



14. mars 2018

Yfirlýsing seðlabankastjóra varðandi sérstaka bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi sem gefin var á kynningarfundum um vaxtaákvörðun

Í rammagrein í *Peningamálum* sem gefin voru út í nóvember síðastliðnum kom fram sú afstaða Seðlabankans að hin sérstaka bindiskylda á fjármagnsinnstreymi yrði óbreytt enn um sinn þar sem vaxtamunur gagnvart útlöndum væri enn verulegur. Jafnframt lýsti bankinn þeirri skoðun sinni að sérstaka bindiskyldan yrði lækkuð svo fljótt sem aðstæður myndu leyfa og að því skyldi stefnt að hún yrði að jafnaði ekki virk. Þessi afstaða bankans hefur ekki breyst enda stutt um liðið og vaxtamunur hefur lítið breyst síðan í nóvember.

Að undanfögnu hefur verið sett fram gagnrýni á ofangreinda afstöðu en einnig á útfærslu og framkvæmd sérstöku bindiskyldunnar. Seðlabankinn telur eðlilegt að meta hvort eða í hve ríkum mæli þessi gagnrýni á rétt á sér og kanna hvort mögulegt er að bregðast við með úrbótum. Gagnrýnin hefur einkum verið tvenns konar. Í fyrsta lagi er því haldið fram að hin sérstaka bindiskylda hafi stuðlað að hærri vöxtum og að í ljósi slaknandi spennu sé fremur ástæða til að örva erlenda fjárfestingu heldur en hitt. Jafnvel hefur verið fullyrt að síðustu vaxtalækkarnir Seðlabankans hafi ekki skilað sér í lægri vöxtum fyrir heimili og fyrirtæki. Í öðru lagi hefur tæknileg útfærsla bindiskyldunnar sætt gagnrýni, m.a. hvað varðar eignaflokka sem falla undir bindiskyldu og hugsanleg neikvæð áhrif á virkni einstakra markaða.

Að hin sérstaka bindiskylda hafi stuðlað að hærri vöxtum hér á landi en ella er ekki vel grunduð gagnrýni. Það var beinlínis markmið bindiskyldunnar að beina aðhaldi peningastefnunnar í ríkari mæli í vaxtafarveginn fremur en gengisfarveginn. Rökunum fyrir bindiskyldu verður því tæpast beitt gegn henni. Án hennar væru vextir hér á landi vissulega lægri en þeir eru um þessar mundir en gengi krónunnar væri einnig hærra því miðlun peningastefnunnar hefði í ríkari mæli verið beint um gengisfarveginn. Mat bankans er að við núverandi aðstæður væri það óheppileg blanda enda er raungengi um þessar mundir mjög hátt í sögulegu samhengi og ef það hækkaði mikið meira myndi því fylgja aukin áhætta og álag á útflutningsatvinnuvegi. Þau áhrif yrðu að vísu að öllum líkindum tímabundin enda benda bæði hagfræðilegar kenningar og tölfræðirannsóknir til þess að fjárstreymistæki af þessu tagi hafi ekki til lengdar áhrif á raungengi, ekki frekar en peningastefna almennt. En tímabundin hækkun raungengis getur eigi að síður valdið

skaða við núverandi aðstæður í töluverðan tíma og aukið líkur á gengis-
óstöðugleika síðar.

Farið er að slakna á spennu í þjóðarbúskapnum. Hún þó enn veruleg og ekki tilefni til að grípa til sérstakra aðgerða til að örva eftirspurn, hvort sem það er með örvun erlendra fjárfestingar eða með öðrum hætti. Það eru því ekki rök fyrir slökun á bindiskyldunni nú að það þurfi að örva þjóðarbúskapinn. Slíkar aðstæður geta hins vegar auðvitað skapast síðar.

Á nýloknum fundi peningastefnufndar var farið yfir ítarleg gögn um vaxtaþróun mismunandi lánaforma sem standa heimilum og fyrirtækjum til boða en einnig var skoðuð vaxtaþróun á skuldabréfamarkaði. Erfitt er að finna þeirri fullyrðingu stað í gögnunum að vaxtalækkar Seðlabankans hafi ekki miðlast í aðra vexti vegna hinnar sérstöku bindiskyldu. Þvert á móti hefur miðlun í útlánsvexti og vexti ríkisskuldabréfa verið eðlileg (sjá glæru). Það ætti ekki að koma á óvart því almennt er viðurkennt að miðlun peningastefnunnar eftir vaxtafarveginum verður sterkari þegar tæki eins og sérstöku bindiskyldunni er beitt. Í þessu sambandi hefur m.a. verið vísað til hækkunar vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf (þ.e. vexti á fyrirtækjaskuldabréfum í hlutfalli við vexti á ríkisskuldabréfum). Erfitt er hins vegar að tengja þá þróun bindiskyldunni því álagning sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi ætti ekki að breyta hlutfallslegum vöxtum skuldabréfa sem undir hana heyra, sérstaklega ekki ef innstreymið sótti ekki áður í þau skuldabréf sem eru að lækka. Líklega eru aðrar skýringar nærtækari á þessu, svo sem aukin mótaðilaáhætta sem birtist í lækkun hlutabréfa-verðs þeirra fyrirtækja sem gefa út bréfin og, í tilfelli fasteignafélaga, í horfum á minni hækkun fasteignaverðs. Þá gætu lífeyrissjóðir verið að draga úr eftirspurn sinni eftir þessum bréfum, m.a. vegna aukinna fjárfestinga erlendis. Að lokum er rétt að nefna að hér er um verðtryggð bréf að ræða með tiltölulega litla veltu og seðlabankavextir hafa alltaf minni áhrif á þá en óverðtryggða vexti og hefur það ekkert með sérstaka bindiskyldu að gera.

Annars konar gagnrýni hefur komið fram á bindiskylduna sem lýtur að tæknilegri útfærslu hennar og eignaflokkunum sem hún nær til. Seðlabankinn telur eðlilegt að fara yfir það mál og er sú vinna hafin. Afmörkun bindiskyldunnar tók mið af mati á virkni hennar en einnig komu sniðgöngusjónarmið til sögunnar. Þannig lá það sjónarmið að baki því að bindingin væri einungis til eins árs að áhrifin yrðu þá mest á fjárfestingu sem ætla má að skammtímasjónarmið ráði mestu um og því líklega fremur tengda hreinum vaxtamunaviðskiptum en annað fjármagnsinnstreymi.

Seðlabankinn hefur skoðað og mun fara betur yfir þessi atriði á næstunni í samhengi við vinnu við mótun stefnu um framtíðarfyrirkomulag bindiskyldunnar og endurskoðun á framkvæmd hennar sem staðið hefur yfir um nokkurt skeið. Meginástæða endurskoðunarinnar er að Seðlabankinn telur mikilvægt að hægt verði að beita sérstakri bindiskyldu á innstreymi erlends fjármagns ef aðstæður krefjast þess eftir að takmarkanir sem enn

er að finna í lögum um gjaldeyrismál hafa verið felldar niður. Undirbúningur tillagna þar að lútandi stendur yfir og gætu þær komið til framkvæmda á síðustu mánuðum ársins en Alþingi hefur lokaorðið í þeim efnum. Það gæti verið heppilegur tímunktur til að gera breytingar á framkvæmd bindiskyldunnar.

Helstu niðurstöður þessarar vinnu hingað til voru kynntar á nýliðnum fundi peningastefnunefndar. Þar voru einnig rædd önnur atriði sem lúta að sérstöku bindiskyldunni. Samkvæmt lögum eru breytingar á bindiskyldunni gerðar af Seðlabanka Íslands og að fengnu samþykki fjármála- og efnahagsráðherra. Seðlabankinn hefur hins vegar talið eðlilegt í ljósi náinna tengsla á milli hinnar sérstöku bindiskyldu og miðlunarferlis peningastefnunnar að breytingar á henni verði aðeins gerðar að höfðu samráði við peningastefnunefnd.

Samantekið er það afstaða Seðlabankans að ekki sé að svo komnu máli tilefni til að slaka á hinni sérstöku bindiskyldu. Þær aðstæður munu hins vegar skapast á næstu misserum ef spár ganga eftir og aðstæður á erlendum fjármálamörkuðum breytast eins og nú er búist við, og fyrr ef einhverjir þeir atburðir verða sem valda því að spenna slaknar hraðar og sérstaklega ef hún snýst í slaka. Seðlabankinn og peningastefnunefnd vaka yfir framvindunni og leggja til viðbrögð eftir því sem við á og tilefni gefst til. Almennt má segja að aðstæðurnar til slökunar batni eftir því sem vaxtamunur minnkar, gengi lækkar eitthvað og spenna slaknar.