent var	4.927337	
Adjusted R-squared	0.998621	S.D. of dependent var	0.135732	
S.E. of regression	0.005041	Sum of squared resid	0.000686	
Durbin-Watson stat	1.753373	F-statistic	7241.277	
Log likelihood	122.1497			

Hér á eftir fer svo spá fyrir verðbréfasöluna frá október '91 til október '92 miðað við 20% nafnvexti. Allar tölur eru stöðutölur í milljónum króna.

³ Stuðullinn við LSSPARN var alltaf jákvæður, sama hvernig fallform var reynt.

Mánuður	VERDBR	LSSPARN	Vextir
1991.10	127.586,6	2,614002	20,00
1991.11	127.226,6	2,615645	20,00
1991.12	126.358,6	2,617095	20,00
1992.01	125.037,2	2,618366	20,00
1992.02	123.330,7	2,619477	20,00
1992.03	121.308,7	2,620446	20,00
1992.04	119.032,9	2,621289	20,00
1992.05	116.560,7	2,622021	20,00
1992.06	113.939,9	2,622654	20,00
1992.07	111.215,7	2,623202	20,00
1992.08	108.424,9	2,623674	20,00
1992.09	105.775,0	2,624578	20,00
1992.10	102.753,6	2,624423	20,00

Að endingu er spáin endurtekin fyrir 15% nafnvexti. Eins og áður er um að ræða stöðutölur í milljónum króna.

Mánuður	LSSPARN	Vextir	VERDBR
1991.10	2,613502	15,0	127.634,2
1991.11	2,615144	15,0	127.557,1
1991.12	2,616594	15,0	126.999,8
1992.01	2,617865	15,0	126.008,3
1992.02	2,618976	15,0	124.643,3
1992.03	2,619945	15,0	122.968,3
1992.04	2,620788	15,0	121.038,1
1992.05	2,621520	15,0	118.905,5
1992.06	2,622154	15,0	116.614,6
1992.07	2,622701	15,0	114.206,3
1992.08	2,623173	15,0	111.716,5
1992.09	2,623578	15,0	109.171,6
1992.10	2,623922	15,0	106.595,8