

## V Verðbólga

Verðbólga var 1,9% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem var í takt við síðustu spá *Peningamála* í febrúar. Hún hefur verið undir 2,5%-verðbólgu markmiði Seðlabankans í meira en tvö ár. Hækkun húsnæðis-verðs hefur lagt mest til verðbólgu undanfarin misseri. Gengishækkun krónunnar og mikill viðskiptakjarabati undanfarin tvö ár hafa aukið svigrúm margra fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkunir. Því hafa umtalsverðar launahækkunir og aukinn kraftur í þjóðarbúskapnum enn ekki komið fram að ráði í verðhækkunum á innlendri vöru og þjónustu. Á þessu ári mun launakostnaður hækka enn frekar auk þess sem innlend eftirspurn fer hratt vaxandi. Ekki er víst að þeir þættir sem hafa dregið úr verðbólguþrýstingi undanfarið skapi enn frekara svigrúm fyrir fyrirtæki til að taka á sig kostnaðarhækkunir án þess að hækka verð. Þótt langtímaverðbólguvæntingar hafi þokast niður á við undanfarin ár eru þær enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu og hafa lítið breyst frá því í febrúar.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga hefur hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála*

Verðbólga hefur verið undir markmiði í meira en tvö ár og hefur hjaðnað undanfarna mánuði. Hún mældist 1,9% á fyrsta ársfjórðungi sem var í takt við febrúarspá *Peningamála*. Verðlækkun innfluttrar vöru hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fjórðungnum sem má að miklu leyti rekja til áhrifa afnáms tolla á fatnað og skó í ársbyrjun en verð á bensíni lækkaði einnig nokkuð. Gengishækkun krónunnar á undanförmum misserum hefur einnig dregið úr verðbólgu. Á móti vógu áhrif nokkurrar hækkunar á verði húsnæðis og opinberrar þjónustu á fjórðungnum.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,2% í apríl frá fyrri mánuði og mældist ársverðbólga 1,6% eða 0,6 prósentum minni en við útgáfu síðustu *Peningamála* (mynd V-1). Helsti áhrifaþáttur í apríl var hækkun húsnæðisliðarins ásamt hækkun bensínverðs. Ársverðbólga án húsnæðis var einungis 0,2% í apríl og hefur hjaðnað heldur minna en mæld verðbólga síðan í janúar sl. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað) mældist 0,3% í mars sl.

### Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

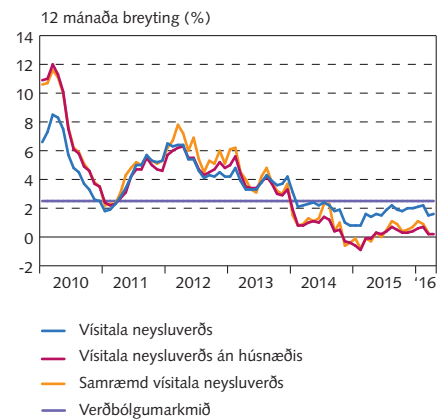
#### Innlendur verðbólguþrýstingur hefur að mestu komið fram í hækkun húsnæðisverðs ...

Undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukennndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, hefur haldist nálægt eða undir verðbólgu markmiðinu síðan haustið 2014 og mældist 1,9% í apríl sl. Hún, ásamt flestum öðrum mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, hefur hjaðnað frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa einnig hjaðnað frá því í janúar og voru á bilinu 1½-3½% í apríl (mynd V-2).

Mynd V-1

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu

Janúar 2010 - apríl 2016

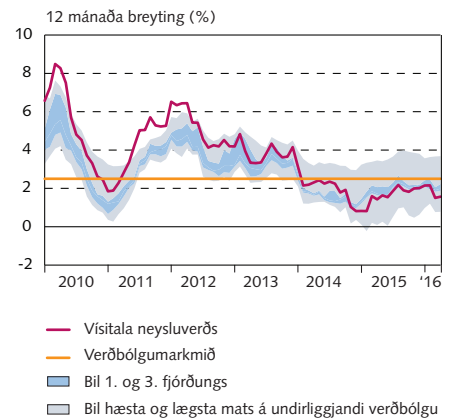


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2010 - apríl 2016



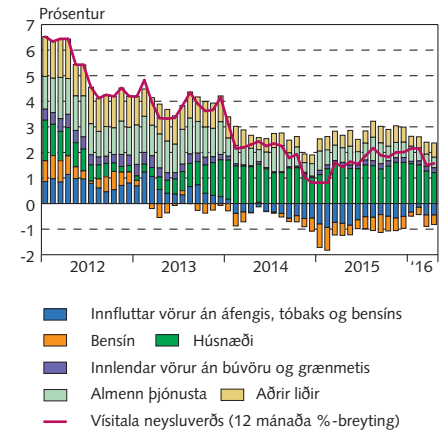
1. Skyggða svæðið inniheldur ólíka mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukennndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalkani.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Undirlíðir verðbólgu

Framlag til verðbólgu janúar 2012 - apríl 2016

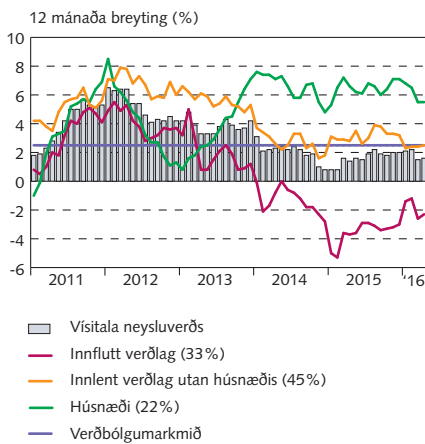


Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-4

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

Janúar 2011 - apríl 2016



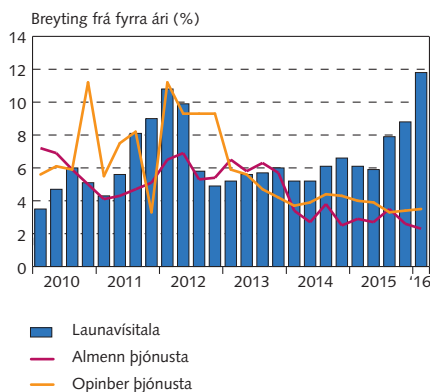
1. Innflutt verðbólga er nálgæð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlend verðbólga er nálgæð með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-5

## Þróun launa og verðlags þjónustu

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2016

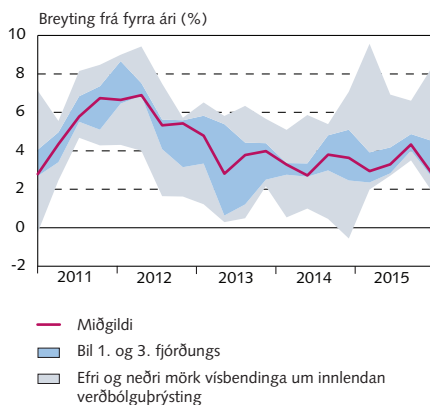


Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-6

Innlendur verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2015



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlendan verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleiðda einingu (þreyfanlegt meðaltal), verðvísitala landsframleiðslu, verð almennrar þjónustu, verð innlendrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga hefur undanfarin misseri verið drifin áfram af hækkun húsnæðisverðs (mynd V-3) enda hefur verðbólga án húsnæðis einungis verið um 0,4% að meðaltali á þeim tíma sem mæld verðbólga hefur verið undir markmiði. Árshækkun húsnæðisliðarins nam 5,5% í apríl. Miklar launahækkningar undanfarið ár, vaxandi kaupmáttur launa og aukin efnahagssumsvif hafa fært aukinn kraft í fasteignamarkaðinn (sjá kafla III) en hafa hins vegar enn sem komið er ekki leitt til mikilla verðhækkana á innlendri vöru og þjónustu (mynd V-4). Verð innlendrar vöru hafði hækkað um u.þ.b. 2% á fyrsta ársfjórðungi frá fyrra ári og verð almennrar þjónustu um 2,3%. Athygli vekur að þjónustuverðbólga hefur ekki mælst minni á þennan mælikvarða síðan í byrjun árs 2004. Verð opinberrar þjónustu hefur þó hækkað meira milli ára eða um 3,5% á fyrsta ársfjórðungi. Sum sveitarfélög hafa vísað til umsaminnna launahækkana í tengslum við gjaldskrárhækkningar en hluti opinberrar þjónustu er nokkru mannaflsfrekari en almenni þjónustugeirinn (mynd V-5). Aukinn innlendir kostnaðarþrýstingur hefur ekki birst í meiri hækkun framleiðsluverðs afurða sem seldar eru innanlands. Það lækkaði um 0,5% á fyrsta ársfjórðungi frá því á sama tíma í fyrra eftir nokkra hækkun undanfarin misseri. Mynd V-6 sýnir að innlendir verðbólguþrýstingur hafði hjaðnað í lok ársins 2015 frá fyrri fjórðungi samkvæmt miðgildi nokkurra ólíkra þátta sem endurspeglar innlendan kostnað og var jafnframt minni en á sama tíma ári áður. Dreifing mælikvarðanna hefur hins vegar aukist mikið.

### ... þar sem gengishækkun krónunnar og viðskiptakjarabati vega á móti kostnaðaráhrifum kjarasamninga

Ljóst er að gengishækkun krónunnar á undanförunum misserum auk lækkunar á verði innfluttrar vöru, einkum á olíu, hefur haldið aftur af verðhækkunum í kjölfar aukins kostnaðarþrýstings vegna launahækkana. Verð innfluttrar vöru hefur lækkað um 2,3% sl. tólf mánuði en gengi krónunnar hefur hækkað um rúmlega 9% á sama tíma. Líkt og kemur fram í umfjöllun í rammagrein 5 eru ofangreindir þættir megin-skýring þess að verðbólga hafi verið undir markmiði undanfarin tvö ár. Í ljósi þess hvað innlend verðbólga að undanskildum húsnæðisliðnum hefur haldist lítil er líklegt að töluverðra áhrifa vegna gengishækkunar krónunnar og alþjóðlegrar verðhjöðunar gæti einnig í mælikvörðum á innlendri verðbólgu, t.d. vegna lækkunar á verði innfluttra aðfanga sem notuð eru við framleiðslu innlendrar vöru og verðlækkunar á innlendum vörum sem eru í samkeppni við svipaðar innfluttar vörur. Viðskiptakjarabatinn sem hefur átt sér stað undanfarin tvö ár hefur því auðveldað mörgum fyrirtækjum að taka á sig aukinn kostnað án þess að velta honum út í verðlag (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1). Verðbólga hefur því hingað til ekki aukist eins mikið og óttast var. Vísbendingar um aukið svigrúm til að taka á sig kostnaðarhækkningar sjást einnig í nýrri könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum fyrirtækja sem var gerð í febrúar sl. en í henni sögðu 45% stjórnenda að framlegð hafi aukist sl. sex mánuði og einungis um 16% að hún hafi minnkað og voru stjórnendur töluvert jákvæðari um gang mála en í sambærilegri könnun frá sl. hausti.

Nokkrar vísbendingar eru um að blikur séu á lofti hvað varðar verðbólguhorfur. Þannig kemur einnig fram í Gallup-könnuninni að um helmingur stjórnenda bjóst við því að þurfa að hækka verð á vöru

og þjónustu fyrirtækisins á næstu sex mánuðum samanborið við 42% í haustkönnuninni í fyrra. Þetta hlutfall hefur hækkað jafnt og þétt undanfarin tvö ár og hefur ekki verið hærra síðan í mars 2012 (mynd V-7). Þá hefur tíðni verðhækkana aukist nokkuð undanfarið. Um 52% undirliða vísitölu neysluverðs hækkuðu milli mánaða að meðaltali á fyrsta ársfjórðungi og hefur hlutfallið hækkað nokkuð síðan í lok árs 2015 (mynd V-8).

### Laun eru talin hafa hækkað heldur minna í fyrra en spáð var ...

Launahækkunarir sem kveðið er á um í kjarasamningnum sem gerður var í janúar sl. á almennum vinnumarkaði hafa komið fram í launavísitölunni í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og launaskrið hefur verið svipað og spáð var. Launavísitalan hækkaði um 4% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og nam hækkun hennar frá sama fjórðungi síðasta árs 11,8% en hafa verður í huga að tvær umsamar launahækkunarir á almennum vinnumarkaði eru inni í árshækkun vísitölunnar.

Eins og fjallað er um í rammagrein 2 sýna fyrstu áætlanir Hagstofu Íslands að hækkun launa á tímæiningu hafi verið 5,5% í fyrra sem er nær helmingi minna en þau 10,4% sem gert var ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Telja verður ólíklegt að laun á tímæiningu hafi ekki hækkað meira í fyrra í ljósi mikilla umsaminna launahækkana. Þá má benda á að hækkunin er minni en hækkun launavísitölunnar sem nam 7,2% milli ára. Einnig verður að teljast ólíklegt miðað við þær launahækkunarir sem samið var um í kjarasamningum í fyrra og lítinn framleiðnivöxt að launahlutfallið hafi lækkað milli ára eins og áætlun Hagstofunnar sýnir, þótt á móti komi talsverður viðskiptakjarabati eins og rakið er í rammagrein 1. Í ljósi þessa og annarra vísbendinga um launaþróun er í þeirri spá sem hér er birt gert ráð fyrir að laun á tímæiningu hafi hækkað heldur minna í fyrra en áður var talið eða um 9%. Launahlutfallið er því talið hafa verið tæplega 63% af vergum þáttatekjum í fyrra og hafa hækkað um 1½ prósentu frá árinu 2014 (mynd V-9). Samkvæmt spánni eru horfur á að það hækki enn frekar í ár og á næstu tveimur árum.

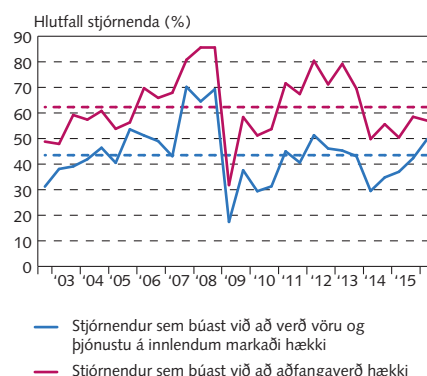
### ... en áfram horfur á mikilli hækkun launakostnaðar í ár

Gert er ráð fyrir svipuðum launahækkunum í ár og á næstu tveimur árum og í síðustu spá þótt árshækkun launa í ár verði meiri vegna grunnáhrifa tengdra minni launahækkunum í fyrra. Miðað við þá spennu sem virðist vera að myndast á vinnumarkaði (sjá kafla IV) gæti launaskrið verið vanmetið í spánni, sérstaklega þegar líða tekur á spátímabilið.

Minni hækkun launa í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar leiðir til samsvarandi endurskoðunar á hækkun launakostnaðar á framleidda einingu. Ekki hafa verið gerðar breytingar á mati á launaþróun í ár og því gera grunnáhrif frá fyrra ári það að verkum að launakostnaður á framleidda einingu hækkar meira í ár í samanburði við febrúarspána. Nú er gert ráð fyrir tæplega 10% hækkun eða um ½ prósentu meiri hækkun en í febrúar (mynd V-10). Búist er við að vöxturinn á næstu tveimur árum verði hins vegar nokkurn veginn í takt við fyrri spá eða um 5% á ári.

Mynd V-7

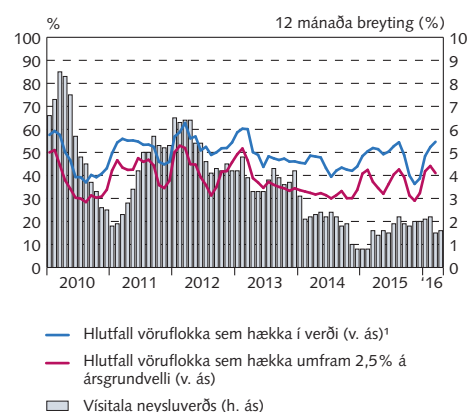
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu sex mánuðum 2002-2016<sup>1</sup>



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

Mynd V-8

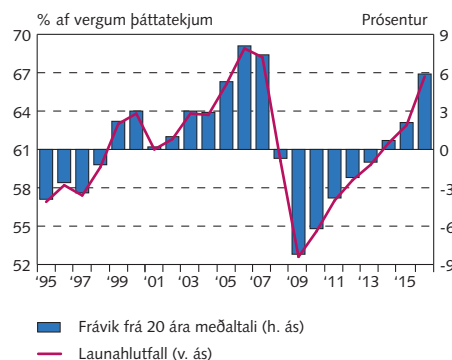
Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs  
Janúar 2010 - apríl 2016



1. Hlutfall vöruflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-9

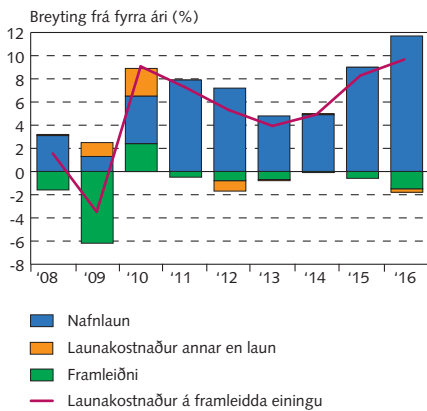
Launahlutfall 1995-2016<sup>1</sup>



1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergum þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 60,8% (1995-2014, 1997-grunnur). Grunnspá Seðlabankans 2015-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

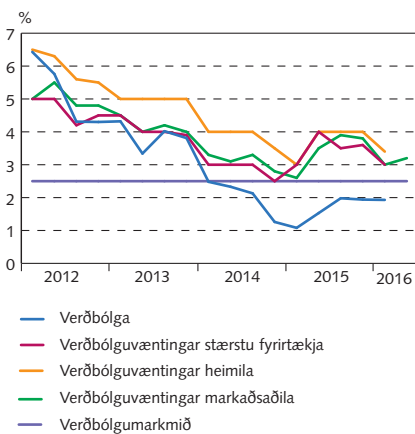
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2016<sup>1</sup>



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

Mynd V-11

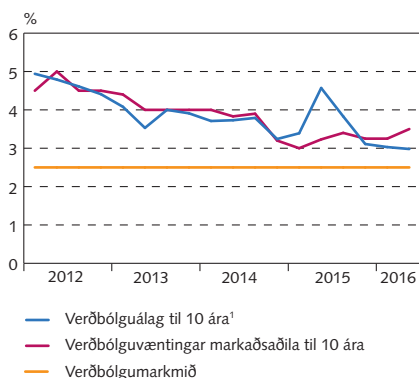
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs 1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2016



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12

Langtímaverðbólguvæntingar 1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2016



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

## Verðbólguvæntingar

### Ólík þróun skammtímaverðbólguvæntinga ...

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa lækkað á nokkra mælikvarða frá síðustu útgáfu *Peningamála* en eru þó enn yfir verðbólgu-markmiðinu þrátt fyrir að bæði mæld og undirliggjandi verðbólga hafi verið undir því um liðlega tveggja ára skeið. Samkvæmt könnun Gallup í febrúar á verðbólguvæntingum stjórnenda fyrirtækja gerðu þeir ráð fyrir að verðbólga yrði 3% eftir eitt ár og lækkuðu verðbólguvæntingar þeirra um 0,6 prósentur frá vetrarkönnuninni sem framkvæmd var í nóvember sl. (mynd V-11). Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar í 3,5%. Svipaða sögu er að segja af væntingum heimila en sem fyrr virðast þau vænta heldur meiri verðbólgu en stjórnendur. Í könnun Gallup sem framkvæmd var í febrúar bjuggust heimilin við að verðbólga yrði 3,4% að ári liðnu sem var 0,6 prósentna lækking frá vetrarkönnuninni í fyrra. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar í 4%.

Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun maí, rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, bjuggust markaðsaðilar við því að verðbólga myndi aukast á næstu misserum. Þeir væntu að hún yrði 3,2% að ári liðnu sem er 0,2 prósentum meira en í síðustu könnun í febrúar. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár námu 3,4% eða svipað og í febrúar. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði eftir tvö ár, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hefur lítið breyst á sama tíma. Álagið eftir tvö ár var að meðaltali rúmlega 3% í apríl. Þróun verðbólguálagsins að undanfögnu, bæði til skamms og langs tíma, virðist ekki hafa litast jafn mikið af innflæði fjármagns á skuldabréfamarkaði líkt og raunin var meginhluta ársins 2015 (sjá nánar í kafla III). Þó þarf að fara varlega í túlkun á álaginu þar sem það inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréfanna auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu. Ætla má að þessar áhættuþóknar hafi sveiflast nokkuð undanfarið og verðbólguálagið því tekið breytingum sem ekki tengjast breytingum á verðbólguvæntingum markaðsaðila.

### ... og langtímaverðbólguvæntingar enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til langs tíma hafa hækkað lítillega frá því í febrúar en hafa verið svipaðar undanfarið ár. Þeir búast við að verðbólga verði að meðaltali 3,5% á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum hærra en þeir væntu í síðustu könnun í febrúar (mynd V-12). Verðbólguálag til fimm og tíu ára mælist heldur lægra en væntingar markaðsaðila og var að meðaltali um 3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa því haldist nokkuð stöðugar að undanfögnu og hugsanlegt er að skammtímaáhrifaþættir sem hafa vegið upp á móti innlendum verðbólguþrýstingi hafi einnig áhrif á langtímaverðbólguvæntingar. Þótt þær hafi þokast niður undanfarið virðist enn vanta upp á að tekist hafi að skapa þeim trausta kjölfestu í verðbólgu markmiðinu.