

## Peningamagn og útlán í kjölfar farsóttarinnar

Horfur í heimsbúskapnum virtust vera að glæðast í ársbyrjun 2020 en það breyttist á augabragði við útbreiðslu COVID-19-farsóttarinnar. Þegar fyrsta smitið greindist hér á landi í lok febrúar 2020 voru meginvextir Seðlabankans 2,75% og höfðu þá verið lækkaðir um 1,75 prósentur frá því í maí árið áður. Efnahagsleg áhrif farsóttarinnar voru mikil: landsframleiðsla dróst saman um ríflega 7% árið 2020, atvinnuleysi jókst mikið og gengi krónunnar lækkaði sem olli því að verðbólga tók að aukast. Meginvextir Seðlabankans voru lækkaðir enn frekar vorið 2020 og voru komnir í 0,75% undir lok ársins og höfðu aldrei verið lægri.

Frá því að öllum samkomutakmörkunum var aflétt í febrúar 2022 hefur efnahagsbúskapurinn sótt í sig veðrið, atvinnuleysi minnkað mikið og verðbólga aukist enn frekar. Þessar vendingar í efnahagsmálum birtust ekki einungis í miklum breytingum á vöxtum heldur endurspegluðust þær einnig í verulegum breytingum í þróun peningamagns og útlána. Í þessari rammagrein er fjallað nánar um þær vendingar, m.a. til að varpa ljósi á það hvernig aðgerðir í peningamálum endurspeglast í þróun peningamagns og útlána og það nána samband sem jafnan er á milli þessara stærða.

### Þegar farsóttin skall á lækkuðu vextir og útlán til heimila jukust mikið ...

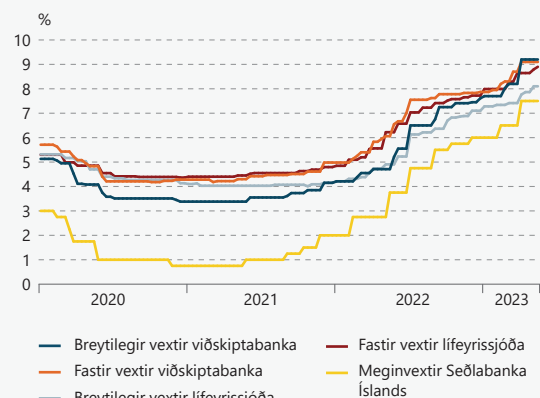
Útlán til heimila jukust umtalsvert í faraldrinum. Íbúðalánvextir bankanna lækkuðu samhliða lækkun meginvaxta Seðlabankans og vextir sjóðfélagalána lífeyrissjóðanna einnig, en þó í minni mæli (mynd 1). Líklegt er að uppgjörskrafa lífeyrissjóða hafi haft áhrif á vilja þeirra til að auka sjóðfélagalán þegar vextir voru í sögulegu lágmarki. Þá er mögulegt að lífeyrissjóðir hafi fremur litið til annarra fjárfestingarkosta en eignaverð hækkaði töluvert eftir mikla lækkun vaxta bæði hér á landi og erlendis.

Umsvif á íbúðamarkaði jukust umtalsvert í kjölfar vaxtalækkana og eftirspurn eftir húsnæði jókst en líklega höfðu bæði aukin heimavera vegna samkomutakmarkana og mikil aukning sparnaðar vegna takmarkaðra útgjaldamöguleika einnig áhrif. Hlutfall fyrstu kaupenda jókst og fasteignaverð hækkaði hratt. Endurfjármögnun íbúðalána jókst einnig verulega samhliða lækkun vaxta og hækkun fasteignaverðs, hluti heimila nýtti þannig aukið veðrymi til að fjármagna endurbætur á húsnæði og neysluútgjöld. Frá því að faraldurinn barst til landsins og þar til að öllum

Mynd 1

### Meginvextir Seðlabanka Íslands og vextir óverðtryggðra íbúðalána<sup>1</sup>

1. janúar 2020 - 11. maí 2023



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta. Vextir fastir í 3-5 ár.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

samkomutakmörkunum var aflétt í febrúar 2022 jukust útlán til heimila um 20% að nafnvirði og innlán þeirra um 19% (mynd 2). Svipaða þróun mátti sjá víða erlendis enda var vaxtastig í heiminum í sögulegu lágmarki, seðlabankar heimsins kepptust við að tryggja nægt lausafé í umferð, m.a. með umfangsmiklum skuldabréfakaupum, og stjórnvöld fóru í víðtækar stuðningsaðgerðir vegna faraldursins.

### ... sem ýtti undir vöxt peningamagns ...

Náin tengsl eru á milli útlána og peningamagns, sem samanstandur að langmestu leyti af innlánnum heimila og fyrirtækja.<sup>1</sup> Það er engin tilviljun því að þegar viðskiptabanki veitir lán verður samtímis til nýtt samsvarandi innlán og þannig eykst peningamagn í umferð enda var innlánið ekki til áður en bankinn veitti lánið. Ekki er þar með sagt að bankar geti búið til ný út- og innlán án takmarkana. Með nokkurri einföldun má segja að banki veiti nýtt útlán að teknu tilliti til þriggja þátta. Lántaki, sem er í flestum tilfellum einstaklingur eða fyrirtæki, þarf að sækjast eftir láni, bankinn þarf að meta hversu líklegur lántakinn er til að greiða lánið til baka og að lokum ákvarða þá vexti sem bankinn er tilbúinn að lána út á. Hversu mikið bankar veita af útlánnum veltur að mestu á því síðastnefnda – þeim vöxtum sem bæði bankinn og lántaki samþykkja. Þeir vextir ákvarðast að miklu leyti af peningastefnunni sem ákvarðar skammtímavaxtastig í landinu þótt aðrir þættir, t.a.m. samkeppni við aðra lánveitendur, regluverk, möguleikar á markaðsfjármögnun og eiginfjár- og lausafjárkröfur hafi einnig áhrif. Á sama hátt og innlán verða til þegar útlán eru veitt þá dragast þau saman við afborganir og uppgreiðslur lána. Í hverjum mánuði dregst peningamagn því saman þegar innlán eru notuð í afborganir og uppgreiðslur lána en eykst þegar bankar veita ný útlán. Einungis innlánsstofnanir geta búið til ný innlán í tengslum við útlánastarfsemi sína og ofangreind lýsing á því ekki við um lánveitendur sem ekki taka við innlánnum eins og lífeyrissjóði.

### ... að hluta vegna breyttrar samsetningar lánveitenda

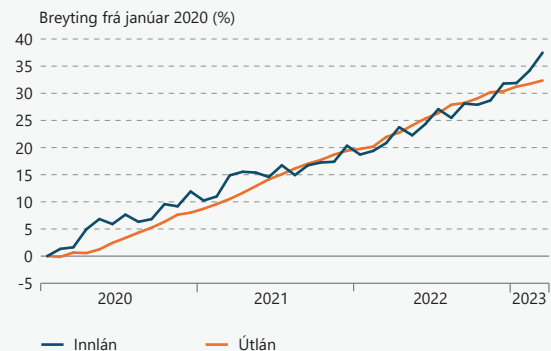
Mikil breyting varð á samsetningu íbúðalána á tímum faraldursins eftir að vextir tóku að lækka þar sem bankarnir buðu betri kjör á íbúðalánum en lífeyrissjóðir. Einstaklingar sóttu því í töluverðum mæli í óverðtryggð íbúðalán banka eins og sést á mynd 3 (sjá einnig umfjöllun í ramma grein 3). Þannig varð umtalsverð breyting á samsetningu lánveitenda þegar uppgreiðslur sjóðfélagalána lífeyrissjóða

1. Samkvæmt skilgreiningu samanstandur peningamagn í umferð af seðlum og mynt í umferð og innlánnum í bankakerfinu. Peningamagn í umferð er því í raun krafa almennings og fyrirtækja á bankakerfið (innlánsstofnanir og Seðlabanka).

Mynd 2

### Inn- og útlán heimila<sup>1</sup>

Janúar 2020 - mars 2023

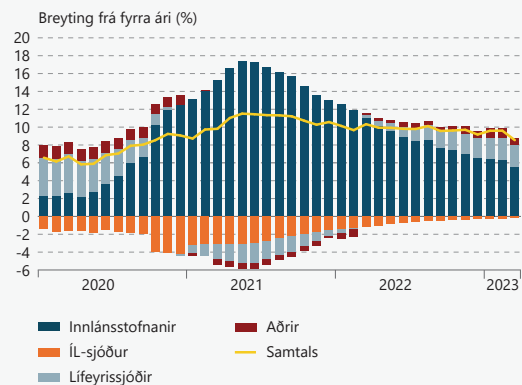


1. Útlán eru leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

### Útlán lánakerfis til heimila<sup>1</sup>

Janúar 2020 - mars 2023



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

tóku að aukast á sama tíma og útlánastofn ÍL-sjóðs hélt áfram að dragast saman líkt og undanfarin ár. Þannig voru áhrif þessara auknu íbúðalána á peningamagn ekki ein- göngu vegna þess að útlán jukust heldur einnig þar sem þau færðust nú til viðskiptabankanna sem búa til ný innlán því tengd eins og áður var lýst.

Það sama á ekki við þegar lífeyrissjóðir veita lán þar sem sá peningur sem þeir lánuðu út var áður innlán sjóðs- ins í bankakerfinu eða bundinn í annarri fjárfestingu. Útlán þeirra hafa þ.a.l. ekki sömu áhrif á peningamagn í umferð og þegar bankar veita lán. Uppgreiðslur hafa að sama skapi mismunandi áhrif milli lánveitenda. Þegar sjóðfélagalán eru greidd upp stendur lífeyrissjóðurinn eftir með innlán en peningamagn dregst saman við uppgreiðslu bankaláns. Innlán heimila jukust því í faraldrinum af þessum völdum þótt skert neyslugeta vegna sóttvarnaraðgerða, stuð- ingsaðgerðir stjórnvalda og ríflegar kjarasamningsbundnar launahækkanir hafi einnig haft áhrif.

#### Útlán til fyrirtækja voru lengur að taka við sér

Ólíkt útlánunum til heimila stóðu útlán til fyrirtækja nánast í stað í kjölfar faraldursins (mynd 4). Þau höfðu aukist töluvert á árunum áður en farsóttin skall á en farið var að hægja á vextinum í aðdraganda faraldursins þar sem efnahagshorfur höfðu versnað og hluti bankanna hafði endurmetið þá arð- semiskrófu sem gerð var til fyrirtækjalána. Það var að hluta tengt sölufæri bankanna en á þessum árum voru stigin stór skref í sölu kröfuhafa og íslenska ríkisins á Arion banka og Íslandsbanka í kjölfar fjármálakreppunnar. Að sama skapi er líklegt að efnahagsáhrif faraldursins og óvissan í kjölfarið hafi dregið verulega úr getu og vilja fyrirtækja til fjárfestingar.

Stjórnvöld gripu þó til stuðningsaðgerða til hjálpar fyrirtækjum sem urðu fyrir hvað mestum áhrifum af faraldri- num og þeim sóttvarnaraðgerðum sem fylgdu í kjölfarið. Þau fengu m.a. stuðningslán og farið var í aðgerðir innan bankanna til að lengja í lánunum og veita greiðslufrest. Þessar aðgerðir studdu við rekstur fyrirtækja, sérstaklega þeirra sem sóttvarnaraðgerðirnar höfðu mest áhrif á. Á sama tíma gekk rekstur annarra fyrirtækja vel og sum af stærri fyrirtækjum landsins nýttu betra aðgengi að fjármagni og lægri vexti til endurfjármögnunar á betri kjörum og réðust í ný verkefni.

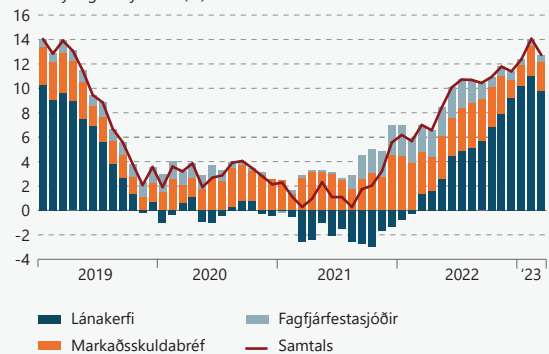
Þrátt fyrir þessar aðgerðir stóðu útlán lánakerfisins til fyrirtækja nánast í stað í tvö ár eftir að faraldurinn hófst. Á móti jukust útlán fagfjárfestasjóða til fyrirtækja auk þess sem útgáfa markaðsskuldabréfa tók við sér. Sum fyrirtæki gátu því tryggt sér fjármögnun á lágum vöxtum. Samsetning lánveitenda fyrirtækja breyttist því líkt og hjá

Mynd 4

#### Útlán til atvinnufyrirtækja

Janúar 2019 - mars 2023

Breyting frá fyrra ári (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

heimilum. Þótt aðgerðir stjórnvalda hafi stutt við rekstur fyrirtækja og þar með innlán þeirra dró tilfærsla útlána úr bankakerfinu til annarra lánveitenda úr vexti peningamagns á tímabilinu ólíkt þróuninni hjá heimilum (mynd 5).

### Hægt hefur á aukningu útlána til heimila undanfarið ...

Frá því að hækkunarferli meginvaxta hófst á vormánuðum ársins 2021 hafa meginvextir Seðlabankans verið hækkaðir um 6,75 prósentur. Í kjölfarið hefur tekið að hægja á vexti útlána til heimila. Minnkandi umsvif á fasteignamarkaði gefa vísbandingu um að sú þróun haldi áfram. Þá gæti hægt á vexti peningamagns í umferð ef ný útlán bankakerfisins ná ekki að halda í við uppgreiðslur og afborganir af eldri lánnum og ef hlutdeild lífeyrissjóða í útlánavextinum heldur áfram að aukast á kostnað lánveitinga úr bankakerfinu.

### ... en aukning útlána til fyrirtækja hefur sótt í sig veðrið

Þrátt fyrir töluverðar vaxtahækkanir tóku útlán lánakerfisins til fyrirtækja að aukast snemma á árinu 2022. Líklegt er að fjárfestingarþörf fyrirtækja hafi byggst upp eftir samdrátt útlána í kjölfar faraldursins. Þá hefur samsetning lánveitenda breyst á ný og standa viðskiptabankarnir nú að baki stærstum hluta aukningar útlána, en dregið hefur úr útlánnum fagfjárfestasjóða og útgáfu markaðsskuldabréfa. Aukin útlán og breytt samsetning lánveitenda styðja við innlán fyrirtækja og þar með vöxt peningamagns. Aukin efnahagsumsvif sem birtast m.a. í sterkum vexti einkaneyslu og auknum tekjum í ferðaþjónustu og útflutningsgreinum hafa þó einnig áhrif. Á móti vega launahækkanir vegna nýlegra kjarasamninga og afturvirkar greiðslur tengdar þeim sem höfðu líklega þau áhrif að tilfærsla varð á innlánum frá fyrirtækjum til heimila.

### Samantekt

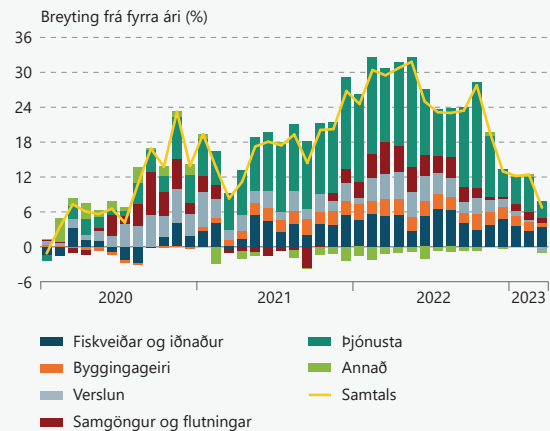
Farsóttin og viðbrögð stjórnvalda og peningastefnunnar við efnahagslegum afleiðingum hennar höfðu víðtæk áhrif á þjóðarþúið. Lækkun meginvaxta í sögulegt lágmark studdi við almenna eftirspurn og umsvif á fasteignamarkaði. Útlán til heimila jukust sem endurspegladist m.a. í áframhaldandi vexti innlána þeirra í bankakerfinu vegna náninna tengsla útlána og peningamagns. Þá var breytt samsetning lánveitenda einnig til þess fallin að ýta undir vöxt peningamagns þegar heimilin sóttu í auknum mæli lán til viðskiptabankanna, sem leiddi til aukins vaxtar innlána ólíkt því sem gerist þegar lífeyrissjóður veitir sjóðfélagalán. Samsetning lánveitenda fyrirtækja breyttist einnig í faraldrinum þegar fjármögnun á markaði og í gegnum fagfjárfestasjóði jókst en útlán bankanna drögust saman.

Hægt hefur á vexti útlána til heimila og umsvif á fasteignamarkaði hafa minnkað eftir að vaxtahækkunarferli

Mynd 5

### Innlán atvinnufyrirtækja

Janúar 2020 - mars 2023



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Seðlabankans hófst. Sjóðfélagalán lífeyrissjóða hafa aukist á ný sem, ásamt hægari útlánavexti, ætti að draga úr vexti peningamagns. Á móti veða aukin útlán til fyrirtækja sem tóku við sér eftir að óvissa vegna faraldursins minnkaði í byrjun árs 2022. Þá hefur þáttur bankanna í útlánavexti til fyrirtækja aukist sem styður einnig við vöxt peningamagns vegna samspils út- og innlána sem hefur verið rakið í þessari grein.

