

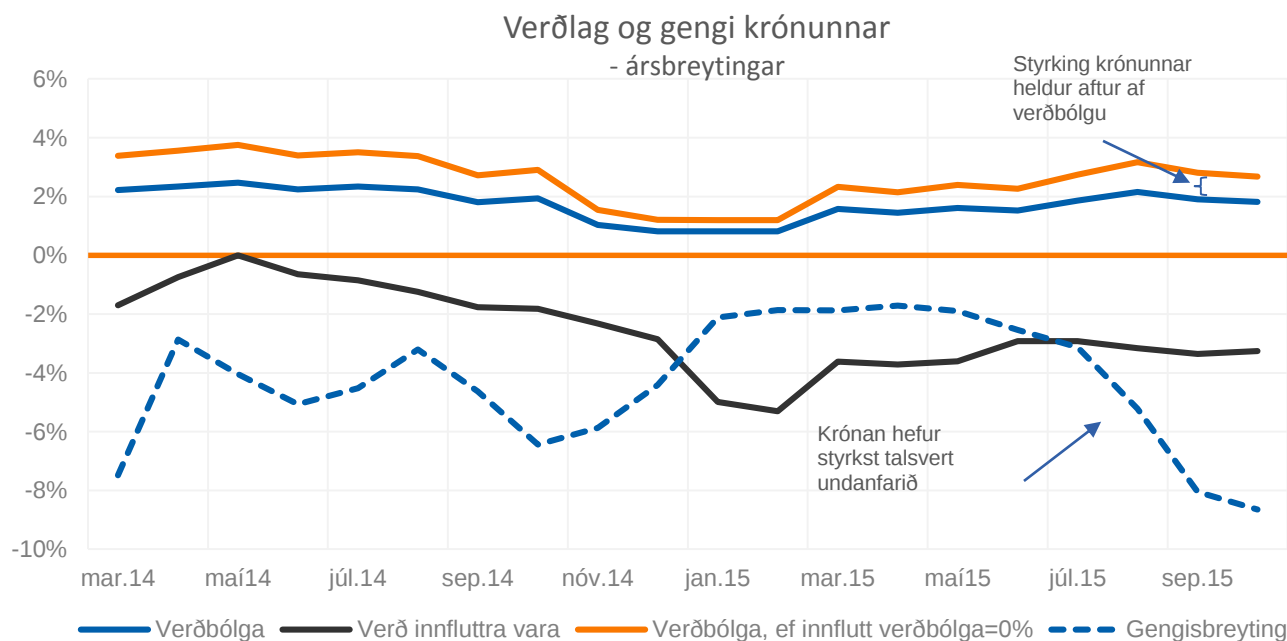
2. nóvember 2015

Launahækkarnir umfram framleiðnivöxt eru ekki ókeypis

Undanfarið hefur verðbólguþróun verið talsvert undir væntingum greiningaraðila og Seðlabankans, sem teljast verður fagnaðarefni. Búið var við talsverðu verðbólguþróun í kjölfar kjarasamninga, þar sem í þeim felast launahækkarnir vel umfram spá um framleiðnivöxt og verðbólguþróun Seðlabankans. Enn bolar lítið á þeirri verðbólgu, að miklu leyti til vegna styrkingar krónunnar, lækkunar olíuverðs og nær engrar innfluttra verðbólgu. Launahækkarnir hafa þannig að mestu leyti skilað sér í kaupmætti, enn sem komið er. Þýðir þetta þá að við getum náð varanlegri kaupmáttaraukningu sem nemur launahækkunum næstu ára? Það er í besta falli óvíst.

Gengið styður við kaupmátt og hamlar verðbólgu

Ánægjulegt er að sjá að kaupmáttur landsmanna hefur farið hratt vaxandi undanfarna mánuði og misseri eftir mögur ár. Kaupmáttarskerðingin í kjölfar fjármálakreppunnar fór að miklu leyti í gegnum gengi krónunnar, en undanfarið hefur krónan aftur á móti styrkst sem hefur aukið kaupmátt meira en ella. Styrking krónunnar, og þar með minni verðbólga, hefur haldið aftur af þörf fyrirtækja til að hækka verðlag vegna launahækkana. Til skamms tíma auðveldar þetta peningamálastjórnina og er mjög líklegt að stýrivextir hefðu hækkað meira undanfarið ef þróun krónunnar og olíuverðs hefði verið á aðra vegu.



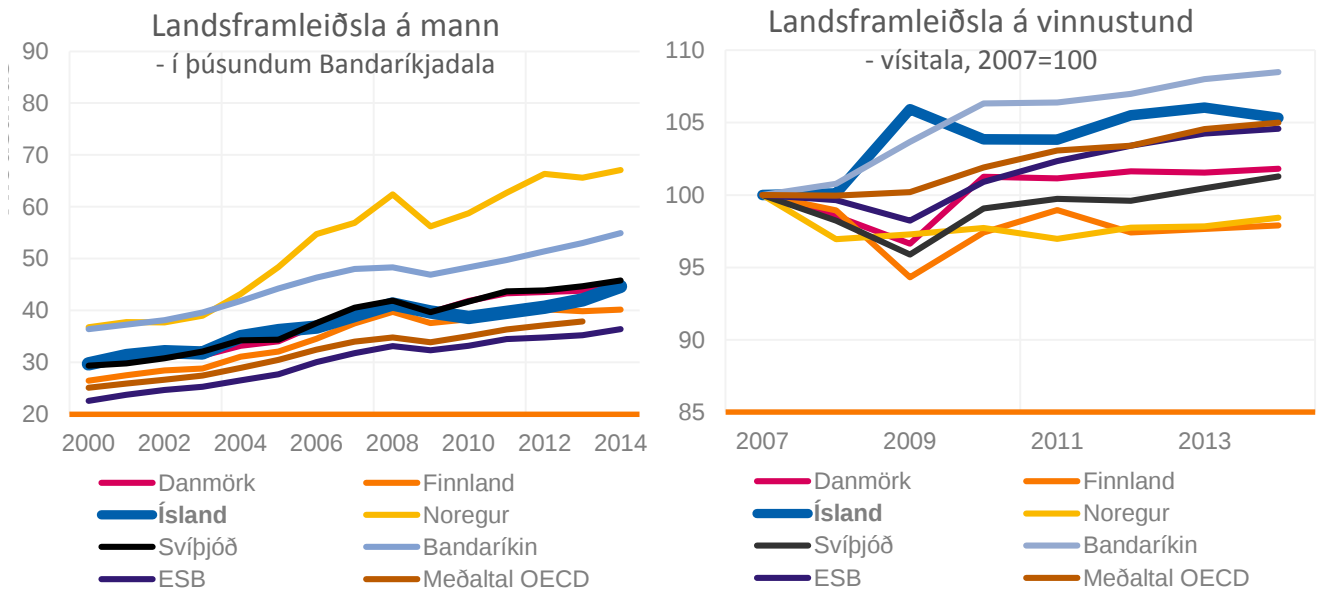
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Það er einnig mögulegt að minni verðbólga en búið var við skýrist að einhverju leyti af meiri hagræðingu og framleiðniaukningu en gert var ráð fyrir. Það væru afar góðar fréttir, en þó er erfitt að fullyrða um slíkt enn sem komið er. Í nýttútkominni [ferðapjónustuúttekt Greiningardeilda](#), kom fram að fram til 2013, hafi sést lítil teikn á lofti um aukna framleiðni í ferðapjónustu, þrátt fyrir mikinn uppgang. Nú hefur ferðamannafjöldinn aukist enn frekar síðan 2013 og uppgangurinn í greininni staðið í nokkur ár. Því er ekki ólíklegt að ferðapjónustugreinar hafi náð að hagræða og auka framleiðni á síðustu misserum.

Framleiðni og verðmætasköpun ræður alltaf kaupmætti til lengri tíma lítið

Freistandi er að draga þá ályktun að gengisstyrkingin undanfarið sýni að hægt sé að auka kaupmátt með miklum launahækkunum ef gengið styrkist. Sú ályktun er röng sé horft til lengri tíma. Hagsæld landa ræðst af getu þeirra til verðmætasköpunar – framleiðslu vöru og þjónustu. Launahækkarnir einar og sér auka ekki verðmætasköpun. Ólíklegt er að almennar launhækkarnir upp á 27% (skv. þjóðhagsreikningum) til næstu

Þriggja ára, eins og Greiningardeild hefur spáð, muni endurspegla samsvarandi framleiðnivöxt. Ekki síst þar sem framleiðnivöxtur á Íslandi hefur á síðustu árum ekki verið í líkingu við launahækkanir í ár og næstu ár



Heimild: OECD

Ef framleiðnivöxtur heldur ekki í við launahækkanir mun það kosta á einn eða annan hátt. Þó svo að krónan styrkist og við getum keypt meira en áður fyrir hverja krónu þýðir það ekki að við séum að framleiða meira. Undanfarið hefur viðskiptajöfnuður verið jákvæður þannig að skuldastaða Íslands gagnvart útlöndum hefur farið batnandi. Með sterkara gengi, og þ.a.l. sterkara raungengi, getur það snúist hratt við, þannig að jöfnuðurinn snýst í viðskiptahalla. Ef land er rekið með viðskiptahalla við útlönd þýðir það að skuldir þjóðarbúsins við útlönd aukast. M.ö.o. eru aukin neysla og kaupmáttur í því tilfelli tekin að láni.

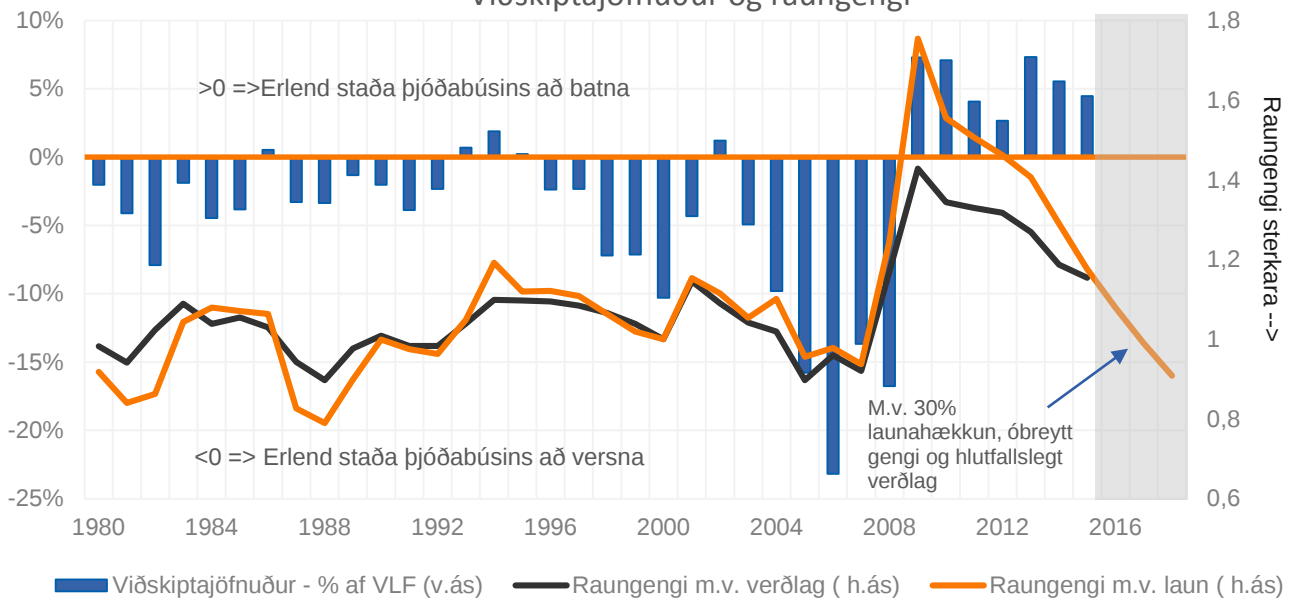
Þegar allt kemur til alls þarf verðmætasköpun þjóðarbúsins að haldast í hendur við neysluna til lengri tíma. Það sama gildir í tilfelli heils hagkerfis og í rekstri heimila: ekki er hægt að eyða um efni fram. Ef raungengi krónunnar styrkist mikið er þó hætt á að slíkt gerist.

Mun raungengið á endanum leiðréttast með nafngengisveikingu?

$$\text{Raungengi} = \frac{\text{Nafngengi krónunnar í erlendum gjaldmiðli} * \text{erlent verðlag}}{\text{Innlent verðlag}}$$

Gengi krónunnar hefur oft tekið miklar dýfur, ekki síst ef raungengið hefur styrkst mikið. Þetta er í raun hluti af sveiflujöfnun hagkerfisins þegar eytt hefur verið um efni fram, sem nær óhjákvæmilega gerist þegar raungengi krónunnar er of sterkt. Í aðdraganda fjármálakreppunnar eyddu Íslendingar t.d. mjög mikið og mjög lengi um efni fram og því varð höggið harðara heldur en ef viðskiptahallinn hefði verið minni. Verði hér 30% launahækkanir á næstu árum á meðan gengi krónunnar helst óbreytt og verðbólga eykst hér á næstu árum, eða þá að nafngengið styrkist en verðbólga helst lítil, er ljóst að raungengið verður fljótt orðið mun sterkara en á síðustu árum. Það gæti þrýst á að gengi krónunnar veikist fyrr eða síðar, þó líklega síðar, og/eða að launahækkanir verða teknar að láni frá útlöndum. Sé horft aftur í tímann má sjá að á Íslandi hefur sterkt raungengi jafnan leitt af sér talsverðan viðskiptahalla og þ.a.l. versnandi stöðu við útlönd.

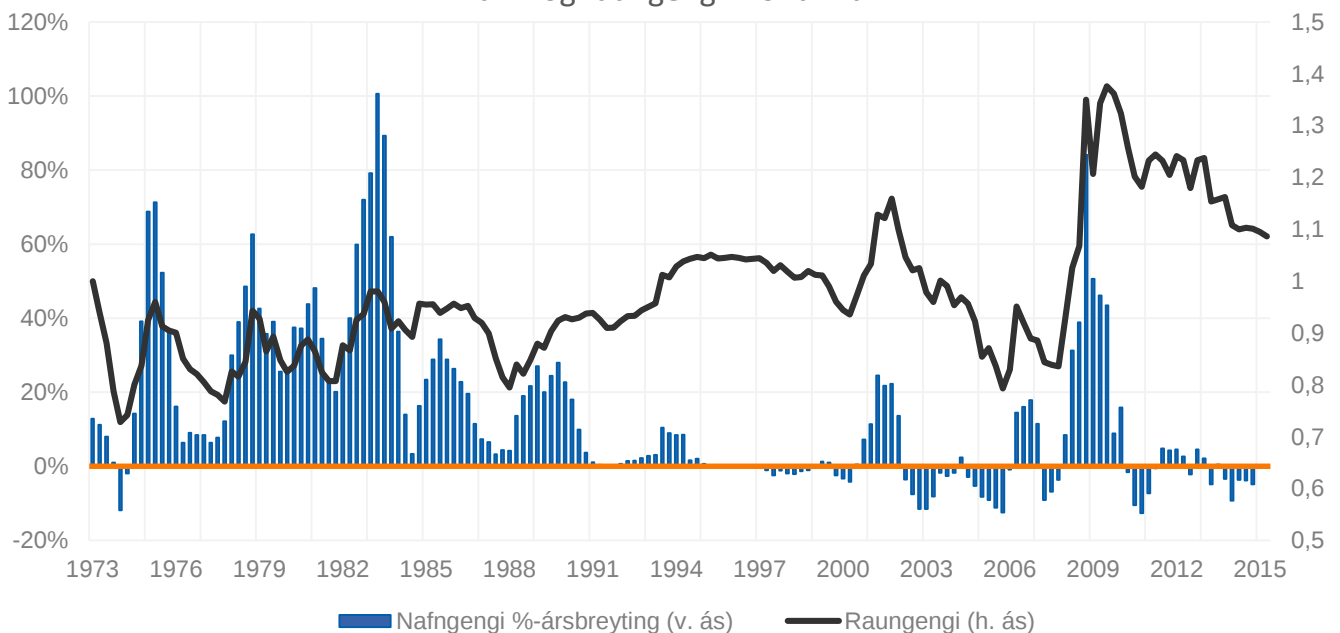
Viðskiptajöfnuður og raungengi



Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka.

Útlit er fyrir að nauðasamningar slitabúanna leiði af sér betri skuldastöðu þjóðarbúsins við útlönd en sést hefur í áratugi og líkur á verulegu gengisfalli af þess völdum litlar. Vegna þess sem hefur verið talið hér að framan er gott að vera á varðbergi gagnvart því hvernig launahækkanir, auk hugsanlegra ófyrirséðra þátta, gætu komið sér illa fyrir samkeppnishæfni og erlenda stöðu þjóðarbúsins. Það er ekkert ókeypis, þar meðtaldar launahækkanir samhliða gengisstyrkingu.

Nafn- og raungengi krónunnar



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

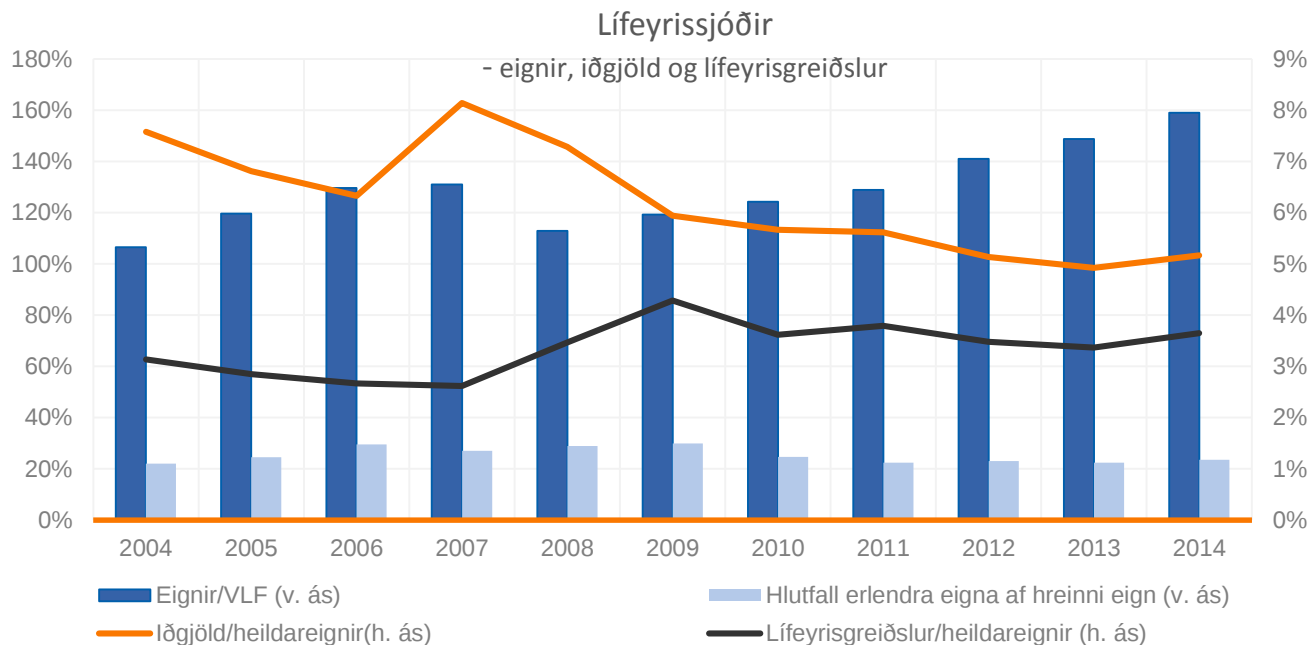
Þarf að auka erlendar fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða erlendis?

Þar sem nú ætti að vera ljóst að of mikil raungengisstyrking gæti verið óhagstæð fyrir þjóðarbúið er nauðsynlegt að leita leiða til að bregðast við þeirri þróun ef hún skyldi raungerast. Í það minnsta ætti að gera markaðsaðilum kleift að bregðast við ef svo ber undir. Án þess að útiloka aðra kosti þá liggur nokkuð beint við að auka erlendar fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða verulega. Slíkt gæti orðið til mótvægis við raungengisstyrkingu og um leið bætt erlenda stöðu þjóðarbúsins, sem dregur úr líkum á greiðslufarvanda.

Meiri fjárfestingar erlendis gætu einnig verið æskilegar út frá sjónarhorni sjóðsfélaga lífeyrissjóða. Hluti af áætlun um losun fjármagnshafta felur í sér að lífeyrissjóðir fái að fjárfesta erlendis fyrir 10 ma. kr. á næstu árum. Það er í raun dropi í hafið í ljósi þess að iðgjöld í sjóðina umfram útgreiðslur lífeyris hafa numið um 40 ma.kr. síðustu ár og heildareignir lífeyrissjóða voru metnar 3.135 milljarðar króna í lok ágúst. Þá var

hlutfall erlendra eigna einungis 22,5% svo núverandi heimild rétt svo dugar til að viðhalda því hlutfalli.

Færð hafa verið sannfærandi rök fyrir því að æskilegt sé að þetta [hlutfall sé hærra](#), eða á bilinu [30-40% og jafnvel hærra](#). Helstu rökin eru betri áhættudreifing, auk þess sem slíkt gæti, sem fyrr segir, dregið úr sveiflum á greiðslujöfnuði landsins. Þá eru influttar vörur og þjónusta um þriðjungur af neyslu Íslendinga og skynsamlegt kann að vera að greitt sé fyrir neyslu í erlendri mynt með sparnaði í erlendri mynt.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

[Hér má finna fyrirvara](#)