

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Blikur eru á lofti í heimsbúskapnum. Hægt hefur á efnahagsbatanum það sem af er ári, verulegs óróa gætti á fjármálamörkuðum síðsumars og sviptingar hafa sett svip sinn á viðskiptakjör og gengi gjaldmiðla. Horfur um hagvöxt og eftirspurn í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa versnað og óvissa aukist en undanfarin tvö ár og fram að miðju þessu ári hafði þróttur efnahagsbata viðskiptalöndanna smám saman aukist. Alþjóðlegar verðbólguhorfur eru heilt á litið nær óbreyttar frá ágústspá *Peningamála*. Horfur um viðskiptakjör Íslands eru heldur lakari og tvísýnni en í ágúst. Raungengið hefur hækkað skarpt og útlit fyrir að framhald verði þar á með tilheyrandi skerðingu á samkeppnisstöðu þjóðarþúsins.

Alþjóðleg efnahagsþróun

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum hefur smám saman aukist undanfarin tvö ár ...

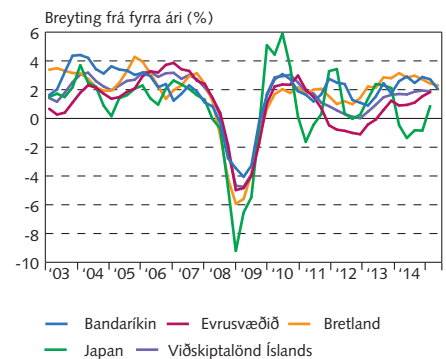
Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands var 1,9% á fyrri helmingi ársins eða líttilega meiri en vænst var í ágústspá bankans. Hagvexti í viðskiptalöndunum hefur smám saman vaxið ásmegin undanfarin tvö ár í kjölfar þess að samdráttarskeiðinu á evrusvæðinu lauk. Stoðir efnahagsbatans hafa sem fyrr reynst styrkari í Bandaríkjunum og Bretlandi samanborið við evrusvæðið sem þó hefur hægt og bítandi sótt í sig veðrið (mynd II-1). Á Norðurlöndunum er efnahagsbatinn misjafn: enn er beðið eftir að löngu samdráttarskeiði ljúki í Finnlandi og horfur fara versnandi í Noregi í kjölfar mikillar lækkunar olíuverðs en í Danmörku og Svíþjóð hefur hagvöxtur aukist smám saman.

... en hagvísar benda til þess að tekið sé að fjara undan efnahagsbatanum

Hagvísar fyrir evrusvæðið hafa heilt á litið reynst betri en markaðsaðilar höfðu vænst (mynd II-2). Þeir bregða áfram upp mynd af því að hægfara efnahagsbata vindi fram, m.a. fyrir tilstilli stuðningsaðgerða Seðlabanka Evrópu (ECB), olíuverðslækkunar, gengislækkunar evrunnar og aukins árangurs við að glíma við skuldavanda Grikklands. Innlend eftirspurn á evrusvæðinu hefur tekið nokkuð við sér í takt við aukinn kaupmátt og batnandi fjármálaleg skilyrði en útflutningur hefur reynst nokkru minni en vænst var. Leiðandi vísbendingar benda til áframhaldandi hagvaxtar á svæðinu en að nokkuð hafi hægt á honum í takt við lakari efnahagshorfur í heimsbúskapnum (mynd II-3).

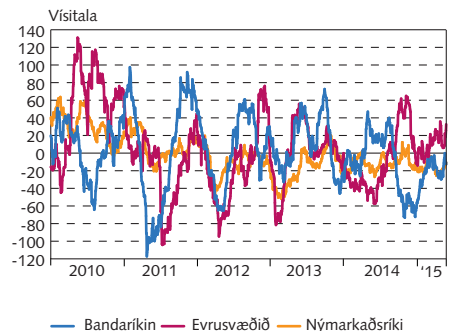
Hagvísar í Bandaríkjunum hafa almennt reynst verri en vænst var frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Í kjölfar þess að tímabundnir þættir héldu aftur af batanum á fyrsta ársfjórðungi óx honum ásmegin á öðrum fjórðungi þrátt fyrir að hækkan Bandaríkjadals kæmi niður á framlagi utanríkisviðskipta. Að undanfögnu hefur hins vegar hægt á fjölgun starfa og minnkun atvinnuleysis, auk þess sem orkutengd fjárfesting hefur dregist saman í kjölfar verulegrar lækkunar orkuverðs. Engu að síður er áfram búist við áframhaldandi efnahagsbata umfram það sem flest önnur helstu iðnríki geta vænst og hækkan vaxta Seðlabanka Bandaríkjanna öðrum hvorum megin við næstu áramót.

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2015



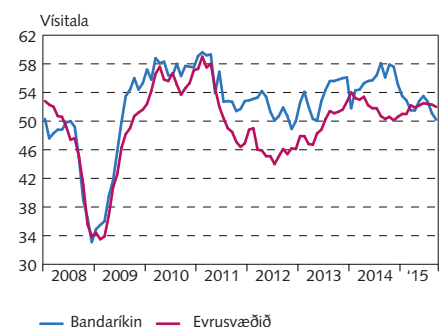
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Vísitala óvæntra hagvísu¹
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. október 2015



1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.
Heimild: Macrobond.

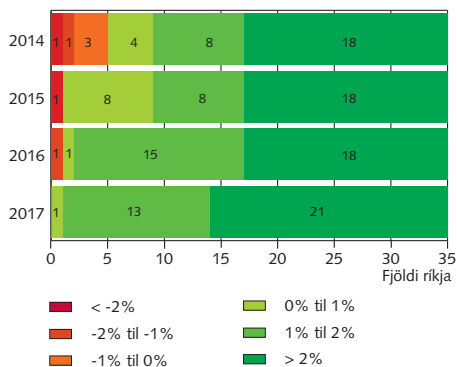
Mynd II-3
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt¹
Janúar 2008 - september 2015



1. Framleiðsluvísitala (Manufacturing Purchasing Managers' Index, PMI) fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-4

Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja

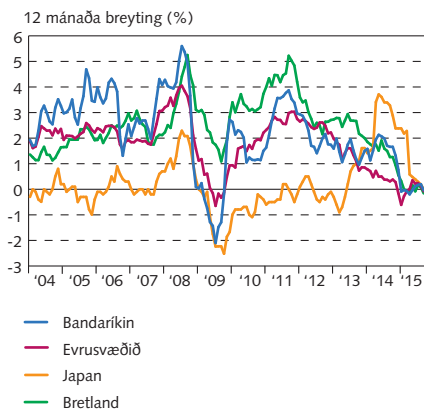


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-5

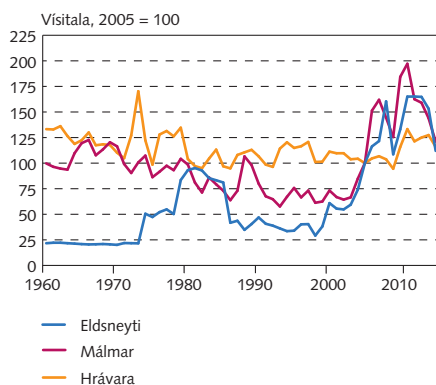
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2004 - september 2015



Heimild: Macrobond.

Mynd II-6

Hrávöruverð að raunvirði 1960-2015¹

1. Gildi fyrir árið 2015 miðast við fyrri árhelming. Vísitala raunverðs fyrir hvern flokk hrávöru er viðskiptavegið meðaltal heimsmarkaðsverðs hvers hrávöruflökks í Bandaríkjunum staðvirk með vísitölu framleiðsluverðs í þróuðum ríkjum.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Hagvaxtarhorfur heimsbúskaparins fara versnandi ...

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að hagvöxtur dragist saman í heimsbúskapnum í ár frá fyrra ári og verði einungis 3,1% sem er þó nokkru undir meðaltali síðustu þrjátíu ára. Aðlögun Kína að minni hagvexti og breyttum drifkröftum hans, veruleg lækkun olíu- og hrávöruverðs, sviptingar í fjármagnsflæði á milli landa, vænt vaxtahækkun í Bandaríkjunum og hert fjármálaleg skilyrði nýmarkaðsríkja setja svip sinn á spá sjóðsins. Hagvaxtarhorfur hafa einkum versnað til skamms tíma og býst sjóðurinn við að heims-hagvöxtur taki við sér á næsta ári og verði 3,6% sem eru lakari horfur en í fyrri spám hans. Samanborið við vorspá sjóðsins er gert ráð fyrir hægari fjölgun iðnríkja þar sem hagvöxtur verður yfir 2% (mynd II-4). En um leið er augin hættu að mati sjóðsins á verri hagvaxtarþróun en gengið er út frá í grunnspá hans, sérstaklega meðal nýmarkaðsríkja.

Meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum hefur verið borinn uppi af nýmarkaðsríkjum undanfarn ár, en árið í ár verður fimmta árið í röð þar sem hagvöxtur í þeim ríkjum minnkar milli ára gangi spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eftir. Um leið hefur sjóðurinn lækkað spá sína fyrir hagvöxt iðnríkja. Horfur hafa einkum versnað fyrir útflytjendur olíu og hrávöru, t.d. Ástralíu, Brasilíu og Kanada.

... sem endurspeglast einnig í lakari horfum fyrir helstu viðskiptalönd Íslands

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði óbreyttur í ár frá fyrra ári eða 1,7%. Í fyrri spám Seðlabankans á árinu hefur hins vegar verið búist við að þróttur efnahagsbatans myndi aukast frá fyrra ári. Horfur fyrir hagvöxt næstu tveggja ára hafa sömu-leiðis versnað samanborið við ágústspána. Um leið hafa líkur á minni hagvexti en gert er ráð fyrir í grunnspánni aukist.

Vöxtur alþjóðaviðskipta og eftirspurnar helstu viðskiptalanda hefur gefið eftir það sem af er ári

Horfur um alþjóðaviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda hafa einnig versnað frá ágústspá bankans. Eins og rakið er í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er erfitt að meta í hve ríkum mæli hafi hægt á vexti alþjóðaviðskipta á fyrri helmingi ársins vegna mikilla sveiflna í viðskiptakjörum og gengi gjaldmiðla. Þannig bregði þjóðhagsreikningar upp mynd af því að nokkuð hafi hægt á vexti alþjóðaviðskipta en ýmsir alþjóðlegir vísar um umfang viðskipta bendi beinlínis til samdráttar. Spá sjóðsins um vöxt alþjóðaviðskipta í ár hefur því verið lækkuð um tæpa prósentu frá því í júlí í 3,2% og spá fyrir næsta ár hefur ennfremur verið lækkuð. Sjóðurinn býst við nokkru minni vexti innflutnings í iðnríkjum og mun minni vexti í nýmarkaðsríkjum. Af þessum sökum er búist við minni innflutningi meðal helstu viðskiptalanda Íslands en í ágústspánni. Gert er ráð fyrir að hann aukist um 3,3% í ár, sem er lækkun um ½ prósentu frá því í ágúst.

Verðbólga enn sem fyrr lítil í þróuðum ríkjum

Enn sem fyrr er verðbólga lítil í iðnríkjunum og meginviðfangsefni seðlabanka flestra þeirra að ýta undir meiri verðbólgu til að komast hjá verðhjöðnun og óhóflegri lækkun verðbólguvæntinga. Þannig mældist á ný lítills háttar verðhjöðnun á evrusvæðinu og í Bretlandi í septem-

ber sl. (mynd II-5). Veruleg lækkun hrávöru- og olíuverðs (mynd II-6) hefur lagst á sveif með framleiðslulaka og dregið úr verðbólgu á ný, en verðbólga hefur sums staðar aukist meðal ríkja í hópi hrávöru- og olíuútflytjenda þar sem gengislækkun hefur aukið innflutta verðbólgu. Verðbólguhorfur meðal helstu viðskiptalanda Íslands eru heilt á litið nær óbreyttar frá síðustu spá þótt búist sé við að hún verði ójafnari vegna ólíkra áhrifa olíu- og hrávöruverðslækkunar á einstök ríki.

Verulegar sviptingar á alþjóðlegum mörkuðum

Sex árum eftir að efnahagsbati hófst í heimsbúskapnum í kjölfar alvarlegustu fjármálakreppu frá fjórða áratug síðustu aldar er batinn enn þróttlitið og brothættur. Það hægir á vexti efnahagssumsvifa í nýmarkaðsríkjum, ekki síst í Kína þar sem einkaneysla og þjónusta þurfa í auknum mæli að koma í stað fjárfestingar og framleiðslu sem megindrifkraftar hagvaxtar. Ótti við harða lendingu í Kína jókst í sumar og olli miklum óróleika á alþjóðlegum mörkuðum þar sem hrávöruverð lækkaði skarpt, fjármagnsinnflæði til nýmarkaðsríkja minnkaði, áhættuálag hækkaði og gengi gjaldmiðla nýmarkaðsríkja lækkaði gagnvart Bandaríkjadal (myndir II-6 og II-7). Þessar sviptingar eru ólíkar þeim sem áttu sér stað á seinni hluta síðasta árs þegar snörp olíuverðslækkun hafði tiltölulega lítil áhrif á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (mynd II-8) og gengi gjaldmiðla ýmissa iðnríkja lækkaði gagnvart Bandaríkjadal. Að þessu sinni hefur verð málma, sem alla jafna bregst meira við breytingum í efnahagssumsvifum í heimsbúskapnum en olíuverð, einnig lækkað verulega ólíkt því sem átti sér stað í fyrra. Enn gera markaðsaðilar almennt ráð fyrir að vextir hækki fyrr í Bandaríkjunum og Bretlandi en í flestum öðrum iðnríkjum þótt þess sé vænst að tímasetningar fyrstu hækkana verði heldur seinna á ferðinni en áður var talið. Óvissa hefur hins vegar aukist um hversu vel nýmarkaðsríkin eru í stakk búin til að takast á við hækkun vaxta, ekki síst í ríkjum í hópi hrávöruútflytjenda þar sem skuldsetning fyrirtækja í Bandaríkjadal er gjarnan viðtæk (mynd II-9).¹

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Áframhaldandi mikil hækkun sjávarafurðaverðs en álverð fer lækkaði

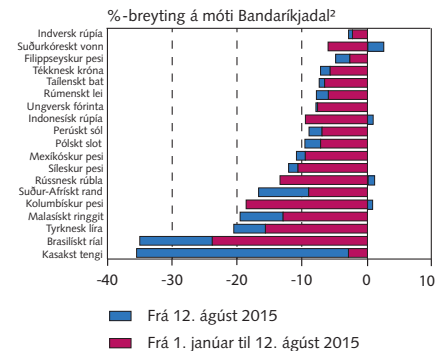
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hefur hækkað nær látlaust frá því í febrúar í fyrra. Sjávarafurðaverð hækkaði um ríflega 17% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs en heldur hefur dregið úr hækkuninni eftir því sem liðið hefur á árið. Gert er ráð fyrir að verð sjávarafurða muni hækka um 8½% milli ára á þessu ári eins og í ágústspánni (mynd II-10). Horfur eru hins vegar tvísýnni en í ágúst, m.a. vegna versnandi efnahagshorfa, óvissu um áhrif innflutningsbanns Rússa og efnahagsþrenginga í Nígeríu. Líklegt er þó að verð mjöls og lýsis muni hækka á næstunni vegna samdráttar í framleiðslu í Chile og Perú fyrir áhrif hlýsjávarstraumsins El Niño.

Á fyrstu þremur fjórðungum þessa árs lækkaði álverð um 7% frá sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð málma hefur lækkað verulega,

1. Sjá t.d. umfjöllun í kafla 3 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2015). *Global Financial Stability Report*, október.

Mynd II-7

Þróun gjaldmiðla nýmarkaðsríkja í aðdraganda og kjölfar gengislækkunar renninbis¹

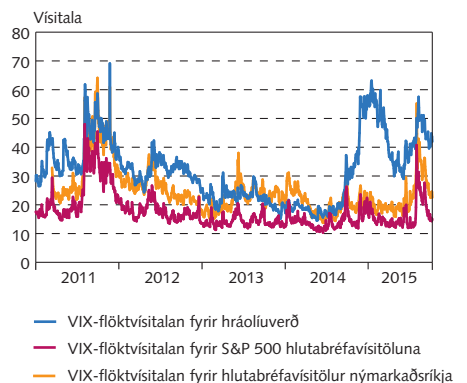


1. Þann 11. ágúst sl. tilkynnti Seðlabanki Kína um aukinn sveigjanleika við skráningu kínverska renninbisins.
2. Lækkun táknað gengislækkun gjaldmiðils gagnvart Bandaríkjadal.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond.

Mynd II-8

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum¹

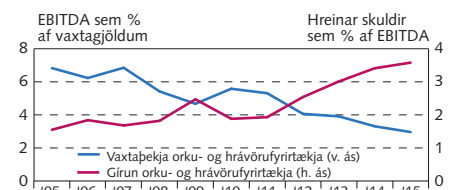
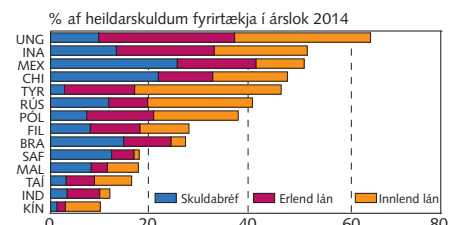
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015



1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaferða.
Heimild: FRED gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-9

Skuldsetning fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli í nýmarkaðsríkjum¹

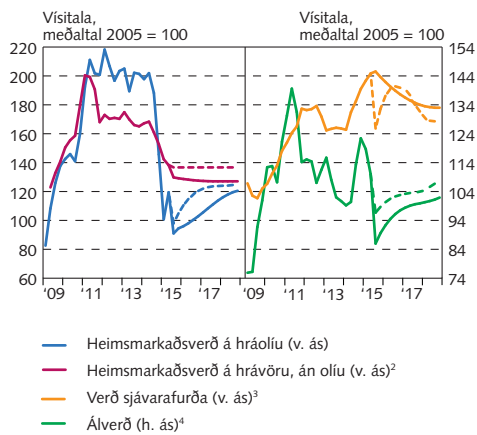


1. UNG: Ungverjaland, INA: Indónesía, MEX: Mexíkó, CHI: Chile, TYR: Tyrkland, RUS: Rússland, POL: Pólland, FIL: Filippseyjar, BRA: Brasilía, SAF: Suður-Afrika, MAL: Malasía, TAI: Tailand, IND: Indland, KIN: Kína.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-10

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru¹

1. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu vöruútlutnings. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals.

Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ekki síst vegna minnkandi efnahagssumsvifa og breyttrar samsetningar hagvaxtar í Kína sem er langstærsti kaupandi málma á heimsvísu. Hluti af verðlækkun innlendra álframleiðenda skýrist af lækkun álags til þeirra en það hafði áður hækkað mikið samkvæmt tölum Hagstofu Íslands. Gert er ráð fyrir að framhald verði á lækkun álverðs og horfur hafa versnað frá því í ágúst. Áætlað er að verð til innlendra álframleiðenda lækki um liðlega 7% í ár, sem er um 4½ prósentu meiri lækkun en í ágúst, og gert er ráð fyrir 5½% lækkun til viðbótar á næsta ári (mynd II-10).

Snörp síðsumarslækkun olíuverðs og búist við að það haldist lágt lengur en áður var vænst

Verð á hráolíu hefur farið lækkandi það sem af er ári og reyndist verðlækkunin sérlega snörp á þriðja fjórðungi ársins. Hráolíuverð var þá orðið rúmlega helmingi lægra samanborið við sama fjórðung í fyrra. Útlit er fyrir að olíumarkaðir verði lengur að aðlaga sig að offramboði af olíu en búist var við fyrr á árinu. Áætlanir helstu spáaðila um olíuverð og verðþróun á framvirkum mörkuðum benda þannig til þess að verð á hráolíu haldist lágt lengur en vænst var í ágúst (mynd II-10).

Meiri lækkun hrávöruverðs utan olíu en gert var ráð fyrir

Verð á hrávöru utan olíu í Bandaríkjadöllum hefur lækkað sleitulaust síðan á öðrum fjórðungi ársins 2013. Aukið framboð og minni eftirspurn hefur valdið því að matvælavæð hefur lækkað um 12% frá fyrra ári og verð á málum hefur ekki verið lægra síðan árið 2010. Nú er talið að hrávöruverð utan olíu lækki um 17% frá fyrra ári á þessu ári og 5% á næsta ári og eru þetta talsvert meiri lækkanir en gert var ráð fyrir í ágúst.

Heldur lakari horfur um viðskiptakjör

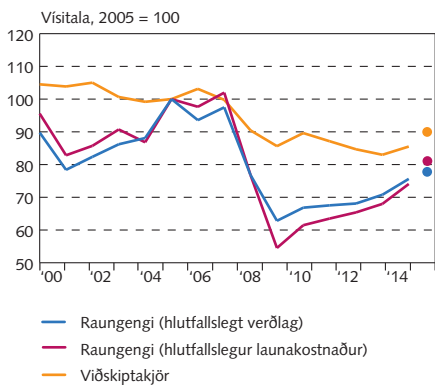
Bati viðskiptakjara hófst á öðrum fjórðungi síðasta árs og jókst fram á fyrsta fjórðung þessa árs. Nú benda bráðabirgðatölur Hagstofunnar til þess að viðskiptakjör hafi batnað um 7,7% frá fyrra ári á öðrum ársfjórðungi og er það áþekkur bati og gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamállum*. Búist er við að það hægi á batanum á seinni hluta ársins og að batinn á árinu í heild nemi liðlega 5% sem er um ½ prósentu minni bati en í ágústspánni (mynd II-11). Skýrist munurinn að nær öllu leyti af minni hækkun útflutningsverðs vegna meiri lækkunar álverðs en spáð var í ágúst. Horfur um viðskiptakjör eru svipaðar og í ágúst fyrir næsta ár en óvissa hefur aukist.

Fjarar ört undan bata í samkeppnisstöðu þjóðarbúsins vegna mikilla launahækkana

Á þriðja ársfjórðungi náði raungengið hæsta gildi sínu frá því um mitt ár 2008. Á milli ára reyndist hækkunin 5,5% þar sem nafngengi krónunnar styrktist um 4% og verðbólga var 1,4 prósentum meiri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands. Þrátt fyrir hækkunina er raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag þó enn um 5,6% lægra en það hefur að meðaltali verið undanfarin þrjátíu ár.

Gangi spá bankans eftir er útlit fyrir að raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag verði liðlega 4% hærra að meðaltali á þessu ári en í fyrra (mynd II-11). Hækkun raungengis miðað við hlutfallslegan

Mynd II-11

Raungengi og viðskiptakjör 2000-2015¹

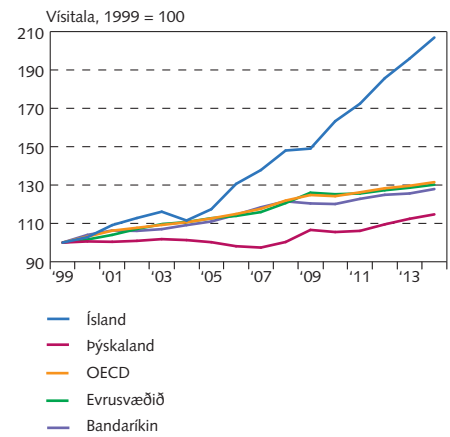
1. Punktur sýna viðskiptakjör og raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag samkvæmt grunnspá Seðlabankans fyrir árið 2015 og raungengi út frá hlutfallslegum launakostnaði m.v. spá OECD um þróun launakostnaðar á framleiðda einingu í stærstu viðskiptalöndum Íslands árið 2015.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

launakostnað á framleidda einingu verður enn meiri í ljósi verulegra launahækkana í nýgerðum kjarasamningum. Gangi spáin eftir gæti raungengið á þennan mælikvarða hækkað um ríflega 10% í ár. Kemur þessi hækkun í kjölfar langvarandi tímabils mun meiri hækkana launakostnaðar hér á landi en í helstu samkeppnislöndum (mynd II-12). Miðað við horfur um þróun launa á komandi árum er allt útlit fyrir að samkeppnisstaða þjóðarbúsins haldi áfram að rýrna. Eins og rakið er í rammagrein 2 mun það að öðru óbreyttu hafa töluverð áhrif á utarríkisviðskipti þjóðarinnar.

Mynd II-12

Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.