

## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Nokkuð hefur fjarað undan efnahagsbatanum í helstu viðskiptalöndum Íslands frá miðbiki árs í fyrra og búist er við að tímabil veikburða hagvaxtar og lítillar verðbólgu verði nokkru lengra en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans. Horfur eru á að hagvöxtur í heiminum verði hinn minnsti í ár frá því á samdráttarárinu 2009 og að alþjóðaviðskipti verði enn í sögulegri lægð. Órói á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur verið minni en í upphafi árs þrátt fyrir nokkurn titring í tengslum við óvænt kosningaúrslit beggja vegna Atlantsála, hrávöruverð hefur hækkað það sem af er ári og efnahagshorfur nýmarkaðsríkja skánað. Horfur um viðskiptakjör Íslands eru betri en í ágústspánni en mikil hækkun raungengis veikir samkeppnisstöðu þjóðarbúsins.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

#### Fjarað hefur undan efnahagsbata helstu viðskiptalanda ...

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands var 1,6% á fyrri helmingi ársins í takt við ágústspá Seðlabankans. Það er ½ prósentu minni vöxtur en á sama tímabili í fyrra þegar hagvöxtur hafði sótt í sig veðrið um tveggja ára skeið í kjölfar þess að samdráttarskeiðinu á evrusvæðinu lauk. Frá miðbiki árs 2015 hefur því fjarað undan efnahagsbatanum í viðskiptalöndunum. Hagvöxtur hefur t.d. minnkað nokkuð á evrusvæðinu og í Bretlandi, en þó sér í lagi í Bandaríkjunum (mynd II-1). Þar var hagvöxtur tæplega tvöfalt minni á fyrstu þremur ársfjórðungunum í ár samanborið við í fyrra, einkum vegna lítillar fjárfestingar, en vöxtur einkaneyslu hefur verið ágætur enda þróttmikill bati á vinnumarkaði.

#### ... en hagvísar hafa skánað lítillega í Bandaríkjunum

Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hafa hagvísar fyrir Bandaríkin heilt á litið reynst nokkru verri en markaðsaðilar höfðu vænst (mynd II-2) en leiðandi vísbendingar gefa hins vegar til kynna að hagvaxtarhorfur hafi aðeins skánað upp á síðkastið (mynd II-3). Áhrif óvæntur niðurstöðu í bandarísku forsetakosningunum eiga enn eftir að koma fram, auk þess sem óvissa ríkir um hækkanir Seðlabanka Bandaríkjanna á vöxtum næstu misserin. Undirstöður hagvaxtar eru engu að síður styrkari vestanhafs en á evrusvæðinu og í Japan þar sem enn er glímt við arfleifð fjármálakreppa og minni tiltrú virðist vera til staðar á getu hagstjórnaraðila til að styðja við efnahagsbata.

Hagvísar í Bretlandi hafa batnað í kjölfar snarpra fyrstu viðbragða við ákvörðun Breta í sumar um að ganga úr Evrópusambandinu (ESB). Því virðist sem gengislækkun breska pundins og örvunaraðgerðir Englandsbanka hafi aukið tiltrú og stutt við eftirspurn. Á hinn bóginn fjölgar vísbendingum um að efnahagslegur aðskilnaður Breta frá ESB gæti orðið sársaukafullur, þótt formlegar samningaviðræður um umgjörð viðskipta og fjármála í kjölfar útgöngu Breta séu ekki hafnar.

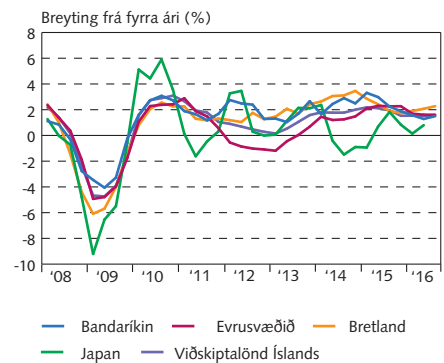
#### Heimshagvöxtur með minnsta móti í ár ...

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem gefin var út í október sl., er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði lítillega minni í ár en í fyrra eða einungis 3,1%. Gangi spáin eftir verður þetta minnsti

Mynd II-1

#### Alþjóðlegur hagvöxtur

1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2016

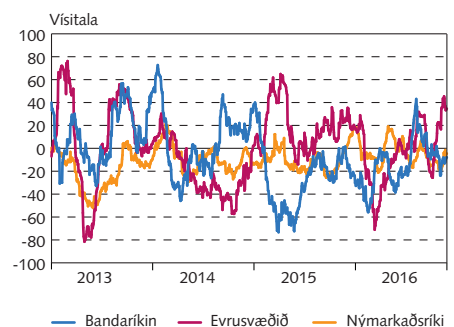


Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

#### Vísitala óvæntra hagvísu<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2013 - 11. nóvember 2016



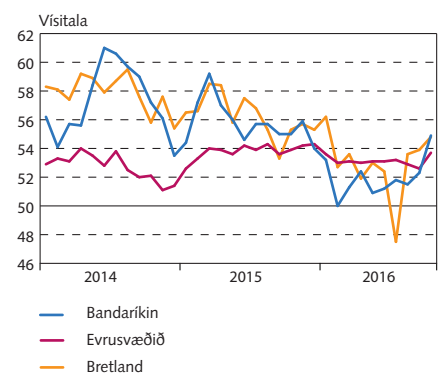
1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru betri en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísar séu jákvæðar eða neikvæðar.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

#### Leiðandi vísbendingar um hagvöxt<sup>1</sup>

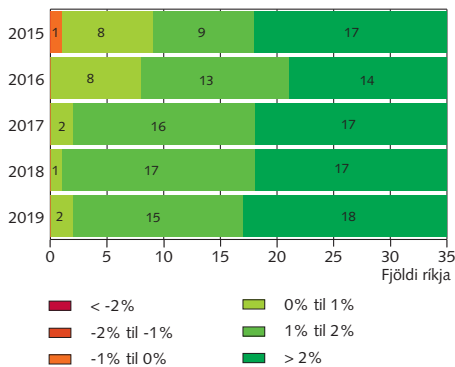
Janúar 2014 - október 2016



1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölnunnar er yfir 50 táknar það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 táknar það samdrátt.

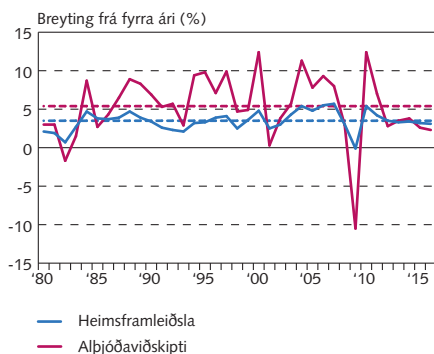
Heimild: Bloomberg.

Mynd II-4  
Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

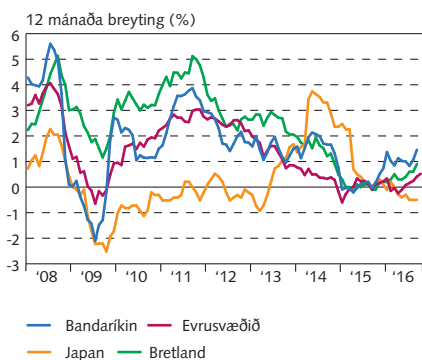
Mynd II-5  
Heimsframléiðsla og alþjóðaviðskipti  
1980-2016<sup>1</sup>



1. Brotalínur sýna meðaltal árunum 1980-2015. Gildi ársins 2016 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2016).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6  
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum  
Janúar 2008 - október 2016



Heimild: Macrobond.

vöxtur í heimsbúskapnum frá samdráttarárinu 2009. Horfur í þróuðum ríkjum hafa versnað að mati sjóðsins. Hann býst við að hagvöxtur í þróuðum ríkjum verði einungis 1,6% í ár og að ríki með meira en 1% hagvöxt verði færri en sjóðurinn áætlaði í vor (mynd II-4). Hins vegar telur sjóðurinn að skeið minnkandi hagvaxtar í nýmarkaðsríkjum sé á enda runnið. Þar vegur þungt að sjóðurinn er bjartsýnni um skammtímahagvaxtarhorfur í Kína en áður og að landið verði því áfram, ásamt öðrum ríkjum Asíu, megináflvaki heimshagvaxtar á komandi árum. Bættar horfur meðal stórra hrávöruútflytjenda sem hafa glímt við mikinn samdrátt að undanfögnu, einkum Brasilíu og Rússlands, hafa einnig sitt að segja en bati í þróun alþjóðlegs hrávöruverðs og aukin fjármagnsflæði það sem af er ári hafa örvað efnahagslíf þessara ríkja. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn væntir þess að framhald verði á þessari þróun og heimshagvöxtur aukist í 3,4% á næsta ári, þótt hagvöxtur í þróuðum ríkjum aukist lítið.

### ... og horfur á minni hagvexti á spátímabilinu meðal helstu viðskiptalanda Íslands

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði 1,6% í ár, sem eru nær óbreyttar horfur frá því í ágúst. Þar vegast á nokkru lakari hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum og betri horfur á evrusvæðinu og í Bretlandi. Horfur til næstu tveggja ára hafa hins vegar versnað samanborið við ágústspána, ekki síst vegna þess að búist er við að aðskilnaður Bretlands frá ESB verði nokkru harkalegri en áður var vænst, sem komi niður á efnahagssumsvifum á Bretlandseyjum og meginlandi Evrópu.

### Verri horfur um alþjóðaviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda

Undanfarin ár hafa einkennst af veikburða vexti alþjóðaviðskipta. Á árunum 2012-2015 nam meðalvöxtur þeirra 3,2%, sem er undir meðalvexti heimsframléiðslunnar á sama tímabili og einungis tæpur helmingur af langtíma leitnivexti þeirra (mynd II-5). Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að vöxtur alþjóðaviðskipta verði einungis 2,3% í ár, sem er tæpri ½ prósentu minni vöxtur en sjóðurinn gerði ráð fyrir í júlí. Í sögulegu tilliti hefur svo lítil vöxtur nær einungis mælst á samdráttartímum í heimsbúskapnum en sjóðurinn telur lítinn vöxt efnahagssumsvifa og þá sérstaklega fjárfestingar skýra öðru fremur lítinn vöxt alþjóðaviðskipta á undanfögnu árum (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2016). Horfur um eftirspurn í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa sömuleiðis versnað. Í ár er einungis gert ráð fyrir 2,5% vexti innflutnings viðskiptalanda, sem er lækkun um prósentu frá fyrra ári.

### Verðbólga enn sem fyrr lítil

Ársverðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist eingöngu 0,6% í fyrra enda lækkaði olíuverð um tæpan helming og annað hrávöruverð um tæpan fimmting á árinu, auk þess sem framléiðsluslaki var enn til staðar í flestum ríkjanna. Samkvæmt tölum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var verðbólga á árinu 2015 undir langtímaverðbólguvæntingum í 85 af 120 ríkjum og í fimmtingi tilvika var um verðhjöðnun að ræða (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 3, október

2016). Verðbólga hefur víðast hvar sótt hægt og bitandi í sig veðrið eftir því sem hrávöruverð hefur hækkað og grunnáhrifa mikilla lækkana hættir að gæta í mælingum tólf mánaða verðbólgu (mynd II-6). Í september sl. var verðbólgan 1,5% í Bandaríkjunum, 0,4% á evrusvæðinu og 0,9% í Bretlandi, en á sama tíma í fyrra mældist í öllum tilvikum lítills háttar verðhjöðnun. Heilt á litið eru horfur á lítilla minni verðbólgu í viðskiptalöndunum á spátímanum en búist var við í ágúst.

### Sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum

Tíðar sviptingar hafa átt sér stað á alþjóðlegum fjármálamörkuðum undanfarin misseri, ekki síst í fyrra og í upphafi þessa árs. Þessar sviptingar hafa einkum tengst áhyggjum af efnahagsþróuninni í Kína, veikburða efnahagsbata í þróuðum ríkjum og langvarandi áraun á peningastefnuna, sem hefur notið takmarkaðs stuðnings frá annarri hagstjórn. Aukins stöðugleika hefur þó gætt frá upphafi ársins ef frá er talinn skammvinnur órói sem gætti sl. sumar í kjölfar þjóðar- atkvæðagreiðslunnar í Bretlandi og á ný í kjölfar niðurstöðu bandarísku forsetakosninganna. Áhyggjur af skammtímahorfum í kínverskum þjóðarbúskap virðast almennt hafa minnkað og markaðsaðilar vænta þess að peningastefna helstu seðlabanka heims muni áfram örva eftirspurn lengur en áður var vænst (mynd II-7). Áhættu- og vaxtaálag hefur því almennt farið lækkandi (myndir II-8 og II-9), hrávöruverð hækkað nokkuð eftir miklar lækkanir þar á undan (mynd II-10) og fjármagnsinnflæði til nýmarkaðsríkja aukist á nýjan leik. Fjármálaleg óvissa hefur því minnkað frá því í ágúst þótt áfram sé ástandið á alþjóðlegum mörkuðum óvenjulegt, samanber verulegt umfang úti- standandi ríkisskuldabréfa fjölda landa með neikvæða ávöxtunarkröfu, auk þess sem óvissu gætir um aðgerðir nýs forseta Bandaríkjanna í efnahagsmálum.

### Útflutningsverð og viðskiptakjör

#### Verð sjávarafurða hefur hækkað mikið á undanförunum árum og áfram er búist við lítills háttar hækkunum ...

Verð á sjávarafurðum hækkaði um tæplega fimmtung í erlendum gjaldmiðlum á árunum 2014-2015. Það sem af er ári hefur hægt á verðhækkuninni þótt verðlag botnfiskafurða hafi þokast upp, sérstaklega ferskra og landfrystra afurða. Í ár er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða muni hækka um 1% í erlendum gjaldmiðlum, sem er heldur minni hækkun en búist var við í síðustu spá. Horfurnar eru hins vegar lítilla betri þegar litið er lengra fram á veginn en heilt á litið er gert ráð fyrir um 2% hækkun verðlags sjávarafurða út spátímabilið (mynd II-10).

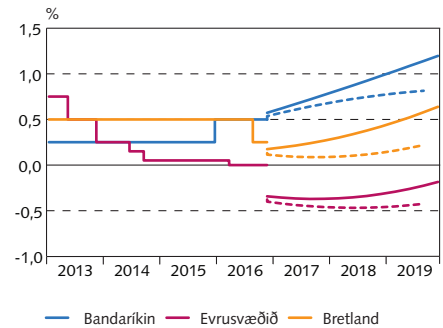
#### ... en þróun álverðs það sem af er ári hefur verið óhagstæðari

Álverð hefur lækkað talsvert það sem af er ári og er þá sama hvort horft er til þróunar álverðs á alþjóðlegum mörkuðum eða álags á verð sem álfyrirtækin hér njóta vegna framleiðslu á verðmætara áli. Því er áætlað að álverð í Bandaríkjadöllum að teknu tilliti til álagsins verði 14% lægra í ár en í fyrra, sem er tæpum 2 prósentum meiri lækkun en í ágústspánni. Gert er ráð fyrir að álverð hækki samtals um 5% á næstu þremur árum (mynd II-10).

Mynd II-7

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>

Janúar 2013 - nóvember 2019

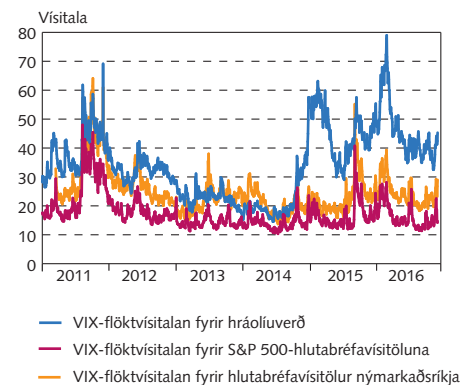


1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 11. nóvember 2016 og ársfjórðungs- legar tölur 4. ársfj. 2016 til 4. ársfj. 2019. Bandarísku vextirnir eru efrí mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir ECB. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Over- night Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 11. nóvember 2016 en brotalínur frá 19. ágúst 2016.  
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-8

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 11. nóvember 2016

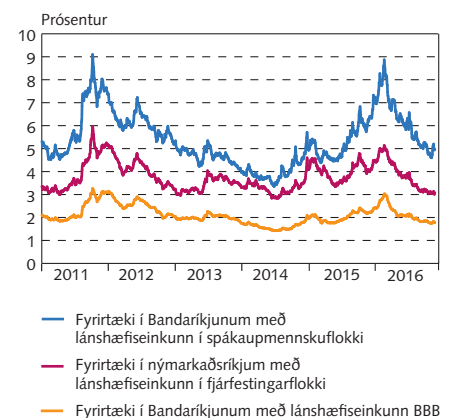


1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.  
Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-9

Vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 11. nóvember 2016

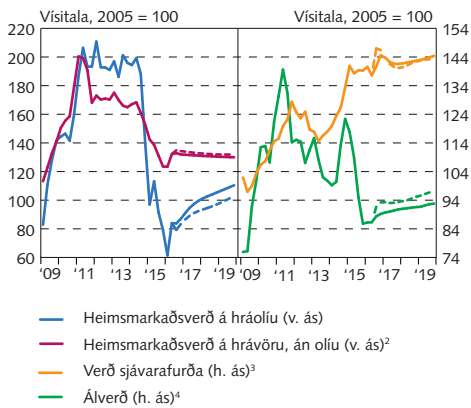


1. Skuldabréfavisitölur Bank of America Merrill Lynch.  
Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-10

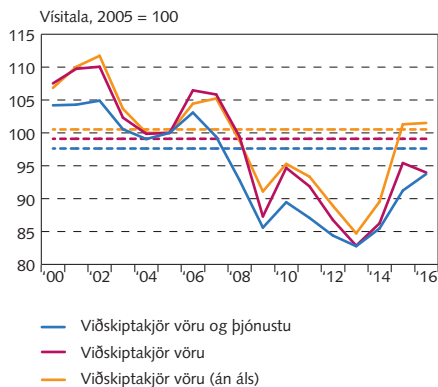
Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru<sup>1</sup>

1. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2019



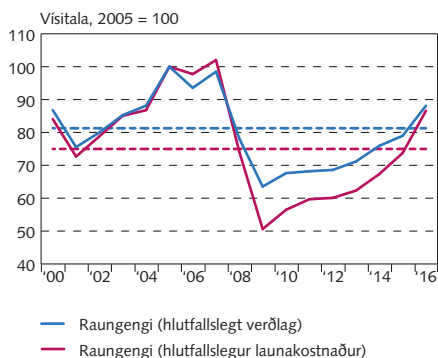
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2016/3. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals.  
 Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2000-2016<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016. Brotalinur sýna 25 ára meðaltöl (1992-2016).  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Raungengi 2000-2016<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016. Brotalinur sýna 25 ára meðaltöl (1992-2016).  
 Heimildir: Seðlabanki Íslands.

## Búist er við herra olíuverði en í ágústspánni ...

Heimsmarkaðsverð á olíu hefur sveiflast á bilinu 47-50 Bandaríkjadalir á tunnu sl. sex mánuði eftir að það hækkaði um riflega helming frá því að það náði lágmarki í janúar sl. Olíuverð hækkaði reyndar nokkuð skarpt í september eftir að OPEC-ríkin ákváðu að setja á framleiðslu-takmarkanir til að vega á móti offramboði á olíumarkaði en hækkunin hefur gengið að nokkru leyti til baka á síðustu vikum. OPEC-ríkin funda á ný í þessum mánuði en mikil óvissa er um niðurstöðu þess fundar og áhrif hennar á heimsmarkaðsverð á olíu. Horfur eru á herra verði en í ágúst og því búist við minni lækkun á þessu ári en þá var áætlað og meiri hækkunum á næstu árum (mynd II-10).

## ... en lægra hrávöruverði án olíu

Alþjóðlegt hrávöruverð án olíu hækkaði lítillega milli ára á þriðja árs-fjórðungi eftir að hafa lækkað samfleytt í riflega þrjú ár þar á undan. Matvælaværing hefur hækkað nokkuð það sem af er ári vegna áhrifa hlýsjávarstraumsins El Niño en hækkunin reyndist nokkru minni en áður hafði verið búist við. Á hinn bóginn hefur hægt á lækkun verðs málma og ýmissa landbúnaðarvara. Gert er ráð fyrir að hrávöru-verð án olíu muni lækka um tæp 3% á þessu ári í stað 2% í síðustu *Peningamála* (mynd II-10).

## Viðskiptakjör batna meira á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu samanlagt um 10% á árunum 2014 og 2015. Á öðrum fjórðungi þessa árs bötnuðu þau um 2,3% milli ára samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands og er það heldur minni bati en gert var ráð fyrir í ágúst. Búist er við kröftugri bata á seinni hluta ársins en áætlað var í ágúst og því tæplega 3% bata á árinu í heild (mynd II-11). Það er nokkru meira en spáð var í ágúst þrátt fyrir meiri hækkun olíuverðs og óhagstæðari verðþróun sjávar- og álafurða. Skýrist það að mestu leyti af hagstæðari þróun verðlags á öðrum inn- og útflutningi. Eins og sést á mynd II-11 er viðskiptakjarabatinn enn meiri þegar eingöngu er horft til viðskiptakjara vöruviðskipta án áls en á þann mælikvarða hafa þau batnað um 20% á árunum 2014-2016. Líkt og í ár er gert ráð fyrir meiri viðskiptakjara-bata á næsta ári en spáð var í ágúst. Óvissa hefur hins vegar aukist vegna slaks alþjóðlegs efnahagsbata (sjá nánar í kafla I).

## Raungengi hefur hækkað mikið að undanfögnu ...

Raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags hefur hækkað mikið að undanfögnu. Á þriðja ársfjórðungi var það hið hæsta síðan í lok árs 2007. Milli ára hækkaði raungengið um 13,3%. Þar af hækkaði nafngengi krónunnar um 12,9% en verðbólga var um 0,3 prósentum meiri hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndunum. Raungengið er nú orðið um 11% herra en það hefur verið að meðaltali undanfarnin 25 ár.

## ... sem veikir samkeppnisstöðu þjóðarbúsins

Gangi spá bankans eftir mun raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækka um 11½% í ár (mynd II-12). Hækkun raungengis á mælikvarða hlutfallslegs launakostnaðar á framleidda einingu verður hins vegar

mun meiri í ljósi verulegra launahækkana eða um 17½%. Á undanförnum árum hefur hækkun launakostnaðar innlendra fyrirtækja verið umtalsvert meiri en í helstu samkeppnislöndum, sem er til þess fallið að veikja samkeppnisstöðu þjóðarbúsins. Eins og fjallað er um í kafla I er ekki lengur gert ráð fyrir óbreyttu nafngengi út spátímabilið og því eru nú horfur á meiri hækkun raungengis en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*.

