

Peningamál 2013/4 og aðhald peningastefnunnar

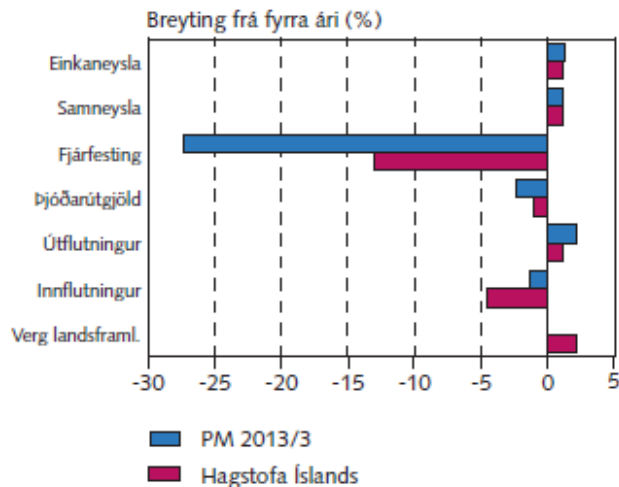
Ásdís Kristjánsdóttir
forstöðumaður efnahagssviðs SA

Bati næstu ára verður drifinn áfram af innlendri eftirspurn

- hagvöxtur á fyrri hluta ársins var umtalsvert betri en reiknað hafði verið með

Mynd IV-1

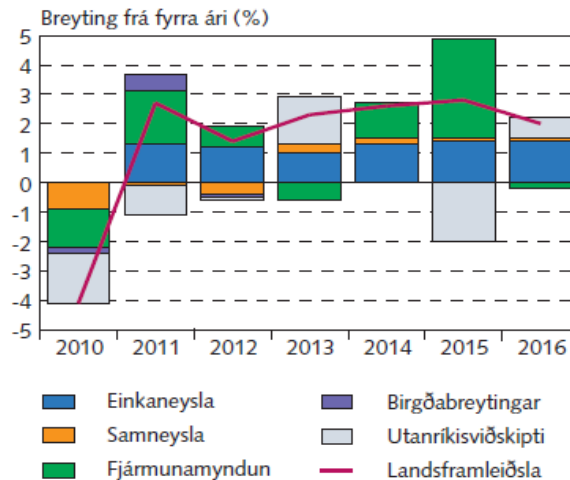
Þjóðhagsreikningar 1H 2013
og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Heimild: Peningamál 2013/4

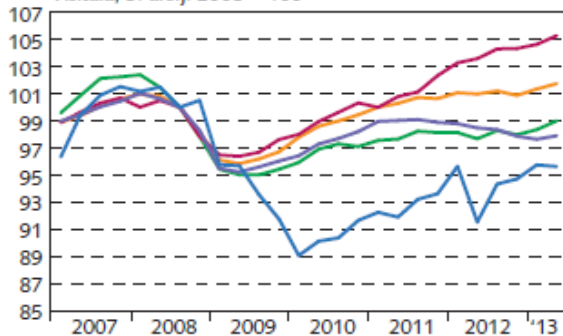
Erum enn langt undir “fyrir hrun” framleiðslustigi

- vöxturinn hefur hins vegar verið sterkari hér en í okkar viðskiptalöndum

Mynd I-10

Þróun landsframleiðslunnar
í kjölfar fjármálakreppunnar¹

Visitala, 3. ársfj. 2008 = 100



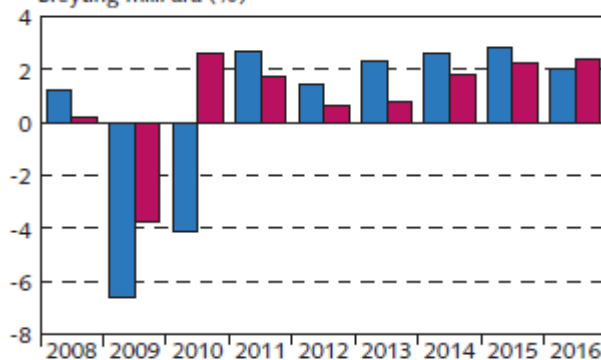
— Ísland — Bandaríkin
— Helstu viðskiptalönd — Bretland
— Evrusvæðið

1. Árstíðarleiðrétt gögn fyrir Ísland koma frá Seðlabanka Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Hagvöxtur á Íslandi og í helstu
viðskiptalöndum 2008-2016¹

Breyting milli ára (%)



■ Ísland
■ Helstu viðskiptalönd

1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

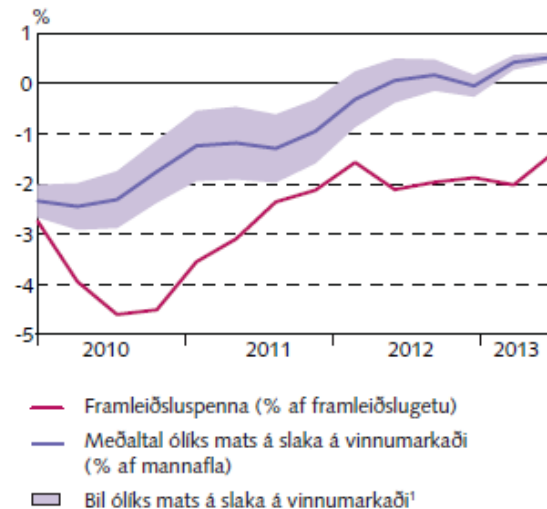
Heimild: Peningamál 2013/4

Misvísandi skilaboð um slakann í þjóðarbúskapnum

- Í grunnspánni er framleiðsluslakinn metinn meiri en áður var talið...
- ... hins vegar benda vinnumarkaðstölur til þess að slakinn sé ofmetinn í grunnspá Seðlabankans.
- Nýtt mat á jafnvægisatvinnuleysi gefur til kynna að slakinn hafi horfið á tímabilinu 2H 2011 – 2H 2012.
- Ef það reynist rétt þá er undirliggjandi verðbólguþrýstingur vanmetinn í grunnspánni.

Mynd I-22

Mismunandi mælikvarðar á slaka í þjóðarbúskapnum



1. Mismunur skráðs atvinnuleysis og metins jafnvægisatvinnuleysis.
Heimildir: Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013), "How "natural" is the natural rate? Unemployment hysteresis in Iceland". Seðlabanki Íslands Working Paper, nr. 64, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

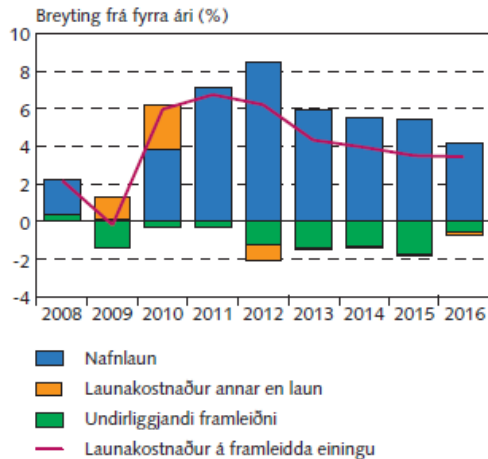
Heimild: Peningamál 2013/4

Verðbólguhorfur eru svipaðar

- skýr skilaboð: Ef niðurstaða kjarasamninga verður ekki að skapi SÍ munu vextir hækka

Mynd VI-14

Launakostnaður á framleidda einingu
og framlag undirliða 2008-2016¹

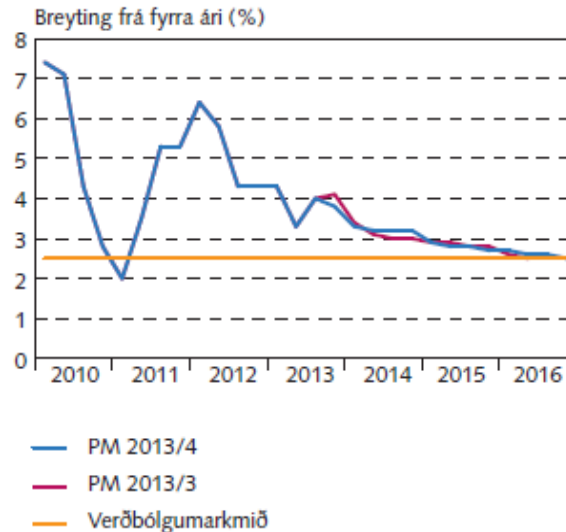


1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

Verðbólga - samanburður við PM 2013/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

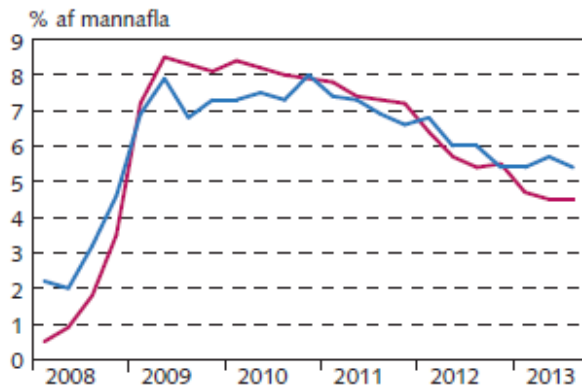
Heimild: Peningamál 2013/4

Áfram verður sterkur bati á vinnumarkaði

Mynd VI-2

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi

1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2013



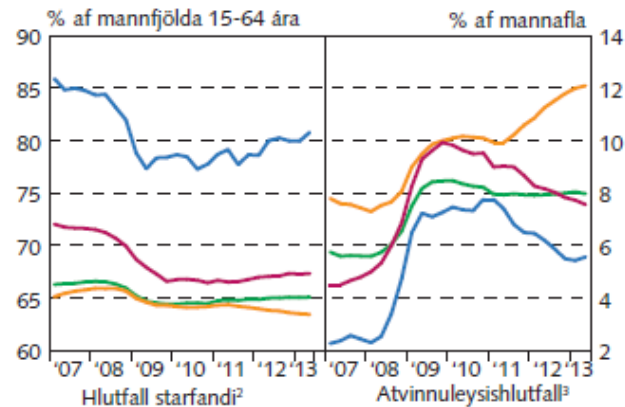
— Atvinnuleysi - Vinnumarkaðskönnun
— Atvinnuleysi - Vinnumálastofnun

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Hlutfall starfandi og atvinnuleysi¹

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2013



— Ísland — Bandaríkin — Evrusvæðið
— OECD-ríki

1. Árstíðarleiðréttar tölur. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára. 3. Fjöldi atvinnulausa sem hlutfall af vinnuafli (alþjóðlega samræmdur mælikvarði OECD).

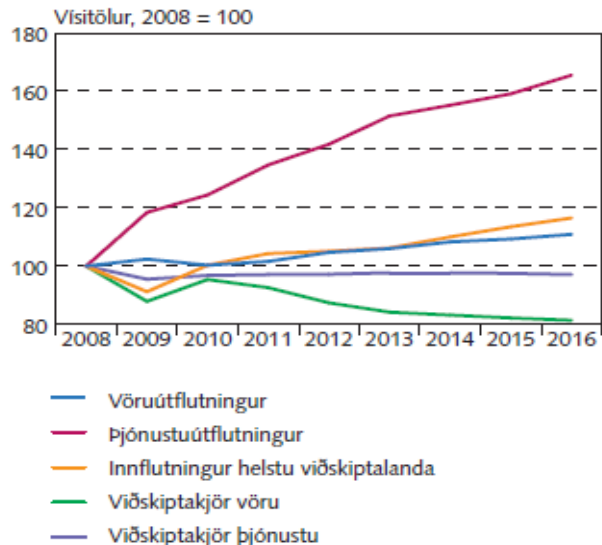
Heimild: OECD.

Heimild: Peningamál 2013/4

Utanríkisviðskiptin: Þjónustuútflutningur vaxtarbroddurinn

Mynd I-5

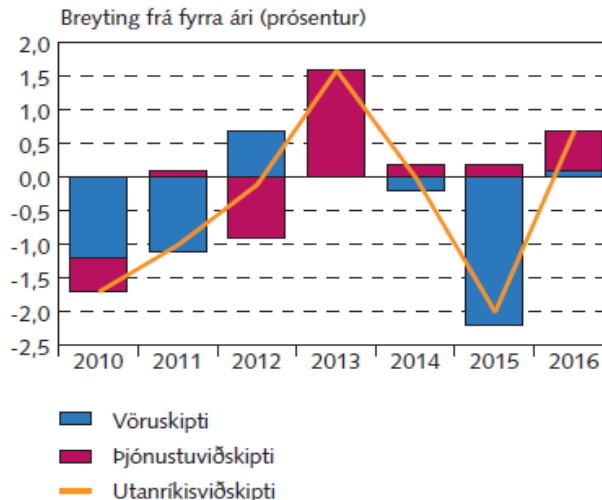
Utanríkisviðskipti í kjölfar fjármálakreppunnar¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar
2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

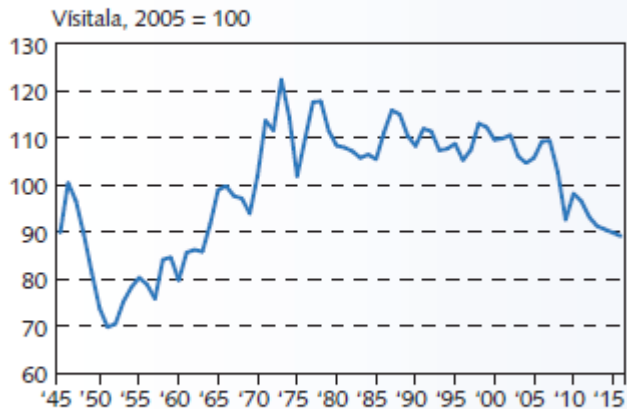
Heimild: Peningamál 2013/4

Rýrnandi viðskiptakjör

- þurfum að leita aftur til ársins 1967 til að finna jafn óhagstæð viðskiptakjör

Mynd 1

Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta¹

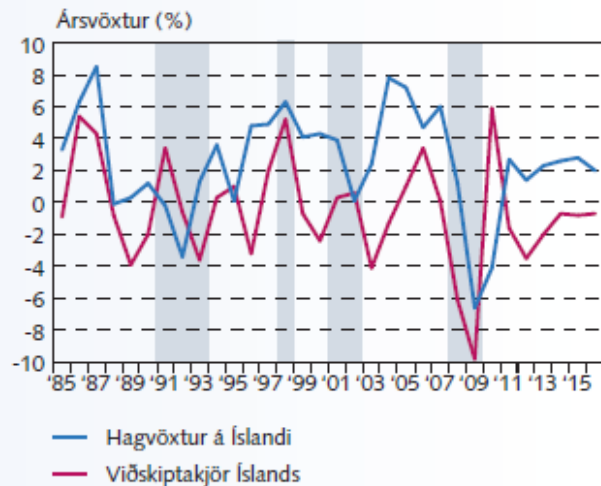


1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Hagvöxtur og viðskiptakjör Íslands¹

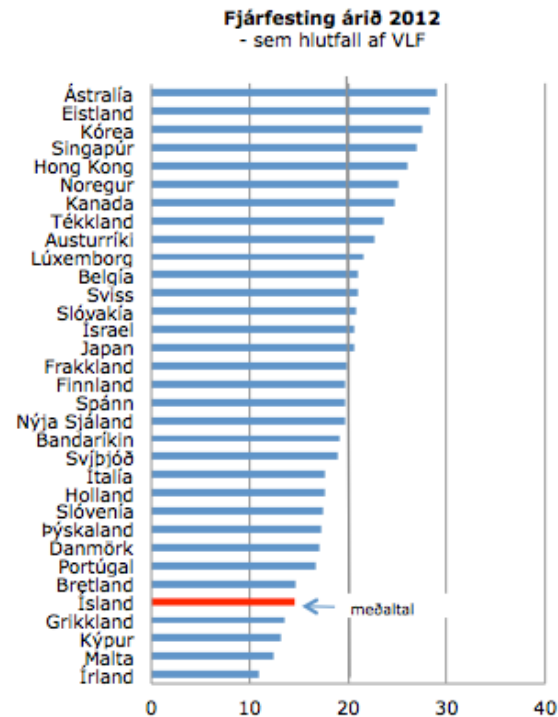
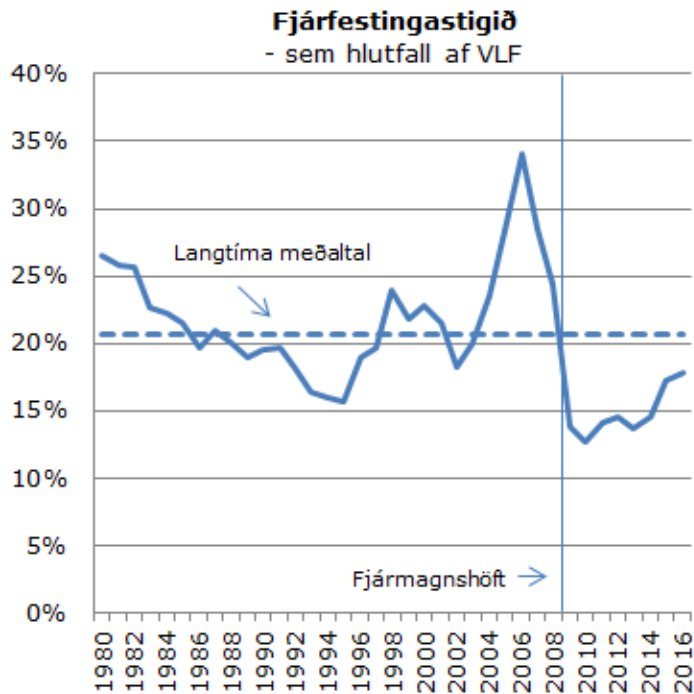


1. Tímabil þar sem heimshagvöxtur fer undir 3% á ári eru skyggð. Spá um heimshagvöxt 2013-16 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins úr *World Economic Outlook* í október 2013 en spá um viðskiptakjör er grunnspá Seðlabankans.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

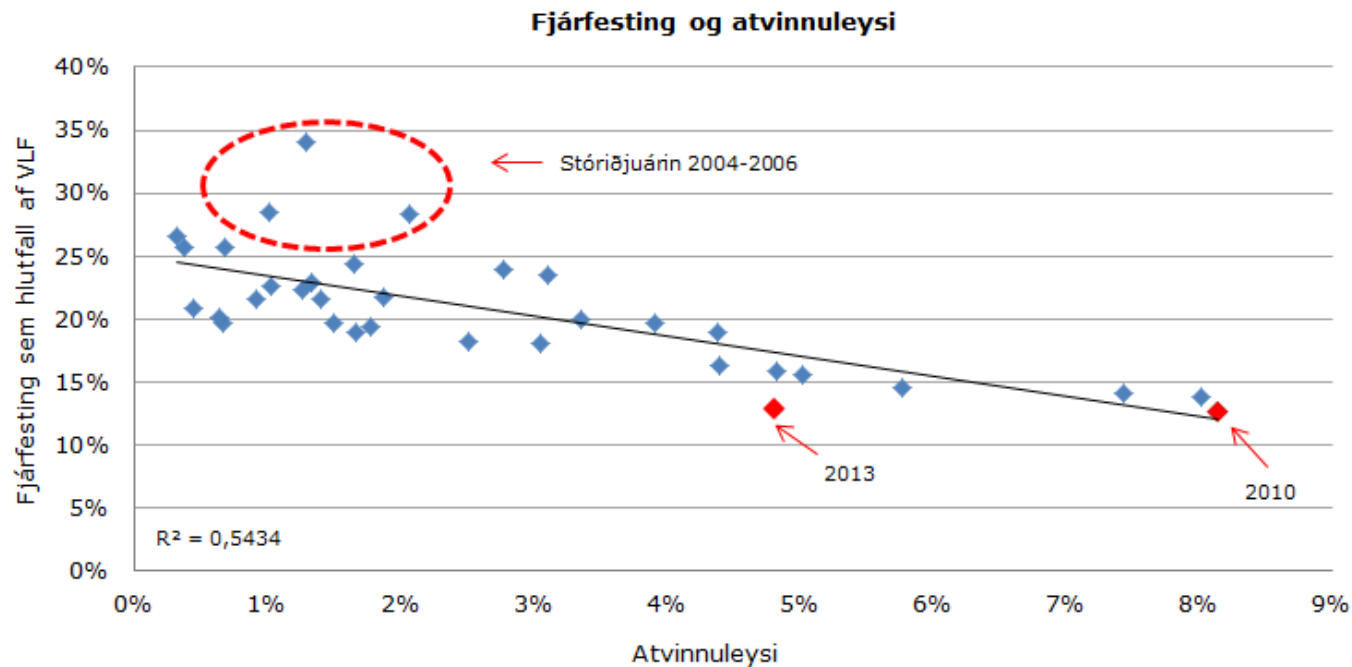
Heimild: Peningamál 2013/4

Fjárfestingastigið hækkar en verður þó áfram lágt



Heimild: Seðlabankinn og útreikningar efnahagsviðs

Sterkur bati á vinnumarkaði en fjárfesting hefur ekki fylgt eftir

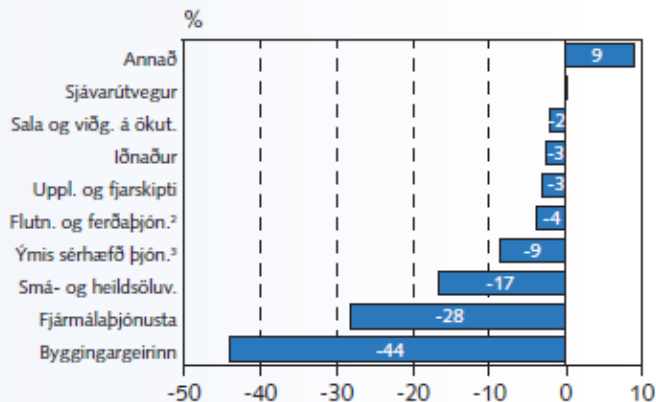


Heimild: Seðlabankinn og útreikningar efnahagssviðs

Efnahagsbatinn borinn uppi af útflutningsgeirum...

Mynd 1

Hlutdeild nokkurra atvinnugreina í efnahagssamdrættinum 2008-2010¹

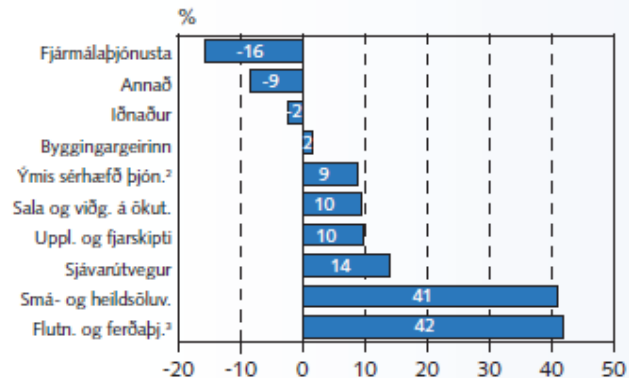


1. Samkvæmt vergum þáttatekjum (VPT) miðað við framleiðsluuppgjör Hagstofunnar. 2. Til þessa flokks teljast flutningar og geymsla, rekstur gististaða, veitingahúsa og ferðaskrifstofa, auk leigustarfsemi (án fasteigna). 3. Án ferðaskrifstofa og leigustarfsemi á öðru en fasteignum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Áætluð hlutdeild nokkurra atvinnugreina í efnahagsbatanum 2010-2012¹



1. Samkvæmt vergum þáttatekjum (VPT) miðað við framleiðsluuppgjör Hagstofunnar þar sem gildi fyrir 2012 er áætlað út frá þróun magnvísitalna. 2. Til þessa flokks teljast flutningar og geymsla, rekstur gististaða, veitingahúsa og ferðaskrifstofa, auk leigustarfsemi (án fasteigna). 3. Án ferðaskrifstofa og leigustarfsemi á öðru en fasteignum.

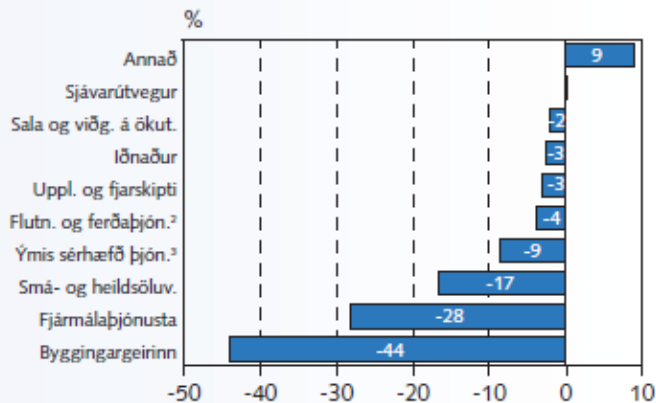
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Heimild: Peningamál 2013/4

...einkum geirum tengdum ferðapjónustu

Mynd 1

Hlutdeild nokkurra atvinnugreina í efnahagssamdrættinum 2008-2010¹

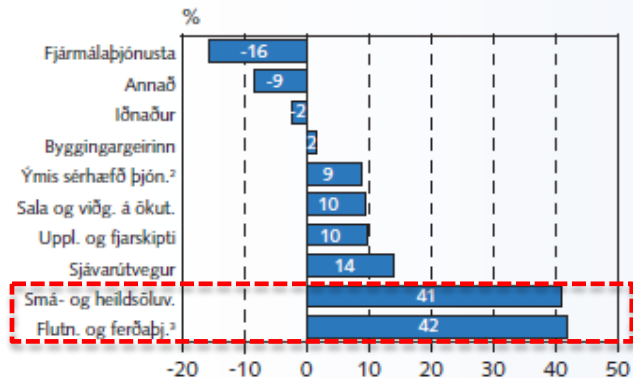


1. Samkvæmt vergum þáttatekjum (VPT) miðað við framleiðsluuppgjör Hagstofunnar. 2. Til þessa flokks teljast flutningar og geymsla, rekstur gististaða, veitingahúsa og ferðaskrifstofa, auk leigustarfsemi (án fasteigna). 3. Án ferðaskrifstofa og leigustarfsemi á öðru en fasteignum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Áætluð hlutdeild nokkurra atvinnugreina í efnahagsbatanum 2010-2012¹



1. Samkvæmt vergum þáttatekjum (VPT) miðað við framleiðsluuppgjör Hagstofunnar þar sem gildi fyrir 2012 er áætlað út frá þróun magnvitalna. 2. Til þessa flokks teljast flutningar og geymsla, rekstur gististaða, veitingahúsa og ferðaskrifstofa, auk leigustarfsemi (án fasteigna). 3. Án ferðaskrifstofa og leigustarfsemi á öðru en fasteignum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Heimild: Peningamál 2013/4

Helstu óvissuþættir

1. Alþjóðleg efnahagsþróun
2. Gengi krónunnar
3. Ríkisfjármálin
4. Slakinn í þjóðarbúskapnum
5. Horfur með fjárfestingu
6. Verðbólguhorfur
7. Innlend launaþróun

Helstu óvissuþættir

1. Alþjóðleg efnahagsþróun
2. Gengi krónunnar
3. Ríkisfjármálin
4. Slakinn í þjóðarbúskapnum
5. Horfur með fjárfestingu
6. Verðbólguhorfur
7. **Innlend launaþróun**

Sviðsmyndir miðað við mismunandi launaforsendur

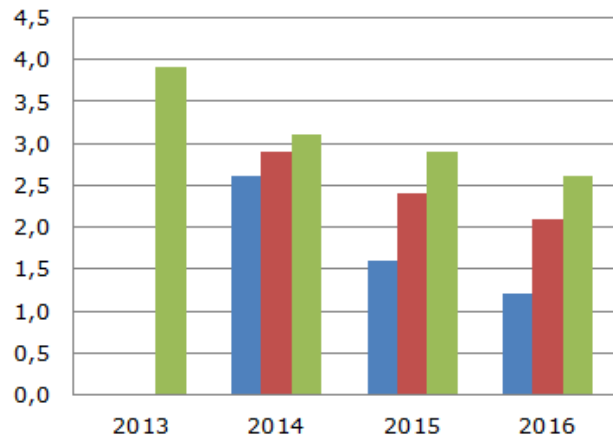
Byggt á mati Seðlabankans út frá grunnspá í PM 2013/3

Horfurnar batna verulega

- ef launaforsendur eru í samræmi við verðbólguþétt Seðlabankans

Verðbólguhorfur

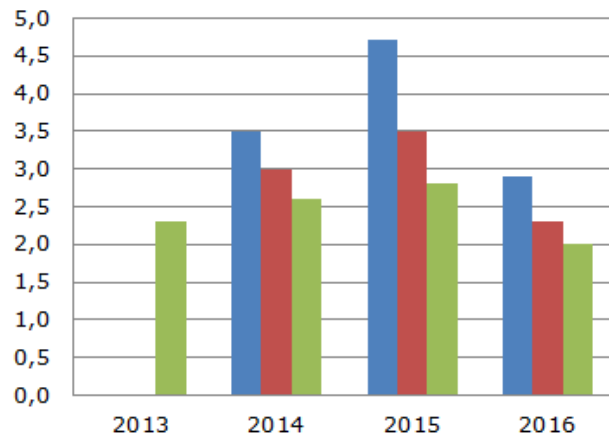
- m.v. mism. forsendur um launapróun



■ sviðsmýnd m.v. 2% hækkun nafnlauna
■ sviðsmýnd m.v. 4% hækkun nafnlauna
■ Grunnspáin í PM 2013/3

Hagvaxtarhorfur

- m.v. mism. forsendur um launapróun

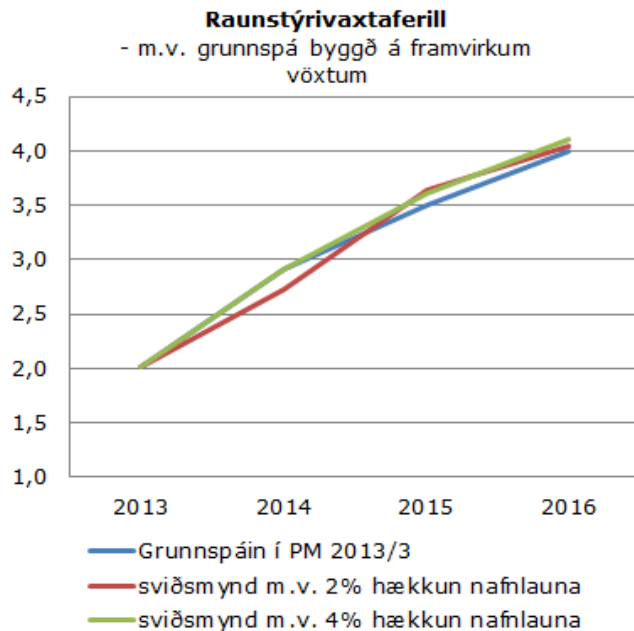
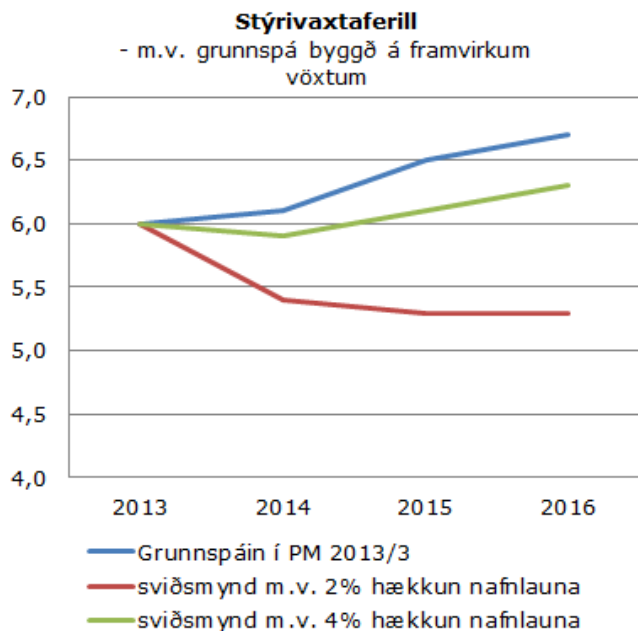


■ sviðsmýnd m.v. 2% hækkun nafnlauna
■ sviðsmýnd m.v. 4% hækkun nafnlauna
■ Grunnspáin í PM 2013/3

Heimild: Samtök Atvinnulífsins

Raunvextir verða hins vegar háir í öllum tilvikum

- þrátt fyrir að stýrivextir yrðu lækkaðir þá munu raunvextir haldast áfram háir



Heimild: Samtök Atvinnulífsins

Aðhald peningastefnunnar

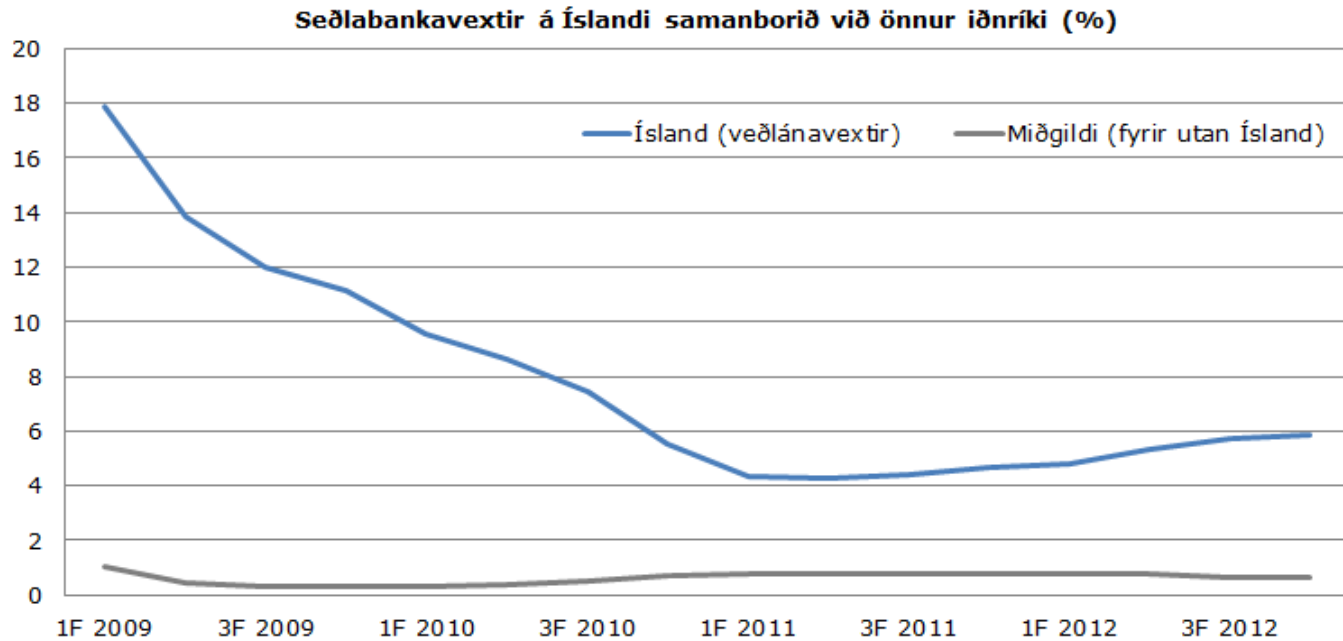
Aðhald peningastefnunnar

1. Raunvaxta samanburður milli landa
2. Vaxtaferill út frá Taylor reglu
3. Raunvaxtastig á komandi misserum

Aðhald peningastefnunnar

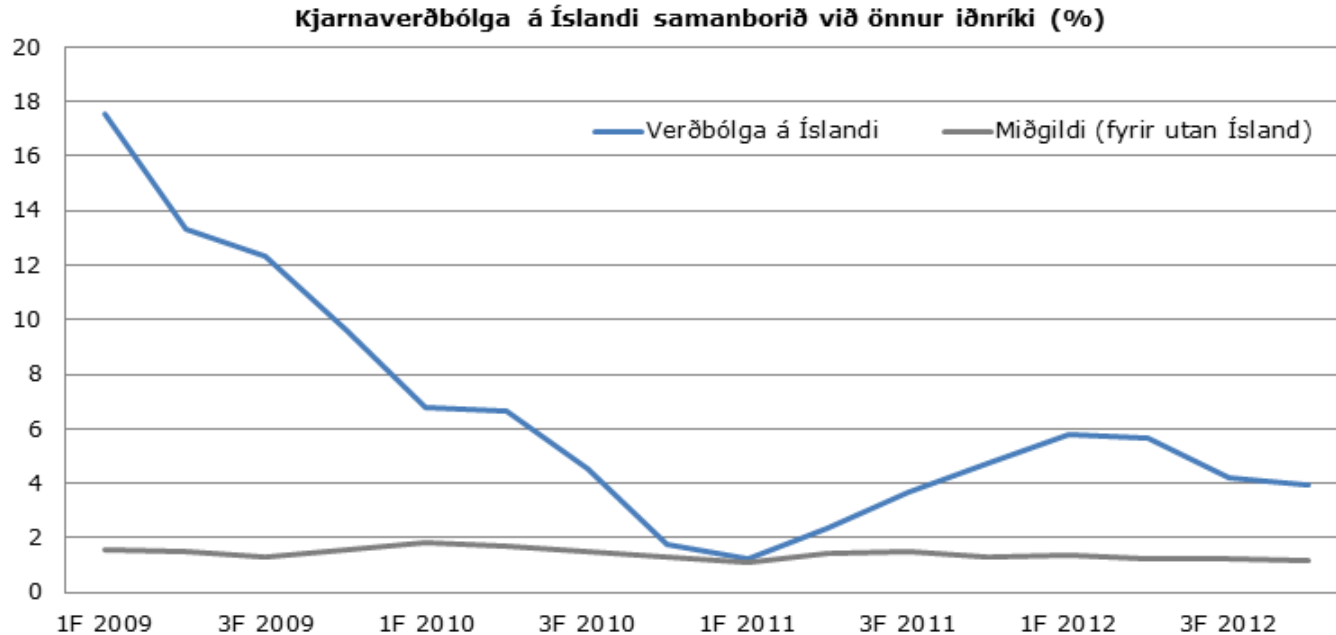
1. Raunvaxta samanburður milli landa
2. Vaxtaferill út frá Taylor reglu
3. Raunvaxtastig á komandi misserum

Vaxtastig á Íslandi samanborið við önnur iðnríki



Heimild: Peningamál 2013/2

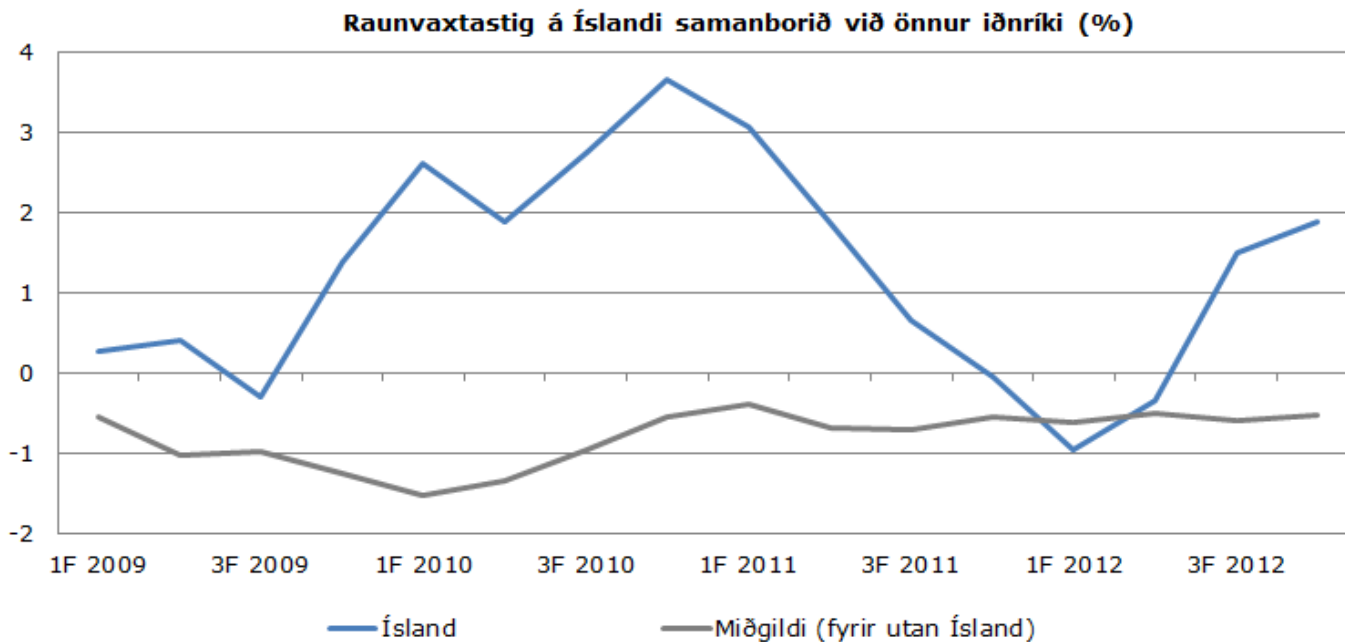
Verðbólga á Íslandi samanborið við önnur iðnríki



Miðað við kjarnaverðbólgu 3 þar sem horft er framhjá sveiflukenndum matvöruleiðum ásamt því sem leiðrétt er fyrir áhrifum eldsneytisverðs og áhrifa vaxtabreytinga á húsnæðislið. Jafnframt er horft framhjá áhrifum skattabreytinga.

Heimild: Peningamál 2013/2

Aðhald peningastefnunnar hefur verið umtalsvert strangara héraendis en í öðrum iðnríkjum

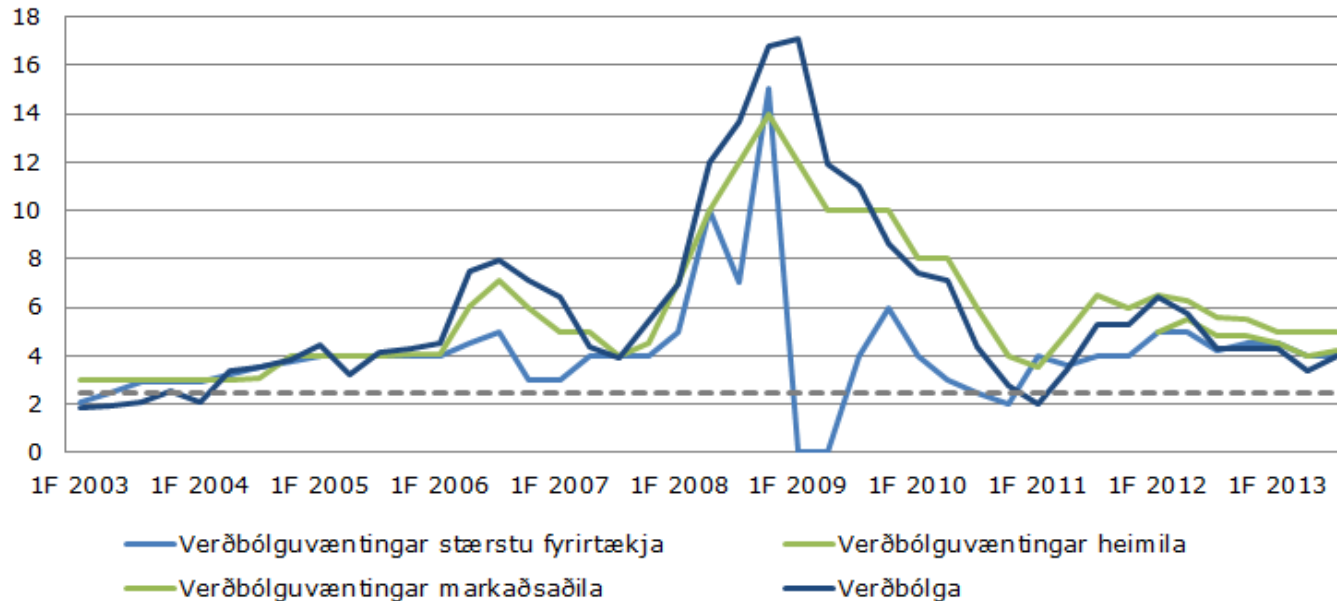


Miðað við stýrivexti og kjarnaverðbólgu í hverju landi (fastskattsvísitölunnar)

Heimild: Peningamál 2013/2 og útreikningar efnahagssviðs

Enda hafa verðbólguvæntingar verið yfir verðbólguþéttmiði

Verðbólguþróun og verðbólguvæntingar (%)



Heimild: Hagvísar Seðlabankans október 2013

Aðhald peningastefnunnar

1. Raunvaxta samanburður milli landa
2. Vaxtaferill út frá Taylor reglu
3. Raunvaxtastig á komandi misserum

Stýrivextir samkvæmt reglu Taylors

- vaxtaferill sem tekur mið af verðbólguhorfum og framleiðslustigi

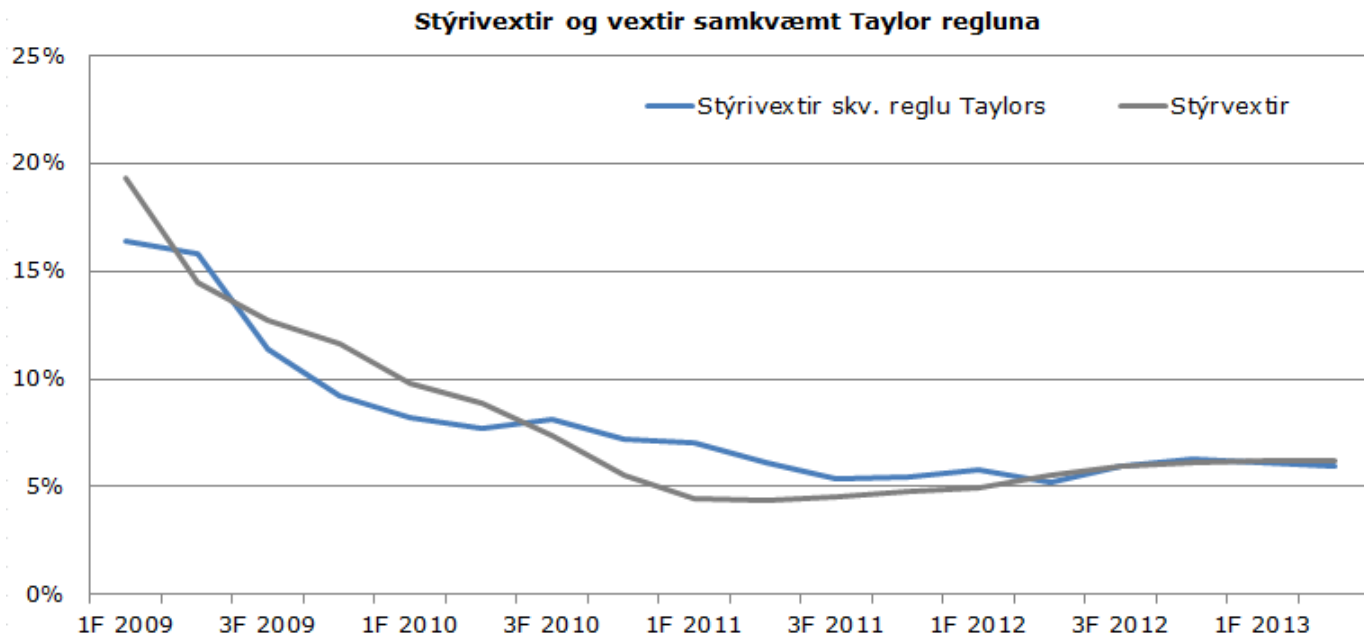
$$RS_t = 0.6RS_{t-1} + 0.4 [(RRN_t + IT_t) + 1.5(INFUL_{t+4} - IT_t) + 0.5GAPAV_t] \quad (4.1)$$

where:

<i>RS</i>	Short-term interest rate (4.1).
<i>RRN</i>	Real neutral interest rate (exogenous).
<i>IT</i>	Central Bank of Iceland 2.5% inflation target (exogenous).
<i>INFUL</i>	Underlying four-quarter CPI inflation rate (7.21).
<i>GAPAV</i>	Annual average of output gap (5.56).

Stýrivextir í dag þeir sömu og regla Taylors segir til um

- ef við gefum okkur fullkomna vissu um verðþróun á hverjum tíma



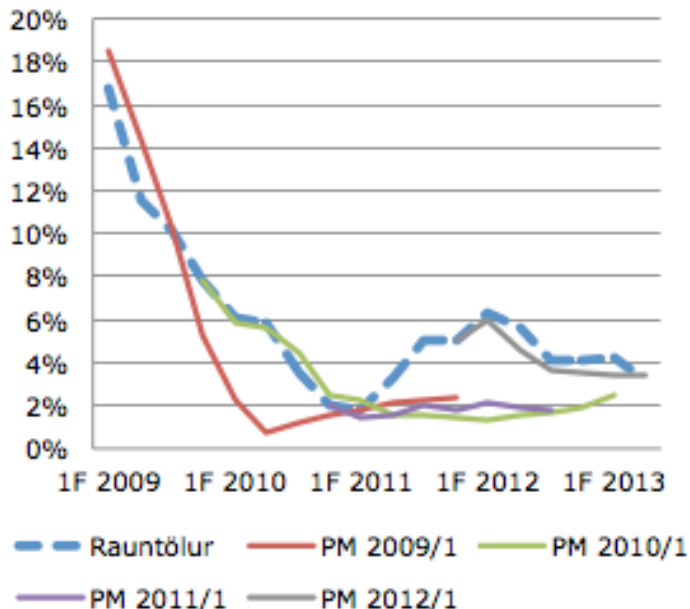
Miðað við verðbólgu án áhrifa skattabreytinga

Heimild: Seðlabankinn og útreikningar efnahagssviðs

Seðlabankinn hefur hins vegar kerfisbundið verið að vanspá verðbólgu...

Verðbólguþróun og spá SÍ

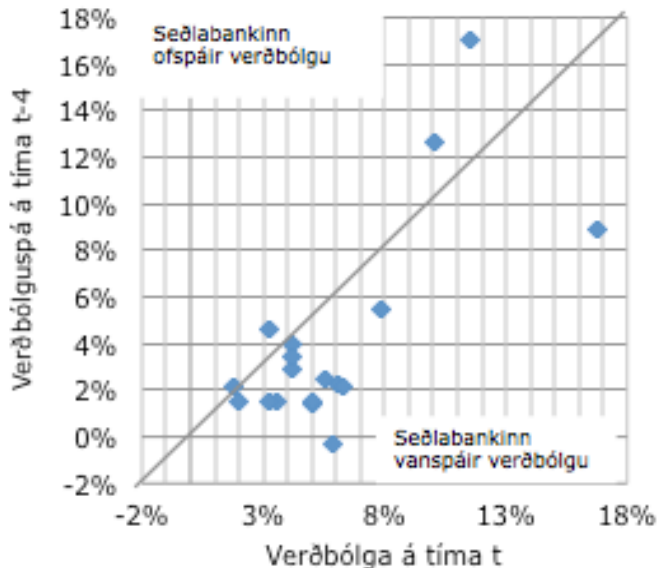
- m.v. spá í fyrstu Peningamálum hvers árs



m.v. þróun verðlags án áhrifa skatta- og gjaldabreytinga

Rauntölur og spár SÍ

- m.v. verðbólguþá SÍ á tíma t-4

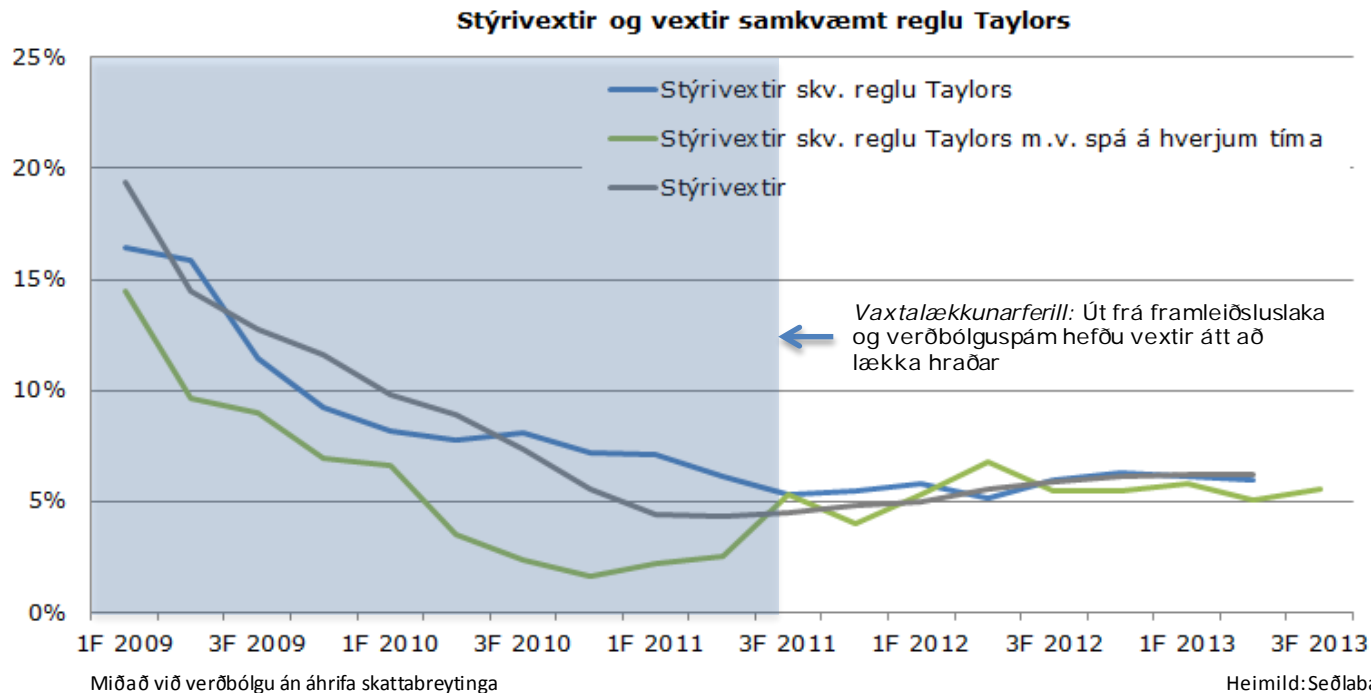


Heimild: Seðlabankinn og útreikningar efnahagssviðs

...vegna þessa gefur réttari mynd að skoða vaxtaferil Taylors út frá verðbólguþá Seðlabankans á hverjum tíma

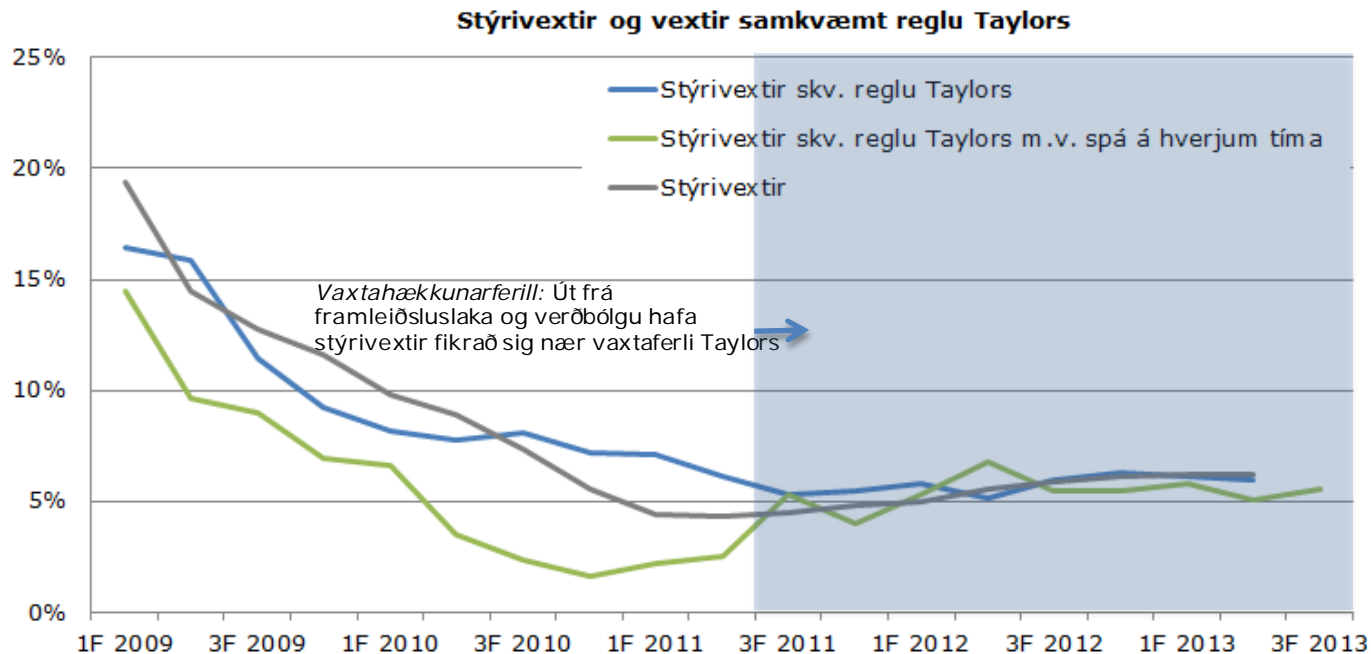
Í vaxtalækkunarferlinu 2009-2011 voru vextir of háir

- ef við miðum við verðbólguþá SÍ á hverjum tíma



Í vaxtahækkunarferlinu voru vextir of háir

- ef við miðum við verðbólgu spá Sí á hverjum tíma



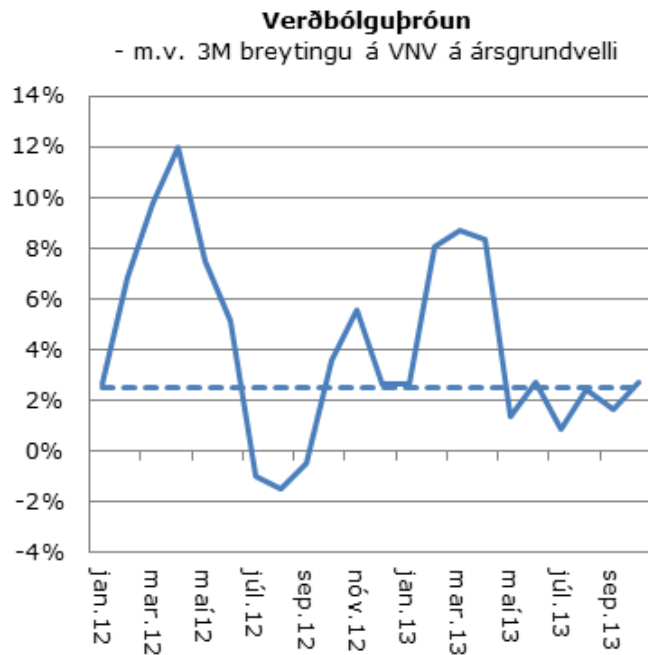
Miðað við verðbólgu án áhrifa skattabreytinga

Heimild: Seðlabankinn og útreikningar efnahagssviðs

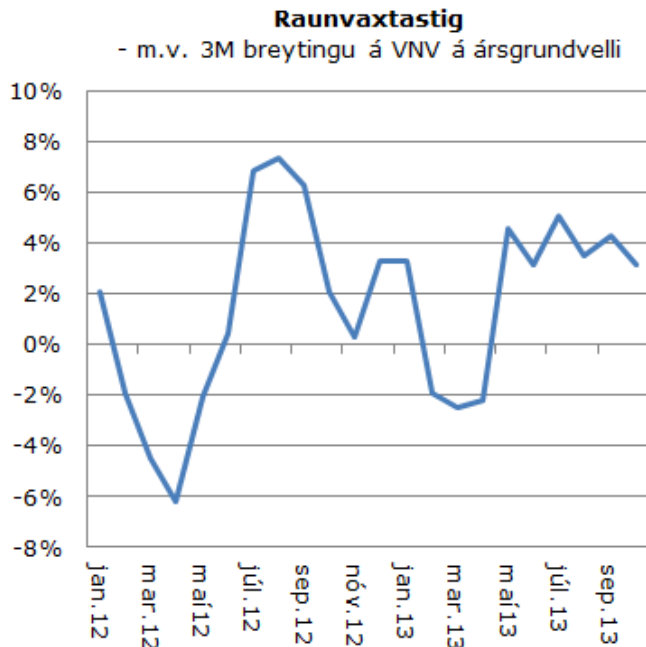
Aðhald peningastefnunnar

1. Raunvaxta samanburður milli landa
2. Vaxtaferill út frá Taylor reglu
3. Raunvaxtastig á komandi misserum

Raunvaxtastigið hefur hækkað samhliða hjaðnandi verðbólgu



Miðað við verðbólgu án áhrifa skattabreytinga



Heimild: Hagstofan, Seðlabankinn og útreikninga efnahagsviðs

Raunvaxtastig út frá öðrum mælikvörðum

- breyting frá síðustu Peningamálum

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

Raunvextir miðað við: ¹	Núverandi aðhaldsstig (1. nóv. 2013)	Breyting frá PM 2013/3 (16. ágúst 2013)	Breyting frá PM 2012/4 (9. nóv. 2012)
Ársverðbólgu	1,7	0,2	0,8
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,3	0,0	0,4
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,4	0,0	0,8
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	1,3	0,2	0,7
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	1,8	0,3	1,3
verðbólguv. Spá Seðlabankans ⁴	2,1	-0,1	0,5
Meðaltal	1,4	0,1	0,8

1. Miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem virka nafnvexti Seðlabankans. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. Þessi könnun var fyrst framkvæmd um miðjan febrúar 2012. 3. Verðbólguálag til eins árs út frá mismun óverðtryggða og verðtryggða vaxtarófsins (5 daga hlaupandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga.

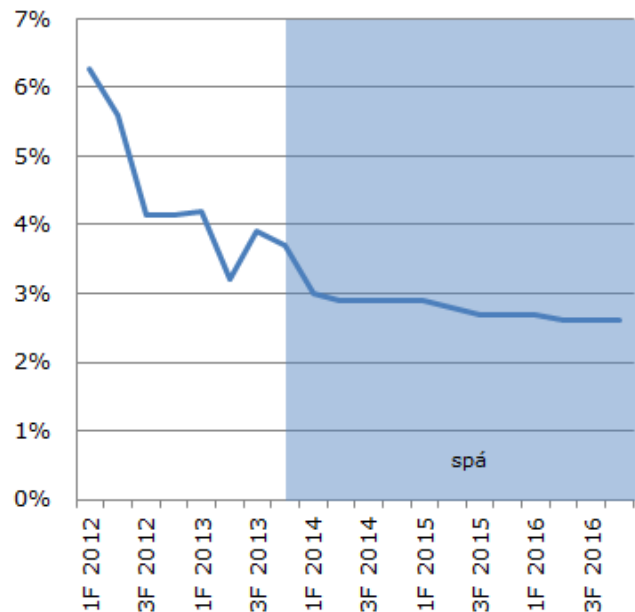
Heimild: Seðlabankinn

Peningalegt aðhald mun áfram aukast

- hvort sem verður í gegnum hjaðnandi verðbólgu eða hækkun vaxta

Verðbólguhorfur

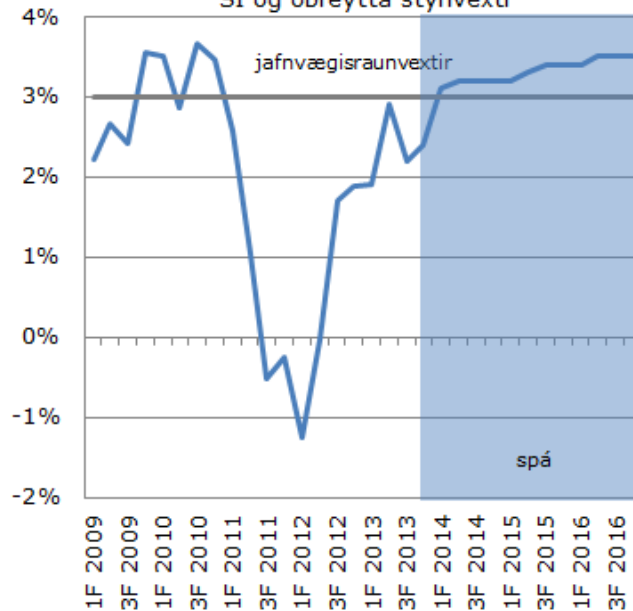
- miðað við spá SÍ í PM 2013/4



Miðað við verðbólgu án áhrifa skattabreytinga

Aðhald peningstefnunnar

- virkir raunstýrivextir, m.v. núverandi spá SÍ og óbreytta stýrivexti



Heimild: Seðlabankinn og útreikningar efnahagssviðs

Samantekt

- Þrátt fyrir að Seðlabankinn sé að spá áframhaldandi hagvexti á komandi árum þá eru óvissuþættirnir margir og batinn brothættur.
- Seðlabankinn er hins vegar ekki í öfundsverðri stöðu. Í stað þess að beita vaxtahækkunum ofan í veikt hagkerfi þá hefur hann beitt öðrum ráðum til að reyna að ná niður verðbólgu og verðbólguvæntingum.
- Árangurinn af inngripastefnunni hefur gengið misvel. Seðlabankinn er enn nettóseljandi gjaldeyris en þarf að verða nettókaupandi ef hann ætlar sér að uppfylla markmiðið um óskuldsettan forða í framtíðinni.
- Breytt leikáætlun gæti hins vegar kallað á beitingu vaxtataekisins á nýjan leik einkum ef krónan gefur mikið eftir og verðbólguvæntingar hækka á ný – slíkt er ekki boðlegt fyrir atvinnulífið.
- **Seðlabankinn hefur sýnt í verki að honum er alvara með að reyna ná niður verðbólgunni og verðbólguvæntingum með ströngu peningalegu aðhaldi.**