

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvöxtur hefur heldur sótt í sig veðrið í heiminum og aukinnar bjartsýni gætir um horfur fyrir þetta ár. Spáð er meiri hagvexti í helstu viðskiptalöndum í ár en í febrúarspá Seðlabankans. Einnig er útlit fyrir að hagvöxtur verði í auknum mæli fjárfestingardrífinn og því bæti meira í vöxt innflutnings í helstu viðskiptalöndum en áður var gert ráð fyrir. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist á síðustu mánuðum með vaxandi efnahagssumsvifum og hækkun orku- og hrávöruverðs. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa batnað verulega frá miðbiki árs 2014 og er búist við að sú þróun haldi áfram. Raungengið hefur haldið áfram að hækka og var á fyrsta ársfjórðungi komið fimmtungi yfir sögulegt meðaltal sem endurspeglar viðskiptakjarabatann og vöxt útflutnings sem hefur leitt til mikils afgangis á viðskiptajöfnuði og bætt ytri stöðu þjóðarbúsins.

Alþjóðleg efnahagsþróun

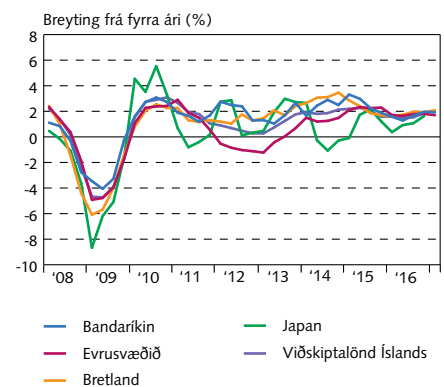
Hægari efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum í fyrra en hagvöxtur á fjórða ársfjórðungi þó umfram væntingar ...

Líkt og gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans mældist hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands 1,6% í fyrra sem er nokkru minni vöxtur en tvö árin þar á undan. Í nær öllum viðskiptalöndum dró úr hagvexti frá fyrra ári. Á síðari helmingi ársins jókst hann þó meðal flestra þróaðra ríkja og mældist 1,9% að meðaltali í helstu viðskiptalöndunum á síðasta fjórðungi þess (mynd II-1). Fjárfesting sótti í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs beggja vegna Atlantsála samhliða aukinni eftirspurn, lágum vöxtum og hækkingu hrávöruverði sem leitt hefur til aukinnar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði. Batinn á vinnu- markaði hefur reynst þróttmikill vestanhafs, í Bretlandi og í Japan þar sem atvinnuleysi hefur ekki mælst minna síðan fyrir fjármálakreppu (mynd II-2). Þótt hægt hafi á efnahagsbata á evrusvæðinu í fyrra nær hann til fleiri landa innan myntsvaldisins og atvinnuleysi hefur ekki verið minna á því síðan í maí 2009. Hagvöxtur mældist í öllum ríkjum svæðisins og var hann um og yfir 2% í níu þeirra. Á sama tíma hefur heldur hægt á efnahagssumsvifum á Norðurlöndunum fyrir utan Finnland þar sem þau hafa sótt í sig veðrið eftir að löngu samdráttarskeiði lauk árið 2015. Í Danmörku og Noregi mældist liðlega 1% hagvöxtur í fyrra en yfir 3% vöxtur var í Svíþjóð annað árið í röð.

... og hagvöxtur í heimsbúskapnum var sá minnsti frá því í fjármálakreppunni

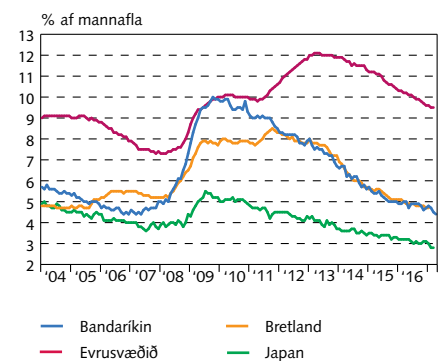
Heimshagvöxtur var 3,1% í fyrra sem er minnsti vöxtur frá efnahags- samdrættinum árið 2009. Þessi þróun endurspeglar hægari efnahags- bata bæði meðal þróaðra ríkja og nýmarkaðsríkja. Hagvöxtur var að meðaltali 1,7% meðal þróaðra ríkja og hefur ekki verið minni síðan árið 2013. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum var 4,1% sem er um 1½ prósentu minna en meðalhagvöxtur síðustu sex ára á undan. Enn er þó meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum borinn uppi af nýmarkaðs- ríkjum og þá sérstaklega hrávöruinnflytjendunum tveimur, Kína og

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2017



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Atvinnuleysi¹
Janúar 2004 - apríl 2017

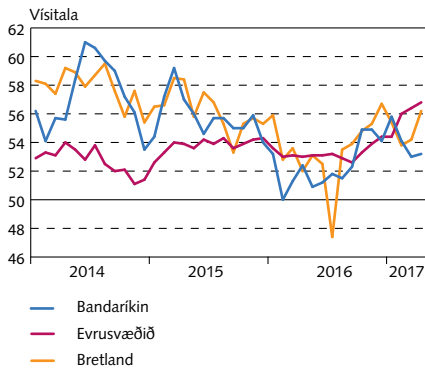


1. Árstíðarleiddar tölur.
Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

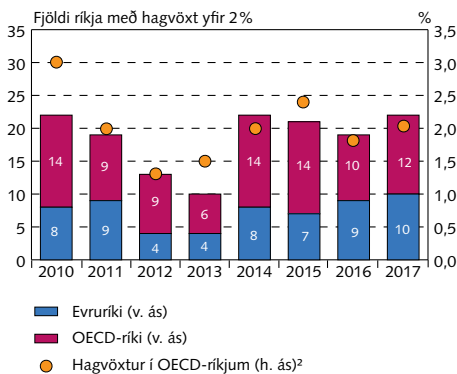
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt¹

Janúar 2014 - apríl 2017



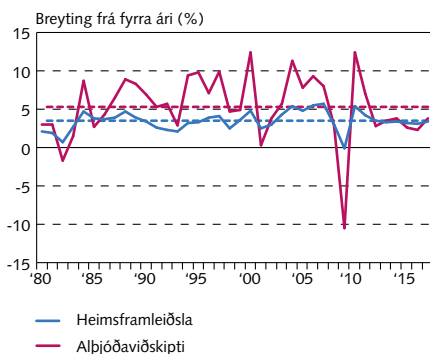
1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.
Heimild: Bloomberg.

Mynd II-4

Hagvaxtarþróun meðal OECD-ríkja¹

1. Að Litháen, Möltu og Kýpur meðtöldum þar sem þau heyrta til evrusvæðisins en eru ekki í OECD, alls 38 lönd. 2. Gildi ársins 2017 byggist á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2017).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD.

Mynd II-5

Heimsframleiðsla og alþjóðaviðskipti 1980-2017¹

1. Brotalinur sýna meðaltal árána 1980-2016. Gildi ársins 2017 byggist á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2017).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Íslandi. Á sama tíma hafa orðið umskipti í Rússlandi og Brasilíu í kjölfar hækkunar olíu- og hrávöruverðs undanfarið.

Vísbendingar um vaxandi efnahagsumsvif meðal þróaðra ríkja

Hagvísar fyrir Bretland hafa verið umfram væntingar markaðsaðila. Jafnvel þótt snörp aukning verðbólgu hafi dregið úr hækkun raunlauna benda hagvísar til þess að vöxtur einkaneyslu hafi gefið minna eftir en áður var búist við. Talið er að lækkun á gengi pundins muni koma fram í jákvæðara framlagi utanríkisviðskipta og er búist við að nýleg aukning heimshagvaxtar styðji enn frekar við þá þróun. Hagvísar benda þó til þess að hagvöxtur í Bretlandi minnki lítillega en minna en áður var talið. Hagvísar fyrir evrusvæðið og Bandaríkin hafa einnig reynst betri en áður var gert ráð fyrir. Framleiðsluvísitalan á evrusvæðinu hefur ekki mælst hærra frá því í apríl 2011 og hið sama á við um mælikvarða á bjartsýni neytenda á evrusvæðinu (mynd II-3). Í Bandaríkjunum tók fjárfesting að aukast í lok árs í fyrra. Vísbendingar um vöxt í helstu framleiðslugreinum og aukin bjartsýni heimila og fyrirtækja benda til þess að áframhald verði á þeirri þróun.

Horfur á að hagvöxtur færast í aukana í ár ...

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist í 3,5% í ár. Hagvaxtarhorfur hafa batnað frá spá sjóðsins í janúar sl., einkum fyrir þróuð ríki þar sem spáin fyrir Bretland hækkar mest, en spáin fyrir nýmarkaðsríki er óbreytt. Samkvæmt spánni eykst hagvöxtur frá fyrra ári í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum og fjölgar þróuðum ríkjum nokkuð þar sem hagvöxtur er yfir 2% (mynd II-4).

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður heimshagvöxtur svipaður á næsta ári, þar sem hagvexti í nýmarkaðsríkjum vex ásmegin en hagvöxtur í þróuðum ríkjum stendur í stað milli ára. Aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur óvissu enn mikla, sérstaklega varðandi langtímahorfur (sjá einnig kafla I) og áfram vera meiri líkur á að heimshagvöxtur reynist minni en spáð er á næstu árum.

... og að vöxtur alþjóðaviðskipta verði umfram heimshagvöxt á nýjan leik

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður vöxtur alþjóðaviðskipta í ár meiri en heimshagvöxtur. Það er breyting frá því sem verið hefur undanfarin tvö ár þegar alþjóðaviðskipti uxu hægar en hagvöxtur (mynd II-5). Í fyrra jukust alþjóðaviðskipti um 2,2% sem er minnsti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2009 og töluvert undir sögulegu meðaltali. Minni vöxtur alþjóðaviðskipta í fyrra á sér fyrst og fremst rætur í minni vexti út- og innflutnings meðal þróaðra ríkja sakir lítillar fjárfestingar og samdráttar í birgðahaldi, sérstaklega á fyrri helmingi síðasta árs. Miðað við helstu vísbendingar má vænta vaxandi fjárfestingar og aukinna efnahagsumsvifa sem ætti að leiða til meiri alþjóðaviðskipta á næstu misserum. Tilhneiging til aukinnar verndarstefnu víða um heim gæti þó haft áhrif á þessa þróun.

Horfur um hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda betri en í febrúar ...

Í takt við batnandi horfur um heimshagvöxt og alþjóðaviðskipti er nú talið að hagvöxtur og vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði meiri í ár en gert var ráð fyrir í febrúar. Spáð er 1,9% hagvexti í viðskiptalöndunum sem er 0,2 prósentum meiri vöxtur en búist var við í febrúar. Vega þar þyngst horfur á meiri hagvexti í Bretlandi og á evrusvæðinu en hagvöxtur í Bandaríkjunum er talinn verða svipaður og spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir að vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda verði um ½ prósentu meiri í ár en vænst var í febrúar eða 3,8% að meðaltali. Aukningin endurspeglar að hluta grunnáhrif vegna meiri innflutningsvaxtar á seinni helmingi síðasta árs auk þess sem vísbendingar eru um að hagvöxtur viðskiptalandanna verði í auknum mæli fjárfestingardrífinn. Af þeim sökum er búist við að vöxtur innflutnings viðskiptalandanna verði nokkuð yfir hagvexti á spátímanum.

... og verðbólga hefur aukist meira en áður var spáð

Verðbólga í helstu iðnríkjum hefur aukist á síðustu mánuðum með vaxandi efnahagssumsvifum og hækkun orku- og hrávöruverðs (mynd II-6). Verðbólga í Bretlandi og hrávöruútflutningsríkjum hefur einnig markast af gengisbreytingum. Verðbólga mælist yfir verðbólgu markmiði í Bretlandi og Bandaríkjunum en verðbólga á evrusvæðinu er áfram undir markmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Undirliggjandi verðbólga er hins vegar víðast hvar lítil. Búist er við að verðbólga mælist meiri í ár en í fyrra í öllum viðskiptalöndum Íslands nema í Noregi og Brasilíu og verði 2% að meðaltali sem er 0,2 prósentum meiri verðbólga en búist var við í febrúar.

Munur á taumhaldi peningastefnu meðal þróaðra ríkja eykst

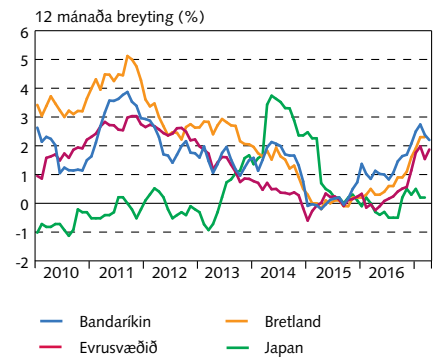
Hlutabréfaverð í þróuðum ríkjum hefur hækkað samhliða því að hagvísar hafa mælt umfram væntingar og aukinnar bjartsýni gætir um efnahagshorfur. Þá hefur flökt eignaverðs einnig minnkað að undanfögnu (mynd II-7).

Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði vexti í mars um 0,25 prósentur og eru þeir 0,75-1% en í öðrum þróuðum ríkjum er aðhaldsstig peningastefnunnar óbreytt. Með auknum vaxtamun hefur gengi Bandaríkjadal og gjaldmiðla hrávöruútflytjenda hækkað en evran og japanska jenið lækkað. Þá er pundið um 10% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var fyrir þjóðaratkvæðagreiðsluna um útgöngu Breta úr Evrópusambandinu (ESB) sl. sumar. Munur langtímavaxta í Bandaríkjunum og Bretlandi hefur einnig aukist og hefur ekki verið jafn mikill frá árinu 1980. Munur langtímavaxta í Bandaríkjunum og Þýskalandi hefur einnig aukist eftir því sem fjárfestar hafa í auknum mæli fært sig yfir í þýsk ríkisskuldabréf vegna pólitískrar óvissu í aðdraganda kosninga í Frakklandi, Ítalíu og Spáni (mynd II-8).

Áfram er búist við að það dragi í sundur í þróun vaxta í þróuðum ríkjum. Framvirkir vextir benda til þess að fjárfestar vænti hraðari vaxtahækkunarferlis í Bandaríkjunum en þeir væntu í febrúar (mynd II-9). Markaðsaðilar gera ráð fyrir tveimur vaxtahækkunum í viðbót

Mynd II-6

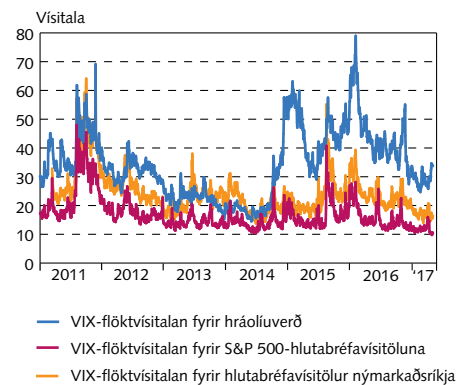
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum
Janúar 2010 - apríl 2017



Heimild: Macrobond.

Mynd II-7

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum¹
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 12. maí 2017

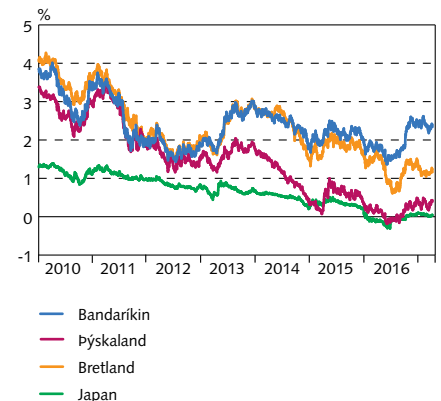


1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.

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

Mynd II-8

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í
nokkrum iðnríkjum
1. janúar 2010 - 12. maí 2017

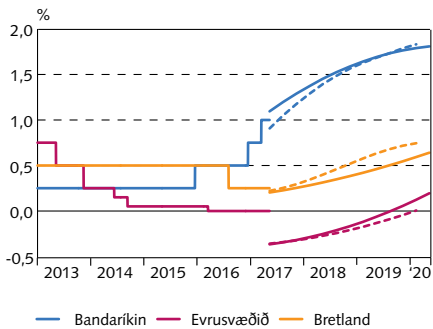


Heimild: Macrobond.

Mynd II-9

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹

Janúar 2013 - júní 2020



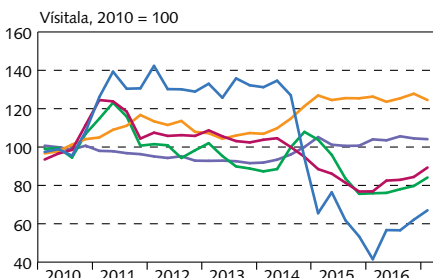
1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 12. maí 2017 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2017 til 2. ársfj. 2020. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 12. maí 2017 en brotalínur frá 3. febrúar 2017.

Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-10

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



— Hráolíuverð (í USD)
— Hrávöruverð án olíu (í USD)
— Verð sjávarafurða (í erl. gjaldm.)
— Álverð (í USD)
— Viðskiptakjör

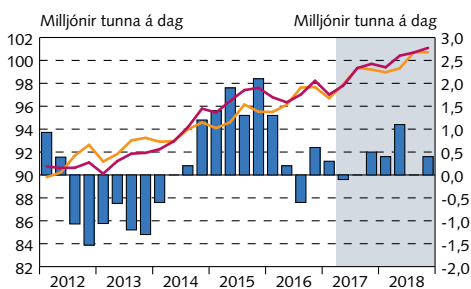
1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals. Viðskiptakjör fyrir 1. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá Peningamála 2017/2.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Framboð og eftirspurn eftir eldsneyti¹

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2018



■ Áætluð birgðasöfnun (h. ás)
— Heimsframleiðsla (v. ás)
— Heimseftirspurn (v. ás)

1. Fliótandi eldsneyti (e. liquid fuels). Spá 2. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2018. Áætluð birgðasöfnun er mismunur heimsframboðs og heimseftirspurnar.

Heimildir: U.S. Energy Information Administration.

á þessu ári og að vextir í árslok verði 1,25-1,5%. Á meðan er áfram búist við lausbeisluðu taumhaldi peningastefnunnar í Japan, Bretlandi, Svíþjóð og á evrusvæðinu. Hærri vextir í Bandaríkjunum gætu haft neikvæð áhrif á hagvaxtarhorfur nýmarkaðsríkja sem mörg hver eru berskjölduð fyrir hækkun fjármagnskostnaðar og gengis Bandaríkjadals vegna skuldsetningar fyrirtækja í nýmarkaðsríkjum í þeim gjaldmiðli.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Útlit fyrir að útflutningsverð í erlendum gjaldmiðlum hækki áfram

Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum stóð í stað í fyrra eftir samtals ríflega 18% hækkun árin tvö þar á undan (mynd II-10). Mat helstu markaðsaðila er að verðið muni hækka lítillega á þessu ári, einkum vegna góðra horfa um verð botnfiskafurða en töluverð óvissa er þó um verðþróun á frystum uppsjávarfiski, mjöli og lýsi. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir lítills háttar verðhækkun til viðbótar þegar líða tekur á spátímann.

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur hækkað nokkuð undanfarna fimm ársfjórðunga og var meðalverðið á fyrsta fjórðungi ársins ríflega fimmtungi hærra en fyrir ári sem er talsvert meiri hækkun en búist var við í febrúar (mynd II-10). Álbirgðir á heimsmarkaði eru enn nokkrar þótt þær hafi minnkað ört undanfarin tvö ár. Framvirkt verð og mat greiningaraðila bendir til að verðið haldi áfram að hækka þar sem búist er við að eftirspurn fari vaxandi samhliða auknum hagvexti á heimsvísu og minni álframleiðslu í Kína. Samdrátturinn er afleiðing stefnu stjórnvalda um að draga úr mengun en framleiðsla raforku til álframleiðslu í Kína styðst í ríkum mæli við brennslu kola. Talið er að verðið verði komið í 2.000 Bandaríkjadali á tonnið undir lok spátímans.

Búist er við minni hækkun eldsneytisverðs en í febrúarspánni

Olíuverð hélt tiltölulega stöðugt í 55 Bandaríkjadöllum á tunnu frá desemberbyrjun og þar til í byrjun mars er það lækkað í 50 dali. Eftir að hafa hækkað aftur í 55 dali í lok mars var það komið í 50 Bandaríkjadali á ný fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Þrátt fyrir að verð olíu sé tæplega tvöfalt hærra en þegar það var lægst um miðjan janúar í fyrra er það enn um 55% lægra en það var áður en lækunarhrinin hófst síðla árs 2014 (mynd II-10). Á sama tíma hefur dregið úr misvægi framboðs og eftirspurnar eftir eldsneyti (mynd II-11). Gert er ráð fyrir að olíuverð verði 22% hærra í ár en í fyrra sem er heldur minni hækkun en spáð var í febrúar. Bæði framvirkt verð og spár greiningaraðila á olíumarkaði benda til að olíuverð muni haldast tiltölulega stöðugt það sem eftir lifir spátímans.

Hrávöruverð án olíu hefur hækkað töluvert

Hrávöruverð án olíu hefur hækkað frá miðju ári 2016 þótt verðið sé enn talsvert lægra en það var áður en það tók að lækka um mitt ár 2014 (mynd II-10). Á fyrsta fjórðungi ársins hafði hrávöruverð hækkað um 16% frá sama tíma í fyrra sem er meiri hækkun en búist var við í febrúar. Hækkunin hefur að mestu verið drifin áfram af verðhækkun málna en verð á matvörum hefur einnig hækkað. Talið er að hrávöruverð haldist tiltölulega stöðugt út árið. Gert er ráð fyrir að

verð á hrávöru án olíu hækki um 8,7% á þessu ári sem er 6 prósentum meiri hækkun en spáð var í síðustu *Peningamálum*.

Viðskiptakjör hafa batnað verulega undanfarin tvö ár og útlit fyrir áframhaldandi bata í ár

Viðskiptakjör hafa batnað nær óslitið frá öðrum ársfjórðungi 2014 og hefur þróun þeirra verið mun hagstæðari en meðal annarra þróaðra ríkja, sérstaklega í samanburði við aðra hrávöruútflytjendur (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/2). Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötunðu viðskiptakjör á fjórða ársfjórðungi um 3,8% frá fyrra ári (mynd II-10) og hafa þau þá batnað um 14% frá miðju ári 2014. Þrátt fyrir þennan mikla bata voru þau 11% 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 1% á árinu í heild en standa nánast í stað á næstu tveimur árum.

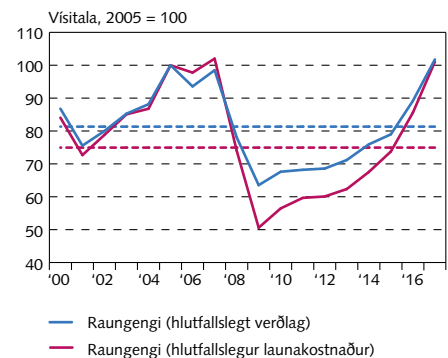
Raungengi hefur hækkað mikið frá árinu 2009 ...

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað mikið frá því að það var lægst haustið 2009 og er nú einungis 6,5% lægra en það var hæst í lok ársins 2005. Hækkunin hefur haldið áfram það sem af er ári og var raungengið á fyrsta ársfjórðungi um fimmtungi hærra en það hefur verið að meðaltali undanfarin 25 ár (mynd II-12). Má að mestu leyti rekja hækkunina til hækkunar á nafngengi krónunnar en meiri verðbólga hér á landi en í helstu viðskiptalöndum hefur einnig leitt til hækkunar raungengis. Ytri staða þjóðarbúsins hefur batnað mikið undanfarin ár með batnandi viðskiptakjörum og kröftugum útflutningsvexti. Ólíkt því sem var fyrir fjármálakreppuna er talið að hækkun raungengis undanfarin misseri endurspegli að töluverðu leyti aðlögun þjóðarbúsins að herra jafnvægisraungengi.¹

... og samkeppnisstaða þjóðarbúsins versnað

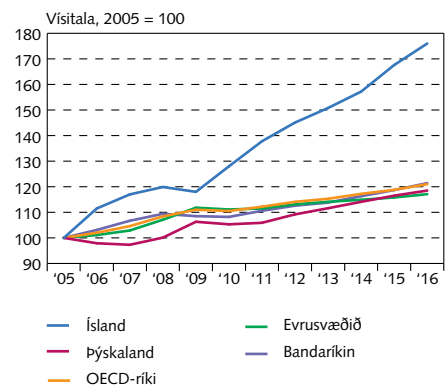
Gangi spá *Peningamála* eftir mun raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag verða tæplega 13% hærra á þessu ári en það mældist í fyrra. Gert er ráð fyrir að raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað muni hækka meira eða um liðlega 16%. Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað umtalsvert meira en í helstu samkeppnislöndum á undanförunum árum sem að öðru óbreyttu veikir samkeppnisstöðu innlendra fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisrekstri (mynd II-13). Eins og fjallað er um í kafla I er því spáð að gengi krónunnar haldi áfram að hækka út næsta ár og því eru horfur á að raungengið eigi eftir að hækka enn frekar.

Mynd II-12
Raungengi 2000-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1992-2016).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13
Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum 2005-2016



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá nánar um mat Seðlabanka Íslands á jafnvægisraungengi í rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2 og viðauka 1 í *Peningamálum* 2007/3.