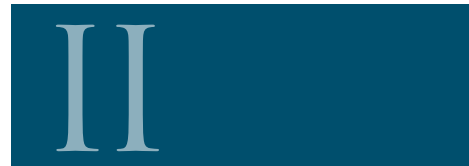


Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

Meginvextir óbreyttir frá því í nóvember ...

Meginvextir Seðlabankans (vextir á bundnum innlán-um til sjö daga) voru 0,75% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Þeir hafa verið óbreyttir frá því í nóvember þegar þeir voru lækkaðir um 0,25 prósentur. Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þró-ist út spátímann í takt við peningastefnureglu þjóðhags- líkans bankans sem tryggir að verðbólga er í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.¹

Samkvæmt könnun bankans frá því í byrjun maí búast markaðsaðilar við því að meginvextir bankans verði komnir í 1% á þriðja ársfjórðungi og í 1,25% í lok árs. Þeir gera ráð fyrir að vextir bankans haldi áfram að hækka á næsta ári og verði komnir í 1,75% eftir tvö ár. Þetta er hraðari hækkun vaxta en þeir væntu í síðustu könnun en framvirkir vextir gefa til kynna að vextir verði 4% að tveimur árum liðnum.

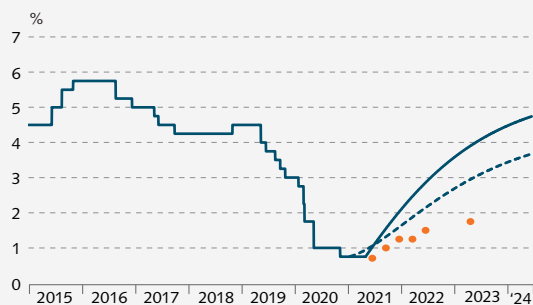
Raunvextir bankans hafa verið neikvæðir frá því í mars í fyrra. Þeir eru nú -2,8% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mæli- kvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og hafa lækkað um 2,2 prósentur frá því í maí í fyrra. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur minnkað sam- hliða lækkun meginvaxta og eru skammtímaraunvextir nú um 2,2 prósentum lægri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.

1. Samkvæmt peningastefnureglu líkansins ákvarðast meginvextir m.a. af þróun hlutlausra raunvaxta bankans en það eru þeir raunvextir sem að öðru óbreyttu þarf til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýt- ingu framleiðsluþátta. Eins og rakið er í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2019/4 er talið að þessir vextir hafi smám saman lækkað í 2% á árunum eftir fjármálakreppuna. Þeir eru taldir hafa lækkað enn frekar undanfarin misseri í um 1%.

Mynd II-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

1. janúar 2015 - 30. júní 2024



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánnum)
● Væntingar markaðsaðila²

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2021/1. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 3.-5. maí 2021.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

... en langtímavextir hafa hækkað

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa var 4,1% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur hækkað um 0,9 prósentur frá áramótum (mynd II-2). Krafa fimm ára óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað með áþekkum hætti. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa var 0,9% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur hækkað um 0,1 prósentu frá áramótum.

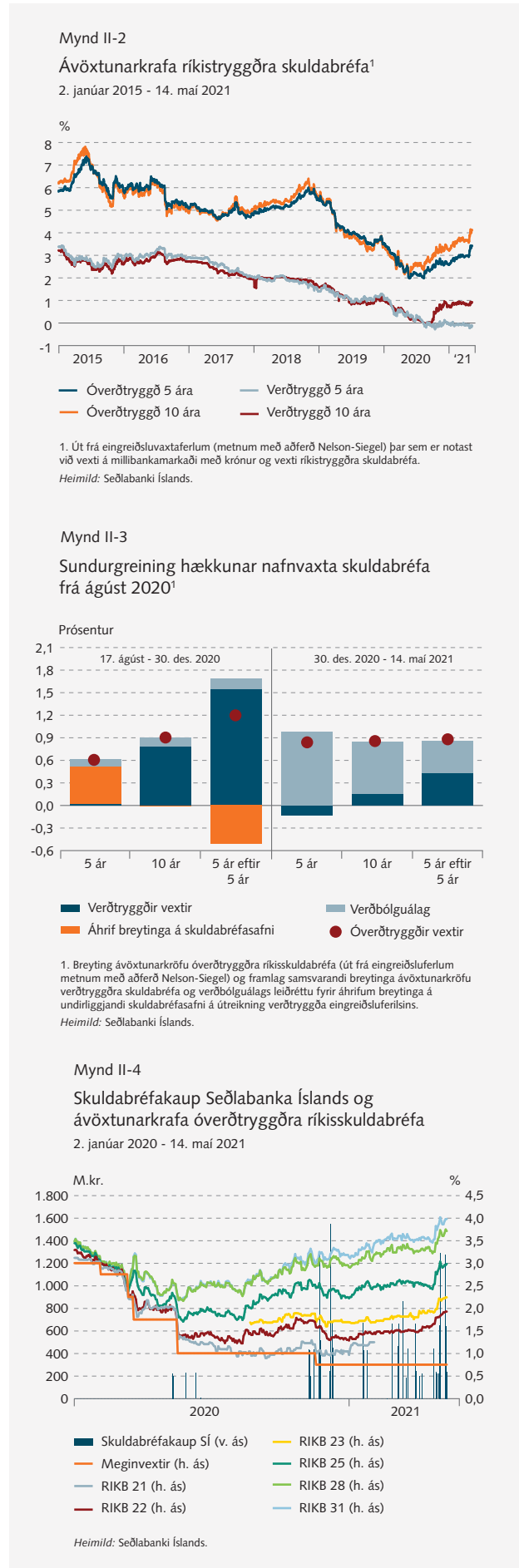
Frá því um miðjan ágúst í fyrra þegar núverandi hækkunarferli óverðtryggðra vaxta hófst hefur ávöxtunarkrafa fimm ára óverðtryggðra skuldabréfa hækkað um 1,4 prósentur og krafa tíu ára bréfa lítillega meira. Eins og sjá má á mynd II-3 endurspeglar hækkinin framan af hækkun raunvaxta sem m.a. má rekja til aukinnar bjartsýni um hagvaxtarhorfur og væntinga um aukna fjármögnunarpörf ríkisins. Verðbólguvæntingar breyttust hins vegar lítið. Frá áramótum virðist hækkun nafnvaxta hins vegar að mestu mega rekja til hækkanndi verðbólguálags sem endurspeglar hækkanndi verðbólguvæntingar og aukna óvissu um verðbólguhorfur (sjá nánar í kafla V).

Vaxtamunur eins og tíu ára óverðtryggðra bréfa er nú um 2,6 prósentur og hefur aukist um 0,4 prósentur frá áramótum. Líftímaálag (e. term premium) ríkisskuldabréfa virðist því hafa hækkað líkt og í fjölda annarra ríkja (sjá kafla I) sem endurspeglar aukna tregðu fjárfesta til að binda fé til lengri tíma.

Endurskoðuð áætlun um útgáfu ríkisskuldabréfa

Fjármögnunarpörf ríkissjóðs hefur aukist mikið vegna heimsfaraldursins en á móti vegur að lánskjör á erlendum mörkuðum hafa aldrei verið betri og nýtti ríkissjóður það til útgáfu skuldabréfa fyrir 750 milljónir evra í upphafi árs. Í ljósi betri stöðu ríkissjóðs en gert hafði verið ráð fyrir við gerð síðustu fjármálaáætlunar var áætlun um útgáfu innlendra ríkisbréfa á árinu lækkuð úr 200 ma.kr. í 180 ma.kr. samhliða birtingu síðustu ársfjórðungsáætlunar Lánamála ríkisins í lok mars. Þá hefur ríkissjóður fært sig meira yfir í langtímafjármögnun en í upphafi faraldursins var aukinn halli fjármagnaður að miklu leyti með útgáfu ríkisvixla og stuttra ríkisbréfa.

Seðlabankinn hefur keypt ríkisskuldabréf á eftirmarkaði fyrir 18,9 ma.kr. (mynd II-4). Á fyrri hluta ársins 2020 keypti bankinn ríkisbréf fyrir um 900 m.kr. en í nóvember jókst umfang kaupanna og námu þau 6,7 ma.kr. fram að áramótum. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur oftari verið gengið að tilboðum bankans en áður og nema kaup bankans frá áramótum 11,4 ma.kr.



Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur hækkað að undanfögnu ...

Gengi krónunnar hefur hækkað um 3% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og um 9% frá því að það var lægst snemma í september í fyrra (mynd II-5). Meðalgengið er þó enn um 6% lægra en þegar farsóttin hófst hér á landi.

Frá júní í fyrra hafa erlendir aðilar selt innlend verðbréf og flutt féð úr landi í ríkari mæli og nam hrein sala þeirra um 50 ma.kr. á síðari hluta ársins. Þessi þróun hefur haldið áfram í ár og nam hrein sala innlendra verðbréfa tæplega 60 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs. Gjalddeyrisviðskipti innlendra lífeyrissjóða voru mikil í lok síðasta árs og vó gjalddeyrissala þeirra að töluverðu leyti á móti auknum gjalddeyriskaupum þeirra. Hrein gjalddeyriskaup þeirra hafa aukist það sem af er ári og námu 20 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins.

Gengi krónunnar hefur því hækkað það sem af er ári þrátt fyrir hreint fjármagnsútlæði erlendra aðila, rýrnun viðskiptakjara og óhagstæð utanríkisviðskipti. Skýrist það líklega að hluta af aukinni framvirkri sölu á gjalddeyrri. Þá beitti Seðlabankinn inngripum í auknum mæli á seinni hluta síðasta árs og í september sl. hóf hann reglubundna gjalddeyrissölu til að auka dýpt og bæta verðmyndun á markaðnum. Í lok mars ákvað bankinn hins vegar að draga úr umfangi reglubundnu gjalddeyrissölnnar og var henni síðan hætt í byrjun maí enda virtist gjalddeyrismarkaðurinn í betra jafnvægi en í fyrrahaust.

... en samkvæmt grunnspánni helst það tiltölulega stöðugt á spátímanum

Gengisvísitala krónunnar var 200 stig á fyrsta fjórðungi ársins sem er um 1½% hærra meðalgengi en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Gengisvísitalan hefur sveiflast á bilinu 193-198 stig frá því um miðjan mars. Samkvæmt grunnspánni helst hún svipuð út spátímann og er því orðin hátt í 5% hærra á næsta ári en spáð var í febrúar (mynd II-6). Raungengið hækkar því um líðlega 5% á spátímanum en er þó enn ríflega 12% lægra í lok spátímans en það var hæst árið 2017.

Peningamagn og útlán

Hægt hefur á vexti peningamagns

Í upphafi árs tók að hægja á vexti peningamagns eftir kröftugan vöxt á seinni helmingi síðasta árs en hraðan vöxt í fyrra má m.a. rekja til þess að slakað var á taumhaldi peningastefnunnar og Seðlabankinn greip til sértækra aðgerða til að auka laust fé í umferð í kjölfar farsóttarinnar. Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var

Mynd II-5

Gengi krónunnar¹

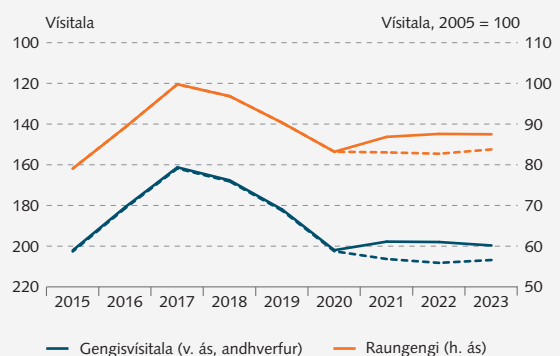
2. janúar 2015 - 14. maí 2021



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þróng viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6

Gengi krónunnar 2015-2023¹



1. Gengisvísitala er þróng viðskiptavog. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalínur sýna spá frá PM 2021/1.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að meðaltali um 12,8% á síðasta fjórðungi ársins 2020 en hann hafði minnkað í um 8,7% á fyrsta fjórðungi þessa árs (mynd II-7).² Innlán heimila hafa aukist töluvert undanfarin misseri, sérstaklega eftir að farsóttin barst til landsins, og nam ársvöxturinn 11% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Skert neyslugeta vegna sóttvarnaaðgerða og stuðningsaðgerðir stjórnvalda vega þungt en við bætast ríflegar kjarasamningsbundnar launahækkanir og aukin útlán sem rekja má til mikilla umsvifa á fasteignamarkaði. Þá hafa innlán fjármálagæirans (annarra en innlánsstofnana) dregist saman frá fyrra ári.

Kröftugur vöxtur í útlánum til heimila ...

Útlán lánakerfisins jukust um 5,2% að meðaltali á milli ára í fyrra. Vöxturinn jókst þegar líða tók á árið og var kominn í 6,4% á síðasta fjórðungi ársins (mynd II-8). Útlán til heimila drífa vöxtinn áfram en útlán til fyrirtækja stóðu nánast í stað. Heldur hægði á vextinum á fyrsta fjórðungi þessa árs þegar hann mældist 5,4% og þótt hlutfall heildarútlána og landsframleiðslu hafi heldur hækkað er það enn áþekkt því sem það hefur verið að meðaltali undanfarinn áratug.

Útlán til heimila jukust eftir því sem leið á síðasta ár en ársvöxtur útlánastofns heimila náði hámarki í nóvember og hefur síðan þá verið í kringum 10%. Vöxturinn er nær einvörðungu tilkominn vegna aukinna íbúðalána enda hafa umsvif á fasteignamarkaði verið mikil undanfarið, vextir íbúðalána lækkað mikið og skuldsetning heimila var hófleg áður en heimsfaraldurinn skall á þjóðarþínu. Hlutdeild endurfjármögnunar hefur verið mikil en hún náði hámarki í október. Heimilin hafa í ríkari mæli sótt í óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum. Markaðshlutdeild viðskiptabankanna hefur aukist en útgáfa þeirra á sértryggðum bréfum hefur ekki fylgt eftir auknum útlánum og því er stærri hluti af útlánasafni bankanna fjármagnaður með innlánum en áður.

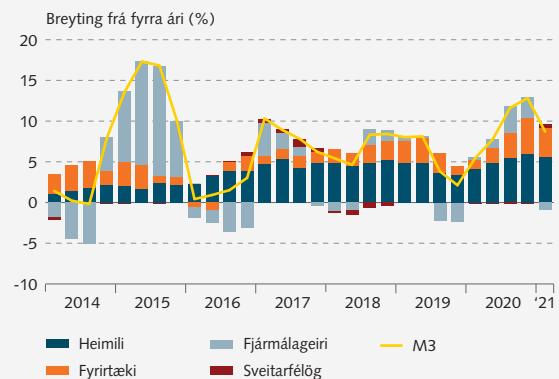
... en útlán til fyrirtækja eru tekin að dragast saman

Útlán til fyrirtækja stóðu nánast í stað milli ára í fyrra en hægt hafði á vextinum á árinu 2019 samhliða hægari efnahagsumsvifum og hærri arðsemiskröfu banka til fyrirtækjalána. Það sem af er ári hafa útlán til fyrirtækja hins vegar dregist saman og á fyrsta fjórðungi ársins var stofn útlána til fyrirtækja 2,5% minni en fyrir ári en um 4,3% minni að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Útlán til allra atvinnugreina hafa annaðhvort staðið í stað eða eru

Mynd II-7

Peningamagn¹

1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2021

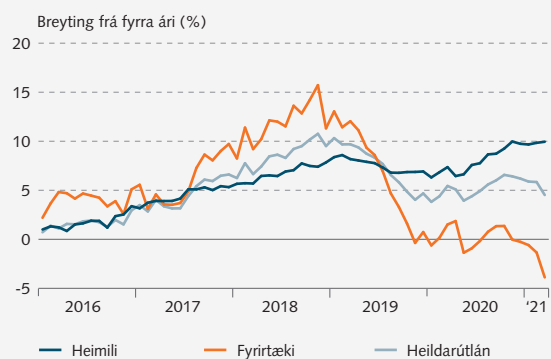


1. M3 er leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8

Útlán lánakerfis¹

Janúar 2016 - mars 2021



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Nokkrar breytingar hafa orðið á aðferðafræði við útreikning á peningamagni sem tengjast endurflokkun nokkurra fyrirtækja og stofnana í eigu hins opinbera (sjá fréttatilkynningu á vef Seðlabankans frá 18. maí sl.).

tekin að dragast saman. Framan af síðasta ári jukust útlán til fyrirtækja í byggingarstarfsemi milli ára en þegar líða tók á haustið tóku þau að dragast saman enda hefur sala nýbygginga gengið vel og fjármögnunarpörf byggingaraðila því farið minnkandi. Stuðnings- og brúarlán, sem eru með ríkisábyrgð að hluta eða öllu leyti, hafa þó stutt við útlánavöxt til þeirra fyrirtækja sem hafa orðið fyrir mestum áhrifum vegna faraldursins. Frá því í júlí í fyrra hafa verið veitt slík lán fyrir 12,4 ma.kr. Þá hefur aukin markaðsfjármögnun fyrirtækja vegið á móti samdrætti útlána en á móti hefur fjármögnun í gegnum sérstaka fagfjárfestastjóði dregist saman.

Skuldahlutföll hafa hækkað en vaxtaálag á útlán hefur lítið breyst undanfarið

Útlán til heimila hafa vaxið hratt undanfarið. Þá dróst landsframleiðslan saman í fyrra og því hækkaði skuldahlutfall einkageirans eftir að hafa staðið nánast í stað í fjögur ár (mynd II-9). Aukningin er þó tiltölulega hófleg og er skuldahlutfallið nú áþekkt og það var árið 2015. Ekki er að sjá að þrengt hafi að fjármálegum skilyrðum heimila en hlutfall útlána þeirra í vanefndum er áfram lágt eða innan við 3%. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum hækkaði hins vegar skarpt á síðasta ári og var enn tæplega 18% í lok mars (sjá einnig í *Fjármálastöðugleika 2021/1*) en stærstan hluta vanefnda má rekja til lána í frystingu og þá sérstaklega meðal þjónustufyrirtækja og fasteignafélaga. Gjaldprotum fyrirtækja hefur hins vegar fækkað. Ætla má að ýmis úrræði stjórnvalda (svo sem lokunarstyrkir) sem og ívilnanir fjármálfyrirtækja hafi veitt fyrirtækjum aukið svigrúm til að takast á við tekjufall af völdum farsóttarinnar.

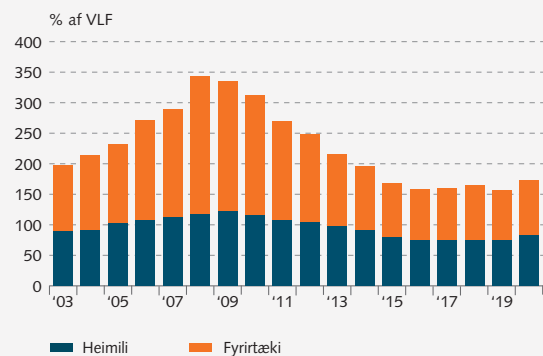
Þrátt fyrir aukna skuldsetningu heimila hefur vaxtaálag á útlán til þeirra lítið breyst miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða (mynd II-10). Vaxtaálag á útlán fyrirtækja hækkaði mikið í upphafi síðasta árs en náði hámarki í mars og lækkaði er leið á árið. Álagið hækkaði síðan nokkuð undir lok ársins en er tekið að lækka á ný.

Eignaverð

Íbúðaverð hefur hækkað mikið og velta verið með mesta móti ...

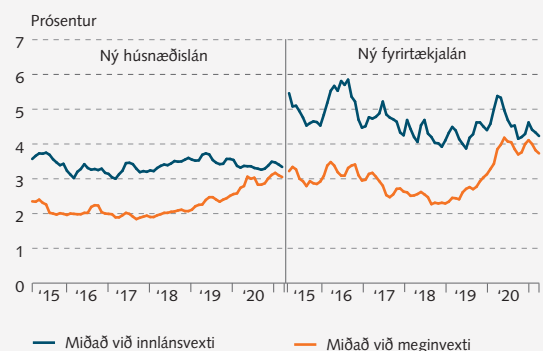
Í kjölfar farsóttarinnar í fyrra tóku umsvif á fasteignamarkaði að aukast jafnt og þétt og náðu þau hámarki á seinni hluta ársins. Hlutfall veltu kaupsamninga og landsframleiðslu mældist þannig um 21% í fyrra sem er það hæsta síðan árið 2007 (mynd II-11). Umsvif á fasteignamarkaði hafa haldið áfram að aukast það sem af er þessu ári. Þinglýstum kaupsamningum fjölgaði um

Mynd II-9
Skuldir heimila og fyrirtækja¹
2003-2020



1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Án fjármálfyrirtækja og eignarhaldsfélaga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10
Vaxtaálag á útlánunum¹
Mars 2015 - mars 2021



1. Mismunur á vegnum meðalvöxtum á óverðtrygðum útlánunum stóru viðskiptabankanna þriggja og meginvöxtum Seðlabankans annars vegar og vegnum meðalvöxtum á nýjum innlánunum hins vegar. Þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

tæplega 47% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs og hefur íbúðum á sölu einnig fækkað. Íbúðaverð hefur því hækkað nokkuð undanfarið. Í fyrra mældist árshækkun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu mest 7,7% í desember en hún hjaðnaði lítillega í byrjun þessa árs þar til í mars sl. þegar hún jókst á ný í 10,7% (mynd II-12).

Mikil sala hefur verið á nýjum íbúðum og fjölgaði samningum með nýbyggingar um 87% á fyrsta fjórðungi ársins og kann aukin hlutdeild þeirra í þeim gögnum sem verðmælingarnar byggjast á að ýkja verðhækkun húsnæðis. Fjölgun fyrstu kaupenda á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig verið hröð en þeir voru um þriðjungur af heildarfjölda kaupenda á fyrsta fjórðungi ársins sem er hæsta hlutfallið til þessa. Mikill áhugi hefur verið fyrir hlutdeildarlánnum stjórnvalda sem ætlað er að auka aðgengi fyrstu kaupenda að húsnæðismarkaðnum og um leið eftirspurn eftir nýju hagkvæmu húsnæði.

... en verðhækkunir virðast ekki úr takti við þróun grunnþátta

Lækkun vaxta á síðasta ári hefur gefið eignaverði byr undir báða vængi og örvað eftirspurn eftir eigin húsnæði. Leigumarkaður hefur gefið eftir vegna þessa en samdráttur í ferðaþjónustu hefur einnig dregið úr eftirspurn eftir leiguhúsnæði og aukið framboð þar sem eignir sem áður voru í skammtímaleigu til ferðamanna hafa farið í langtímaleigu. Leiguverð hefur því gefið töluvert eftir og var 0,6% lægra í mars en í sama mánuði í fyrra.

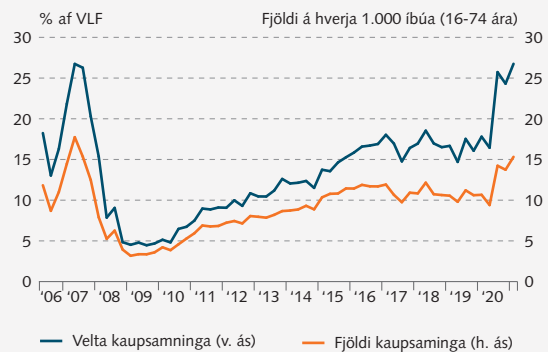
Þrátt fyrir miklar hækkunir húsnæðisverðs að undanförunu hefur íbúðaverð í meginatriðum þróast í takt við þá grunnþætti sem jafnan ráða þróun húsnæðisverðs og því er ekki að sjá ótvíræð merki um að misvægi hafi myndast þar á milli. Mynd II-13 sýnir t.d. þróun húsnæðisverðs í samanburði við spá út frá þjóðhagslíkani bankans frá fyrsta ársfjórðungi 2019 til fyrsta fjórðungs þessa árs. Húsnæðisverð hefur hækkað minna en búast hefði mátt við miðað við sögulegt samband húsnæðisverðs, ráðstöfunartekna og raunvaxta húsnæðislána.³ Misvægi við helstu grunnþætti kann þó að myndast verði verðhækkunin t.d. í ríkara mæli knúin af lántöku á næstu misserum. Þá er mikilvægt að hafa í huga að þeir grunnþættir sem hafa stutt við hækkun húsnæðisverðs undanfarið gætu snúist og hækkunin tekið að ganga til baka, t.d. ef vextir hækkuðu sem gæti skapað áskoranir fyrir heimili sem hafa fjármagnað húsnæðis kaup á þeim lágu vöxtum sem nú eru í boði.

3. Sambærilegar niðurstöður fást með tölfraeðiprófum sem kanna bólu-myndun í eignaverði (GSADF-próf P. C. B. Phillips, S. Shi og J. Yu, 2015, „Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500“, *International Economic Review*, 56, 1043-1078).

Mynd II-11

Fjöldi og velta kaupsamninga á landinu öllu¹

2. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2021



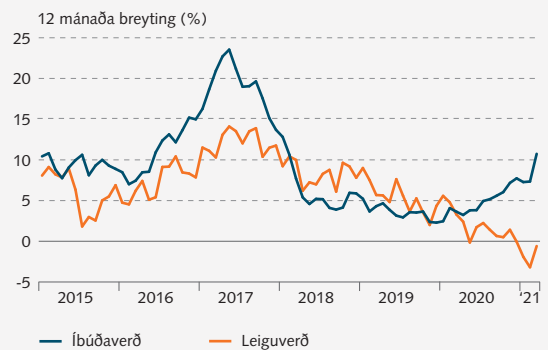
1. Fjöldi og velta kaupsamninga á kaupdegi íbúða. Fjöldi og velta kaupsamninga árstíðarleiðrétt af Seðlabanka Íslands en VLF af Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans fyrir VLF á 1. ársfj. 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Húsnæðis- og leiguverð¹

Janúar 2015 - mars 2021



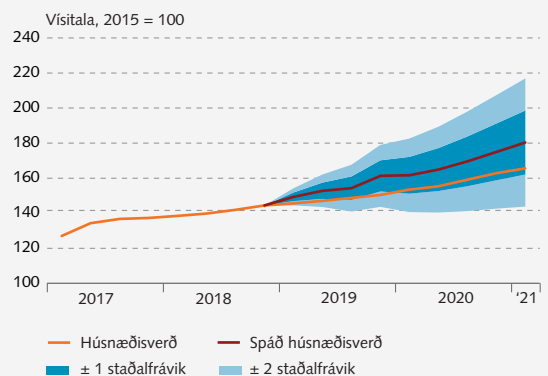
1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu.

Heimild: Þjóðskrá Íslands.

Mynd II-13

Raunverulegt og spáð húsnæðisverð¹

1. ársfj. 2017 - 1. ársfj. 2021



1. Spáð húsnæðisverð út frá kvikri (e. dynamic) spá frá 1. ársfj. 2019 til 1. ársfj. 2021 með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabanka Íslands metinni fyrir tímabilið 3. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2017.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hlutabréfaverð hefur hækkað nokkuð þrátt fyrir efnahagsáfallið

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hefur hækkað um 16% frá áramótum og fór yfir 3.000 stig í febrúar í fyrsta sinn eftir fjármálakreppuna fyrir liðlega áratug. Innlendur hlutabréfamarkaður hefur verið afar virkur það sem af er ári en velta á hlutabréfamarkaði var um 22% meiri á fyrsta fjórðungi þessa árs en á sama tíma í fyrra og fjöldi viðskipta var 42% meiri. Lægri vextir eiga líklega stóran þátt í verðhækkunum á hlutabréfamarkaði en verðið er nú um 50% hærra en það var áður en faraldurinn barst hingað til lands. Samhliða verðhækkunum hefur hlutfall beinnar veðsetningar farið lækkandi. Markaðsvirði skráðra hlutafjáreigna einstaklinga hafði í lok apríl sl. vaxið um 37 ma.kr. frá því í lok febrúar á síðasta ári.

