

SEÐLABANKI ÍSLANDS

# Vaxtaákvörðun

Stefnuyfirlýsing peningastefnunefndar



Kynningarfundur

17. maí 2017

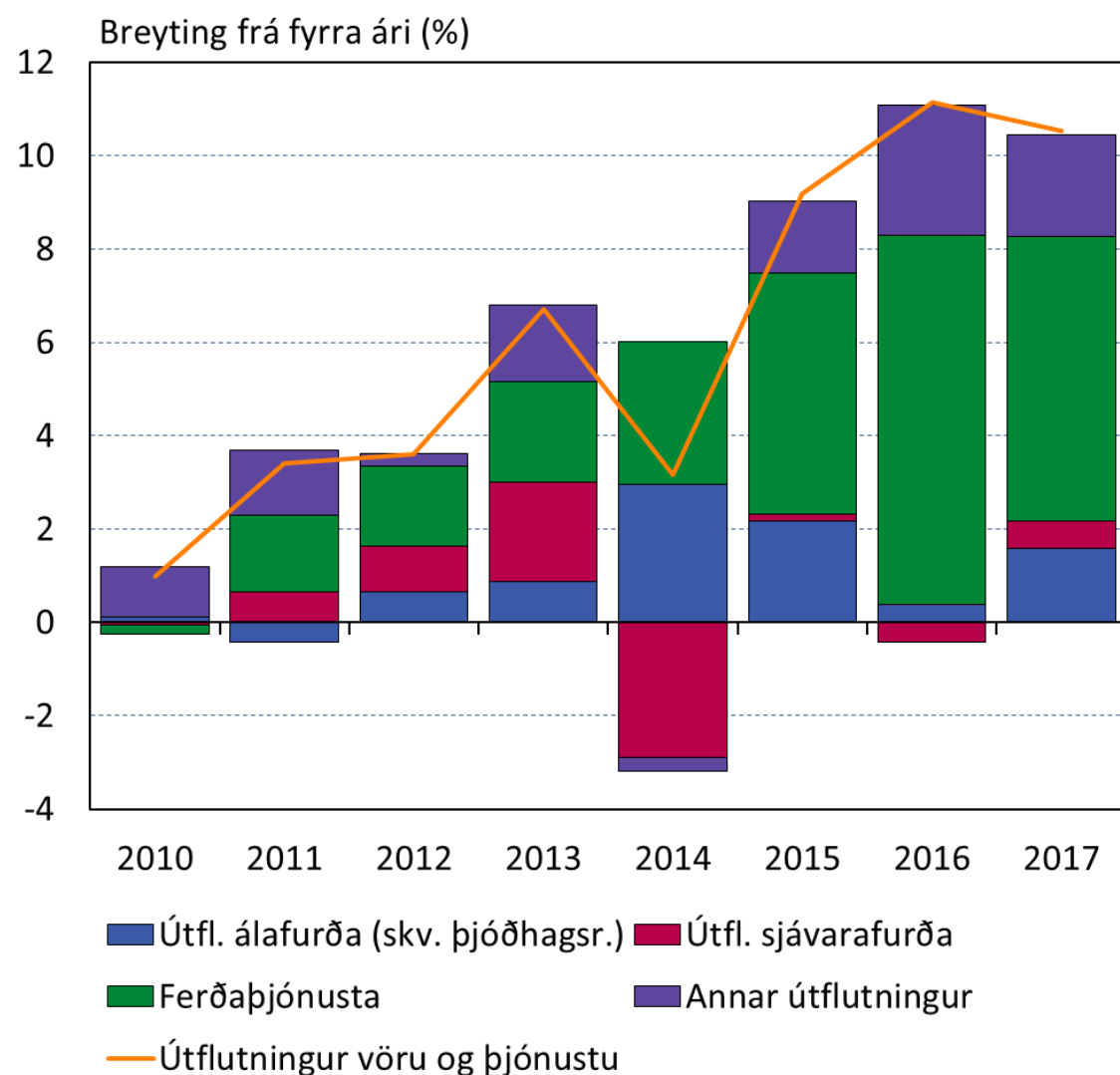
# Peningamál 2017/2

Hagvöxtur mikill og framleiðsluspenna eykst þrátt fyrir  
hraðan vöxt framleiðslugetu

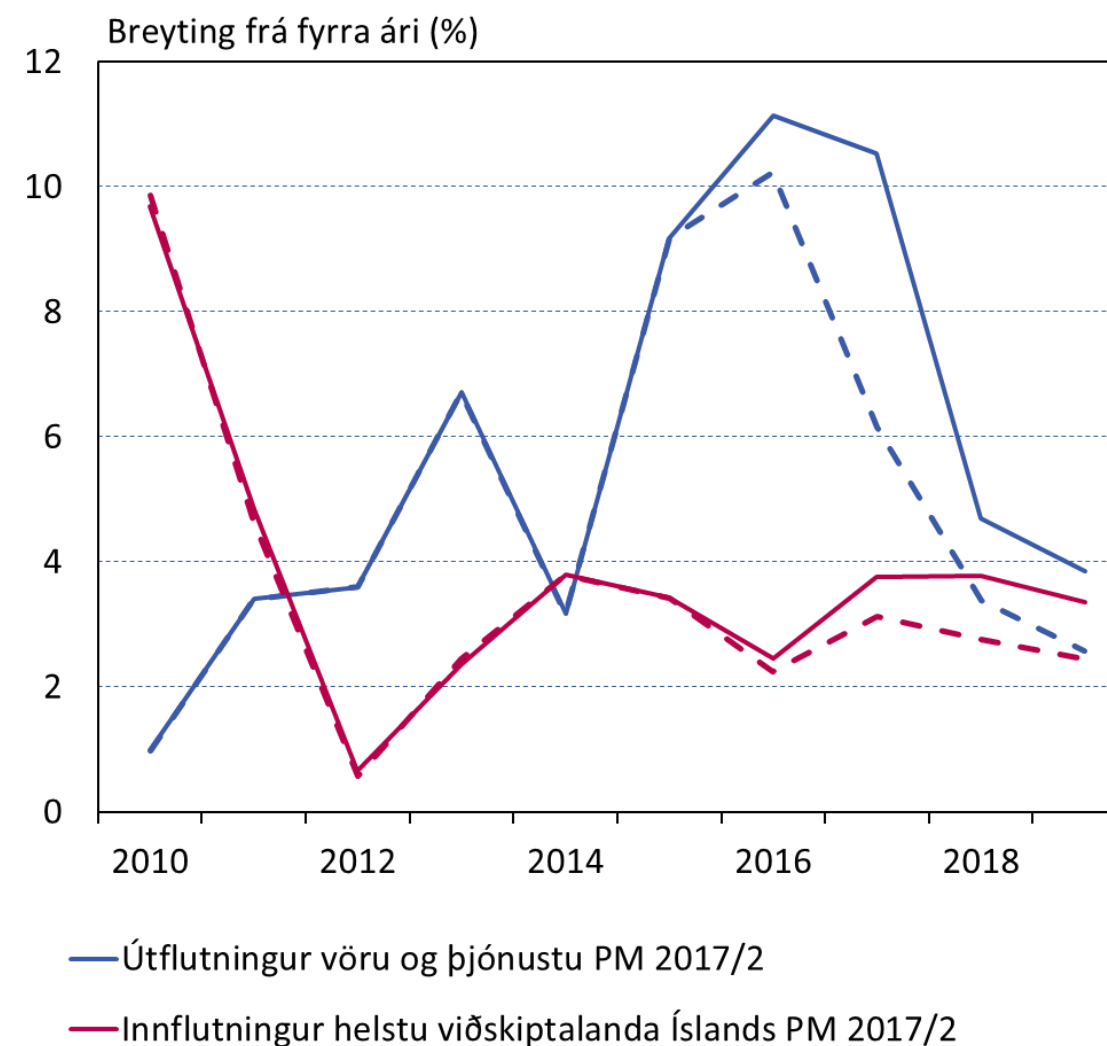
# Ferðapjónusta drifkraftur mikils útflutningsvaxtar

- Mikill vöxtur útflutnings: 11,1% í fyrra og tæplega 7% að meðaltali sl. 5 ár – megindrifkrafturinn er gríðarlegur vöxtur ferðapjónustu – einnig horfur á mikilli fjölgun ferðamanna í ár ...
- ... og er það, ásamt meiri útflutningi sjávarafurða, meginorsök töluverðrar endurskoðunar á útflutningsvexti í ár

Útflutningur og framlag undirliða 2010-2017<sup>1</sup>



Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn 2010-2019<sup>2</sup>

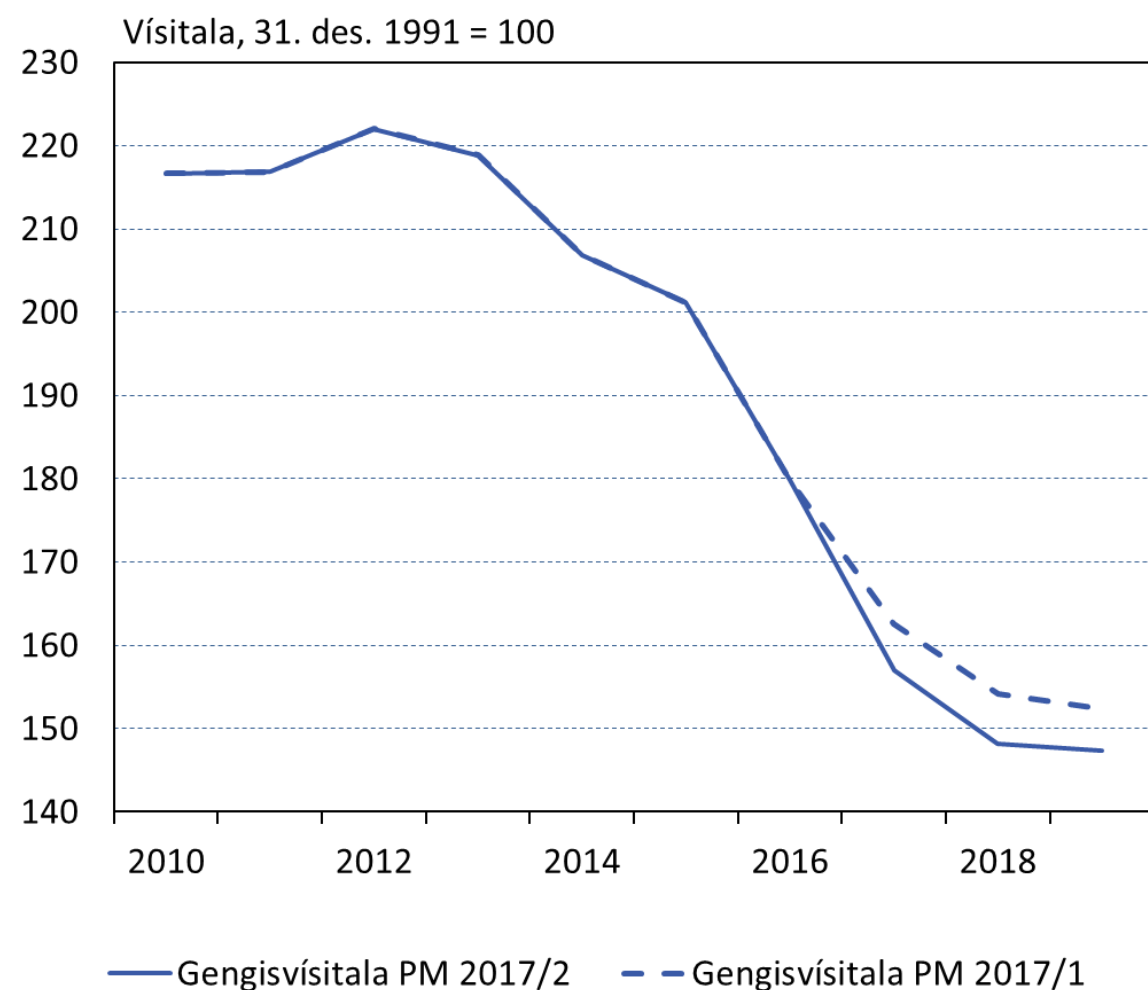


1. Grunnspá Seðlabankans 2017. 2. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

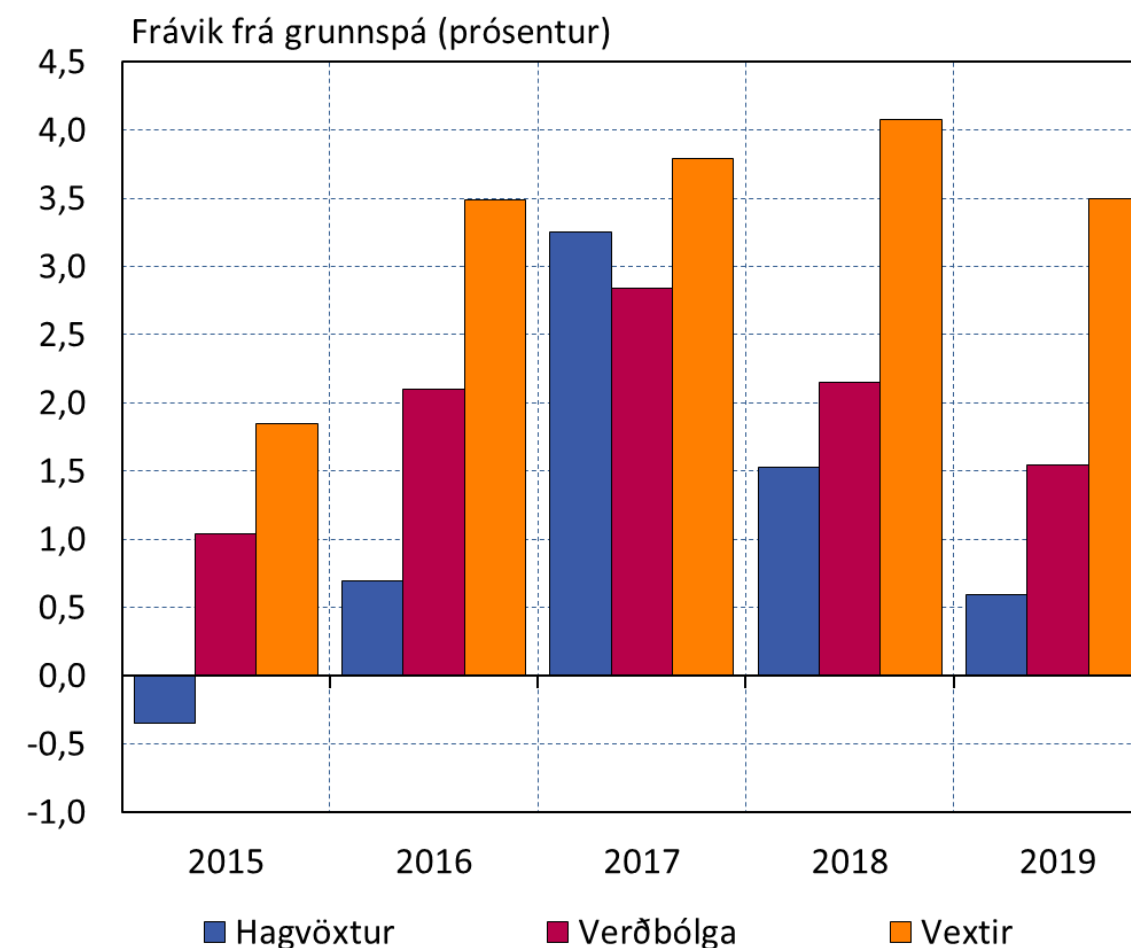
# Gengið tekið að hækka á ný eftir umrót í byrjun árs

- ISK 18% hærra á Q1 en fyrir ári: tekið að hækka á ný eftir sveiflur í byrjun árs – er orðið ríflega 3% hærra en spáð var í PM 17/1 og gert ráð fyrir að haldi áfram að hækka út næsta ár – þótt hækkunin verði hægari en í fyrra
- Gengishækkunin endurspeglar hækkun jafnvægisgengis og hefur gegnt lykilhlutverki í aðlögun þjóðarbúskaðar að hnykkjum

Gengi krónunnar 2010-2019<sup>1</sup>



Hagvöxtur, verðbólga og vextir ef gengi krónunnar hefði verið óbreytt frá 2014<sup>2</sup>

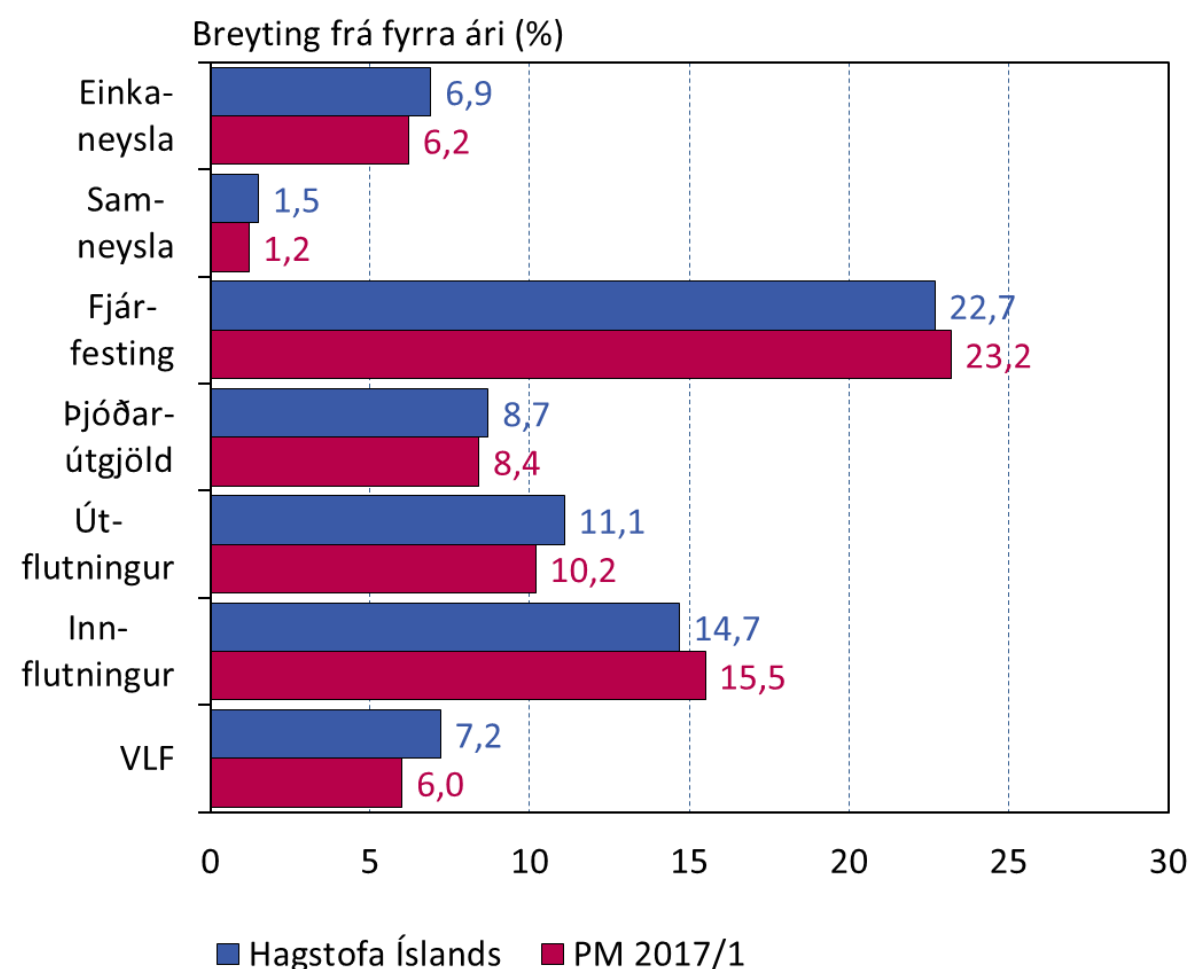


1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Þröng viðskiptavog. 2. Samanburður grunnspár PM 2017/2 og fráviksdæmis þar sem gengisvísitala helst óbreytt í 207 stigum frá árinu 2014.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

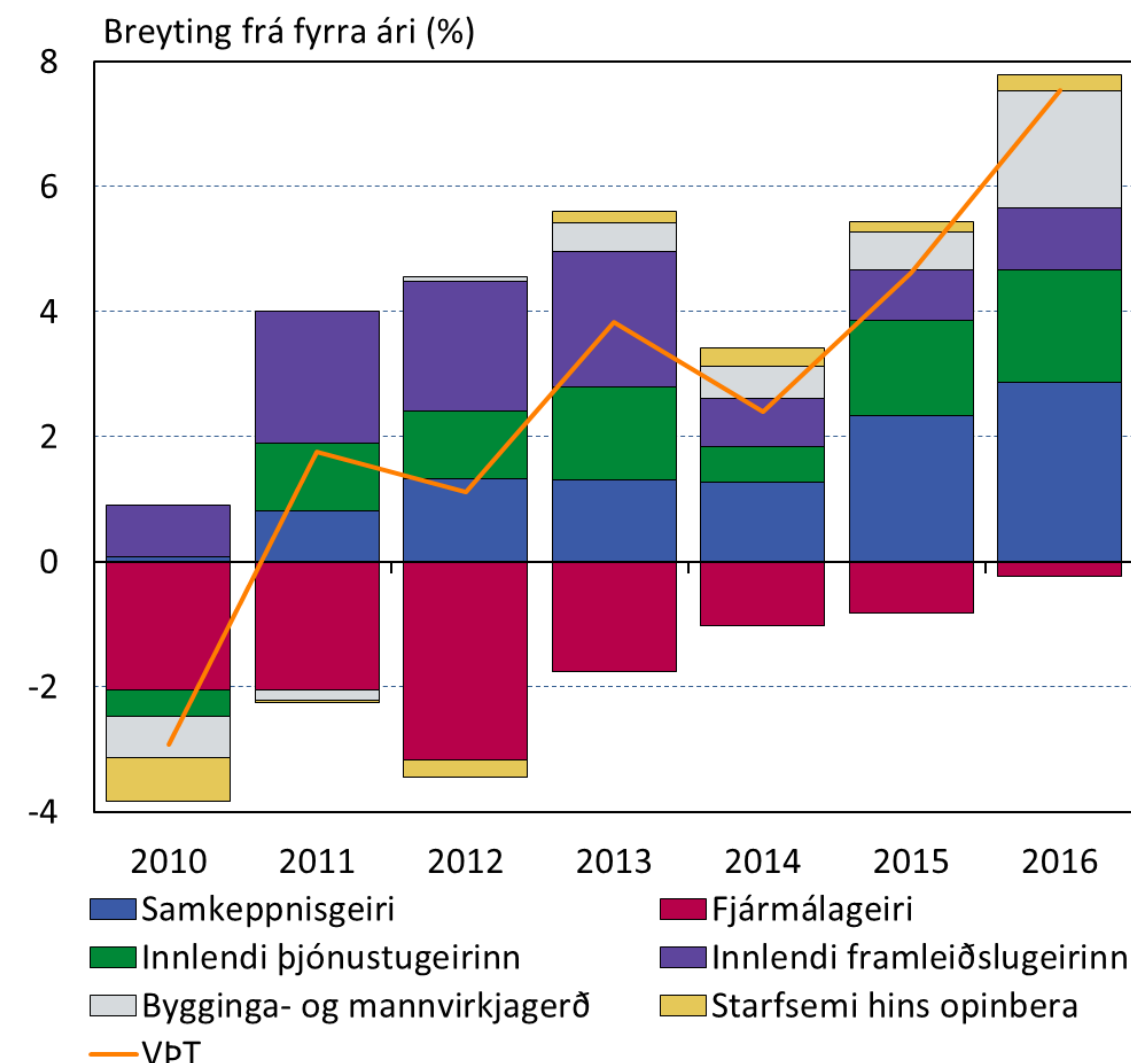
# Mikill hagvöxtur í fyrra byggðist á breiðum grunni

- Hagvöxtur sótti verulega í sig veðrið er leið á síðasta ár og var 10,4% á H2 en 7,2% á árinu í heild – 1,2 pr. meira en í PM 17/1: skýrist helst af mun hraðari vexti þjónustuútflutnings á meðan að þjóðarútgjöld voru svipuð og spáð var
- Hagvöxtur á breiðum grunni en skýr merki mikils vaxtar ferðapjónustu – sést á mikilli framleiðsluaukningu geira tengdri henni

Þjóðhagsreikningar 2016



Vergar þáttatekjur og framlag geira 2010-2016<sup>1</sup>



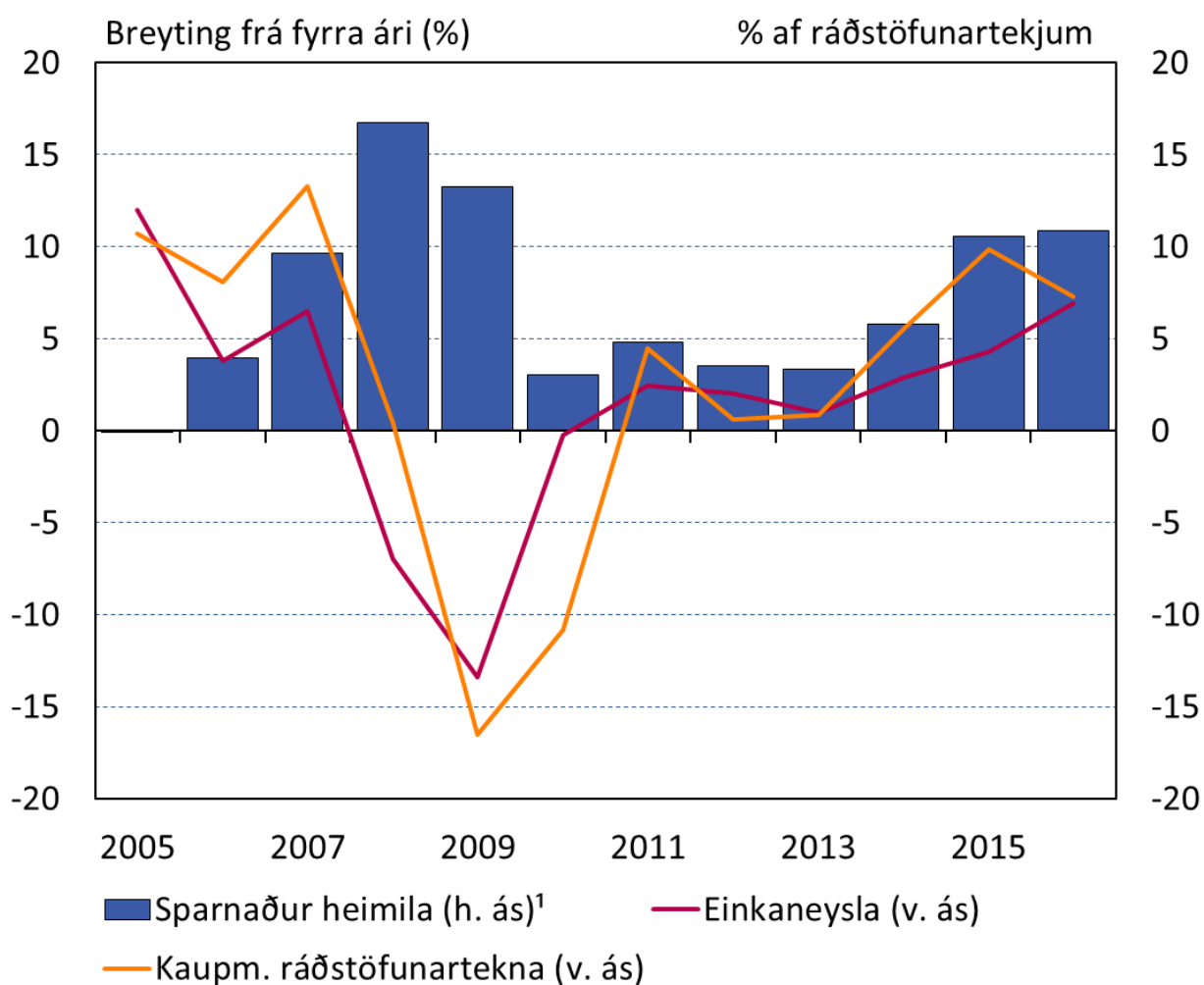
1. VPT mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar VLF leiðréttri fyrir óbeinum sköttum og framleiðslustyrkjum. Til samkeppnisgeirans teljast sjávarútvegur, vinnsla sjávarafurða, framleiðsla málma og lyfja, ferðapjónusta og 75% rafmagns-, gas-, hita- og vatnsveitna. Aðrir atvinnuvegir eru flokkaðir sem innlendir og þeim skipt í bygginga-, fjármála-, þjónustu- (án fjármálaþjónustu) og framleiðslugeira.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

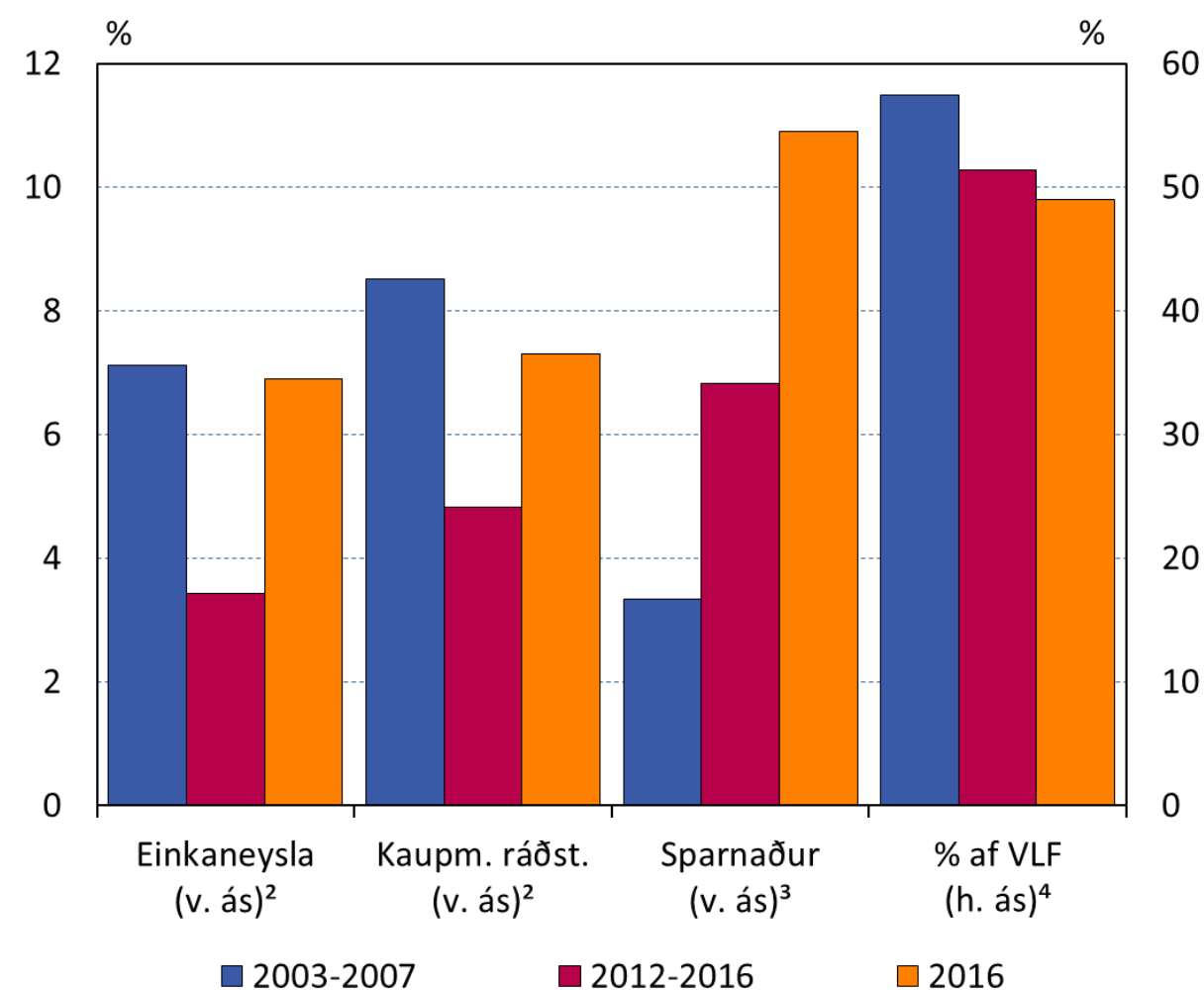
# Einkaneysla vex hratt en á traustari grunni en áður

- Einkaneysla jókst um tæplega 7% í fyrra og hefur vaxið um tæplega 5% á ári síðan 2014 ... þrátt fyrir þetta hefur sparnaður heimila haldið áfram að aukast þar sem ráðstöfunartekjur hafa vaxið enn hraðar ...
- ... heimilin notað hluta tekjuauka til að styrkja efnahag sinn og er staða þeirra mun traustari en í síðustu uppsveiflu

Einkaneysla, ráðstöfunartekjur og sparnaður heimila 2005-2016



Einkaneysla í tveimur fimm ára vaxtaskeiðum



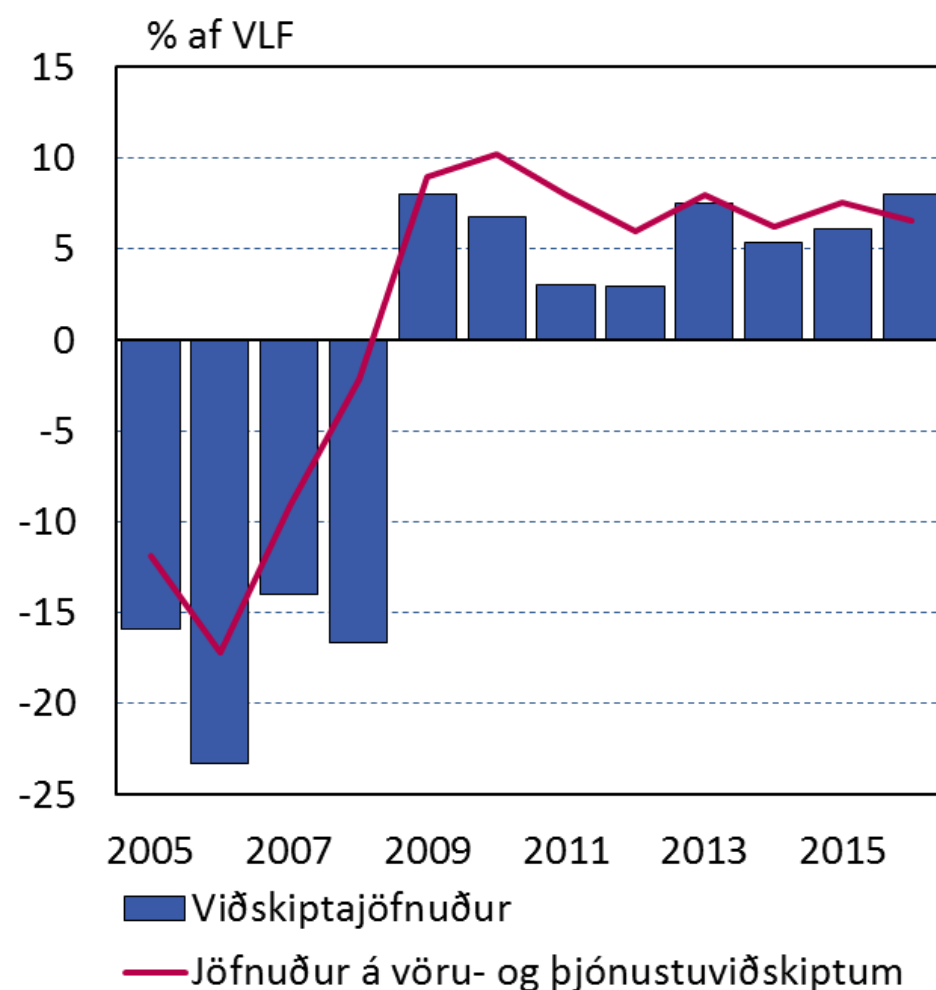
1. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila sem snýr að því að ráðstöfunartekjuuppgjörið byggist ekki á samstæðuuppgjöri tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur Hagstofunnar eru hækkaðar með hliðsjón af áætluðum útgjöldum heimilanna yfir langt tímabil. 2. Árlegur raunvöxtur einkaneyslu og kaupmáttar ráðstöfunartekna. 3. Sparnaður heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum. 4. Einkaneysla á verðlagi hvers árs sem hlutfall af nafnvirði VLF.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

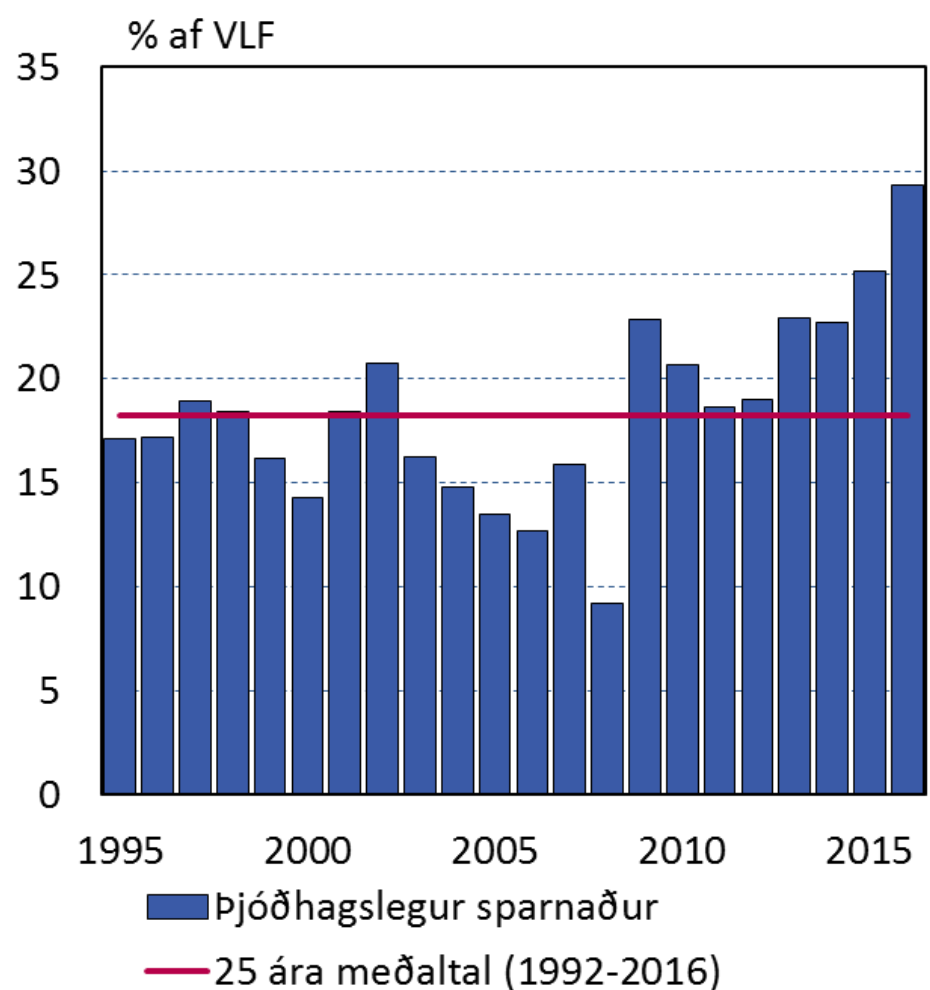
# Mikill viðskiptaafgangur og sparnaður sögulega hár

- 8% afgangur á viðskiptajöfnuði í fyrra – mesti afgangur sem hefur mælst (ásamt 2009) ... skýrist einkum af sögulega háum þjóðhagslegum sparnaði sem var 29,3% af VLF í fyrra (einungis mælst hærri 1965, 30,6%) – 11 pr. yfir sögulegu meðaltali
- Hluta sparnaðar ráðstafað í að byggja upp erlendar eignir, sérstaklega gjaldeyrisforða, og greiða niður erlendar skuldir

Viðskiptajöfnuður 2005-2016<sup>1</sup>

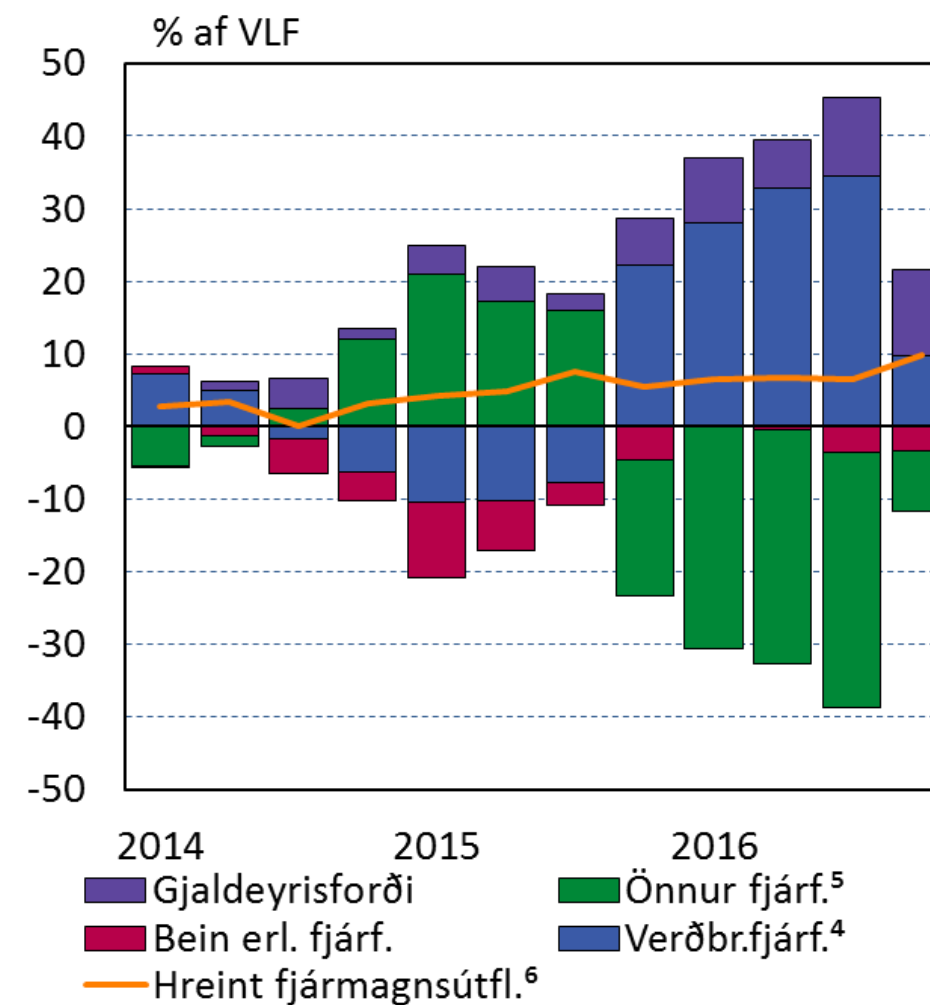


Þjóðhagslegur sparnaður 1995-2016<sup>2</sup>



Ráðstöfun viðskiptaafgangs<sup>3</sup>

1. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2016

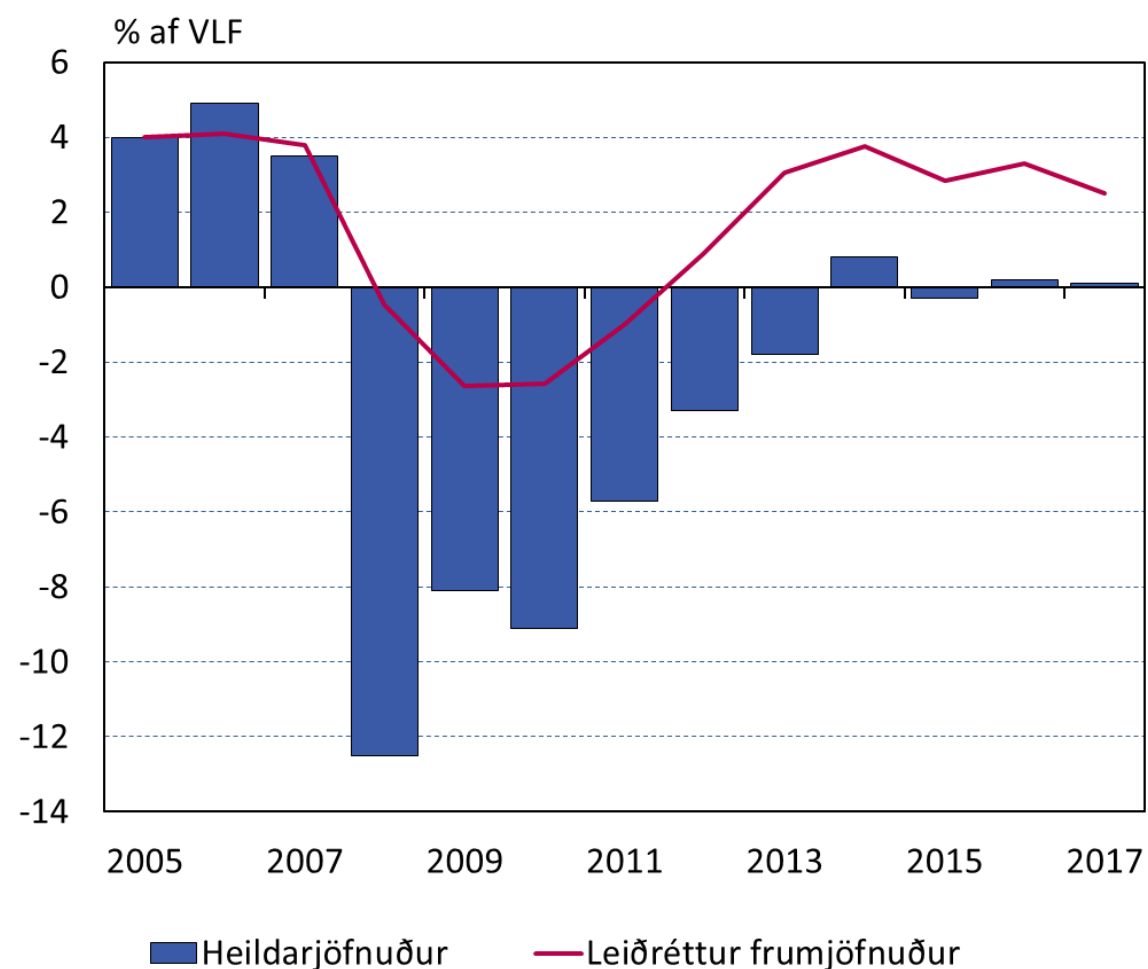


1. Án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumpáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja. 2. Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður 2008-2015 þar sem byggt er á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði. 3. Myndin sýnir breytingu erlendra eigna þjóðarþúsins vegna hreinna viðskipta að frádreginni breytingu á erlendum skuldum þjóðarþúsins fyrir fjárfestingarliði. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. 4. Hreint verðbréfafjárfesting og afleiður. 5. Önnur fjárfesting er að mestu seðlar og innstæður auk lána. 6. Hreint fjármagnsútlæði samanstendur af viðskiptajöfnuði (án leiðréttingar vegna fallinna fjármálafyrirtækja og Actavis), jöfnuði fjárframlaga og liðnum skekkjur og vantalið.

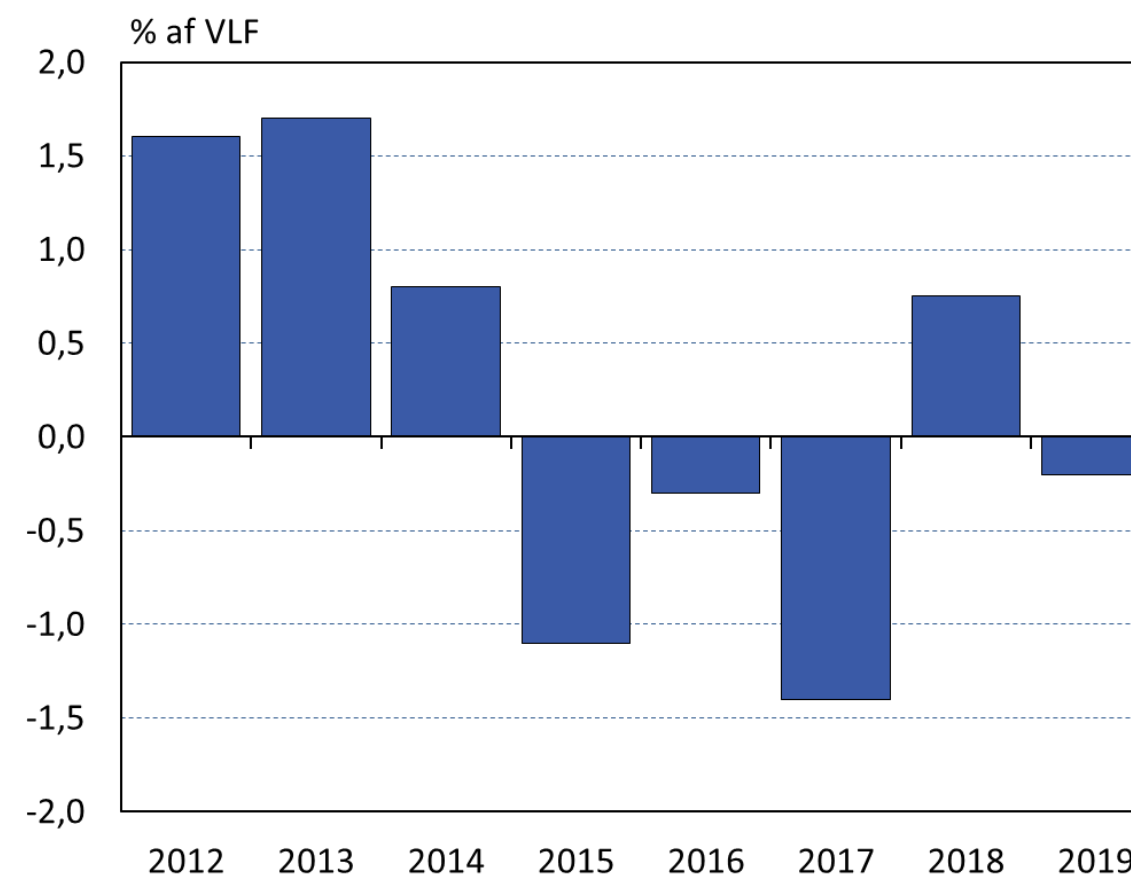
# Meiri slökun á opinberu aðhaldi en áður var spáð

- Undirliggjandi frumjöfnuður batnaði úr 2,8% af VLF 2015 í 3,3% 2016 en þrátt fyrir það slaknaði aðhaldið um 0,3% af VLF sé leiðrétt fyrir hagsveiflunni ... kemur til viðbótar við 1,1% slökun 2015
- Enn frekari slökun í ár: 1,4% af VLF (og þá samtals 2,8% 2015-17) ... breytingar á aðhaldi 2018-19 endurspegla VSK breytingar

Afkoma ríkissjóðs 2005-2017<sup>1</sup>



Breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2019<sup>2</sup>



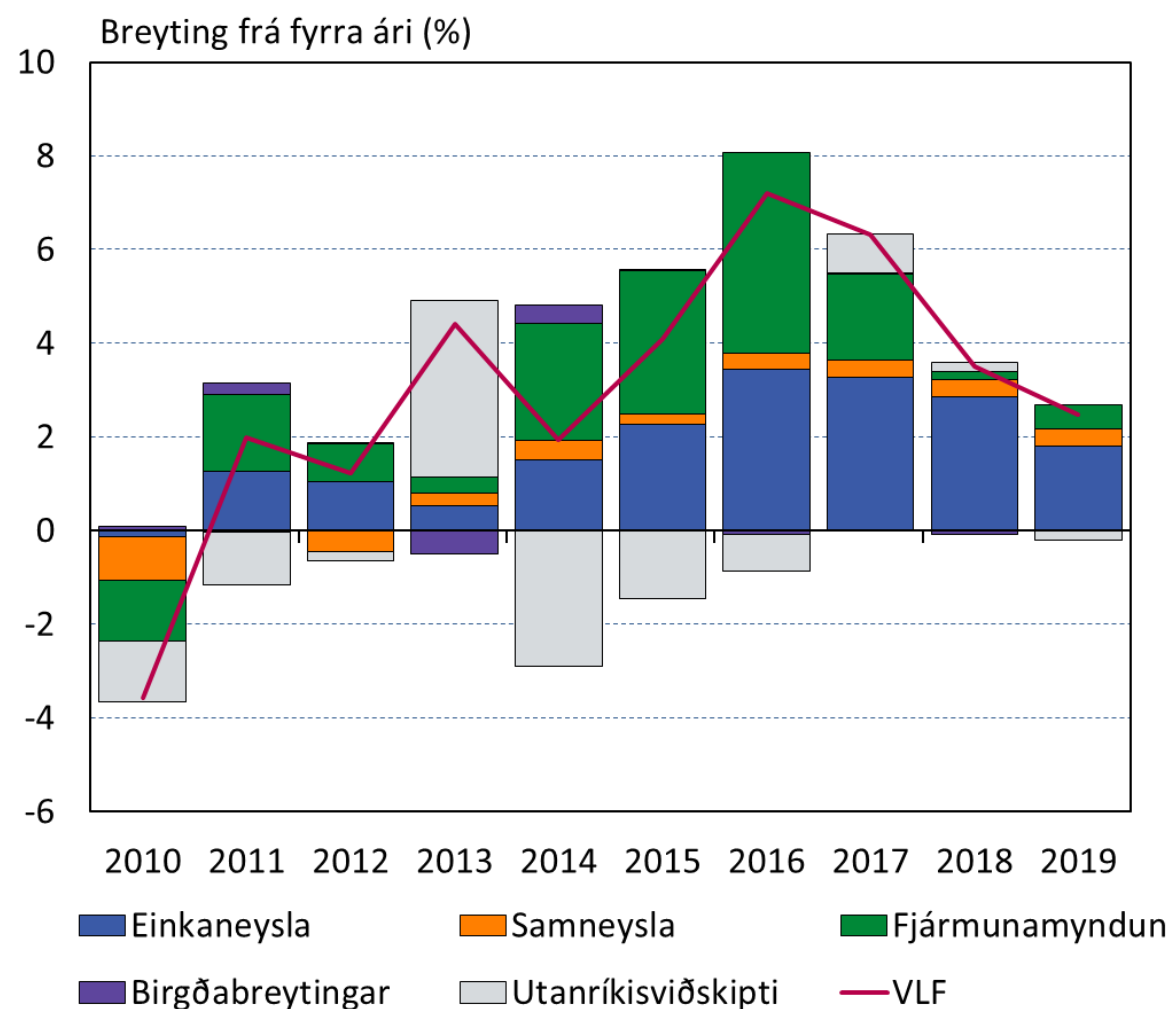
1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkiptistekjum og -gjöldum (t.d. stöðugleikaframlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðisskuldna). Árin 2016 og 2017 er heildarjöfnuður leiðréttur fyrir einkiptistekjum og -gjöldum, þ.e.a.s. stöðugleikaframlögum, arðgreiðslum umfram fjárlög og flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðisskuldna. Grunnspá Seðlabankans 2017. 2. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkiptistekjum og -gjöldum (t.d. arðgreiðslum og flýtingu niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðislána).  
 Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



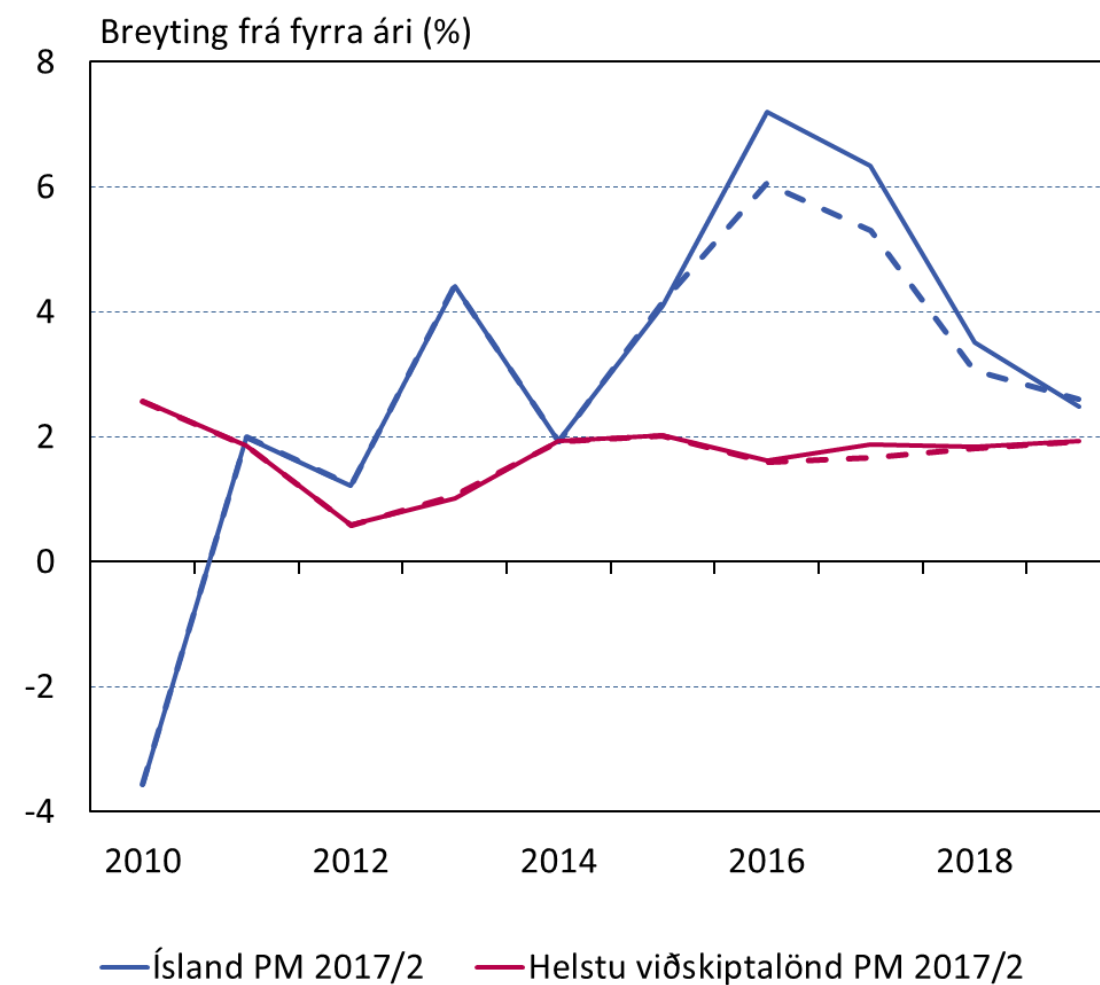
# Horfur á áframhaldandi miklum hagvexti

- Þótt sjómannaverkfallið hafi líklega hægt á hagvexti á Q1 eru horfur á 6,3% hagvexti á árinu í heild – drifnum áfram af miklum vexti útflutnings og einkaneyslu ... meiri vöxtur en í PM 17/1 (kröftugri þjónustuútflutningur og meiri slökun opinberra fjármála)
- Talið að hagvöxtur leiti smám saman í langtíma leitnivöxt: verður 3,5% 2018 og 2,5% 2019

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2019<sup>1</sup>



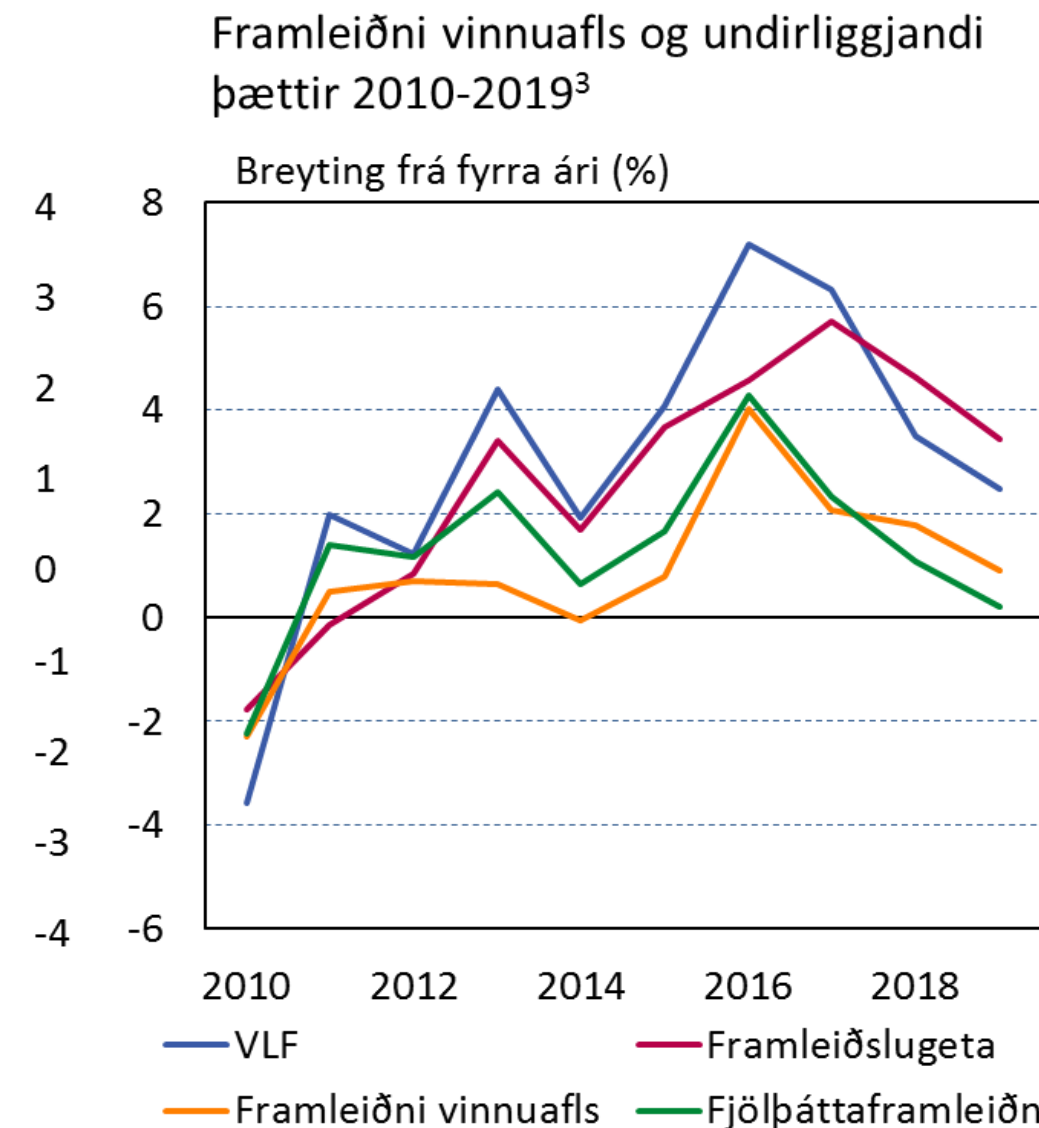
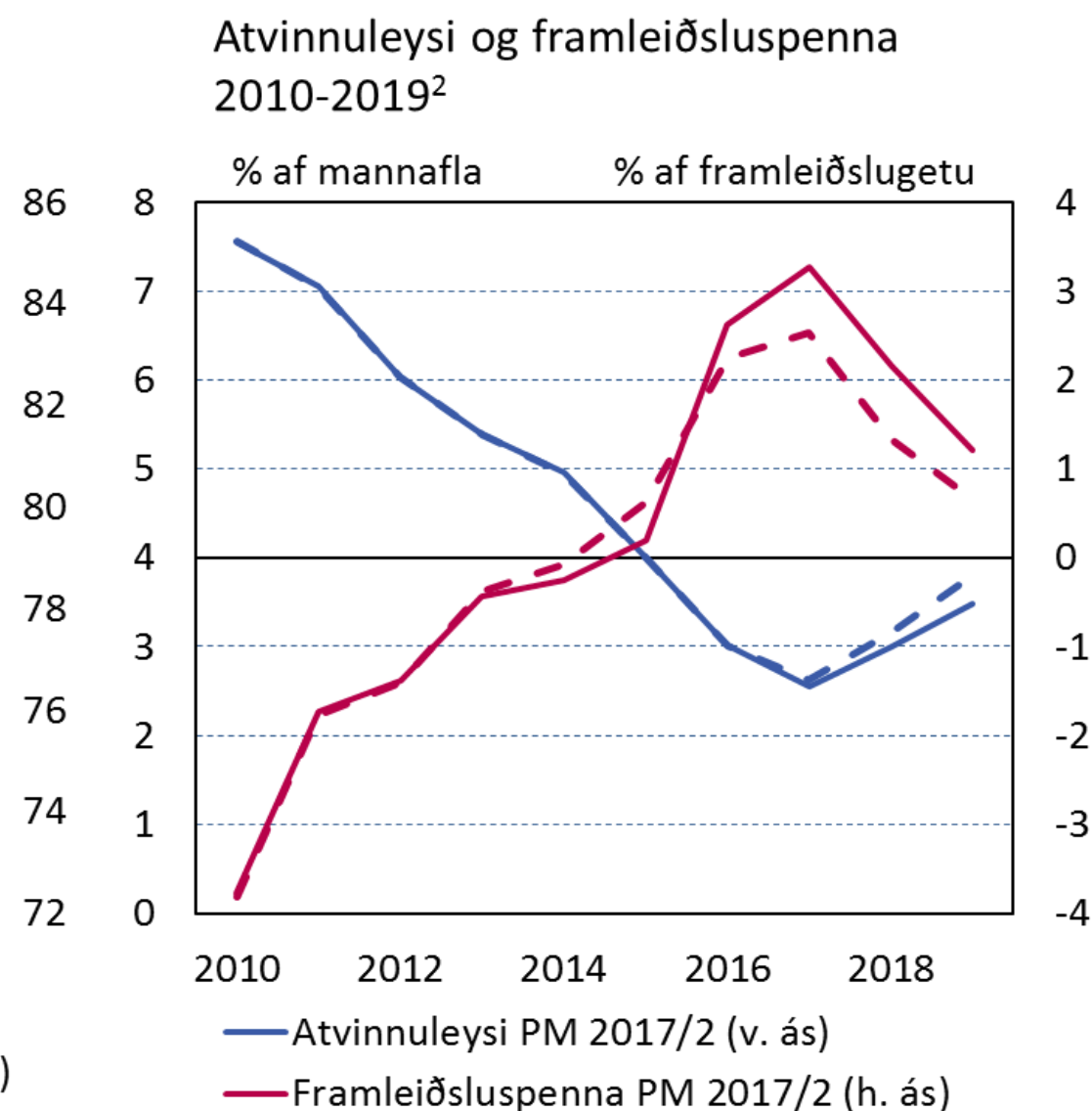
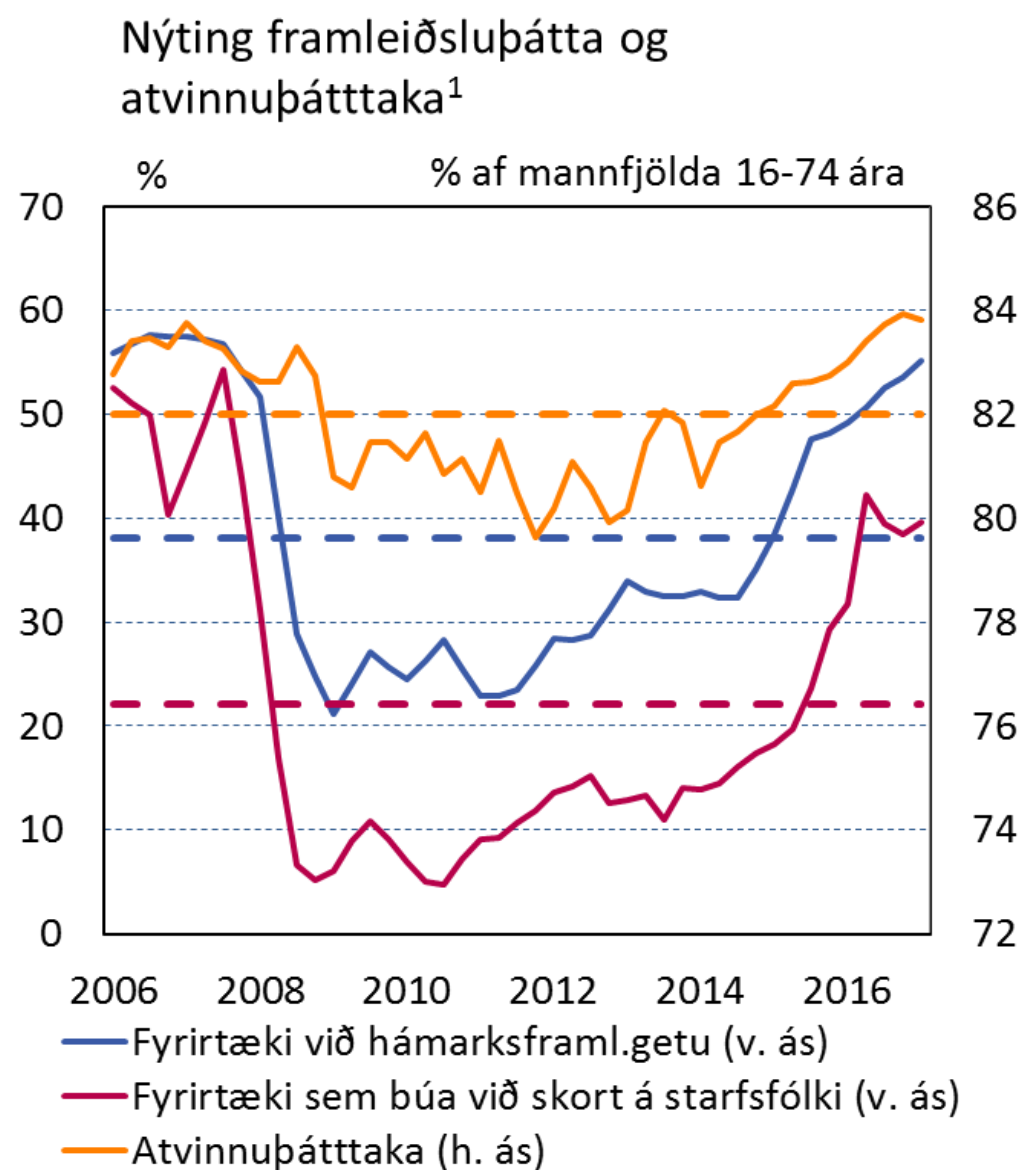
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Aukin spennna þrátt fyrir mikinn vöxt framleiðslugetu

- Mikil fjölgun starfa og viðvarandi skortur á starfsfólki, atvinnuþátttaka eykst hratt og fjöldi fyrirtækja sem starfa við eða umfram fulla framleiðslugetu nálgast sögulegt hámark ... atvinnuleysi 2,7% og hefur ekki verið minna síðan snemma 2008
- Framleiðsluspenna vex hratt og meira en í PM 17/1 ... þrátt fyrir að framleiðslugeta vaxi langt umfram langtíma leitnivöxt



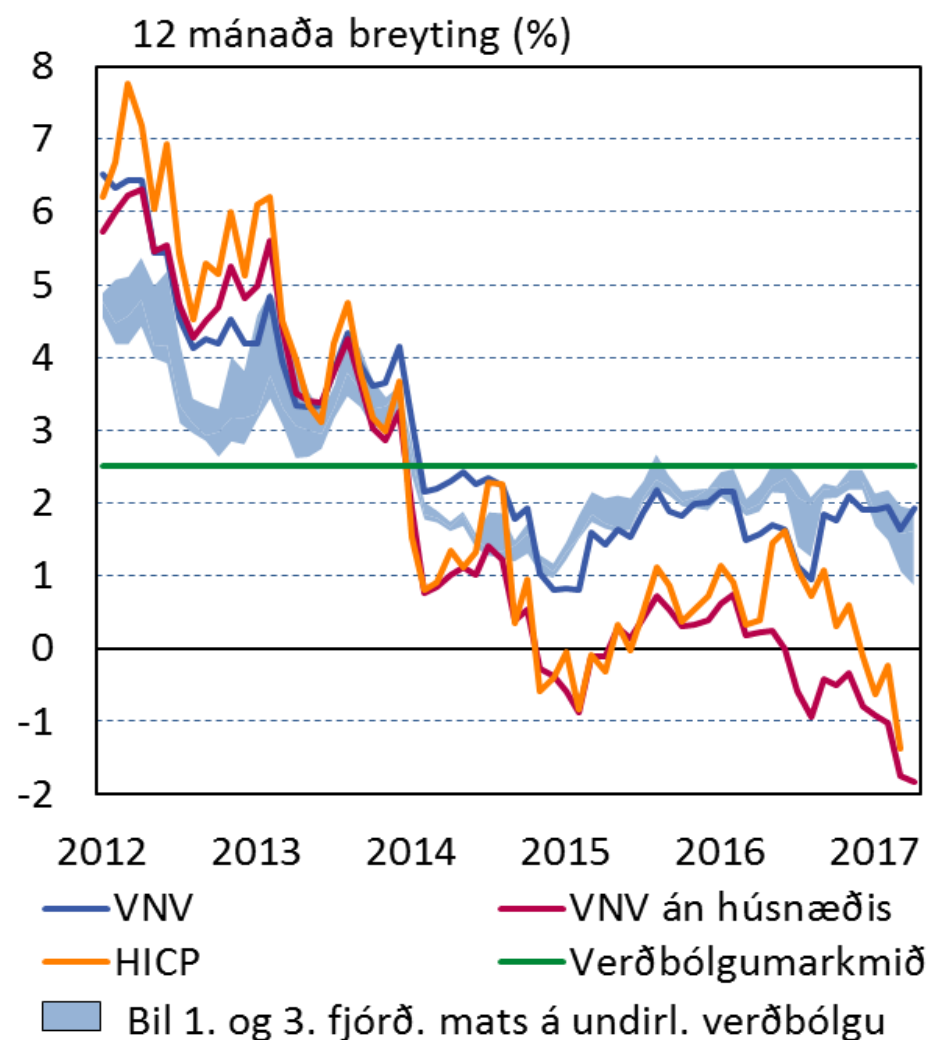
1. Mælikvarðar á nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiddar tölur fyrir tímabilið 1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2017. Brotalínur sýna meðalhluftöll tímabilsins. 2. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. 3. Framleiðni vinnuafls er metin sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávík VLF frá því framleiðslustigi sem fæst með fullri nýtingu framleiðsluþátta út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

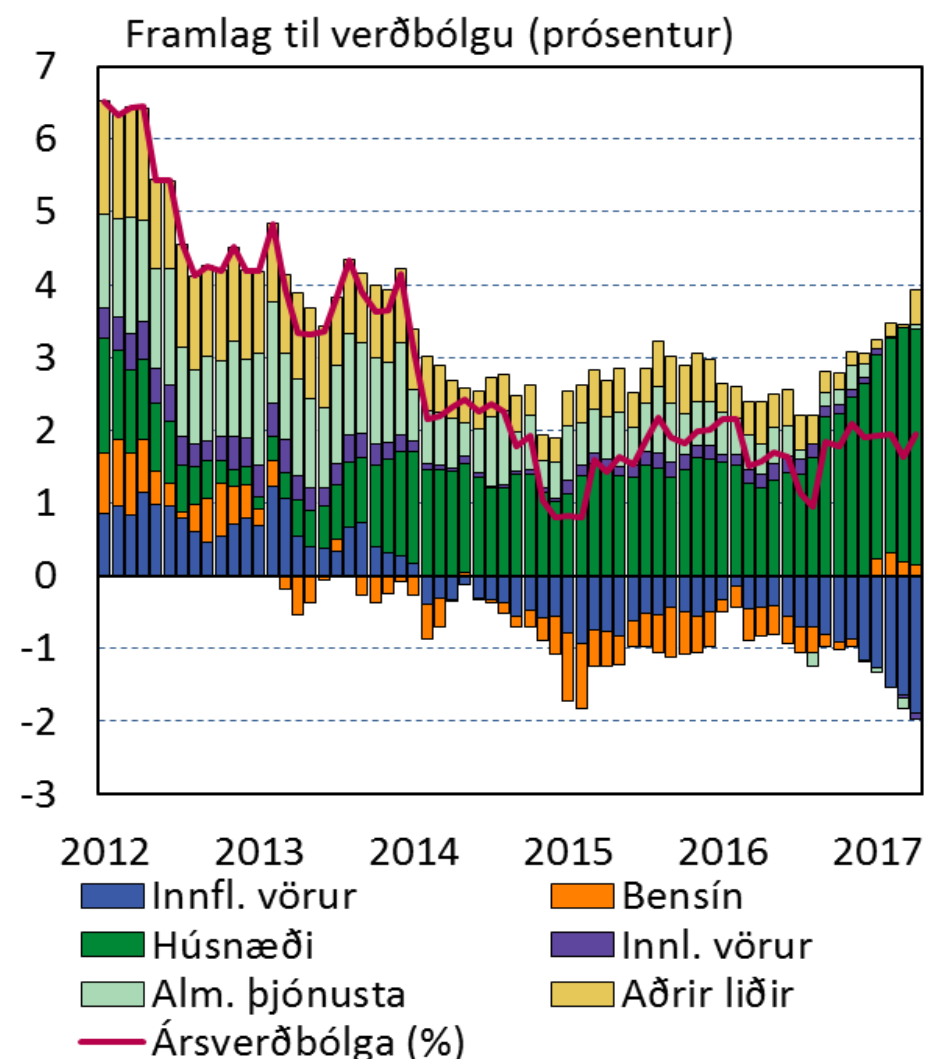
# Verðbólga nálægt markmiði en ólík þróun undirliða

- Verðbólga var 1,9% í apríl og hefur verið í kringum 2% frá því í september í fyrra – undirliggjandi verðbólga 1-2% á flesta mælikvarða og hefur heldur minnkað það sem af er ári
- Sem fyrr vegur húsnæðisliður þyngst en miklar lækkunarir á símaþjónustu og flugfargjöldum skýra litla hækkun þjónustuliðar

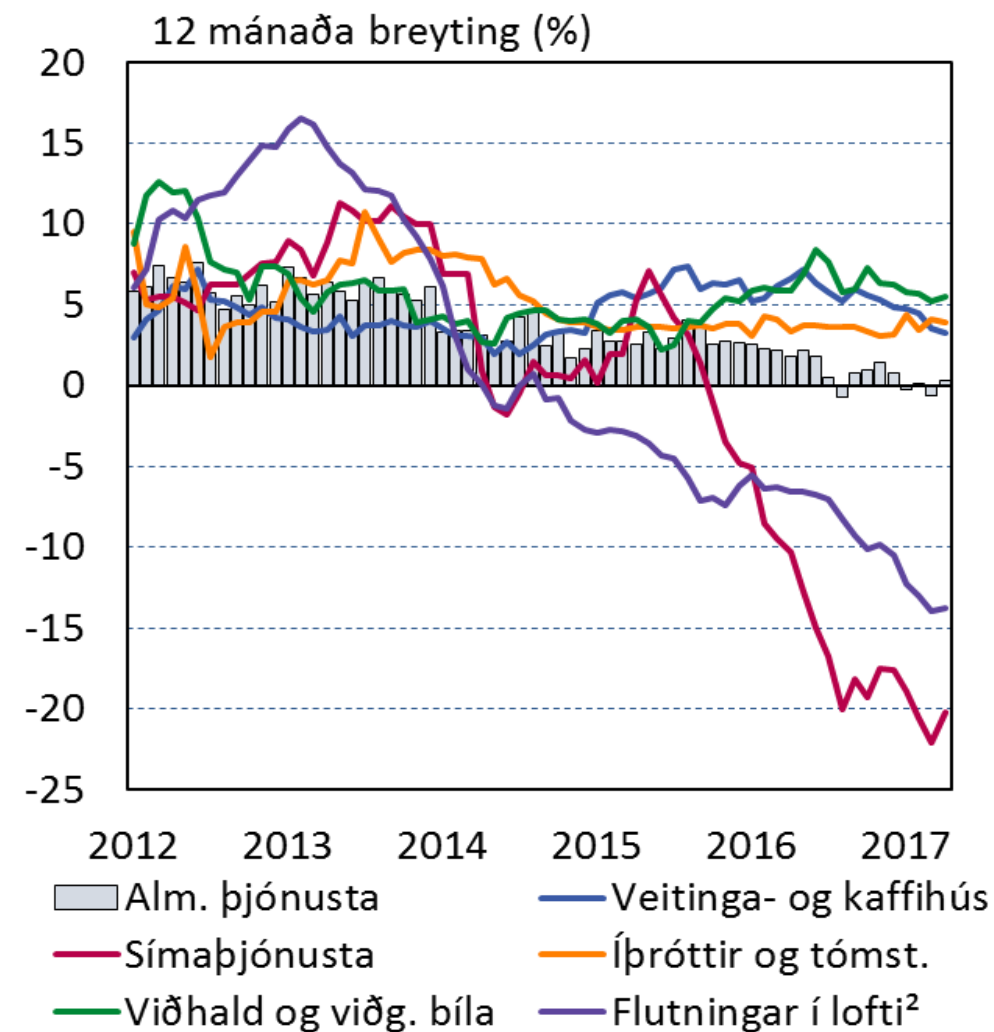
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - apríl 2017



Undirliðir verðbólgu  
Janúar 2012 - apríl 2017



Almenn þjónusta og undirliðir  
Janúar 2012 - apríl 2017



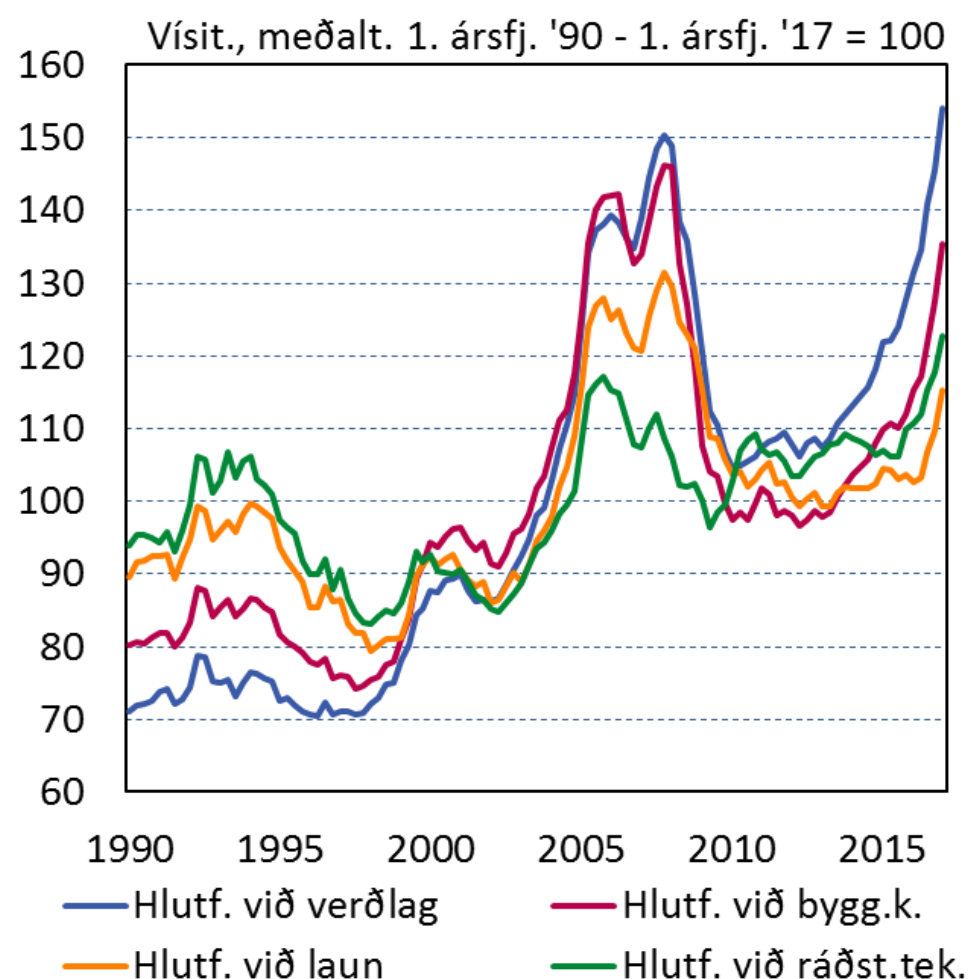
1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum skattabreytinga, sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani. 2. Tólf mánaða hreyfanlegt meðaltal.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

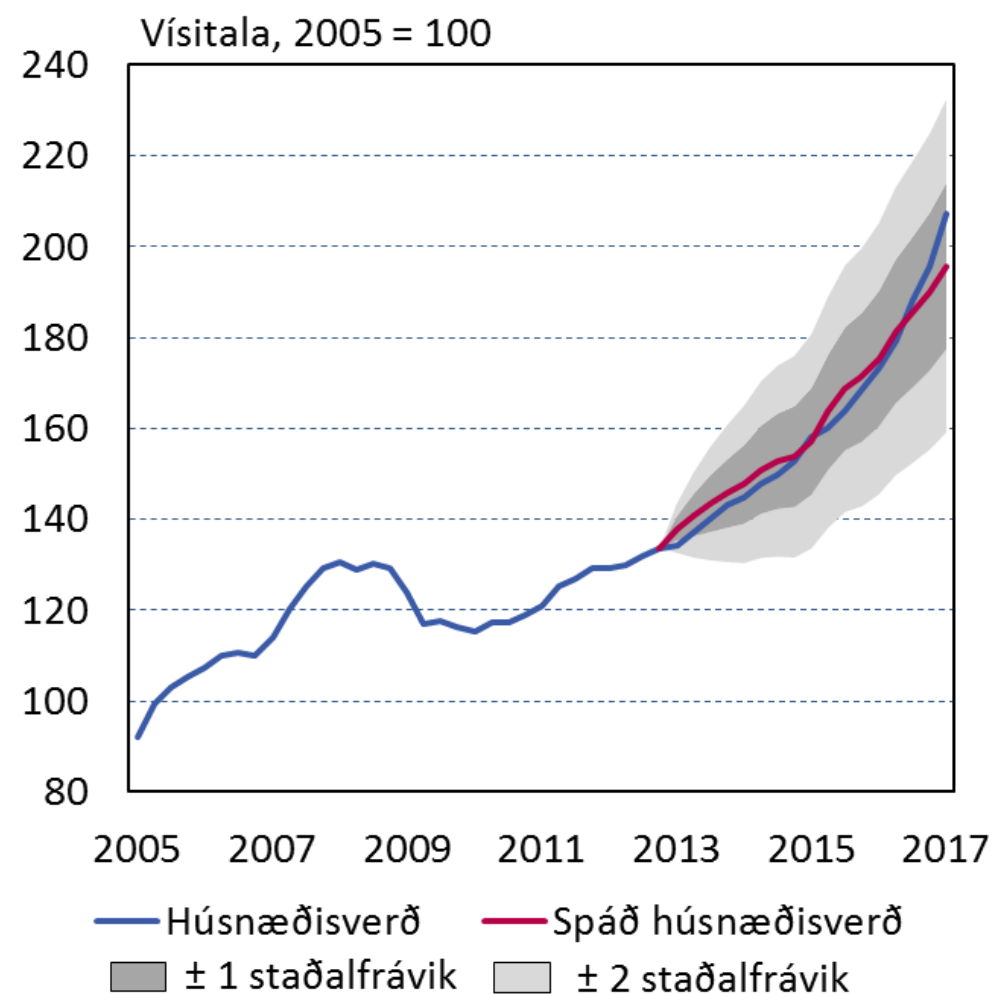
# Mikil hækkun húsnæðisverðs undanfarið

- Húsnæðisverð hefur hækkað um tæplega 50% frá botni í ársbyrjun 2010 – svipuð hækkun og varð 2004-2007 og raunverð er orðið lítillega hærra en það fór hæst í árslok 2007 – hækkunin lengst af verið í takt við það sem búast hefði mátt við miðað við hækkun launa, aukna atvinnu og lækkun raunvaxta ... en farið að bera á vaxandi misvægi nú nýverið

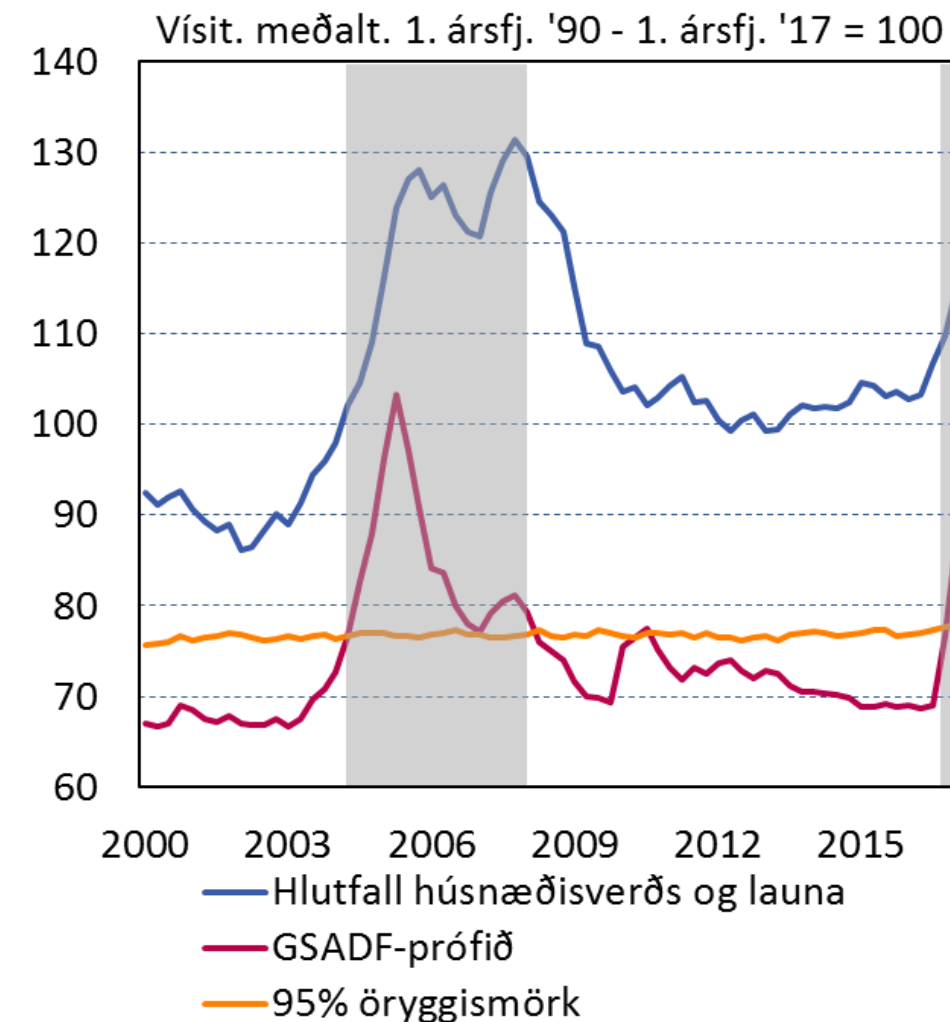
Húsnæðisverð í hlutfalli við verðlag, byggingarkostnað, laun og tekjur<sup>1</sup>



Raunverulegt og spáð húsnæðisverð<sup>2</sup>  
1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2017



Húsnæðisverð í hlutfalli við laun<sup>3</sup>  
1. ársfj. 2000 1. ársfj. 2017



1. Hlutfall húsnæðisverðs og vísitölu neysluverðs, byggingarvísitölu, launavísitölu og ráðstöfunartekna á mann (miðað við mannfjölda á vinnufærum aldri, árstíðarleiðrétt) tímabilið 1. ársfj. 1990 - 1. ársfj. 2017. 2. Húsnæðisverðspáin er fengin með kvikri spá frá 1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2017 með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans. 3. GSADF-próf Phillips, Wu og Yu (2011) fyrir óstöðuga rót í hlutfalli húsnæðisverðs og launa. Skyggt svæði eru tímabil þar sem tölfræðiprófið gefur marktæka niðurstöðu miðað við 95% öryggismörk.

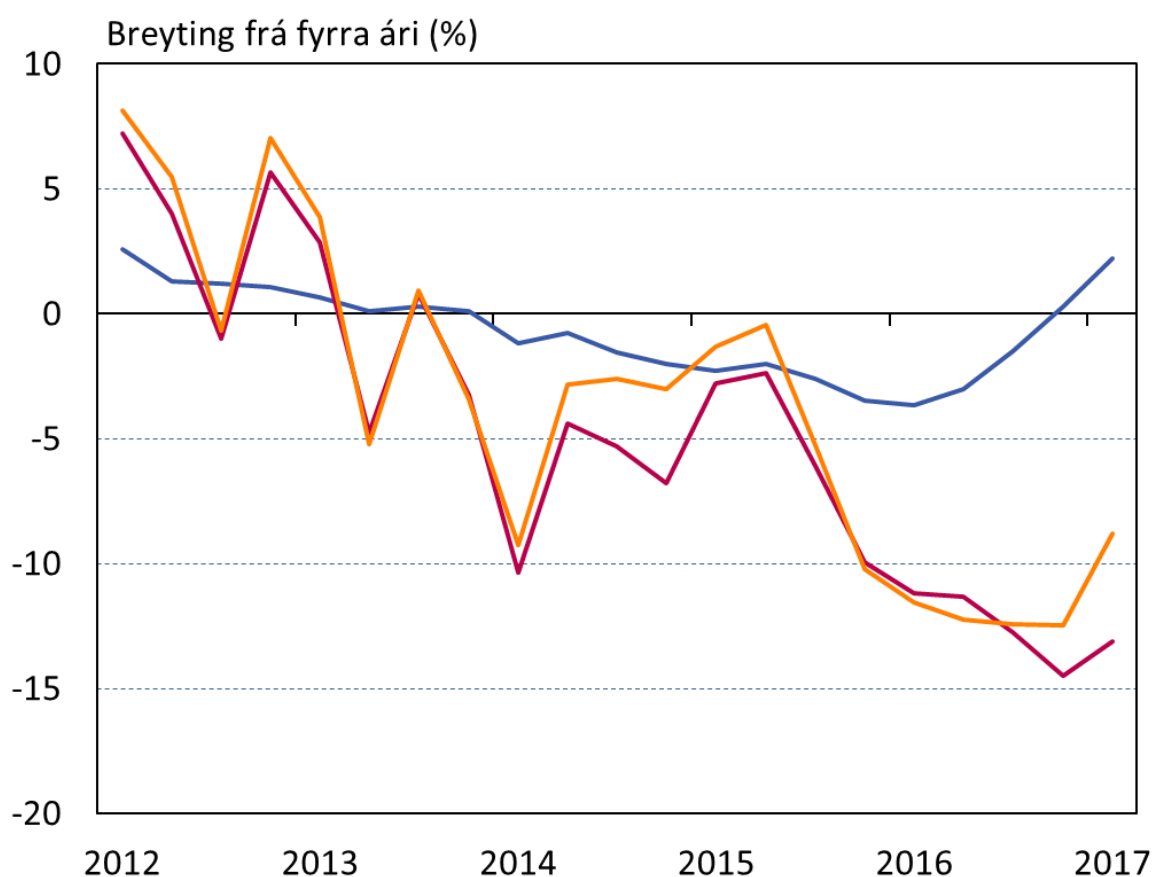
Heimildir: Hagstofa Íslands, P. C. B. Phillips, Y. Wu og J. Yu (2011), „Explosive behavior in the 1990s NASDAQ: When did exuberance escalate asset values?“, *International Economic Review*, 52, 201-226, Seðlabanki Íslands.

# Innflutt verðhjöðnun vegur á móti launahækkunum

- Útflutningsverð helstu viðskiptalanda talið hafa hækkað um 2,2% á Q1 en undanfarin 3 ár hefur það að meðaltali lækkað um 2% á ári ... en innflutningsverð heldur áfram að lækka vegna hækkunar á gengi ISK
- Vegur á móti áhrifum launahækkana: launakostnaður á framleidda einingu hækkar um 5% í ár – eins og undanfarin 5 ár

Innflutningsverð og alþj. útflutningsverð<sup>1</sup>

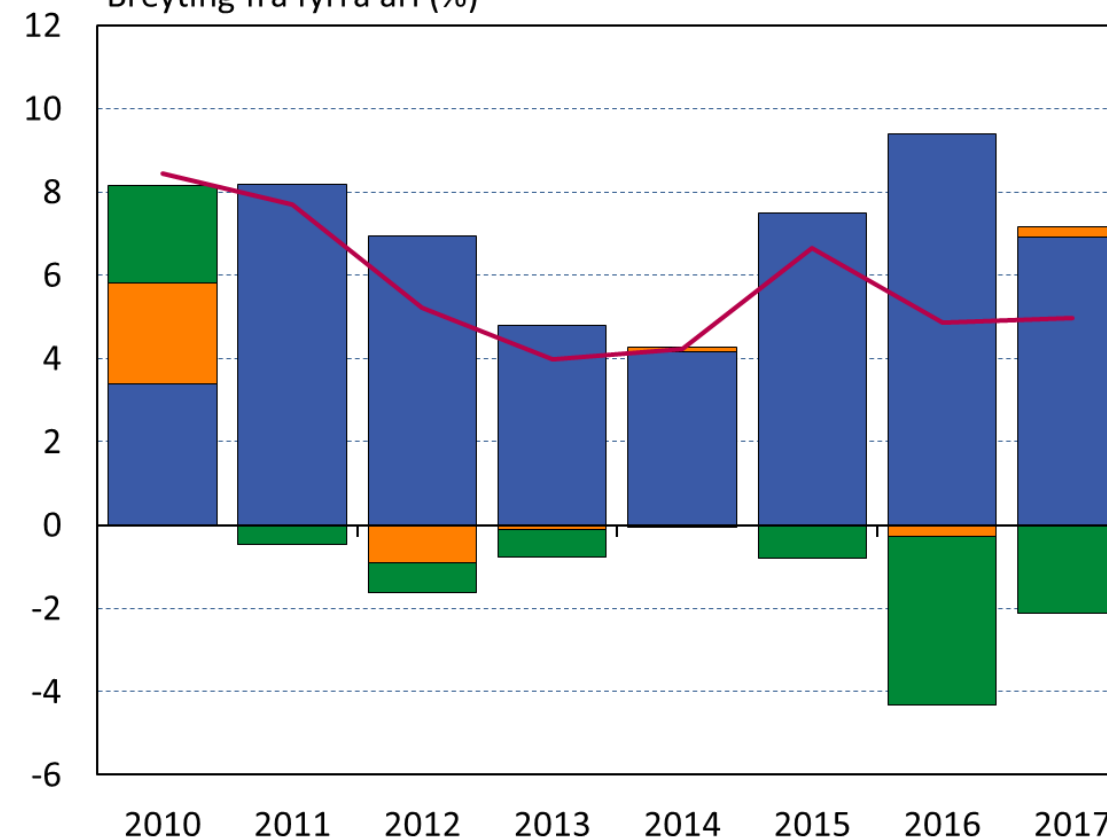
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



- Verðvísitala útflutnings helstu viðskiptalanda í erlendum gjaldmiðlum
- Verðvísitala útflutnings helstu viðskiptalanda í íslenskum krónum
- Verðvísitala innflutnings vöru og þjónustu

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2010-2017<sup>2</sup>

Breyting frá fyrra ári (%)



- Framleiðni
- Launakostnaður annar en laun
- Nafnlaun
- Launakostnaður á framleidda einingu

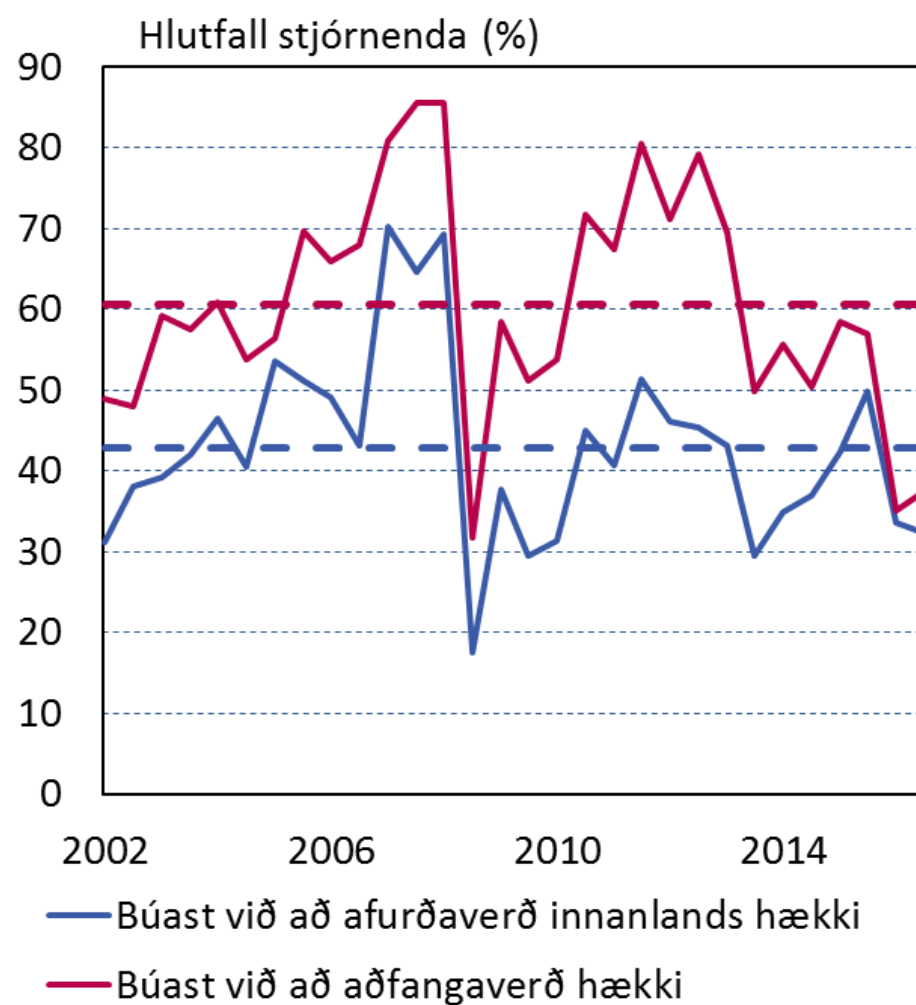
1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2017. 2. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

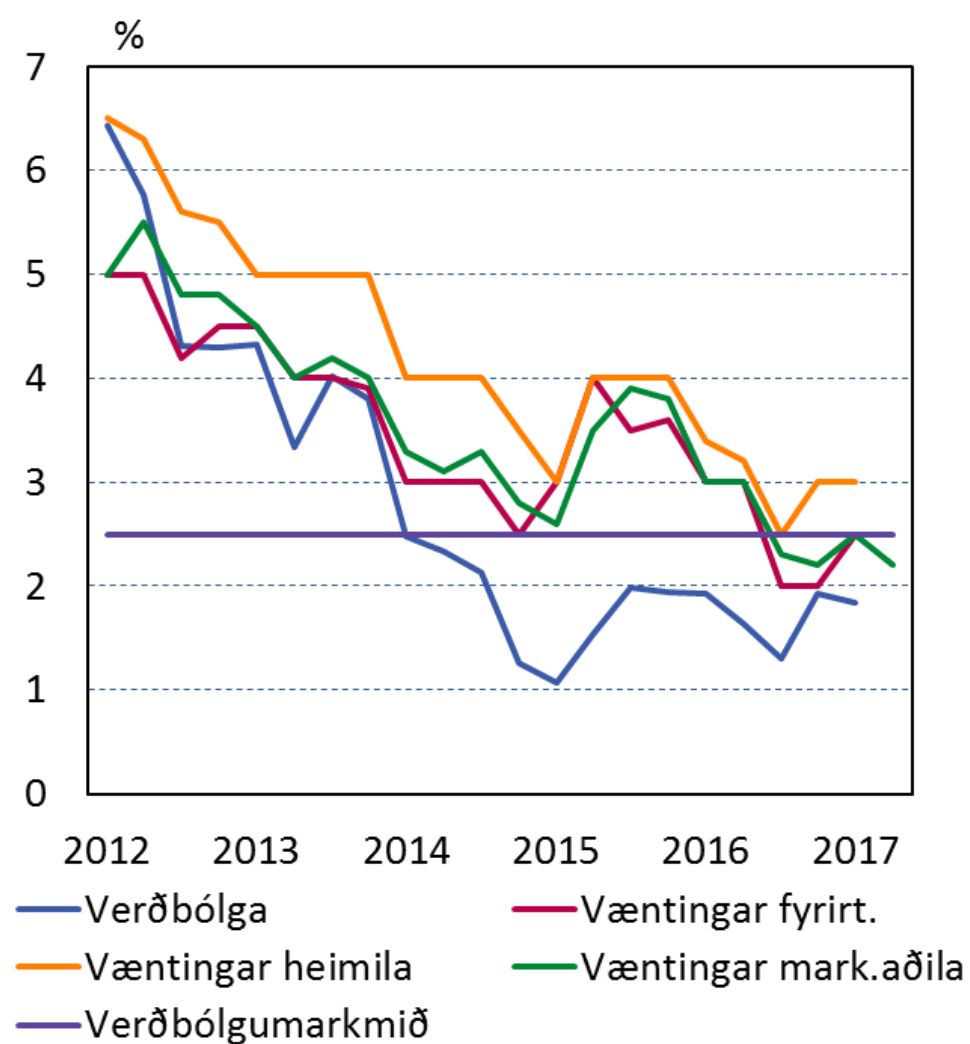
# Kjölfesta verðbólguvæntinga virðist styrkjast

- Fjöldi fyrirtækja sem væntir hækkunar aðfanga- og afurðaverðs enn undir sögulegu meðaltali – litast m.a. af þróun ISK
- Verðbólguvæntingar til skamms og langs tíma á flesta mælikvarða nálægt verðbólguþéttum: markaðsaðilar vænta 2,6% verðbólgu að meðaltali næstu 10 ár á meðan að 10 ára verðbólguálagið er 2,3% það sem af er Q2

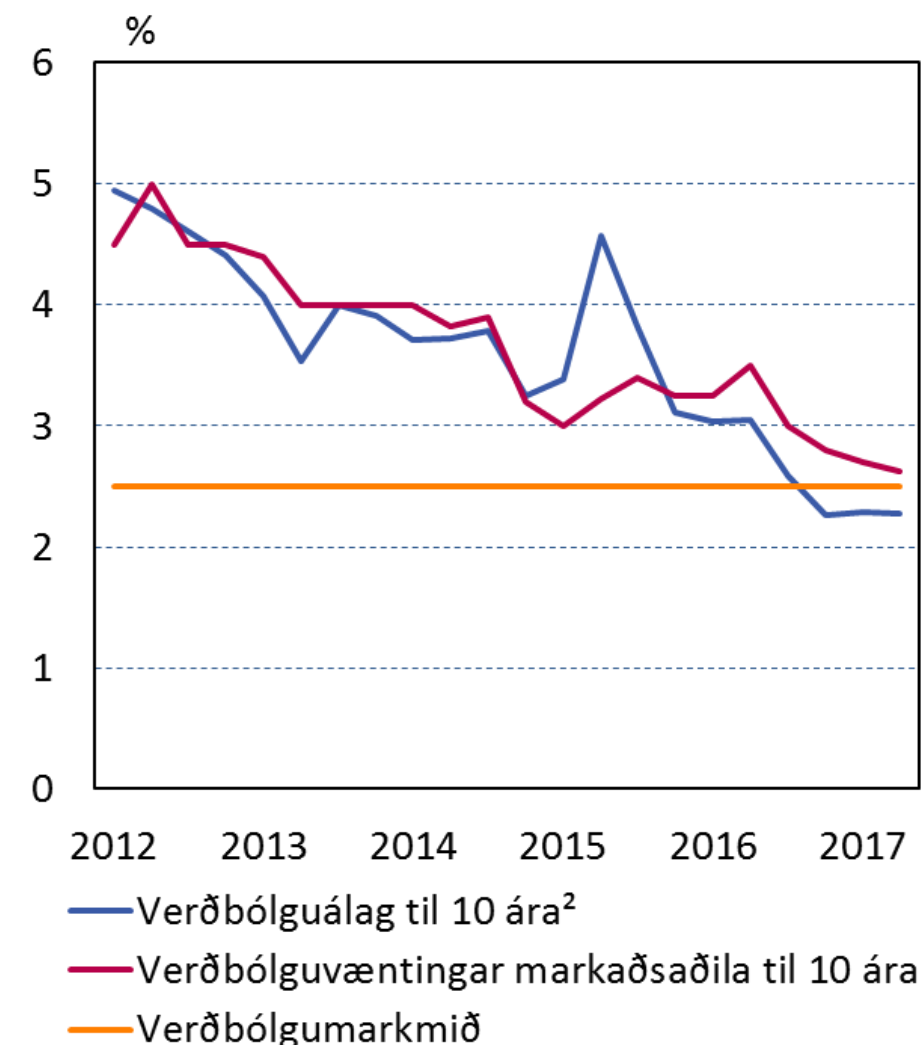
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu 6 mánuðum<sup>1</sup>



Verðbólga og árs verðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



Langtímaverðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 2. ársfj. 2017



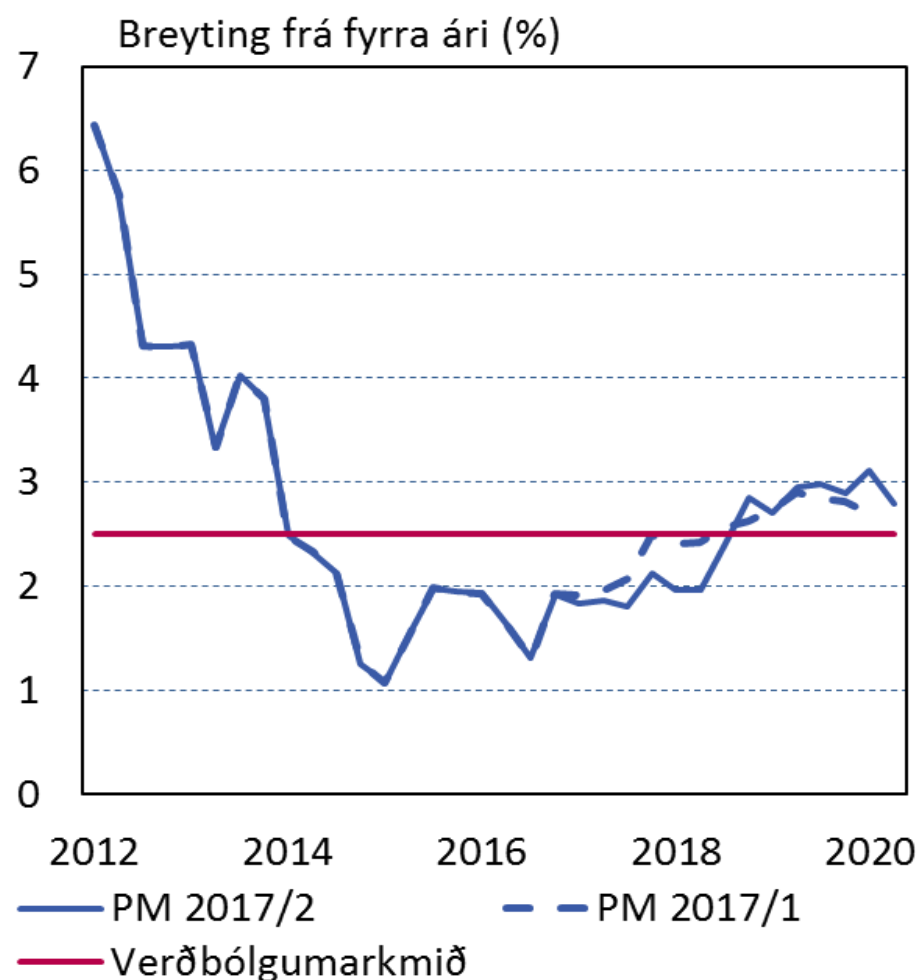
1. Tímabilið 1. ársfj. 2002 - 1. ársfj. 2017. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2002. 2. Talan fyrir 2. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Verðbólguhorfur versna er líður á spátímann

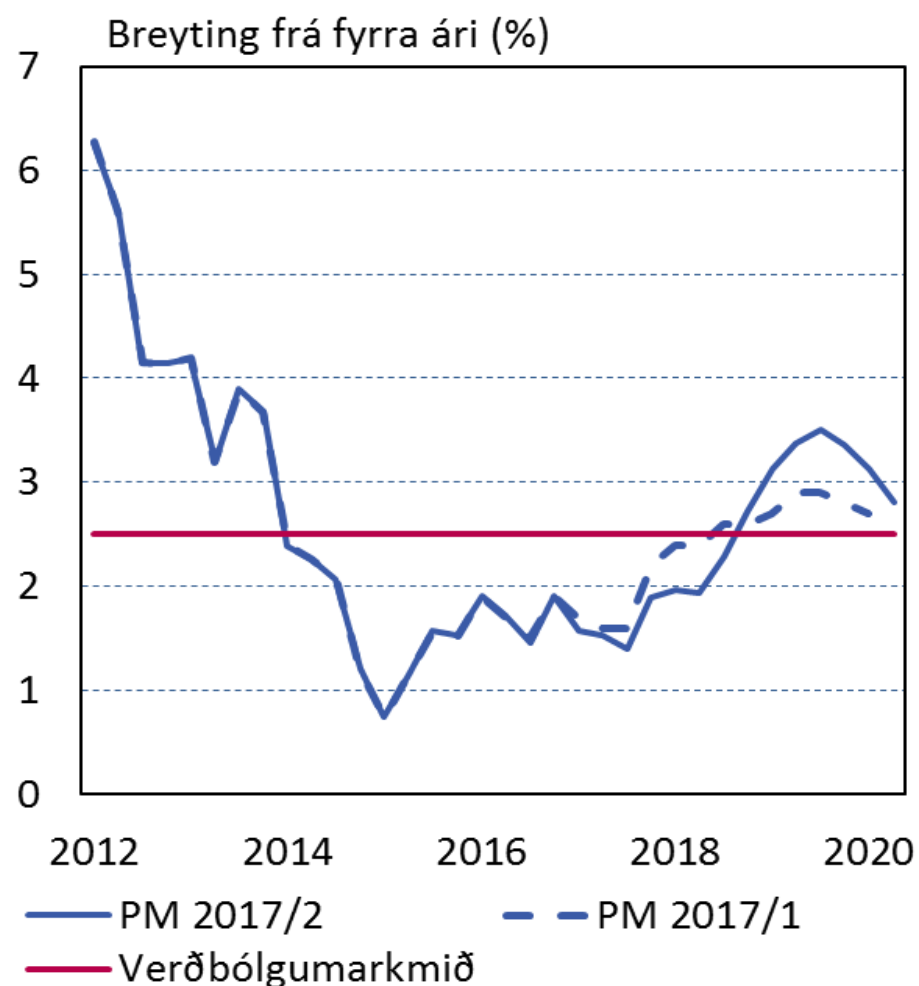
- Vegna mistaka Hagstofunnar í fyrra verður ársverðbólga lítillega ofmetin fram eftir ári – við bætast áhrif skattabreytinga
- Horft fram hjá þessum áhrifum sést að verðbólguhorfur hafa batnað fram á næsta ár en versnað þegar frá líður í takt við horfur um meiri framleiðsluspennu: mæld verðbólga um 2% fram á mitt næsta ár en fer síðan í 3% áður en hún minnkar á ný

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2020

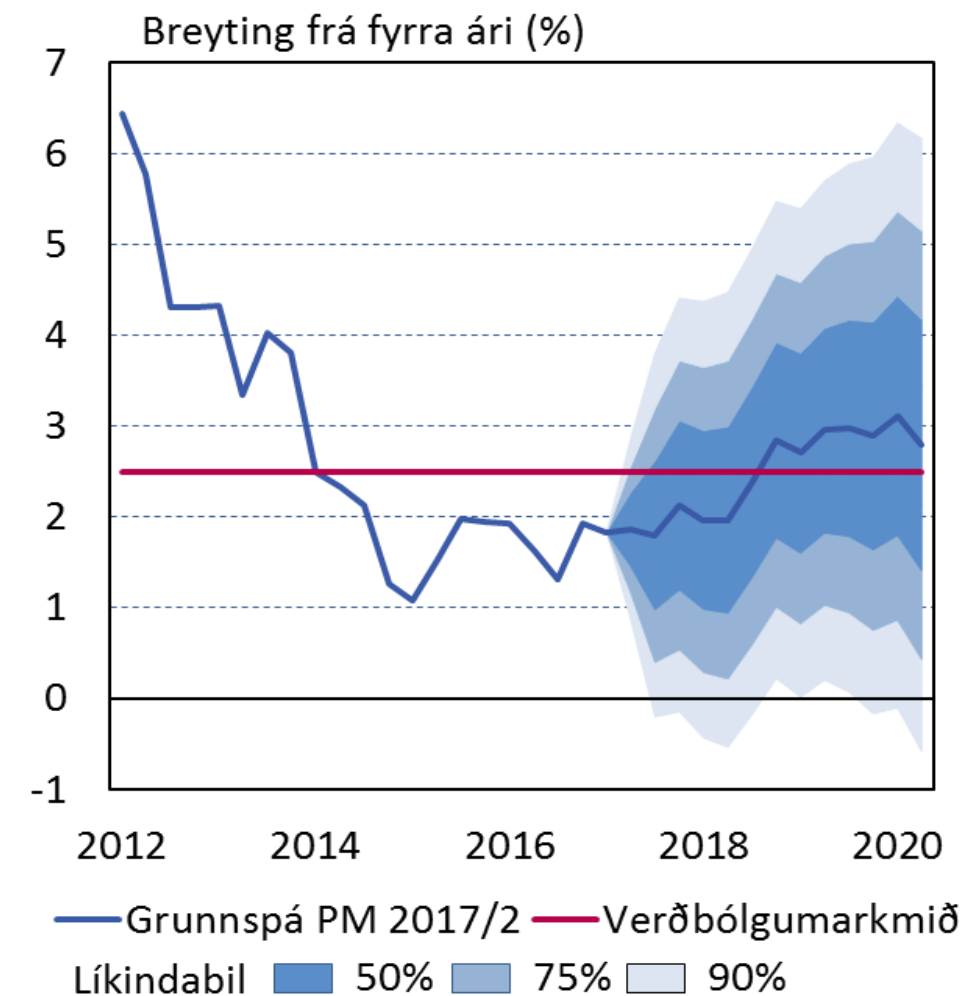


Verðbólga leiðrétt fyrir áhrifum mæliskekkju og skattbreytinga<sup>2</sup>



Verðbólguþáttur og óvissumat

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2020



1. Grunnþáttur Seðlabankans 2. ársfjórðungur 2017 - 2. ársfjórðungur 2020. 2. Verðbólguþáttur PM 2017/2 og PM 2017/1 leiðréttar fyrir áhrifum mæliskekkju í VNV mars-ágúst 2016 og breytinga á vörugjöldum í byrjun árs 2017.

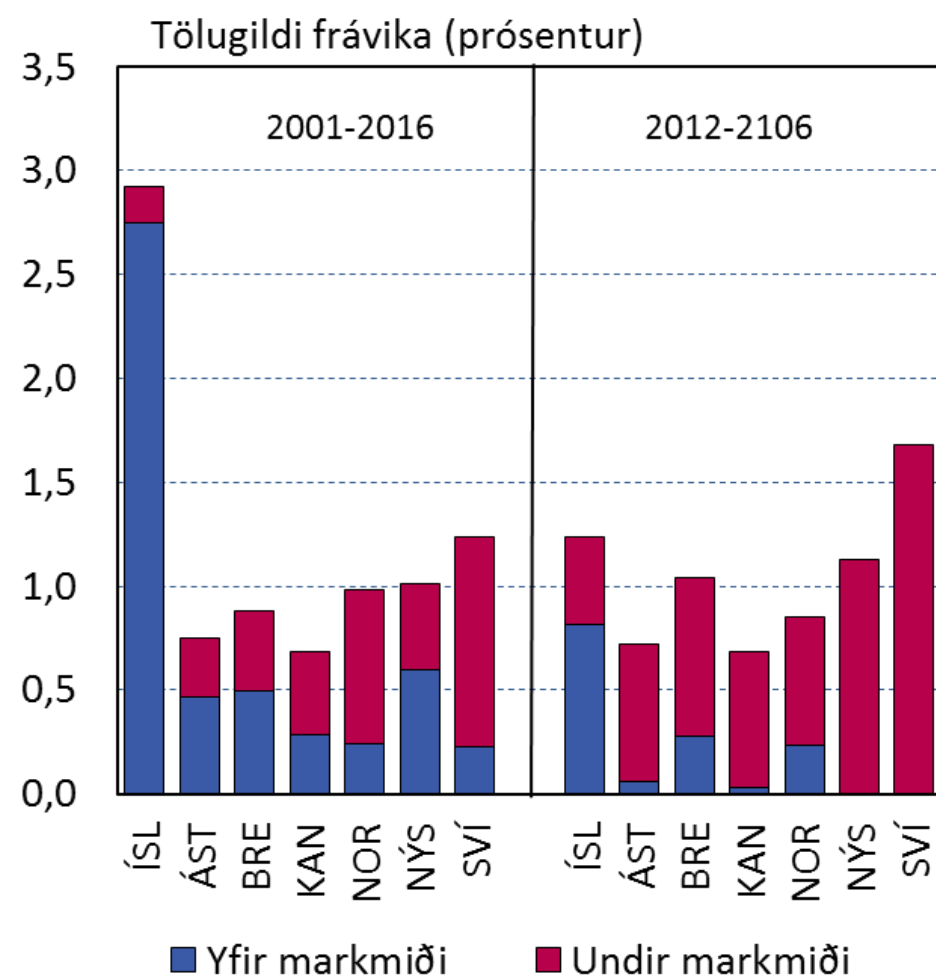
Verðbólguþáttur PM 2017/2 einnig leiðrétt fyrir áhrifum fyrirhugaðra breytinga á virðisaukaskatti samkvæmt ríkisfjármálaáætlun.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

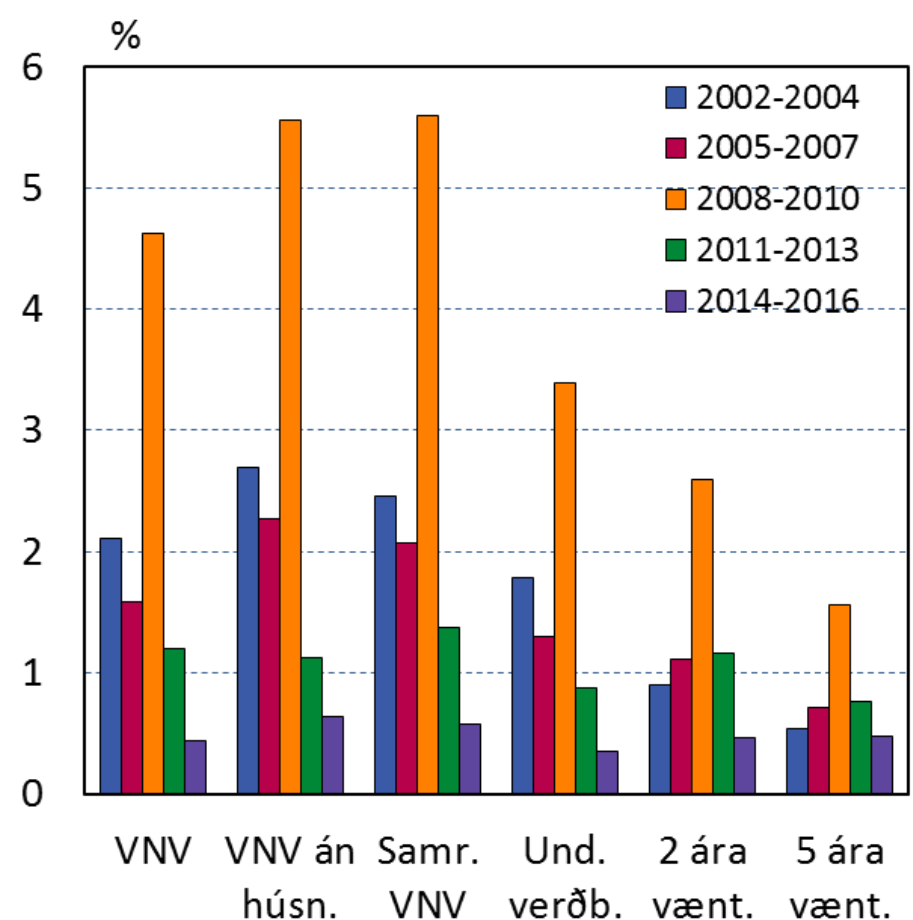
# Aukinn verðstöðugleiki og minni frávik frá markmiði

- Frávik verðbólgu frá markmiði hafa minnkað töluvert undanfarin ár og eru nú mun nær því sem þekktist í öðrum þróuðum verðbólgu-markmiðslöndum
- Sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum hafa einnig minnkað og dregið hefur úr óvissu um framtíðarverðbólgu

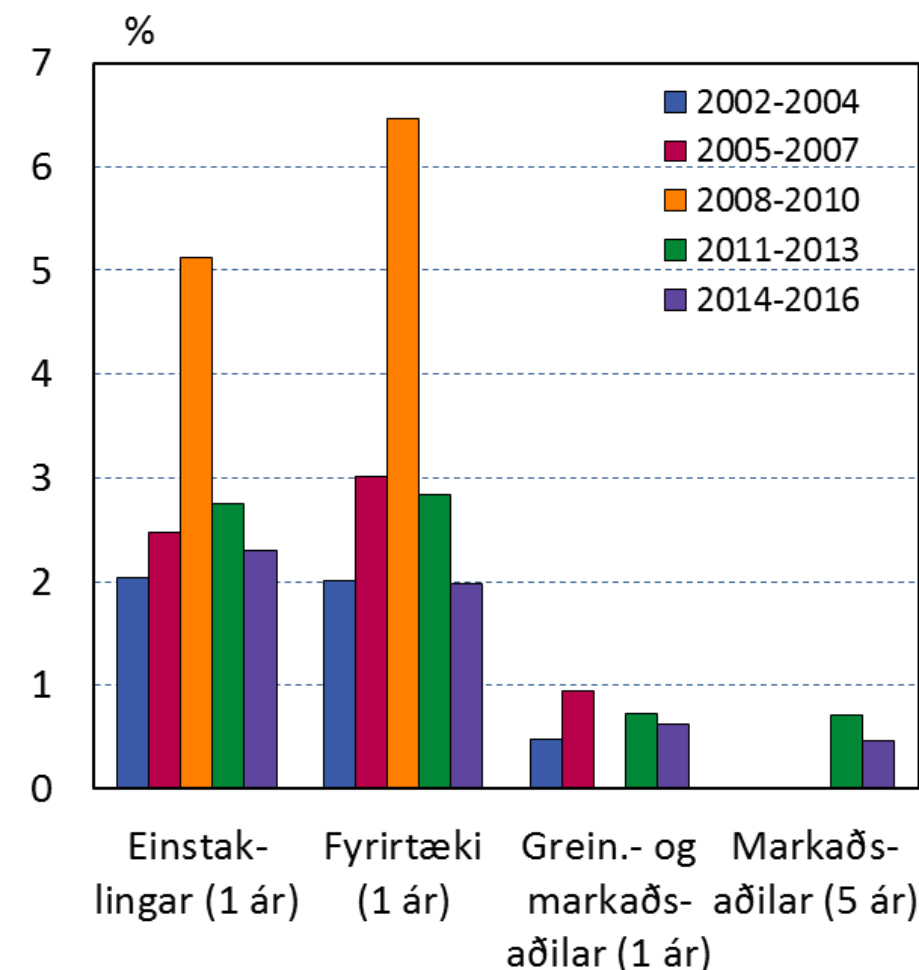
Meðalfrávik frá verðbólgu-markmiði<sup>1</sup>



Sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum<sup>2</sup>



Sundurleitni verðbólguvæntinga<sup>3</sup>



1. Tölugildi meðalfrávika frá verðbólgu-markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu-markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag fráviks yfir og undir markmiði. 2. Staðalfrávik í mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum fyrir 5 jafnlöng tímabil. Undirliggjandi verðbólga er metin með miðgildi fimm tölfræðilegra mælikvarða (fjögurra kliptra meðaltala og vegins miðgildis). Notast er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sem mælikvarða á verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára (gögn einungis frá 2003). 3. Staðalfrávik í svörum um verðbólguvæntingar fyrir 5 jafnlöng tímabil (línuleg brúun notuð þar sem mælingar vanta). Ekki voru gerðar kannanir meðal greiningar- og markaðsaðila frá miðju ári 2008 og fram til ársbyrjunar 2012. Frá þeim tíma eru langtímaverðbólguvæntingar einnig kannaðar.

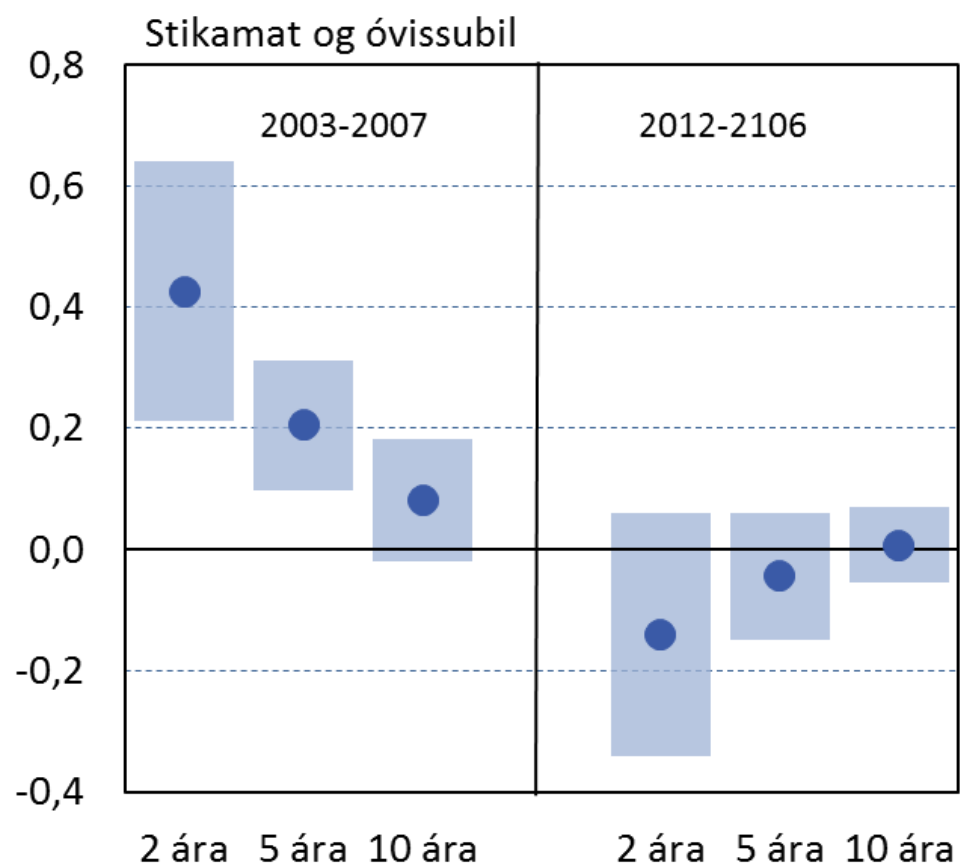
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, heimasíður seðlabanka, OECD, Seðlabanki Íslands.



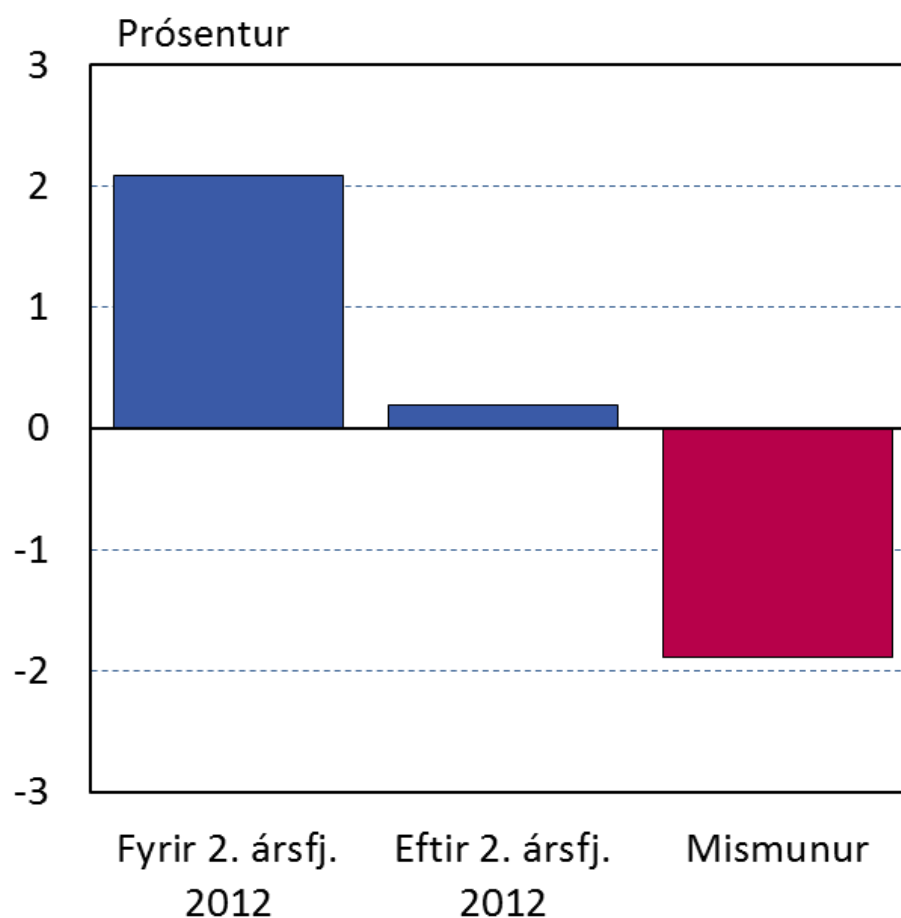
# Verðbólguferillinn virðist hafa breyst

- Óvæntar skammtímabreytingar í verðbólgu virðast síður hafa áhrif á langtímaverðbólguvæntingar
- Bjögun sem virtist byggð inn í verðbólguferilinn virðist horfin og trúverðugleiki verðbólguþéttisins því aukist

Áhrif óvæntra breytinga á verðbólgu á verðbólguvæntingar<sup>1</sup>

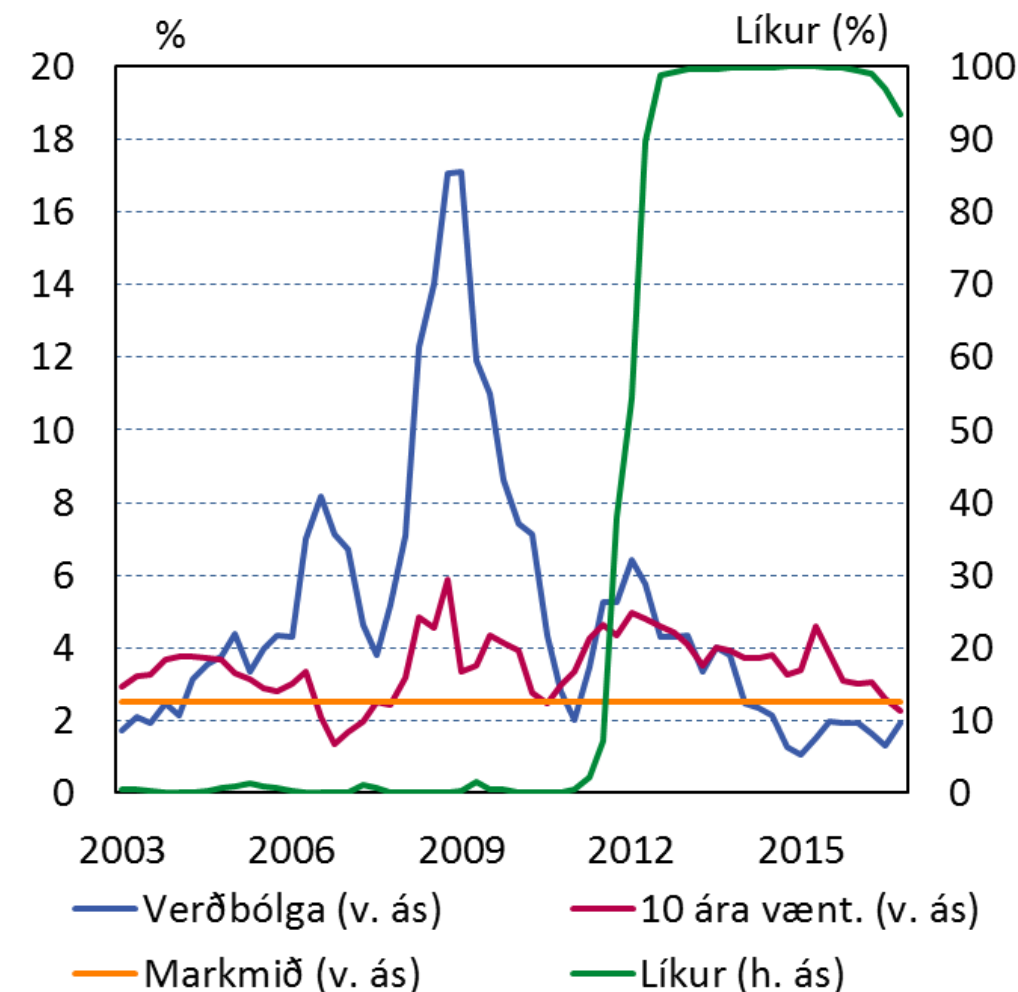


Verðbólguþjögun samkvæmt Phillips-kúrfu<sup>2</sup>



Líkur á að vera í lágverðbólguþétti<sup>3</sup>

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2016



1. Punktarnir sýna stikamat úr aðfallsgreiningu af breytingu í verðbólguálagi til 2, 5 og 10 ára á óvæntar breytingar í vísitölu neysluverðs á birtingardögum vísitölunnar fyrir tvö fimm ára (60 mánaða) tímabil (2003-2007 og 2012-2016). Óvæntar breytingar vísitölunnar eru metnar sem frávik mánaðarlegra breytinga vísitölunnar frá spágildi með spájöfnu sem inniheldur árstíðargervibreytur og eins og sex mánaða tafir mánaðarbreytinga vísitölunnar. Skyggða bilið sýnir tveggja staðalfrávika bil stikamatsins. 2. Phillips-kúrfan sem er metin er á forminu:  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + (1 - \beta)\pi_t^e + \gamma g_{t-1} + \phi q_{t-1} + \varepsilon_t$  þar sem  $\pi_t$  er ársverðbólga á tíma  $t$ ,  $\pi_t^e$  eru 10 ára verðbólguvæntingar,  $g_t$  er framleiðsluspenna,  $q_t$  er ársbreyting innflutningsraungengis og  $\varepsilon_t$  er afgangslíður. Verðbólguþjögunin er gefin sem:  $\pi - \pi^e = \alpha/(1 - \beta)$ . 3. Líkur (e. smoothed probability) á að vera í lágverðbólguþétti út frá Phillips-kúrfu metinni með tveggja fasa Markov-líkani. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.