



Áskoranir í efnahagsmálum við hagsveifluskil

Fyrirlestur hjá Félagi atvinnurekenda

Pórarinn G. Pétursson
Varaseðlabankastjóri peningastefnu

9. september
2025

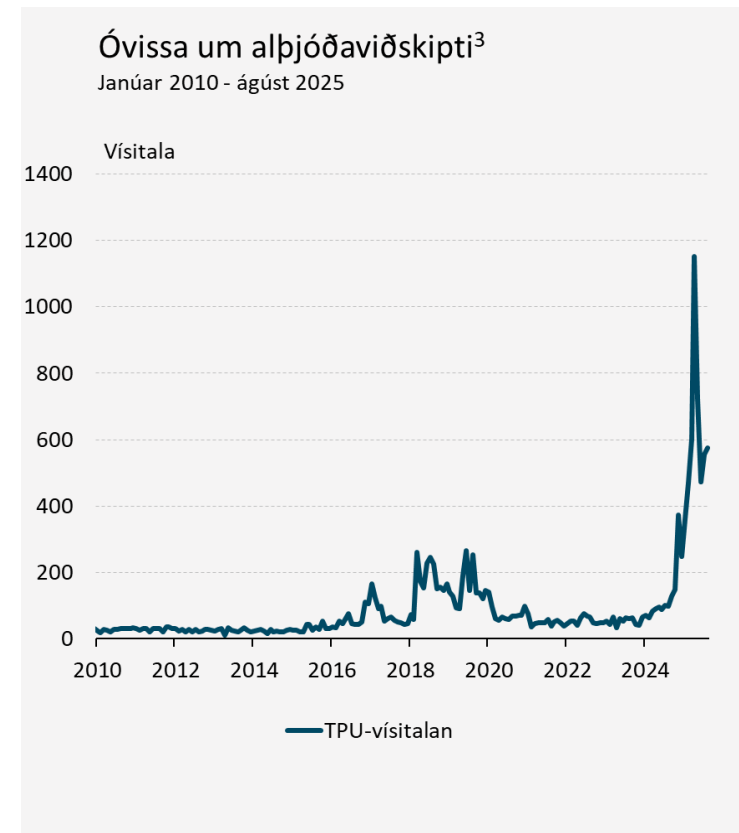
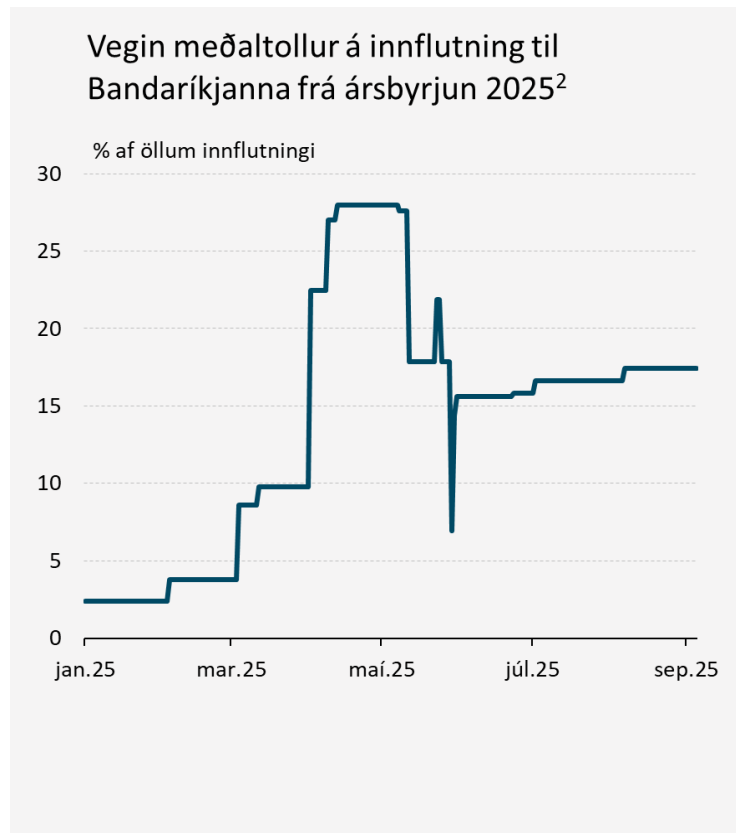
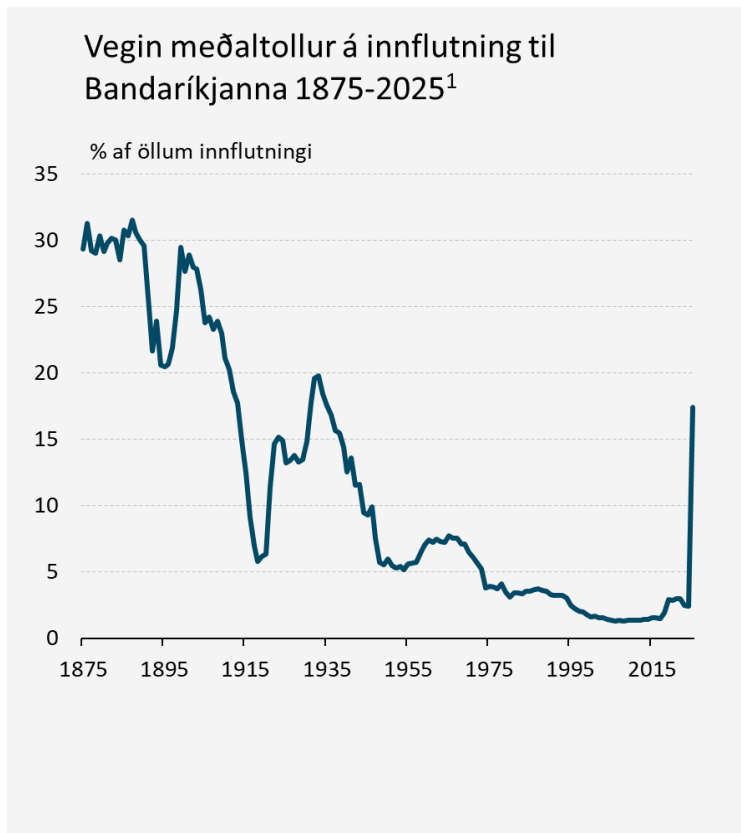




Alþjóðlegt viðskiptastríð

Tollar hækka (og lækka) og óvissa er sögulega mikil ...

- Bandaríkjaforseti boðaði verulegar tollahækkunir á innflutning til Bandaríkjanna þegar hann tók við völdum í upphafi árs ...
- ... eins og staðan er nú eru tollar á innflutning til Bandaríkjanna að meðaltali ríflega 17% – og hafa ekki verið hærri síðan árið 1935
- En mikil óreiða í yfirlýsingum stjórnvalda hefur einnig leitt til mikillar óvissu ... sem er sögulega mikil

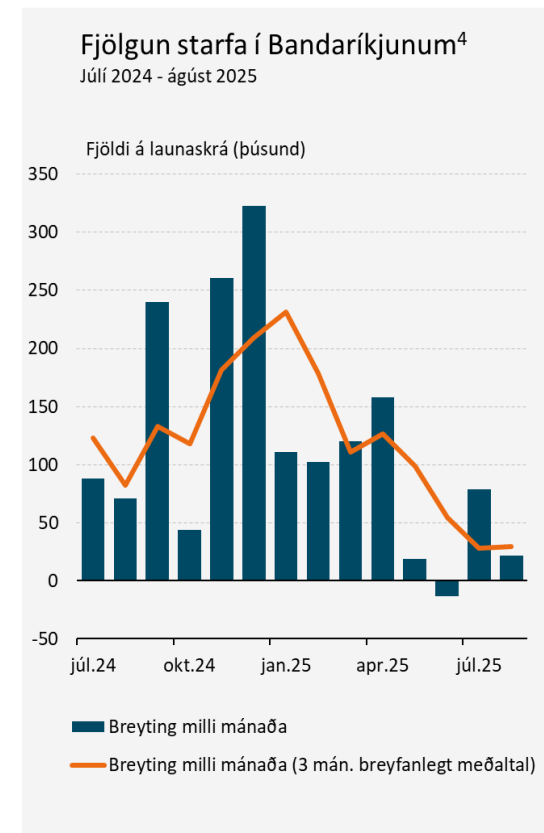
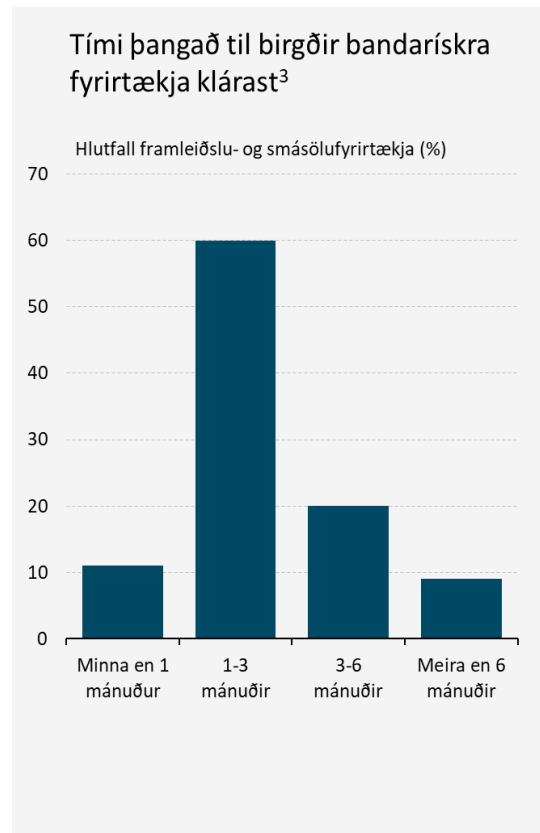
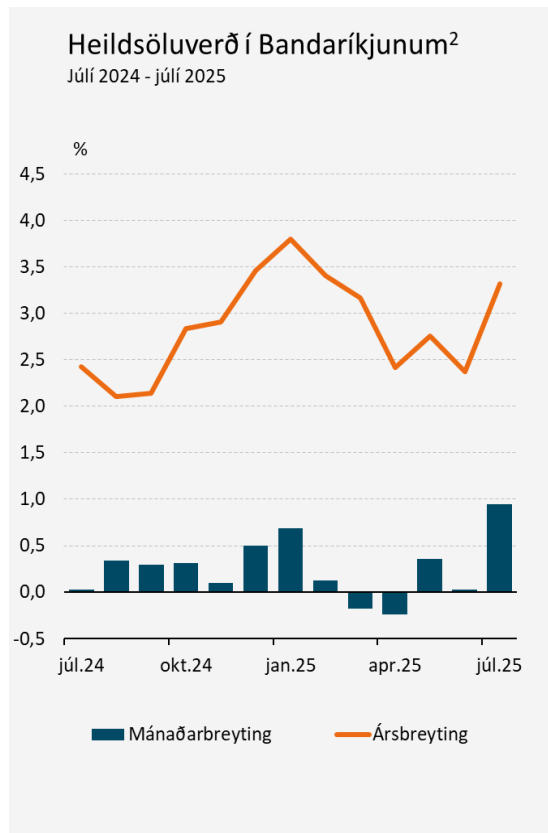
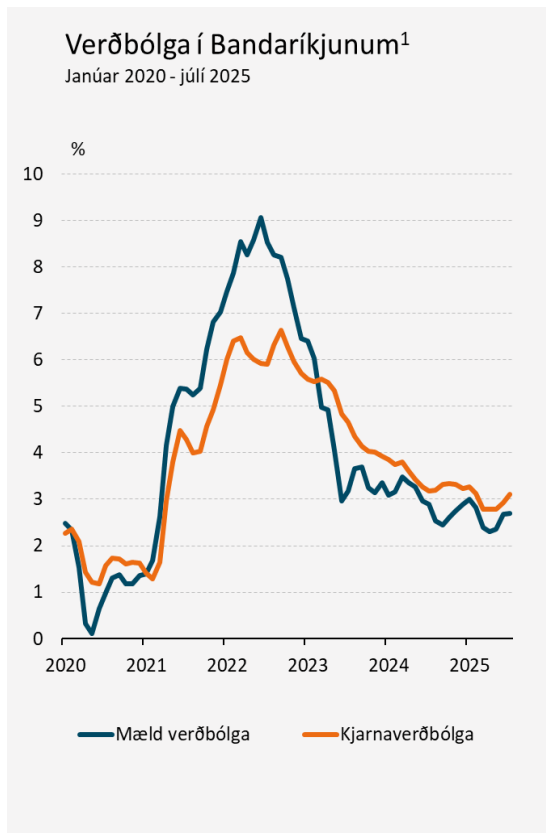


1. Veginn meðaltollur á allan innflutning til Bandaríkjanna 1875-2024 og áætluð hækkun á hlutfallinu fyrir árið 2025 m.v. tollahækkunir sem hafa komið til framkvæmda og áður en innflutningur bregst við. 2. Veginn meðaltollur á allan innflutning til Bandaríkjanna frá ársbyrjun 2025 m.v. boðaðar breytingar á hverjum tíma og áður en innflutningur bregst við. 3. TPU-vísitalan (e. Trade Policy Uncertainty Index) er mælikvarði Caldara o.fl. (2020) á óvissu í alþjóðaviðskiptum og byggir á rafrænni leit í fjölmörgum á orðum sem tengjast óvissu og alþjóðaviðskiptum. Gildi upp á 100 samsvarar því að 1% blaðagreina vísi í alþjóðaviðskipti og óvissu.

Heimildir: D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, og A. Raffo (2020), "The economic effects of trade policy uncertainty," *Journal of Monetary Economics* (109, 38-59), Yale Budget Lab.

... og áhrif eru smám saman að koma betur í ljós

- Verðbólga í Bandaríkjunum hefur enn sem komið er ekki aukist að ráði ... en fyrstu vísbendingar sjást í mestu hækkun heildsöluverðs í 3 ár í júlí
- Þarf líklega ekki að koma á óvart að það taki tíma fyrir áhrif að koma fram í ljósi innlendar birgðastöðu ... en styttest í að birgðir klárast
- Einnig vísbendingar um áhrif á efnahagsumsvif: hratt hefur dregið úr fjölgun starfa og í júní fækkaði þeim í fyrsta sinn síðan í farsóttinni 2020

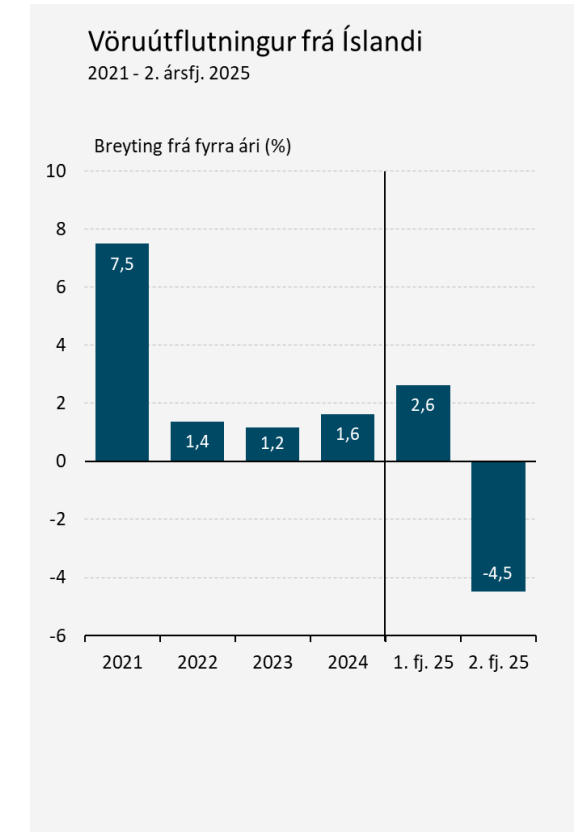
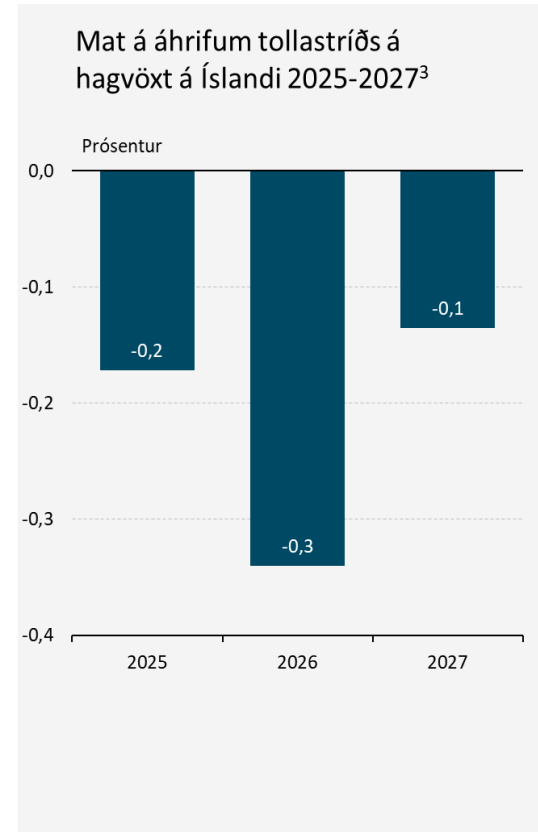
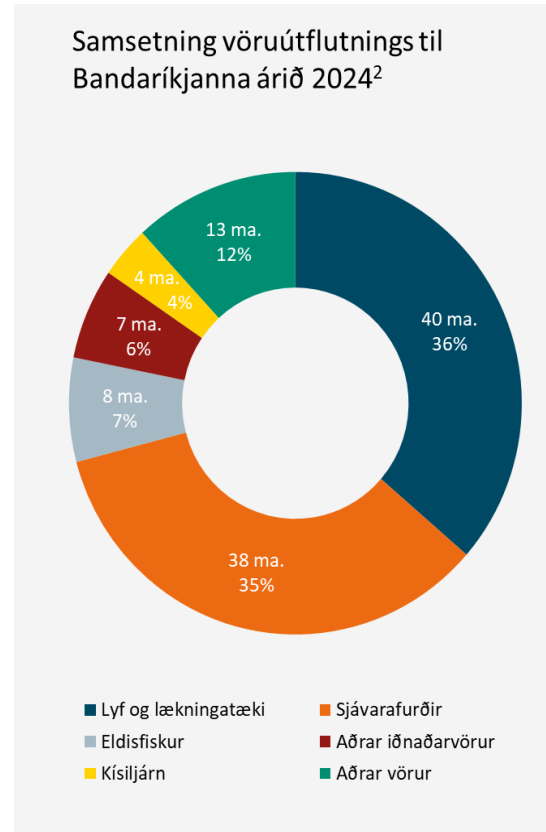
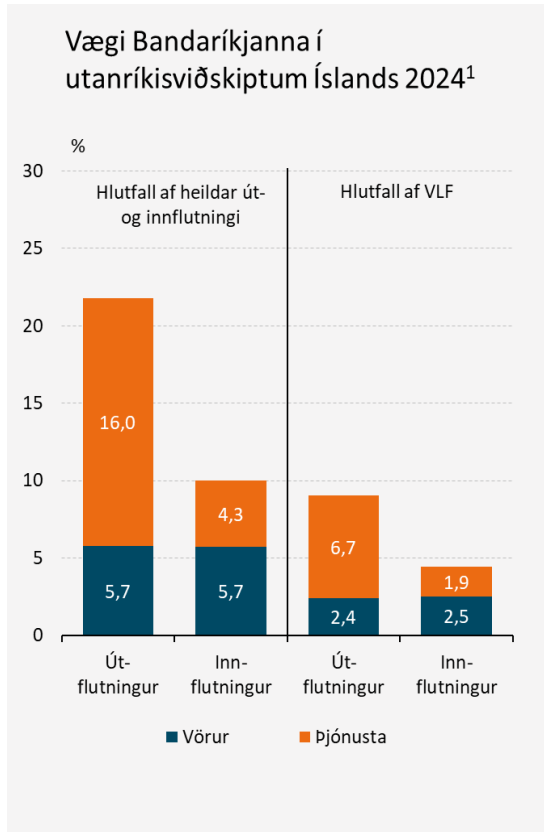


1. Kjarnaverðbólga er mæld verðbólga án matvæla- og orkuverðs. 2. Árstíðarleiðrétt verðvísitala framleiðsluverðs (PPI – Final Demand). 3. Könnun Seðlabanka Bandaríkjanna í Cleveland ágúst 2025 (<https://www.clevelandfed.org/publications/cleveland-fed-district-data-brief/2025/cfddb-20250828-preliminary-sorce-insights-overview-of-firms-capital-expenditure-plans-inventories>). 4. Árstíðarleiðréttar tölur.

Heimildir: Bureau of Labor Statistics, LSEG Datastream, Seðlabanki Bandaríkjanna í Cleveland.

Áhrif hér á landi líklega fyrst og fremst óbein

- Um 20% útflutnings Íslands fer til Bandaríkjanna – þar af eru um 6% vörur (mest lyf, lækningarvörur og sjávarafurðir): samsvarar 2½% af VLF
- Áhrif tollastríðs líklega að mestu óbein: gæti leitt til 0,2-0,3 prósentum minni hagvaxtar en ella – en mikil óvissa um hver áhrifin eru ...
- ... en gætu verið að koma fram eins og sjá má í samdrætti vöruútflutnings á öðrum fjórðungi ársins – þótt nokkur óvissa sé um þessar tölur



1. Myndin sýnir hlutdeild útflutnings vöru og þjónustu til Bandaríkjanna í heildarútflutningi og hlutdeild innflutnings vöru og þjónustu frá Bandaríkjunum í heildarinnflutningi. Myndin sýnir einnig vægi út- og innflutnings frá Bandaríkjunum í VLF Íslands árið 2024. 2. Myndin sýnir verðmæti útflutnings hverrar vörutegundar árið 2024 í ma.kr. og hlutdeild hennar í heildarvöruútflutningi ársins. 3. Mat á mögulegum áhrifum alþjóðlegs viðskiptastríðs á hagvöxt á Íslandi (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í Peningamállum 2025/2).

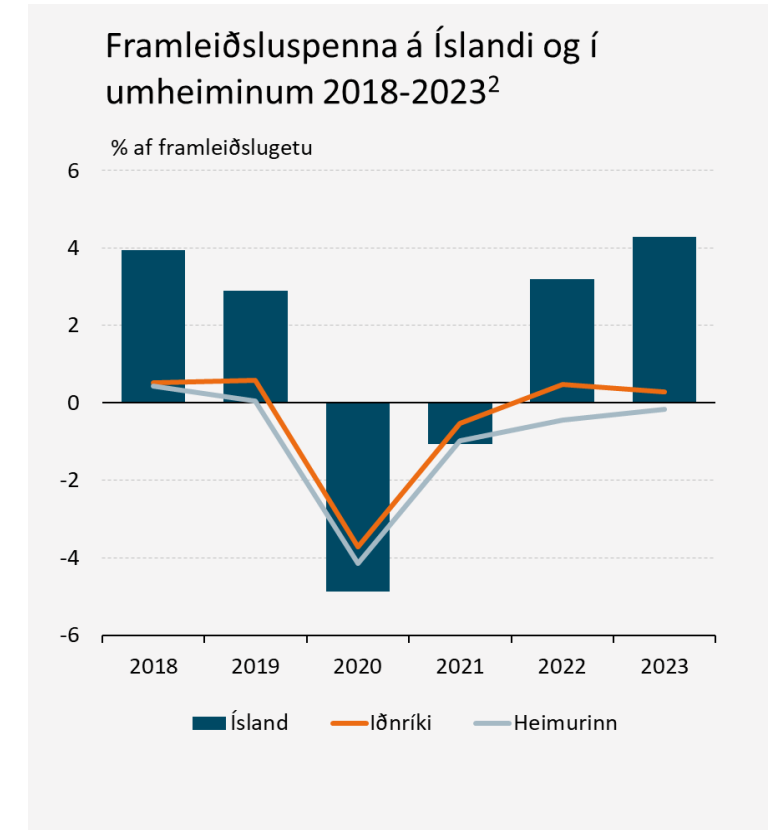
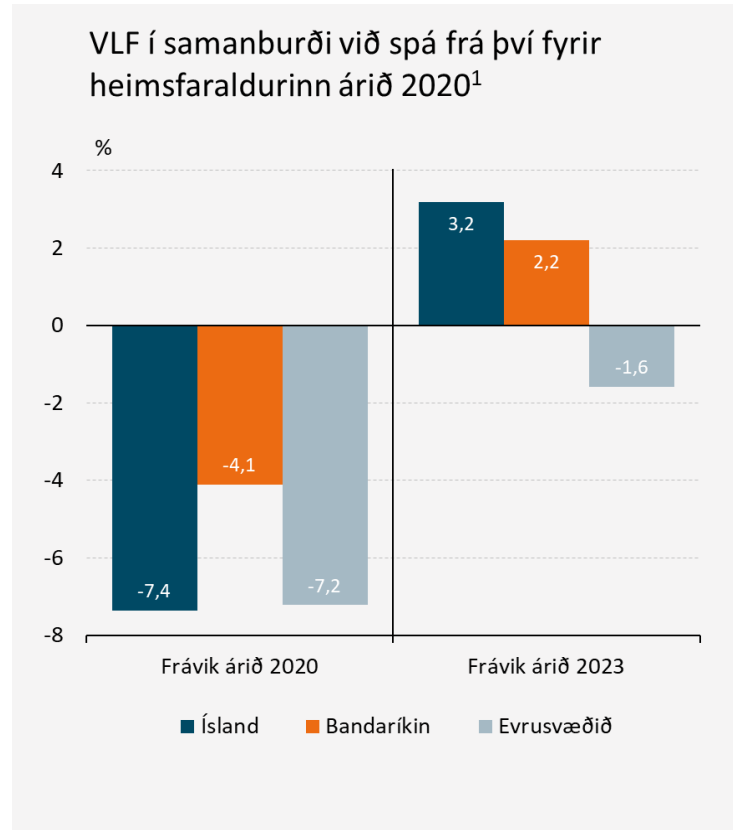
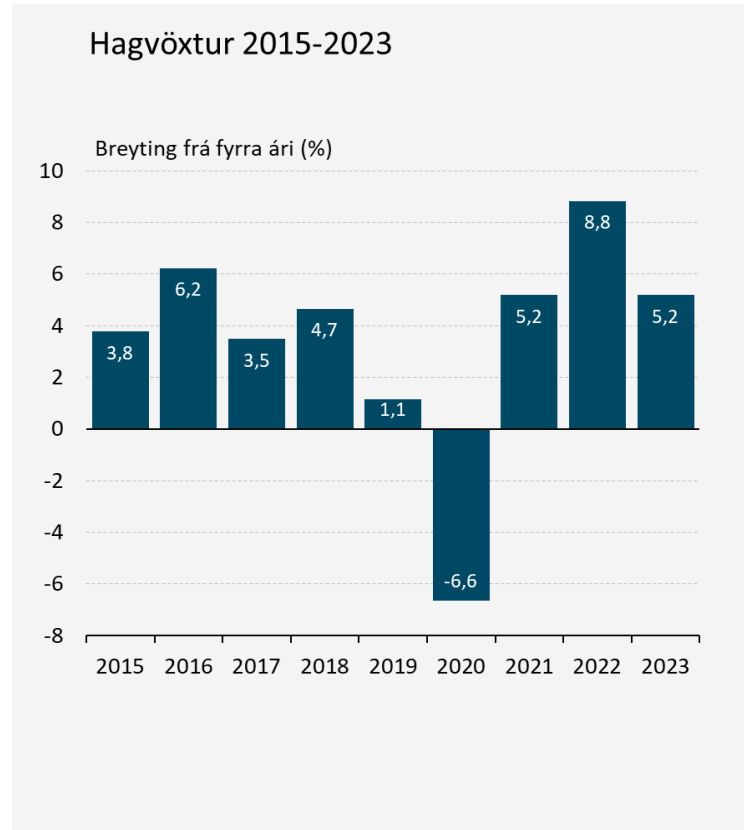
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Nýleg þróun innlendra efnahagsumsvifa

Kröftugur efnahagsbati hér á landi eftir heimsfaraldur ...

- Eftir mikinn efnahagssamdrátt í heimsfaraldrinum tók hagvöxtur hratt við sér og náði hámarki í tæplega 9% árið 2022 – sá mesti frá árinu 1977
- Mun snarpari viðsnúningur en í öðrum iðnríkjum og 2023 var landsframleiðslan hér á landi orðin liðlega 3% yfir því sem var spáð fyrir farsóttina
- En þessum hraða viðsnúningi hafa fylgt miklir vaxtaverkir: mikil framleiðsluspenna myndaðist – ólíkt því sem sést hefur í nágrannalöndum

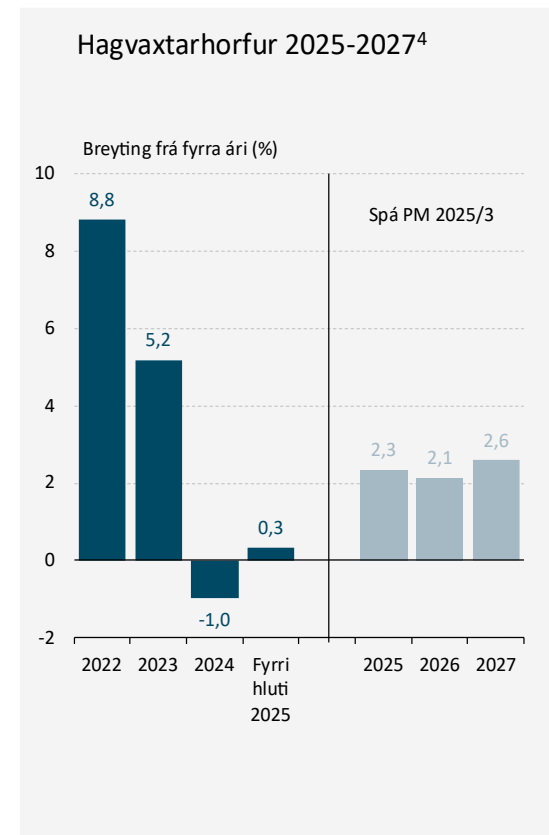
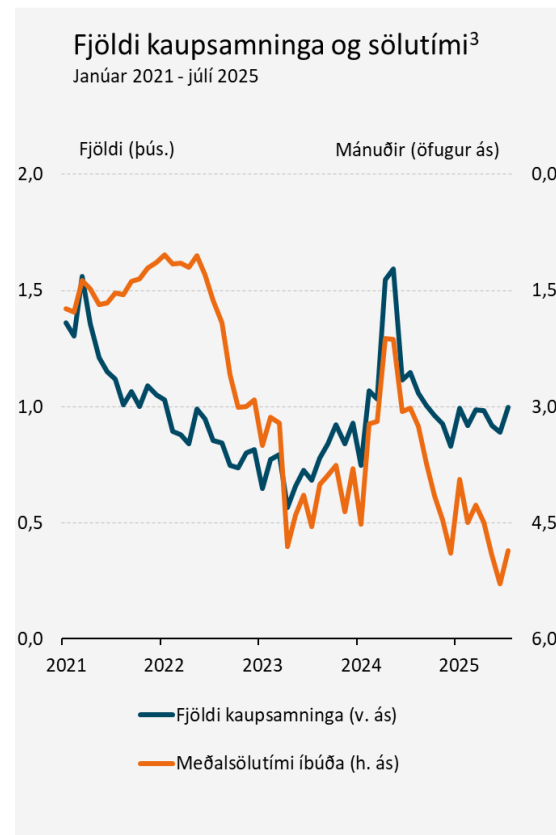
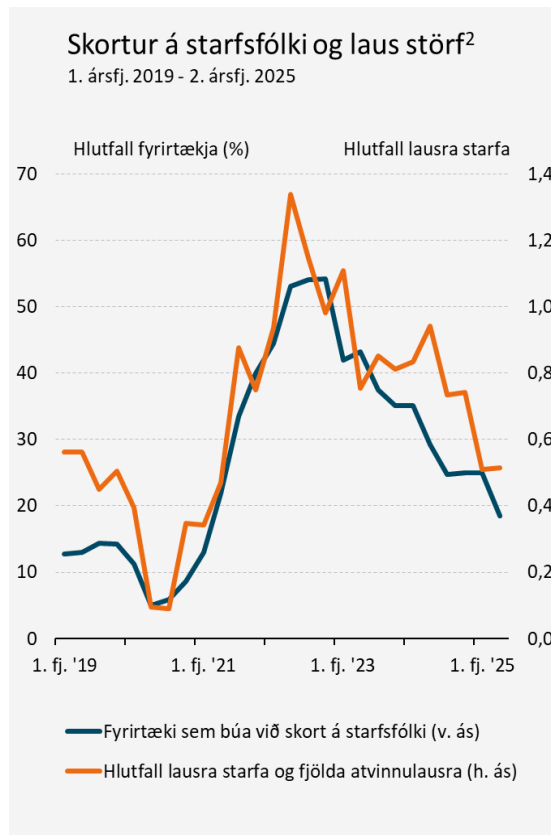
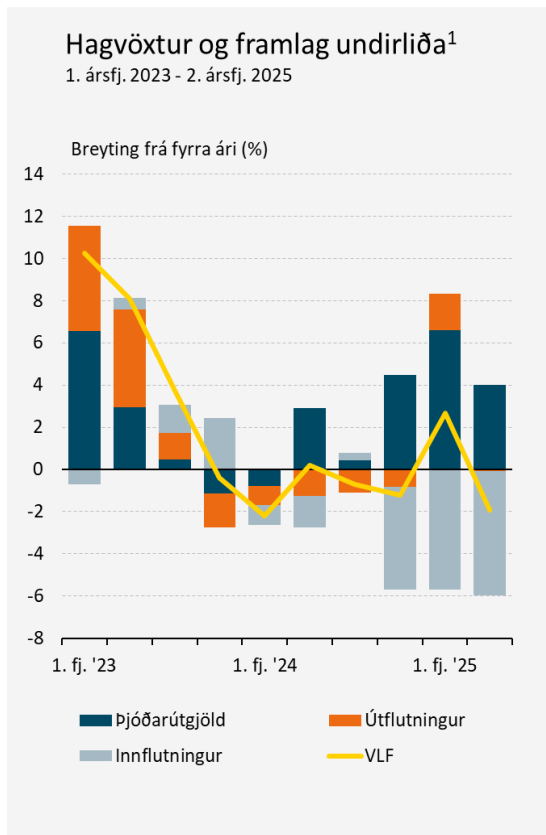


1. Frávik landsframleiðslu ársins 2023 frá spáðum leitniferli frá því fyrir Covid-19-heimsfaraldurinn. Spáin fyrir Ísland byggist á spá Seðlabankans frá febrúar 2020 (*Peningamál* 2020/1) en spáin fyrir önnur lönd á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá janúar 2020 (*World Economic Outlook Update*). Mat Seðlabankans á framleiðsluspenna á Íslandi (*Peningamál* 2025/3) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir önnur lönd (*World Economic Outlook*, apríl 2025).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

... en skýr merki um að hægt hafi á umsvifum undanfarið

- Hagvöxtur hefur hins vegar gefið töluvert eftir undanfarið – þótt ýmis mælivandamál gætu bent til ofmats á viðsnúningi ...
- ... en aðrar vísbendingar af vinnu- og húsnæðismarkaði benda einnig til þess að hægt hafi á umsvifum
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var samdráttur í fyrra og lítill hagvöxtur það sem af er ári ... en talið að hann taki við sér er frá líður



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og hagvaxtar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. 2. Fjöldi fyrirtækja sem segist skorta starfsfólk samkvæmt viðhorfsskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Laus stöf skv. fyrirtækjakönnun Hagstofu Íslands og fjöldi atvinnulausra samkvæmt vinnumarkaðsskönnun sömu stofnunar. Árstíðarleiðréttar tölur. 3. Fjöldi kaupsamninga með íbúðahúsnæði á landinu öllu m.v. kaupdag og meðalsölutími íbúða á landinu öllu. Árstíðarleiðréttar tölur. 4. Hagvaxtarspá Peningamála 2025/3.

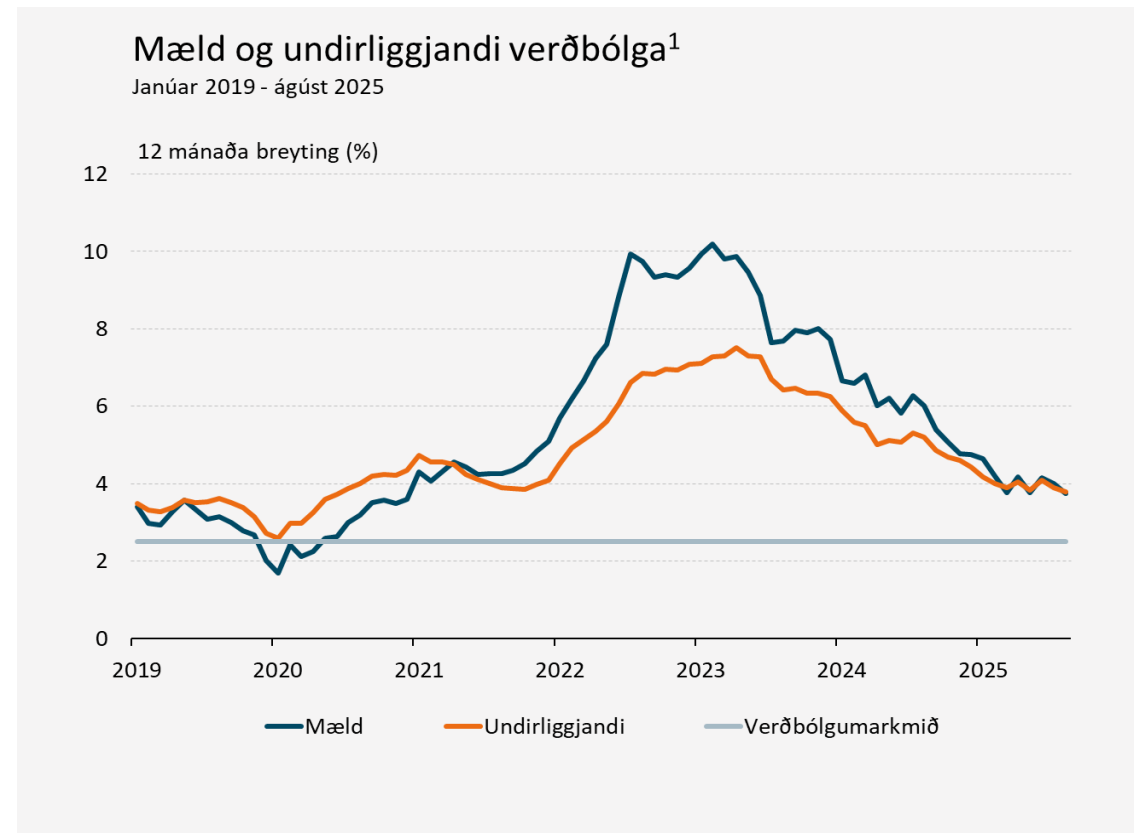
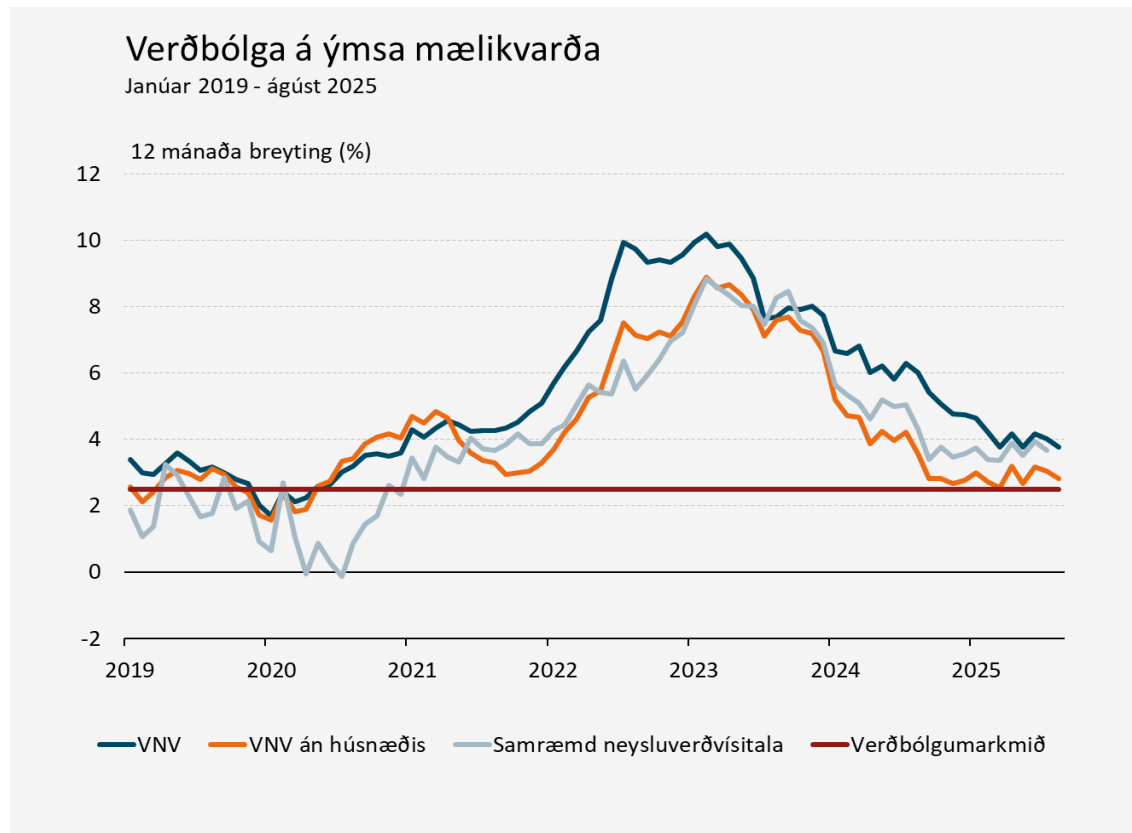
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.



Verőbólgá

Verðbólga hefur hjaðnað en mælist enn of mikil

- Verðbólga var 3,8% í ágúst og minnkaði úr 4% í júlí ... hefur sveiflast í kringum 4% frá því í febrúar en minnkað um 2,3 prósentur frá því fyrir ári
- HICP-verðbólga mælist svipuð (3,7% í júlí) en VNV-verðbólga án húsnæðis mælist minni eða 2,8% (0,7 prósentum minni en í fyrra)
- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig haldist í kringum 4% það sem af er ári en er þó 1,4 prósentum minni en í ágúst í fyrra

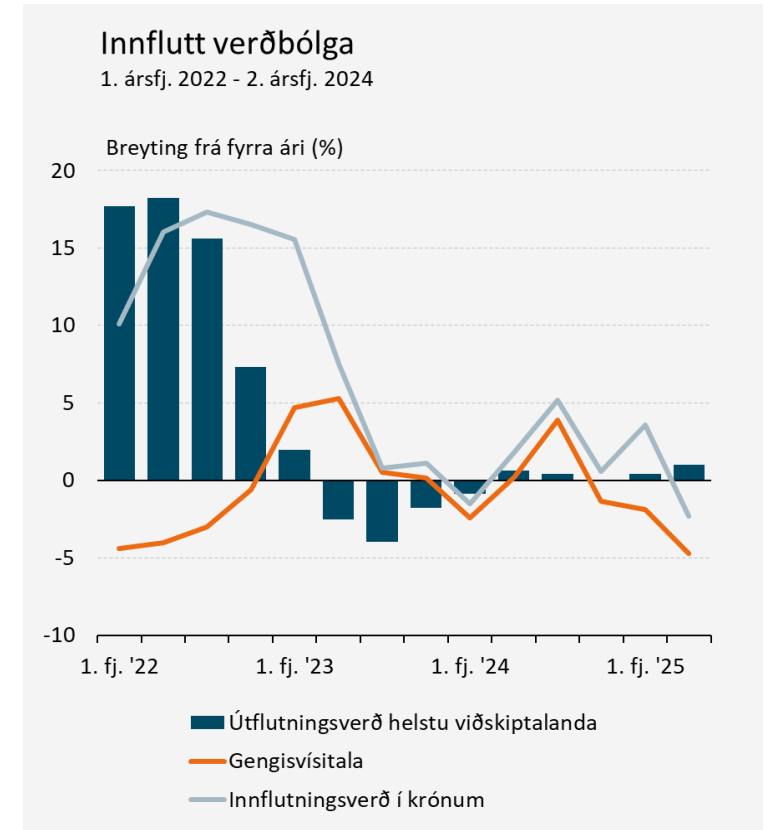
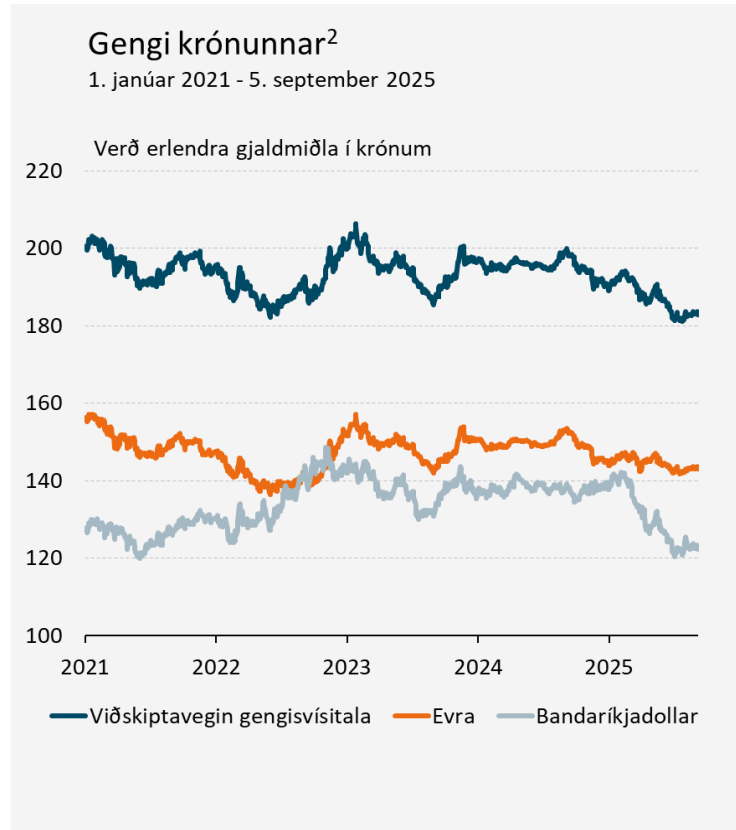
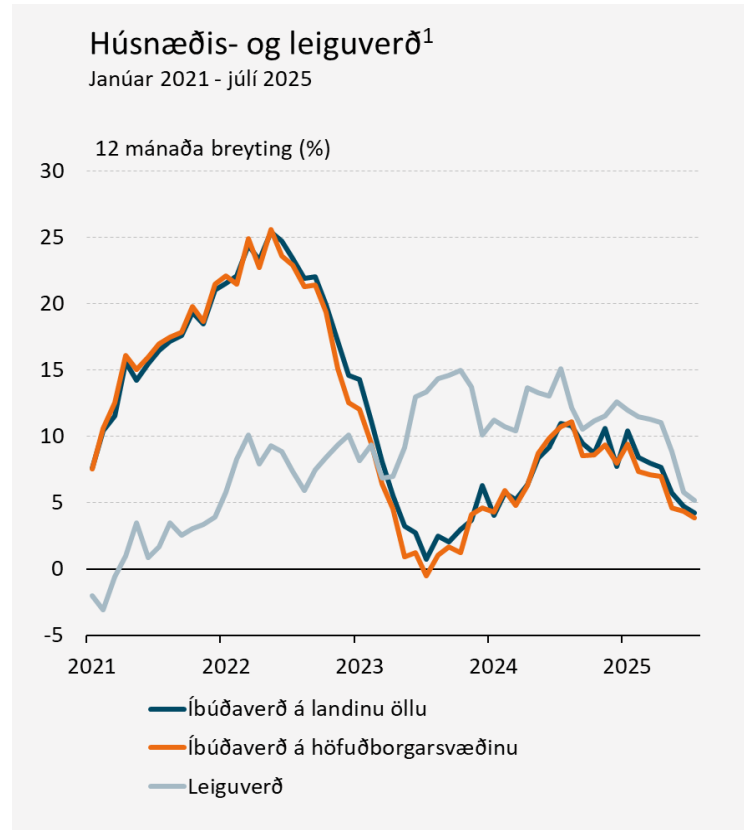


1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu 3 (áhrif óbæinna skatta, sveiflukenndra matvöruliða, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfræðilegum mælikvörðum (vegið miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur VNV). Frá og með júní 2024 er kjarnavísitala 2 notuð þar sem kjarnavísitala 3 er ekki lengur birt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hægir á húsnæðisverðbólgu og gengi ISK hækkar ...

- Húsnæðisverðbólga hefur minnkað í takt við hægari umsvif á húsnæðismarkaði: var 4,2% í júlí – einnig hægt á árshækkun leiguverðs (5,2%)
- Gengi ISK hefur hækkað að meðaltali um tæplega 4% frá áramótum – aðallega lækkun á USD (hefur lækkað um tæplega 12% gagnvart ISK)
- Gengishækkunin virðist tekin að skila sér í innflutningsverð sem var 2,3% lægra á Q2 í ár en á sama fjórðungi í fyrra

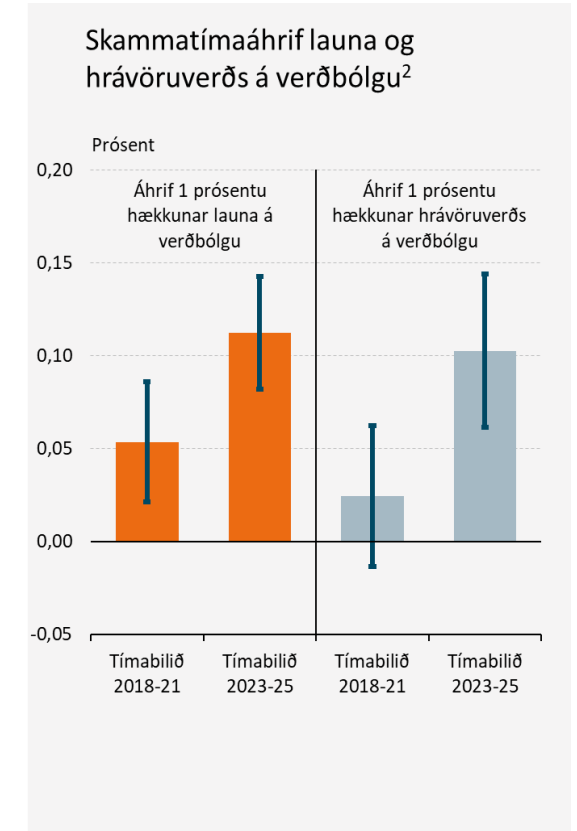
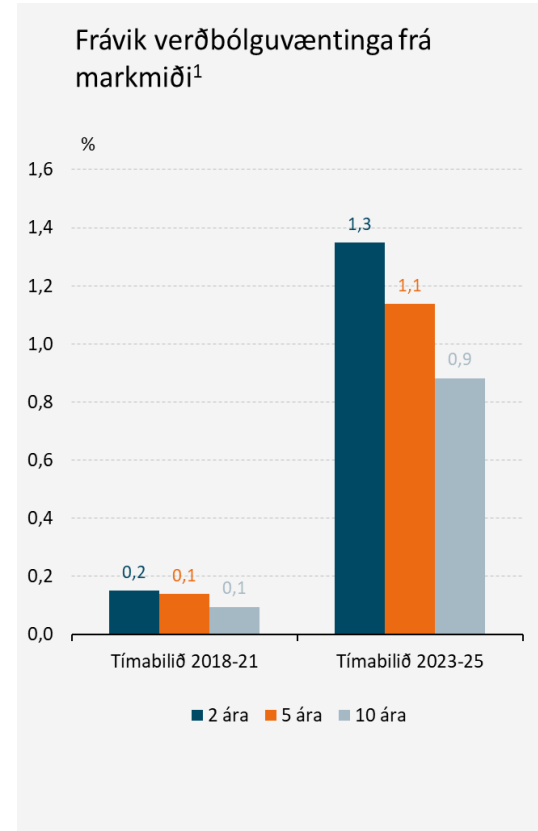
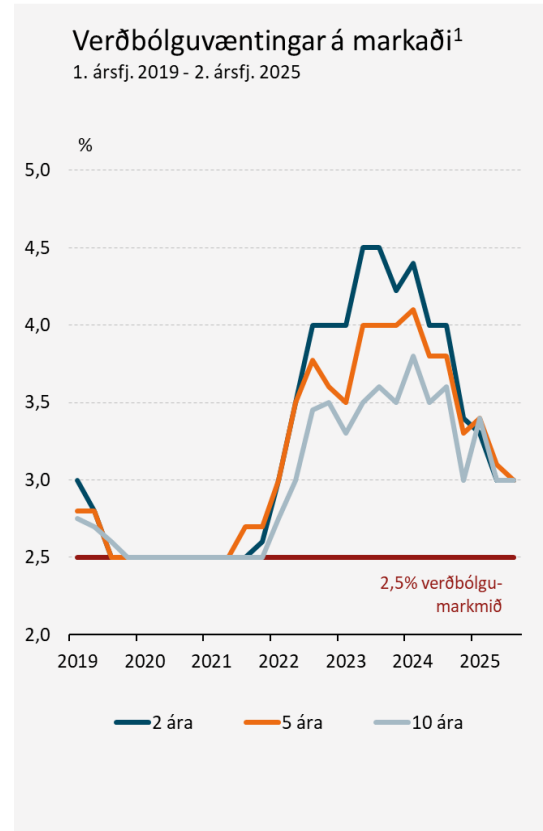
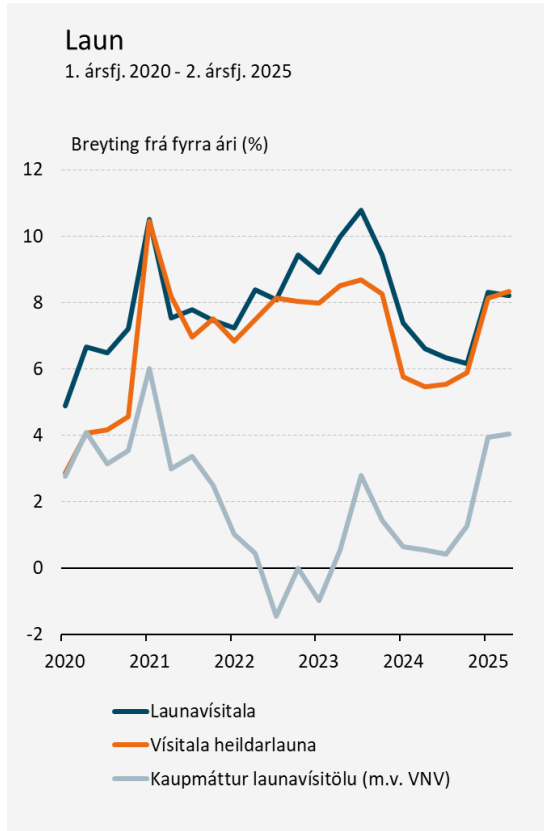


1. Sameinuð vísitala leiguverðs á höfuðborgarsvæðinu. Byggt er á þinglýstum leigusamningum frá janúar 2021 til apríl 2024 en upplýsingum úr leiguskrá frá og með maí 2024. 2. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

... en launahækkkanir þrálátar og væntingar enn of háar

- Laun halda hins vegar áfram að hækka mikið: voru 8,2% hærri á Q2 í ár en á Q2/2024 – árshækkun þeirra ekki farið undir 6% frá miðju ári 2020
- Kjölfesta verðbólguvæntinga hefur einnig laskast: þær tóku að hækka hratt 2022 og þótt þær hafi lækkað á ný undanfarið eru þær enn of háar
- Veikari kjölfesta væntinga eykur hættuna á því að tímabundnar kostnaðarhækkkanir hafi meiri og langlífari áhrif á verðbólgu

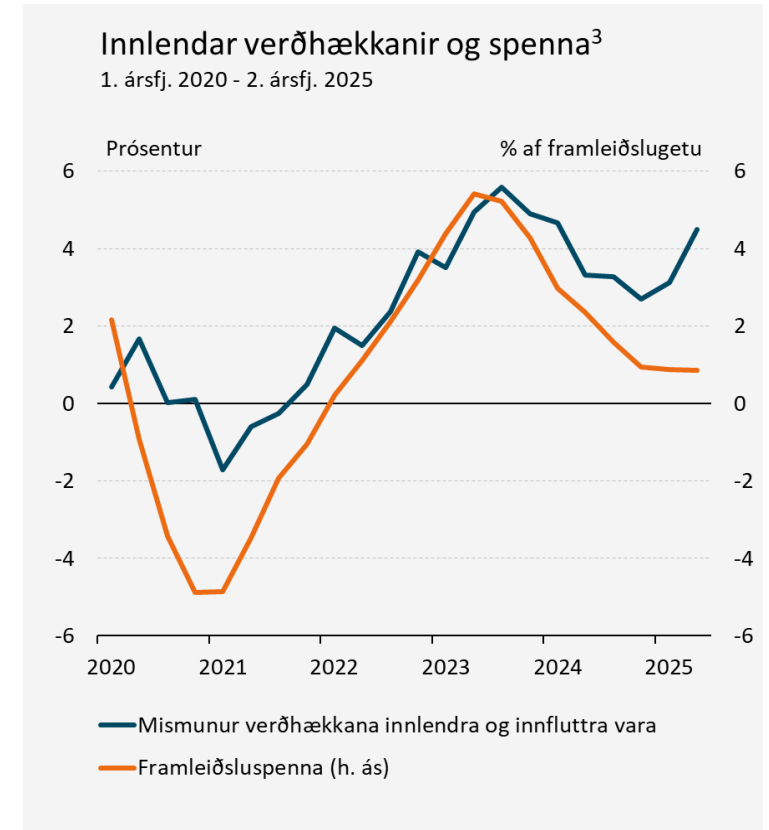
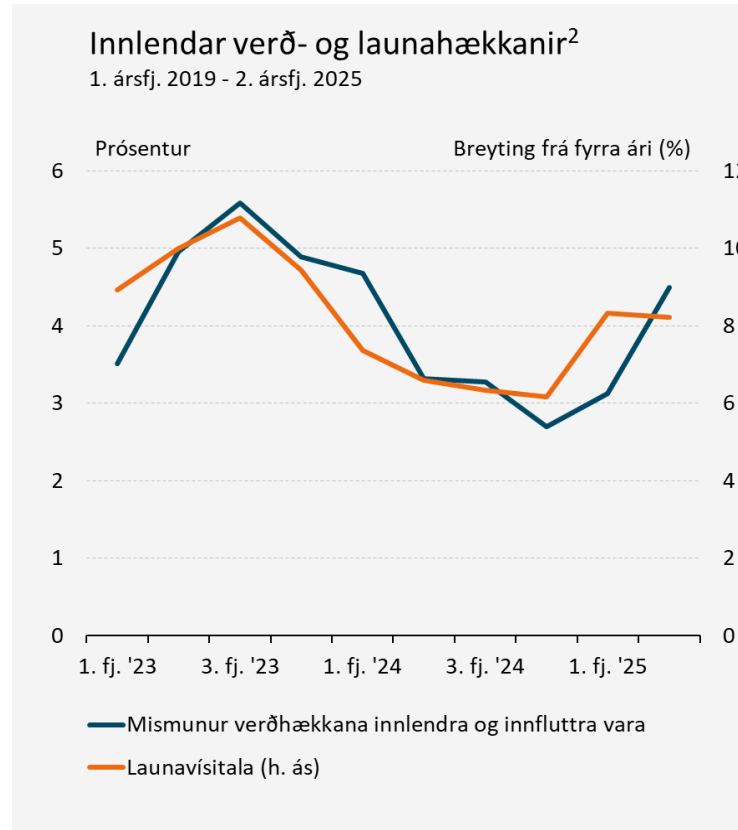
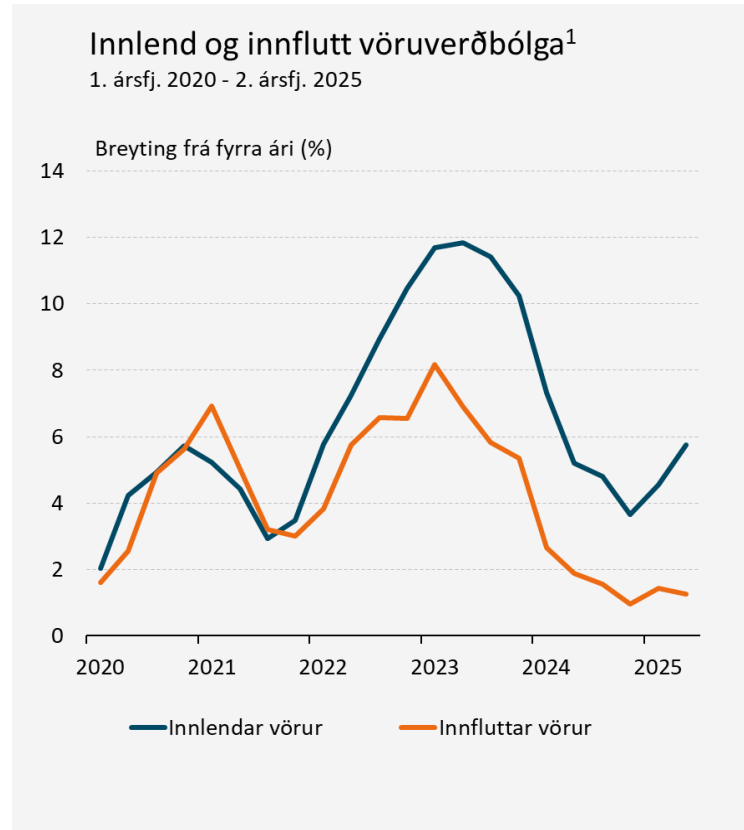


1. Miðgildi svara í könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. 2. Skammtímaáhrif framboðsskella á verðbólgu metin sem $\rho = \eta + \lambda$ út frá aðfallsgreiningunni $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\pi_{t-2} + \eta x_t + \lambda x_{t-1} + \mu\pi_t^m + \psi u_{t-1} + \epsilon_t$ þar sem π_t er verðbólga (ársfjórðungsbreyting vísitölu neysluverðs á ársgrunni), x_t er breyting launakostnaðar á framleidda einingu eða breyting á alþjóðlegu hrávöruverði (bæði mæld sem ársfjórðungsbreyting á ársgrunni), π_t^m er ársfjórðungsleg breyting innflutningsraungengis á ársgrunni og u_t er frávik atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi (NAIRU). Aðfallsgreiningin er metin yfir 10 ára hreyfanlegan glugga með gögnum frá 3. ársfjórðungi 1991 til 1. ársfjórðungs 2025. Myndin sýnir meðaltal matsins yfir tímabilin 2018-2021 og 2023-2025. Línurnar sýna 1 staðalfráviksbil tölfraeðimatsins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, eigin tölfraeðigreining, Seðlabanki Íslands.

Launahækkarnir viðhalda innlenda hluta verðbólgunnar

- Undanfarið hefur munurinn á milli innlendar og innfluttrar vöruverðbólgu farið vaxandi: innflutt vöruverðbólga hefur hjaðnað með hækkun ISK
- Innlend vöruverðbólga hefur hins vegar aukist aftur – greinileg áhrif mikilla launahækkana undanfarið á innlenda þátt verðbólgunnar ...
- ... þótt þessar launahækkarnir endurspegli fyrst og fremst kjarasamninga í fyrra þegar meiri spenna var í þjóðarbúinu

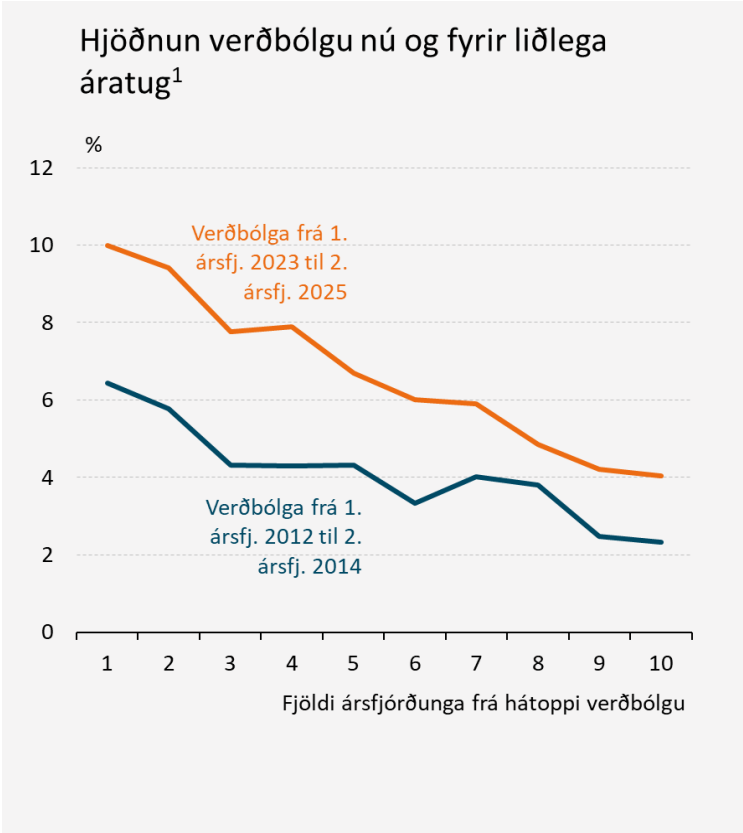
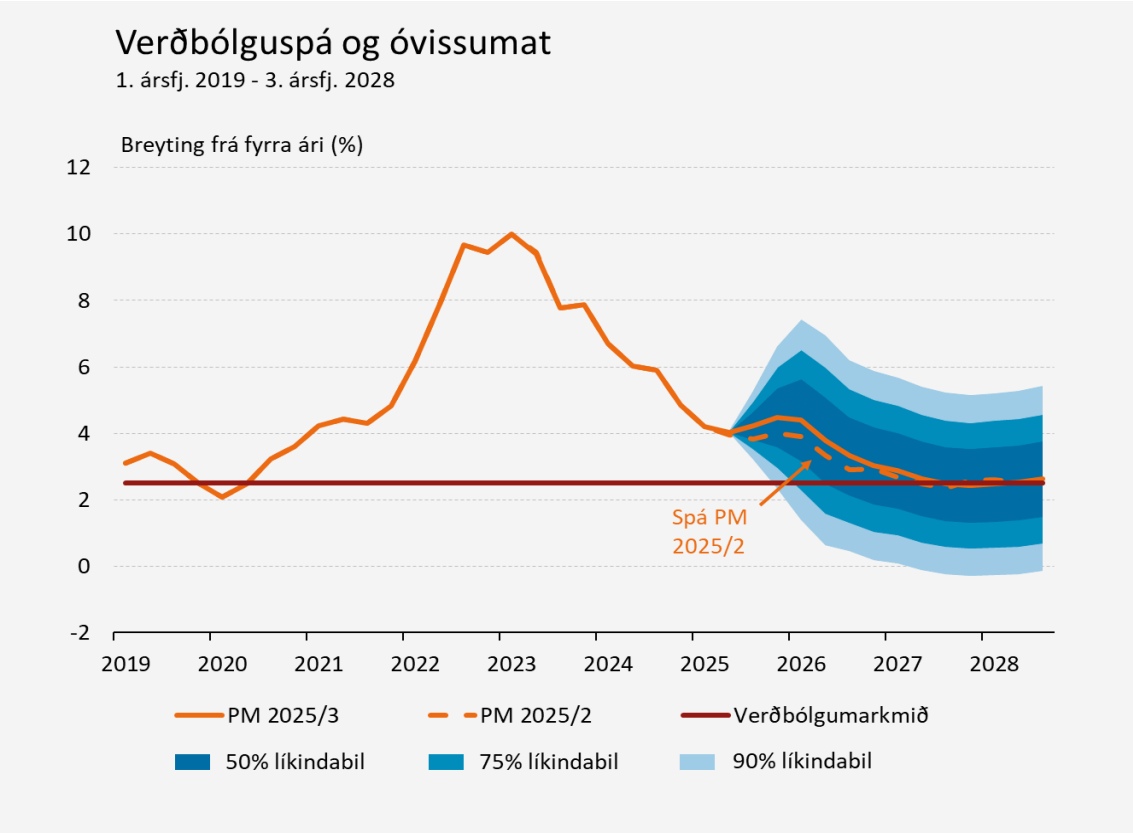


1. Innlendar vörur í vísitölu neysluverðs (VNV) (flokkar 1-4) eru (1) búvörur án grænmetis, (2) grænmeti, (3) aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur og (4) aðrar innlendar vörur án grænmetis. Innfluttar vörur í VNV (flokkar 5-9) eru (5) innfluttar mat- og drykkjarvörur, (6) nýir bílar og varahlutir, (7) bensín, (8) aðrar innfluttar vörur og (9) áfengi og tóbak. 2. Myndin sýnir mismun á árshækkun innlendar og innfluttrar vöru annars vegar og árshækkun launavísitölu hins vegar. 3. Myndin sýnir mismun á árshækkun innlendar og innfluttrar vöru annars vegar og framleiðsluspennu hins vegar (mat á framleiðsluspennu frá *Peningamállum* 2025/3).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Horfur á að verðbólga hjaðni áfram ... en hægt

- Verðbólga var 4% á Q2 í ár ... talið að hún aukist aftur í haust vegna óhagstæðra grunnáhrifa og verði 4,5% á Q4 en minnki síðan á ný ...
- ... spáð að hún fari undir 4% snemma á næsta ári og undir 3% í byrjun árs 2027 og verði komin í markmið á fyrri hluta þess árs
- Horfur eru því á að verðbólga minnki hægt en hjöðnun hennar er þó áþekk og á síðasta hjöðnunarskeiði – en frá töluvert herra upphafsstigi



	Ársmeðaltöl	Árslok
2024	5,9%	4,9%
2025	4,2%	4,5%
2026	3,6%	3,0%
2027	2,6%	2,4%

1. Myndin sýnir samanburð á tveimur tímabilum verðbólguþjöðnunar: annars vegar frá því að hún náði hámarki á 1. ársfjórðungi 2023 og þar til á 2. ársfjórðungi í ár og hins vegar yfir jafn langt tímabil frá því að hún náði hámarki á 1. ársfjórðungi 2012 og til 2. ársfjórðungs 2014.

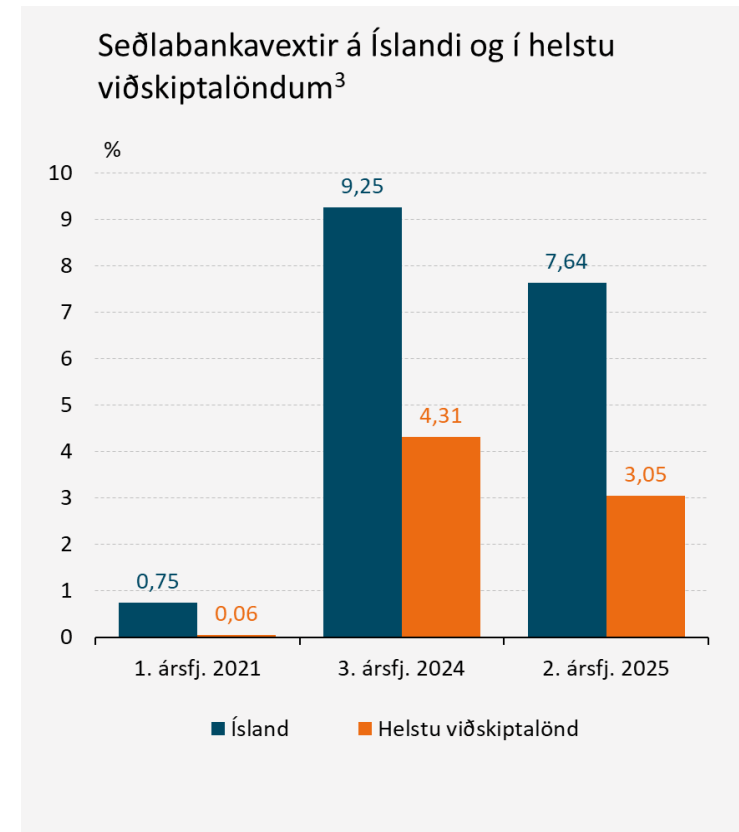
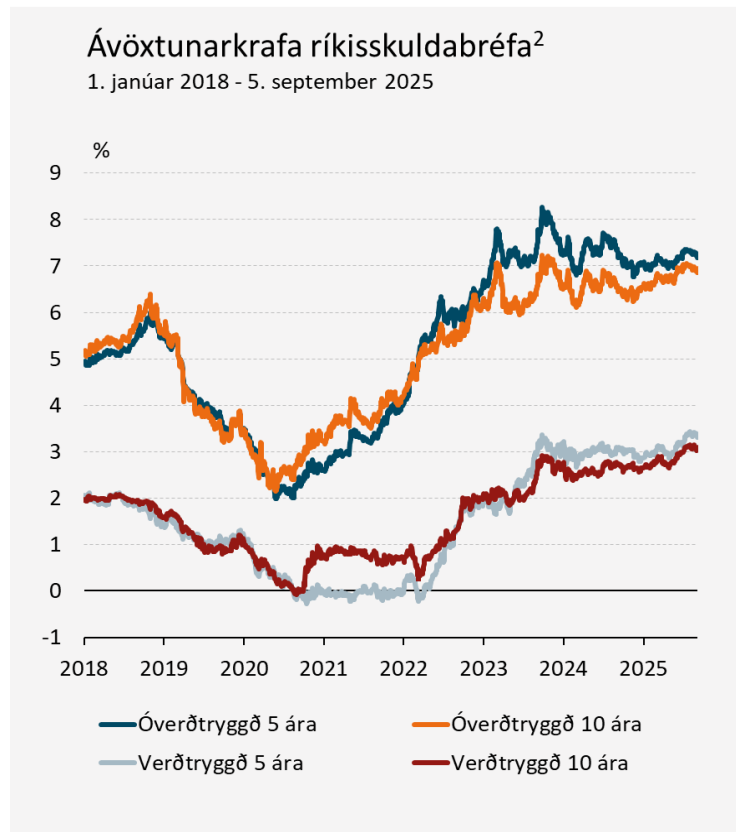
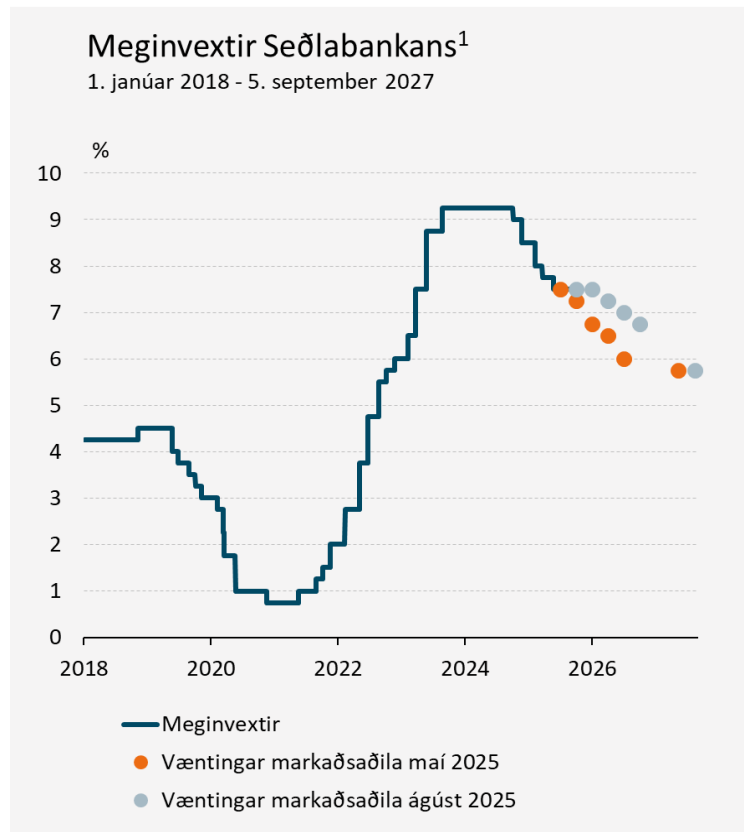
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Peningastefnan

Vextir hafa lækkað en hægar en í viðskiptalöndum ...

- Vextir hafa lækkað um 1,75 prósentur frá því að þeir byrjuðu að lækka í október 2024
- Væntingar um frekari lækkun þeirra en hægar en áður var vænst og langtímavextir hafa hækkað um 0,2-0,3 prósentur frá því í maí
- Eftir að farsótt lauk hækkuðu vextir meira hér á landi en í nágrannalöndunum og þeir hafa lækkað hægar undanfarið ár ... af hverju?

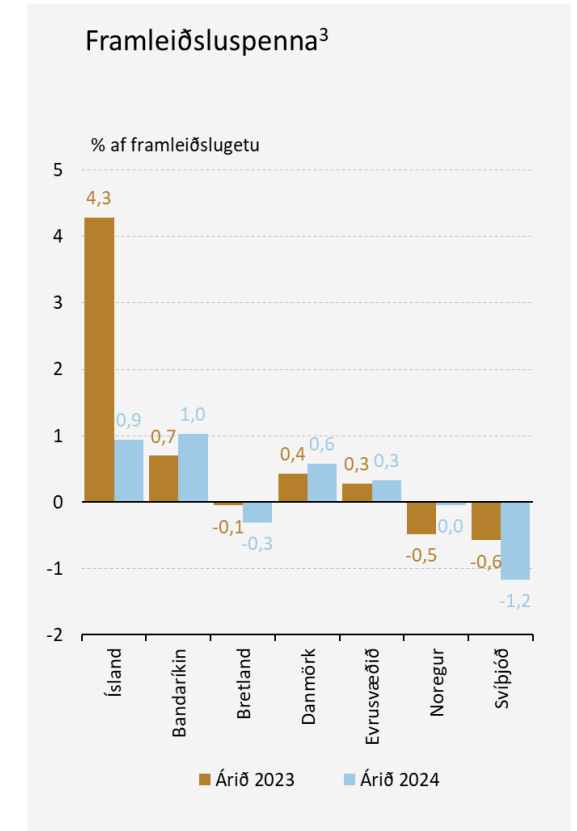
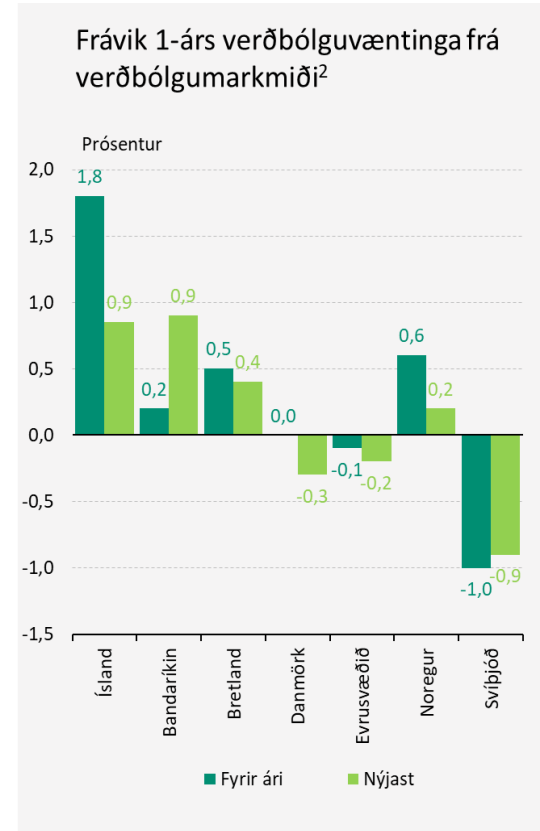
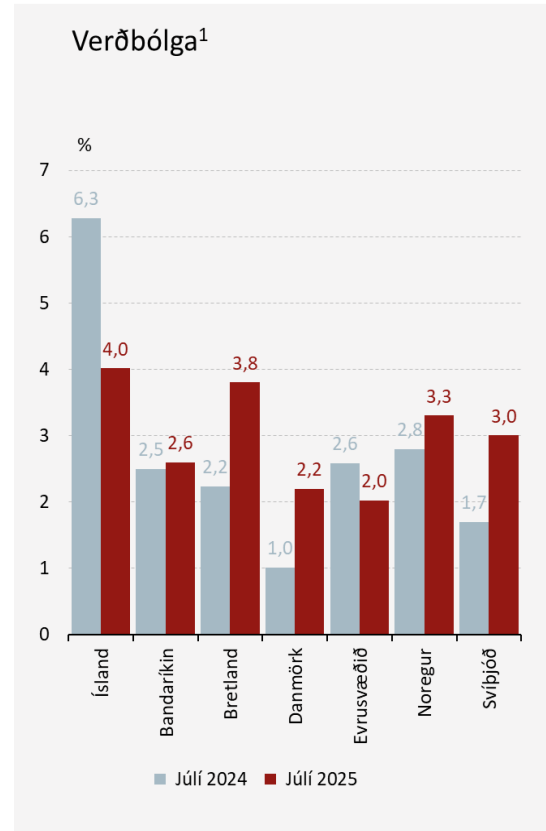
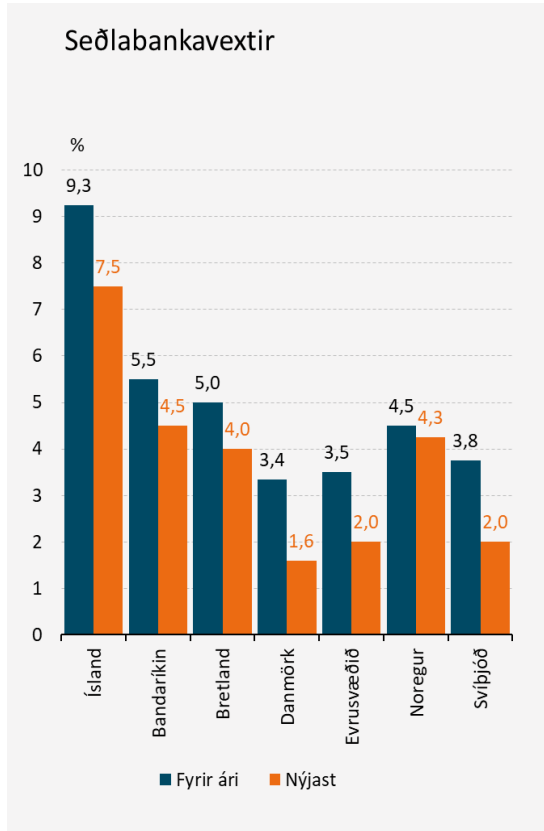


1. Væntingar markaðsaðila út frá könnunum Seðlabanka Íslands í maí og ágúst. Áætlað út frá miðgildi svara á væntingum þeirra til veðlánavaxta. 2. Út frá eingreiðsluvaxtaferlum (metnum með aðferð Nelson-Siegel) þar sem er notast við vexti á millibankamarkaði með krónur og vexti ríkisskuldabréfa. 3. Meginvextir Seðlabanka Íslands og seðlabanka helstu viðskiptalanda á mismunandi tímabilum (ársfjórðungsleg meðaltöl). Notast er við viðskiptavegið meðaltal helstu viðskiptalanda.

Heimildir: LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

... enda hefur staða efnahagsmála verið afar ólík

- Verðbólga hefur verið þrálátari hér á landi en hefur smám saman færst nær nágrannalöndunum þar sem hún er jafnvel tekin að aukast á ný
- Skammtíamaverðbólguvæntingar hérlandis hafa að sama skapi færst nær markmiði eftir að hafa hækkað mun meira en í nágrannalöndunum
- Mun meiri spenna byggðist upp hérlandis en tekist hefur að vinna ofan af henni – en í nágrannaríkjum er lítil spenna og jafnvel viðvarandi slaki

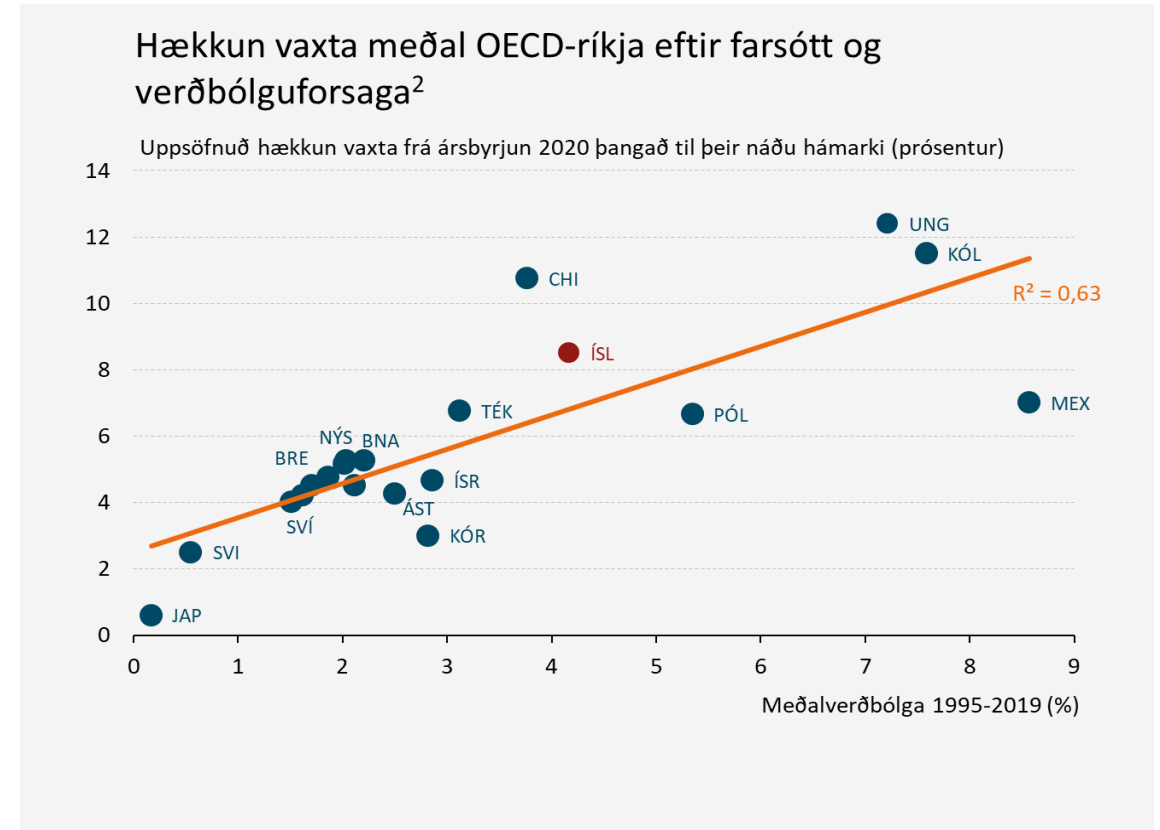
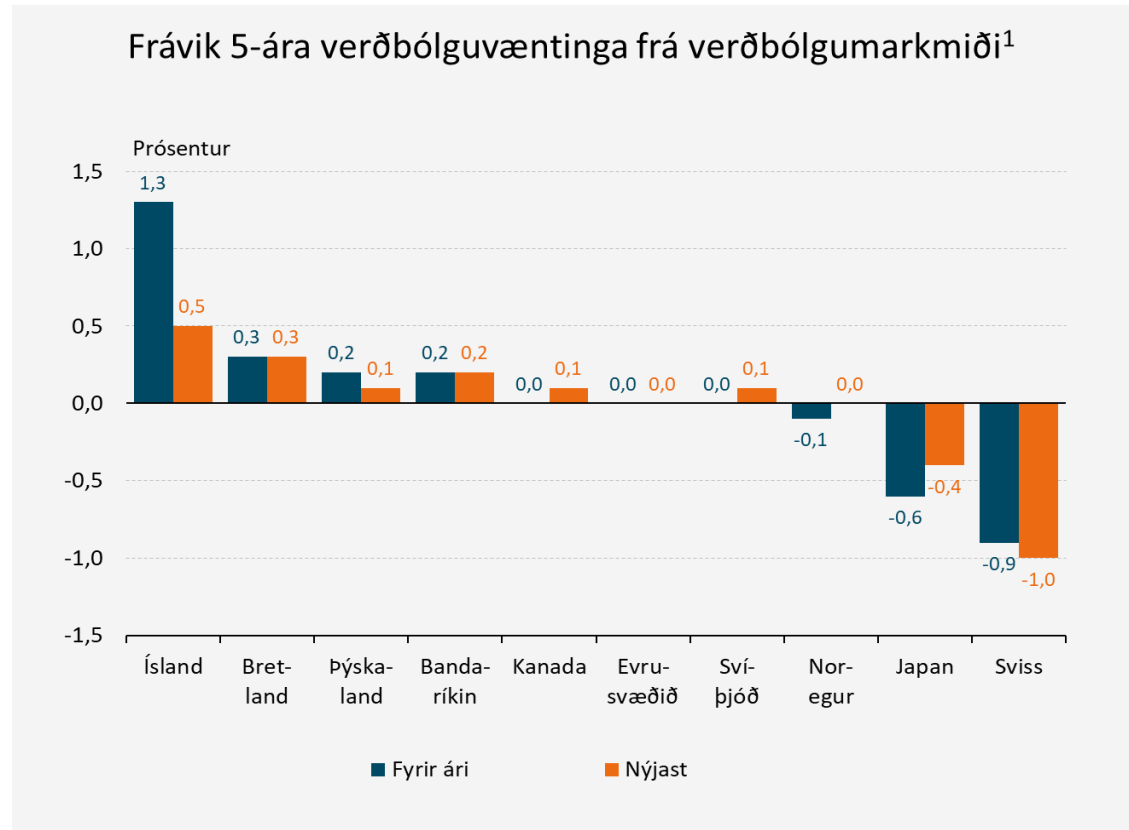


1. Verðbólga miðað við þá verðvísitölu sem viðkomandi seðlabanki miðar peningastefnu sína við (vísitala neysluverðs fyrir Ísland, Bretland og Noreg, vísitala neysluverðs með föstum vöxtum fyrir Svíþjóð, samræmd vísitala neysluverðs fyrir Danmörk og evrusvæðið og verðvísitala einkaneyslu fyrir Bandaríkin). 2. Væntingar markaðsaðila og sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu eftir 1 ár. Fyrir Ísland er byggt á könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila en fyrir hin löndin á könnun Consensus Forecasts. 3. Mat Seðlabanka Íslands á framleiðsluspennu á Íslandi (*Peningamál* 2025/3) en Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir önnur lönd (gagnagrunnur *World Economic Outlook* apríl 2025).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, heimasíður seðlabanka, LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

Löskuð kjölfesta væntinga kallar á harðari viðbrögð

- Langtímaverðbólguvæntingar hækkuðu einnig mun meira hér á landi ...
- ... í öðrum iðnríkjum hefur kjölfesta væntinga almennt haldið (eða brostið í hina áttina) – en þær hafa þó einnig tekið að lækka hér á landi
- Vel þekkt að kjölfesta verðbólguvæntinga er veikari í löndum með lakari verðbólgu sögu – sem kallar á harðari peningastefnuviðbrögð

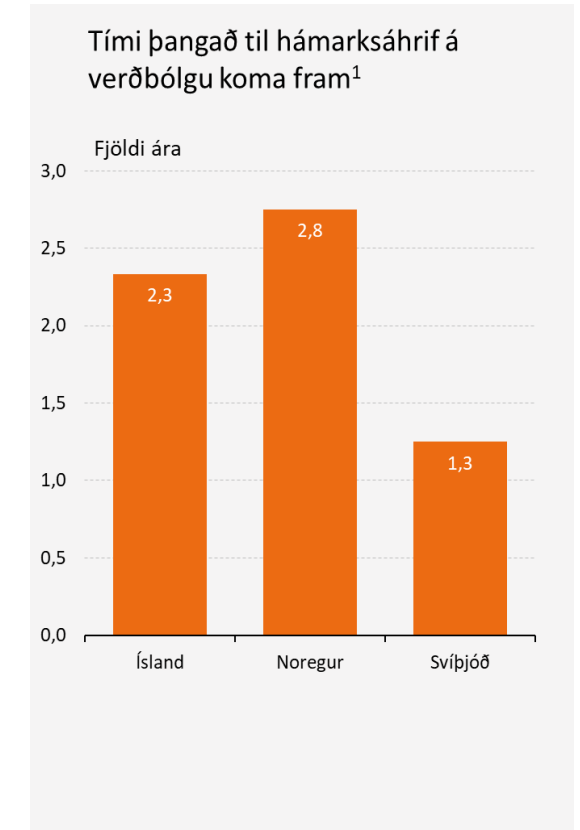
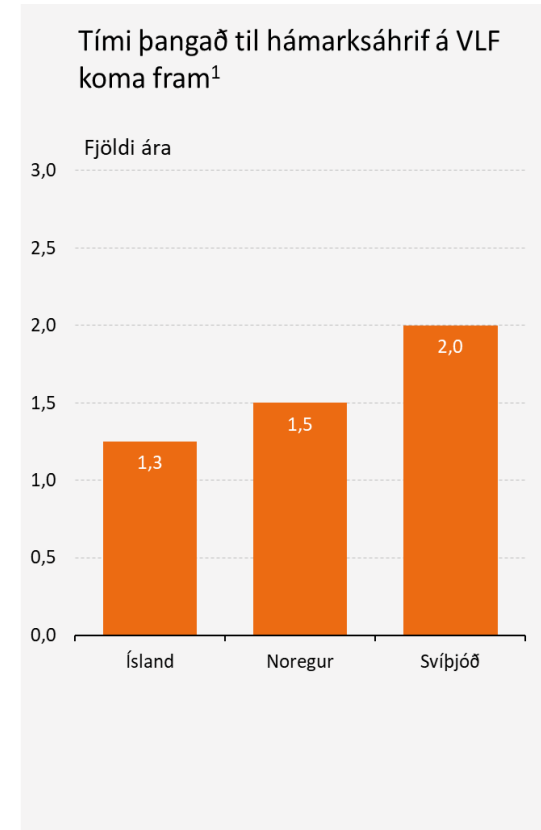
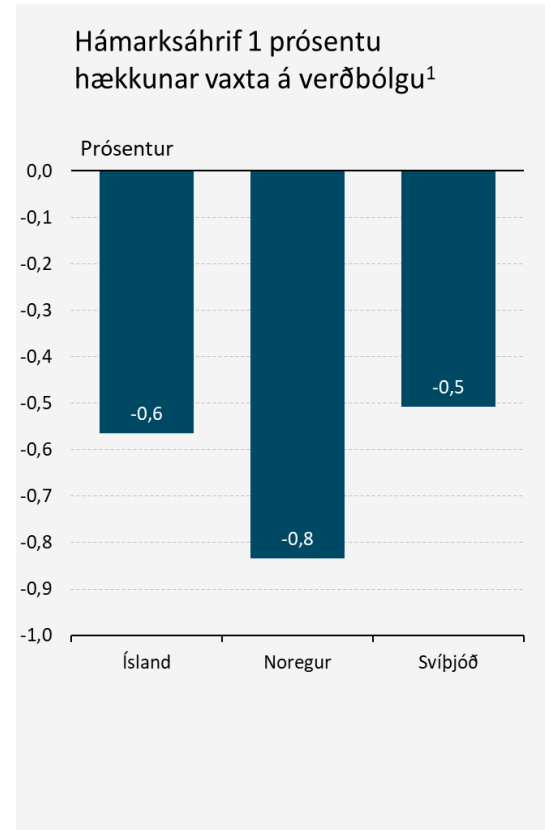
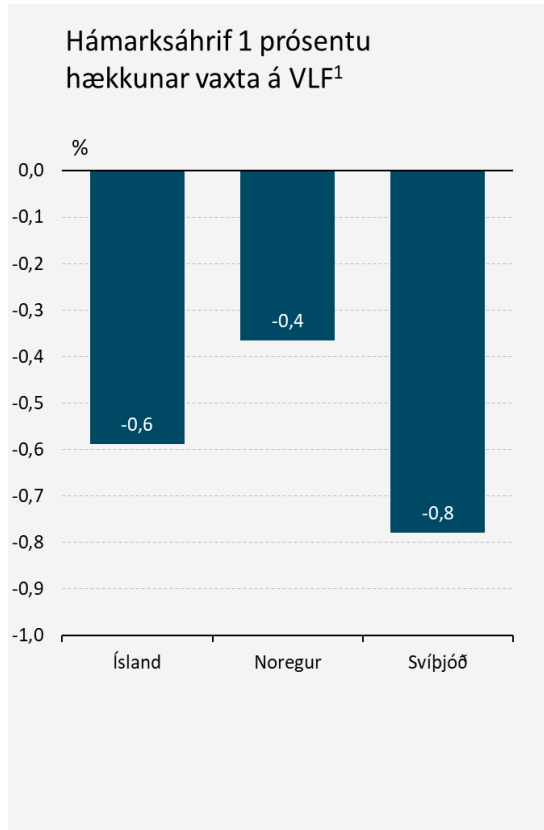


1. Væntingar markaðsaðila og sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu til næstu 5 ára. Fyrir Ísland er byggt á könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila en fyrir hin löndin á könnun Consensus Forecasts. 2. Uppsöfnuð hækkun seðlabankavaxta frá janúar 2020 til hæsta gildis eftir heimsfaraldurinn og meðalverðbólga í viðkomandi landi á tímabilinu 1995-2019. Landasafnið inniheldur öll OECD-ríki (fyrir utan Kosta Ríka og Tyrkland) með eigin peningastefnu (evrusvæðið er því tekið saman). Löndin eru því 20 talsins: Ástralía, Bandaríkin, Bretland, Chile, Danmörk, evrusvæðið, Ísland, Ísrael, Japan, Kanada, Kólumbía, Mexíkó. Noregur, Nýja-Sjáland, Pólland, Suður-Kórea, Sviss, Svíþjóð, Tékkland og Ungverjaland.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Consensus Forecasts, Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan virkar áþekkt hér og í öðrum löndum

- Þrátt fyrir ýmis sérkenni íslensks þjóðarbúskaðar virkar peningastefnan í meginatriðum eins hér á landi og í öðrum löndum ...
- ... umsvif byrja að dragast saman eftir 1 ársfjórðung en áhrifin ná hámarki eftir ríflega ár þegar VLF hefur minnkað um 0,6% en svo fjara áhrif út
- Áhrifin á verðbólgu taka lengri tíma að koma fram: hún er orðin 0,6 prósentum minni en ella eftir ríflega 2 ár og áhrifin vara í næstum 5 ár



1. Hámarksáhrif 1 prósentu hækkunar seðlabankavaxta á verga landsframleiðslu (VLF) og verðbólgu á Íslandi, í Noregi og Svíþjóð og tíminn sem tekur fyrir þau að nást. Matið fyrir Ísland byggist á meðaltali niðurstaðan þriggja VAR-líkana.

Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2023), „Monetary transmission in Iceland: Evidence from a structural VAR model“, Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 94, og „Hvernig hefur peningastefnan áhrif á þjóðarbúskapinn?“, Kalkofninn, 2. júní 2025.