

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötunðu viðskiptakjör þjóðarþúsins um 6,8% í fyrra og kemur sá bati til viðbótar við 3,3% bata árið 2014. Þessi mikli viðskiptakjarabati þýðir að hagsæld þjóðarinnar er í raun að aukast nokkru meira en endurspeglast í þeim ágæta hagvexti sem hefur verið undanfarið. Hér er fjallað um þessa þróun og hún sett í samhengi við samspil launahækkana og verðbólgu undanfarið.

Viðskiptakjör hafa batnað töluvert undanfarin tvö ár ...

Viðskiptakjör mæla það verð sem Íslendingar fá fyrir útflutning sinn í hlutfalli við verð þeirrar vöru og þjónustu sem þeir flytja inn. Viðskiptakjör batna því t.d. þegar verðlag útflutningsafurða hækkar og þegar verðlag innflutningsafurða lækkar. Ríflega 10% af viðskiptakjarabata undanfarinna tveggja ára má rekja til þess að verðlag útflutningsafurða í íslenskum krónum hækkaði um tæplega 1% undanfarin tvö ár en á sama tíma lækkaði innflutningsverðlag um tæplega 9% í krónum talið. Munar þar mestu um verðlækkun olíu og hrávöru á alþjóðamörkuðum en einnig hefur verð sjávarafurða hækkað um hátt í 20% á tímabilinu mælt í erlendum gjaldmiðlum.¹ Þessi hækkun hlutfallslegs verðlags útflutnings hefur í för með sér að hægt er að kaupa meira magn innflutnings fyrir gefið magn útflutnings, þ.e. kaupmáttur útflutnings Íslendinga hefur aukist. Þetta sést á mynd 1 sem sýnir að kaupmáttur útflutnings jókst um 15,5% í fyrra og um samtals næstum 23% á árunum 2014-2015. Á sama tíma hefur útflutningur aukist um samtals 11,5% að magni til.

... og hafa álíka jákvæð viðskiptakjaraáhrif ekki mælst síðan á áttunda áratug síðustu aldar

Ein leið til að meta áhrif viðskiptakjarabata á þjóðarþúíð er að mæla svokölluð viðskiptakjaraáhrif sem bera saman kaupmátt útflutnings og útflutningsmagn og setur mismuninn í hlutfall við landsframleiðslu fyrra árs.² Eins og sést á mynd 2 voru viðskiptakjaraáhrifin jákvæð um 3,9% af vergri landsframleiðslu í fyrra og samtals um 5,8% á undanförunum tveimur árum. Það þarf að leita aftur til miðs áttunda áratugar síðustu aldar til að finna álíka jákvæð viðskiptakjaraáhrif yfir tveggja ára tímabil. Þau koma hins vegar í kjölfar nánast samfelldrar rýrnunar viðskiptakjara frá árinu 2007 sem hafa leitt af sér neikvæð viðskiptakjaraáhrif sem nema samtals ríflega 9% af landsframleiðslu. Enn er því nokkuð í land að viðskiptakjörin nái aftur því stigi sem þau voru á fyrir fjármálakreppuna og hina alþjóðlegu efnahagskreppu.

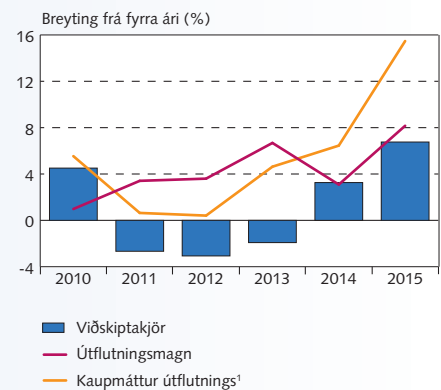
Eins og mynd 3 sýnir eru hin jákvæðu áhrif viðskiptakjara-batans töluvert meiri hér á landi en meðal annarra OECD-ríkja. Þau ríki sem komast næst eru Suður-Kórea og Írland en önnur OECD-ríki þar sem hrávörur vega þungt í útflutningi, eins og t.d. Noregur, hafa orðið fyrir verulega neikvæðum viðskiptakjaraáhrifum. Sérstaka athygli vekur hve áhrifin hafa verið ólík hér á landi í samanburði við önnur lönd þar sem hrávöruútflutningur vegur þungt.

1. Álverð hefur á sama tíma lækkað samtals um tæplega 5% en þá lækkan bera hin alþjóðlegu stóriðjuver að mestu leyti. Hluta viðskiptakjarabatans má einnig rekja til hækkunar á gengi krónunnar undanfarin misseri. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamállum* 2015/4 bendir söguleg reynsla til þess að 1% gengishækkun hafi í för með sér líðlega 0,2% bata viðskiptakjara. Á síðustu tveimur árum hefur gengi krónunnar hækkað um u.þ.b. 8% gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla og samkvæmt því má rekja tæplega fimmting af 10% viðskiptakjarabata til hækkunar á gengi krónunnar.
2. Viðskiptakjaraáhrifin eru því reiknuð sem $X(\pi_x - \pi_m) / [(1 + \pi_x)(1 + \pi_m)]$ þar sem X er nafnvirði heildarútflutnings ársins, π_x er breyting útflutningsverðs og π_m er breyting innflutningsverðs. Viðskiptakjaraáhrifin eru því jákvæð ef útflutningsverðlag hækkar meira en verðlag innflutnings, þ.e. ef viðskiptakjör batna.

Rammagrein 1

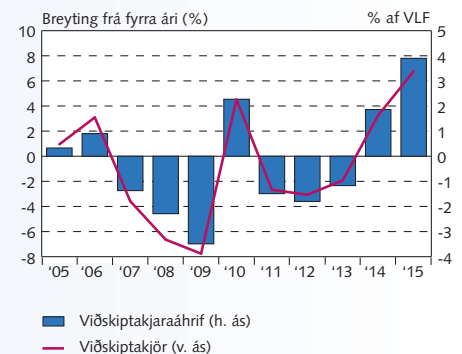
Batnandi viðskiptakjör og aukin hagsæld

Mynd 1
Útflutningur og viðskiptakjör



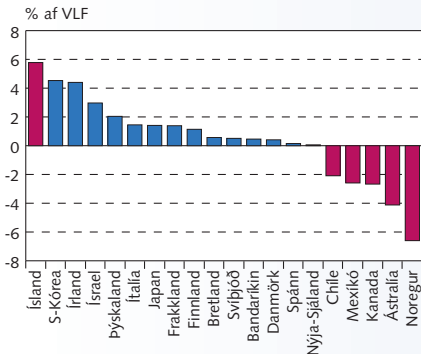
1. Kaupmáttur útflutnings er mældur sem verðmæti útflutnings vöru og þjónustu staðvirk með innflutningsverðlagi.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Viðskiptakjör og viðskiptakjaraáhrif¹



1. Viðskiptakjör vöru og þjónustu (hlutfallslegt verðlag út- og innflutnings). Viðskiptakjaraáhrif mæla mismun kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs.
Heimild: Hagstofa Íslands.

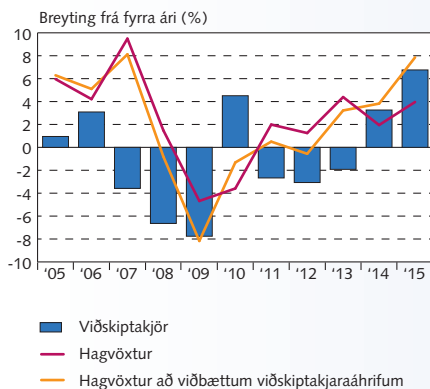
Mynd 3

Viðskiptakjaraáhrif í 20 OECD-ríkjum 2014-2015¹

1. Mismunur kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2015. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávöruútflygjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknuð með rauðlitum súlum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD).

Mynd 4

Hagvöxtur og vöxtur kaupmáttar VLF¹

1. Kaupmáttur landsframleiðslu er mældur sem VLF að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagvöxtur sl. tveggja ára hefur verið kröftugur en sé leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum mælist efnahagsbatinn enn meiri

Hinn hefðbundni mælikvarði á umfang efnahagsstarfseminnar er verg landsframleiðsla sem mælir markaðsvirði þeirrar vöru og þjónustu sem framleidd er í landinu. Hagvöxtur á þennan mælikvarða sýnir því magnbreytingu landsframleiðslunnar. Alla jafnan ætti þróun hennar að endurspeglar ágætlega breytingar á efnahagslegri velmegun þjóða en þegar miklar breytingar verða á viðskiptakjörum þarf svo ekki að vera. Þegar viðskiptakjör batna leiðir það t.d. til þess að kaupmáttur tekna innlendra framleiðenda verður meiri en ella. Tekjuaukinn rennur síðan til eigenda framleiðsluþáttanna (þ.e. hluthafa og starfsmanna fyrirtækjanna) og þannig inn í þjóðarþúskaðinn sem hefur hlutfallslega meira til ráðstöfunar til kaupa á innlendra og innfluttri vöru og þjónustu. Kaupmáttur landsframleiðslunnar eykst því meira en sem nemur framleiðsluvextinum sem nær því ekki fyllilega að endurspeglar aukna velmegun þjóðarinnar og það svigrúm sem er til staðar til að ráðstafa verðmætum innanlands, t.d. í laun og einkaneyslu.

Til að endurspeglar betur stöðu þjóðarþúskaðsins þegar viðskiptakjör breytast eins mikið og raun ber vitni væri því hægt að horfa til hagvaxtar eins og hann er mældur með magnbreytingu vergrar landsframleiðslu að viðbættum áhrifum breytinga á viðskiptakjörum. Þennan mælikvarða á efnahagssumsvifum mætti kalla kaupmátt landsframleiðslunnar en er í sumum ríkjum kallaður „vergar lands-tekjur“ (e. real gross domestic income), þótt sú hugtakanotkun hafi ekki tíðkast í íslenskum þjóðhagsreikningum. Eins og sjá má á mynd 4 hefur hagvöxtur leiðréttur með viðskiptakjaraáhrifum verið tvöfalt meiri en hagvöxtur mældur á hefðbundinn hátt sl. tvö ár: árið 2014 var hann næstum 2 prósentum meiri eða 3,8% í stað 2% og í fyrra var hann næstum 4 prósentum meiri eða 7,9% í stað 4%. Samdrátturinn árin þar á undan er hins vegar meiri þegar tekið er tillit til viðskiptakjaraáhrifanna og því er árlegur meðalhagvöxtur í kjölfar fjármálakreppunnar sá sami á báða mælikvarða eða 0,8%.

Þjóðartekjur hafa einnig aukist hraðar en sem nemur hagvexti undanfarinna tveggja ára ...

Annar mælikvarði á afrakstur efnahagsstarfseminnar, sem algengara er að nota hér á landi, er vergar þjóðartekjur. Til viðbótar við áhrif viðskiptakjara er þá einnig tekið tillit til eigna- og launatekna sem Íslendingar hafa af starfsemi sinni utan landssteinanna, t.d. vegna starfsemi fyrirtækja erlendis í þeirra eigu. Með sama hætti þarf að draga frá eigna- og launatekjur útlendinga sem starfa hér á landi. Til viðbótar við viðskiptakjaraáhrifin er því bætt áhrifum af breytingum hreinna eigna- og launatekna frá útlöndum, þ.e. því sem nefnt er jöfnuði frumþáttatekna.³

Með sama hætti og hagvöxtur að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum nær betur að endurspeglar bein áhrif bættra viðskiptakjara á innlendra velmegun, endurspeglar vergar þjóðartekjur betur bein áhrif breytinga á hreinum frumþáttatekjum frá útlöndum á afkomu þjóðarþúskaðsins. Ef hagnaður íslenskra fyrirtækja sem starfa erlendis eykst t.d. mælist aukinn arður til innlendra eigenda beint í vergum þjóðartekjum en ekki í vergri landsframleiðslu. Þjóðartekjur eru því betri mælikvarði á hverju þjóðin hefur úr að spila til að leggja í neyslu eða sparnað heldur en landsframleiðslan.

Vandinn við þennan mælikvarða á efnahagsframvinduna liggur hins vegar í því hversu erfitt er að mæla þessar hreinu frumþátta-

3. Verg landsframleiðsla að viðbættum jöfnuði frumþáttatekna er það sem kallað er verg þjóðarframleiðsla (e. gross national product). Sjá nánar umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamáli* 2013/4.

tekjur, sérstaklega frá því að fjármálakreppan skall á. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2013/4 liggur vandinn í því að opinberar tölur um hreinar frumþáttatekjur byggjast á tölum sem innihalda reiknaðar áfallnar vaxtatekjur og -gjöld af erlendum eignum og skuldum hinna föllnu innlendu fjármálafyrirtækja. Þar sem erlendar skuldir þeirra voru töluvert meiri en eignir er um verulegar fjárhæðir að ræða í reiknuðum áföllnum vaxtagjöldum sem endurspeglar ekki raunverulegar greiðslur úr slitabúum þeirra eða vaxtagjöld sem verða nokkurn tímann greidd, eins og nú hefur endanlega verið staðfest í nýsamþykktu uppgjöri þeirra. Í fyrrnefndri rammagrein eru vergar þjóðartekjur því endurmetnar þar sem byggt er á mati Seðlabankans á undirliggjandi frumþáttatekjum sem hefur legið til grundvallar matinu á undirliggjandi viðskiptajöfnuði sem bankinn hefur reglulega birt frá því að fjármálakreppan skall á. Mynd 5 sýnir samanburð á þessum tveimur mælikvörðum.⁴

Eins og vænta má er þróunin töluvert ólík strax í kjölfar fjármálakreppunnar eftir því hvort horft er til opinbers uppgjörs frumþáttatekna eða reynt að horfa í gegnum áhrif slitabúanna á jöfnuðinn og er samdrátturinn töluvert meiri á fyrri mælikvarðann en á móti er batinn árin þar á eftir meiri. Munurinn hefur þó farið minnkandi er frá hefur liðið og í fyrra gaf opinbert uppgjör til kynna að vöxtur þjóðartekna hafi verið 8,7% en 1 prósentu minni, eða 7,7%, þegar leiðrétt er fyrir áhrifum slitabúa á frumþáttajöfnuðinn. Frá næsta ári verður vöxtur þjóðartekna á þessa tvo mælikvarða hinn sami þar sem undirliggjandi frumþáttatekjur verða þær sömu og í opinberu uppgjöri frá og með þessu ári.

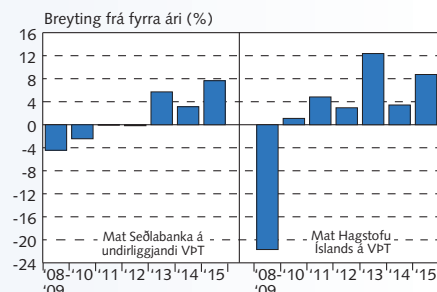
... og innlend hagsæld því aukist nokkru meira en endurspeglast í hefðbundnum mælingum á hagvexti

Mynd 6 ber að lokum saman þróun efnahagsumsvifa á þá þrjá mælikvarða sem hér hefur verið lýst. Eins og myndin ber með sér varð samdráttur þjóðartekna meiri en landsframleiðslunnar strax í kjölfar fjármálakreppunnar, hvort sem framleiðslan er leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum eða ekki, enda urðu hreinar eignatekjur Íslendinga í útlöndum mun neikvæðari en áður við fall fjármálakerfisins, jafnvel þótt horft sé í gegnum áhrif fallinna fjármálafyrirtækja. Við þetta bættist síðan töluvert rýrnun viðskiptakjara þegar alþjóðlega fjármálakreppan hrundi af stað alþjóðlegri efnahagskreppu sem leiddi til verðlækkunar á helstu útflutningsafurðum. Eins og sjá má í töflu 1 gerði þetta tvöfalda áfall það að verkum að afrakstur efnahagsstarfseminnar, hvort sem horft er á landsframleiðslu leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum eða þjóðartekjur, dróst meira saman í kjölfar kreppunnar en framleiðslustigið sjálft. Framleiðslustigið tekur síðan að vaxa á ný árið 2010 en tekjumælikvarðarnir tveir taka ekki að vaxa fyrir alvöru fyrir en tveimur árum síðar. Frá þeim tíma hafa tekjur hins vegar vaxið hraðar og í fyrra voru þjóðartekjur liðlega 9% hærra en þær voru hæstar fyrir fjármálakreppuna. Landsframleiðslan hefur einnig náð fyrri hápunkti og var í fyrra að meðaltali 5% meiri en hún varð mest árið 2008. Leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum var hún þó ekki nema tæplega 4% yfir fyrri hápunkti enda vegur þar þungt að viðskiptakjör voru enn 13% undir því sem þau voru hagstæðust í aðdraganda fjármálakreppunnar.

4. Ákveðinn vandi er þó einnig við mat á undirliggjandi þjóðartekjum árið sem fjármálakreppan skellur á þar sem skuldbindingar fjármálafyrirtækja eru teknar með í mati á undirliggjandi frumþáttatekjum fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2008 en falla út úr þeim mælikvarða á fjórða ársfjórðungi þegar þau fara í þrot. Við þetta verða miklar sveiflur í undirliggjandi þjóðartekjum árin 2008 og 2009 þar sem halli á undirliggjandi frumþáttajöfnuði eykst töluvert árið 2008 en minnkar síðan verulega á ný árið 2009. Það hefur í för með sér að vergar þjóðartekjur dragast mikið saman árið 2008 en aukast síðan töluvert árið 2009. Af þeirri ástæðu eru þessi tvö ár tekin saman á mynd 5.

Mynd 5

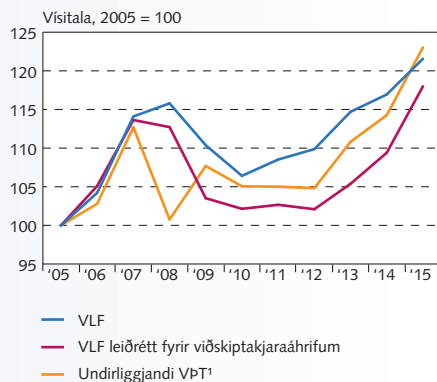
Vergar þjóðartekjur - samanburður á tölum Seðlabankans og Hagstofunnar¹



1. Mismunur þessara tveggja mælikvarða liggur í meðhöndlun á hreinum vaxtagjöldum fallinna fjármálafyrirtækja í kjölfar fjármálakreppunnar (sjá skýringar í meginexta). Árin 2008-2009 eru tekin saman þar sem þessi vaxtagjöld hætta að mælast í undirliggjandi matinu á þriðja ársfjórðungi 2008 þegar þau fara í þrot sem býr til mikla sveiflu í ársvexti þjóðartekna milli árunna 2008 og 2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Ólíkir mælikvarðar á umfang efnahagsstarfseminnar



1. Undirliggjandi VPT eru VPT leiðréttar fyrir áhrifum fallinna fjármálafyrirtækja á hreinar eignatekjur frá útlöndum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 1 Efnahagsþróunin í kjölfar fjármálakreppunnar (%)

Áhrifaþáttur	Viðskipta- kjör	VLF	VLF að viðb. viðsk.kj.áhr.	VPT
Breyting í kjölfar kreppu ¹	-21,0	-8,1	-10,2	-10,6
Breyting frá hápunkti fyrir kreppu ²	-13,0	5,0	3,8	9,2
Breyting frá lágpunkti eftir kreppu ³	10,2	14,2	15,6	22,1
Vöxtur árin 2014-2015	10,2	6,0	12,0	11,0
Vöxtur árið 2015	6,8	4,0	7,9	7,7

VLF er verg landsframleiðsla og VPT eru undirliggjandi vegar þjóðartekjur (sjá skýringar í megin-texta).
1. Breyting viðkomandi stærðar frá hápunkti fyrir kreppu (árin 2000-2008) til lágpunkts eftir kreppu (árin 2008-2015). 2. Breyting milli ársins 2015 og hápunkts fyrir kreppu. 3. Breyting milli ársins 2015 og lágpunkts eftir kreppu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Aukin hagsæld og samspil launahækkana og verðbólgu

Þau verðmæti sem eru til skiptanna innanlands hafa því aukist hraðar en endurspeglast í kröftugum hagvexti undanfarinna tveggja ára. Það getur að einhverju leyti varpað ljósi á nýlega efnahagsþróun, eins og t.d. nýgerða kjarasamninga og áhrif þeirra á neyslu- og sparnaðarákvarðanir einstaklinga og á þróun verðbólgunnar undanfarið.

Kjarasamningarnir í fyrra fólu í sér launahækkunar langt umfram framleiðnivöxt sem að öðru óbreyttu leiðir til stórauðs verðbólguþrýstings. Viðskiptakjarabatinn hefur hins vegar þýtt að svigrúm útflutningsfyrirtækja til að mæta slíkum hækkunum er meira en ella. Þessi fyrirtæki hafa því síður þurft að velta viðbótarkostnaði vegna ríflegra launahækkana út í verðlag og bætist það við lækkandi jaðarkostnað fyrirtækja sem nota erlend aðföng í framleiðslu sem lækkun innflutningsverðlags hefur haft í för með sér. Bein áhrif launahækkana á verðbólgu verða því minni en ella. Eftir sitja þó bein áhrif launahækkana á fyrirtæki sem ekki hafa notið viðskiptakjarabatans og óbein áhrif á verðbólgu í gegnum áhrif mikilla launahækkana á verðbólguvæntingar og eftirspurn en ætla má að lengri tíma taki fyrir þau áhrif að koma fram en hin beinu áhrif (fjallað er um áhrifaþætti verðbólgunnar í rammagrein 5). Mikill viðskiptakjarabati undanfarin tvö ár getur því að einhverju leyti hjálpað til við að skilja af hverju áhrif launahækkana á verðbólgu hafa verið minni og seinni að koma fram en upphaflega var talið.