

## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa versnað frá því í febrúarspá *Peningamála* og eru einnig taldar tvísýnni. Hagvöxtur í heimsbúskapnum í fyrra var hinn minnsti í sex ár og útlit er fyrir að alþjóðaviðskipti vaxi hægar en heimsframleiðslan annað árið í röð. Alþjóðleg verðbólga er enn lítil og búist er við að hún aukist hægar en áður var gert ráð fyrir. Tíðar sviptingar hafa átt sér stað á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, nú síðast í upphafi árs, en þær hafa jafnan gengið til baka, m.a. vegna umfangsmikilla aðgerða seðlabanka. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa batnað verulega frá miðbiki árs 2014 og búist er við áframhaldandi bata í ár en þó minni en vænst var í febrúar. Raungengið hefur einnig hækkað mikið, sérstaklega miðað við hlutfallslegan launakostnað.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

#### Nokkuð hægði á efnahagsbata helstu viðskiptalanda á síðari árhelmingi í fyrra ...

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 1,8% í fyrra, eins og árið þar á undan, líkt og gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Hagvöxtur minnkaði víðast hvar meðal þróaðra ríkja á síðari helmingi ársins. Á síðasta fjórðungi þess mældist einungis 1,4% ársvöxtur í helstu viðskiptalöndunum (mynd II-1). Árin tvö þar á undan hafði hagvexti í viðskiptalöndunum smám saman vaxið ásmegin og nálgast þrjátíu ára sögulegt meðaltal sem er 2,1%. Hagvöxtur síðasta árs var óbreyttur í Bandaríkjunum frá fyrra ári og mældist 2,4% en jókst á milli ára á evrusvæðinu og var 1,6%. Einkaneysla hefur sótt í sig veðrið beggja vegna Atlantsála og á bandarískum vinnumarkaði hefur nokkuð þróttmikill bati haldið áfram. Áhrif gengishækkunar Bandaríkjadal og olíuverðslækkunarinnar hafa leitt til þess að dregið hefur úr framlagi utanríkisviðskipta og fjárfestingar í orkugeiranum til hagvaxtar. Í Japan var 0,5% hagvöxtur í fyrra þrátt fyrir samdrátt innlendrar eftirspurnar en enginn hagvöxtur mældist árið áður.

Ekki var samdráttur á neinu Norðurlandanna í fyrra í fyrsta sinn frá árinu 2011. Mikill hagvöxtur var í Svíþjóð, löngu samdráttarskeiði virðist lokið í Finnlandi og rúmlega 1% hagvöxtur var í Danmörku annað árið í röð. Mikil lækun olíuverðs hefur hins vegar haft umtalsverð áhrif í Noregi þar sem hagvöxtur hefur minnkað ört.

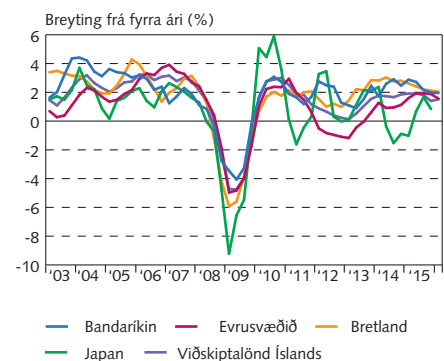
#### ... og hagvöxtur í heimsbúskapnum var hinn minnsti frá því í fjármálakreppunni

Heimshagvöxtur var 3,1% í fyrra sem er minnsti vöxtur frá efnahagssamdrættinum árið 2009. Þróunin endurspeglar áframhaldandi veikburða efnahagsbata meðal þróaðra ríkja og minnkandi hagvöxt í nýmarkaðsríkjum. Einungis 4% hagvöxtur var að meðaltali í nýmarkaðsríkjum og hafði hann minnkað um ríflega 1½ prósentu frá meðalhagvexti næstu fimm ára á undan. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum hefur farið minnkandi frá árinu 2010 þegar hann var 7,4%. Enn er þó meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum borinn uppi af nýmarkaðsríkjum. Um og yfir 7% hagvöxtur var í fyrra meðal tveggja stóru

Mynd II-1

#### Alþjóðlegur hagvöxtur

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2016

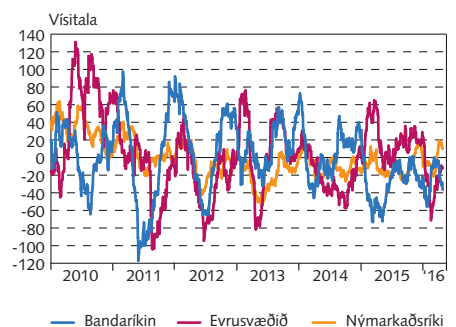


Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

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

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 6. maí 2016



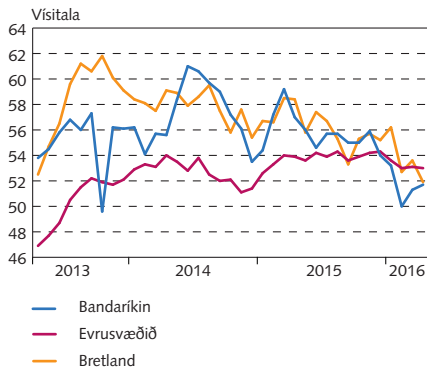
1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru betri en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

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

Apríl 2013 - apríl 2016

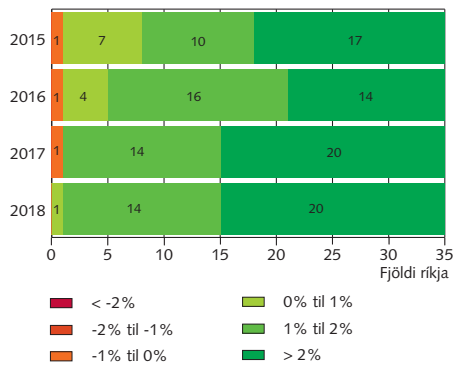


1. Visitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Visitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitalunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.

Heimild: Bloomberg.

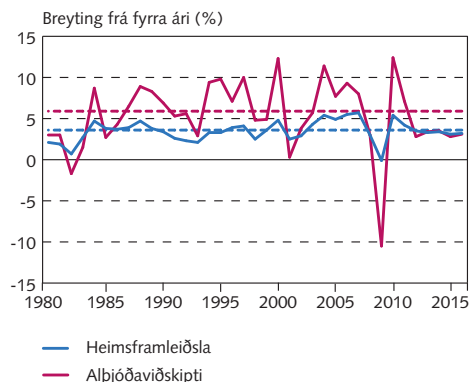
Mynd II-4

Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-5

Heimsframléiðsla og alþjóðaviðskipti 1980-2016<sup>1</sup>

1. Brotalínur sýna 30 ára meðaltal (1980-2015).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

hrávöruinnflytjendanna í þeirra hópi, Kína og Indlands, en tæplega 4% samdráttur í Rússlandi og Brasilíu, sem hafa orðið fyrir miklum búsifjum, m.a. af völdum olíu- og hrávöruverðslækkunarinnar.

### Verri hagvísar en vænst var ýttu undir áhyggjur af alþjóðlegum hagvexti í upphafi árs

Undir lok síðasta árs og það sem af er þessu ári hafa hagvísar fyrir Bandaríkin reynst verri en markaðsaðilar væntu (mynd II-2). Þróun hagvísar fyrir evrusvæðið var áþekkt, en þó með nokkurri töf. Áhyggjur af hagvaxtarhorfum jukust því og áttu þátt í þeim sviptingum sem urðu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í byrjun árs og fjallað er um hér á eftir. Heilt á litið gefa hagvísar til kynna að útlit sé fyrir áframhaldandi veikburða efnahagsbata (mynd II-3).

### Horfur á minni hagvexti í heimsbúskapnum á spátímanum ...

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir 3,2% heimshagvexti í ár, sem er tæpri ½ prósentu undir meðaltali síðustu þrjátíu ára. Versnandi hagvaxtarhorfur hafa sett svip sinn á spár sjóðsins frá miðbiki síðasta árs en fyrir ári bjóst hann við að hagvöxtur í fyrra og í ár yrði samtals um prósentu meiri en nú er gert ráð fyrir, auk þess sem þau ríki þar sem hagvöxtur væri yfir 2% í ár væru helmingi fleiri en nú er búist við (mynd II-4). Munar þar mestu um minni hagvöxt í þróuðum ríkjum sem mörg hver glíma enn við arfleifð fjármálakreppunnar, lítinn framleiðnivöxt og hæga fjölgun fólks á vinnufærum aldri. Í kjölfar mikillar lækkunar á verði olíu að undanfögnu hefur eftirspurn dregist meira saman í ríkjum sem flytja út olíu og aukist minna í ríkjum sem flytja inn olíu en söguleg reynsla gaf tilefni til að ætla. Olíuverðslækkunin virðist því ekki hafa orðið sú búbot fyrir heimshagvöxtinn sem vænst hafði verið.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn væntir þess að heimshagvöxtur aukist í 3,5% á næsta ári, einkum vegna aukins hagvaxtar í nýmarkaðsríkjum. Forsenda þess er þó að ástandið batni smám saman í þeim ríkjum sem glíma við mikinn samdrátt, ekki síst Brasilíu og Rússlandi, og að þjóðarbúskapur Kína aðlagist breyttum drifkröftum hagvaxtar án stórafalla. Um þetta ríkir hins vegar töluverð óvissa og telur sjóðurinn nú auknar líkur á að heimshagvöxtur reynist minni á næstu árum en hann taldi í janúar sl.

### ... og að vöxtur alþjóðaviðskipta verði minni en vöxtur heimsframléiðslu annað árið í röð

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður vöxtur alþjóðaviðskipta í ár minni en vöxtur heimsframléiðslu, líkt og í fyrra. Frá árinu 1980 hefur þetta einungis gerst tvö ár í röð í tvígang og þá í tengslum við djúpar efnahagskreppur árin 1982 og 2009 (mynd II-5).<sup>1</sup> Deilt er um hvort lítil vöxtur alþjóðaviðskipta endurspeglir veikburða efnahag eða hvort sívaxandi hnattvæðing viðskipta hafi einfaldlega runnið sitt skeið á enda.<sup>2</sup> Undanfarin misseri hefur vöxtur alþjóðaviðskipta

1. Sjá rammagrein 1.1 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). *World Economic Outlook*, apríl 2009.

2. Sjá t.d. B. Hoekman (2015). *The Global Trade Slowdown: A New Normal?* Washington: Center for Economic and Policy Research Press; og rammagrein 1.1 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2016). *World Economic Outlook*, apríl 2016.

einkum verið lítil í nýmarkaðsríkjum þar sem dregið hefur ört úr viðskiptum með fjárfestingarvörur samfara minnkandi fjárfestingarumsvifum.

### Horfur um hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda eru því lakari en í febrúar ...

Horfur eru á minni hagvexti og vexti eftirspurnar í helstu viðskiptalöndum Íslands en gert var ráð fyrir í febrúar, í takt við versnandi horfur um heimshagvöxt og alþjóðaviðskipti. Búist er við 1,6% hagvexti í viðskiptalöndunum í ár, sem er lækkun um 0,3 prósentur frá því sem gert var ráð fyrir í febrúar, en 2% á næstu tveimur árum. Vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda verður einnig minni í ár en vænst var í febrúar eða 3% að meðaltali. Lækkunin endurspeglar þó að hluta grunnáhrif þar sem eftirspurn viðskiptalandaanna reyndist tæpri ½ prósentu meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í síðasta hefti *Peningamála*, einkum sakir meiri vaxtar eftirspurnar í Bretlandi, Svíþjóð og á evrusvæðinu.

### ... og útlit fyrir að verðbólga aukist hægar en áður var ráðgert

Alþjóðleg verðbólga er sem fyrr lítil (mynd II-6). Þar vega áhrif lækkunar olíu- og hrávöruverðs þungt en undirliggjandi verðbólga er sömuleiðis víða lítil enda framleiðsluslaki enn nokkur í mörgum þróuðum ríkjum. Verðhjöðnun mældist á ný á evrusvæðinu í apríl. Í mars jókst verðbólga í Bretlandi í 0,5% og hefur hún ekki verið meiri um fimmtán mánaða skeið, en verðhjöðnun mældist þar um tíma sl. haust. Verðbólga hefur hins vegar hjaðnað í Bandaríkjunum og mældist 0,9% í mars. Búist er við að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði 0,9% í ár. Er það minni verðbólga en vænst var í febrúarspánni en þó meiri en mældist fyrir ári.

### Sviptingar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og efasemdir um svigrúm seðlabanka til frekari aðgerða

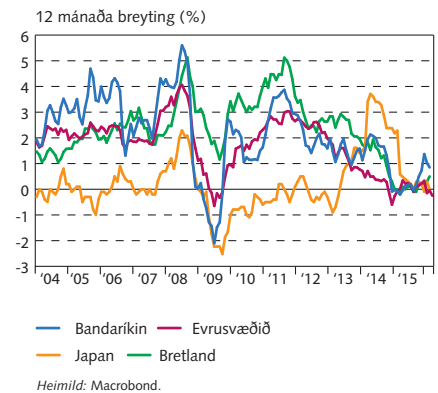
Við skilyrði minnkandi hagvaxtar í nýmarkaðsríkjum, áframhaldandi þróttlitis bata í þróuðum ríkjum, endaloka langrar uppsveflu á hrávörumörkuðum, gengishækkunar Bandaríkjadals og langvarandi áraunar á peningastefnu helstu ríkja heims geta alþjóðlegir fjármálamarkaðir verið næmir fyrir áföllum. Sakir lítills trausts markaðsaðila á getu stjórnvalda til að ráða við ástandið getur óróleiki auðveldlega myndast þegar vísbendingar birtast t.d. um versnandi hagvaxtar- og verðbólguhorfur. Þegar talsverðar sviptingar urðu á mörkuðum fyrir ári brugðust margir seðlabankar við hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga með umfangsmiklum aðgerðum í því skyni að auka slaka peningastefnunnar. Aftur varð verulegur órói á mörkuðum síðsumars í fyrra og enn á ný í upphafi þessa árs en í bæði skiptin mátti rekja upphaf titringsins til atburða í Kína. Í öllum þessum tilvikum lægði öldurnar að nýju, m.a. í kjölfar aðgerða stjórnvalda og seðlabanka (myndir II-7 og II-8).

Í sviptingunum í byrjun árs beindist kastljós markaðsaðila fyrst að stöðu nýmarkaðsríkja í kjölfar hrávöruverðslækkunarinnar, minnkandi fjármagnsflæðis til þeirra, gengishækkunar Bandaríkjadals og útbreiddrar skuldsetningar nýmarkaðsfyrirtækja í þeim gjaldmiðli. Í kjölfarið jukust síðan áhyggjur markaðsaðila af stöðu fjármálastofn-

Mynd II-6

#### Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

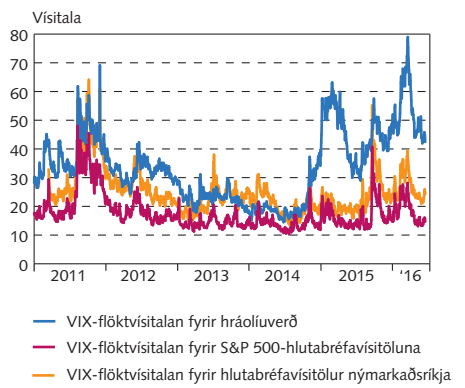
Janúar 2004 - apríl 2016



Mynd II-7

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

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 6. maí 2016

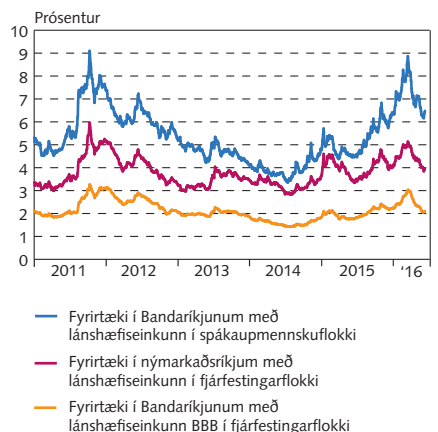


1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.

Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-8

#### Vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja í

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

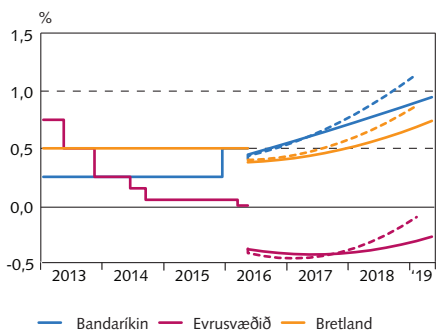
1. Samkvæmt Bank of America Merrill Lynch-skuldabréfavisitölum.

Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-9

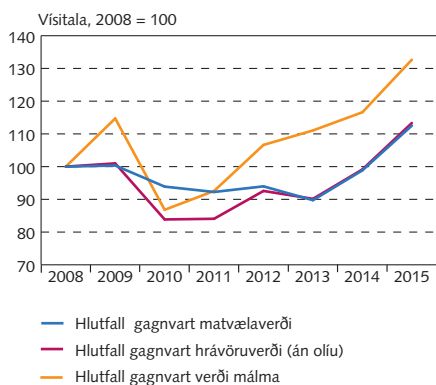
Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>

Janúar 2013 - maí 2019



1. Daglegar tölur 1. jan. 2013 til 6. maí 2016 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2016 til 2. ársfj. 2019. Bandarísku vextirnir eru efrni mörk vaxtabil Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir ECB. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 6. maí 2016 en brotalínur frá 5. febrúar 2016. Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-10

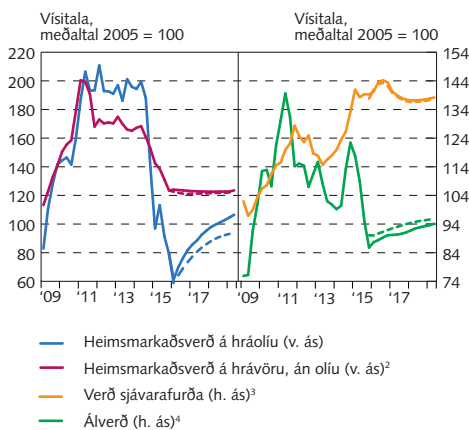
Hlutfall útflutningsverðs sjávarafurða og alþjóðlegs hrávöruverðs 2008-2015<sup>1</sup>

1. Öll verð mæld í Bandaríkjadöllum. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD.

Mynd II-11

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

1. ársfj. 2009 - 2. ársfj. 2019



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2016 - 2. ársfj. 2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. 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 vörutúftunnings. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadöls. Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ana, einkum í Evrópu og Japan, vegna áhrifa neikvæðra meginvaxta sumra seðlabanka á hagnað þeirra. Evrópskir bankar glímdu þegar við umfangsmikil vanskil og þurftu að styrkja eigin- og lausafjárstöðu sína til að uppfylla auknar kröfur. Töldu ýmsir markaðs- og greiningaraðilar að frekari aðgerðir seðlabanka myndu grafa enn frekar undan rekstrarstöðu fjármálastofnana. Markmið aðgerða Seðlabanka Evrópu (ECB) í byrjun mars að draga enn frekar úr taumhaldi peningastefnunnar virðist hins vegar hafa náðst og að um leið hafi styrkari stoðum verið rennt undir fjárhagsstöðu bankakerfisins með því að veita bönkum aðgang að langtímafjármögnun á afar hagstæðum kjörum. Framvirkir vextir benda til þess að fjárfestar vænti þess að vöxtum helstu seðlabanka verði haldið lágum um lengra skeið en þeir væntu í febrúar (mynd II-9).

## Útflutningsverð og viðskiptakjör

## Verð sjávarafurða hefur hækkað talsvert sl. tvö ár en álverð lækkað

Verðlag sjávarafurða hefur hækkað um ríflega 19% á síðustu tveimur árum, einkum verðlag botnfiskafurða. Nokkuð hægði á verðhækkun sjávarafurða og fiskmetis á fyrstu tveimur mánuðum ársins en hún nemur þó um 3,5% frá sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða hefur hækkað töluvert í samanburði við annað hrávöruverð og stöðug eftirspurn hefur verið eftir íslenskum botnfiskafurðum (mynd II-10). Búist er við að nokkur verðaöðlög sjávarafurða sé framundan og er áætlað að það lækki samtals um 4% á næstu tveimur árum (mynd II-11).

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur hins vegar lækkað stöðugt frá miðju ári 2014 og var meðalverðið á fyrsta ársfjórðungi um 16% lægra en fyrir ári. Horfur eru á að álverð að teknu tilliti til áætlaðrar verðuppbótar frá erlendum kaupendum til íslensku álfyrirtækjanna muni lækka um tæplega 13% á þessu ári. Á næstu tveimur árum er hins vegar búist við að álverð muni hækka lítillega á ný eða samtals um liðlega 4% (mynd II-11).

## Eldsneytisverð lækkaði mjög í fyrra en horfur eru á hækkun á næsta ári

Olíuverð lækkaði um 47% milli ára í fyrra samfara verulegri aukningu í heildarframboði olíu, innkomu Írana á olíumarkaðinn og minnkandi heimshagvexti. Olíuverð hefur þó hækkað nokkuð undanfarið og farið úr u.þ.b. 26 Bandaríkjadöllum á tunnuna um miðjan janúar í u.þ.b. 45 dali rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Það er þó enn um 60% lægra en það var áður en lækkunarhrinin hófst síðla árs 2014. Búist er við að olíuverð verði um fjórðungi lægra í ár en fyrir ári sem er nokkru minni lækkun en gert var ráð fyrir í febrúar. Þá er áætlað að olíuverð hækki aftur um fjórðungi milli ára á næsta ári og um 11% árið 2018 sem er svipað og spáð var í síðustu *Peningamálum* (mynd II-11).

## Hrávöruverð án olíu hefur lækkað um 30% frá árinu 2011

Hrávöruverð án olíu lækkaði um 17,5% milli ára í fyrra og hafði því lækkað um 30% frá árinu 2011 vegna aukins framboðs og minni eftirspurnar. Matvælavörð hækkaði þó í byrjun ársins vegna áhrifa hlý-sjávarstraumsins El Niño. Verð á málmum hækkaði milli ára í febrúar í

fyrsta sinn í fimm mánuði en lækkaði á nýjan leik í mars. Búist er við að hrávöruverð lækki enn frekar í ár en haldist tiltölulega stöðugt frá næsta ári (mynd II-11).

### Viðskiptakjör hafa batnað verulega

Viðskiptakjör vöru og þjónustu hafa batnað óslitið milli ára frá öðrum ársfjórðungi 2014 og hafa viðskiptakjaraáhrif hér á landi verið mun jákvæðari en víða í iðnríkjunum, sérstaklega þegar þróunin er borin saman við aðra hrávöruútflytjendur í þeirra hópi (sjá rammagrein 1). Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötunðu viðskiptakjör á fjórða ársfjórðungi um 0,7% frá fyrra ári (mynd II-12). Batinn á árinu 2015 í heild nam því um 6,8% sem er áþekkur bati og gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þrátt fyrir batann voru viðskiptakjör enn tæpum 14% lakari í fyrra en þau voru hagstæðust áður en fjármálakreppan skall á. Vísendingar eru um að viðskiptakjör hafi batnað enn frekar það sem af er ári og er talið að þau muni batna um tæplega 2% á árinu í heild en að þau rýrni lítillaga á næstu tveimur árum.

### Raugengi orðið hærra en þrjátíu ára meðaltal þess ...

Raugengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags á fyrsta ársfjórðungi hefur ekki mælst hærra síðan í byrjun árs 2008 (mynd II-12). Frá sama ársfjórðungi í fyrra hækkaði raugengið um 9,6% þar sem nafngengi krónu hækkaði um 8,5% og verðbólga hér á landi var rúmlega 1 prósentu meiri en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands. Raugengið mælt á þennan mælikvarða er því orðið tæpu ½% hærra en það hefur verið að meðaltali undanfarin þrjátíu ár. Eins og rakið er í rammagrein 3 er líklegt að jafnvægisraugengið hafi hækkað nokkuð undanfarin misseri og því sé líklegt að hækkunin endurspegli að nokkru leyti aðlögun raugengis að hærra jafnvægisgildi sínu.

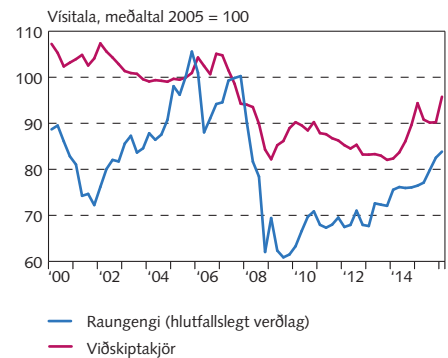
### ... og samkeppnisstaða þjóðarbúsins rýrnar

Gangi spá *Peningamála* eftir mun raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag verða tæplega 8% hærra á þessu ári en það mældist í fyrra. Búist er við að raugengi miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu hækki mun meira eða um ríflega 16% frá fyrra ári og skýrist hækkunin af verulegum launahækkunum í kjarasamningum (sjá kafla V). Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað umtalsvert meira en í helstu samkeppnislöndum á undanförunum árum (mynd II-13) og hefur samkeppnisstaða þjóðarbúsins því versnað. Horfur um þróun launa á komandi árum benda til enn veikari samkeppnisstöðu á spátímanum og hefur það að öðru óbreyttu neikvæð áhrif á utaríkisviðskipti þjóðarinnar (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2015/4).

Mynd II-12

#### Raugengi og viðskiptakjör<sup>1</sup>

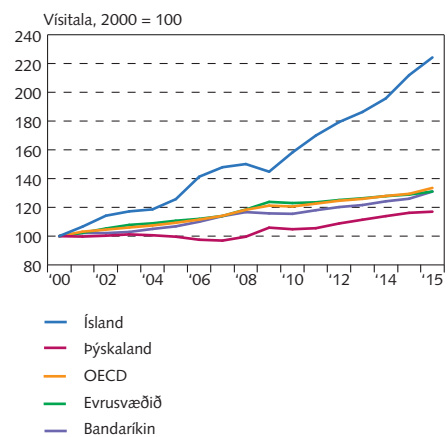
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2016



1. Viðskiptakjör og raugengi á 1. ársfjórðungi 2016 samkvæmt grunnsþá Seðlabankans.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

#### Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum 2000-2015



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.