

Í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/4 var gerð grein fyrir nýju fjárstreymistæki Seðlabankans sem kynnt var til sögunnar í júní 2016. Það felur í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldreyris sem berst til landsins. Framkvæmd hinnar sérstöku bindiskyldu byggist á lögum um gjaldeyrismál, nr. 87/1992, en lagagrundvöllur hennar felst í bráðabirgðaákvæði III í lögnum. Með reglum nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, sem tóku gildi 4. júní 2016, var heimild Seðlabankans til að setja á sérstaka bindiskyldu nýtt án þess þó að fullnýta þær heimildir sem lögin veittu.¹ Samkvæmt núgildandi reglum skal binda 40% af nýju innflæði erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum auk hávaxtainnstæðna, á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár.

Markmið

Markmiðið með upptöku sérstöku bindiskyldunnar var að draga úr áhættu sem getur fylgt óhóflegu fjármagnsinnstreymi og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar með því að leitast við að tempra innstreymi fjár erlendis frá og að hafa áhrif á samsetningu þess. Bindiskyldan er til þess fallin að draga úr áhættu sem mögulega tengist innstreymi í formi vaxtamunarviðskipta, þ.e. viðskipta sem hafa þann tilgang að reyna að hagnast á vaxtamun á milli Íslands og annarra landa. Innstreymi af þessum toga getur hindrað eðlilega miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og haft óæskileg áhrif á gengi krónunnar og þannig grafið undan peningalegum og fjármálegum stöðugleika. Með því að binda hluta innstreymis í eitt ár á reikningi sem ber enga vexti er dregið úr ábata viðskiptanna og eru áhrifin því meiri sem fjárfestar horfa til skemmri tíma. Þegar þessi sérstaka bindiskylda var tekin upp var umtalsverður vaxtamunur á milli Íslands og annarra landa og því mikill hvati til vaxtamunarviðskipta. Viðskipti af því tagi jukust til muna í kjölfar kynningar stjórnvalda í júní 2015 á aðgerðaáætlun til losunar fjármagnshafta (mynd 1 og tafla 1). Þetta innstreymi fjár leiddi m.a. til þess að langtímavextir lækkuðu þrátt fyrir aukinn hagvöxt og væntingar um vaxtahækkanir Seðlabankans á þeim tíma.

Áhrif

Upptaka sérstöku bindiskyldunnar skilaði í meginatriðum tilætluðum árangri. Innflæði fjármagns til nýfjárfestingar á innlendum ríkisskuldabréfamarkaði stöðvaðist nánast og heildarinnflæði minnkaði. Innflæði jókst hins vegar í eignir sem ekki falla undir sérstöku bindiskylduna eftir mitt sl. ár, einkum í beina erlenda fjárfestingu. Bindiskyldan hefur að öllum líkindum haft hverfandi áhrif þar á, enda meginhluti aukningarinnar vegna stórra langtímaverkefna sem fyrirhuguð voru áður en hún var tekin upp. Upptaka bindiskyldunnar kann þó að hafa haft einhver áhrif á innflæði á innlendan hlutabréfamarkað sem hefur aukist á þessu ári. Það er þó ekki einhlítt enda er sú fjárfesting eðlisolík fjárfestingu í ríkisskuldabréfum.

Eftir að bindiskyldan var sett á virðist miðlunarferli peningastefnunnar um vaxtafarveginn hafa færst í eðlilegra horf og skiluðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á innlendan ríkisskuldabréfamarkað á ný gagnstætt því sem gerðist t.d. á árinu 2015 (mynd 2).² Innflæði á innlendan ríkisskuldabréfamarkað jókst á ný í apríl

1. Reglur nr. 490/2016 tóku breytingum 16. júní 2016, 1. nóvember 2016 og 13. mars 2017.

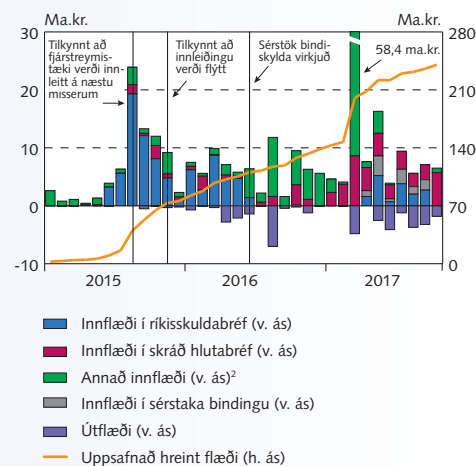
2. Þetta er einnig í samræmi við upplýsingar úr könnunum Seðlabankans meðal markaðsaðila. Samkvæmt könnun hans í nóvember 2015 töldu flestir þeirra lækkun á lengri enda vaxtarófsins þá um sumarið hafa tengst innflæði fjár inn á skuldabréfamarkaðinn. Ástæður lækkunar skuldabréfavaxta í ágúst 2016 töldu flestir þeirra hins vegar tengjast lækkun verðbólguvæntinga og væntingum um lægri vexti Seðlabankans samkvæmt könnun bankans í nóvember í fyrra.

Rammagrein 2

Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns

Mynd 1

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹
Janúar 2015 - október 2017

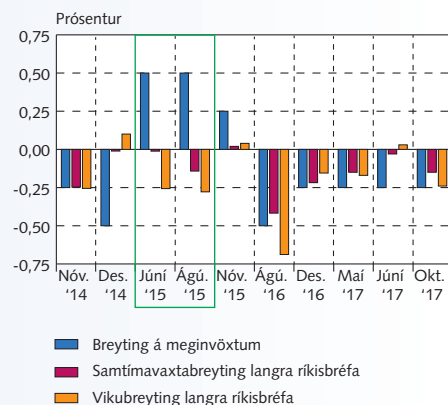


1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi. Sjá nánar í lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupna erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

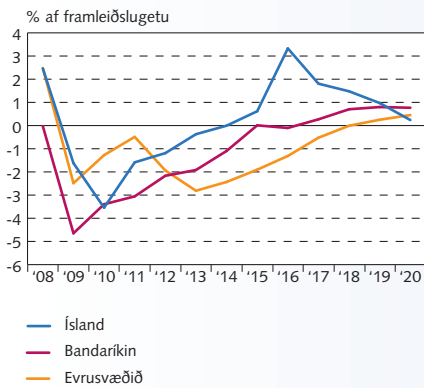
Mynd 2

Áhrif vaxtabreytinga á ávöxtunarkrófu lengri ríkisskuldabréfa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

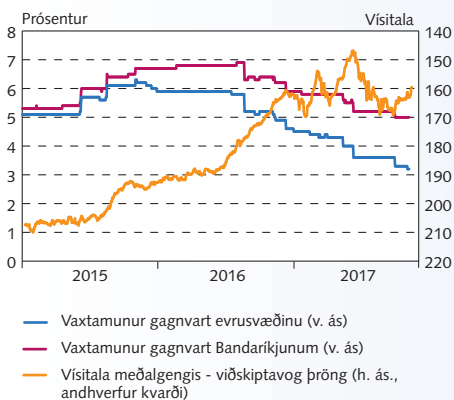
Mynd 3
Framleiðsluspenna 2008-2020¹



1. Mat Seðlabankans (*Peningamál 2017/4*) fyrir Ísland en Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2017) fyrir Bandaríkin og evrusvæðið.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

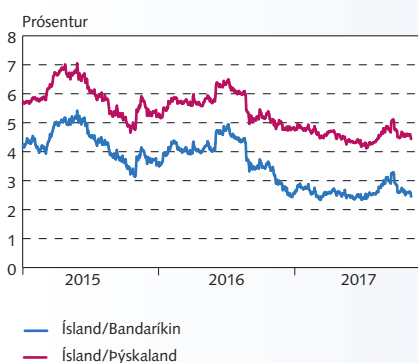
Mynd 4
Skammtíamavxtamunur og gengi krónu¹
2. janúar 2015 - 10. nóvember 2017



1. Vaxtamunur miðað við 3 mánaða millibankavexti.

Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Langtíamavxtamunur¹
2. janúar 2015 - 10. nóvember 2017



1. Munur á ávöxtunarkröfu 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

sl. eftir að fjármagnshöft höfðu að mestu leyti verið losuð en það hefur verið minna en það var áður en sérstaka bindiskyldan var sett á í júní 2016. Á sama tíma jókst útlæði fjármagns sem hafði áður komið inn sem nýfjárfesting á skuldabréfamarkað og hreint innflæði sem ráðstafað hefur verið í innlend ríkisbréf því einungis numið um 7,4 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum þessa árs. Aukið innflæði virðist a.m.k. enn sem komið er ekki hafa veikt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn.

Framtíðarfyrirkomulag

Sérstakri bindiskyldu hefur nú verið beitt í nokkuð á annað ár og er nauðsynlegt að svo verði enn um sinn. Skammur tími er síðan fjármagnshöftum var að mestu aflétt og ekki má tefla árangrinum af vel heppnaðri losun þeirra í tvísýnu. Enn er þörf á peningastefnu hér á landi sem kallar á hærri vexti en í helstu viðskiptalöndum vegna ólíkrar stöðu hagsveiflunnar. Framleiðsluspenna er í íslenskum þjóðarbúskap en slaki í flestum öðrum þróuðum ríkjum (mynd 3) og útlit er fyrir að vextir á helstu gjaldmiðlasvæðum heims verði óvenju lágir um einhverja hríð (sjá nánar í köflum II og III). Því er líklegt að nokkur munur verði á næstu misserum á vöxtum á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Við áhrif vaxtamunarins bætist að á undanförunum mánuðum hafa stóru alþjóðlegu matsfyrirtækin þrjú hækkað láns-hæfiseinkunn Íslands en það gerir íslensk ríkisskuldabréf enn fýsilegri kost fyrir erlenda fjárfesta.

Mikil eftirspurn er á heimsvísu eftir eignum sem sameina háa vexti og tiltölulega hóflega áhættu. Íslenski skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaðurinn er örsmár í samanburði við eftirspurnina. Því getur ráðstöfun örlítills hlutar alþjóðlegra eignasafna til kaupa á íslenskum áhættulitlum skuldabréfum alvarlega raskað grunnnum gjaldeyris- og skuldabréfamörkuðum hér á landi, truflað miðlun peningastefnunnar og valdið miklum sveiflum í gengi krónunnar líkt og gerðist í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Líkur á verulegu og sveiflukenndu innflæði fjármagns af þessu tagi eru því nokkrar. Auk þess að geta raskað peningalegum og fjármálaalegum stöðugleika gæti slíkt innflæði torvelað framkvæmd peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Reynslan frá árunum fram að falli fjármálakerfisins og setningu fjármagnshafta sýnir að hér er um raunverulega áhættu að ræða.

Munur skammtíam- og langtíamavaxta hér á landi annars vegar og í viðskiptalöndum hins vegar hefur minnkað frá því að sérstaka bindiskyldan var tekin upp (myndir 4 og 5). Það stafar bæði af lækkingu vaxta hér á landi og af vaxtahækkunum erlendis auk þess sem áhættuálag á Ísland hefur lækkað. Rætist spár um minnkandi framleiðsluspennu hér á landi á næstu misserum og að slaki hverfi í helstu viðskiptalöndum (mynd 3) ætti að verða framhald á þessari þróun og um leið styrkjast forsendur þess að unnt verði að draga úr bindiskyldunni.

Mikilvægt er að draga ekki úr sérstöku bindiskyldunni nema í áföngum sem taka tillit til aðstæðna. Yrði dregið úr henni of hratt kynni það að raska stöðugleika og grafa undan virkni peningastefnunnar. Það skiptir einnig máli að ekki er ljóst hver ávinningur þjóðarbúsins af fjárfestingu af því tagi sem sérstaka bindiskyldan hamlar er um þessar mundir. Lánsfjárefntirspurn ríkissjóðs er lítil í sögulegu samhengi og hann þarf því strangt til tekið ekki á þessu lánsfæ að halda. Væri sérstaka bindiskyldan ekki til staðar þyrfti Seðlabankinn væntanlega að halda stærri gjaldeyrisforða en ella til að draga úr áhættu tengdri vaxtamunarinnflæði og mögulegu snöggu útlæði. Því fylgir töluverður kostnaður enda ávöxtun forðans á alþjóðlegum mörkuðum óvenju lág. Á sama tíma er vænt ávöxtun erlendra fjárfesta af kaupum á íslenskum ríkisskuldabréfum ágæt og enn meiri

eftir því sem sveiflur í gengi krónunnar eru minni. Til að draga úr áhættuleiðrættum vaxtamun þyrfti Seðlabankinn því að leyfa auknar gengissveiflur sem um leið eykur áhættu innlendra aðila. Við núverandi aðstæður má því jafnvel færa rök fyrir því að hreinn ávinningur þjóðarbúsins af slíku innflæði sé neikvæður.

Engu að síður er stefnt að því að lækka bindihlutfallið í núll svo fljótt sem aðstæður leyfa og að bindiskyldan verði að jafnaði ekki virk. Hins vegar hefur Seðlabankinn talið mikilvægt að geta gripið til hennar þegar nauðsyn krefur. Sérstaka bindiskyldan yrði því í þriðju víglínu stjórnþækja á eftir hefðbundinni hagstjórn og eindar- og þjóðhagsvarúðarstefnu.

Með hliðsjón af framansögðu er því nauðsynlegt að Seðlabankinn hafi til frambúðar lagalega heimild til þess að beita sérstakri bindiskyldu sem hægt væri að virkja með skömmum fyrirvara til þess að styðja við peningastefnu og þjóðhagsvarúð þegar hætta eykst á óhóflegu fjármagnsinnstreymi tengdu vaxtamunarviðskiptum með tilheyrandi áhættu fyrir innlendan þjóðarbúskap. Til þess að það verði mögulegt eftir að fjármagnshöft hafa verið losuð að fullu þarf að finna bindiskyldunni annan lagalegan grunn en í lögum um gjaldeyrismál, enda er hún fyrst og fremst stjórnþækja á sviði peningastefnu og þjóðhagsvarúðar. Þá þarf að tryggja virkni hennar eftir að afleiðuviðskipti með krónuna í spákaupmennskuskyni hafa verið heimiluð eins og full losun fjármagnshaftra mun fela í sér. Í Seðlabankanum er nú unnið að endurskoðun á tæknilegum grunni sérstöku bindiskyldunnar og undirbúningi tillagna að breytingu á lögum sem varða beitingu hennar.

Tafla 1 Innflæði (útflæði) fjármagns vegna skráðrar (seldrar) nýfjárfestingar (ma.kr.)¹

| Ársfjórðungur | Ríkisskuldabréf | Sérstök binding ² | Skráð hlutabréf | Óskráð hlutafé ³ | Annað ⁴ | Samtals |
|---------------|-----------------|------------------------------|-----------------|-----------------------------|--------------------|--------------|
| 2015:1 | 0,0 (0,0) | | 0,0 (0,1) | 3,5 (0,0) | 1,1 (0,0) | 4,6 (0,1) |
| 2015:2 | 3,2 (0,0) | | 0,2 (0,0) | 1,7 (0,0) | 0,4 (0,1) | 5,6 (0,1) |
| 2015:3 | 37,0 (0,3) | | 2,0 (0,0) | 3,9 (0,0) | 0,5 (0,1) | 43,4 (0,5) |
| 2015:4 | 13,8 (0,3) | | 3,6 (0,0) | 4,2 (0,0) | 1,9 (0,1) | 23,5 (0,4) |
| 2016:1 | 18,5 (0,7) | | 3,1 (0,0) | 1,1 (0,0) | 1,1 (0,1) | 23,9 (0,9) |
| 2016:2 | 10,3 (3,8) | 0,0 (0,0) | 1,5 (0,0) | 5,4 (2,1) | 2,1 (0,1) | 19,3 (6,0) |
| 2016:3 | 0,1 (7,0) | 0,0 (0,0) | 3,3 (0,0) | 10,6 (0,0) | 2,2 (0,0) | 16,2 (7,1) |
| 2016:4 | 0,0 (1,5) | 0,1 (0,0) | 4,7 (0,0) | 12,5 (0,0) | 4,1 (0,0) | 21,3 (1,6) |
| 2017:1 | 0,0 (2,4) | 0,0 (0,0) | 14,6 (2,4) | 51,5 (0,0) | 1,0 (0,0) | 67,2 (4,9) |
| 2017:2 | 7,4 (4,7) | 4,9 (0,0) | 10,2 (1,5) | 4,6 (0,0) | 0,4 (0,5) | 22,7 (6,7) |
| 2017:3 | 8,4 (3,7) | 5,6 (0,0) | 7,9 (3,5) | 0,0 (0,8) | 0,0 (0,0) | 16,3 (8,1) |
| Samtals | 98,8 (24,5) | 10,7 (0,0) | 51,2 (7,6) | 98,9 (3,0) | 15,0 (1,2) | 264,0 (36,3) |

1. Nýfjárfesting er fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálfyrirtæki hér á landi. Nýfjárfesting og sala hennar eru háðar tilkynningarskyldu til Seðlabanka Íslands skv. lögum nr. 87/1992 og reglum nr. 200/2017, um gjaldeyrismál. 2. Samkvæmt reglum Seðlabankans nr. 490/2016, með síðari breytingum. 3. Meginhluti nýfjárfestingar í óskráðu hlutafé er bein erlend fjárfesting nema á 1. ársfjórðungi 2017 sem kom nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka. 4. Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestingar í fasteignum, innlánnum, útlánnum, sjóðum og öðrum verðbréfum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.