

Í júní 2016 tók Seðlabanki Íslands í notkun fjárstreymistæki sem felur í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldsyris sem berst til landsins. Tækið virkar sem þjóðhagsvarúðartæki sem getur dregið úr hættu á að óhóflegt innflæði fjármagns leiði til uppbyggingar á kerfislægri áhættu í þjóðarþúskapnum.¹ Einn megintilgangur tækisins þegar það var sett á var hins vegar að styrkja miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans yfir í aðra vexti en bera tók á brestum í miðluninni í kjölfar aukins innflæðis erlends fjármagns í innlend óverðtryggð ríkisskuldabréf á seinni helmingi ársins 2015. Brestirnir lýstu sér þannig að vextir ríkisbréfa lækkuðu mikið þrátt fyrir að vextir Seðlabankans hafi verið hækkaðir á sama tíma og peningastefnufnd bankans gaf vísbendingar um að vænta mætti frekari hækkunar þeirra. Innstreymið olli því að aðhald peningastefnunnar kom í meira mæli fram í gegnum hækkun á gengi krónunnar líkt og átti sér stað í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Það getur skapað vanda vegna þess að miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn er jafnan ófyrirsjáanlegri en miðlun um vaxtafarveginn. Upptaka bindiskyldunnar skilaði tilætluðum árangri og skiluðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á ný í vexti ríkisskuldabréfa gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015 (mynd 1).

Því hefur verið haldið fram að þetta markmið bindiskyldunnar hafi ekki náðst nema að hluta og að sjálf upptaka bindiskyldunnar hafi þess í stað torvelað miðlun peningastefnunnar og leitt til þess að vaxtalækkar Seðlabankans frá ágúst 2016 hafi ekki skilað sér í vaxtakjörum til heimila og fyrirtækja líkt og í vexti ríkisskuldabréfa. Bindiskyldan hafi því leitt til of mikils aðhalds og dragi um of úr aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni. Í þessari rammagrein verða þessir þættir teknir til skoðunar.

Vextir sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti ríkisskuldabréfa

Eftirmarkaður með sértryggð skuldabréf viðskiptabanka er töluvert grynri en innlender ríkisskuldabréfamarkaður og seljanleiki þeirra mun minni. Fjárhæð útistandandi bréfa hefur numið um 30% af virði ríkis- og íbúðabréfa á undanförunum misserum og veltan verið um 18% af veltu þeirra. Ávöxtunarkrafa sértryggðra bréfa hefur heilt yfir þróast í takt við ávöxtunarkröfu ríkistryggðra bréfa á undanförunum árum enda myndar markaðurinn með ríkisskuldabréf grunn að verðlagningu á skuldabréfamarkaði. Aukið innstreymi fjármagns árið 2015 leiddi því einnig til þess að brestir tóku að myndast í miðlun peningastefnunnar yfir í vexti sértryggðra bréfa þrátt fyrir að innstreymið hafi einungis farið í ríkisbréf. Líkt og á við um ríkisbréfin virðist miðlun peningastefnunnar í vexti sértryggðra bréfa hafa komist í eðlilegt horf á ný eftir að sérstaka bindiskyldan var tekin upp. Ávöxtunarkrafa bæði stuttra og langra óverðtryggðra og verðtryggðra bréfa hefur í meginatriðum lækkað í takt við vaxtalækkar Seðlabankans að undanförunum gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015 (myndir 2 og 3). Frá miðju síðasta ári hefur ávöxtunarkrafa verðtryggðra sértryggðra bréfa hins vegar ekki lækkað í sama mæli og krafa sambærilegra ríkis- og íbúðabréfa. Líklega má að einhverju leyti rekja þessa þróun til minni viðskipta með sértryggð bréf og einsleitari eigendahóps sem gerir það að verkum að verð bréfanna er tregbreytilegra en verð ríkis- og íbúðabréfa. Auk þess gæti minni eftirspurn lífeyrissjóða eftir bréfunum, samhliða aukinni fjárfestingu þeirra erlendis og aukinni áherslu á útlán til sjóðfélaga, hafa haft áhrif og leitt til hærri

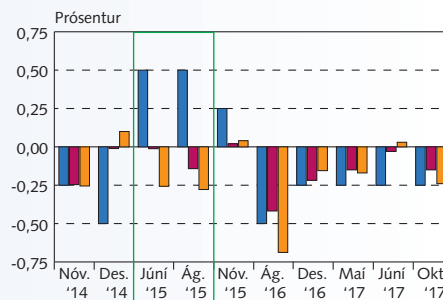
1. Sérstaka bindiskyldan felur í sér að binda þarf 40% af nýju innflæði erlends gjaldsyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnunum í krónum auk hávaxtainsstæðna, á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár. Fjallað er nánar um sérstöku bindiskylduna í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/4 og rammagrein 2 í *Peningamálum* 2017/4.

Rammagrein 1

Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtækja

Mynd 1

Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa

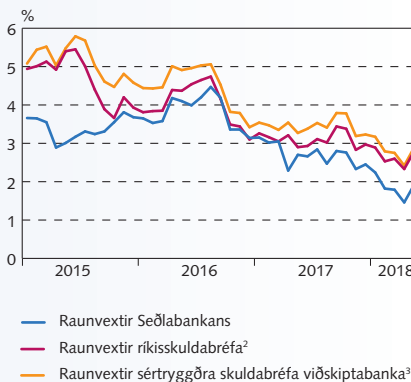


■ Breyting á meginvöxtum
 ■ Samtímakröfubreyting langra ríkisbréfa
 ■ Vikubreyting á kröfu langra ríkisbréfa

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabankans og raunvextir óverðtryggðra markaðsskuldabréfa
 Janúar 2015 - maí 2018¹



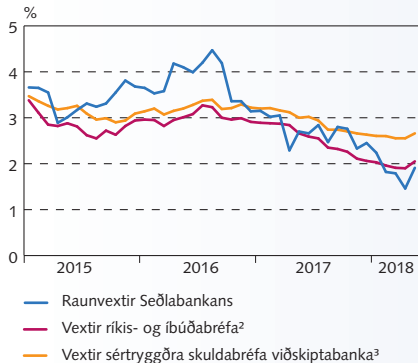
— Raunvextir Seðlabankans
 — Raunvextir ríkisskuldabréfa²
 — Raunvextir sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka³

1. Gögn til og með 11. maí 2018. 2. Ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferlum. 3. Meðalávöxtunarkrafa bréfa með gjalddaga árin 2019-2023.

Heimildir: Kodiac Pro, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Raunvextir Seðlabankans og vextir verðtryggðra markaðsskuldabréfa

Janúar 2015 - maí 2018¹

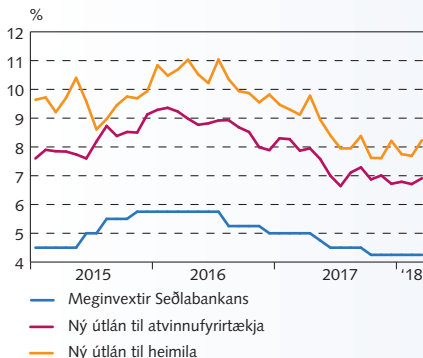
1. Gögn til og með 11. maí 2018. 2. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferlum. 3. Meðalávöxtunarkrafa bréfa með gjalddaga árin 2021-2034.

Heimildir: Kodiac Pro, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meginvextir Seðlabankans og vextir óverðtryggðra útlána viðskiptabanka¹

Janúar 2015 - mars 2018



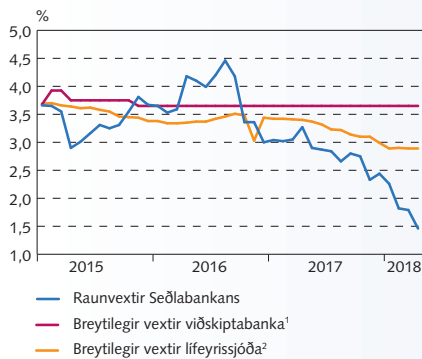
1. Vegni meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja miðað við fjárhæð útlána.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Raunvextir Seðlabankans og vextir verðtryggðra íbúðalána

Janúar 2015 - apríl 2018



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta nýrra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja. 2. Einfalt meðaltal vaxta Almenna Ís., Festu Ís., Frjálsa Ís., Gilda Ís., Ís. starfsm. ríkisins, Ís. Verslunarmanna og Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ávöxtunarkröfu en ella en meirihluti útstandandi sértryggðra bréfa er í þeirra eigu. Þetta er í takt við niðurstöður nýlegrar könnunar Seðlabankans en samkvæmt henni telja markaðsaðilar meginástæðu þess aðávöxtunarkrafa sértryggðra verðtryggðra bréfa hafi ekki lækkað í sama mæli ogávöxtunarkrafa sambærilegra ríkistryggðra bréfa vera hlutfallslega meira framboð af sértryggðum bréfum, einsleitan kaupendahóp og minni ásókn lífeyrissjóða.

Vextir óverðtryggðra lána til heimila hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans ...

Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa í meginatriðum skilað sér í vaxtakjörum til heimila á undanförunum árum og varð engin breyting þar á eftir að sérstaka bindiskyldan var virkjuð (myndir 4 og 5). Vextir óverðtryggðra inn- og útlána lánastofnana hafa lækkað í takt við vaxtalækkanir Seðlabankans líkt og breytilegir vextir verðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða en þeir fylgja í stórum dráttumávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa hins vegar ekki miðlast í vexti annarra verðtryggðra lána í jafn ríkum mæli, en miðlunin er að jafnaði veikari í lengri verðtryggðra íbúðalánavexti og varð engin breyting þar á eftir virkjun bindiskyldunnar. Vextir verðtryggðra útlána viðskiptabanka til heimila hafa engu að síður lækkað á undanförunum árum og nánast aldrei verið lægri. Aukin notkun heimila á óverðtryggðum lánnum og aukin hlutdeild lífeyrissjóða í húsnæðislánum hafa styrkt miðlun vaxta Seðlabankans yfir í vaxtakjör heimila og hefur hin sérstaka bindiskylda engu um það breytt.

... og bindiskyldan hefur ekki haft áhrif á aðgengi heimila að lánsfé

Ekki er heldur að sjá að sérstaka bindiskyldan hafi haft einhver áhrif á aðgengi heimila að lánsfé. Eins og fjallað er um í kafla III hafa útlán lánakerfisins til heimila vaxið um 5½% að nafnvirði milli ára að undanförunum samanborið við um 1-2% ársvöxt meginhluta ársins 2016 og nánast engan vöxt á árinu 2015 sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaradgerða stjórnvalda.

Vextir nýrra útlána til atvinnufyrirtækja hafa í meginatriðum fylgt vöxtum Seðlabankans ...

Þorri nýrra útlána til atvinnufyrirtækja í íslenskum krónum er óverðtryggð lán á breytilegum vöxtum. Frá ársbyrjun 2015 nema þau t.d. um 85% af heildarútlánnum stóru viðskiptabankanna þriggja til atvinnufyrirtækja (tafla 1). Eins og myndir 4 og 6 sýna hafa vextir þessara lána lækkað í takt við meginvexti Seðlabankans. Frekari sundurgreining eftir lengd og fjárhæðum lána sýnir að meðalvextir allra flokka óverðtryggðra lána til fyrirtækja hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans, hvort sem um er að ræða lán að fjárhæð undir 40 m.kr. til eins árs eða yfir 160 m.kr. til tíu ára. Litlar breytingar hafa aftur á móti orðið á vöxtum verðtryggðra lána til fyrirtækja en slík lán eru fátíð: frá ársbyrjun 2015 hefur hlutdeild verðtryggðra fyrirtækjalána í íslenskum krónum t.d. einungis numið um 15% af

Tafla 1 Ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja í íslenskum krónum til atvinnufyrirtækja (ma.kr.)

Ár	Óverðtr. lán	Verðtr. lán	Samtals	Br. vextir	Fastir vextir	Samtals
2015	460,2	86,8	547,0	495,8	51,2	547,0
2016	461,0	76,4	537,4	515,7	21,7	537,4
2017	590,2	93,3	683,6	657,8	25,7	683,6
Samtals	1.511,4	256,5	1.768,0	1.669,4	98,6	1.768,0

Heimild: Seðlabanki Íslands.

heilðarútlánnum stóru bankanna þriggja til þeirra og þar af bera um 38% af þeim fasta vexti. Hlutdeild annarra tegunda útlána í krónum hefur að sama skapi verið hverfandi.

... og aðgengi fyrirtækja að lánsfé virðist eðlilegt

Eins og fjallað er um í kafla III hafa útlán lánakerfisins til fyrirtækja aukist töluvert að undanfögnu. Þau jukust um 3,9% að nafnvirði milli ára á árinu 2016 og um 6,1% að nafnvirði í fyrra eftir samfelldan samdrátt á árunum 2010-2015. Á fyrsta fjórðungi þessa árs mældist ársvöxturinn 9,7% að nafnvirði og hefur ekki verið meiri í um áratug. Útlánaaukningin hefur að undanfögnu einkum verið til þjónustufyrirtækja, sérstaklega fasteignafélaga, fyrirtækja í byggingariðnaði og til atvinnugreina tengdra ferðapjónustu sem endurspeglar mikla fjárfestingu í þeim geirum. Fjárfesting fyrirtækja hefur jafnframt vaxið hratt á undanfögnu árum (sjá kafla IV). Miðað við þessa þróun og í ljósi þeirrar almennu spennu sem hefur verið í þjóðarþúskapnum er erfitt að halda því fram að upptaka sérstöku bindiskyldunnar hafi leitt til of aðhaldssamrar peningastefnu eða þrengrt um of að gengi innlendra fyrirtækja að lánsfé.

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa fyrirtækja hefur hins vegar lítið breyst

Markaður með skuldabréf atvinnufyrirtækja er mjög grunnur samanborið við innlendan ríkisskuldabréfamarkað og markað með sértryggð bréf viðskiptabanka en meirihluti þeirra eru verðtryggð skuldabréf. Velta með skuldabréf fyrirtækja hefur numið um 1% af veltu ríkis- og íbúðabréfa undanfarin misseri. Markaðsskuldabréf fyrirtækja innanlands námu um 15% af heildarskuldum fyrirtækja í árslok 2017 og er stór hluti þeirra útgefinn af fyrirtækjum í opinberri eigu (mynd 7). Einnig eru fá bréf með viðskiptavakt sem hefur hamlandi áhrif á virkni verðmyndunar á markaðnum.

Af skuldabréfum fyrirtækja er mest velta með skuldabréf fasteignafélaga en afar lítil viðskipti eru með önnur bréf og litlar breytingar hafa orðið á ávöxtunarkröfu þeirra. Ávöxtunarkrafa skuldabréfa fasteignafélaga hefur ekki fylgt vaxtalækkunum Seðlabankans í sama mæli og krafa sambærilegra verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa eða sértryggðra bréfa viðskiptabanka. Lækkun varð þó á kröfu þeirra frá seinni hluta síðasta árs en ekki jafn mikil og á öðrum skuldabréfum (mynd 8). Auk þess sem lítil virkni markaðarins hefur þar áhrif er ýmislegt sem torveldar samanburðinn. Ólíkt ríkis- og íbúðabréfum hafa flest skuldabréf fasteignafélaganna uppgreiðsluheimild fyrir lokagjalddaga og endurtekin útgáfa í sömu flokka þegar mislangt er í að heimilt sé að gera bréfin upp á pari gerir það að verkum að erfitt er að bera þau saman. Þá gætu markaðsaðilar talið að mótaðilaáhætta hafi aukist í ljósi þess að hægt hefur á hækkun húsnæðisverðs sem hefur leitt til lækkunar á gengi hlutabréfa félaganna.

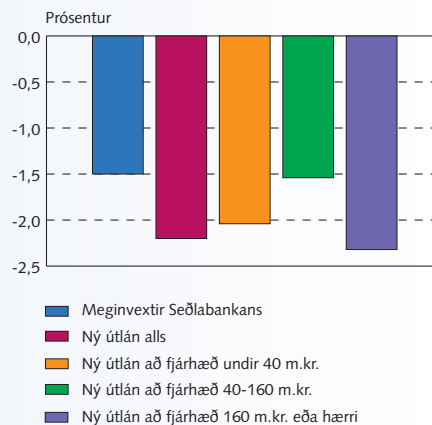
Eðli markaðar með fyrirtækjaskuldabréf, takmörkuð stærð hans og einsleitni fyrirtækja sem um ræðir veldur því að erfitt er að meta virkni miðlunar peningastefnunnar í vaxtakjöri fyrirtækjaskuldabréfa en ljóst er að hún er minni en í öðrum skuldabréfum. Lítil breyting hefur þó orðið þar á eftir að sérstaka bindiskyldan var virkjuð og hefur markaðurinn verið lítið virkur í langan tíma enda sækir stór hluti innlendra fyrirtækja ytri fjármögnun yfirleitt í gegnum lánsfé frekar en útgáfu markaðsskuldabréfa.

Samantekt

Upptaka hinnar sérstöku bindiskyldu sumarið 2016 virðist hafa skilað tilætluðum árangri og eflit miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans út í vexti ríkisskuldabréfa og sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka

Mynd 6

Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á vexti nýrra óverðtryggðra útlána til fyrirtækja¹
Júlí 2016 - desember 2017

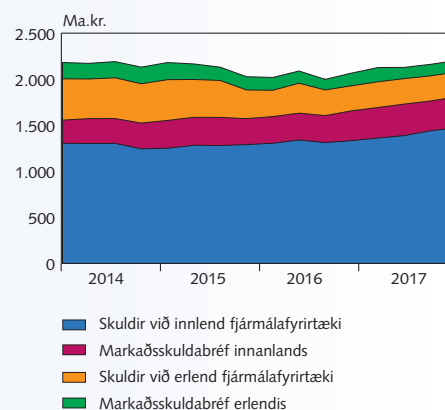


1. Vagnir meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja með breytilegum vöxtum til atvinnufyrirtækja. Vextirnir eru vagnir m.v. fjárhæð útlána.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Skuldir fyrirtækja

1. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017

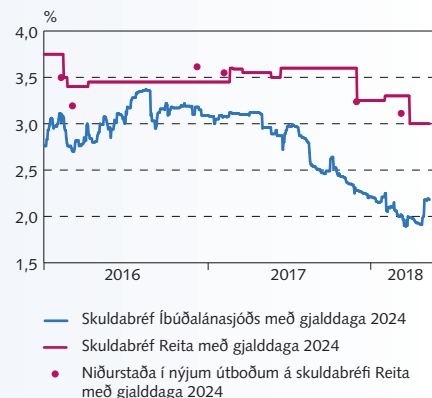


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa íbúðalánasjóðs og Reita fasteignafélags

1. janúar 2015 - 11. maí 2018



Heimildir: Reitir fasteignafélag hf., Kodiak Pro, Seðlabanki Íslands.

gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015. Einnig hafa vaxtabreytingar bankans skilað sér með eðlilegum hætti til þorra lánaforma til heimila og fyrirtækja eftir að bindiskyldan var virkjuð. Miðlunin er þó eins og áður missterk eftir lánaformum. Eins og búast má við er hún sterkust í breytilega vexti óverðtryggðra lána til heimila og fyrirtækja en þorri nýrra lána til fyrirtækja er af þeim toga. Vægi þessa lánaforms hefur einnig aukist hjá heimilum. Miðlunin hefur verið síðri í vexti verðtryggðra lána viðskiptabanka.

Erfitt er að finna haldbær rök fyrir því að sérstaka bindiskyldan hafi á einhvern hátt haft áhrif á þessa þróun enda hefur virkni miðlunarinnar yfir í þessi lánaform lítið breyst eftir að bindiskyldan var virkjuð. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa að jafnaði t.d. minni áhrif á verðtryggða vexti en óverðtryggða óháð bindiskyldunni. Þá er erfitt að tengja þróun í vaxtaálagi á fyrirtækjaskuldabréf, þ.e. vexti þeirra í hlutfalli við vexti ríkisskuldabréfa, við upptöku sérstöku bindiskyldunnar þar sem hún ætti ekki að breyta hlutfallslegum vöxtum þeirra bréfa sem undir hana heyra, sérstaklega ekki ef innstreymi fjármagns sótti ekki áður í tiltekin skuldabréf. Ein af meginrökum þess að bindiskyldan nái til innflæðis í öll rafrænt skráð skuldabréf eru einmitt þau að lágmarka mögulega bjögun í verðlagningu ólíkra tegunda skuldabréfa. Líklega eru aðrar skýringar nærtækari á þróun vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf eins og rakið var hér að framan. Að lokum er erfitt að finna þeirri fullyrðingu stað í gögnunum að sérstaka bindiskyldan hamli aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni enda hefur útlánavöxtur til heimila og fyrirtækja aukist á undanförunum misserum og ekki verið meiri í áratug. Að sama skapi hefur einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting vaxið mjög að undanförunu og útlit er fyrir að hún haldi áfram að vaxa á þessu ári.