

## V Verðbólga

Verðbólga var 1,3% á þriðja fjórðungi þessa árs sem er í takt við ágústspá *Peningamála* og hefur verið undir verðbólguþakmiði Seðlabankans í hátt á þriðja ár. Húsnæðisverð hækkar enn og er sem fyrr helsti drifkraftur verðbólgunnar. Þrátt fyrir kröftugan efnahagsbata og umtalsverðar launahækkningar undanfarnin misseri hefur innlend verðbólga haldist lítil þar sem viðskiptakjarabati og gengishækkun krónunnar hafa vegið á móti. Undanfarna mánuði hefur hins vegar dregið úr alþjóðlegri verðhjöðnun og olíuverð hækkað og er útlit fyrir að sú þróun haldi áfram næstu misseri. Langtímaverðbólguvæntingar hafa smám saman þokast niður á við og virðist kjölfesta verðbólguþakmiðs Seðlabankans hafa styrkst.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga er undir þakmiði en hefur aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála*

Verðbólga hefur verið undir þakmiði samfleytt í nær þrjú ár. Hún mældist 1,3% á þriðja ársfjórðungi sem var í takt við ágústspá *Peningamála* en hefur aukist nokkuð síðan. Að hluta má rekja mælda aukningu til mistaka Hagstofu Íslands við útreikning vísitölu neysluverðs á tímabilinu mars til ágúst sl. sem voru leiðrétt í september. Vegna mistakanna var hækkun reiknaðrar húsaleigu fyrir marsmánuð ekki höfð til grundvallar við útreikning vísitölunnar í mars heldur í apríl. Þannig varð til eins mánaðar tímatoft á þessum lið í vísitölunni. Mistökin uppgötvuðust í september og voru leiðrétt með því að leggja hækkunar reiknaðrar húsaleigu bæði í ágúst og september til grundvallar septembermælingunni. Verðbólga var því í raun vanmetin á tímabilinu og voru áhrifin mest í júlí og ágúst. Verðbólga í ágúst hefði því átt að mælast 1,2% en ekki 0,9% eins og tölur Hagstofunnar sögðu og fór verðbólga því aldrei niður fyrir 1% neðri fráviksmörk verðbólguþakmiðsins.

Vísitala neysluverðs var óbreytt frá fyrri mánuði í október og mældist ársverðbólga 1,8% eins og í október í fyrra (mynd V-1). Helstu áhrifaþættir í október voru hækkun húsnæðisverðs og lækkun verðlags innfluttrar vöru. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði hins vegar um 0,5% frá fyrra ári. Verðbólga miðað við samræmda vísitölu neysluverðs, sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað, mældist 1,1% í september sl.

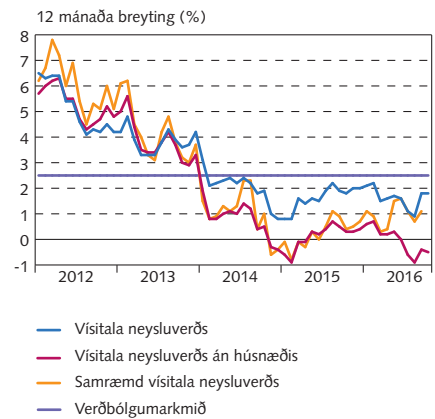
### Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísibendingar um verðbólguþrýsting

#### Hækkandi húsnæðisverð er ein helsta birtingarmynd innlands verðbólguþrýstings ...

Undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, hefur haldist undir eða við verðbólguþakmið síðan snemma árs 2014. Mældist hún 2,1% í október sl. og hefur aukist frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu segja svipaða

Mynd V-1

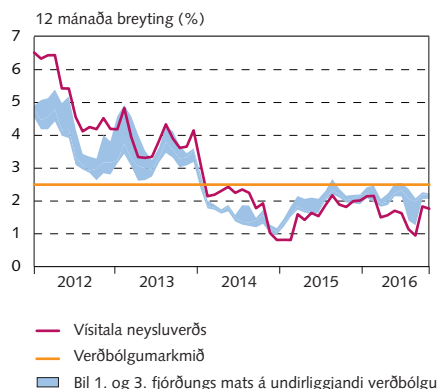
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu  
Janúar 2012 - október 2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

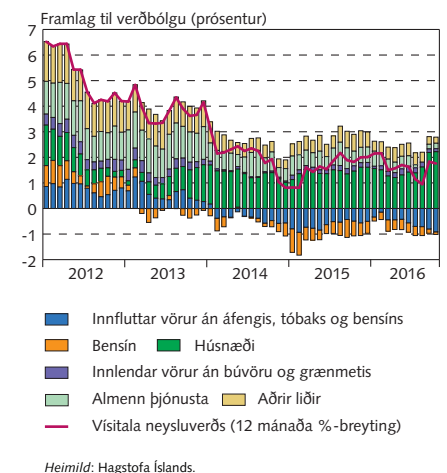
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - október 2016



1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukenndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vögu miðgildi, klippum meðaltölum og kviku þáttalíkani.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

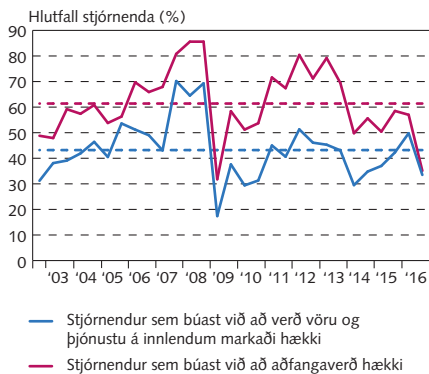
Undirlíðir verðbólgu  
Janúar 2012 - október 2016



Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-4

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu 6 mánuðum 2002-2016<sup>1</sup>

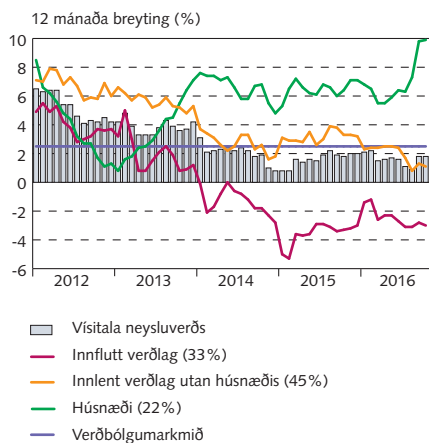


1. Brotlínur sýna meðaltöl frá árinu 2002.  
Heimild: Gallup.

## Mynd V-5

Innlend og innflutt verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2012 - október 2016

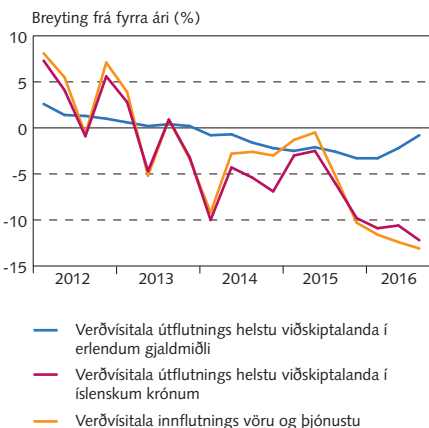


1. Innflutt verðbólga er nálguð með verði innfluttrar mat- og drykkjavöru, nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálguð með verði innlendra vöru og almennrar og opinberar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-6

Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

sögu. Flestir þeirra benda til þess að hún hafi verið um 2% í október (mynd V-2).<sup>1</sup>

Enn sem komið er sjást ekki afgerandi merki um vaxandi almannan innlendan verðbólguþrýsting þrátt fyrir aukinn kaupmátt og kröftugan efnahagsbata. Þess sjást þó skýrari merki í þróun húsnæðisverðs sem hefur verið helsti drifkraftur verðbólgu undanfarin misseri (mynd V-3). Þar vegur takmarkað framboð einnig þungt en fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur verið fremur lítil og mikil aukning hefur verið í útleigu íbúða til ferðamanna, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu (sjá kafla III). Fleiri vísbendingar um að spenna sé að aukast á húsnæðismarkaði má sjá í haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þar kemur fram að um 60% fyrirtækja í byggingastarfsemi búast við að innlent afurðaverð þeirra muni hækka á næstu sex mánuðum. Hins vegar virðast greinar sem reiða sig í ríkari mæli á innflutning ekki telja sömu ástæðu til að hækka verð á næstunni. T.d. þjuggust aðeins 13% fyrirtækja í verslun við að hækka verð á næstu sex mánuðum en í fyrri könnun bjóst tæplega helmingur þeirra við að þurfa að hækka verð. Á heildina litið lækkar hlutfall fyrirtækja sem telja þörf á að hækka verð úr 50% í fyrri könnun í 34% nú (mynd V-4). Sömu sögu er að segja um væntingar stjórnmenda til aðfangaverðs en 35% þeirra þjuggust við verðhækkunum aðfanga á næstu sex mánuðum samanborið við 57% í mars sl.

## ... en herra gengi krónunnar vegur á móti

Eins og fjallað er um í rammagrein 5 í *Peningamálum* 2016/2 hefur hækkun á gengi krónunnar og lækkun á verði innfluttrar vöru verið meginástæða þess að verðbólga hefur verið undir markmiði síðan snemma árs 2014. Þróunin hefur lagst á sveif með aðhaldssamri peningastefnu við að halda aftur af verðbólguþrýstingi frá vinnumarkaði. Framlag innflutts verðlags hefur enn nokkur áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs (mynd V-5) þótt olíuverð hafi nýverið tekið að hækka og dregið hafi úr verðlækkunum útflutnings helstu viðskiptalanda í erlendum gjaldmiðlum (mynd V-6). Á móti vegur hækkun á gengi krónunnar sem hefur leitt til þess að árslækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda í krónum hefur haldist í ríflega 10% allt þetta ár og hefur innflutningsverð þróast með áþekkingu hætti.

Hægt hefur á ársþækkun innlends verðlags án húsnæðis frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Í október nam hækkun þess 1,1% en meðalhækkunin fyrstu sex mánuði ársins var 2,4%. Þar vegur þungt liðurinn almenn þjónusta sem hækkaði einungis um 0,9% í október. Frá og með júlí sl. hefur framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu verið afar lágt í sögulegu samhengi. Hins vegar hefur opinber þjónusta hækkað meira í verði en almenn þjónusta (mynd V-7). Laun eru í flestum tilvikum stærsti kostnaðarliður þjónustufyrirtækja og mætti því búast við að afurðaverð í þjónustugeirunum hefði hækkað meira en raun ber vitni þegar horft er til launahækkana undanfarið. Þar gæti þó sennilega talsverðra áhrifa af gengishækkun krónunnar því

1. Rétt er að benda á að vegna mistaka Hagstofunnar var undirliggjandi verðbólga einnig vanmetin á tímabilinu mars til ágúst sl. Að sama skapi munu opinberar tölur Hagstofunnar ófmeta verðbólgu (hvort sem lítið er til vísitölu neysluverðs, kjarnavísitalna eða tölfræðimælikvarða) yfir sama tímabil á næsta ári.

að þótt þjónustugreinar séu almennt mannaflsfrekari en aðrar greinar nota þær einnig innflutt aðföng.<sup>2</sup> Lækkandi aðfangaverð hefur auðveldað innlendum fyrirtækjum að taka á sig aukinn launakostnað án þess að hækka verð og þannig haldið aftur af verðbólgu. Innlendum verðbólguþrýstingur virðist hins vegar hafa aukist frá því í byrjun árs, þótt hann sé enn hóflegur á flesta mælikvarða (mynd V-8). Sem fyrr eru það helst vísbendingar af vinnumarkaði sem benda til aukins verðbólguþrýstings sem sést af því að launakostnaður á framleidda einingu hefur hækkað langt umfram aðra mælikvarða á innlenda verðbólguþrýsting.

### Laun talin hafa hækkað meira árið 2015 en bráðabirgðatölur Hagstofunnar gefa til kynna ...

Laun samkvæmt launavísitölunni hafa hækkað í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og launaskrið hefur verið svipað og spáð var. Launavísitalan hækkaði um 1,6% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og nam hækkun hennar frá sama fjórðungi síðasta árs 11%. Ef lítið er til sögulegrar reynslu er launaskrið enn óverulegt miðað við hversu stór hluti fyrirtækja telur sig búa við skort á starfsfólki. Líklegt er að lítið launaskrið skýrist af því að atvinnurekendur flytja inn vinnuafli í stað þess að keppa um starfsmenn með yfirboðum í launum (sjá kafla IV).

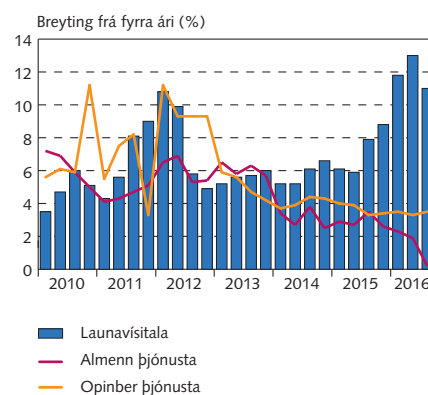
Eins og fjallað var um í rammagrein 2 í *Peningamálum 2016/2* sýndu fyrstu áætlanir Hagstofunnar í mars um hækkun launa og launatengdra gjalda að hækkun launa á tímameiningu hafi verið 5,5% árið 2015 sem er um helmingi minna en þau 10,4% sem gert hafði verið ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Mat Hagstofunnar í september sl. á hækkun launa í fyrra var óbreytt frá marsbirtingunni og er lágt í ljósi mikilla umsaminna launahækkana og rímar illa við áætlanir samningsaðila sem byggðar eru á þeim. Hækkunin er einnig minni en hækkun launavísitölunnar milli ára, sem nam 7,2%, en telja verður ólíklegt að laun á tímameiningu hafi hækkað minna en launavísitalan í ljósi vanmats hennar á launahækkunum á árinu 2015 (sjá rammagrein 4 í *Peningamálum 2015/4*). Tölur Hagstofunnar gefa til kynna að launahlutfallið hafi lækkað um tæplega 1 prósentu árið 2015 sem verður einnig að teljast ólíklegt miðað við sögulegt samband framleiðsluspennu og launahlutfalls. Í ljósi vaxandi spennu í þjóðarþúinu ætti launahlutfallið að jafnaði að vera að hækka en ekki lækka (mynd V-9). Ef lítið er til þróunar launahlutfallsins frá því að það tók að hækka aftur árið 2010 hefur það hækkað að meðaltali um 1,6 prósentur á ári. Hefði hlutfallið hækkað jafn mikið í fyrra hefðu laun á tímameiningu hækkað um 10,2%, en 7,3% hækkun hefði þurft til að launahlutfallið héldist óbreytt milli ára í fyrra. Þá birti Hagstofan í september tölur um ráðstöfunartekjur heimilageirans sem eru að mestu byggðar á skattframtölum einstaklinga, en samkvæmt þeim tölum hækka laun á tímameiningu á árinu 2015 töluvert meira en samkvæmt framleiðsluþrýsting.

2. Samkvæmt aðfanga-afurðatölum (e. input-output) OECD frá árinu 2011 (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=IOTS>) nam hlutfall erlendra aðfanga í almennum þjónustugreinum hér á landi allt að 15%. Hlutfallið var í flestum tilfellum talsvert lægra í opinberri þjónustu (t.d. um 5% í menntun og opinberri stjórnsýslu) sem skýrir að einhverju leyti af hverju verð opinberra þjónustu hefur hækkað meira en þjónustu á almennum markaði.

Mynd V-7

### Laun og verðlag þjónustu

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2016

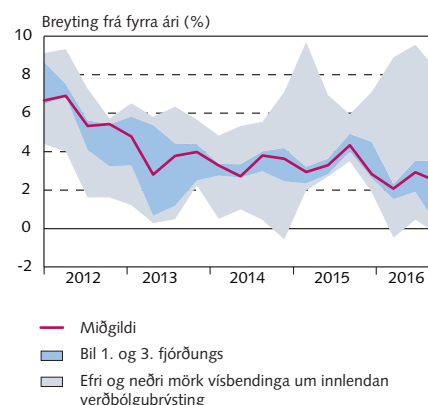


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-8

### Innlendum verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016

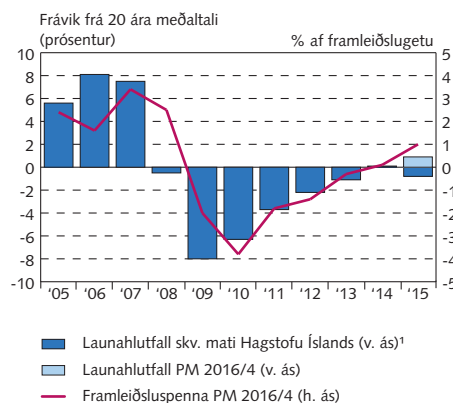


1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlenda verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala landsframleiðslu, verð almennrar þjónustu, verð innlendrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016 fyrir verðvísitölu landsframleiðslu og tímabilið 2015-2016 fyrir launakostnað á framleidda einingu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

### Launahlutfall og framleiðsluspenna 2005-2015

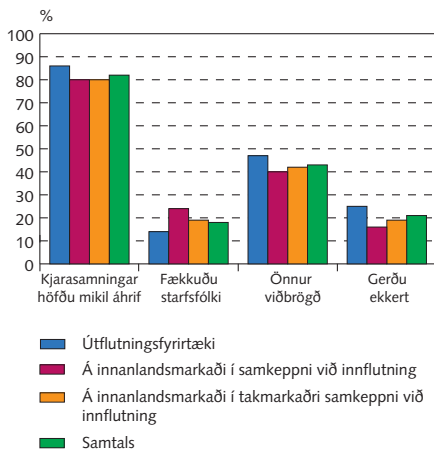


1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergus þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 60,8% (1995-2014, 1997-grunnur).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

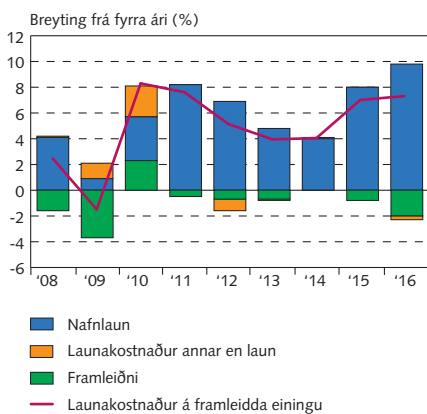
Áhrif kjarasamninga á rekstur fyrirtækja og viðbrögð þeirra



Heimild: Samtök atvinnulífsins.

Mynd V-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 2008-2016<sup>1</sup>

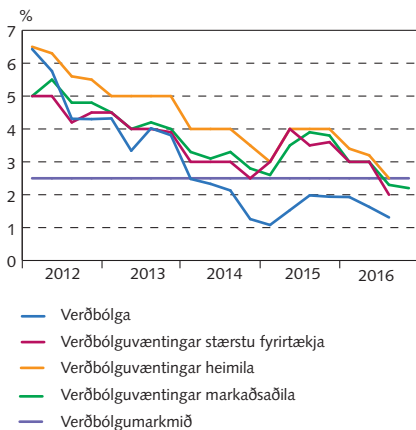


1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2016



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagstofunnar eða um 7,4% milli ára sem er í takt við hækkun launavísitölunnar. Að lokum bendir könnun Samtaka atvinnulífsins meðal aðildarfélaganna sinna til þess að algengara hafi verið að fyrirtæki hafi gripið til annarra aðgerða til að draga úr kostnaði vegna umsaminna launahækkana en að segja upp fólki (mynd V-10). Nefna mörg þeirra að þau hafi dregið úr yfirvinnu, en það gæti skýrt að laun á vinnustund hafi ekki hækkað eins og fyrstu áætlanir gerðu ráð fyrir.

Í ljósi þessara vísbendinga er áfram gert ráð fyrir að laun hafi hækkað meira í fyrra en bráðabirgðatölur framleiðsluuppgjörs Hagstofunnar benda til. Talið er að þau hafi hækkað um 8% í fyrra sem er minna en gert var ráð fyrir í ágúst. Þetta hefur í för með sér að launahlutfallið er talið hafa verið um 61½% af vergum þáttatekjum í fyrra og hafa hækkað um ¾ prósentur frá árinu 2014.

### ... og áfram horfur á mikilli hækkun launakostnaðar í ár

Ekki hafa verið gerðar breytingar á mati á launaþróuninni í ár eða á spátímanum frá síðustu spá og er því gert ráð fyrir sambærilegum hækkunum milli fjórðunga og þá var. Þar sem talið er að laun hafi hækkað minna í fyrra en talið var í ágúst verður hækkunin milli ársmeðaltala einnig minni í ár. Gert er ráð fyrir að laun hækki um tæplega 10% milli ársmeðaltala í ár og að launahlutfallið hækki í um 64½% sem er 3½ prósentu umfram meðaltal síðustu tuttugu ára. Á móti miklum launahækkunum vegur tæplega 2% framleiðnivöxtur. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um 7½% í ár sem er um 1½ prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd V-11). Eins og áður er ekki gert ráð fyrir að endurskoðun kjarasamninga í febrúar á næsta ári leiði til frekari launahækkana en þegar hefur verið samið um. Blikur virðast þó á lofti hvað það varðar og þá gæti launaskrið einnig verið vanmetið í ljósi þeirrar spennu sem hefur myndast á vinnumarkaði.

## Verðbólguvæntingar

### Skammtímaverðbólguvæntingar nálgast verðbólgu markmið ...

Verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára hafa lækkað talsvert undanfarin misseri samfara hjóðnun verðbólgu (mynd V-12). Samkvæmt könnun Gallup í september á verðbólguvæntingum heimila lækkuðu þær verulega milli kannana og hafa aldrei mælst lægri. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs mælast nú 2,5% og lækkuðu um 0,7 prósentur milli kannana. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára lækkuðu um 1 prósentu milli kannana og eru nú 3%. Svipaða sögu er að segja af stjórnendum fyrirtækja en verðbólguvæntingar þeirra til eins árs hafa ekki mælst lægri ef undan eru skildar kannanir strax í kjölfar fjármálakreppunnar. Gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði 2% eftir eitt ár sem er lækkun um 1 prósentu frá sambærilegri könnun í maí. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru 3% og lækkuðu um ½ prósentu frá könnuninni sem var framkvæmd í mars og hafa aldrei mælst lægri.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa einnig lækkað undanfarið. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun nóvember bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga yrði 2,2% eftir ár sem er svipað og þeir gerðu ráð fyrir í sambærilegri könnun í ágúst. Verð-

bólguvæntingar þeirra til tveggja ára eru 3% sem er óbreytt frá því í ágúst. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, lækkaði einnig í kjölfar vaxtalækkunar Seðlabankans í ágúst en hækkaði aftur eftir birtingu á verðbólguálagi Hagstofunnar í september. Meðaltal verðbólguálags til eins og tveggja ára var 2,4% í október sl.<sup>3</sup>

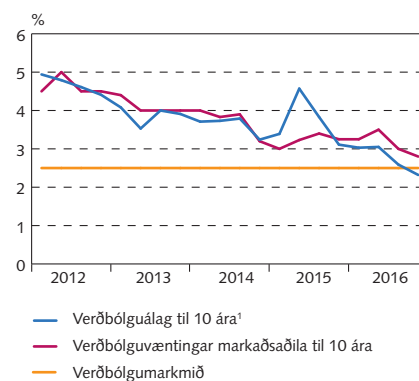
### ... og kjölfesta langtíma verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiði virðist styrkjast

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til langs tíma hafa smám saman þokast niður í verðbólgu markmið bankans. Samkvæmt nóvemberkönnun bankans vænta markaðsaðilar um 2,8% verðbólgu að meðaltali á næstu tíu árum sem er lækkun um 0,2 prósentur frá fyrri könnun (mynd V-13). Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði segir svipaða sögu en tíu ára álagið hefur verið um 2,4% það sem af er fjórða ársfjórðungi. Athyglisvert er að vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst og leiðrétting á mistökum Hagstofunnar við mælingu vísitölu neysliverðs höfðu mun minni áhrif á verðbólguálag til langs tíma en til skamms tíma. Bendir það, ásamt nýlegri þróun verðbólguvæntinga og verðbólguálags, til þess að verðbólguvæntingum hafi verið sköpuð traustari kjölfesta.

Mynd V-13

#### Langtíma verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2016



1. Talan fyrir 4. ársfjórðung 2016 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Varlega þarf þó að fara í túlkun á álaginu þar sem það inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréfanna auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu.

