

# Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



## Peningastefnan og markaðsvextir

### Meginvextir hafa hækkað í ár ...

Meginvextir Seðlabankans (vextir á bundnum innlánnum til sjö daga) voru 1,5% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Þeir hafa verið hækkaðir þrisvar frá því í maí sl. um 0,25 prósentur í hvert skipti. Vextir bankans eru þó enn 1,25 prósentum lægri en þegar COVID-19-farsóttin barst til landsins í lok febrúar í fyrra. Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þróist út spátímann í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.

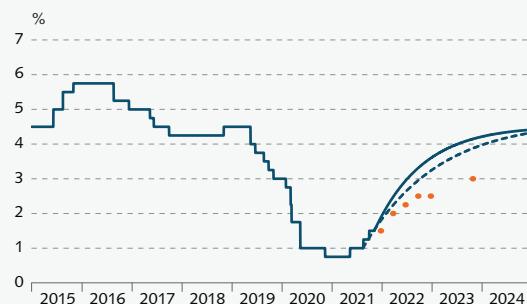
Samkvæmt könnun bankans frá því í byrjun nóvember búast markaðsaðilar við að meginvextir bankans verði ekki hækkaðir frekar í ár en að þeir haldi áfram að hækka á næsta ári. Gera þeir ráð fyrir að meginvextir bankans verði 2,25% um mitt næsta ár og 3% eftir tvö ár sem eru hærri vextir en þeir væntu í síðustu könnun bankans í ágúst. Framvirkir vextir hafa hækkað lítillega frá því í ágúst og benda áfram til væntinga um nokkru hraðari hækkun vaxta en könnun bankans meðal markaðsaðila.

Raunvextir bankans hafa hækkað frá fyrri hluta ársins samhliða hækkun meginvaxta. Þeir eru nú -2,2% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og hafa hækkað um 0,6 prósentur frá miðjum maí. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur jafnframt aukist og eru skammtímaraunvextir nú um 0,6 prósentum hærri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.

Mynd II-1

### Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

1. janúar 2015 - 31. desember 2024



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánnum)

● Væntingar markaðsaðila<sup>2</sup>

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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## ... og langtímanafnvextir eru orðnir hærrí en þeir voru fyrir farsóttina

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 0,9 prósentur frá áramótum og var 4,2% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og er krafan orðin hærrí en hún var fyrir farsóttina (mynd II-2). Krafa fimm ára óverðtryggðra bréfa hefur hækkað heldur meira á sama tíma eða um 1,4 prósentur og hefur halli vaxtaferilsins minnkað lítillega. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa hefur hins vegar lækkað um 0,2 prósentur frá áramótum og var 0,6% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*.

Hækkun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra skuldabréfa á fyrri hluta ársins mátti að mestu rekja til hækkunar verðbólguálags í takt við versnandi verðbólguhorfur (sjá kafla V). Verðbólguálagið tók hins vegar að lækka á ný í sumar í kjölfar þess að meginvextir Seðlabankans voru hækkaðir í maí (mynd II-3). Frá því í ágúst hefur verðbólguálagið hins vegar hækkað aftur og þrýst upp langtímanafnvöxtum þótt á móti vegi lækkun langtímarunvaxta.

Samfara hækkun meginvaxta í ágúst sl. ákvað Seðlabankinn að hann myndi hætta kaupum á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði þótt ekki væri útilokað að gripið yrði til þeirra á ný ef aðstæður kalla á það. Útlit er fyrir minni þörf á innlendri skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs en leit út fyrir í upphafi faraldursins þar sem fjármögnun hefur gengið vel m.a. vegna erlendar lántöku ríkissjóðs og sölu á hluta af eign ríkisins í Íslandsbanka. Heildarskuldabréfakaup Seðlabankans á eftirmarkaði frá upphafi farsóttarinnar hafa numið 22,6 ma.kr.

## Gengi krónunnar

### Gengi krónunnar hefur lækkað frá því í sumar ...

Gengi krónunnar hefur lækkað um 2,3% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda frá útgáfu *Peningamála* í ágúst en er 7½% hærrí en það var lægst snemma í september í fyrra (mynd II-4). Meðalgengi krónunnar er þó enn um 7½% lægra en þegar farsóttin barst til landsins.

Þrátt fyrir kröftugan bata í ferðaþjónustu og aukna erlenda kortaveltu héraendis lækkaði gengi krónunnar á ný sl. sumar. Útflæði vegna nýfjárfestingar er enn töluvert en erlendir fjárfestar hafa selt innlend hluta- og ríkisskuldabréf í nokkrum mæli og nam hrein sala nýfjárfestingar um 62 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins. Á sama tíma námu hrein gjaldeyriskaup lífeyrissjóða tæplega 55 ma.kr. sem er svipað og fyrir ári. Gjalddeyriskaup lífeyrissjóðanna hafa minnkað frá því fyrir faraldurinn en erlendar eignir þeirra hafa vaxið töluvert m.a. vegna

Mynd II-2

### Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa<sup>1</sup>

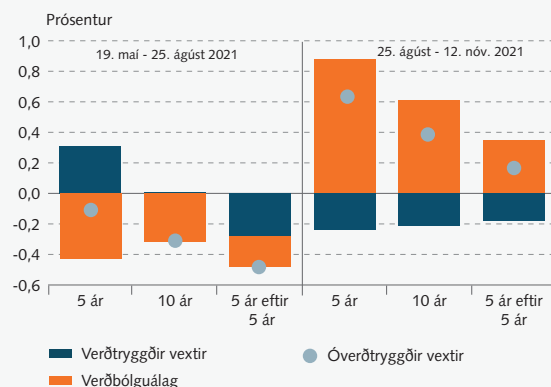
2. janúar 2015 - 12. nóvember 2021



1. Út frá eingreiðsluvaxtaferlum (metnum með aðferð Nelson-Siegel) þar sem er notast við vexti á millibankamarkaði með krónum og vexti ríkistryggðra skuldabréfa.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-3

### Sundurgreining breytingar nafnvaxta skuldabréfa<sup>1</sup>



1. Breyting ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisskuldabréfa (út frá eingreiðsluferlum metnum með aðferð Nelson-Siegel) og framlag samsvarandi breytinga ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa og verðbólguálags.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

### Gengi krónunnar<sup>1</sup>

2. janúar 2015 - 12. nóvember 2021



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

verðhækkana á erlendum eignamörkuðum. Hluti lífeyrissjóða nálgast því fjárfestingarmarkmið um hlutfall erlendra eigna og hefur nýfjárfesting þeirra erlendis því minnkað. Á sama tíma hafa inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði verið tiltölulega lítil undanfarið enda virðist gjaldeyrismarkaðurinn í ágætu jafnvægi.

### ... en samkvæmt grunnspá helst það tiltölulega stöðugt á spátímanum

Gengisvísitala krónunnar var um 194 stig á þriðja fjórðungi ársins sem er um 1% lægra meðalgengi en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Samkvæmt grunnspánni helst meðalgengi krónunnar svipað út spátímann og er því lítillega lægra en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd II-5). Gangi spáin eftir hækkar raungengið um 2½% á spátímanum en er þó enn 11% lægra í lok spátímans en það var hæst árið 2017.

## Peningamagn og útlán

### Hægt hefur á vexti peningamagns það sem af er ári ...

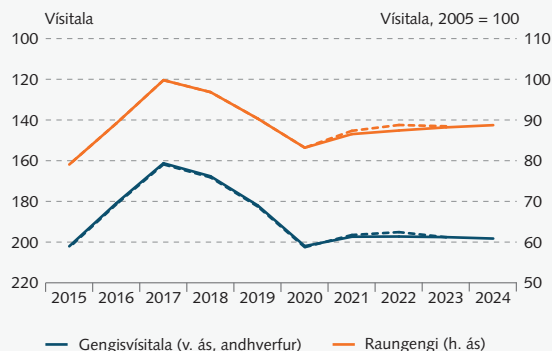
Á seinni hluta síðasta árs herti á vexti peningamagns þegar áhrif lækkanði vaxta og aðgerða Seðlabankans til að auka laust fé í umferð komu fram. Ársvöxturinn varð mestur um 14% í nóvember í fyrra en frá þeim tíma hefur hægt á honum og mældist hann 8,1% á þriðja fjórðungi ársins sem er svipaður vöxtur og á öðrum ársfjórðungi (mynd II-6). Innlán heimila í bankakerfinu jukust um 8½% milli ára á þriðja fjórðungi ársins og hefur heldur hægt á vexti þeirra þótt hann sé enn nokkur. Þá hafa innlán fjármálafyrirtækja dregist saman það sem af er ári og þá helst innlán lífeyris- og peningamarkaðssjóða.

Hraður vöxtur peningamagns í kjölfar farsóttarinnar einskorðast ekki við Ísland (mynd II-7). Hann endurspeglar þá miklu slökun á peningalegu aðhaldi sem víða var gripið til auk viðtækra stuðningsaðgerða stjórnvalda. Þá dró farsóttin mjög úr neyslumöguleikum heimila og mikill sparnaður byggðist upp sem leitaði að nokkrum hluta í innlán í bankakerfinu (sjá kafla III). Aukin innlán almennings í bankakerfinu endurspeglar einnig mikinn vöxt útlána til fasteignakaupa.

### ... en áfram er töluverður kraftur í vexti íbúðalána ...

Ársvöxtur útlána lánakerfisins hefur verið nokkuð stöðugur það sem af er ári eða í kringum 5½% eftir að hafa mælst yfir 6% á fjórða fjórðungi síðasta árs (mynd II-8). Sem fyrr eru það útlán til heimila sem vega þungt en vöxtur þeirra hefur verið á bilinu 9-11% það sem af er ári. Líkt og undanfarið er vöxturinn nær einvörðungu tilkominn vegna aukinna íbúðalána en umsvif á fasteignamarkaði hafa verið mikil. Hlutdeild endurfjármögnunar

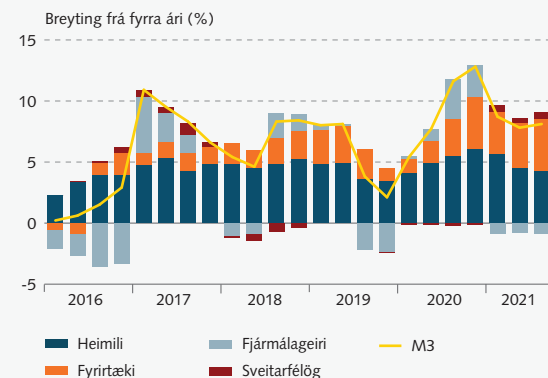
Mynd II-5  
Gengi krónunnar 2015-2024<sup>1</sup>



1. Gengisvísitala er þröng viðskiptavog, Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalínur sýna spá frá PM 2021/3.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

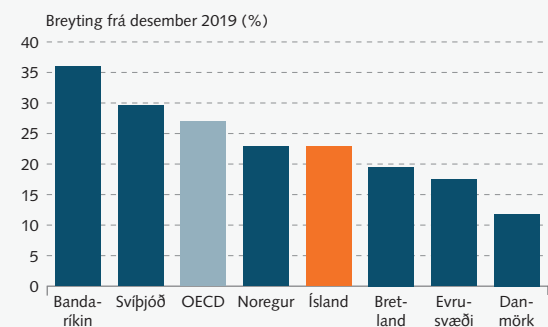
Mynd II-6  
Peningamagn<sup>1</sup>

1. ársfj. 2016 - 3. ársfj. 2021



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

Mynd II-7  
Peningamagn<sup>1</sup>



1. M3 nema Bandaríkin sem eru M2. Breyting frá desember 2019 til september 2021 nema OECD sem er til ágúst 2021.  
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

hefur þó minnkað í takt við hækkandi vexti undanfarið. Hlutdeild viðskiptabankanna í útistandandi íbúðalánnum hefur haldið áfram að aukast og er nú um 70% samanborið við um 55% í byrjun árs 2020. Á sama tíma hefur útgáfa bankanna á sértrygðum bréfum lítið aukist og því fjármagna þeir sig í meiri mæli með innlánnum en áður.

### ... þótt áframhaldandi samdráttur útlána til fyrirtækja vegi á móti

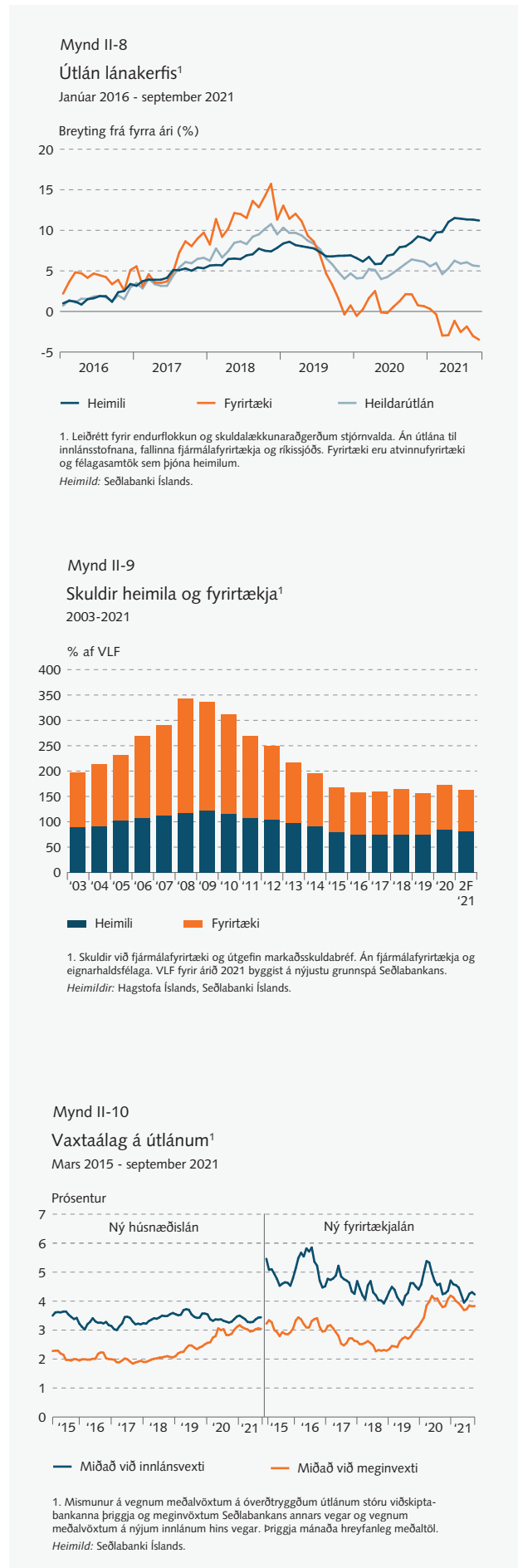
Útlán til fyrirtækja hafa allt frá upphafi árs dregist saman og á þriðja fjórðungi ársins var stofn útlána til fyrirtækja 2,9% minni en fyrir ári en um 1% minni að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Útlán til nær allra atvinnugreina hafa dregist saman þrátt fyrir að efnahagssumsvif hafi tekið kröftuglega við sér. Markaðsfjármögnun fyrirtækja ásamt fjármögnun í gegnum sérstaka fagfjárfestasjóði hefur hins vegar að einhverju leyti vegið á móti samdrætti útlána.

### Skuldahlutföll og vaxtaálag á útlán hafa lítið breyst undanfarið

Skuldir heimila sem hlutfall af vergri landsframleiðslu eru meiri nú en fyrir faraldurinn. Skuldsetning heimila er þó enn hófleg (mynd II-9). Veðsetningarhlutfall nýrra íbúðalána hefur hækkað að meðaltali, m.a. vegna hækkandi íbúðaverðs, en taka þarf tillit til þess að hlutfall fyrstu kaupenda hefur farið hækkandi. Þá hefur hlutfall útlána heimila í vanefndum lækkað það sem af er ári eftir tímabundna hækkun í fyrra. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum hefur einnig lækkað þótt það sé enn mun hærra en það var fyrir farsóttina (sjá nánari umfjöllun í *Fjármálastöðugleiki 2021/2*). Á sama tíma hefur gjaldþrotum fyrirtækja fjölgað og voru þau 28% fleiri á fyrstu níu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra.

Hlutfall óverðtrygðra lána af öllum íbúðalánnum hefur aldrei verið hærra og það sama má segja um hlutfall lána á breytilegum vöxtum. Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans koma því fyrir fram en áður og ljóst er að nýlegra vaxtahækkana er þegar farið að gæta í greiðslubyrði hluta heimila. Eftirspurn eftir húsnæðislánnum með föstum vöxtum hefur aukist frá því í sumar en slík lán bera jafnan vexti sem eru fastir til þriggja eða fimm ára. Slík lán bera jafnframt hærri vexti en lán með breytilega vexti og því eykst greiðslubyrði þeirra heimila sem festa vexti strax.

Undanfarin misseri hafa vextir á nýjum húsnæðislánnum þróast með svipuðum hætti og innlánsvextir og meginvextir Seðlabankans (mynd II-10). Vaxtaálag á íbúðalán hefur því haldist tiltölulega stöðugt. Vextir á útlánnum til fyrirtækja hafa hækkað á árinu en vaxta-



álag á fyrirtækjalán er enn nokkuð lágt samanborið við undanfarin ár miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða.

## Eignaverð

### Áframhaldandi mikil hækkun húsnæðisverðs ...

Húsnæðisverð hefur hækkað mikið frá því seint á síðasta ári samhliða auknum umsvifum á fasteignamarkaði en veltan náði hámarki í mars á þessu ári. Lægri vextir og aukinn sparnaður auðvelduðu kaup á stærra húsnæði sem og aðgengi fyrstu kaupenda að markaðnum enda hækkaði hlutfall þeirra af heildarfjölda mikið á sama tíma og árshækkun leiguverðs hjaðnaði hratt. Umsvif á fasteignamarkaði hafa þó dregist nokkuð saman undanfarna mánuði og voru þinglýstir kaupsamningar í september tæplega 40% færri en í mars sl. Þrátt fyrir þetta hækkar húsnæðisverð enn hratt og nam árshækkunin á höfuðborgarsvæðinu um 16,6% í september sl. sem er sú mesta síðan í október 2017 (mynd II-11).

Samhliða auknum umsvifum í fyrra tók að draga úr fjölda íbúða til sölu og var framboðið á landinu öllu einungis um 1.500 íbúðir í október en þær hafa ekki verið færri í einum mánuði frá upphafi mælinga. Minna framboð íbúða skýrir áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs að nokkru leyti en hlutfall íbúða sem seldar eru yfir ásettu söluverði á landinu öllu hefur þrefaldast frá miðju síðasta ári og var í hámarki í maí eða 32% (mynd II-12). Meðalsölutíminn hefur að sama skapi verið með stysta móti en í september mældist hann um 1,7 mánuðir. Eins og rakið er í kafla III eru þó merki um að nýframkvæmdum sé nú tekið að fjölga á ný.

### ... sem hefur verið nokkuð umfram þróun grunnþátta undanfarna mánuði

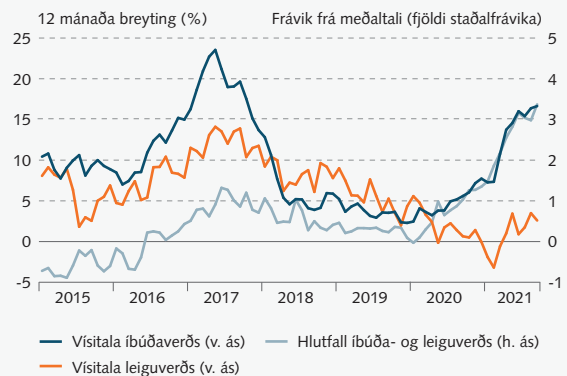
Hlutfall húsnæðis- og leiguverðs er nú orðið ríflega þremur staðalfrávikum yfir meðaltali sl. áratugar (mynd II-11). Þessi þróun á sér alþjóðlega hliðstæðu en nýleg hækkun húsnæðisverðs hér á landi er áþekkt því sem sést hefur í mörgum öðrum þróuðum ríkjum (mynd II-13).<sup>1</sup> Lækkun vaxta um allan heim og víðtækar stuðningsaðgerðir stjórnvalda vega þar þungt en einnig hin mikla aukning þvingaðs sparnaðar vegna skertra neyslismöguleika sem leitað hefur inn á húsnæðismarkað. Eins og í öðrum löndum eru hins vegar í vaxandi mæli merki um að hækkun húsnæðisverðs sé orðin umfram það sem skýra megi með þróun þeirra efnahagslegu grunnþátta sem til lengri tíma ráða mestu um þróun þess. Mynd

1. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1.1 í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, *World Economic Outlook*, október 2021.

Mynd II-11

### Húsnæðis- og leiguverð<sup>1</sup>

Janúar 2015 - september 2021

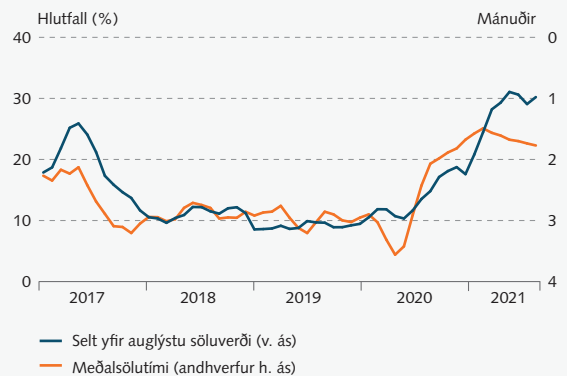


1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu. Frávik hlutfalls húsnæðis- og leiguverðs frá meðaltali 2011-2021 mælt í fjölda staðalfrávika.  
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

### Íbúðir seldar yfir auglýstu söluverði og meðalsölutími á landinu öllu<sup>1</sup>

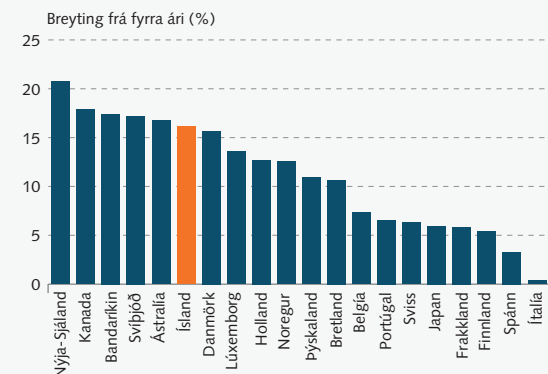
Janúar 2017 - september 2021



1. Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir auglýstu söluverði af heildarfjölda íbúða á sölu. Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal. Fjöldi kaupsamninga árstíðarleiddréttur af Seðlabankanum.  
Heimildir: Fasteignavefur Morgunblaðsins, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

### Húsnæðisverð í völdum OECD-ríkjum<sup>1</sup>



1. Ársþækkun húsnæðisverðs á 3. ársfj. 2021 á Íslandi og í Kanada en 1. ársfj. 2021 í Nýja-Sjálandi og 2. ársfj. 2021 í öðrum löndum.  
Heimildir: Refinitiv Datastream, Þjóðskrá Íslands.

II-14 sýnir t.d. þróun húsnæðisverðs samanborna við kvika spá út frá húsnæðisverðsjöfnu Þjóðhagslíkans bankans frá fyrsta ársfjórðungi 2020 til þriðja fjórðungs í ár. Húsnæðisverð hækkaði minna í fyrra en búast hefði mátt við miðað við sögulegt samband húsnæðisverðs, kaupmáttar ráðstöfunartekna og raunvaxta húsnæðislána en hækkunin undanfarna tvo ársfjórðunga hefur verið meiri en spá líkansins gefur til kynna.

Fjármálastöðugleikanefnd Seðlabankans ákvað því fyrr á árinu að lækka hámarksveðsetningarhlutfall á nýjum fasteignalánum úr 85% í 80% og að hámarks-greiðslubyrði nýrra fasteignalána verði 35% af ráðstöfunartekjum frá 1. desember nk. Mildari reglur gilda þó um fasteignalán vegna kaupa á fyrstu íbúð. Þá ákvað nefndin einnig að hækka sveiflujöfnunarauka á fjármálafyrirtæki sem taka mun gildi að ári liðnu. Fjármálafyrirtæki þurfa þá að leggja meira eigið fé til hliðar til að mæta óvæntum áföllum. Þessar aðgerðir ásamt vaxtahækkunum bankans ættu að stuðla að hægari hækkun húsnæðisverðs og gerir grunnspá bankans ráð fyrir að hægja muni töluvert á árshækkuninni þegar kemur fram á seinni hluta næsta árs.

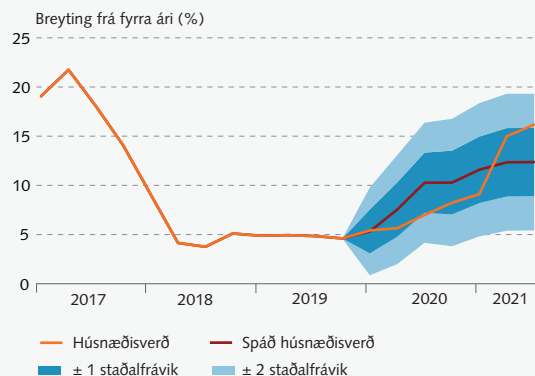
#### Áframhaldandi verðhækkunir á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI10, hefur hækkað um 31% frá áramótum og um 73% frá því að faraldurinn barst hingað til lands í lok febrúar í fyrra. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur vísitalan hins vegar lækkað um 0,4% en það skýrist af því að verð hlutabréfa eins félags sem vegur um helming í vísitölunni hefur lækkað um tæp 9%. Á sama tímabili hækkaði verð annarra félaga á aðalmarkaði að jafnaði um 12%. Velta á hlutabréfamarkaði fyrstu tíu mánuði ársins var 89% meiri en á sama tíma í fyrra.

Mynd II-14

#### Raunverulegt og spáð húsnæðisverð<sup>1</sup>

1. ársfj. 2017 - 3. ársfj. 2021



1. Spáð ársbreyting húsnæðisverðs út frá kvikri (e. dynamic) spá frá 1. ársfj. 2020 til 3. ársfj. 2021 með húsnæðisverðsjöfnu áþekktari húsnæðisverðsjöfnu Þjóðhagslíkans Seðlabankans metinni fyrir tímabilid 3. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2017.

Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.