

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur á heimsvísu og hafa hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands batnað lítillega frá því í ágústspá *Peningamála*. Búist er við að framhald verði á auknum vexti fjárfestingar í helstu iðnríkjum og að það bæti meira í vöxt alþjóðaviðskipta en áður var gert ráð fyrir. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist samhliða hækkun orku- og hrávöruverðs en undirliggjandi verðbólga er víða lítil. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa batnað verulega undanfarin tvö ár en sjávarafurðaverð virðist hafa gefið eftir á þriðja ársfjórðungi og því eru horfur á minni viðskiptakjarabata í ár en áður var spáð. Raungengi lækkaði á þriðja ársfjórðungi eftir að hafa hækkað nær sleitulaust frá árslokum 2013. Það mælist samt hærra en fyrir ári og er hækkunin undanfarin misseri talin endurspeglja aðlögun þjóðarbúsins að hærra jafnvægisraungengi samhliða bættri ytri stöðu þjóðarbúsins.

Alþjóðleg efnahagsprófun

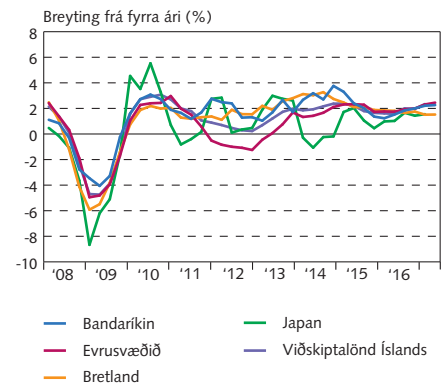
Hraðari efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum ...

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands var 2,2% á fyrri helmingi þessa árs sem er lítillega meiri vöxtur en búist var við í ágústspá *Peningamála*. Þetta er ríflega ½ prósentu meiri hagvöxtur en á sama tímabili í fyrra og hefur vöxturinn sótt í sig veðrið jafnt og þétt frá miðbiki síðasta árs samhliða vaxandi umsvifum beggja vegna Atlantsála (mynd II-1). Stoðir efnahagsbatans hafa reynst styrkar á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum en í Bretlandi hefur hagvöxtur hægt og bítandi gefið eftir. Þar mældist hagvöxtur á fyrri helmingi ársins hinn minnsti í sex ár. Þrátt fyrir það mælist atvinnuleysi hið lægsta í fjórutíu ár og hefur fjölgun starfa verið umfram væntingar (mynd II-2). Skilyrði á vinnumarkaði hafa batnað víða annars staðar. Þannig hefur atvinnuleysi minnkað umfram væntingar á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum þar sem það hefur ekki mælst minna síðan árið 2001 og í Japan hefur það ekki verið minna í tæplega aldarfjórðung. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum hefur einnig verið að taka við sér. Á Norðurlöndunum hefur hagvöxtur almennt verið ágætur, þó síst í Noregi þar sem áhrifa mikillar viðskiptakjararýrnunar í kjölfar lækkunar olíuverðs gæti enn.

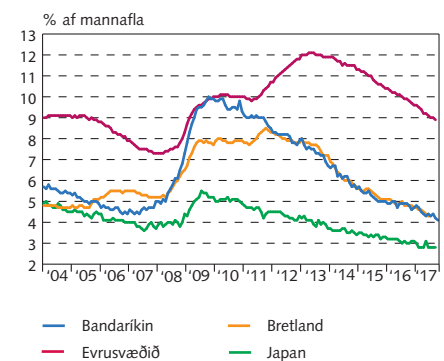
... og hagvísar gefa tilefni til að ætla að framhald verði á efnahagsbatanum

Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hafa hagvísar fyrir evrusvæðið reynst umfram væntingar (mynd II-3), sérstaklega þeir sem snúa að framleiðslugreinum og vinnumarkaði. Mælikvarðar á bjartsýni neytenda og fyrirtækja hafa í kjölfarið náð nýjum hæðum og ekki mælst hærra frá því fyrir fjármálakreppu. Stígandi bati hefur verið á útlánavexti til einkageirans frá árinu 2014 og er hann loks orðinn jákvæður í öllum kjarnaríkjum svæðisins. Búist er við áframhaldandi bata atvinnuvega- og íbúðafjárfestingar og gefa leiðandi vísbendingar um hagvöxt til kynna að vöxtur landsframleiðslu verði álíka mikill og á fyrri helmingi ársins þegar hann mældist sá mesti í tvö ár (mynd II-4).

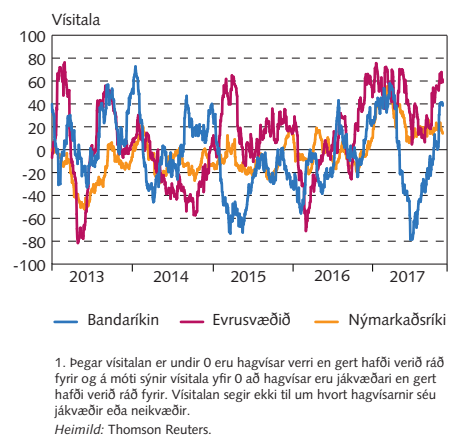
Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2017



Mynd II-2
Atvinnuleysi¹
Janúar 2004 - október 2017



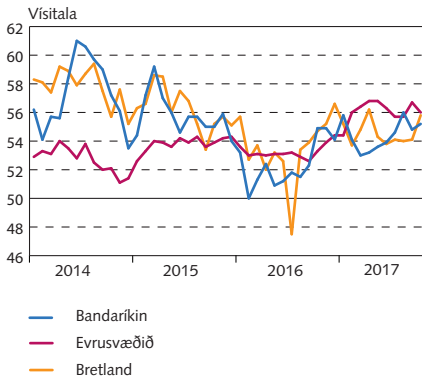
Mynd II-3
Vísitala óvæntra hagvísu¹
Daglegar tölur 1. janúar 2013 - 10. nóvember 2017



Mynd II-4

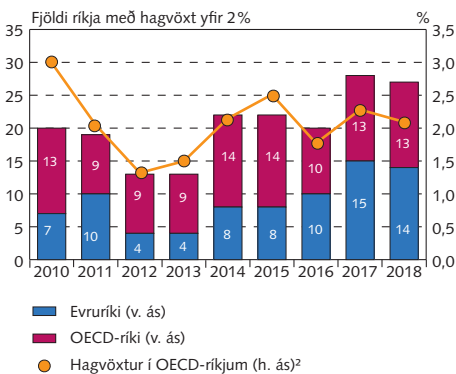
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt¹

Janúar 2014 - október 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 táknar það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 táknar það samdrátt.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-5

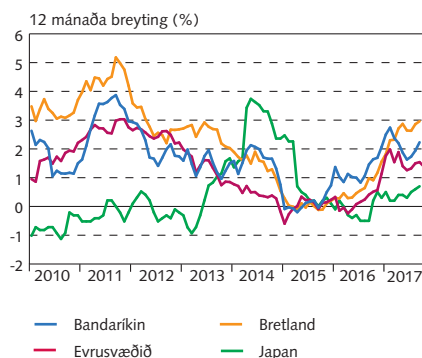
Hagvaxtarþróun meðal OECD-ríkja¹

1. Að Litháen, Mólta og Kýpur meðtöldum þar sem þau heyrta til evrusvæðisins en eru ekki í OECD, alls 38 lönd. 2. Gildin fyrir árin 2017-18 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2017).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD.

Mynd II-6

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - október 2017



Heimild: Thomson Reuters.

Leiðandi vísbendingar gefa til kynna að það bæti í vöxtinn í Bandaríkjunum og hafa hagvísar verið litillega umfram væntingar frá því í byrjun október. Í Bretlandi hafa heimilin hins vegar ekki verið jafn svartsýn um efnahagshorfur frá þjóðaratkvæðagreiðslunni um útgöngu Breta úr Evrópusambandinu (ESB). Leiðandi vísbendingar um hagvöxt gefa til kynna að hagvöxtur þar verði áfram álíka veikburða þótt aukinn útflutningur muni eitthvað vega á móti hægari vexti einkaneyslu.

Betri horfur um hagvöxt í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum ...

Í spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í október sl. er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði heldur meiri í ár en sjóðurinn spáði í vor. Skýrist það helst af bættum horfum um hagvöxt í Evrópu, Japan, Rússlandi og Kína en á móti vega horfur um minni hagvöxt á Indlandi og í Bretlandi. Sjóðurinn gerir einnig ráð fyrir minni hagvexti í Bandaríkjunum en hann hafði áður spáð og er ástæðan að nú er ekki gert ráð fyrir jafn miklum slaka í ríkisfjármálum. Talið er að hagvöxtur á heimsvísu verði 3,6% á þessu ári en í fyrra var hann einungis 3,2% sem er minnsti vöxtur í heimsbúskapnum frá samdráttarárinu 2009. Aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur enn nokkra hættu á að hagvöxtur til lengri tíma litið verði minni en spáð er. Væntir sjóðurinn þess að heimshagvöxtur aukist í 3,7% á næsta ári, þótt það hægi á hagvexti í þróuðum ríkjum og þeim sem eru með hagvöxt yfir 2% fækki lítillega (mynd II-5). Hægir einkum á hagvexti í Japan og á evrusvæðinu þar sem áfram er búist við að lítill framleiðnivöxtur og mikil skuldsetning hins opinbera og einkaaðila haldi aftur af vextinum.

... og útlit fyrir litillega meiri hagvöxt á þessu ári meðal helstu viðskiptalanda Íslands

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði að meðaltali 2,2% í ár, sem er 0,1 prósentu meiri vöxtur en búist var við í ágúst. Vegur þar þyngst að spáð er meiri hagvexti á evrusvæðinu, í Bandaríkjunum og á Norðurlöndunum en á móti vega lakari horfur fyrir Bretland. Til næstu tveggja ára eru horfur hins vegar óbreyttar samanborið við ágústspána.

Alþjóðaviðskipti hafa haldið áfram að sækja í sig veðrið frá miðbiki síðasta árs samhliða auknum vexti fjárfestingar í helstu iðnríkjum. Innflutningur helstu viðskiptalanda eykst einnig og líkt og í ágúst er gert ráð fyrir 4,1% vexti innflutnings viðskiptalandanna í ár. Horfur eru á svipuðum vexti á næstu árum.

Verðbólga hefur aukist minna en spáð var þrátt fyrir kröftugri efnahagsumsvif

Verðbólga í helstu iðnríkjum hefur verið lítillega undir væntingum. Vaxandi efnahagsumsvif og bati á vinnumarkaði hafa enn sem komið er haft fremur lítil áhrif á launapróun og er það talin helsta ástæða þess að undirliggjandi verðbólga mælist víðast hvar lítil.¹ Hún er þó farin

1. Sjá t.d. kafla 2 í riti Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, *World Economic Outlook*, október 2017.

að þokast upp á við í flestum viðskiptalöndum. Á evrusvæðinu hefur undirliggjandi verðbólga aukist frá því fyrir ári en þó minna en víðast hvar annars staðar. Undirliggjandi verðbólga er því enn langt undir 2% verðbólguþröskulmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Í Bandaríkjunum stefnir undirliggjandi verðbólga upp í markmið seðlabankans en í Bretlandi er hún yfir markmiði Englandsbanka. Mældist undirliggjandi verðbólga þar 2,7% í september og hefur ekki verið meiri síðan árið 2012. Verðbólga hefur einnig þokast upp á við á Norðurlöndunum, sérstaklega í Svíþjóð þar sem hún mældist yfir 2% verðbólguþröskulmiði sænska seðlabankans á þriðja ársfjórðungi í fyrsta sinn síðan árið 2011. Þrátt fyrir að undirliggjandi verðbólga sé heldur að aukast í viðskiptalöndunum hefur mæld verðbólga hjaðnað eftir því sem liðið hefur á árið og grunnáhrif hækkanu hrávöru- og olíuverðs í fyrra fallið úr mælingum tólf mánaða verðbólgu (mynd II-6). Horfur eru á lítilla minni verðbólgu í viðskiptalöndunum á spátímanum en búist var við í ágúst, sérstaklega í nýmarkaðsríkjum, en hún er einnig eilittu minni á evrusvæðinu.

Eignaverð hefur haldið áfram að hækka og fjármálaleg skilyrði að batna ...

Hlutabréfaverð í þróuðum ríkjum hefur hækkað samhliða því að efnahagsbatanum hefur vaxið ásmegin og aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur. Pólitísk óvissa hefur þó haft áhrif á eignaverð á Spáni en að öðru leyti hafa sveiflur í eignaverði verið tiltölulega litlar að undanfögnu og fjármálaleg skilyrði batnað. Til marks um það hefur vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja ekki verið lægra frá því fyrir fjármálakreppuna (mynd II-7). Fjármagnsflæði í áhættumeiri fjárfestingarkosti hefur aukist í kjölfarið og innflæði fjármagns til nýmarkaðsríkja sömuleiðis. Stöðugleikinn á eignamörkuðum gæti þó reynst hverfull, t.d. gæti aukin spennan í alþjóðastjórnáttum eða vaxandi ójafnvægi í fjármálakerfi Kína raskað honum.

... og búist er við hægu vaxtahækkunarferli á meðal þróaðra ríkja

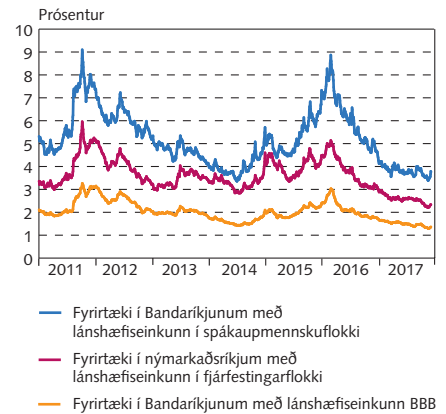
Seðlabanki Evrópu hefur haldið vöxtum óbreyttum og ákvað bankinn í lok október að framlengja mánaðarleg skuldabréfakaup bankans en áætlað hafði verið að þeim lyki í desember. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur hins vegar hækkað vexti fjórum sinnum frá því í desember 2015 og nýlega hófu Englandsbanki og Kanadabanki einnig að hækka vexti. Seðlabankar annarra þróaðra ríkja hafa hins vegar haldið aðhaldsstigi peningastefnunnar óbreyttu frá því í ágúst. Nýlega hafa seðlabankar nokkurra nýmarkaðsríkja, eins og Brasilíu, Rússlands og Indónesíu, lækkað vexti samhliða betri verðbólguhorfum. Raunvextir í þróuðum ríkjum eru áfram víðast hvar mjög lágir enda áfram töluverður slaki í þjóðarþúskaðum flestra þeirra þótt hagvöxtur sé byrjaður að taka við sér (mynd II-8).

Framvirkir vextir benda til þess að ekki sé búist við að ECB hækki vexti fyrr en árið 2019 (mynd II-9). Markaðsaðilar vænta þess hins vegar að seðlabanki Bandaríkjanna hækki vexti aftur í desember en í framhaldinu er áfram búist við hægu vaxtahækkunarferli. Það hefur endurspeglast í lækkun langtímavaxta og höfðu þeir í byrjun september ekki verið lægri frá forsetakosningunum þar í landi fyrir

Mynd II-7

Vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja¹

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 10. nóvember 2017

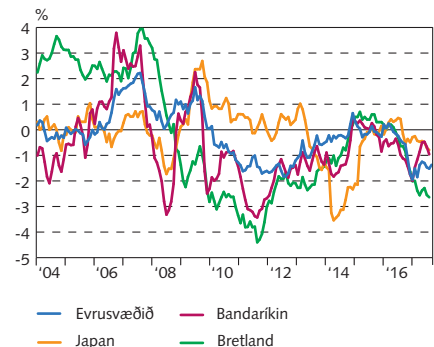


1. Skuldabréfavitölur Bank of America Merrill Lynch.
Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-8

Raunvextir seðlabanka

Janúar 2004 - október 2017

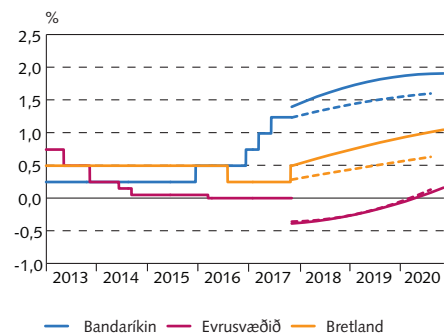


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-9

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹

Janúar 2013 - desember 2020

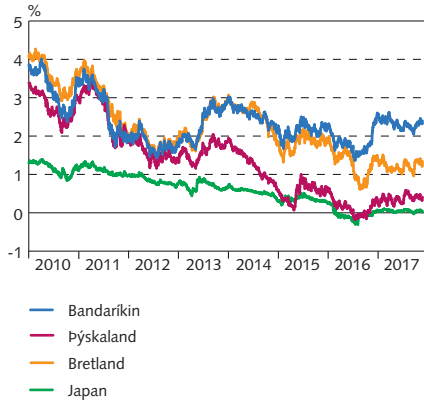


1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 10. nóvember 2017 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2017 til 4. ársfj. 2020. Bandarískir vextirnir eru efrir mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 10. nóvember 2017 en brotalínur frá 18. ágúst 2017.
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-10

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum

1. janúar 2010 - 10. nóvember 2017

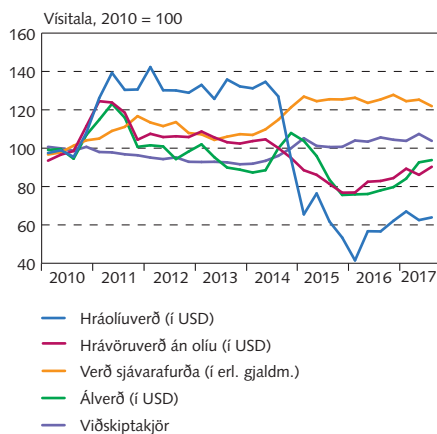


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-11

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017



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 Bandaríkjadal. Viðskiptakjör fyrir 3. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá PM 2017/4.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ári (mynd II-10). Á síðustu vikum hafa þeir þó hækkað á nýjan leik eftir að tillögur Bandaríkjaforseta um umfangsmiklar lækkanir skatta á fyrirtæki voru gerðar opinberar. Langtímavextir hafa einnig hækkað í Bretlandi en í Þýskalandi og Japan eru þeir nánast óbreyttir. Þrátt fyrir aukinn vaxtamun Bandaríkjanna og Bretlands gagnvart evrusvæðinu hefur gengi evru hækkað gagnvart Bandaríkjadal og bresku pundi. Í byrjun september fór gengi evru gagnvart Bandaríkjadal yfir 1,2 í fyrsta sinn í þrjú ár. Hefur evran styrkst jafnt og þétt frá því í vor samhliða batnandi efnahagsskilyrðum á gjaldmiðlasvæðinu en gengi Bandaríkjadal hefur gefið eftir í kjölfar væntinga um hægari hækkun vaxta í Bandaríkjunum. Þá er pundið um 11% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var fyrir þjóðaratkvæðagreiðsluna um útgöngu Breta úr ESB sumarið 2016.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Lakari horfur um verð sjávarafurða en á móti vegur meiri hækkun álverðs

Hagstæð verðþróun sjávarafurða hefur verið einn meginþráttur mikils viðskiptakjarabata undanfarinna ára. Á öðrum ársfjórðungi hækkaði verðið um ríflega 1% í erlendum gjaldmiðlum frá sama fjórðungi í fyrra og hafði þá hækkað um ríflega fimmtung frá miðju ári 2013 (mynd II-11). Bráðabirgðatölur benda hins vegar til þess að verðið hafi lækkað nokkuð á þriðja ársfjórðungi í stað þess að hækka áfram eins og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Það breytir horfum um verð sjávarafurða fyrir árið í heild en nú er gert ráð fyrir að verðið standi í stað frá fyrra ári en í ágústspánni var gert ráð fyrir 2,5% verðhækkun. Horfur um verð sjávarafurða á næstu árum eru hins vegar lítið breyttar frá ágústspá bankans.

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur haldið áfram að hækka eftir snarpa hækkun í ágúst sem varð í kjölfar lokunar nokkurra álvera í Kína. Lokun álveranna er liður í aðgerðum stjórnvalda þar í landi til að draga úr mengun og gerir það að verkum að álframleiðsla Kína dregst saman um 10% í ár. Það hefur töluverð áhrif á heimsframleiðslu áls enda Kína stærsti álframleiðandi í heiminum. Verð áls hefur verið um og yfir 2.100 Bandaríkjadalir á tonnið en leita þarf aftur til ársins 2011 til að finna sambærilega verðþróun á alþjóðamörkuðum. Framvirkt verð og mat greiningaraðila bendir til þess að verðið haldi áfram að hækka. Vaxandi eftirspurn er eftir áli framleiddu úr endurnýjanlegum orkugjöfum sem almennt er selt á hærra verði en annað ál en undir það fellur allt ál sem framleitt er hér á landi. Áætlað er að verð til innlendra álframleiðenda hækki um tæp 19% í ár og ríflega 5% til viðbótar á því næsta (mynd II-11). Þetta er nokkuð hærra verð en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.

Eldsneytisverð hefur hækkað meira en í ágústspánni

Olíuverð hækkaði í kjölfar þess að fellibyljir settu mark sitt á olíuframleiðslu í Bandaríkjunum. Fór verðið yfir 60 Bandaríkjadali á tunnu í lok október, sem er hæsta gildi sem Brent-hráolía hefur náð í tvö ár (mynd II-11). Olíubirgðir í helstu framleiðslulöndum hafa minnkað og búist er við að aukin eftirspurn eftir eldsneyti vegna betri hagvaxtarhorfa á heimsvísu styðji við olíuverð. Gert er ráð fyrir að olíuverð verði 19%

hærra í ár en í fyrra sem er heldur meiri hækkun en spáð var í ágúst. Bæði framvirkt verð og spár greiningaraðila á olíumarkaði benda til þess að olíuverð muni hækka um tæplega 3% á ári að meðaltali það sem eftir lifir spátímans.

Hrávöruverð án olíu hefur einnig hækkað meira en búist var við

Hrávöruverð án olíu hækkaði nokkuð umfram væntingar á þriðja fjórðungi ársins. Hækkunin var drifin áfram af verðhækkun málma en verð á matvöru stóð í stað frá fyrri ársfjórðungi. Verðhækkunin hefur að einhverju leyti gengið til baka á undanförunum vikum og matvæla-verð hefur lækkað lítillega á ný. Hrávöruverð án olíu hafði á þriðja fjórðungi hækkað um 9% frá fyrra ári en verðið er ennþá talsvert lægra en það var áður en það tók að lækka um mitt ár 2014 (mynd II-11). Gert er ráð fyrir að verð hrávöru án olíu hækki um líðlega 8% á þessu ári sem er ríflega 2 prósentum meiri hækkun en spáð var í ágúst.

Viðskiptakjör hafa batnað verulega undanfarin þrjú ár en útlit er fyrir að þau muni standa í stað á næstu misserum

Viðskiptakjör hafa batnað nær óslitið frá upphafi árs 2014. Benda bráðabirgðatölur Hagstofunnar til þess að á öðrum ársfjórðungi hafi viðskiptakjör batnað um 3,8% frá fyrra ári og er það ríflega ½ prósentu meiri bati en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* (mynd II-11). Viðskiptakjör hafa þá batnað um tæplega 17% frá upphafi árs 2014. Vísbendingar eru hins vegar um að viðskiptakjör hafi rýrnað á þriðja ársfjórðungi í kjölfar fyrrnefndrar lækkunar verðs sjávarafurða. Viðskiptakjarabatinn á árinu í heild verður því tæplega 1% sem er 1,3 prósentum minni bati en búist var við í ágúst. Leggst þar á sömu sveif óhagstæðari þróun sjávarafurðaverðs og meiri hækkun verðlags innfluttrar hrávöru og eldsneytis en á móti vegur hagstæðari þróun álverðs. Horfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið.

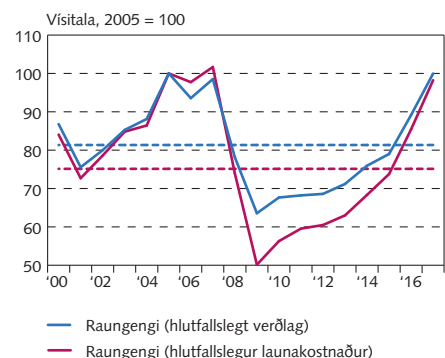
Raugengi lækkaði milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi ...

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi eftir nær samfellda hækkun frá árslokum 2013. Það var þó 3% hærra í október en á sama tíma í fyrra og um 17% hærra en að meðaltali undanfarinn aldarfjórðung (mynd II-12). Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* er talið að þessi mikla hækkun raugengis endurspegli hærra jafnvægisraugengi, þ.e. þess raugengis sem samrýmist innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2). Vísbendingar um hækkun jafnvægisraugengis má t.d. sjá í viðvarandi og miklum viðskiptaafgangi þrátt fyrir mikla hækkun raugengis. Horfur á minni viðskiptakjarabata og hraðari minnkun viðskiptaafgangs (sjá einnig kafla IV) leiðir til þess að nú er áætlað að jafnvægisraugengið verði ekki eins hátt á næstu misserum og áður var talið.

... og samkeppnisstaða þjóðarbúsins versnaði

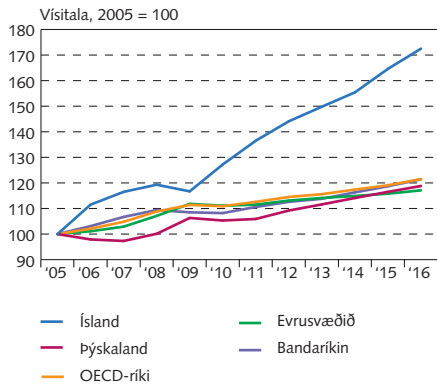
Gangi spá *Peningamála* eftir mun raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækka um líðlega 12% í ár en miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu er hækkunin meiri eða ríflega 16%. Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað umtalsvert meira en

Mynd II-12
Raugengi 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.

í helstu samkeppnislöndum á síðustu árum og samkeppnisstaða inn-
lendra fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisrekstri því rýrnað (mynd
II-13).