

## VI Verðbólga

Verðbólga hefur verið við eða undir verðbólguþröngmiði Seðlabankans í ríflega þrjú ár. Hún var 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins sem er 0,1 prósentu minna en áætlað var í febrúarspá *Peningamála*. Sem fyrr er megindrífkraftur verðbólgunnar hækkandi húsnæðisverð og er það, ásamt miklum launahækkunum, helsta birtingarmynd innlands verðbólguþröngs. Á móti vegur mikil hækkun á gengi krónunnar en útflutningsverð helstu viðskiptalanda er tekið að hækka á ný í takt við vaxandi alþjóðlegan efnahagsbata. Vísendingar eru um kröftugan framleiðnivöxt í fyrra og í ár sem einnig vegur á móti hækkun launa. Undirliggjandi verðbólga hefur heldur minnkað undanfarið og verðbólguvæntingar hafa á flesta mælikvarða mælst við verðbólguþröngmið Seðlabankans um nokkurt skeið.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga undir markmiði og er óbreytt frá útgáfu síðustu *Peningamála*

Verðbólga mældist 1,8% á fyrsta ársfjórðungi sem er 0,1 prósentu minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Verðbólga hefur verið svipuð það sem af er ári. Hún mældist 1,9% á fyrstu tveimur mánuðum ársins en í mars hafði hún minnkað í 1,6%. Verðbólga jókst aftur í 1,9% í apríl en á milli mánaða hækkaði vísitala neysluverðs um 0,5%. Helsti áhrifaþáttur aprílþættis var hækkandi húsnæðisverð en aðrir þættir breyttust lítið.

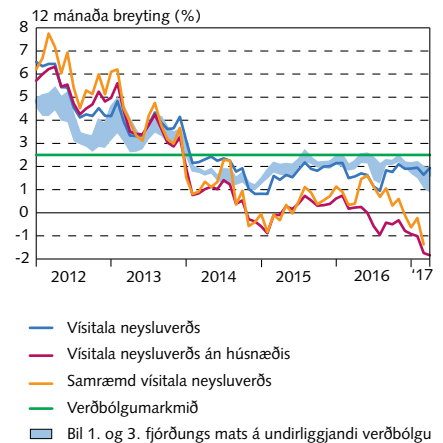
Verðbólga mælst heldur meiri en hún var í apríl í fyrra en svipuð og hún var á síðasta fjórðungi síðasta árs (mynd VI-1). Eins og rakið var í *Peningamála* 2016/4 var verðbólga vanmetin í tölum Hagstofunnar á tímabilinu mars til ágúst í fyrra vegna mistaka við útreikning vísitölnnar sem uppgötvuðust í september sl. Þessi mistök gera það einnig að verkum að ársverðbólga verður ofmetin yfir sama tímabil í ár og verða áhrifin mest í júlí og ágúst þegar verðbólga verður ofmetin um 0,2-0,3 prósentur. Hækkun vörugjalda á m.a. eldsneyti, áfengi og tóbak um áramótin hafði einnig svipuð áhrif til aukningar mældrar verðbólgu í ár. Eins og rakið er í kafla I munu fyrirhugaðar breytingar á vörugjöldum um næstu áramót og á virðisaukaskatti á næstu tveimur árum einnig hafa áhrif á mælda verðbólgu (sjá einnig kafla IV).

Verðbólga á mælikvarða sem undanskilja húsnæðiskostnað mælst sem fyrr töluvert minni en verðbólga samkvæmt vísitölu neysluverðs. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 1,8% frá fyrra ári í apríl og er munurinn á þessum tveimur mælikvörðum á verðbólgu nú ríflega sexfalt meiri en hann hefur verið að meðaltali frá árinu 2001. Verðbólga samkvæmt samræmdri vísitölu neysluverðs, sem einnig undanskilur húsnæðisverð, mælst einnig töluvert minni en verðbólga samkvæmt vísitölu neysluverðs. Í mars lækkaði samræmda vísitalan um 1,4% frá fyrra ári. Stóran hluta síðasta árs var munurinn á milli verðbólgu sem mæld er með vísitölu neysluverðs án húsnæðis og samræmdu vísitölnni einnig óvenju mikill vegna mismikils vægis á útgjaldaþáttum sem vega þungt í útgjöldum ferðamanna hér á landi (sjá rammagrein 2).

Mynd VI-1

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

Janúar 2012 - apríl 2017



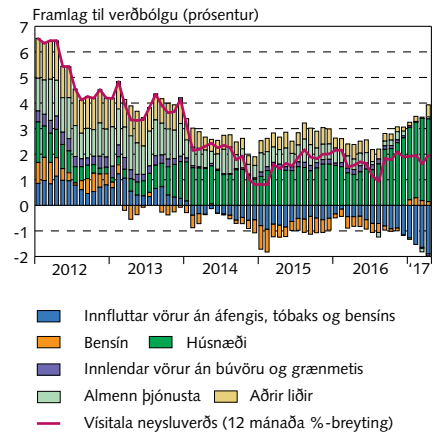
1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitöllum þar sem horft er fram hjá áhrifum óbeinna skatta, sveiflunendra matvöruverðs, bensins, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalíkan.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

#### Undirlíðir verðbólgu

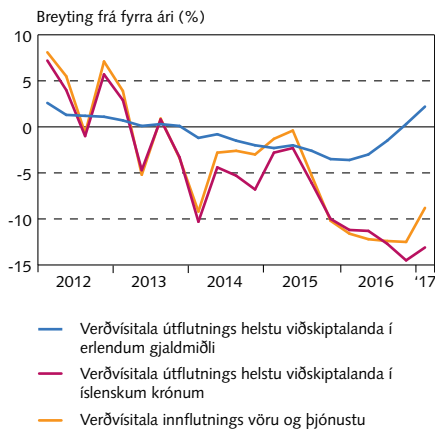
Janúar 2012 - apríl 2017



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

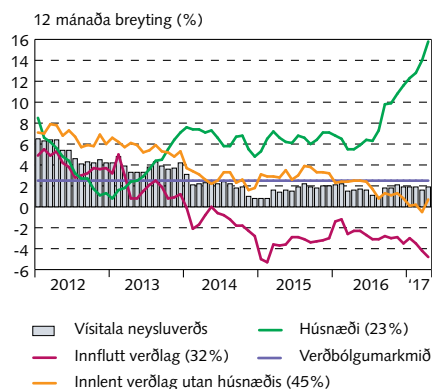
Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4

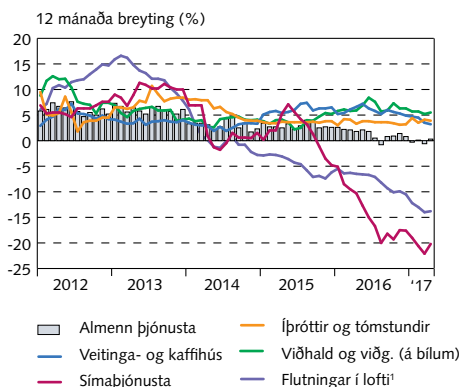
Innlend og innflutt verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - apríl 2017



1. Innflutt verðbólga er nálgud með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgud 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 VI-5

Almenn þjónusta og valdir undirliðir vísitölu neysluverðs  
Janúar 2012 - apríl 2017



1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

## Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

### Innlendur verðbólguþrýstingur birtist hvað skýrast í hækkandi húsnæðisverði ...

Undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöru-liða, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðis-lána, mældist 2% í apríl og hefur aukist um 0,3 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda aftur á móti til þess að hún hafi hjaðnað: flestir þeirra benda til undirliggjandi verðbólgu á bilinu 1-2% í apríl en í febrúar lágu flestir þeirra á bilinu 1½-2% (mynd VI-1).

Undanfarin misseri hefur hækkandi húsnæðisverð verið helsti drifkraftur innlendrar verðbólgu (mynd VI-2). Húsnæðisverð hækkaði um fimmtung milli ára í apríl og hefur framlag þess til ársverðbólgu aukist umtalsvert sl. ár. Eins og rakið er í kafla III hefur hækkun húsnæðisverðs lengst af verið í takti við hækkun launa og ráðstöfunartekna. Síðustu mánuði hefur húsnæðisverð hins vegar hækkað umfram það sem skýra má með launum og tekjum (sjá einnig kafla I).

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

Ein ástæða þess að verðbólga hefur haldist við eða undir markmiði frá byrjun árs 2014 er viðvarandi lækkun á verði innfluttrar vöru í krónum sem rekja má til lítillar alþjóðlegrar verðbólgu og hækkunar á gengi krónunnar. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur aukist og samhliða því hefur verðlag útflutnings þeirra hækkað. Á fyrsta ársfjórðungi í ár er áætlað að árshækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda hafi numið 2,2% en undanfarin þrjú ár hefur það að meðaltali lækkað um 2% á ári (mynd VI-3). Meginskýring tæplega 10% lækkunar innflutningsverðs í krónum á fyrsta ársfjórðungi í ár er tölverð hækkun á gengi krónunnar. Gangi spá um frekari hækkun á gengi krónunnar eftir (sjá kafla I) er líklegt að þróun innflutningsverðs í krónum muni enn um hríð halda áfram að vega á móti verðbólguþrýstingi frá fasteignamarkaði og vinnumarkaði.

Samhliða lækkun innflutningsverðs í krónum hefur hægt á hækkun innlends verðlags án húsnæðis (mynd VI-4). Árshækkun þess nam 0,7% í apríl en var 2,5% fyrir ári. Helsti orsakavaldur þessara breytinga er liðurinn almenn þjónusta sem í apríl hækkaði einungis um 0,3% frá fyrra ári. Undanfarin misseri hefur framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu verið afar lítið samanborið við fyrri ár. Það má að mestu leyti rekja til lækkunar tveggja undirliða vísitölu neysluverðs sem snúa að þjónustu, þ.e. símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda (mynd VI-5). Þeir hafa að meðaltali lækkað um 15% sl. tólf mánuði og endurspeglar annars vegar tækniframfarir í netþjónustu og hins vegar lækkun olíuverðs, sparneytnari flugflota og aukna samkeppni í farþegaflugi til og frá landinu. Aðrar afurðir sem eru vinnuafsfrekar í framleiðslu og falla undir ýmsa þjónustutengda undirliði vísitölu neysluverðs, t.d. viðhaldsþjónustu, hafa hins vegar hækkað talsvert í verði. Framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu væri því mun meira ef verð símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda hefði ekki

lækkað og meira í samræmi við miklar launahækkunir undanfarinna missera (mynd VI-6).

### Innlend verðbólga mælist hófleg ...

Vorkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins bendir til þess að þriðjungur fyrirtækja telji þörf á að hækka verð á eigin afurðum á næstu sex mánuðum sem er nokkuð undir sögulegu meðaltali (mynd VI-7). Svipað hlutfall fyrirtækja væntir hækkunar aðfangaverðs. Ætla má að þessi svör litist af hækkun á gengi krónunnar undanfarið en svör fyrirtækja sem reiða sig í ríkum mæli á innflutning skera sig talsvert úr (t.d. gera forsvarsmenn u.þ.b. 40% fyrirtækja í verslun ráð fyrir að lækka verð á næstu sex mánuðum). Þar getur aukin alþjóðleg samkeppni með aukinni netverslun og innkomu alþjóðlegra smásölurisa á innlandan smásölumarkað einnig haft áhrif.

Aðrar vísbendingar benda einnig til þess að innlend verðbólga sé tiltölulega hófleg (mynd VI-8). Þar gætir þó einnig áhrifa hækkunar gengis krónunnar og lítillar alþjóðlegrar verðbólgu enda vega innflutt aðföng þungt í stórum hluta innlendar framleiðslu. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hefur t.d. lækkað talsvert frá fyrra ári og má rekja það að mestu leyti til hagfelldrar gengisþróunar. Þá hækkandi verðvísitala vergrar landsframleiðslu einungis um 1,3% milli ára á fjórða ársfjórðungi í fyrra og um 2% á árinu í heild, þrátt fyrir að laun og launatengd gjöld hafi hækkað um 9½% milli ára (sjá hér á eftir).<sup>1</sup>

### ... þrátt fyrir miklar launahækkunir undanfarin misseri

Hagstofan hefur endurskoðað tölur um þróun launa og launatengdra gjalda fyrir árið 2015 til hækkunar og áætla nú að þau hafi hækkað um 6,5% á tímæiningu í stað 5,5% áður. Eftir sem áður er þetta undir 7,2% hækkun launavísitölunnar á sama tíma og álika mikilli hækkun sem grunnspá Seðlabankans gerir ráð fyrir. Hækkunin er einnig undir því sem áætlað er að laun hafi hækkað á árinu samkvæmt staðgreiðsluskrá.<sup>2</sup>

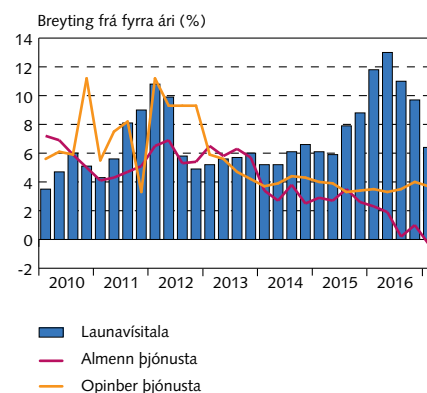
Í mars sl. birti Hagstofan einnig fyrsta mat á hækkun launa og launatengdra gjalda fyrir árið 2016. Samkvæmt þeim hækkuðu laun á tímæiningu um 9,4% á árinu sem er áþekkt þeim 9,9% sem gert hafði verið ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Þótt hækkunin sé minni en hækkun launavísitölunnar milli ára er hún í ágætu samræmi við vísbendingar úr staðgreiðsluskrá og því hefur fyrra mat bankans á hækkun launa í fyrra verið endurskoðað í 9,4%. Samkvæmt grunnspánni hækkaði launahlutfallið því um 0,4 prósentur árið 2015 og um 1,6 prósentur til viðbótar í fyrra og var þá orðið ríflega 2 prósentum yfir sögulegu meðaltali (mynd VI-9).

1. Þessi mikli munur á milli þróunar verðvísitölu vergrar landsframleiðslu og launakostnaðar gæti verið vísbending um vanmat á verðlagsþætti landsframleiðslunnar og þá að hagvöxtur í fyrra sé ofmetinn í bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Það gæti einnig að hluta skýrt mikinn framleiðnivöxt í fyrra samkvæmt tölum Hagstofunnar (sjá kafla V og hér á eftir).
2. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamála* 2016/2 eru nokkrar ástæður fyrir því að ekki verður byggt einvörðungu á tölum Hagstofunnar um þróun launakostnaðar árið 2015 samkvæmt þjóðhagsreikningum fyrr en endanlegar upplýsingar liggja fyrir. Bæði mæla þær nokkru minni launahækkun en launavísitalan og staðgreiðsluskrá benda til. Þá benda tölur Hagstofunnar til þess að hlutfall launa af þáttatekjum hafi lækkað árið 2015 sem virðist fremur ólíklegt þegar horft er til mikilla umsaminna launahækkana það árið.

Mynd VI-6

### Laun og verðlag þjónustu

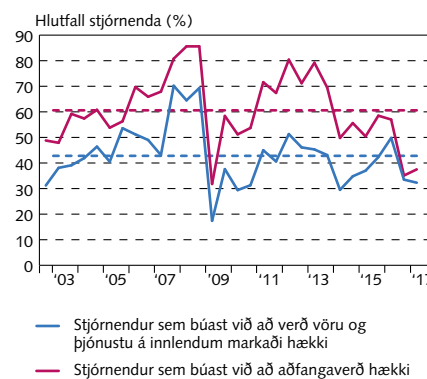
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-7

### Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði 2002-2017<sup>1</sup>



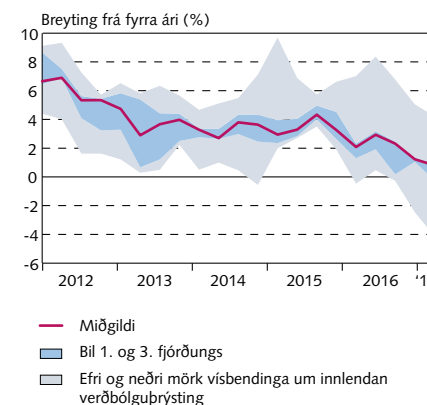
1. Brotalínur sýna meðaltöl frá árinu 2002.

Heimild: Gallup.

Mynd VI-8

### Innlendur verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

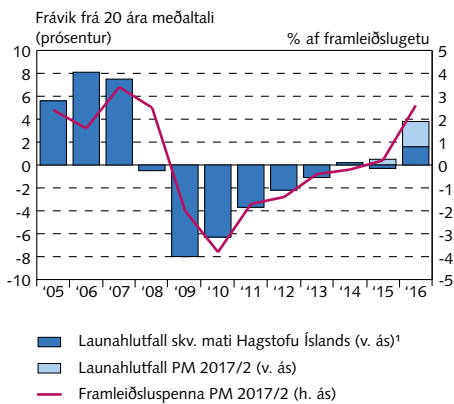
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



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 1. ársfj. 2017 fyrir verðvísitölu VLF og tímabilið 2015-2017 fyrir launakostnað á framleidda einingu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-9

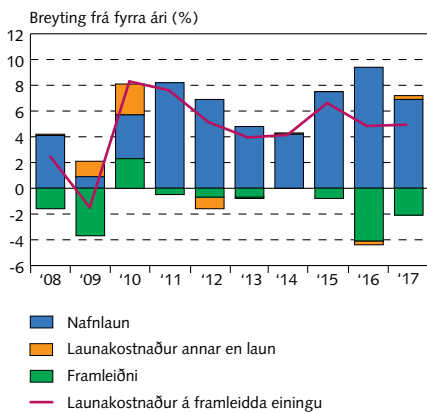
Launahlutfall og framleiðsluspenna  
2005-2016



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

Mynd VI-10

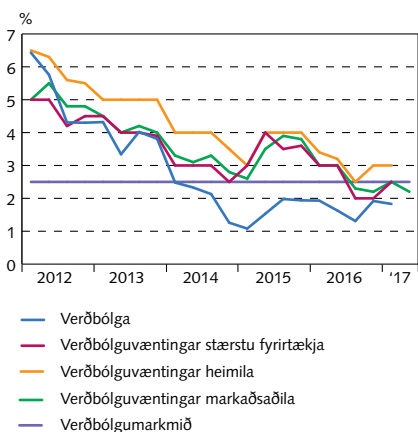
Launakostnaður á framleidda einingu  
og framlag undirliða 2008-2017<sup>1</sup>



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Gert ráð fyrir að komandi kjarasamningar rúmist innan SALEK-samkomulagsins ...

Launahækkunir sem kveðið er á um í síðustu kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá en launaskrið verið lítillega meira en þar var áætlað. Á fyrsta ársfjórðungi 2017 hækkaði launavísitalan um 0,8% milli fjórðunga. Hækkunin frá sama fjórðungi í fyrra var 6,4% og hægð tölulegt á ársþækkun launa frá því sem verið hefur undanfarið ár, enda hurfu áhrif tveggja umsaminna launahækkana á almennum vinnumarkaði úr ársþækkun vísitölunnar í febrúar. Árstakturinn mun hins vegar aukast aftur á vormánuðum þegar næstu umsömdu launahækkunir koma til framkvæmda.

Þar sem ekki var samið um frekari launahækkunir í tengslum við endurskoðun kjarasamninga í febrúar sl. 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 í ár rúmist innan launasvigrúms sem hið svokallaða SALEK-samkomulag afmarkar og því komi ekki til endurskoðunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði á næsta ári.

## ... en launakostnaður á framleidda einingu mun áfram hækka töluvert umfram það sem samrýmist verðbólguþáttmarkmiðinu

Þrátt fyrir óbreytt mat á launaþróun í ár verður hækkun launa frá fyrra ári um 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í febrúar vegna grunnáhrifa frá fyrrnefndri endurskoðun á hækkun launa í fyrra. Á móti vegur að gert er ráð fyrir að framleiðni vinnuafis aukist um líðlega 2% í ár sem er svipað og spáð var í febrúar. Þessi kröftugi framleiðnivöxtur kemur í kjölfar ríflega 4% framleiðnivaxtar í fyrra sem var um 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Eins og fjallað er um hér að ofan og í kafla V eru ástæður til að ætla að um eitthvert ofmat sé að ræða en miðað við þessar tölur hækkaði launakostnaður á framleidda einingu um 4,9% í fyrra en ekki um 6,5% eins og gert var ráð fyrir í febrúar (mynd VI-10). Gert er ráð fyrir svipaðri hækkun í ár og að meðaltali út spátímann. Gangi þetta eftir verður því áfram verulegur verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði og mun launahlutfallið halda áfram að hækka og verða um 7 prósentum yfir langtíameðaltalinu árið 2019.

## Verðbólguvæntingar

### Skammtímaverðbólguvæntingar í samræmi við verðbólguþáttmarkmiðið á flesta mælikvarða ...

Verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára eru að mestu leyti óbreyttar frá síðustu útgáfu *Peningamála* og eru lágar í sögulegu samhengi (mynd V-11). Verðbólguvæntingar heimila til eins árs voru 3% samkvæmt könnun Gallup í febrúar og eru óbreyttar frá fyrri könnun í desember. Það sama gildir um verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára sem voru 3,5%. Stjórnendur fyrirtækja gera ráð fyrir að verðbólga verði 2,5% eftir eitt ár og hækka væntingar þeirra um ½ prósentu frá sambærilegri könnun í desember. Væntingar þeirra til verðbólgu eftir tvö ár eru hins vegar óbreyttar og voru 3%.

Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun maí bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga verði 2,2% eftir ár sem er 0,3 prósentum lægra en þeir gerðu ráð fyrir í sambærilegri könnun í febrúar. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára eru 2,6% en í febrúar gerðu þeir ráð fyrir að hún yrði 2,8%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, lækkaði talsvert í kjölfar birtingar vísitölu neysluverðs í mars. Sú lækkun gekk þó að hluta til baka í kjölfar birtingar vísitölu neysluverðs í apríl þegar álagið hækkaði um ríflega 0,2 prósentur. Meðaltal verðbólguálags til eins árs var 1,7% það sem af er öðrum ársfjórðungi og hefur lækkað um 0,2 prósentur frá áramótum.<sup>3</sup>

### ... og kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga virðist hafa styrkst

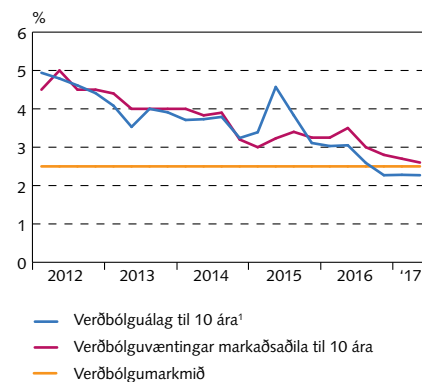
Verðbólguvæntingar markaðsaðila til langs tíma hafa lækkað talsvert undanfarin misseri og eru nú við verðbólguþröskulmarkmið bankans. Samkvæmt maikönnun bankans vænta markaðsaðilar þess að verðbólga verði 2,6% að meðaltali á næstu tíu árum sem er lækkun um tæplega 1 prósentu frá sambærilegri könnun fyrir ári (mynd VI-12). Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði hefur einnig farið lakkandi undanfarin misseri en tíu ára álagið hefur verið um 2,3% það sem af er öðrum ársfjórðungi.

Verðbólguvæntingar virðast því hafa traustari kjölfestu í verðbólguþröskulmiðinu en þær hafa haft um langa hríð. Eins og rakið er í rammagrein 3 virðist einnig sem óvæntar breytingar í skammtíma-verðbólgu hafi minni áhrif á langtímaverðbólguvæntingar en áður. Þá virðast einnig hafa orðið breytingar á verðbólguferlinu sjálfu sem rekja má til minni frávika verðbólgu frá markmiði, minni sveiflna í verðbólgu og minnkandi óvissu um framtíðarþróun hennar.

Mynd VI-12

#### Langtímaverðbólguvæntingar

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



1. Talan fyrir 2. ársfjórðung 2017 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 bréffanna auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu. Sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2015/2.