

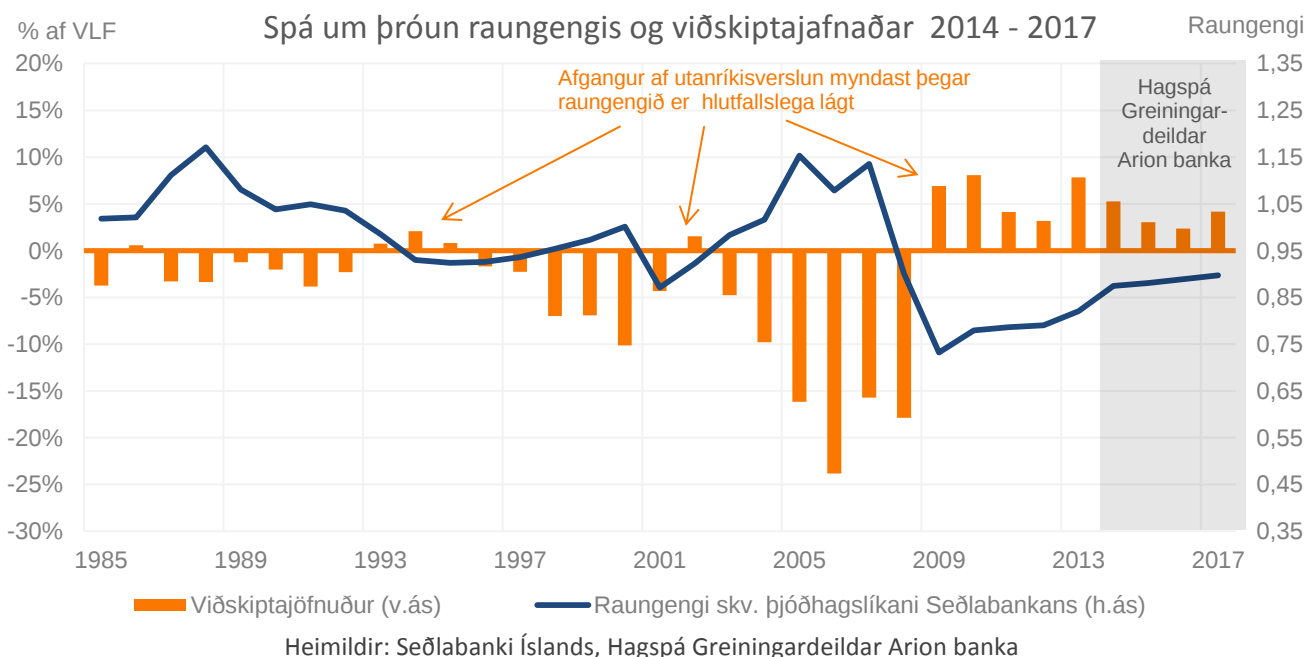
23. október 2014

Hvert er svigrúmið fyrir frekari styrkingu raungengisins?

Síðastliðið ár hefur raungengi íslensku krónunnar, m.v. hlutfallslegt neysluverð, styrkst um 5,2% og síðastliðin fimm ár hefur það styrkst um 25,6%. Hafa þarf í huga að mikil styrking raungengisins síðastliðin ár skýrist að stórum hluta af því að raungengið var í sögulegu lágmarki á þriðja ársfjórðungi árið 2009. Þótt raungengið hafi styrkst upp á síðkastið er það engu að síður 6,7% undir meðaltali síðastliðinna 20 ára. En þá vaknar spurningin hvert er svigrúm til frekari styrkingar raungengisins næstu árin, þegar á sama tíma er mikilvægt að viðhalda afgangi af viðskiptum við útlönd? Einnig skiptir máli hvað liggur að baki styrkingu raungengisins. Dæmi um styrkingu raungengis, sem er sjálfbær til lengri tíma lítið, er styrking vegna bættra viðskiptakjara erlendis eða framleiðniaukningar innanlands umfram það sem gerist í viðskiptalöndum okkar. En ef styrking raungengisins er vegna mikilla launahækkana og þess verðbólguþrýstings sem það skapar kann það að leiða til þess að raungengið styrkst umfram það sem er heppilegt til að viðhalda viðskiptaafgangi við útlönd.

Samband raungengis og viðskiptajafnaðar

Þegar raungengi er lágt dregur það úr kaupmætti Íslendinga erlendis á sama tíma og samkeppnishæfni útflutningsgreina eflist. Sú einfalda staðreynd gerir það að verkum að viðskiptajöfnuður skilar gjarnan afgangi þegar raungengið er sögulega veikt en myndar viðskiptahalla þegar raungengið er hátt. Myndin að neðan sýnir þróun viðskiptajafnaðar og raungengis frá árinu 1985 og sýnir einnig spá um þróun hagstærðanna frá 2014 til 2017 skv. hagspá Arion banka. Þar sést að viðskiptaafgangur hefur verið til staðar þegar raungengið er hlutfallslega lágt en halli hefur verið á utanríkisverslun þegar raungengið er hátt. Hagsveiflur undanfarinna áratuga hafa að vissu leyti litast af því að raungengið hefur risið of hátt samhliða auknum hagvexti og hefur aukin einkaneysla þá ýtt undir aukinn innflutning, sem er gjarnan umfram það sem þjóðarbúið getur staðið undir til lengri tíma. Viðvarandi viðskiptahalli á árunum 2003 til 2008 er gott dæmi um slíkt tímabil.



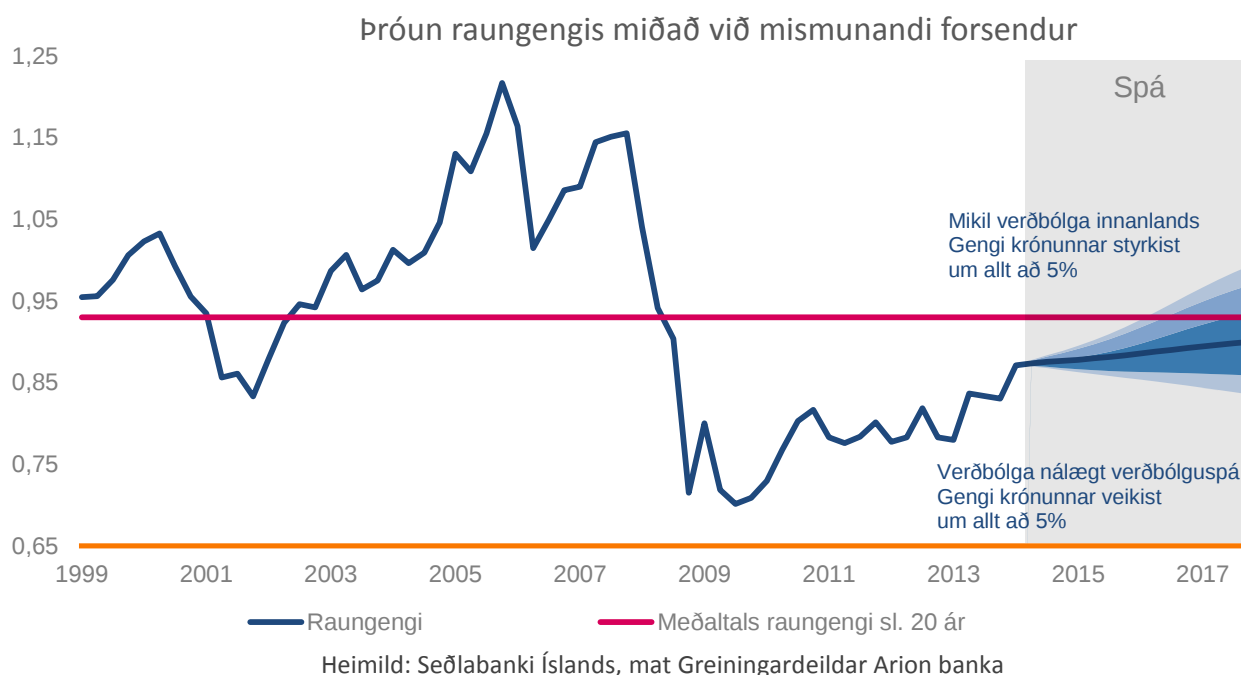
Samkvæmt hagspá Arion banka er gert ráð fyrir áframhaldandi afgangi af viðskiptum við útlönd þótt hann fari vissulega minnkandi. Á sama tíma er gert ráð fyrir frekar lítilli verðbólgu framundan, stöðugu gengi á komandi misserum og frekar hóflegum launahækkunum þótt við gerum ráð fyrir að þær verði yfir því sem samrýmist verðbólguþrýstingi Seðlabankans.

Ef við gefum okkur að forsendur síðustu *Peningamála* um þróun verðbólgu í helstu viðskiptalöndum haldi getum við framreiknað hver þróun raungengisins gæti orðið á komandi árum líkt og sést á myndinni að

ofan. Á myndinni sést að í hagspánni gerum við ráð fyrir að raungengið haldi áfram að hækka en að það gerist frekar hægt og verði áfram nógu lágt til að viðhalda afgangi af viðskiptum við útlönd. En hver verður þróunin ef launahækkanir verða umfram okkar spár og verðbólgan þá meiri? Hvert er svigrúmið fyrir frekari styrkingu raungengisins?

Svigrúm fyrir hækkun raungengis á komandi árum er takmarkað

Til að sýna í sinni einföldustu mynd hver þróun raungengisins gæti orðið næstu árin höfum við reiknað nokkrar sviðsmyndir miðað við mismunandi gengisþróun, verðbólguþróun innanlands og verðbólgu í helstu viðskiptalöndum. Sú sviðsmynd sem felur í sér áframhaldandi lágt raungengi byggir á því að verðbólga innanlands verði í takt við okkar spá eða jafnvel minni og á sama tíma haldist gengi stöðugt eða veikist um allt að 5%. Spá Greiningardeildar gerir ráð fyrir að verðbólga innanlands verði að meðaltali 2,8% á árunum 2015-2017. Á móti byggir sviðsmyndin sem felur í sér þó nokkra hækkun raungengisins á því að launahækkanir verði meiri en við höfum áætlað, verðbólga innanlands verði því umfram okkar spá, eða um 3,7% að meðaltali á árunum 2015-2017. Þar til viðbótar er gert ráð fyrir í þeirri sviðsmynd að nafngengið haldist stöðugt eða jafnvel styrkist um allt að 5%. Myndin að neðan sýnir blá svæði sem tákna mismunandi þróun raungengisins á spátímabilinu miðað við mismunandi sviðsmyndir. Þar er ýmist gert ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði lítillega yfir, undir eða í takt við spá síðustu *Peningamála*.



Á myndinni má sjá að ef launahækkanir og verðbólga verða umfram okkar spá getur raungengið nálgast meðaltal síðustu 20 ára árið 2017 eða jafnvel fyrr. Ef gengisstyrking verður á sama tímabili getur raungengið farið nokkuð yfir meðaltalið, jafnvel þótt einungis sé um 5% gengisstyrkingu að ræða. Að okkar mati væri sú þróun óheppileg ef viðhalda á viðskiptaafgangi á komandi árum og ef viðhalda á þeim hagstæðu skilyrðum til afnáms gjaldeyrishafta sem nú ríkjá. Raunveruleikinn er vissulega töluvert flóknari en fram kemur í þessari einföldu sviðsmyndagreiningu og aðrir þættir eins og viðskiptakjör og framleiðniaukning innanlands hafa einnig áhrif á raungengið. Einnig er flókið að meta hvert jafnvægisraungengið er hverju sinni. Engu að síður bendir þetta til þess að svigrúmið fyrir umtalsverðar launahækkanir, meiri verðbólgu eða verulega styrkingu krónunnar sé takmarkað. Of hátt raungengi gæti þannig dregið úr samkeppnishæfni útflutningsgreina, ýtt undir aukna innflutningsdrifna einkaneyslu og þar með dregið úr þeim viðskiptaafgangi sem er til staðar um þessar mundir. Á sama tíma gætu aðstæður til afnáms gjaldeyrishafta orðið lakari ef raungengið styrkist verulega næstu árin.

Kallar á aga í ríkisfjármálum og launahækkanir í takt við framleiðniaukningu í hagkerfinu Í úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl í 2012 (e. Article IV Consultation 2012) var lagt mat á hvert jafnvægisraungengið kynni að vera samkvæmt þremur mismunandi aðferðarfræðum. Niðurstaðan var að raungengið væri um 5 til 19% undir jafnvægisraungengi í árslok. Sú tæplega 10% styrking sem orðið hefur síðan þá bendir því til þess að raungengið gæti verið að nálgast jafnvægisraungengið um þessar mundir eða á næstu misserum.

Innlend hagstjórn skiptir því sköpum næstu misseri til að koma í veg fyrir að raungengið styrkist of hratt og/eða um of. Þar er mikilvægt að aðhalds sé gætt í ríkisfjármálum, en einnig skiptir verulega miklu máli að niðurstaða í komandi kjarasamningum feli ekki í sér launahækkanir sem eru umtalsvert umfram það sem framleiðniaukning og verðbólguþróun Seðlabankans leyfir. Sama gildir um launaskrið á almennum vinnumarkaði en tryggja þarf að launahækkanir leiði ekki af sér aukinn kostnað sem verður svo ýtt út í verðlag. Að lokum má gengi krónunnar ekki styrkjast um of ef markmiðið er að tryggja áframhaldandi lágt raungengi. Því þegar allt er lagt saman gæti hröð hækkun raungengis næstu árin aukið líkurnar á að gengi krónunnar þyrfti að lækka til að viðhalda getu þjóðarbúsins til að skapa þær gjaldeyriskjör sem þarf.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Guðmundur Reynir Gunnarsson
gudmundur.gunnarsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)