

VI Verðbólga

Verðbólga á þriðja fjórðungi þessa árs var 1,7% sem var lítillega minna en áætlað var í ágústspá *Peningamála*. Hækkun húsnæðisverðs hefur verið megindrífkraftur verðbólgu en hægt hefur á verðhækkunum undanfarna mánuði. Gengi krónunnar hefur lækkað síðan í byrjun júní sl. eftir töluverða hækkun framan af ári. Áhrif gengislækkunarinnar á verðlag virðast hingað til hafa verið takmörkuð. Það gæti að hluta skýrst af því að bætt kjölfesta verðbólguvæntinga valdi því að skammtímasveiflur í gengi hafi minni áhrif á verðmyndun en áður, en auk þess kann aukin samkeppni á smásölumarkaði að hafa átt hlut að máli. Þótt hægt hafi á hækkun launa það sem af er þessu ári eru launahækkunarir enn töluverðar. Verðbólguvæntingar hafa lækkað á nokkra mælikvarða frá því í ágúst en eru almennt í ágætu samræmi við verðbólguþáttmiðið.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga hefur verið undir markmiði í tæplega fjögur ár

Verðbólga mældist 1,7% á þriðja ársfjórðungi en í ágústspá *Peningamála* var spáð að hún yrði 1,8%. Hækkun húsnæðisverðs hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fjórðungnum en lækkun á flugfaragjöldum og verði innfluttrar vöru vó á móti.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,5% í október frá fyrra mánuði og mældist ársverðbólga 1,9% (mynd VI-1).¹ Hún er lítillega meiri en við síðustu útgáfu *Peningamála* og hefur verið á bilinu 1½-2% undanfarið ár og við eða undir markmiði í nær fjögur ár. Helsti áhrifaþáttur lækkunar vísitöluverðs í október var veruleg hækkun matvöruverðs. Húsnæðisverð lækkaði hins vegar lítillega milli mánaða og er það í fyrsta sinn í meira en tvö ár. Verðbólga á mælikvarða sem undanskilja húsnæðiskostnað mældist sem fyrr mun minni en verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði í október lækkað um 2,3% frá fyrra ári. Í september hafði samræmda neysluverðsvísitalan lækkað um 2,7% milli ára en hún undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis.

Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

Hægt hefur á hækkun húsnæðisverðs ...

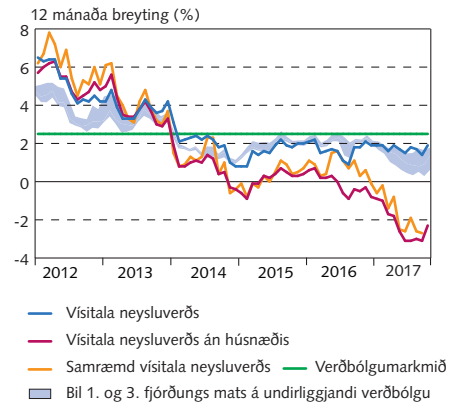
Undirliggjandi verðbólga hefur aukist á flesta mælikvarða frá útgáfu síðustu *Peningamála* að undanskilinni kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa. Ársverðbólga miðað við hana var 2,1% í október eða 0,3 prósentum minni en í júlí sl.² Hún hefur verið um og undir 2½% í þrjú ár. Tölfræðilegir mælikvarðar benda flestir til þess að undirliggjandi verðbólga sé á bilinu ½-2% og að hún hafi að meðaltali aukist um 0,3

1. Í september 2017 var eitt ár liðið síðan Hagstofa Íslands leiðrétti mistök sem áttu sér stað við útreikning vísitölu neysluverðs á tímabilinu mars til ágúst 2016 og ollu því að verðbólga var vanmetin á þessu tímabili og ofmetin á sama tímabili 2017. Mistök hafa því ekki lengur áhrif á ársverðbólgu sem ykir hjöðnun verðbólgu milli ágúst og september í ár.
2. Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflукенndra matvöru-liða, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðisliána.

Mynd VI-1

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2012 - október 2017



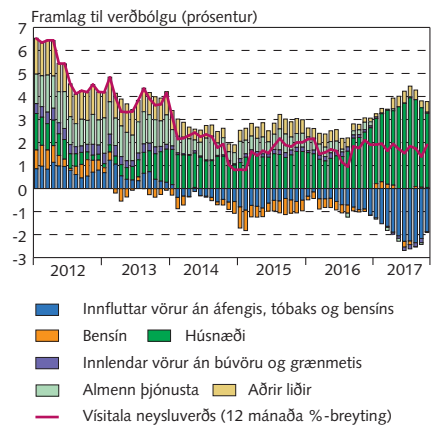
1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu þar sem horft er fram hjá áhrifum óbeinna skatta, sveiflукенndra matvöru-liða, bensíns, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkan.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Undirlíðir verðbólgu

Janúar 2012 - október 2017

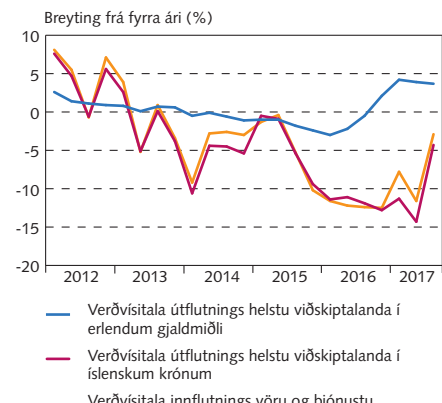


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



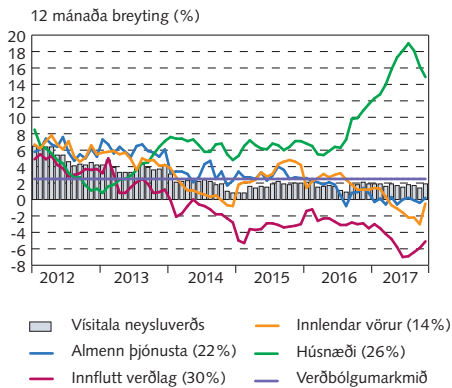
1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2012 - október 2017



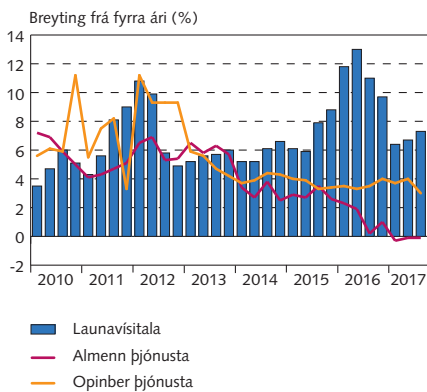
1. Innlutt verðbólga er nálgðuð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5

Laun og verðlag þjónustu

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017

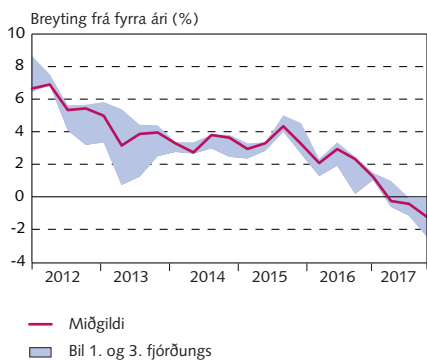


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6

Innlendur verðbólguþrýstingur¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlenda verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala VLF, verð almennrar þjónustu, verð innlendar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2017 fyrir verðvísitölu VLF og launakostnað á framleidda einingu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

prósentur frá því í júlí (mynd VI-1). Undirliggjandi verðbólguþrýstingur virðist því fara vaxandi þótt þróunin sé ekki einhlít.

Hækkun húsnæðisverðs á undanfönum misserum hefur verið megindrífkraftur verðbólgu (mynd VI-2). Árshækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs náði hámarki í 19% síðastliðið sumar en hún nam tæplega 15% í október. Vísbendingar eru um að hægja muni enn frekar á hækkun húsnæðisverðs á næstu misserum enda er raunverð húsnæðis í sögulegu hámarki, hægt hefur á veltu kaupsamninga og framboð íbúðarhúsnæðis fer vaxandi (sjá kafla III).

... og betri kjölfesta verðbólguvæntinga ásamt aukinni samkeppni vegið upp á móti áhrifum gengislækkunar krónunnar

Viðvarandi lækkun á verði innfluttrar vöru í krónum sem rekja má til hækkunar á gengi krónunnar og lítillar alþjóðlegrar verðbólgu hefur á undanfönum þremur árum vegið upp á móti hækkun húsnæðisverðs og áhrifum aukins innlends kostnaðarþrýstings vegna launahækkana. Gengi krónunnar hefur hins vegar sveiflast nokkuð það sem af er þessu ári. Þegar það var hæst í byrjun júní sl. hafði það hækkað um 10½% frá áramótum en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* hafði það lækkað á ný en var þó 1,8% hærra en í ársbyrjun. Samhliða því hefur dregið úr lækkunum á verði innfluttrar vöru og þjónustu og er áætlað að það hafi lækkað um tæplega 3% frá fyrra ári á þriðja ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra nam árslækkun innflutningsverðs ríflega 12% (mynd VI-3). Verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hafði í október lækkað um rúmlega 5% milli ára samanborið við tæplega 7% í júlí sl. (mynd VI-4).

Gengislækkun krónunnar frá því í júní kom í kjölfar töluverðrar hækkunar framan af ári. Vísbendingar eru um að betri kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið og aukin samkeppni vegna aukinnar netverslunar og innkomu alþjóðlegra smásölurisa á innlenda smásölu-markað hafi í einhverjum mæli dregið úr áhrifum gengislækkunarinnar á verðlag.³ Verðlag innfluttrar vöru af ýmsu tagi, líkt og fatnaði, skóm og húsgögnum, hefur t.d. lækkað frá því í júní sl. þrátt fyrir gengislækkun krónunnar. Verð á matvöru hafði einungis hækkað um 1,4% á sama tíma og verð á raftækjum um 0,5%. Mikil hækkun verðlags bæði innlendar og innfluttrar vöru í október bendir hins vegar til þess að gengisáhrifin hafi komið fram í ríkari mæli og að dregið hafi úr áhrifum aukinnar samkeppni. Einnig er mögulegt að aukinn skammtímabreytileiki gengis krónunnar leiði til þess að fyrirtæki bíði lengur með að breyta verði á vöru og þjónustu sinni.

Innlendur verðbólguþrýstingur hefur verið hóflegur ...

Innlendur verðbólguþrýstingur hefur verið hóflegur undanfönum misseri þrátt fyrir töluverða hækkun launakostnaðar á framleidda einingu (myndir VI-5 og VI-6). Verð innlendar vöru í vísitölu neysluverðs hefur lækkað um 0,5% sl. tólf mánuði og verð almennrar þjónustu einungis hækkað um 0,2%. Þessir undirlíðir vísitölnnar hafa enn-

3. Samkvæmt fréttatilkynningu frá Hagstofunni 11. september 2017 er verið að meta áhrif breytinga á innkaupum heimila vegna nýrra verslana sem hafa tekið til starfa á vísitölu neysluverðs. Verði ástæða til koma þær breytingar fram í gildi vísitölu neysluverðs í desember nk.

fremur lækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hefur einnig lækkað töluvert frá fyrra ári. Hagfelld gengisþróun undanfarið ár skýrir stóran hluta af verðhjöðnun innlendrar vöru þar sem kostnaður innfluttra aðfanga hjá innlendum fyrirtækjum hefur minnkað. Einnig hefur aukin samkeppni haft áhrif, ekki eingöngu á verðlag innlendrar vöru á smásölumarkaði, heldur einnig á t.d. flugfargjöld sem hafa lækkað mikið vegna aukinnar samkeppni í farþegaflugi til og frá landinu.

Niðurstöður úr haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins bentu til þess að rúmlega þriðjungur þeirra taldi þörf á að hækka verð á eigin afurðum á næstu sex mánuðum sem var lítillega hærra hlutfall en í vorkönnuninni (mynd VI-7). Mun meiri breyting var milli kannana á væntingum stjórnenda fyrirtækja um þróun aðfangaverðs þar sem rúmlega helmingur þeirra bjóst við hækkingu aðfangaverðs á næstu sex mánuðum samanborið við 38% í síðustu könnun og nálgast hlutfallið sögulegt meðaltal sitt. Þar gætir líklega áhrifa gengislækkunar krónunnar undanfarna mánuði. Í ljósi þess er athyglisvert að í könnuninni kom einnig fram að um 60% stjórnenda töldu launakostnað hafa mest áhrif til verðhækkunar á eigin afurðum og 15% þeirra nefndu aðfangaverð. Ennfremur taldi fjórðungur stjórnenda að aðfangaverð hefði næstmest áhrif til verðhækkana (mynd VI-8).

... þótt launahækkunar séu enn miklar

Laun á vinnustund hækkuðu um ríflega 9% í fyrra samkvæmt tölum Hagstofunnar sem er í takt við ágústspá bankans. Launahækkunar á árunum 2014-2015 voru hins vegar lítillega minni en áður var gert ráð fyrir.⁴ Það sem af er þessu ári hefur heldur hægt á hækkingu launa þótt hún sé enn töluvert. Þannig hækkaði launavísitala Hagstofunnar um 2,1% milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og var hækkingin 7,4% frá sama fjórðungi í fyrra. Launahækkunar sem kveðið er á um í síðustu kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölunni líkt og gert var ráð fyrir í síðustu spá en launaskrið verið heldur meira en þar var áætlað.

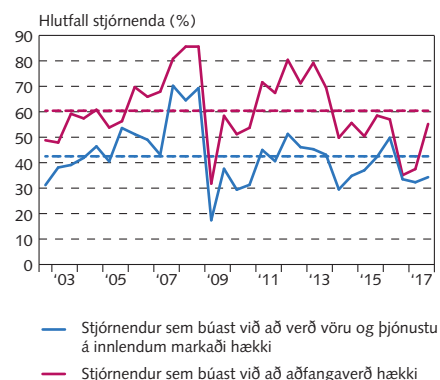
Þótt kjarasamningar flestra háskólahópa hjá ríkinu séu lausir hefur lítill gangur verið í samningaviðræðum eftir að upp úr stjórnarsamstarfinu slitnaði í september sl. Því hafa ekki verið gerðar breytingar á mati á launaþróuninni í ár eða á spátímanum. Sem fyrr er gert ráð fyrir að þeir samningar sem gerðir verða á vinnumarkaði verði í samræmi við hið svokallaða SALEK-samkomulag og því komi ekki til endurskoðunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði á næsta ári.

Talið er að laun og launatengd gjöld hækki um ríflega 6% í ár sem er 0,7 prósentum minni hækkingu en gert var ráð fyrir í ágúst. Framleiðnivöxtur leggst á sömu sveif því að hann er talinn verða um 1 prósentu meiri en áður var spáð vegna hægari fjölgunar heildarvinnustunda. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um tæplega

4. Hagstofan hefur endurskoðað fyrra mat á þróun launa og launatengdra gjalda allt aftur til ársins 1997. Seðlabankinn hefur stuðst við tölur Hagstofunnar um þróun launa og launatengdra gjalda fram til ársins 2014 en byggt á eigin áætlunum um þróunina árið 2015 þar sem talið var að tölur Hagstofunnar hefðu vanmetið raunverulegar launahækkunar ársins. Nú hefur Hagstofan endurskoðað fyrri tölur fyrir árið 2015 og telur laun og launatengd gjöld hafa hækkað um 7% í stað 6,5% áður. Það er mun nær 7,2% hækkingu launavísitölunnar á árinu og fyrra mati bankans en það gerði ráð fyrir 7,5% hækkingu.

Mynd VI-7

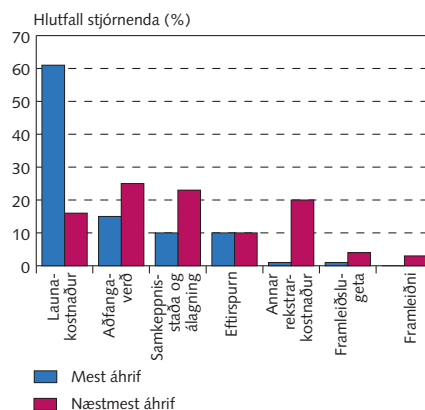
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði 2002-2017¹



1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2002. Heimild: Gallup.

Mynd VI-8

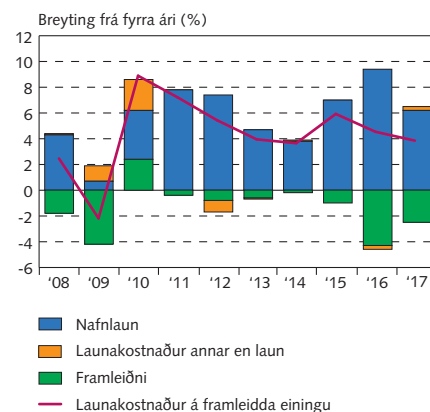
Verðákvæðanir fyrirtækja¹
September 2017



1. Stjórnendur voru spurdir hver af eftirtöldum þáttum hefur mest/næstmest áhrif til hækkingu á verði á vöru eða þjónustu fyrirtækisins, horft til næstu sex mánaða. Heimild: Gallup.

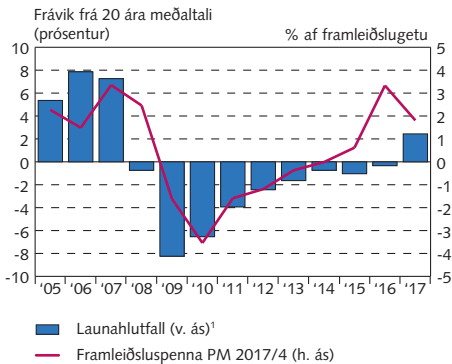
Mynd VI-9

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2017¹



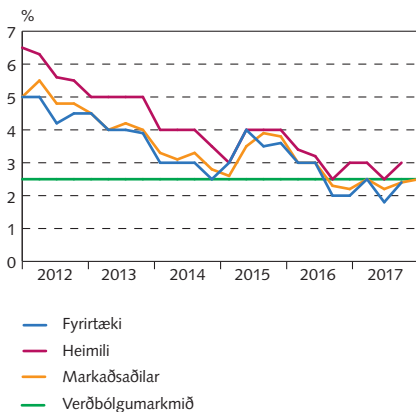
1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkingu á launakostnaði á framleidda einingu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-10
Launahlutfall og framleiðsluspenna
2005-2017



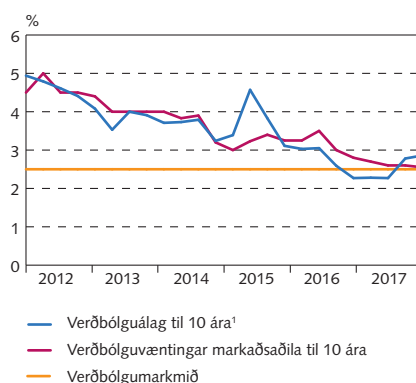
1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergus þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 61% (1997-2016, 1997-grunnur). Grunnspá Seðlabankans 2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11
Verðbólguvæntingar til 1 árs
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2017



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-12
Langtímaverðbólguvæntingar
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2017



1. Talan fyrir 4. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

4% frá fyrra ári sem er 1½ prósentu minna en áður var talið (mynd VI-9). Eins og fjallað er um í kafla V er líklegt að framleiðnivóxtur í fyrra og í ár sé ofmetinn og því er hækkun launakostnaðar á framleidda einingu líklega vanmetin. Miðað við spá um hækkun launa í ár heldur launahlutfallið áfram að hækka og verður 63,5% í ár sem er 2½ prósentu yfir sögulegu meðaltali (mynd VI-10).

Verðbólguvæntingar

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa hækkað ...

Verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára hafa hækkað á nokkra mælikvarða frá síðustu útgáfu *Peningamála* (mynd VI-11). Samkvæmt haustkönnun Gallup gerðu stjórnendur fyrirtækja ráð fyrir að verðbólga yrði 2,4% að ári liðnu og höfðu verðbólguvæntingar þeirra hækkað um 0,6 prósentur frá sambærilegri könnun í sumar. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar í 3%. Verðbólguvæntingar heimila námu 3% til eins árs og höfðu hækkað um 0,5 prósentur. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár höfðu einnig hækkað og námu 3,2%.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa hins vegar lítið breyst. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun nóvember þjuggust markaðsaðilar við að verðbólga yrði 2,5% bæði eftir eitt og tvö ár. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var í október að meðaltali rúmlega 2% til tveggja ára eða óbreytt frá því í ágúst.⁵

... en virðast, eins og langtímaverðbólguvæntingar, í ágætu samræmi við verðbólguþáttur

Þótt skammtímaverðbólguvæntingar hafi hækkað á suma mælikvarða eru þær í meginatriðum í samræmi við verðbólguþáttur. Hið sama má segja um langtímaverðbólguvæntingar. Samkvæmt nóvemberkönnun Seðlabankans þjuggust markaðsaðilar við því að verðbólga yrði um 2,5% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum. Væntingar þeirra hafa því lítið breyst frá því að þær þokuðust í markmið seint á síðasta ári og virðast þær því hafa staðið af sér umrötið sem varð í sumar þegar gengi krónunnar lækkaði nokkuð.⁶ Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði hækkaði hins vegar tímabundið í september en eins og rakið er í kafla III er eins líklegt að það hafi endurspeglad tímabundna hækkun áhættuálags á skuldabréfamarkaði. Hækkun álagsins hefur síðan að hluta gengið til baka og hefur tíu ára álagið verið að meðaltali 2,9% það sem af er fjórða ársfjórðungi (mynd VI-12).

5. 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.
6. Umfjöllun um vísbendingar um traustari kjölfestu verðbólguvæntinga má finna í Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguþáttur: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérít* nr. 11.