



VÍSSENDING

VIÐSKIPTI · EFNAHAGSMÁL · NÝSKÖPUN



Mynd: Góli

Verðbólguþrýstingur og taumhald peningastefnunnar

Ásgerður Ósk Pétursdóttir
lektor í hagfræði
við Háskólann í Bath



Herdís Steingrimsdóttir
dósent í hagfræði við Viðskipta-
háskólann í Kaupmannahöfn og
lektor við félagsráðgjafardeild HÍ



Peningastefnunefnd ákvað á fundi sínum í maí að lækka vexti um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans eru því nú 7,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu um lækkun vaxta, en þó hefði Herdís Steingrimsdóttir fremur kosið að halda þeim óbreyttum. Sem fyrr ræddi nefndin framvindu efnahagsmála og verðbólguhorfur ásamt því að horfa til viðvarandi innlends verðbólguþrýstings og þeirrar óvissu sem ríkir í heimshagkerfinu. Í því samhengi lagði nefndin mat á hvert taumhald peningastefnunnar þyrfti að vera til að styðja við áframhaldandi hjöðnun verðbólgu.

Raunstýrivextir

Taumhald peningastefnunnar vísar til raunstýrivaxtastigs Seðlabankans, það er meginvextir að frádreginni verðbólgu eða verðbólguvæntingum. Eins og fram kom í grein sem birtist í Vísendingu þann 1. nóvember sl. eru raunstýrivextirnir áætlaðir út frá meðaltali sex mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Frá því í maí 2024 hefur peningastefnunefnd gefið út að hún telji að raunstýrivextir í kringum 4% feli í sér nægjanlegt taumhald til að ná verðbólgu niður í markmið. Þetta mat hélst óbreytt á síðasta fundi nefndarinnar.

Meðtalsmælikvarðinn er þó ekki nákvæmt mat og geta nefndarmenn til dæmis gefið mismunandi mælikvörðum raunstýrivaxtastigs Seðlabankans ólíkt vægi. Þá má benda á að ekki eru allir mælikvarðar

meðaltalsins uppfærðir á milli vaxtaákvörðunarfunda. Til að mynda voru raunstýrivextir samkvæmt heildarmeðaltalinu 3,9% á maí fundi nefndarinnar. Ef einungis var horft á meðaltal mælikvarða sem höfðu verið uppfærðir frá síðasta fundi nefndarinnar voru raunstýrivextir hins vegar 4,3%. Framtíðahorfur skipta einnig meira máli heldur en punktstaða og nefndin leggur áherslu á að meta hvernig verðbólga og verðbólguvæntingar muni þróast á milli funda og hvert taumhaldið verði fram á við. Nefndarmenn geta auk þess horft til annarra þátta svo sem miðlunar taumhaldsins og raunvaxtastigs á aðra mælikvarða.

Jafnvægisraunvextir

Jafnvægisraunvextir (e. *neutral real interest rate*) er það vaxtastig sem ýtir hvorki undir þenslu né samdrátt, tryggir fulla nýtingu framleiðsluþátta og stuðlar að því að verðbólga haldist í markmiði. Þetta er fræðilegt hugtak og því þarf ýmsar aðferðir og haglíkón til að meta jafnvægisraunvaxtastig. Við matið er tekið mið af undirliggjandi þáttum í hagkerfinu og m.a. horft til hagvaxtar, fólksfjölgunar, framleiðnivaxtar og jaðarframleiðni fjármagns. Sé hagkerfið til að mynda í örur vexti og mikil framleiðni eða fjárfestingaþörf, þarf raunvaxtastigið að vera hærri til að koma í veg fyrir ójafnvægi í hagkerfinu.

Hagfræðingar eru almennt sammála um að jafnvægisraunvextir hafi lækkað í kjölfar fjármálakreppunnar og verið óvenju lágir á árunum í kringum heimsfaraldurinn. Á síðustu misserum hafi þeir hins vegar tekið að hækka. Þessi hækkun endurspeglar meðal annars aukna fjárfestingarþörf vegna orkuskipta og uppbyggingar innviða, sem og breytingar á lýðfræði og framleiðni. Jafnframt hafa hærri verðbólguvæntingar og þrengri aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum haft áhrif og stuðlað að hækkun þess raunvaxtastigs sem telst tryggja jafnvægi í hagkerfinu til lengri tíma.

”

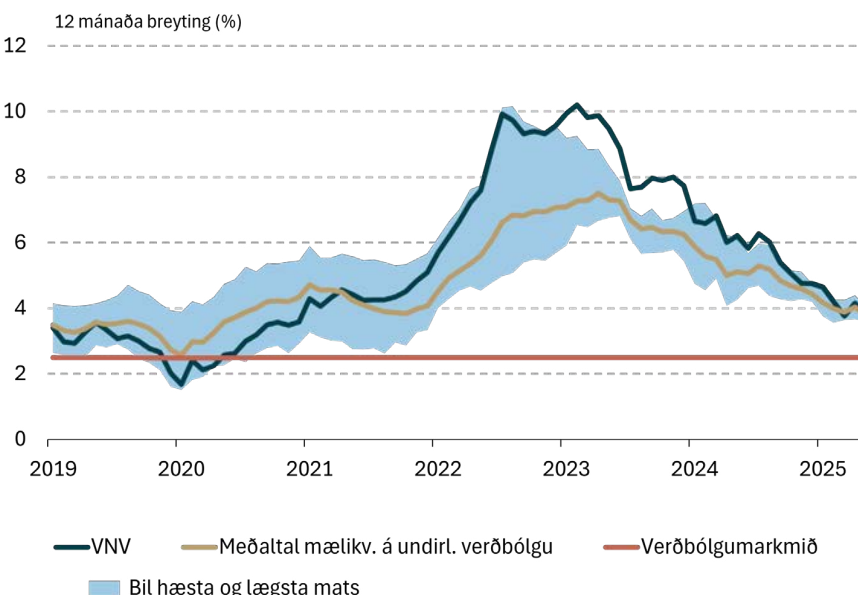
Til þess að viðhalda sama taumhaldi er því ekki svigrúm til frekari lækkunar nafnvaxta

Eins og fram kemur í [Peningamálum 2025/2](#) telur Seðlabankinn að jafnvægisraunvextir séu nú um 2,25%. Hins vegar er óvissa um þetta mat og mismunandi haglíkón sýna ólík gildi. Hætta er á að stigið

sé vanmetið ef t.a.m. umfang fjárfestinga og það fjármagn sem bundið er í orkuskiptum, nýjum innviðum og húsnaði er meira en núverandi greiningar gera ráð fyrir. Óvissa um framleiðnivöxt og fjölgun fólks hér á landi flækir einnig matið. Sömuleiðis geta forsendur breyst hratt í litlu opnu hagkerfi eins og Íslandi.

Jafnvægisraunvextir gegna lykilhlutverki við mótnun peningastefnunnar. Þegar verðbólga er mikil og þrálátur undirliggjandi verðbólguþrýstingur til staðar, þurfa raunstýrivextir að vera hærri en jafnvægisraunvextir til að peningastefnan sé nægjanlega aðhaldssöm til að skapa skilyrði fyrir kólnun hagkerfisins og hjöðnun verðbólgu. Mikilvægt er að taka til greina óvissu við mat á raunstýrivöxtum og jafnvægisraunvöxtum þegar peningastefnuákvörðanir eru teknar. ▷

▼ **Mynd 1** Mæld og undirliggjandi verðbólga. Janúar 2019 - maí 2025.



Undirliggjandi verðbólga og verðbólguþrýstingur

Undirliggjandi verðbólga vísar til þess hluta verðbólgunnar sem er þrálát og endurspeglar innri spennu í hagkerfinu. Þessi mælikvarði leitast við að taka út þann hluta verðbólgu sem skýrist af tímabundnum sveiflum, til að mynda í hrávöruverði, og einangra viðvarandi verðþrýsting sem tengist til dæmis vinnu-markaði, húsnæðiskostnaði og almenntri eftirspurn. Undirliggjandi verðbólga er því mikilvægur mælikvarði á þann þrýsting sem peningastefnan þarf að bregðast við.

Seðlabanki Íslands leggur mat á undirliggjandi verðbólgu með því að horfa til meðaltals fimm ólíkra mælikvarða. Kjarnavísitala 2 er reiknuð út af Hagstofu Íslands og byggir á útilokun ákveðinna sveiflukenndra liða úr vísitölunni. Þetta eru eldsneyti, landbúnað-arafurðir og verð á opinberri þjónustu. Auk hennar eru notaðir fjórir tölfræðilegir mælikvarðar sem Hagfræðisvið Seðlabankans metur: klippt meðaltal, vegið miðgildi, kvíkt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs.

Mynd 1 sýnir þróun undirliggjandi verðbólgu á þennan meðaltalsmælikvarða í samanburði við mælda verðbólgu. Skyggða svæðið sýnir bil hæsta og lægsta gildis mælikvarðans. Á myndinni má sjá að þegar verðbólga var í hámarki árin 2022-2024 var mæld verðbólga meiri heldur en undirliggjandi verðbólga, sem bendir til þess að hluti hækkana hafi stafað af tímabundum þáttum. Undanfarna mánuði hefur þetta bil minnkað þar sem mæld verðbólga hefur hjaðnað hraðar en undirliggjandi verðbólga. Í maí 2025 voru gildi beggja komin niður í 3,8% og frávik frá verðbólgu markmiði má því rekja til viðvarandi þátta. Bilið á milli hæsta og lægsta gildis undirliggjandi verðbólgu hefur einnig minnkað og liggur nú á tiltölulega þröngu bili í kringum mælda verðbólgu.

Þegar talað er um „lokasprettið“ að verðbólgu markmiðinu er átt við hjöðnun þrálátasta hluta verðbólgunnar. Líklegt er að töluvert og viðvarandi aðhald þurfi til að draga úr þeim innlenda verðbólguþrýstingi sem enn er til staðar. Í því ljósi teljum við höfundar mikilvægt að viðhalda hörðu taumhaldi um sinn, til að ná undirliggjandi verðbólgu í markmið. Hjöðnun verðbólguþrýstings er grundvöllur þess að raunvextir geti lækkað án þess að ógna verðstöðugleika. Veruleg óvissa um raunverulegt jafnvægisstig raunstýrivaxta undirstrikar svo enn fremur mikilvægi þess að fara með gát við slökun taumhaldsins.

Framsýn leiðsögn

Samhliða hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga, hefur peningastefnunefnd lækkað stýrivexti á hverjum vaxtaákvörðunarfundi frá október 2024. Nafnvaxtalækkanirnar hafa því ekki leitt til lægra raunstýrivaxtastigs. Það hefur haldist í kringum 4%.

Eins og peningastefnunefnd ítrekaði við síðustu vaxtaákvörðun er ekki enn kominn tími til að slaka á peningalegu taumhaldi þar sem undirliggjandi verðbólga, og því þrálátasti hluti verðbólgunnar, er enn vel yfir markmiði. Samkvæmt nýjustu verðbólguþrýstingur hjaðnar, þar með talðar verðbólguvæntingar og verðbólguhorfur breytast frá því sem nú er, getur svigrúm skapast til lækunar nafnvaxta og jafnvel slökunar taumhaldsins. Vegna þeirrar þrálátu verðbólgu sem eftir er, þurfa hins vegar að sjást um það skýr merki. Annars myndi það skref geta ógnað verðstöðugleika. ☒

Fyrirvari: Höfundar eru ytri nefndarmenn í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands. Þær skoðanir og ályktanir sem koma fram í þessari grein þurfa ekki að endurspeglar viðhorf annarra nefndarmanna.

Greinin birtist fyrst í Vísbandingu 20. júní 2025 / 23. tbl. 43. árg.

Hvernig tryggjum við betri nýtingu opinberra útgjalda?

Álfrún Tryggvadóttir

hagfræðingur og sérfræðingur í opinberum fjármálum hjá OECD



Stjórnvöld standa frammi fyrir krefjandi stöðu í opinberum fjármálum: vaxtakostnaður ríkissjóðs hefur farið hækkandi, útgjaldakröfur eru áfram umfangsmiklar og svigrúm til nýrra aðgerða er takmarkað. Á sama tíma eykst eftirspurn eftir gæðum í opinberri þjónustu, auk þess sem kröfur um að almannafé sé varið af skynsemi og með gagnsæjum hætti verða sífellt háværari. Fjármagn hins opinbera er takmarkað og mikilvægt er að stjórnvöld veiti fjármuni til verkefna sem skila auknum ávinningi fyrir samfélagið. En hvernig er hægt að tryggja að fjármunir séu nýttir á sem hagkvæmasta hátt?

Kerfisbundnar greiningar á útgjöldum hins opinbera

Útgjaldagreiningar (e. *spending reviews*) eru kerfisbundnar greiningar á útgjöldum til málefnasviða og málaflokka með það að markmiði að ná fram aukinni hagræðingu og skilvirkni í útgjöldum hins opinbera. Þessar greiningar eru mikið notaðar í OECD löndum og hafa víða skilað góðum árangri við að tryggja að opinbert fé sé vel nýtt¹.

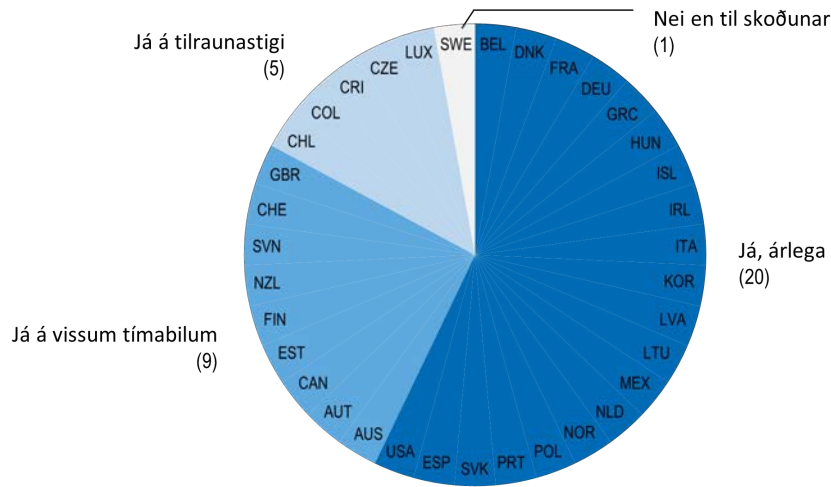
Ísland hefur boðað innleiðingu á slíkum greiningum en verklagið hefur ekki náð flugi hérlandis. Tilgangur útgjalda-greininga er að greina leiðir til að ná árangri með sem minnstum tilkostnaði: að gera stjórnvöldum kleift að hagræða í ríkisrekstri, skapa svigrúm fyrir bætta þjónustu og aukin útgjöld til grunninnviða, og að forgangsraða takmörkuðum fjármunum. Tilgangur þeirra er ekki að skera niður grunnþjónustu eða ráðast í niðurskurð sem kemur sér illa fyrir samfélagið. Þvert á móti er tilgangurinn sá að skoða hvar fjármagn nýtist ekki sem skyldi fyrir samfélagið og skapa þannig svigrúm fyrir aukin útgjöld til málefnasviða og málaflokka sem mynda grunnstoðir samfélagsins. Í þessu ferli er hægt að hafa nokkrar lykilspurningar í huga:

- Er þjónustan sem verið er að veita í samræmi við þarfir samfélagsins og er verið að veita hana á sem hagkvæmasta hátt?
- Ef kveðið er á um þjónustuna, t.a.m. í lögum, hefur markmiðum laganna verið náð eða er hægt að veita fjármunina í aðra þarfari þjónustu?
- Eru leiðir til að bæta og nútímavæða þjónustuna, m.a. með stafrænni þjónustu?
- Er hægt að lækka kostnað við starfsemina sem fellur undir málaflökkinn án þess að skerða þjónustu eða að það komi niður á árangri og styrkleika starfseminnar til framtíðar?
- Er hægt að útskýra inntak og samband árangurs og mælikvarða, eða er þörf á skýrari mælikvörðum og markmiðum fyrir þá þjónustu sem veitt er?

Rammaáætlanagerð og stöðugleikaregla – lykillinn að skilvirkari áætlanagerð hins opinbera

Í fjármálaáætlun fyrir árin 2026-2030 er kveðið á um að innleiða eigi að fullu rammaáætlanagerð. Þessi hugmyndafræði – þar sem fagráðuneytum er falin aukin ábyrgð á útfærslu útgjalda innan skýrra ramma sem samræmast heildarstefnu stjórnvalda í efnahagsmálum – er ekki ný af nálinni, enda hófust tilraunir til að innleiða hana á tíunda áratug síðustu aldar. Mikilvægt er að þessi aðferðafræði

▼ Mynd 1 Eru útgjaldagreiningar¹ notaðar sem hluti af áætlanagerðinni?



Athugasemd ritstjóra: Þó svo að Ísland segist gera útgjaldagreiningar (e. *spending reviews*) árlega samkvæmt opinberum gögnum frá OECD¹ þá verður þess ekki vart í íslenskum gögnum að svo sé tilfellið, þó mögulega hafi verið gerð tilraun til þess fyrir einhverjum árum.

verði loks innleidd hérlandis, enda styður hún vel við fyrirkomulag um markvissar útgjaldagreiningar. Þegar rammaáætlanagerð og reglubundnar útgjaldagreiningar eru nýttar í sameiningu, hafa stjórnvöld í höndum öflugt tæki til að byggja upp gagnsæjan, agaðan og árangursdrifinn ramma utan um forgangsroðun opinberra fjármuna.

Fjármála- og efnahagsráðherra hefur einnig lagt fyrir Alþingi **frumvarp** til laga um breytingu á lögum um opinber fjármál, nr. 123/2015, þar sem stöðugleikaregla verður ein af fjármálareglum laganna, með það að markmiði að tryggja jafnvægi í opinberum fjármálum yfir hagsveifluna. Reglan felur í sér að ríkisútgjöld skuli ekki vaxa til lengdar umfram vöxt verðmæta-sköpunar í hagkerfinu, en stuðlar þannig að stöðugleika með því að koma í veg fyrir að stjórnvöld eyði um efni fram í uppsveiflum og skapar jafnframt svigrúm til að standa með hagkerfinu í niðursveiflum. Með því að tengja rammaáætlanagerð og ákvarðanatöku um útgjöld beint við þessa reglu er dregin skýr lína um að fjárhagsleg festa og sjálfbærni séu ekki aðeins langtíamarkmið, heldur forsenda þess að hægt sé að forgangsraða fjármunum á raunhæfan og ábyrgan hátt. Saman skapa þessi verkfæri – rammaáætlanagerð, útgjaldagreiningar og stöðugleikaregla – heildstæða umgjörð sem styður við markmið um betri nýtingu fjármuna og eflir traust á opinberri fjármálastjórn.

Frá stefnumörkun til framkvæmdar – á borði en ekki einungis í orði

Fjármálaáætlunin boðar skýra stefnu um betri nýtingu fjármuna, en stefnumörkun ein og sér dugar skammt ef henni er ekki fylgt eftir með breyttum vinnubrögðum og raunverulegri framkvæmd. Það dugar ekki að tala um forgangsroðun, árangur og agaða fjármálastjórn, það þarf að færa þessa sýn inn í daglegt starf ráðuneyta, sem og ákvarðanatöku. Þetta þýðir að stjórnvöld þurfa að skapa rými fyrir slíkt vinnulag, fjárfesta í getu ráðuneyta og stofnana til að greina eigin útgjöld, og gera faglegt mat á árangri að reglubundnum hluta ákvarðanatöku. Án þess verður hætt við að áform um hagræðingar og betra vinnulag við fjármálaáætlun og fjárlagafrumvarp verði ekki raunverulegur hluti af fjármálastjórn ríkisins. Á sama tíma þurfa öll ráðuneyti að vinna að sama markmiði; það er ekki lengur í boði að benda á fjármála- og

efnahagsráðuneytið ef fjármagni er ekki veitt til tiltekinna verkefna, heldur þurfa ráðuneyti að hagræða innan síns ramma og tryggja að takmörkuðum fjármunum sé varið á sem skilvirkastan hátt.

Þessi nálgun á sér einnig skýra stoð í lögum um opinber fjármál. Þar er lögð áhersla á að fagráðuneyti beri aukna ábyrgð á mótun og útfærslu stefnu og fjármálaáætlana innan eigin málaflokks, í samræmi við ramma sem ríkisstjórnin ákvarðar. Markmiðið ætti að vera að efla faglega getu og ábyrgð ráðuneytanna sjálfra og stuðla að því að í hverju þeirra verði styrk fjármálastjórn sem metur árangur, greinir útgjöld og forgangsraðar innan málefnasviða og málaflokka. Á sama tíma heldur fjármála- og efnahagsráðuneytið áfram að gegna lykilhlutverki um heildarramma útgjalda. Þetta samspil er í raun kjarninn í rammaáætlanagerð: skýr stefnumörkun, dreifð ábyrgð og agað vinnulag sem byggir á traustu regluverki.

Innleiðing stöðugleikareglunnar styður þetta verklag enn frekar. Með því að tryggja að frumjöfnuður hins opinbera verði jákvæður yfir meðallangt tímabil, skapar reglan nauðsynlegan ramma um aðhald og jafnvægi í ríkisfjármálum. Hún styrkir þannig þann aga og langtímahugsun sem rammaáætlanagerð og dreifð ábyrgð fagráðuneyta byggja á, og gerir það að verkum að fagleg greining og forgangsroðun verða ekki valkvæð, heldur nauðsynleg forsenda ábyrga ákvarðana.

Ef litid er yfir útgjöld síðustu ára er nokkuð ljóst að það eru víða möguleikar til bættrar nýtingar opinbers fjármagns. Í þessu samhengi er mikilvægt að stjórnvöld nýti þau tæki sem eru til staðar; ráðist í markvissar útgjaldagreiningar, innleiði að fullu verklag við rammaáætlanagerð og framfylgi fjármálareglum af festu. Vilji stjórnvöld ná fram bættri nýtingu opinberra fjármuna næstu ár, dugar ekki að tala um aðhald og forgangsroðun. Þau verða að tryggja að vinnubrögð og ákvarðanir endurspegli þann vilja í verki, ekki bara í orði. ☒

Greinin birtist fyrst í Vísbandingu 20. júní 2025 / 23. tbl. 43. árg.

Tilvísanir

1. *Spending reviews* | OECD

Óréttlát og ómarkviss peningastefna

Stefán Ólafsson

prófessor emeritus við HÍ og sér-
fræðingur hjá Eflingu stéttarfélagi



Það er eðlileg krafa í lýðræðissamfélög-um að hagstjórnarúrræði stjórnvalda séu talin réttlát og sanngjörn til að sátt geti ríkt um þau. Sérstaklega viðkvæmt er þegar byrðar hagstjórnaraðgerða eru lagðar með meiri þunga á lægri tekju- og eignahópa. Hið sama má segja um aðgerðir sem ekki bara hlífa þeim efnameiri heldur jafnvel auðga þá sérstaklega – ekki sist ef það er á kostnað þeirra efnaminni.

Slík ójafnaðaráhrif ganga gegn forskrift Adams Smith í höfuðritinu *Auðlegð þjóðanna*, en þar mælti hann með því að þeir efnameiri bæru almennt stærri hluta af byrðum stjórnvaldsaðgerða, til dæmis á sviði skattheimtu. Meira skyldi leggja á þá sem meiri greiðslu-getu hafa – og hlífa þeim efnaminni.

Íslensk peningastefna frá 2022

Í þessari grein verða færð rök fyrir því, að sú peningastefna sem Seðlabanki Íslands hefur beitt gegn verðbólgunni síðan 2022 leggi byrðar að mestu leyti á þá sem sist skyldi, skuldug heimili í lægri og milli tekjuhópum, en hlífi þeim efnameiri og tekjuhærri. Þeir betur settu eiga hins vegar oft meiri sök á uppspenntri eftirspurn í hagkerfinu, hvort sem er í neyslu eða fjárfestingum, en það er meinsemdin sem Seðlabankinn hefur talið sig vera að ráðast á með hækkun vaxta á verðbólguátíma síðustu ára.

Að auki gætit annarra orsaka verðbólgunnar sem vaxtahækkanir vinna lítið eða ekkert á, svo sem slæm stjórn húsnæðismála og fjölgun erlendra ferðamanna (sem stórauka einkaneysluna í landinu). Óbeint auka ferðamenn einnig fjárfestingu í ferðatengdri þjónustu og innviðum. Eftirspurnardröfin verðbólga getur þannig komið úr fleiri áttum en af neyslu og fjárfestingum almenns launafólks. Að öllum líkindum kemur hún að minnstu leyti frá þeim tekjulægri og skuldugri, sem þó finna mest fyrir refsivendi Seðlabankans.

Meðalið gegn verðbólgunni er þannig gefið röngum aðilum og skýrir það að miklu leyti hversu dræmur árangur hefur náðst undanfarið í lækkun verðbólgunnar og lækkun vaxta hér á landi. Hið háa vaxta- stig vinnur einnig gegn örari uppbyggingu íbúðarhúsnæðis sem er nauðsynleg til að hemja húsnæðisdrifna verðbólgu, sem hefur verið stór þáttur hér á síðustu árum.

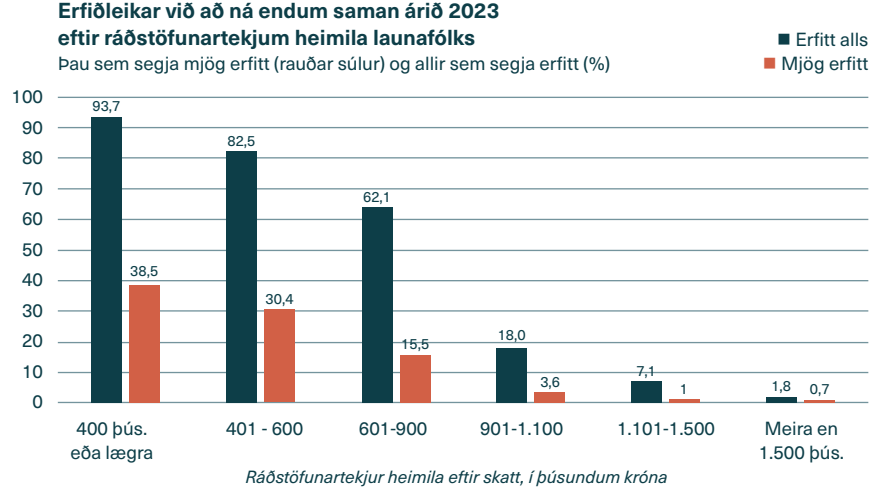
Skuldugir bera byrðar hávaxtastefnu

Skuldugu láglaunafólki er sem sagt refsað fyrir neyslu og fjárfestingar annarra. Vegna þess að þeir efnameiri finna minna fyrir byrðum vaxtahækkkana þá draga þeir ekki nógu mikið úr eftirspurnaráhrifum sínum. Háir vextir leggjast einnig með meiri þunga á skuldug fyrirtæki en þau sem betur eru stödd með eigin fé. Hætta er á að skuldug fyrirtæki fleyti vaxtahækkunum áfram í verðhækkanir söluvara þeirra. Þessu til viðbótar veikja verðtryggð lán áhrifamátt vaxtahækkkana Seðlabankans, en það er sérstaða á Íslandi. Gallar hávaxtastefnunnar eru því margvíslegir.¹

Þannig verður peningastefnan ómarkvisst úrræði gegn verðbólgunni, beinist ekki nógu vel að helstu orsökum hennar. Þess vegna varð verðbólgan eftir 2022 þrálátari hér en víðast í grannríkjunum þrátt fyrir óvenju hátt vaxtagig hér, enda hefur vaxtagigið hvergi nærri lækkað í takti við lækkun verðbólgunnar sl. tvö ár.

Hið óvenju háa vaxtagig hefur stórlega dregið úr hagvexti bæði árið 2024 og á yfirstandandi ári. Í fyrra var nær enginn hagvöxtur og í ár er nú spáð 1% hagvexti, langt undir langtíma meðaltali. Atvinnuleysi virðist stefna í nærri 5% á yfirstandandi ári, sem er langt yfir langtíma meðaltali og hefði raunar verið talið kreppumerki hér áður fyrr.² Nú reifar Seðlabankinn að jafnvel þurfi að framkalla samdrátt í efnahagslífinu til að ná betri árangri í lækkun verðbólgunnar – en þá fer meðalið að verða skaðlegra en sjúkdómurinn.

Stýring vaxtanna í nafni peningastefn-



▲ **Mynd 1** Samband fjárhagserfiðleika og ráðstöfunartekna heimila 2023.

unnar er sem sagt ekki bara óréttlát heldur einnig ómarkviss. Önnur úrræði sem koma af vettvangi fjármálastefnu væru nærtækari í baráttunni við verðbólguna, annað hvort í stað vaxtahækkana að fullu eða samhliða að umtalsverðu leyti og þá með minna hlutverki peningastefnunnar.

Skoðum nánar hvernig vaxtahækkkana-úrræðið dreifði byrðum á fólk í ólíkum tekjuhópum á árinu 2023.

Hvernig byrðarnar dreifðust eftir tekjuhópum

Verðbólgan fór að aukast á seinni hluta ársins 2021 og vaxtahækkanir fylgdu í kjölfarið. Frá 2021 til 2023 tvöfaldaðist það hlutfall heimila almenns launafólks sem sagði erfitt að ná endum saman í heimilisrekstrinum, fór úr um 23% í 45%. Hjá verkafólki fór hlutfall heimila með fjárhagserfiðleika úr 38% í 60% á sama tíma. Þetta var mikil aukning byrða hjá launafólki, raunar ígildi risavaxinna skattahækkkana á skuldug heimili.

Á mynd 1 má sjá dreifingu byrðanna eftir tekjuhópum. Tölurnar eru fyrir vorið 2023, þegar bæði verðbólga og vextir náðu hámarki (tölurnar koma úr könnun [Vörðu](#)). Á lárétta ásnunum eru sýndar mismunandi ráðstöfunartekjur heimila eftir skatt, en á þeim lóðrétta er sýnt hlutfall heimila í mjög miklum erfiðleikum við að ná endum saman (rauðu súlurnar) og svo samanlagt hlutfall þeirra sem segja það mjög erfitt, erfitt eða nokkuð erfitt (gráu súlurnar).

Eins og sjá má af myndinni var mjög sterkt samband milli ráðstöfunartekna og þrenginga við að ná endum saman í rekstri heimila í fyrra. Erfiðleikarnir voru langmestir hjá þeim tekjulægstu og fóru svo minnkandi með millitekjum og fjöruðu út þegar komið er upp í hærri tekjur heimila. Hjá þeim tekjuhæstu var hverfandi hlutfall fólks sem sagðist eiga erfitt með að ná endum saman, þ.e. þegar samanlagðar ráðstöfunartekjur heimila voru komnar yfir 900 þúsund á mánuði.

Það blasir þannig við að þau tekjuhæstu og eignamestu fundu lítið sem ekkert fyrir þrengingum vegna verðbólgunnar og vaxtahækkkana Seðlabankans. Háar tekjur og/eða minni skuldir sáu fyrir því.

Það er því ekki fólk úr lægri tekjuhóp-

um sem er að eyða of miklu í einkaneyslu innanlands, né að flytja of mikið af erlendu vinnuafli til landsins, eða sem er með of mikla kortaveltu erlendis. Seðlabankinn hampar þessu gjarnan sem merkjum um of mikla eftirspurnarþenslu bæði í neyslu og á vinnumarkaði. Það er heldur ekki láglauna-fólkið sem hefur safnað auknu sparifé á innlánsreikningum, sem færa fólkí háar vaxtatekjur. Fólk í lægri og milli tekjuhópum hefur þurft að draga saman seglin.

Hvernig byrðarnar dreifðust eftir aldurshópum

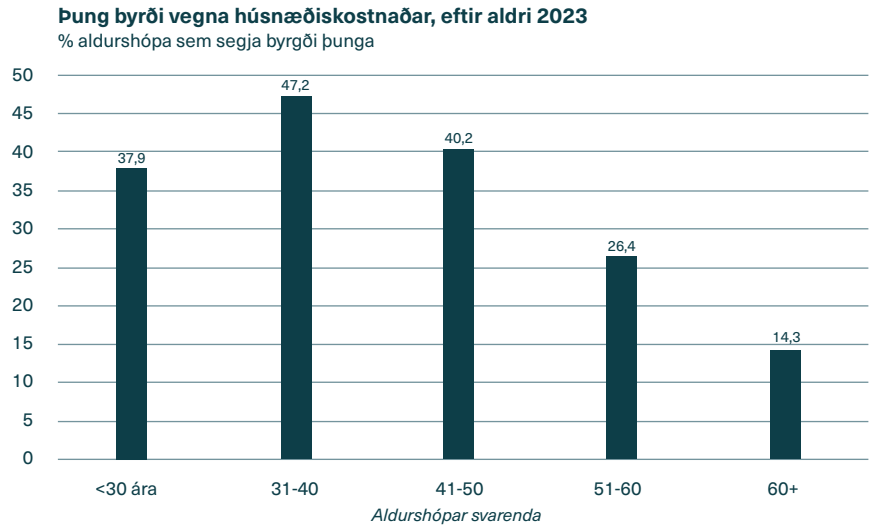
Byrðar verðbólgu og vaxtahækkkana dreifðust ójafnast milli tekjuhópa, en þær bitnuðu einnig misjafnlega á fólki í ólíkum aldurs- hópum. Það má sjá á mynd 2, sem sýnir hlutfall fólks í ólíkum aldurshópum sem sagðist búa við þunga byrði af húsnæðiskostnaði vorið 2023 (gögnin koma úr könnun [Vörðu](#)).

Mest var byrðin hjá fólki á aldrinum 31 til 40 ára, þar sem er að finna flesta sem hafa tiltölulega nýlega keypt sér íbúðarhúsnæði. Um 47% þeirra segjast búa við þunga byrði vegna húsnæðiskostnaðar og hafði það hækkað umtalsvert frá árinu á undan. Síðan er hlutfallið lækkandi með hærri aldurshóp- um og lægst hjá þeim sem voru 60 ára og eldri, eða um 14%. Hjá þeim sem eru undir 30 ára aldrinum er hlutfallið 37,9%, enda er mun lægra hlutfall þess aldurshóps sem býr í eigin húsnæði.

Á heildina lítið má þannig segja að byrðar verðbólgu og vaxtahækkkana hafi lagst með mestum þunga á skuldugt fólk í lægri og milli tekjuhópum. Það fólk var alla jafna yngra en þeir sem fundu minna fyrir áhrifum peningastefnunnar og verðbólgunnar. Beiting peningastefnunnar gegn verðbólgunni á tímabilinu 2022 til 2024 hlífði hins vegar að mestu þeim tekjuhæstu og eignamestu – og þeim sem eldri eru.

Hin leiðin gegn verðbólgunni

Þar eð vaxtahækkunarúrræðið er ómarkvisst og virkar ekki á sumar orsakir verðbólgu-unnar, svo sem innflutta verðbólgu og fjölgun erlendra ferðamanna (sem magna upp einkaneysluna í landinu og spennu á vinnumarkaði) eða á misvægið á húsnæð-



▲ **Mynd 2** Byrði vegna húsnæðiskostnaðar í ólíkum aldurshópum 2023.

ismarkaði, þá blasir við að þörf er annarra úrræða í mun meiri mæli til að ná betri árangri í að lækka verðbólgu. Þar getur verið um að ræða margvísleg úrræði af vettvangi fjármálastefnu stjórnvalda og reglun, meira í anda keynesískrar hagstjórnar.

Til dæmis er auðvelt og skjótvirkt að beita skattaúrræðum á þá sem standa fyrir mestu eftirspurnarþensluni, þ.e. þá tekjuhærri og eignameiri og á fjárfesta sérstaklega. Tímabundin hækkun efsta þreps í tekjuskattkerfinu og á fjármagnstekjur gæti virkað mun betur sem bremsa á eftirspurnardrifna verðbólgu en vaxtahækkanir Seðlabankans.

Gylfi Zoega hagfræðiprófessor hefur lagt til aðra leið af svipuðum toga, en það er tímabundinn skyldusparnaður eða skatta- legar aðgerðir með hvötum, sem einnig gætu beinst að þeim sem mestar ráðstöfunartekjur og eignir hafa, til að minnka eftirspurnar-aráhrif þeirra.³ Þá má einnig beita ýmsum öðrum hagstjórnarúrræðum til að tempra þenslu, misvægi og eftirspurnarþrýsting með öðrum hætti en peningastefnan gerir nú.

Nærtækt væri t.d. að setja stífar hömlur á skammtímaleigu íbúða í þéttbýli til ferðamanna (AirBnB o.fl.). Það myndi snarlega draga úr misvæginu á húsnæðismarkaðinum sem hefur átt stóran þátt í að magna upp verðbólguna frá 2022 og sem virðist líklegt til að halda henni áfram of hárrí til næstu ár að óbreyttu.

Þá er augljóst að hömlur á hækkanir leiguverðs á íbúðum (leigubremsa) myndu hjálpa til við að draga úr verðbólgu. Ísland býr nú við minni hömlur á hækkunum leigu- verðs en flest aðildarríki OECD-samtakanna. Jafnvel minni hömlur en Bandaríkin, sjálft höfuðból óheftra markaðshátta.⁴ Tilfæni til inngripa íslenskra stjórnvalda á þessu sviði eru þannig ærin.

Afleiðingar nýfrjálshyggju

Hugmyndafræði nýfrjálshyggjunnar hefur haft mikil áhrif á hagstjórn á Vesturlöndum á síðustu áratugum. Hugmyndin um að beita peningastefnu til að draga niður verðbólgu byggir á kenningu frjálshyggjumannanna um að verðbólgan sé fyrst og fremst peningalegt fyrirbæri, sem beri að laga með því að draga úr peningamagni í umferð. Eins og hér hefur verið sýnt fela vaxtahækkanir einkum í sér að dregið er úr umferð peningamagns lægri tekjuhópa (með skerðingu ráðstöfunartekna sem vaxtahækkanir á skuldara orsaka). Peningamagnið sem kemur í umferð frá fjárfestum og tekjuhærri hópunum raskast væntanlega minna, að öðru óbreyttu. Þetta eru bein stéttaáhrif peningastefnunnar.

Annað dæmi um nýfrjálshyggjuáhrif á hagstjórnarúrræði er sú hugsun að framlag fjármálastefnu stjórnvalda eigi einkum að felast í því að draga niður útgjöld hins opin-bera, skera niður útgjöld til velferðarmála og innviðaframkvæmda, til að vinna gegn verðbólgu og bara almennt að minnka hlutverk ríkisins í samfélaginu. Sú stefna hefur leitt af sér mikla söfnun innviðaskulda bæði á Íslandi og víðast á Vesturlöndum á síðustu áratugum, auk þess sem niðurskurður velferðarríkisins bitnar mest á þeim tekjulægri og eykur þar með ójöfnuð.

Nýfrjálshyggjuhagfræðin leggst hins vegar að mestu gegn beitingu skattaúrræða og beinna inngripa ríkisvaldsins í frjálsa markaðshætti. En það eru þó einmitt úrræði af þeim toga sem eru líklegust til að skila bæði réttlátari og markvissari árangri í baráttunni við verðbólguna hér á landi. ☞

Greinin birtist fyrst í *Vísbandingu* 30. maí 2025 / 20. tbl. 43. árg.

Tilvísanir

- Sjá umfjöllun um skyld málefni í Da Silva, Kharroubi, Kohlscheen og Mojon (2022), "Inequality hysteresis and the effectiveness of macroeconomic stabilization policies". BIS (www.bis.org).
- [Peningamál 2025/2.](#)
- „Ríkisvaldið geti mildað áhrif stýrivaxta á hag hinna lægst launuðu“, umfjöllun í [Heimilidinni](#) 29. september 2023 og [Vísbandingu](#).
- Sjá skýrslu HMS, Vegvísir leigumarkaðar 2025.

Árangur seðlabanka í alþjóðlegu ljósi

Undanfarin ár hefur stöðugt orðið erfiðara og flóknara að vera í leiðtogahlutverki innan seðlabanka, eins og Martin Sandbu skrifar reglulega um í [Financial Times](#). Starfsumhverfi leiðtoganna hefur orðið enn verra eftir tollastríðið sem Bandaríkjaforseti hóf gegn öðrum löndum heims fyrir hálfu ári síðan. Auk þess sem hann nú stundar annarskonar hernað á heimavelli sem ég fjallaði um í grein í [Heimildinni](#) í byrjun október.

Viðskiptastríðið hefur neikvæð áhrif á viðskiptakjör, þar sem tollarnir valda bæði því að framboð dregst saman og verð hækkar – þannig verður vinna seðlabankanna enn flóknari. Hið hærra verð hækkar verðbólgu-una og hærri vextir vegna hennar auka ekki framboðið. Hérlandis á okkar friðsama landi er aðeins að finna nokkurskonar stríðsástand á húsnæðismarkaði og það hefur verið langvarandi. Ýtarlega úttekt með fimm greinum ásamt fimm viðtölum má lesa í [Heimildinni](#) í september.

Virgni stefnu

Mikil umræða á sér stað um virkni peningastefnu í alþjóðlegu samhengi um þessar mundir. Samtímis eiga sér stað einhverjar mestu breytingar í alþjóðlega fjármálakerfinu þar sem hlutverki Bandaríkjanna og dalsins þeirra er breytt hratt og örugglega. Því til staðfestingar má til dæmis benda á fyrirlestur sem hagfræðiprófessorinn Héléne Rey hélt í upphafi mánaðarins í [Columbia](#) háskóla í New York.

Samhliða þeirri alþjóðlegu þróun er verðtryggingin hérlandis aftur orðin, á síðustu tveimur til þremur árum, ráðandi við efnahagsstjórn og á húsnæðislánamarkaði. Þrátt fyrir að vitað sé að hún bæði dragi úr virkni peningastefnunnar og fjármálaráðherra segi hana „barn síns tíma“ úr ræðustól [Alþingis](#) í gær.

Megan Green peningastefnunefndarkona í Englandsbanka skrifar grein í [Financial Times](#) í gær og fer yfir það hvernig framboðsvandar frá tímum heimsfaraldurs hafi orðið til þess að kenna seðlabankafólki og hagfræðingum í alþjóðlega tengdu umhverfi nýja sýn á virkni peningastefnunnar og hvernig vaxtahækkanir geti unnið gegn eigin markmiði.

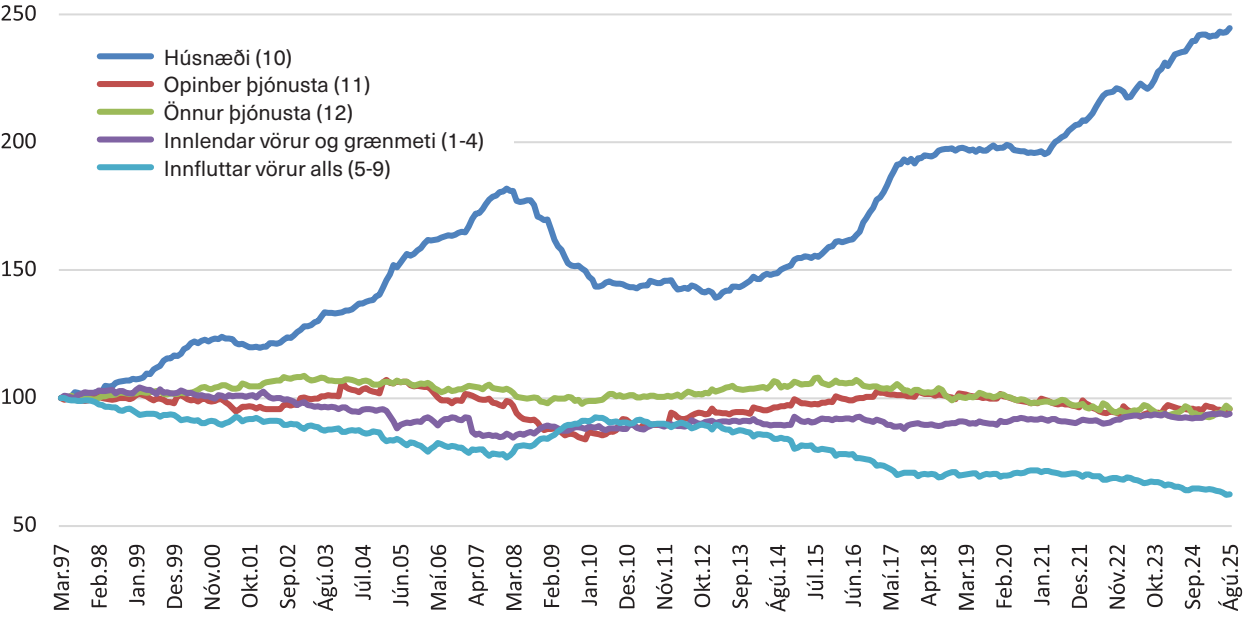
Einangraður seðlabanki

Mögulegt er að raunverulegar ástæður þess að verðbólgan hefur lækkað og lækki ekki meira hér séu eða séu ekki út af vaxtahækkunum. Líkön þau sem nýtt eru innan Seðlabanka Íslands eiga uppruna sinn að rekja til Englandsbanka. Þó þau telji hagfræðingunum hér trú um að orsakasamband sé til staðar, þá getur verið að þeir hafi rangt fyrir sér þegar virknin er sögð góð en taki aðeins lengri tíma en þeir töldu.

Samhljómurinn allt í kringum Seðlabankan magnast nú hratt upp þegar meira að segja Benedikt Gíslason bankastjóri Arion banka skrifar [aðsenda grein á Vísu](#) um að verðtryggingin viðhaldi hringekju hárra vaxta. Verkalýðsforkólfurinn Vilhjálmur Birgisson á Akranesi og formaður Starfs- greinasambandsins [stendur upp í Reykjavík](#)



Ásgeir Brynjar Torfason
doktor í fjármálum



▲ Hlutfallslegt verðlag eftir eðli og uppruna í vísitölu neysluverðs.

Heimild: Hagstofa Íslands (VNV mars 1997=100)

[síðdegis](#) og [klappar](#) fyrir bankastjóranum þar sem greinin sé samhljóða rúmlega áratugs gömlu séráliti hans úr vinnu hóps um afnám verðtryggingar sem aldrei virðist nást hérlandis.

Afleiðingin í raunhagkerfinu

Gjá virðist vera að breikka á milli þeirra rúmu tveggja þriðjunga íbúa hérlandis sem komast vel af og þriðjungsins sem á stöðugt erfiðara með að ná endum saman í heimilisbókhaldinu. Á þeim þriðjungi bitnar hávaxtastefnan. Hinir tveir þriðjungarnir njóta hennar, í mismiklum mæli þó.

Sáttmáli kynslóðanna virðist einnig vera að rofna vegna þessa ástands í verðtryggðum húsnæðismálum hérlandis. Eignatílfærslan er frá þeim yngri til hinna eldri – öfugt við það sem gerðist fyrir 45 árum þegar neysluverðsvísitölutengingu lána var komið á. Ólesturinn í húsnæðismálum, sem markaðsöfl framboðs og eftirspurnar áttu að leysa, er orsök um helmings hinnar rúmlega fjögurra prósentu verðbólgu. Kæling hagkerfisins leysir ekki heldur húsnæðisskortinn og hið háa raunvaxtastig getur þar gert illt verra.

Í Evrópu er enn talað um lífskjarakrisuna, til að mynda í [stefnuræðu forseta framkvæmdastjórnar ESB](#) fyrir mánuði. Þó var brugðist við þeirri krísu með sértækum aðgerðum handa heimilum í framhaldi af heimsfaraldri og eftir rússneska innrás í Evrópuríkið Úkraínu með orkuverðhækkunum sem juku verðbólgu og húshitunarkostnað.

Hérlandis hækkði húsnæðiskostnaður ekki af sömu sökum heldur mun meira vegna sérstöðu húsnæðislánakerfisins. Lántakendur flyktust yfir í verðtryggð lán þar sem höfuðstóllinn hækkar, sem að hvergi þekkist meðal síðara þjóða heims.

Ísland í umheiminum

Fjárfesting í raunverulegum eignum – eins og húsnæði – gerast frekar, í meira magni og hraðar þegar að lántókukostnaður er lægri. Til þess að ná fram strúktúrbreytingum þá getur verið nauðsynlegt að lækka vexti og þola hærri verðbólgu yfir tiltekin tíma bendir Martin Sandbu á í áðurnefndri grein.

Megan Green bendir einnig á að fólk í peningastefnunefndum skuli stundum horfa í gegnum fingur sér meðan að alvarlegur framboðsvandi gengur yfir og leiðréttist. Þar að auki sé svo mikil töf á virkni peningastefnunar að viðbrögðin verði of sein. Afleiðingin af minnkaðri framleiðni innan hagkerfisins geti verið mun alvarlegri heldur en tímabundna verðbólgan, auk þess sem vextirnir virki aðeins á eftirspurnarhlíð hagkerfisins en hafi lítill áhrif á framboðið.

Hætt er við því að ef Martin og Megan myndu heyra af klemmu íslenska seðlabankans þá yrðu þau ekki í miklum vafa um hvar vandinn liggir. Trúi íslenskir seðlabankamenn ekki erlendum eins og þeim tveim er næst best að benda þeim á að skoða raunveruleg talmagnögn frá Hagstofu Íslands sem birtast í línuritunum með þessari grein.

Þó Seðlabanki Íslands virðist hafa efasemdir um gildi vissra bráðabirgðatalna Hagstofu Íslands, eins og birtist í fimm prósentu mun á þeirra hagvaxtarspá og samdráttartölum hennar á öðrum ársfjórðungi. Þá geta sögulegar tölur sem þessar í línuritunum ekki valdið sömu sveiflu efasemda og andstöðu eins og þeirri sem birtist á [kynningarfund](#) bankans síðastliðin miðvikudag.

Botnfrosið helviti

Seðlabanki Íslands fór ekki í magnbundna íhlutun og stækkaði ekki efnahagsreikning sinn í samanburði við helstu seðlabanka heims. Þrátt fyrir að sá íslenski hafi verið með þeim síðustu í heimi til að byrja að lækka vexti sína í heimsfaraldrinum og meðal þeirra fyrstu til að hækka þá eftir að pestinni lauk, þá er verðbólgan hér bæði meiri og þrálátari en í nágrannalöndunum. Bara þær staðreyndir og samhengið ættu að vekja fólk til umhugsunar um hvar vandinn í virkni peningastefnunnar liggur.

Sú umhugsun varð enn mikilvægari þegar seðlabankastjóri upplýsti á fyrrnefndum fundi að hann trúir enn á lögmálið um framboð og eftirspurn. En framboðsskorturinn á húsnæði hérlandis verður ekki leystur með ákvörðunum peningastefnunefndar, né heldur með trú seðlabankastjórans á því að kæl-

ingin á eftirspurnarhlíð hagkerfisins eigi að leiða til lækunar á verði húsnæðis og þannig minnkandi aukningar mældrar vísitölu.

Eins og línurit 1, sem byggt er á sögulegum rauntölum Hagstofunnar, sýnir þá er það húsnæðið nánast einvörðungu sem drifið hefur áfram verðbólgunna hérlandis, sé horft til hlutfallslegs verðlags hvers liðar í vísitölumælingunni. [...]

Eldsumbrot og kristnihald

Það er einn liður, langt umfram alla aðra, sem hlutfallslega hefur dregið áfram verðbólgunu mælda með vísitölu neysluverðs hérlandis allt frá upphafi. Það er húsnæðisliðurinn – sem sést mjög skýrt á myndinni. Það gæti því orðið nauðsynlegt að sætta sig við verðbólgu í kringum 4% í tiltekinn tíma með lægri vöxtum á meðan unnið er á framboðsskortinum. Auk þess sem er vitað að helmingur verðbólgunnar nú hlýst af hækkun húsnæðisverðs. Með samræmdri mælingu vísitölu neysluverðs er verðbólga hér álíka og í Noregi og Svíþjóð en þar eru stýrivextir 4% og innan við 2% en 7,5% hér.

Einhverskonar vopnahlé hlýtur að nálgast í baráttunni á húsnæðismarkaði þegar að [Samtök iðnaðarins](#) eru sammála bæði áðurnefndum bankastjóra og verkalýðsforingjum um að hávaxtastefnan sé orðin skaðleg. Því hljóta leiðtogar Seðlabankans að slaka örlítið á kröfunum til eigin mats á ágæti sinna gjörða. Það gæti verið viss möguleiki að verðbólgan hafi lækkað af öðrum sökum heldur en ákvörðunum peningastefnunefndar um háa raunvexti. Það gæti líka verið að hið langvarandi háa raunvaxtastig muni loks keyra hagkerfið í þá hörðu lendingu sem þeir trúa að þeim hafi tekið að forðast.

En fari allt á versta veg þá er viðbúið að þeir gefi nýjar skýringar og ábyrgðina frá sér, en kenni nýju eða gömlu eldgosi á Reykjanesi um eða hernaðaraðgerðum Trumps heima eða erlendis frekar en hinu sérstaklega háa séríslenska raunvaxtastigi. ☞

Greinin birtist fyrst í [Vísbendingu](#) 10. október 2025 / 33. töl. 43. árg.

Nældu þér í áskrift

Vísbending fjallar um viðskipti, efnahagsmál og nýsköpun og hefur komið út óslitið síðan árið 1983. Þar birtast greinar eftir marga af færustu sérfræðinga landsins á aðgengilegu máli.

→ visbending.is/askrift

