

V Verðbólga

Verðbólga mældist 2% á þriðja ársfjórðungi þessa árs sem var nokkru minna en búist var við í síðustu spá *Peningamála*. Hún hefur þó heldur aukist undanfarna mánuði samanborið við fyrri hluta ársins, einkum vegna hækkunar á verði húsnæðis og innlendarar vöru og þjónustu. Lækkun olíuverðs á heimsmarkaði hefur hins vegar dregið verulega úr mældri verðbólgu. Innlendir verðbólguþrýstingur hefur aukist í kjölfar nýlegra kjarasamninga á vinnumarkaði þótt gengishækkun krónunnar og lækkun alþjóðlegs vöruverðs vegi upp á móti. Óvíst er þó hve varanleg þau áhrif eru auk þess sem töluverð óvissa er um þróun launakostnaðar á næstu misserum vegna hugsanlegrar endurskoðunar á kjarasamningum. Verðbólguvæntingar eru fyrir ofan verðbólguþrýsting Seðlabankans á flesta mælikvarða en þróun þeirra að undanförunu hefur gefið nokkuð misvísandi mynd.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga hefur mælst minni en búist var við

Verðbólga hefur verið undir markmiði síðan í byrjun ársins 2014. Hún mældist 2% á þriðja ársfjórðungi þessa árs sem var heldur minna en spáð var í ágústhefti *Peningamála*. Verðlag án húsnæðis hafði einungis hækkað um 0,6% á þriðja ársfjórðungi frá fyrra ári. Frávikið frá síðustu spá skýrist að mestu af gengishækkun krónunnar að undanförunu og meiri lækkun olíuverðs á heimsmarkaði en búist var við en lækkun innlends bensínverðs hafði töluverð áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum. Einnig virðast verðlagsáhrif af nýlegum kjarasamningum vera minni hingað til en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans, líklega að hluta til vegna gengishækkunar krónunnar og batnandi viðskiptakjara undanfarna mánuði.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,07% í október frá fyrri mánuði eftir að hafa lækkað um 0,4% í september. Lækkun vísitölunnar var nokkuð óvænt og átti rætur sínar að rekja til mikillar lækkunar flugfargjalda. Helsti áhrifaþáttur í október var hækkun á verði húsnæðis. Ársverðbólga mældist 1,8% eða nánast óbreytt frá síðustu útgáfu *Peningamála* (mynd V-1). Ársverðbólga án húsnæðis hefur hjaðnað lítillega síðan þá og var 0,3% í október. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað) hefur mælst heldur meiri undanfarna mánuði og var ársþéttun vísitölunnar 0,9% í september samanborið við 0,5% í júlí 2015.

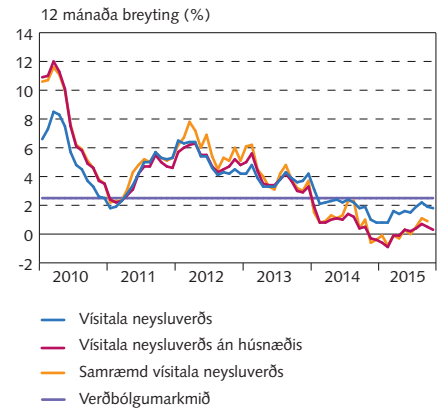
Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

Innlendir þættir hafa verið megindrífkraftar verðbólgunnar

Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist frá því í ársbyrjun þótt hún sé enn lítil á flesta mælikvarða. Ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðis-lána, var 1,9% í október og 0,6% ef markaðsverð húsnæðis er einnig undanskilið. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 2-4% og sé að meðaltali óbreytt frá því í júlí sl. (mynd V-2).

Mynd V-1

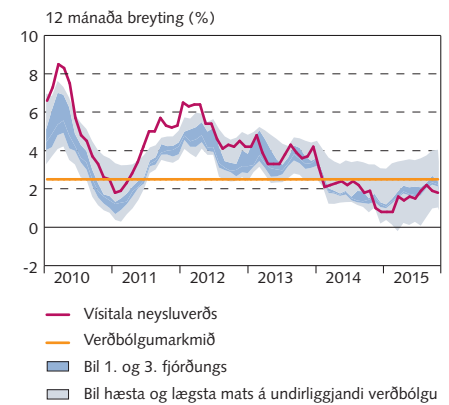
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu
Janúar 2010 - október 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

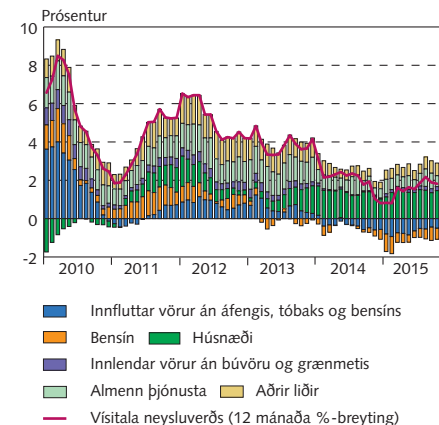
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2010 - október 2015



1. Skyggða svæðið inniheldur ólíka mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukendra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Undirlitir verðbólgu
Framlag til verðbólgu janúar 2010 - október 2015

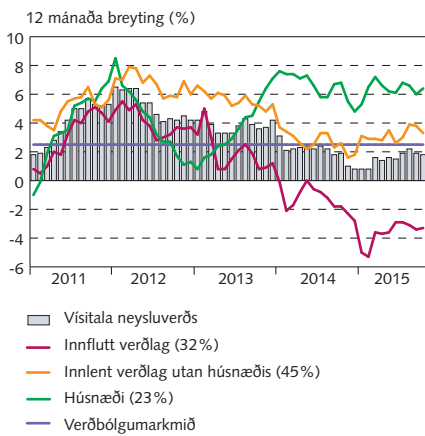


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-4

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - október 2015



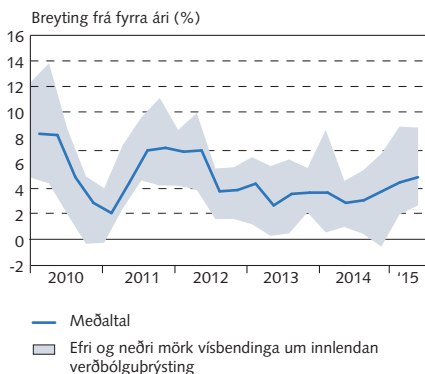
1. Innflutt verðbólga er nálgueð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgueð með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Innlendur verðbólguþrýstingur¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2015



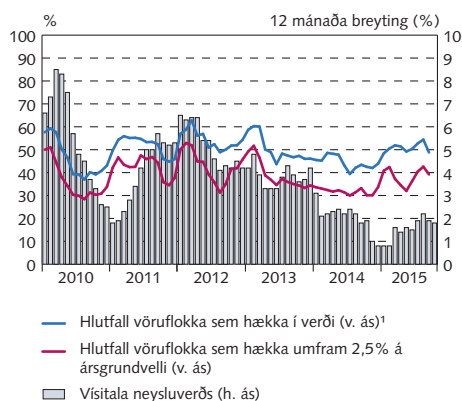
1. Efri og neðri mörk fimm vísibendinga um innlendan verðbólguþrýsting. Vísibendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu, verðvísitala landsframleiðslu, verð almennrar þjónustu, verð innlendrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs

Janúar 2010 - október 2015



1. Hlutfall vöruflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Megindrifkraftar aukinnar verðbólgu það sem af er ári hafa verið verðhækkunar innlendra þátta þ.e. húsnæðis, almennrar þjónustu og innlendrar vöru. Verðhækkun húsnæðis skýrði meira en $\frac{3}{4}$ hluta ársverðbólgunnar í október og verðhækkunar á almennri þjónustu og innlendri vöru um $\frac{2}{3}$ hluta hennar en verðlækkun innfluttrar vöru, einkum olíu, hefur dregið verulega úr verðbólgu (mynd V-3). Innlendur verðbólguþrýstingur virðist hafa aukist nokkuð undanfarna mánuði en innlend verðbólga (án húsnæðis) var 3,3% í október samanborið við 3% í júlí. Aftur á móti hafði verð á innfluttri vöru lækkað frá fyrra ári um 3,3% í október. Á þessa mælikvarða hefur því munurinn á innlendri og innfluttri verðbólgu aukist (mynd V-4). Mynd V-5 sýnir enn fremur að innlendur verðbólguþrýstingur á mælikvarða meðaltals nokkurra ólíkra þátta sem endurspeglar innlendan kostnað hafði á öðrum ársfjórðungi aukist jafnt og þétt frá miðju ári 2014. Áþekk þróun kemur í ljós ef dreifing verðhækkana á undirlíðum vísitölu neysluverðs er skoðuð nánar. Þar vekur athygli að þrátt fyrir að verðbólga mælist enn lítil hefur að meðaltali rúmlega helmingur undirlíða vísitölu neysluverðs hækkað í verði í hverjum mánuði það sem af er ári sem er svipað hlutfall og árið 2013 þegar meðalverðbólga var mun meiri eða 3,9% (mynd V-6).

Aðrar vísibendingar benda einnig til þess að kostnaðarþrýstingur hafi aukist. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði hækkað um 4,3% á þriðja ársfjórðungi frá því á sama tíma í fyrra samanborið við 3,3% á öðrum fjórðungi. Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallups sem gerð var í ágúst og september sl. þjuggust um 42% stjórnenda fyrirtækja við því að verð á vöru og þjónustu fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum samanborið við 37% í vorkönnuninni í mars sl. Að sama skapi töldu tæplega 60% stjórnenda að verð á aðföngum fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum samanborið við 50% í mars (mynd V-7).

Gengishækkun krónunnar og lækkun alþjóðlegs vöruverðs vegur upp á móti auknum kostnaðarþrýstingi

Aukinn innlendan verðbólguþrýstingur má að töluverðu leyti rekja til þeirra launahækkana sem samið var um í nýlegum kjarasamningum. Hins vegar virðist sem gengishækkun krónunnar á undanförunum mánuðum auk lækkunar á verði innfluttrar vöru hafi hingað til leitt til þess að verðlagsáhrifin af þessum kostnaðarhækkunum hafi enn sem komið er mælist lítil. Ekki er útilokað að áhrif gengishækkunar krónunnar til lækkunar verðlags séu nú meiri en oft áður þar sem gengishækkunina má að mestu leyti rekja til grunnefnahagsþátta (e. economic fundamentals) og hún hefur átt sér stað þrátt fyrir mikil gjaldeyriskaup Seðlabankans (sjá kafla III). Í ljósi þess gætu fyrirtæki talið gengishækkunina varanlegri en t.d. á fyrri þensluskeiðum.

Samsetning verðbólgunnar minnir þó töluvert á stöðuna á árunum 2003-2005 þegar mæld verðbólga var lítil m.a. vegna þess að gengi krónunnar hækkaði og innflutt verðbólga var lítil á sama tíma og innlendur verðbólguþrýstingur, sem kom m.a. fram í miklum hækkunum á húsnæðisverði, var töluverður. Þegar gengi krónunnar gaf eftir árið 2006 jókst verðbólga hratt. Í ljósi mikils verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði núna og vaxandi framleiðsluspennu í þjóðarþúskapnum eru því nokkrar líkur á að mæld verðbólga endurspegli ekki að fullu

þann undirliggjandi verðbólguþrýsting sem er fyrir hendi. Horfur eru því á að verðbólga aukist á ný þegar áhrif lækkunar alþjóðlegs vöruverðs fjara út (sjá umfjöllun um áhættumat verðbólgu í kafla I).

Launakostnaðar líklega vanmetinn

Hagstofa Íslands birti í september sl. endurskoðaðar tölur um launakostnað á grundvelli þjóðhagsreikninga fyrir árin 2007-2014. Tölur þjóðhagsreikninga fyrir laun og launatengd gjöld breytast gjarnan nokkuð við hverja endurskoðun (mynd V-8). Endurskoðunin nú sýnir að laun á ársverk voru að meðaltali heldur hærri á þessum árum en áður var talið, en áhrif endurskoðunarinnar eru nokkuð misjöfn eftir árum. Hlutfall launakostnaðar (þ.e. launa og launatengdra gjalda) af vergum þáttatekjum var 62,2% í fyrra og hafði hækkað um ríflega 2 prósentur milli ára (mynd V-9). Hlutfallið var þá orðið 1,3 prósentum hærri en tuttugu ára sögulegt meðaltal og gangi grunnspáin eftir verður það orðið álíka hátt árið 2018 og það var hæst árin 2006-2007 í aðdraganda fjármálakreppunnar.

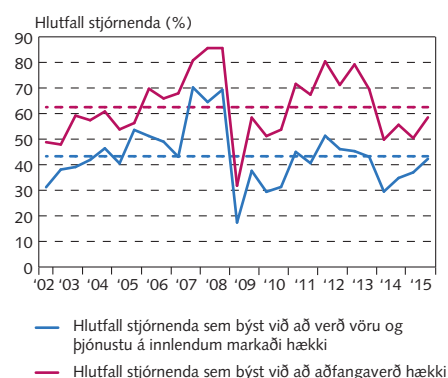
Launahækkunarir sem kveðið er á um í nýgerðum kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölunni í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og launaskrið verið svipað (sjá nánari umfjöllun um hvernig launaþróun er metin í rammagrein 4). Launavísitalan hækkaði um 3,5% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og nam hækkun hennar frá þriðja fjórðungi síðasta árs 7,9%.

Úrskurður gerðardóms vegna bróðurpartis félaga í Bandalagi háskólanna og Félags íslenskra hjúkrunarfræðinga kvað á um töluvert meiri launahækkunarir en voru í þeim samningum sem gerðir hafa verið á almennum vinnumarkaði á undanförunum mánuðum sem þó gerðu ráð fyrir verulegum launahækkunum. Kostnaðarauki vegna samninga sem gerðir voru við stór félög opinberra starfsmanna í lok október er svipaður og úrskurður gerðardóms. Það reynir því á endurskoðunarákvæði kjarasamninganna á almennum vinnumarkaði en ein af forsendum þeirra samninga var að launastefna þeirra yrði stefnumarkandi fyrir aðra kjarasamningagerð. Viðræður hafa því verið í gangi meðal forsvarsmanna á almennum og opinberum vinnumarkaði þar sem reynt hefur verið að komast að samkomulagi um breytingar á launum og réttindum og leitast þannig við að koma í veg fyrir að samningum verði sagt upp í febrúar nk. en þá reynir á endurskoðunarákvæði samninganna. Skrifað hefur verið undir samkomulag um breytt vinnubrögð við gerð kjarasamninga en ekki hefur náðst endanleg niðurstaða um hvað gert verður í tengslum við endurskoðun kjarasamninga í febrúar á næsta ári. Allar hugmyndir sem ræddar hafa verið á þessum vettvangi hafa í för með sér meiri hækkun launakostnaðar en gert var ráð fyrir í ágústspánni og hefur í forsendum núverandi spár að hluta verið tekið mið af þessum hugmyndum. Einnig eru hækkunarir í samningum opinberra starfsmanna meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá vegna úrskurðar gerðardóms og þeirra samninga sem gerðir voru við félög ríkisstarfsmanna í lok október.

Eins og í síðustu spá er gert ráð fyrir að hækkunin verði afturvirk frá byrjun maí sl. Laun munu því hækka meira á samningstímabilinu en spáð var í ágúst. Náist hins vegar endanlegt samkomulag á vinnumarkaði í þá veru sem þar hefur verið á borðinu munu laun hækka meira en nú er spáð. Miðað við þá spennu sem virðist vera

Mynd V-7

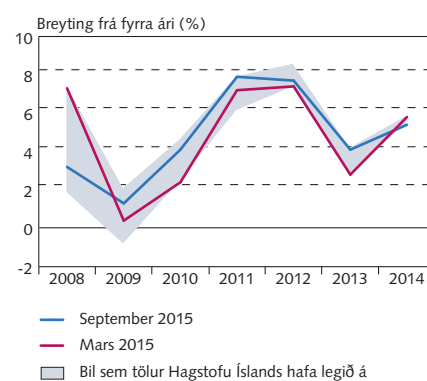
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu sex mánuðum 2002-2015¹



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

Mynd V-8

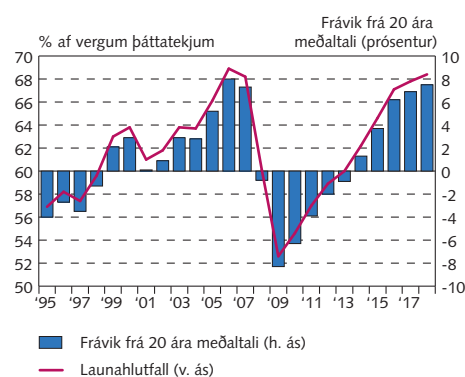
Laun á ársverk



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

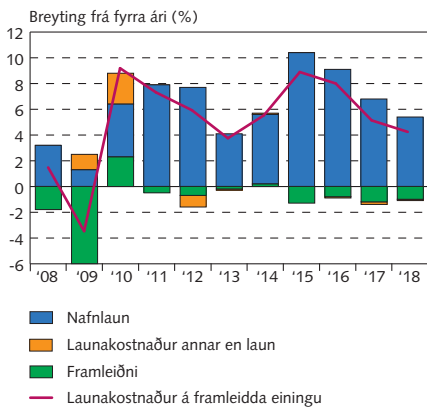
Hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum 1995-2018¹



1. 20 ára meðaltal er 60,9% (1997 grunnur). Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

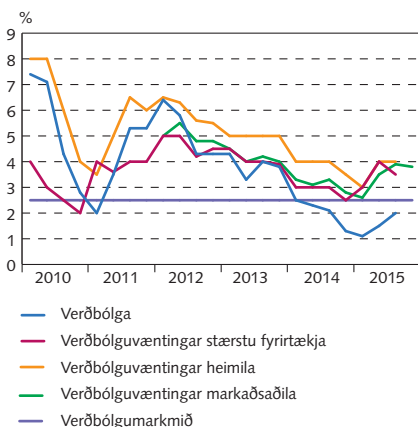
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2018¹



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-11

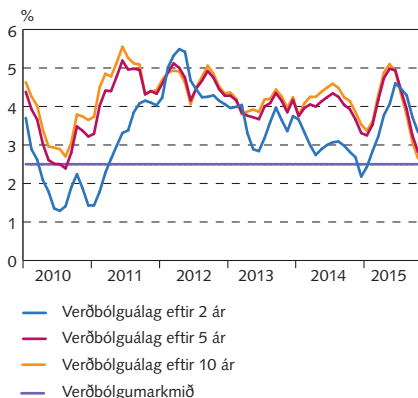
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs 1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2015



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹
Janúar 2010 - október 2015



1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðleg meðaltöl). Álagið er vísing um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár. Heimild: Seðlabanki Íslands.

að myndast á vinnumarkaði gæti launaskrið einnig verið vanmetið í spánni. Þótt laun hækki heldur meira í ár en gert var ráð fyrir í ágúst er hækkunin milli ársmeðaltala svipuð þar sem nýjar tölur Hagstofunnar sýna að laun voru að meðaltali hærri árið 2014 en fyrri tölur sýndu. Launakostnaður á framleidda einingu eykst því um 9% í ár eins og í ágústspánni en heldur meira á næsta ári eða 8,1% í stað 7,4% (sjá kafla IV og mynd V-10).

Verðbólguvæntingar

Töluverð óvissa um þróun verðbólguvæntinga

Verðbólguvæntingar höfðu hækkað töluvert á flesta mælikvarða við útgáfu síðustu *Peningamála*. Hins vegar hefur þróun þeirra síðan þá verið nokkuð misvísandi sem gæti átt rætur að rekja til aukinnar óvissu um innlenda verðlagsþróun. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hefur lækkað síðan í ágúst. Þótt lækkan álagsins endurspeglir líklega að einhverju leyti hækkun á gengi krónunnar, litla alþjóðlega verðbólgu og minni svartsýni um verðbólguþróun í kjölfar kjarasamninga en mátti sjá í aðdraganda samninganna er erfitt að túlka þróun verðbólguálagsins þar sem það litast einnig af miklu innflæði fjármagns að undanförunu sem hefur leitt til þess að ávöxtunarkrafa á löngum óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur lækkað töluvert (sjá kafla III og rammagrein 1). Verðbólguálag eftir tvö ár var að meðaltali um 3,3% í október og hafði lækkað um 1 prósentu síðan í ágúst. Þetta á hins vegar ekki við um verðbólguvæntingar markaðsaðila til skamms tíma. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í lok október, rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, bjuggust þeir við 3,8% verðbólgu eftir eitt ár sem er 0,1 prósentu minna en í síðustu könnun í ágúst (mynd V-11). Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár námu 4% og hafa hækkað um ½ prósentu síðan í ágúst. Þessar niðurstöður benda því til þess að einungis megi rekja lítinn hluta lækkunar verðbólguálagsins til raunverulegrar lækkunar verðbólguvæntinga.

Svipaða sögu er að segja af stjórnendum fyrirtækja sem gerðu ráð fyrir að verðbólga yrði 3,5% eftir eitt ár í haustkönnun Gallups og lækkuðu verðbólguvæntingar þeirra um ½ prósentu síðan í sumar. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára hækkuðu hins vegar lítillega en námu einnig 3,5%. Heimilin virðast vænta ívið meiri verðbólgu á næstu misserum en verðbólguvæntingar þeirra til eins og tveggja ára voru 4% í könnun sem var framkvæmd í september og voru óbreyttar síðan í sumar.

Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa lítið breyst

Vísing um langtímaverðbólguvæntingar gefa einnig nokkuð ólíka mynd af þróun verðbólguvæntinga. Markaðsaðilar búast við að verðbólga verði að meðaltali tæplega 3½% á næstu tíu árum sem er svipað og þeir gerðu ráð fyrir í ágúst. Hins vegar hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði eftir tíu ár lækkað og var að meðaltali 2,7% í október eða rúmlega 1 prósentu lægra en í ágúst (mynd V-12). Hér koma einnig fram ofangreind áhrif innflæðis erlends fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað. Að auki er möguleiki á að skammtímaáhrifaþættir, sem hafa leitt til þess að verðbólga hefur reynst minni en búist var við, smitist að einhverju leyti út í langtímaverðbólguvæntingar.