

6. júní 2014

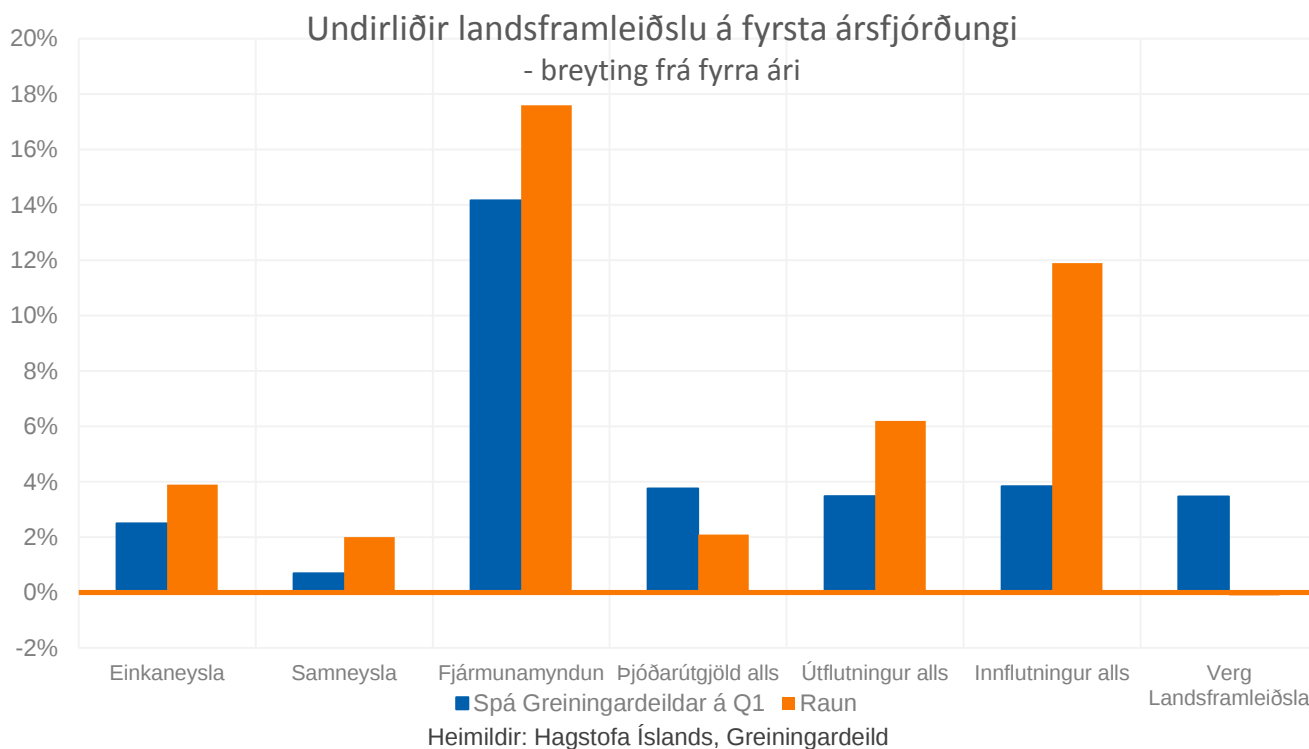
Samdráttur landsframleiðslu þrátt fyrir rífandi innlenda eftirspurn

Verg landsframleiðsla dróst saman um 0,1% á 1F 2014 miðað við sama tíma í fyrra. Er þetta í fyrsta sinn frá 2F 2012 sem gætur samdráttar í hagkerfinu. Tölurnar komu okkur nokkuð á óvart, en svo til allir liðir fóru töluvert framúr væntingum okkar. Nokkuð snúið er að lesa á milli línanna um hvað er raunverulega að gerast í hagkerfinu á fyrsta fjórðungi þar sem breytingarnar í undirliðum voru nokkuð miklar (tveggja stafa breyting mælist á tveimur undirliðum landsframleiðslunnar) og birgðabreytingar lituðu niðurstöðurnar.

Vöxturinn í einkaneyslu er mun sterkari á fjórðungnum en bæði við og Seðlabankinn spáðum (2,5% og 3,5%), en hann mældist um 3,9%. Það gætu því verið horfur á að uppsöfnuð eftirspurn sé að fá útrás að meira leyti en við höfðum gert okkur í hugarlund og hugsanlega eru áhrif skuldaniðurfellinga sömuleiðis að koma fram fyrr og hraðar. Næstu fjórðungar munu þó leiða það betur í ljós.

Fjárfesting er sömuleiðis að taka við sér, en vöxtur hennar nemur 17,6% á fjórðungnum. Atvinnuvegafjárfesting og íbúðafjárfesting dregur sem fyrr vagninn, þótt opinber fjárfesting hafi reyndar verið sterkari en búast mátti við. Alls jókst atvinnuvegafjárfesting um 15,1%, íbúðafjárfesting um 30,8% og fjárfesting hins opinbera um 10,7%. Þetta eru auðvitað nokkuð sterkar fjárfestingartölur, en þó ekki stjarnfræðilegar – til samanburðar spáir Seðlabankinn því að fjárfesting vaxi um 19% á árinu í heild.

Þegar öflugur vöxtur í þessum undirliðum þjóðarútgjalda, að viðbættum 2% vexti í samneyslu, er borinn saman við birtan vöxt þjóðarútgjalda virðist vera misræmi þar á milli, en þau eru aðeins sögð hafa vaxið um 2,1% á fjórðungnum. Skýringin á þessu liggur í birgðabreytingum. Á fyrsta fjórðungi síðasta árs var góð loðnuveiði og birgðir hlóðust upp, en í ár varð hinsvegar loðnubrestur. Þetta olli því að birtur vöxtur þjóðarútgjalda (og reyndar hagvaxtar líka) virðist lakari en undirliggjandi þróun gefur tilefni til að ætla.

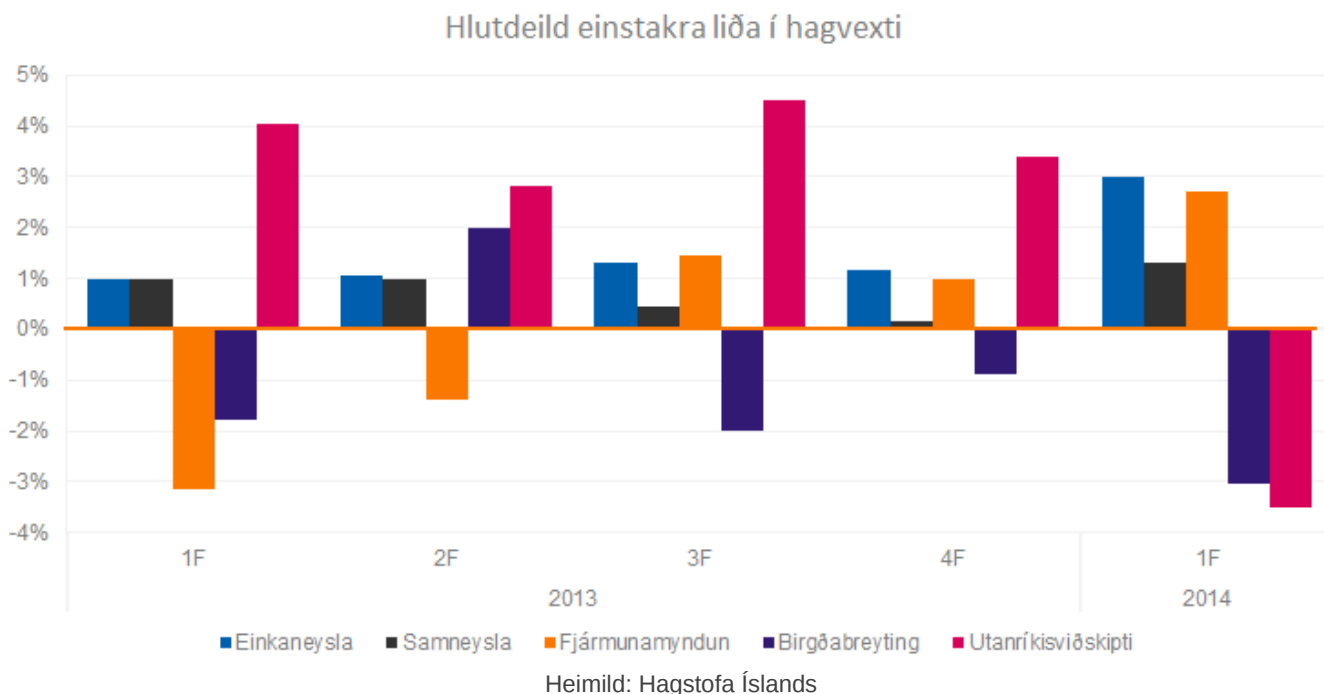


Utanríkisverslun og birgðabreytingar valda neikvæðum vexti

Útflutningur jókst meira en viðskiptajöfnuðurinn á fyrsta ársfjórðungi benti til, en við hefðum talið að loðnubrestur, lágt álverð og skömmun raforku hefði dregið útflutninginn meira niður en raun bar vitni. Þvert á móti jókst vöruútflutningur í skilningi þjóðhagsreikninga um 1,2%, en sem fyrr var það þjónustuútflutningur sem dró vagninn og jókst um 17,4%. Saman skiluðu vörur og þjónusta 6,2% vexti í útflutningi frá fyrra ári.

Innflutningur er sá undirliður sem kom okkur hvað mest á óvart, en hann jókst um 11,9%. Þar af jókst vöruinnflutningur um 7,5%, sem er um tvöfalt hraðari vöxtur en við höfðum spáð, en þó í þokkalegu samræmi við sterkan vöxt einkaneyslu á fjórðungnum. Talan sem við klórum okkur mest í hausnum yfir er 19,5% vöxtur þjónustuinflutnings, sem rímar við sérkennilegar tölur um viðskiptajöfnuð á fjórðungnum, en þar kom fram að mestur vöxtur hefði mælst í *Annarri þjónustu*. Það er ómögulegt að segja hvaða liður skapar þennan mikla og sérkennilega vöxt, en hugsanlega er um að ræða þjónustukaup fyrirtækja með takmarkaða starfsemi innanlands, rekstrarleigu eða viðskiptaþjónustu í tengslum við uppgjör gömlu bankanna – án þess að það segi sérstaklega mikið um stöðu hagkerfisins. Um þetta er þó engin leið að fullyrða.

Fjallað er um líkleg áhrif talnanna á vaxtastefnu Seðlabankans hér að neðan.



Áfram óbreyttir stýrivextir, en líkur á vaxtahækkun aukast

Við spáum því að peningastefnunefnd haldi stýrivöxtum sínum óbreyttum fjórtánda fundinn í röð þegar hún kemur saman í upphafi næstu viku, en aðeins þrjár vikur eru liðnar frá síðustu vaxtaákvörðun nefndarinnar. Þótt það hljómi ef til vill sérkennilega í ljósi þess hve verðbólga er lág og stöðug einmitt um þessar mundir, þá ættu þeir hagvísar sem borist hafa síðan að leggjast á sveif með hertu vaxtaaðhaldi í augum nefndarinnar. Peningastefnunefnd hefur oft haft þann háttinn á að herða tóninn í yfirlýsingum sínum áður en breytingum á vaxtaaðhaldinu er hrint í framkvæmd, og veita þannig leiðsögn um framhaldið. Við búumst því við því að nefndin nýti tækifærið og hafi yfirlýsingu sína í harðari kantinum á miðvikudaginn frekar en að ráðast beint í vaxtahækkanir, telji nefndin á annað borð þörf á hertu aðhaldi.

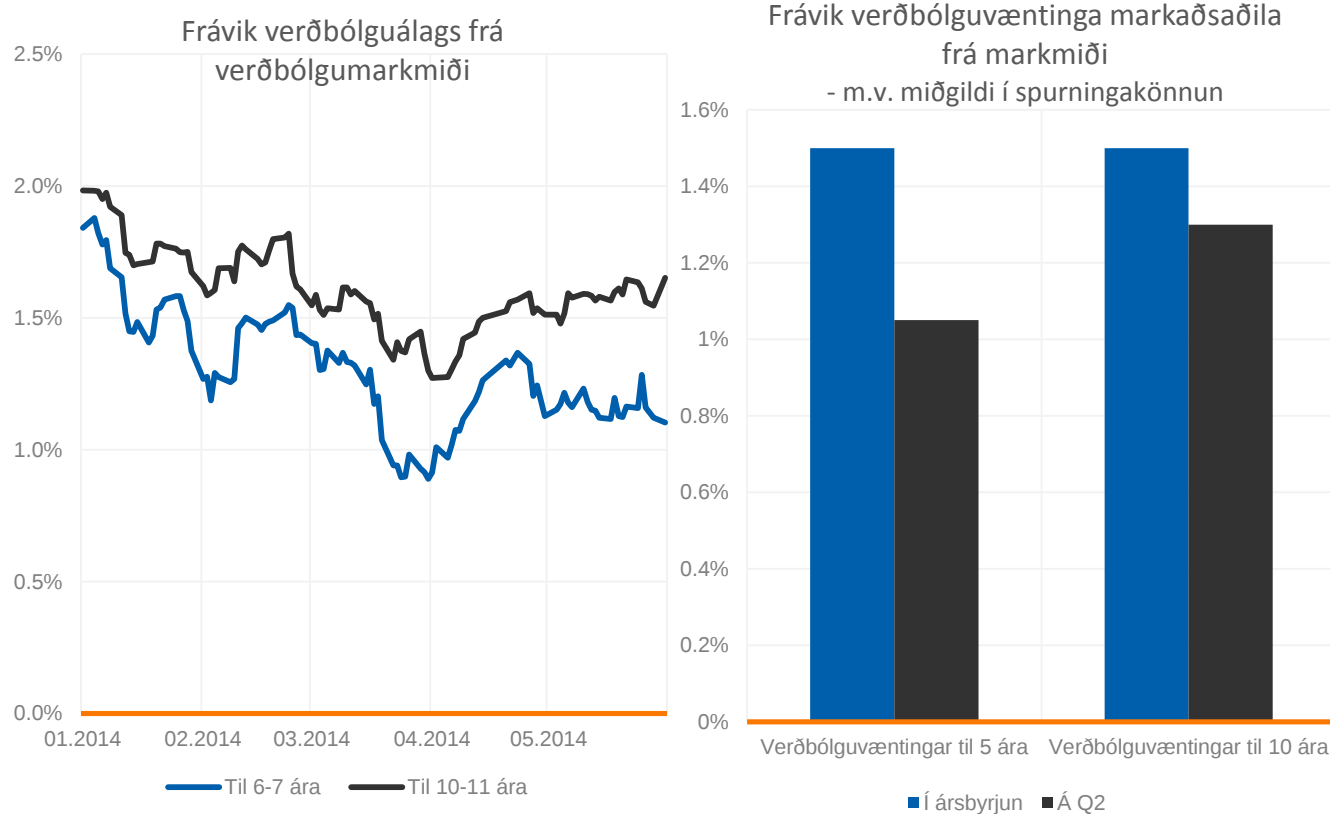
Vaxtahækkun rædd á síðasta fundi

Í síðustu fundargerð peningastefnunefndar birtist nokkuð breytt afstaða, en í stað þess að ræða vaxtahækkun eins og á þarsíðasta fundi kom vaxtahækkun nú til tals. Nefndin afréð þó að halda vöxtum óbreyttum, meðal annars þar sem von væri á þjóðhagsreikningum sem gæfu frekari vísbendingu um hversu hratt slakinn væri að hverfa úr þjóðarþúskapnum. Eins og fjallað er um í Markaðspunktinum hér að ofan virðist það vera að gerast nokkuð hratt.

Gangurinn í innlendri eftirspurn var töluvert meiri en við bjuggumst við, en tiltölulega stór hluti þessarar eftirspurnar lak út úr hagkerfinu í gegnum innflutning og olli því þar með að hagvöxtur varð minni fyrir vikið. Þótt það kunni að hljóma þversagnakennt, þá eru það með öðrum orðum ekki veikleikar í innlenda hagkerfinu sem ollu neikvæðum hagvexti, heldur þvert á móti mikil umsvif. Þá þarf líka að hafa í huga að birgðabreytingar brengla tölurnar og valda því að bæði þjóðarútgjöld og hagvöxtur virðast þróttminni en undirliggjandi þróun gefur tilefni til, en áhrif þess liðar gætu gengið til baka að hluta.

Þá lýsti nefndin jafnframt ítrekað áhyggjum af háum og þrálátum verðbólguvæntingum til lengri tíma á síðasta fundi sínum. Eins og greiningardeild fjallaði um í Markaðspunktum sínum í síðustu viku (sjá [Á verðbólguþjó á kjölfestu](#)) eru verðbólguvæntingar á mismunandi mælikvarða því lykilbreyta þegar kemur að því að spá fyrir um vaxtastefnuna horft fram á veginn. Eins og sjá má á myndunum hér að neðan eiga verðbólguvæntingar enn töluvert langt í land áður en þær ná markmiði bankans, en þrátt fyrir að verðbólga hafi haldist bæði lág og stöðug hafa verðbólguvæntingar aðlagast tiltölulega hægt. Við teljum að

peningastefnunefnd vilji festa traust á getu og vilja peningastefnunna til að ná markmiðum sínum betur í sessi og því verði vaxtaaðhaldið strangara en ella í bili.



Áhyggjur af kjarasamningum

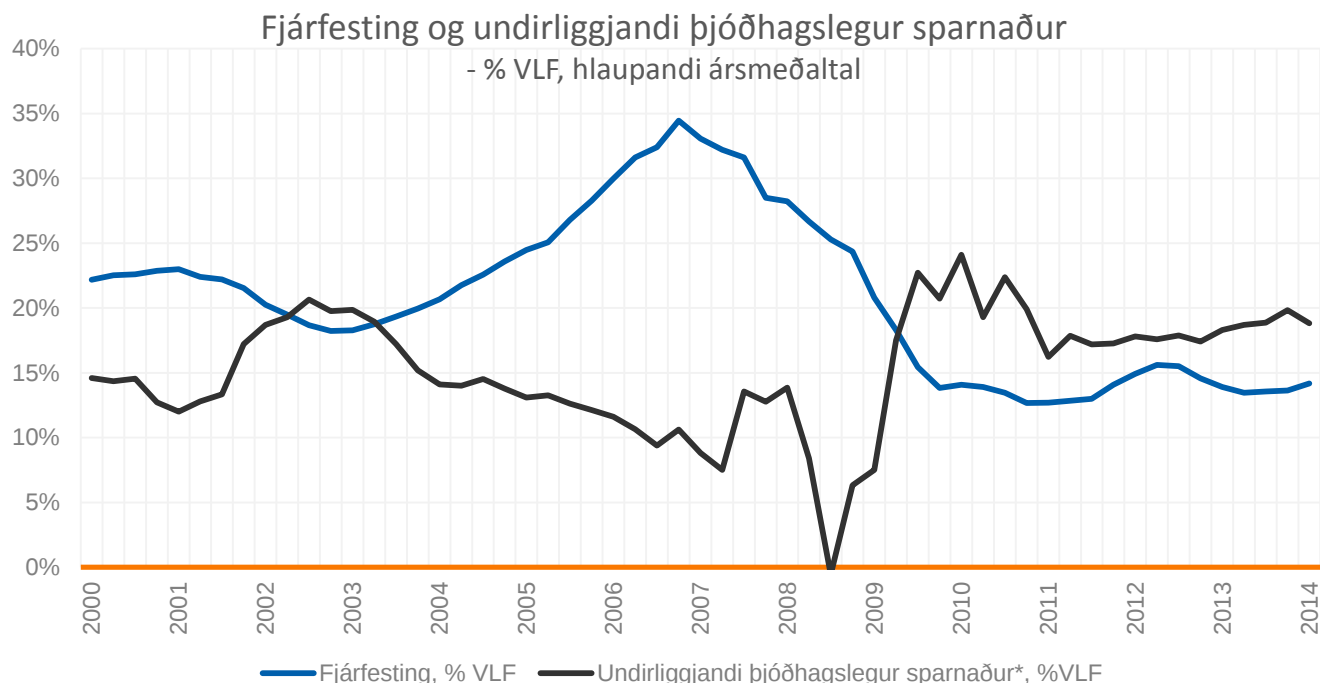
Ekki hefur skort á verkefni á skrifstofu ríkissáttasemjara síðustu vikur en í lok maí mánaðar undirrituðu grunnskólakennarar, flugfreyjur og flugmenn kjarasamninga – en hjá flugmönnum er þó einungis um að ræða skammtímasamning fram á haust. Júní mánuður byrjaði síðan með boðun verkfalls hjá leikskólakennurum og einnig hafa náttúrufræðingar á Landspítala átt í kjaraviðræðum. Þróunin síðustu mánuði eykur því óvissuna um launaþróun framundan og kemur það fram í síðustu fundargerð peningastefnunefndar. Þar benda menn á óvissuna sem hlýst af þeim óróa sem er á vinnumarkaði um þessar mundir.

Engu að síður er gengið út frá því í spá Seðlabankans að niðurstöður kjarasamninganna frá áramótum muni gilda fyrir meginhluta vinnumarkaðarins og jafnframt að gerðir verði kjarasamningar á svipuðum nótum til lengri tíma á fyrri hluta næsta árs. Seinni forsendan kann að verða byggð á veikum grunni, en við teljum að einhverjar líkur standi til þess að niðurstöður þeirra samninga sem nefndir voru hér að ofan geti sett þrýsting á auknar samningskröfur annarra stétta fram eftir ári og í byrjun þess næsta. Sennilegast vill nefndin þó bíða og sjá hvað setur.

Þjóðhagslegur sparnaður á undanhaldi

Peningastefnunefnd hefur orðið tíðrætt um þjóðhagslegan sparnað á undanförunum fundum sínum, en þar er átt við þann hluta þjóðarframleiðslunnar sem ekki er varið til neyslu. Af því leiðir að þjóðhagslegur sparnaður er jafn samtölu fjárfestingar og viðskiptajöfnuðar, en þegar viðskiptajöfnuður er jákvæður merkir það að þjóðhagslegur sparnaður nægir til þess að standa undir allri innlendri fjárfestingu og erlendri afskuldun að auki. Gangi þjóðhagslegur sparnaður niður hlýtur það því að koma niður á fjárfestingarstiginu eða erlendri skuldastöðu þjóðarbúsins – nema þá að raungengið sígi til þess að rétta sparnaðinn við. Það er skiljanlegt að peningastefnunefnd hafi áhyggjur af öllum þremur kostum.

Bæði þjóðhagsreikningar og tölur um viðskiptajöfnuð benda til þess að þjóðhagslegur sparnaður dragist talsvert saman á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við fyrsta fjórðung síðasta árs (úr 18,3% VLF í 14,1% VLF), samtímis því sem eftirspurnarþrýstingur eykst (ekki síst í gegnum neyslufarveg þjóðarbúskaparins) – en Seðlabankinn hefur lýst áhyggjum af nákvæmlega þeirri þróun.



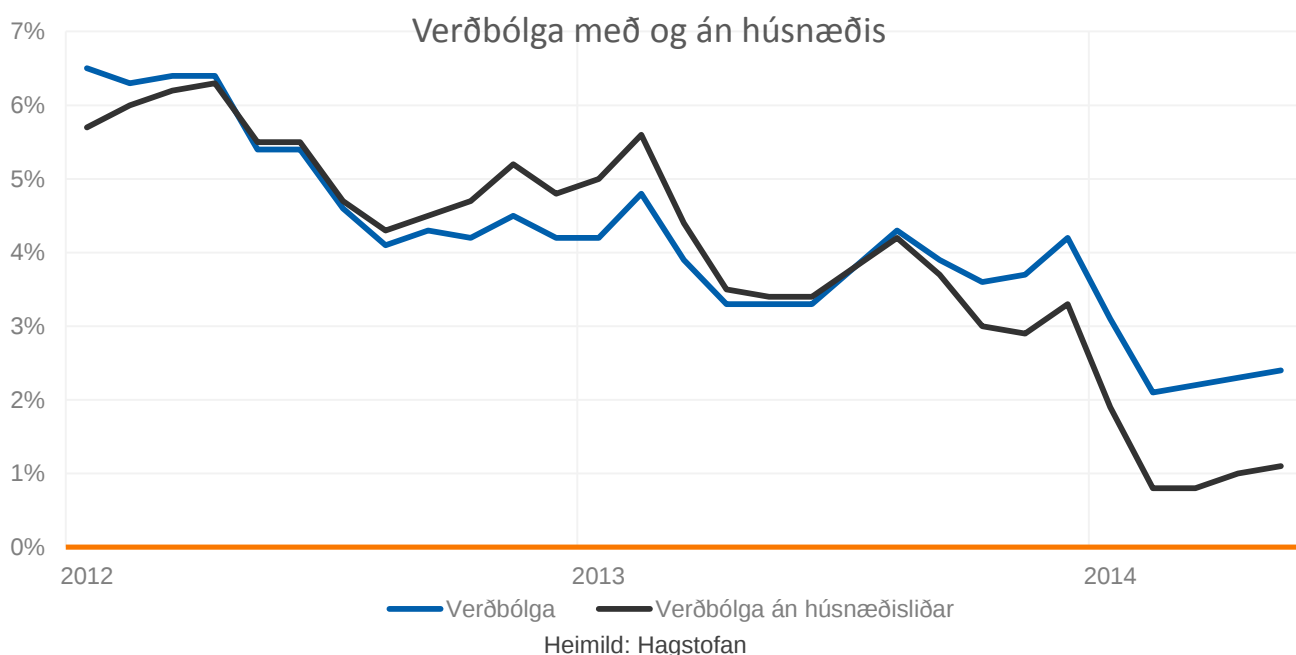
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar. *Undirliggjandi sparnaður færður af ársgrundvelli yfir á fjórðungsgrundvöll með þjálgun gagna Seðlabankans um undirliggjandi viðskiptajöfnuð.

Þótt reyndar sé það okkar spá að viðskiptajöfnuður (og þar með þjóðhagslegur sparnaður) taki við sér þegar líður á árið og áhrifa loðnubrests og raforkuskömmtnar hættir að gæta, þá kæmi okkur ekki á óvart ef peningastefnunefnd ræddi alvarlega hvernig beita mætti peningastefnunni til þess að hvetja til þjóðhagslegs sparnaðar. Hugsanlega vill nefndin þó sjá hvernig horfur í ríkisfjármálum þróast áður en ákvörðun um slíkt er tekin, en háttíðnivísbendingar benda til þess að sparnaður hins opinbera verði meiri en áætlað var auk þess sem horfurnar taka væntanlega að skýrast enn frekar þegar fjárlagafrumvarp verður lagt fram í haust.

Verðbólga ofmetin?

Þótt ýmsar blikur séu á lofti í þjóðarbúskapnum og hagvísar fyrir fyrsta fjórðung bendi sennilegast til þess að þörf sé á hertu vaxtaáðhaldi í augum nefndarinnar, þá er setning í síðustu fundargerð sem gæti gefið til kynna að nefndin fari sér hægt í að herða vaxtaáðhaldið.

Nefndarmenn virðast nefnilega á einu máli um að verðbólgan um þessar mundir kalli ekki eftir hertu vaxtaáðhaldi ein og sér. Sérstaklega minnstust nefndarmennirnir á að verðbólga án húsnæðis væri mjög lítil (hún fer jafnvel að jaðra við að vera of lítil, eða 1,1%) en hækkun húsnæðisverðs væri fyrst og fremst vegna tímabundins framboðsskorts, en ekki eftirspurnarþrýstings sem valda myndi almennri verðbólgu síðar meir.



Þá kemur að setningunni sem minnst er á hér að ofan, en samkvæmt síðustu fundargerð virðast einhverjir nefndarmenn telja að þótt spá bankans bendi til þess að verðbólguhorfur hafi versnað til lengri tíma, þá sé „[...] mögulegt að verðbólga væri ofmetin í spánni“.

Að okkar mati er því vel hugsanlegt að nefndin treysti sér einfaldlega ekki til þess að hækka vexti á meðan samtímaþrýstingur á verðlag er hverfandi. Með öðrum orðum vilji hún sjá einhver frummerki um að innlendur eftirspurnarþrýstingur ógni verðstöðugleika áður en hún grípur til aðgerða á grundvelli verðbólguþáttar bankans einnar saman. Við teljum því enn að líklegasti vaxtaferillinn til áramóta séu einfaldlega óbreyttir vextir - þótt birting viðskiptajöfnuðar og þjóðhagsreikninga á fyrsta fjórðungi auki klárlega líkurnar á hækkun nafnvaxta fyrir áramót.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Erna Björg Sverrisdóttir
erna.sverrisdottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)