



FJÁRMÁLA- STÖÐUGLEIKI

2006

Efnisyfirlit

- 3 *Inngangur*
Vandasöm sigling framundan
- 7 *Þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaðir*
Ójafnvægi skapar erfiðari skilyrði
Rammagreinar:
Ójafnvægi í heimbúskapnum 8
Skuldatryggingar (CDS) 27
Yfirtökunefnd 29
Markaðstorg fjármálagerna 30
Stjórnunarhættir og fjárfestingartengsl 32
Íbúðalánasjóður 34
Viðaukar:
Hermanir með þjóðhagslíkani 37
Erlendar eignir og skuldir 42
- 47 *Fjármálafyrirtæki*
Góð lausa- og eiginfjárstaða mikilvæg
Rammagreinar:
Nýjar eiginfjárreglur 58
Álagspróf Fjármálaeftirlitsins 63
Viðaukar:
Mat á mögulegu útlánatapi 64
Lánshæfismat viðskiptabankanna 69
- 79 *Greiðslu- og uppgjörskerfi*
Agi í umgjörð og starfsháttum
Rammagreinar:
Íslensk greiðslu- og uppgjörskerfi 81
Peningaþvætti 85
- 89 *Viðlagamál og samstarf stjórnvalda*
- 95 *Varúðarreglur Seðlabankans*

Í fjármálastöðugleika felst að fjármálakerfið geti staðist áföll í efnahagslífi og á fjármálamörkuðum, miðlað lánsfé og greiðslum og dreift áhættu með viðhlítandi hætti.

Tilgangur ritsins um fjármálastöðugleika er:

- að stuðla að upplýstri umræðu um stöðugleika fjármálakerfisins, þ.e. um styrk þess og hugsanlega veikleika, áhættu sem því kann að vera búin bæði af þjóðhagslegum og rekstrarlegum toga, og viðleitni til að efla viðnámsprótt þess;
- að greining Seðlabankans nýtist þátttakendum á fjármálamarkaði við eigin áhættustýringu;
- að skýra hvernig Seðlabankinn vinnur að þeim verkefnum sem honum eru falin í lögum og varða virkt og öruggt fjármálakerfi.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Tryggvi Pálsson, formaður

Ingimundur Friðriksson

Arnór Sighvatsson

Jónas Þórðarson

Sturla Pálsson

Sveinn E. Sigurðsson

Tómas Örn Kristinsson

Rannveig Sigurðardóttir

Bernard Scudder

Helga Guðmundsdóttir

2. rit. 4. maí 2006

Prentun og bókband: Gutenberg ehf.

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1670-5831

Öllum er frjálst að nota efni úr ritinu en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Inngangur

Vandasöm sigling framundan

Niðurstaða greiningar Seðlabankans fyrir ári var að þrátt fyrir að íslenska fjármálakerfið væri á mikilli siglingu og yrði að glíma við ójafnvægi í þjóðarbúskap næstu árin væri það í meginatriðum traust. Þessi niðurstaða bankans stendur óbreytt en boðarnir framundan eru nú sýnilegri og meiri. Viðbrögð við breyttum aðstæðum eru þegar hafin. Mikilvægt er að þétt sé haldið um stjórnvölinn og gætt fyllstu varfærni.

Viðfangsefni ritsins *Fjármálastöðugleiki* er að meta getu fjármálakerfisins til að mæta hugsanlegu áfalli. Horft er til stöðu fjármálafyrirtækja, rekstrarskilyrða þeirra, regluumgjarðar og eftirlits. Fjallað er um stöðu heimila og fyrirtækja og hættu sem þeim kynni að vera búin af t.d. lækkun tekna, verðlækkun fasteigna og hlutabréfa sem og aukinni verðbólgu eða sveiflum í gengi gjaldmiðla. Áhætta verður ætíð fyrir hendi, sérstaklega á umbrotatímum, en lágmarka þarf líkur á að brestur verði í starfsemi mikilvægra fjármálafyrirtækja sem skaðað gæti afkastagetu efnahagslífsins.

Meginbreytingarnar frá síðustu greiningu bankans á fjármálastöðugleika eru af tvennum toga. Annars vegar jókst ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Seðlabankinn hefur brugðist við verðbólguþrýstingi af völdum ört vaxandi eftirspurnar með verulegri hækkun stýrivaxta. Hins vegar urðu umskipti í fjármögnun viðskiptabankanna á erlendum skuldabréfamarkaði. Margt bendir til að aðgengi að fjármagni og kjör verði ekki eins hagstæð og að undanförunu. Þess utan hafa orðið breytingar sérstaklega gagnvart íslensku bönkunum. Þeir hafa vaxið hratt og sóttu mikið lánsfé á alþjóðlegan skuldabréfamarkað á liðnu ári. Breyttar aðstæður krefjast þess að þeir hægi á vextinum.

Ytri skilyrði þjóðarbúsins eru góð og á heildina litið stöðug. Ójafnvægi í heimsbúskapnum hefur þó aukist sem gæti haft í för með sér breytingar á erlendum fjármálalegum skilyrðum. Horfur í efnahagsmálum á helstu markaðssvæðum íslenskra fyrirtækja eru þó enn ágætar, eftirspurn er stöðug og verð á mikilvægum útflutningsafurðum hátt.

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum getur grafið undan stöðugleika. Snöggar gengisbreytingar í kjölfar mikils viðskiptahalla og verðlækkun eigna gætu haft töluverð áhrif á skuldsett heimili og fyrirtæki og á rekstrarskilyrði íslenskra fjármálafyrirtækja. Þótt Seðlabankinn hafi gert ráð fyrir að gengi krónunnar myndi lækka hefur það nú gerst bæði fyrr og hraðar en vonast var til. Til lengri tíma litið er sú breyting holl enda var gengið orðið töluvert hærra en samrýmst gat jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Verð hlutabréfa hefur einnig lækkað töluvert frá hæstu stöðu og eftir hraða hækkun undanfarin misseri.

Skuldir íslenskra heimila nema nú tvöföldum ráðstöfunartekjum þeirra og hafa aldrei vaxið meira en á síðasta ári. Samt hefur greiðsluþyrði heimila ekki vaxið því að lánstími hefur lengst og vextir lækkað. Óverulegur hluti skulda heimila er í erlendum gjaldeyri. Eignir heimila jukust á liðnu ári umfram skuldir og þar með hrein eign þeirra.

Íbúðaverð er hins vegar orðið mjög hátt, einkum með hliðsjón af byggingarkostnaði og leiguverði. Lækkun fasteignaverðs gæti valdið þrengingum hjá þeim sem lengst hafa gengið í skuldsettum kaupum, ekki síst ef ráðstöfunartekjur lækka tímabundið og atvinnuhorfur versna.

Afkoma og staða fyrirtækja virðist almennt góð. Skuldir þeirra hækkuðu að vísu sem aldrei fyrr á liðnu ári en fjárfesting erlendis skýrir stóran hluta aukningarinnar. Hækkun vaxta og vaxtaálags og lækkun gengis krónunnar og verðs hlutabréfa geta breytt stöðu margra fyrirtækja til hins verra, ekki síst þeirra sem eru skuldsettust. Útflutningsfyrirtæki munu njóta góðs af gengislækkun krónunnar og gildir það um flest skráð fyrirtæki. Skilyrði ýmissa fyrirtækja á innlendum markaði, t.d. í byggingarstarfsemi, munu að sama skapi versna. Á heildina litið eiga heimili og fyrirtæki að geta axlað skuldabyrði sína en svigrúm þeirra þrengist.

Seðlabankinn hefur eindregið mælt með því að skipulagið íbúðalána verði breytt og að ríkið dragi úr beinni þátttöku sinni. Samkeppni á þessum markaði er eftirsóknarverð og bankar og sparisjóðir geta styrkt stöðu sína til langs tíma litið með því að veita íbúðalán. Seðlabankinn mælti gegn rýmkun útlánareglna íbúðalánasjóðs árið 2004 ekki síst vegna tímasetningar hennar. Bankar og sparisjóðir töldu að sér þrengt og brugðust við með stórhækkuðum útlánnum og lengingu lána. Afleiðingin varð mikil skuldaaukning heimila, hækkun fasteignaverðs, aukin neysla, mikill innflutningur og tilheyrandi viðskiptahalli. Vaxtamyndun á íbúðalánamarkaði hefur verið óeðlileg og fjármögnun banka og sparisjóða ekki í nægilegu samræmi við skilmála veittra lána. Núverandi staða er óviðunandi og brýnt að hrinda breytingum í framkvæmd sem fyrst.

Staða stóru viðskiptabankanna skiptir mestu á fjármálamarkaði. Arðsemi þeirra hefur verið með ágætum og eiginfjárstaðan er sterk. Óvenju há arðsemi bankanna á liðnu ári og í upphafi þessa árs skýrist að töluverðu leyti af gengishagnaði og arðstekjum en þótt þessir liðir væru undanskildir var rekstrarafkoma þeirra engu að síður mjög góð. Sama má segja um sparisjóðina en umhugsunarefni er að hreinar vaxtatekjur hafa minnkandi vægi í rekstri þeirra.

Heildarútlánnum samstæðna viðskiptabankanna í lok síðasta árs var að tveimur þriðju hlutum veitt til erlendra lánþega og langtærstum hluta þeirra til viðskiptamanna á Norðurlöndunum. Nánast öll útlán til erlendra aðila eru bundin við svæði þar sem stöðugleiki ríkir og efnahagsástand er gott. Á hinn bóginn er aukning útlána til innlendra aðila langt umfram það sem getur samræmst stöðugleika. Þótt útlán standist sett gæðaviðmið eykur hröð útlánaaukning líkur á töpum síðar. Hún var áfram hröð á fyrstu mánuðum ársins og enn sjást ekki skýr merki um breytingu til hins betra.

Lánsfjármögnun hlutabréfakaupa og framvirkir samningar um kaup á íslenskum hlutabréfum fela í sér sérstaka áhættu, einkum vegna smæðar markaðarins. Þótt þessi viðskipti séu af sama toga og tíðkast erlendis þurfa bankarnir að gæta sín á umfangi og tímalengdum þessara viðskipta. Eigin áhætta bankanna í hlutabréfum jókst á síðasta ári að teknu tilliti til framvirkra samninga. Stórar áhættuskuldbindingar hækkuðu einnig, en hlutfall þeirra af eigin fé bankanna lækkaði.

Öflugur rekstur íslensku bankanna og batnandi lánshæfiseinkunn þeirra og íslenska ríkisins hefur tryggt góðan aðgang íslenskra fjármálafyrirtækja að erlendum lánsfjármörkuðum á undanförunum árum. Það aðgengi hefur verið óspart notað og þau hafa því orðið háðari fjármögnun á markaði. Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, hraður vöxtur bankanna og neikvæð umfjöllun að undanförunu hefur orðið til þess að erlendir fjárfestar meta áhættu nú meiri en áður. Hærrí ávöxtunarkrafa á eftirmarkaði skuldabréfa bankanna og fyrir skuldatryggingar er vísbinding um að fjármagnskostnaður þeirra fari hækkandi. Einhver breyting af því tagi þarf ekki að vera óeðlileg en á óvart kemur hve hátt krafan hefur farið fram úr kjörum sambærilegra banka með svipað lánshæfismat. Í breyttu áhættumati á markaði felast ákveðin skilaboð og mun það fyrr eða síðar auka fjármagnskostnað viðskiptavina þeirra.

Verulegur samdráttur í efnahagslífinu gæti dregið úr stöðugleika fjármálakerfisins. Mikil lækkun eignaverðs, gengislækkun krónunnar og hækkun erlendra vaxta samtímis myndi leiða til snarpari aðlögunar en ella. Útreikningar byggðir á þjóðhagslíkani Seðlabankans styðja þá ályktun. Álagspróf Fjármálaeftirlitsins og mat Seðlabankans á mögulegu útlánatapi benda hins vegar eindregið til þess að eiginfjárstaða bankanna sé það sterk að hún geti vel staðið af sér verulegt efnahagsáfall þar sem saman færu mjög alvarlegir skellir.

Áfram er unnið að þróun innlendra fjármálamarkaða með tækniframförum og agavaldi reglna. Velta á mörkuðum, að skuldabréfamarkaði undanskildum, hefur aukist en smæð þeirra er eftir sem áður veikur blettur í starfsemi þeirra. Af þeim sökum eru meiri líkur en ella á ýktum sveiflum. Á hlutabréfamarkaði hefur yfirtökunefnd tekið til starfa, birt nokkra úrskurði en hefur enn sem komið er ekki sannað gildi sitt. Skuldabréfamarkaðurinn hefur ekki þróast sem skyldi. Óeðlileg staða á íbúðalánamarkaði ræður hér miklu. Íbúðalánasjóður hefur minni þörf fyrir skuldabréfaútgáfu vegna uppgreiðslna eldri lána og bankar og sparisjóðir hafa ekki talið ráðlegt við núverandi skilyrði að fara í sambærilega skuldabréfaútgáfu til eigin fjármögnunar.

Seðlabankinn hefur á síðustu misserum beint sjónum sínum að rekstraráhættu í greiðslu- og uppgjörskerfum og beitt sér fyrir úrbótum. Reynslan af rekstri kerfanna er góð og líkur á alvarlegum áföllum litlar. Engu að síður þarf að skerpa verkaskiptingu aðila sem að kerfunum standa og styrkja skipulag þeirra og viðbúnað. Framundan er m.a. að setja heimildarlása í jöfnunarkerfið sem annast smærri greiðslur, láta gjaldtöku í stórgreiðslukerfinu endurspeglar kostnað þess og halda fleiri viðlagaæfingar.

Á liðnum árum hafa stjórnvöld byggt upp trausta umgjörð laga, reglna og eftirlits með fjármálastarfsemi sem stenst samanburð við það sem best gerist í nágrennaríkjum. Þann árangur má m.a. sjá af úttektum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á stöðugleika íslenska fjármálakerfisins og umsögnum alþjóðlegra matsfyrirtækja. Í viðauka þessarar skýrslu er vikið að samstarfi stjórnvalda um fjármálastöðugleika og viðlagamál. Við eðlilegar aðstæður eru ekki líkur á erfiðleikum í starfsemi banka sem eru traustir og stýra lausafé og áhættu vel. Með fjárfestingu sinni erlendis hafa íslensku bankarnir breytt eðli sínu og dreift áhættu. Þeir

hafa sótt á ný mið og skipa nú flokk fjölþjóðlegra banka. Samstæður þeirra eru með höfuðstöðvar á Íslandi og þaðan er stjórnað lausafjárstöðu og áhættu. Sú stjórnun er á ábyrgð eigenda bankanna og þeirra stjórnenda sem þeir ráða. Þeirra er að axla ábyrgð á rekstrinum og rísa undir áföllum sem verða kunna með sama hætti og þeir njóta ávinnings þegar vel gengur. Fjármálaáfall geta á hinn bóginn haft viðtækari afleiðingar. Þess vegna huga stjórnvöld á Íslandi sem annars staðar að viðbúnaði á fjármálamarkaði og gera opinskátt og opinberlega grein fyrir sjónarmiðum sínum.

Stórstígar framfarir síðustu ára hafa skapað mikil verðmæti fyrir þjóðina og tekjuhorfur eru góðar til lengri tíma litið. Vettvangur athafna er markaðskerfi með umgjörð stjórnvalda sem er sambærileg við það sem best gerist í Evrópu. Staða ríkissjóðs Íslands er afar sterk og sveigjanleiki og viðbragðskraftur íslensks efnahagslífs er mikill. Örrí framþróun fylgja gjarnan vaxtarverkir. Löngu tímabært er að hægja á ferðinni til að ná betra jafnvægi í fjármálum heimila og fyrirtækja, þ.m.t. fjármálafyrirtækja. Taka þarf tillit til aðstæðna og skilaboða um að draga þurfi úr áhættu. Þá mun vel farnast.

Þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaðir

Ójafnvægi skapar erfiðari skilyrði fyrir fjármálastöðugleika

Þjóðhagslegt ójafnvægi hefur aukist frá því að ritið Fjármálastöðugleiki kom síðast út fyrir ári. Fasteignaverðlag er mun hærra en þá, viðskiptahallinn í fyrra reyndist meiri en spáð var og raungengi hækkaði enn frekar, en lækkaði síðan hratt framan af yfirstandandi ári. Undanfarna mánuði hefur dregið úr hækkun fasteignaverðs og gæti raunverð fasteigna verið nálægt hámarki. Jafnframt benda endurskoðaðar tölur um íbúðafjárfestingu til þess að framboð íbúðarhúsnæðis hafi aukist meira en áður var talið, en mikið framboð á næstu árum gæti stuðlað að hjöðnun íbúðaverðs. Skuldir einstaklinga, fyrirtækja og þjóðarbúsins í heild hafa aldrei aukist jafn hratt og á sl. ári. Hið sama á reyndar við um eignirnar sem jukust meira en skuldir. Skuldasöfnun fyrirtækja og þjóðarbúsins skýrist að stórum hluta af kaupum á erlendu hlutafé og erlendum útlánum bankakerfisins. Eigi að síður jukust hreinar skuldir þjóðarbúsins verulega í fyrra. Erlend fjármálaleg skilyrði hafa verið óvenju hagstæð undanfarin ár og gert innlendum fjármálastofnunum kleift að viðhalda hraðri útlánaaukningu lengur en ella. Seðlabankinn hefur oft bent á að fjármálaleg skilyrði gætu versnað á sama tíma og óhjákvæmileg aðlögun á sér stað í íslenskum þjóðarbúskap. Flest bendir til þess að erlendir vextir hækki á næstunni. Það hefur leitt til þess að áhættumat fjárfesta hefur breyst og erlend fjármálskilyrði versnað. Fjárfestar, sem á undanförunum árum hafa tekið á sig meiri áhættu í leit að betri ávöxtun, eru byrjaðir að losa stöður sem þeir telja áhættusamar. Íslenska krónan varð fyrir barðinu á þessari viðhorfsbreytingu á fyrstu mánuðum ársins, enda ójafnvægi í þjóðarbúskapnum mikið.

Þjóðhagsleg skilyrði fjármálastöðugleika

Alþjóðleg skilyrði fjármálastöðugleika áfram nokkuð góð

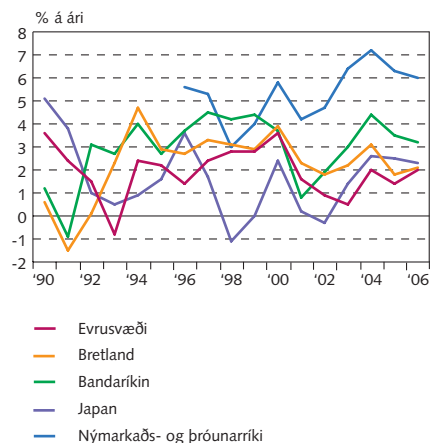
Á sl. ári hafa hagvaxtarhorfur í Evrópu batnað nokkuð og hagvaxtarspár fyrir Bandaríkin eru áfram svipaðar og fyrir ári. Nokkuð dró þó úr hagvexti OECD-landa á fjórða ársfjórðungi 2005, en líklega er þar um tímabundið flökt að ræða. Við þessar aðstæður er eðlilegt að dragi úr þeim slaka sem ríkt hefur í peningamálum undanfarin ár. Skammtímavextir í Bandaríkjunum hafa hækkað jöfnum skrefum sl. 1½ ár, en langtímavextir hafa aðeins nýlega tekið að þökast upp á við. Seðlabanki Evrópu hefur einnig hækkað vexti tvívegis og búist er við að vextir bankans hækki frekar á þessu ári. Langtímavextir í Evrópu hafa hækkað frá sögulegu lágmarki sl. haust en eru litlu hærri en þeir voru þegar síðasta skýrsla var gefin út. Í Japan eru nú talið líklegt að horfið verði frá núllvaxtastefnunni innan tíðar.

Eins og sakir standa virðast horfur á að vextir í Evrópu hækki í hægum skrefum. Líkur á töluverðri vaxtahækkun á þessu ári hafa þó aukist samhliða efnahagsbata í Evrópu. Vextir gætu einnig þurft að hækka nokkuð hratt ef verðbólguhorfur versna, t.d. sökum áframhaldandi hækkunar orkuverðs. Lausafjárnótt í heiminum hefur átt þátt í að halda niðri vöxtum. Ekki er útilokað að aðstæður sem stuðla að henni gætu breyst hratt (sjá rammagrein 1).

Aldrei fyrr hefur íslenskur þjóðarbúskapur verið jafn háður veðrabrigðum alþjóðlegra efnahagsmála og um þessar mundir. Fyrir því eru tvær ástæður: Í fyrsta lagi er þjóðarbúið skuldsettara en það

Mynd 1

Alþjóðleg hagþróun 1990-2006¹
Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands



1. Tölur fyrir 2005 og 2006 byggjast á spám.
Heimildir: Alþjóðlagalgeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts.

Rammagrein 1

Ójafnvægi í heimsbúskapnum

Þann skugga ber á nokkuð góðar horfur í heimsbúskapnum um þessar mundir að gætt hefur vaxandi ójafnvægis í alþjóðaviðskiptum um nokkurt skeið. Það felst í því að Bandaríkin og nokkur önnur ríki hafa búið við vaxandi viðskiptahalla. Í fyrra nam viðskiptahalli Bandaríkjanna t.d. 6,4% af landsframleiðslu. Nokkur nýmarkaðslönd í Asíu ásamt fáeinum olíuútflutningsríkjum¹ hafa hins vegar haft vaxandi afgang á viðskiptajöfnuði, sem samanlagt jafnast u.þ.b. á við halla Bandaríkjanna.

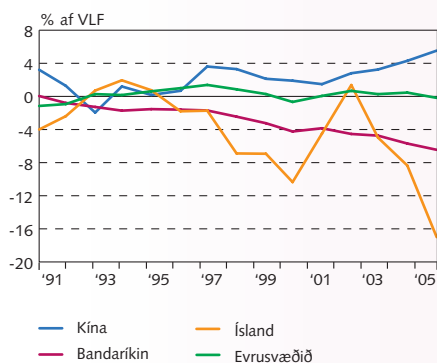
Á tíunda áratugnum, eða allt fram til verðfallsins á hlutabréfamörkuðunum upp úr aldamótunum, var viðskiptahalli Bandaríkjanna aðallega fjármagnaður með beinni fjárfestingu og hlutabréfakaupum erlendra aðila, en hefur síðustu árin einkennt af vaxandi kaupum á ríkisskuldabréfum og skuldabréfum fyrirtækja. Á meðal helstu kaupenda eru seðlabankar í Asíu. Bandarísk ríkisskuldabréf eru nú uppistaða ört vaxandi gjaldeyrisforða þeirra, sem hefur aukist um 230% á rúmum áratug og mest á síðustu fjórum árum. Japan og Kína eiga u.þ.b. 40% af heildargjaldeyrisforða heimsins.

Í ljósi þess að vextir í Bandaríkjunum hafa verið óvenju lágir um langt skeið er ástæða til að efast um varanleika þessa ástands. Áhrif þess að alþjóðaviðskipti leiti jafnvægis á ný á fjármálastöðugleika velta að miklu leyti á því hver hraði aðlögunarinnar er og með hvaða hætti hana ber að. Í þessu sambandi er vert að gefa eftirfarandi þáttum gaum:

1. Fjármagnsauður hefur aukist langt umfram landsframleiðslu. Vilji og geta fjárfesta til að ávaxta fjármuni sína erlendis hefur að sama skapi aukist. Þetta hefur leitt til þess að frjálst fjármagnsflæði milli landa hefur dregið úr hömlum á fjármögnun viðskiptahalla. Vegna alþjóðavæðingar fjármagnsmarkaða gegna markaðsöflin nú mun stærra hlutverki en áður, samanborið við áhrif alþjóðastofnana og milliríkjasamninga.
2. Nýmarkaðsríki í Asíu, sem búa við fastgengisstefnu af mismunandi tagi, gegna vaxandi hlutverki. Hið alþjóðlega fjármálaumhverfi samanstendur annars vegar af löndum sem búa við fljótandi gengi og hins vegar löndum með meira eða minna fast gengi. Þrýstingur á leiðréttingu eða aðlögun, vegna hvers kyns áfalla verður ósamhverfari en við aðstæður þar sem gengi allra gjaldmiðla er fljótandi, þ.e.a.s. gengisaðlögun beinist að fáum gjaldmiðlum.
3. Bandaríkjadalur hefur haft yfirburðastöðu sem forðagjaldmiðill og akkeri fyrir fastgengisgjaldmiðla. Evran hefur hins vegar sótt á sem forðagjaldmiðill að undanfögnu. Hingað til hefur þróunin verið hæg, en snöggar breytingar gætu haft í för með sér lækkingu á gengi dalsins.

Viðvarandi ójafnvægi í heimsbúskapnum getur á endanum leitt til spennu í samskiptum landa. Þetta getur stuðlað að því að kröfur um verndar og refsitolla fái byr undir báða vængi, eins og nýleg dæmi í Bandaríkjunum sína, og almennt dragi úr frjálsri verslun og fjármagnsflutningum milli landa. Takist þjóðum heims að leysa úr slíkum ágreiningi eru hins vegar góðar horfur á að aðlögunin geti orðið hægfara.

Mynd 1
Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af
landsframleiðslu 1991-2005¹



1. Tölur fyrir 2005 eru byggðar á spám.

Heimildir: Global Insight, OECD, Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

1. Nettó olíuútflutningslöndin sem hér um ræðir eru Alsír, Íran, Kúveit, Mexíkó, Nígería, Noregur, Rússland, Sáði Arabía, Sameinuðu arabísku furstadæmin og Venesúela.

hefur áður verið og eftir því næmara fyrir breytingum á erlendum fjármálalegum skilyrðum. Í öðru lagi er viðskiptahallinn meiri en nokkru sinni fyrr. Stöðugs innstreymis erlends fjármagns er því þörf til þess að viðhalda vexti innlestrar eftirspurnar. Erfiðara aðgengi innlestra aðila að erlendu lánsfé og hækkun vaxta gætu því haft áhrif á gengi krónunnar og leitt til meiri samdráttar innlestrar eftirspurnar en ella. Lækkun eignaverðs gæti magnað þessi áhrif enn frekar.

Góðar horfur í helstu markaðslöndum íslensku bankanna

Þjóðhagslegar forsendur fjármálastöðugleika á Íslandi ráðast ekki lengur aðeins af innlendu efnahagsástandi eða alþjóðlegu efnahagsástandi að því marki sem það hefur áhrif á íslenska þjóðarbúskapinn. Stóru bankarnir þrír eru nú allir með víðtæka starfsemi á Norðurlöndum, Bretlandseyjum og víðar. Framvinda efnahagsmála í þessum löndum hefur því áhrif á rekstur bankanna með beinum hætti, en ekki aðeins óbeint vegna áhrifa á íslenska þjóðarbúskapinn. Efnahagsástand á helstu markaðssvæðum bankanna hefur almennt verið gott. Horfur eru á vaxandi hagvexti á Norðurlöndum. Verðbólga er almennt lítil á Norðurlöndum, meðal annars sökum mikillar samkeppni smásölufyrirtækja, hóflegra launahækkana og vaxandi framleiðni. Fasteignaverð er hátt í sumum borgum, eins og víðar um heim, en að öðru leyti virðist þökkalegt jafnvægi í þjóðarbúskap Norðurlanda.

Hagvöxtur í Bretlandi, sem er eitt af mikilvægustu markaðssvæðum íslenskra fyrirtækja og banka, hefur á undanfönum árum verið borinn uppi af vexti einkaneyslu, sem aftur byggist að verulegu leyti á hækkun eignaverðs og aukinni skuldsetningu heimila. Vöxtur einkaneyslu í Bretlandi var lítill framan af ári 2005 en jókst nokkuð síðari hluta ársins. Samkvæmt *Consensus Forecasts*-spám heldur vöxtur einkaneyslu áfram í ár, en veikari eignamarkaðir munu líklega halda aftur af vexti hennar er fram líða stundir.

Slakari aflabrögð og brottför varnarliðsins munu draga úr vexti útflutningstekna

Ytri skilyrði þjóðarbúsins eru allgóð og á heildina litið stöðug. Frá því fyrir ári hefur útflutningsverðlag sjávarafurða hækkað verulega. Þess er að vænta að verðið haldist áfram hátt í ljósi þess að horfur eru á auknum hagvexti á mikilvægustu markaðssvæðum. Verulega dró úr vexti útflutnings á síðasta ári, að nokkru leyti sökum slakra aflabragða síðari hluta ársins, en einnig má ætla að hátt gengi krónunnar hafi hægt á öðrum útflutningi. Aflabrögð hafa áfram verið slök undanfarna mánuði. Í þjóðhagsspá sem Seðlabankinn birti í lok mars var gert ráð fyrir nokkru hægari vexti útflutnings í ár og á næsta ári en gert var ráð fyrir þegar síðasta fjármálastöðugleikaskýrsla var birt. Meginskýringar þess eru horfur um lakari aflabrögð í ár og samdráttur í þjónustu- og þáttatekjum á næsta ári vegna brotthvarfs varnarliðsins. Á móti vegur hagstæðari þróun útflutningsverðlags en áður var reiknað með. Viðskiptakjör bötnuðu mun meira í fyrra en þá var reiknað með og horfurnar eru einnig betri í ár.

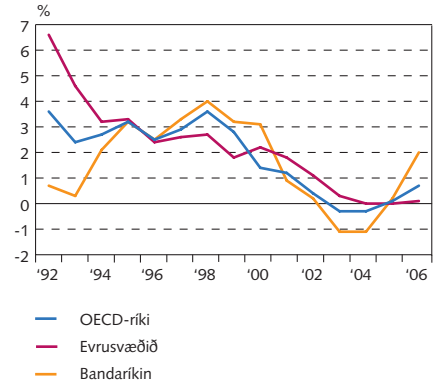
Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist verulega frá apríl 2005. Íbúðaverð er umtalsvert hærra, vöxtur einkaneyslu var til muna

Mynd 2

Meðalraunvextir í OECD-ríkjum¹, Bandaríkjunum og á evrusvæðinu 1992-2006

Árlegar tölur um þriggja mánaða peningamarkaðsvexti. Raunvirt með vísitölu neysluverðs.



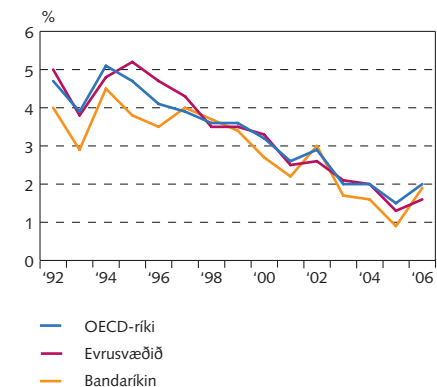
1. Vegið meðaltal OECD ríkja, vogir byggðar á vergri landsframleiðslu árið 2000 og kaupmáttarjafnvægisstuðlum (PPP). Tölur fyrir 2006 eru byggðar á spá OECD.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Meðal-langtímaraunvextir í OECD-ríkjum¹, Bandaríkjunum og á evrusvæðinu 1992-2006

Ársmeðaltöl vaxta á 10 ára ríkisskuldabréfum. Raunvirt með vísitölu neysluverðs.



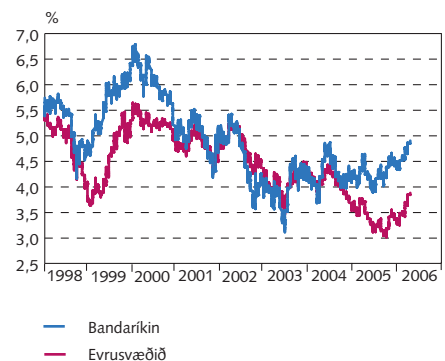
1. Vegið meðaltal OECD-ríkja, vogir byggðar á vergri landsframleiðslu árið 2000 og kaupmáttarjafnvægisstuðlum (PPP). Tölur fyrir 2006 eru byggðar á spá OECD.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Ávöxtun tíu ára ríkisskuldabréfa

Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 6. apríl 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Tafla 1 Vísbendingar um ójafnvægi í þjóðarbúskapnum

	September	April	April
Staða við gerð fjármálastöðugleikaskýrslu ¹	2004	2005	2006
Verðlag íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæði, 12 mán. raunhækkun í %	5,6	26,3	15,8
- Q-hlutfall ²	1,4	1,7	2,0
Hlutabréfaverð (Icex-15), 12 mán. raunhækkun í %	86,8	46,6	44,0
- V/H-hlutföll skráðra atvinnufyrirtækja ³	16,0	17,2	16,3
Einkaneysla, meðalvöxtur sl. 4 ársfjórðunga, % frá fyrra ári	6,8	7,2	11,9
Viðskiptahalli % af VLF, meðalvöxtur sl. 4 ársfjórðunga	-7,7	-9,3	-16,5
Útlánavöxtur innlánsstofnana, 12 mán. %-breyting án gengis- og vísitöluáhrifa	24,5	45,7	46,4

1. Um er að ræða gögn sem lágu fyrir þegar viðkomandi skýrsla var gerð.
2. Hlutfall íbúðaverðs og byggingarkostnaðar á sama vísitölugrunni.
3. Úrtakið inniheldur 16 atvinnufyrirtæki.

meiri en spáð var fyrir ári og viðskiptahallinn stærri. Útlánavöxtur færðist einnig í aukana á tímabilinu. Gengi hlutabréfa hefur hækkað mikið á undanförunum árum, ekki síst í fyrra og allt þar til í febrúar sl. Undanfarnar vikur hefur slegið í bakseglin og verðið lækkað.

Líkur á töluverðum samdrætti í kjölfar metviðskiptahalla

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri nam viðskiptahalli ársins 2005 16½% af landsframleiðslu. Hann var því að líkindum 4½ prósentum meiri en spáð var í mars í fyrra. Þessi mesti halli Íslandssögunnar, þ.e.a.s. svo langt sem sambærileg haggögn ná, ásamt öðrum vísbendingum vekur upp spurningar um með hvaða hætti þjóðarbúskapurinn muni leita jafnvægis á ný. Aðlögunarferlið virðist raunar þegar hafið, öllu fyrr en flestir höfðu vænst, með umtalsverðri gengislækkun krónunnar. Nær undantekningarlaust lýkur tímabilum mikils viðskiptahalla tiltölulega fljótlega með nokkrum samdrætti.¹ Í ljósi þess að viðskiptahallinn er til muna meiri en nokkurt OECD-ríki hefur áður þurft að glíma við í sögu þeirra samtaka mætti ætla að samdráttur gæti orðið nokkuð harkalegur. Íslenskur útflutningur er tiltölulega óteyginn gagnvart gengisbreytingum. Magntakmarkanir eru í sjávarútvegi vegna kvótakerfisins og álútflutningur getur aðeins brugðist við eftir langan meðgöngutíma fjárfestingarverkefna. Að auki hafa ál- og orkuverð meiri áhrif á nýfjárfestingu í þeim geira en gengi krónunnar. Aðlögunin þarf því fyrst og fremst að eiga sér stað á innflutningshlið og innflutningur er afar næmur fyrir miklum gengisbreytingum.

Vöxtur útflutnings og eftirspurnarnæmni innflutnings draga úr þörf fyrir aðlögun eftirspurnar...

Á móti stærð viðskiptahallans þarf að vege ýmsar mildandi aðstæður sem gætu bent til þess að aðlögunin verði e.t.v. ekki eins harkaleg og virðast kann við fyrstu sýn. Í fyrsta lagi skýrist myndun viðskiptahallans að verulegu leyti af aukinni fjármunamyndun. Á árunum 2002-2005 versnaði viðskiptajöfnuður um sem nam 17,7% af landsfram-

1. Sjá t.d. Edwards, Sebastian (2004), „Thirty Years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops“, *IMF Staff Papers* 51.

leiðslu. Þar af má skýra 11,3% með aukinni fjármunamyndun og 6,5% með minni þjóðhagslegum sparnaði. Fjárfestingunni fylgir mikill innflutningur og lauslega áætlað skýrir innflutningur vöru og þjónustu í tengslum við byggingu ál- og orkuvera u.þ.b. þriðjung viðskiptahallans á sl. ári. Fjármunamyndunin er að miklu leyti í útflutningsgreinum og ætti því ekki að hafa mikinn aðlögunarvanda í för með sér, því að útflutningstekjur ál- og orkufyrirtækja munu standa undir greiðslu-byrði lána og arðgreiðslum til erlendra eigenda. Útflutningur áls mun aukast um tæplega þriðjung í ár og um 62% á næsta ári samkvæmt spá Seðlabankans, sem birtist í *Peningamálum* í lok mars. Einnig átti sér stað umtalsverð fjárfesting í samgöngum. Hluti fjármunamyndunarinnar er hins vegar ekki útflutningsskapandi, t.d. íbúðafjárfesting og töluverður hluti fjárfestingar í þjónustugreinum.

Í öðru lagi verður að hafa í huga að samdráttur innlestrar eftirspurnar hefur jafnan í för með sér verulegan samdrátt innflutnings, einkum fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru. Fyrir vikið koma áhrif samdráttar að stórum hluta fram utan landsteina og valda minni samdrætti atvinnu en gerist í stærri hagkerfum, sem ekki eru jafn opin. Á árunum 2001-2002 dróst innflutningur saman um 12% á sama tíma og þjóðarútgjöld minnkuðu um 3½%. Þrátt fyrir þennan snarpa samdrátt jókst atvinnuleysi aðeins í 3½% árið 2003. Þessi tiltölulega mildu viðbrögð má reyndar að hluta rekja til þess að framkvæmdir við Kárahnjúka hófust þegar á árinu 2003. Framkvæmdirnar og væntingar um komandi hagvaxtarskeið hafa án efa dregið verulega úr eftirköstum ofpensluskeiðsins sem lauk eftir aldamótin.

Í þriðja lagi virðast töluverðar líkur á því að hafist verði handa við nýjar framkvæmdir við byggingu ál- og orkuvera áður en það tímabil aðlögunar sem nú er framundan hefur runnið sitt skeið. Gangi þær áætlanir eftir gæti krónan lækkað minna og eftirspurn tekið fyrr við sér á ný.

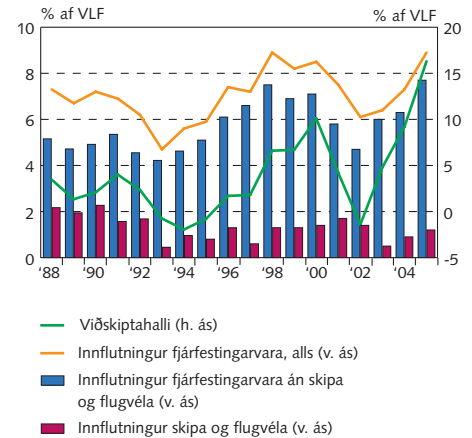
Þrátt fyrir framangreinda mildandi þætti er ljóst að aðlögunarþörfin er mikil. Að teknu tilliti til aukins útflutnings mun viðskiptahallinn, samkvæmt síðustu spá Seðlabankans, nema því sem næst 10% af landsframleiðslu á næsta ári þegar framkvæmdum lýkur að mestu og framleiðslan verður komin í fullan gang – þó ekki fyrr en nokkuð er liðið á árið. Rétt er þó að hafa í huga að spáin var gerð á þeirri forsendu að gengi krónunnar héldist óbreytt frá miðjum mars sl. og stýrivextir eins og þeir voru áður en Seðlabankinn hækkaði þá um 0,75 prósentur í lok mars. Frávik frá þeim, hærri vextir og líklega lægra gengi, munu fela í sér meiri samdrátt þjóðarútgjalda og minni innflutning.

...en erlend vaxtahækkun mun auka hana

Nokkurra atriða verður einnig að geta er gætu aukið á aðlögunarþörfinna samanborið við tímabilið 2001-2002. Þegar viðskiptahallinn hvarf á tveimur árum, úr 10,5% af landsframleiðslu árið 2000 í 1,4% afgang árið 2002 auðveldaði lækkun erlendra vaxta á tímabilinu aðlögunina. Þannig minnkuðu hreinar vaxtagreiðslur til útlanda úr 3,8% af landsframleiðslu árið 2000 í 3,1% árið 2002. Nú virðast horfur á að þessu verði öfugt farið á næstu árum. Vextir hafa þegar hækkað nokkuð undanfarið ár og horfur eru á frekari hækkun erlendra vaxta í ár.

Mynd 5

Innflutningur fjárfestingarvöru og viðskiptahalli 1988-2005

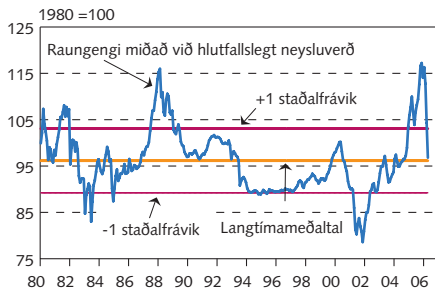


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Raugengi janúar 1980 - apríl 2006

Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysluverð



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Aðlögunarþörfin kann að verða meiri sem því nemur. Eins og getið var í *Peningamálum* 2006/1 myndi viðskiptahallinn, að öðru óbreyttu, aukast um rúmlega 3% ef meðalvextir á hreina erlenda skuld þjóðarþúsins færu upp í meðaltal tíunda áratugar síðustu aldar, þ.e.a.s. í u.þ.b. 6½%. Slík þróun myndi að öðru jöfnu veikja krónuna og draga enn frekar úr innlendri eftirspurn, annaðhvort fyrir tilstilli minni kaupmáttar eða hærri vaxta.

Ekki er hægt að útiloka áframhaldandi snarpa gengisaðlögun

Þrátt fyrir að viðskiptahallinn skýrist að töluverðu leyti af mikilli fjármunamyndun sem mun skapa útflutningstekjur til lengdar verður að reikna með því að töluverður þrýstingur verði á gengi krónunnar meðan aðlögunin í þjóðarþúskaðum gengur yfir, einkum ef erlendir vextir taka að hækka hraðar.

Nauðsynlegt er að vaxtamunur við útlönd verði verulegur á þessu tímabili til að stuðla að því að aðlögunin verði hægfara. Þegar hluti skuldabréfa í íslenskum krónum sem gefin hafa verið út af erlendum aðilum fellur í gjalddaga síðar á þessu ári veltur mikið á að traust þeirra á langtímaþögnleika krónunnar haldist. Lækki gengi krónunnar töluvert niður fyrir langtímaþögnleika getur umtalsverður vaxtamunur stuðlað að því að krónan nái langtímaþögnleika sínum á ný fyrr en ella.

Lífeyrissjóðir kunna að gegna mikilvægu hlutverki í þessu aðlögunarferli. Þeir hafa fjárfest umtalsvert í erlendum hlutabréfum á undanförunum mánuðum. Ljóst er að ef krónan lækkar mikið til viðbótar mun hlutdeild erlendar hlutafjáreignar þeirra aukast miðað við þá fjárfestingarstefnu sem sjóðirnir reka. Það og væntingar um að krónan hverfi aftur til langtímaþögnleika mun að endingu styðja við gengi krónunnar.

Aðlögun gengis getur þjónað því hlutverki að draga úr sveiflum í þjóðarþúskaðum. Lægra gengi örvar útflutning um leið og dregur úr eftirspurn og innflutningi. Ef heimili, fyrirtæki og þjóðarþúskaðurinn í heild eru mjög skuldsett er hins vegar hættu á að samdráttaráhrif snarpar gengislækkunar verði a.m.k. tímabundið yfirsterkari, einkum í ljósi þess að næmni útflutnings fyrir gengisbreytingum er takmörkuð, og að stýrivextir kynnu að þurfa að hækka verulega. Einkum á þetta við ef gengislækkunin er óhófleg og drifin áfram af fjármagnshreyfingum sem eiga rætur að rekja til óttablandinna væntinga um gengisbreytingar. Því er afar mikilvægt að stuðla að því með aðhaldssamri peningastefnu að aðlögun gengisins að langtímaþögnleika verði hæg.

Þróunin á gjaldeyrismarkaði í febrúar og mars sýnir hve núverandi staða er viðkvæm

Þegar mikið ójafnvægi er í þjóðarþúskaðum getur gjaldeyrismarkaðurinn orðið mjög viðkvæmur fyrir atburðum sem í sjálfu sér virðast ekki stórvægilegir. Viðhorf á mörkuðum geta breyst afar hratt. Matsfyrirtækið *Fitch Ratings* gaf út tilkynningu hinn 21. febrúar sl. um að horfum fyrir lánsþæfismat ríkissjóðs Íslands vegna skuldbindinga í innlendum og erlendum gjaldmiðli hefði verið breytt úr stöðugum í neikvæðar. Þótt engin breyting væri gerð á lánsþæfismatinu og ekki væri um að ræða neinar nýjar upplýsingar um þjóðarþúskaðinn hafði

yfirlýsing Fitch strax mikil áhrif á gjaldeyrismarkaði. Í kjölfar yfirlýsingarinnar lækkaði gengi krónunnar um 7% á milli skráninga. Í kjölfarið hefur fylgt fjöldi skýrsla og fréttu um íslensk efnahagsmál og fjármála-fyrirtæki, flest á heldur neikvæðum nótum, og virðast þær hafa átt þátt í því hve hratt fjaraði undan íslensku krónunni.

Hreinar skuldir þjóðarbúsins jukust verulega í fyrra og gera þjóðarbúskapinn viðkvæmari fyrir gengissviptingum

Meginástæða viðhorfsbreytingar Fitch í febrúar er hin óvenjuhraða skuldaförningur þjóðarbúsins á undanförunum árum. Í árslok námu þær 3.227 ma.kr. eða þrefaldri landsframleiðslu. Á móti þessari skuldaförningun er einnig mikil eignamyndun. Því hefur hrein staða þjóðarbúsins versnað mun minna. Hún var neikvæð um 829 ma.kr. í árslok 2005, eða 163 ma.kr. lakari en í árslok 2004. Fjallað er um skuldir og eignir þjóðarbúsins í viðauka 2 og nánar um útrás fyrirtækja hér á eftir.

Ríkissjóður er nægilega sterkur til að taka á sig veruleg áföll

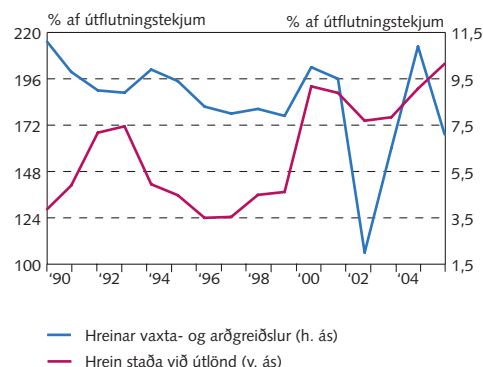
Aðeins lítill hluti erlendra skulda eru skuldir ríkisins eða hins opinbera. Skuldir ríkisins hafa minnkað ört á undanförunum árum. Neikvæðar horfur um lánshæfismat ríkissjóðs hljóta því að hvíla á því einu að skuldir fjármálakerfisins gætu fallið á ríkissjóð í tilfelli alvarlegrar fjármálakreppu. Er þá gengið út frá því að helstu fjármálastofnanir landsins gegni of veigamiklu hlutverki í íslenskum þjóðarbúskap til þess að nokkur ríkisstjórn muni láta það afskiptalaust að þær stefni í prot.

Mikilvægt er að undirstrika að áhættan sem er grundvöllur mats Fitch er fólgin í atburðarás sem er mjög ólíkleg. Til þess að komi til greiðsluferfiðleika ríkissjóðs virðist a.m.k. tvennt þurfa að gerast samtímis: Meiri háttar kreppa í fjármálakerfinu er leiði til gjaldþrots kerfislega mikilvægra fjármálastofnana og fráhrarf frá ábyrgri stjórn ríkisfjármála er leiði til verri stöðu ríkissjóðs og skuldaförningunar til viðbótar þeim skuldbindingum sem kynnu að falla á ríkissjóð eða þeim sem ríkissjóður kynni að taka á sig vegna fjármálakreppu. Í því sambandi má geta þess að miðað við núverandi stöðu ríkissjóðs myndi fjármálakreppa af svipuðu umfangi og sumar dýrustu kreppur síðustu aldar erlendis ekki leiða til lakari skuldastöðu ríkissjóðs Íslands en ríkissjóða sumra landa sem hafa sömu lánshæfiseinkunn og Ísland. Slík kreppa yrði mikið áfall fyrir þjóðarbúskapinn og lífskjör í landinu, en nægilegt svigrúm virðist fyrir hendi til að afla ríkissjóði þeirra tekna sem þarf til að standa undir vaxtakostnaði vegna aukinna skuldbindinga.

Töluverðar líkur virðast á afturkipp í þjóðarbúskapnum á næstu árum

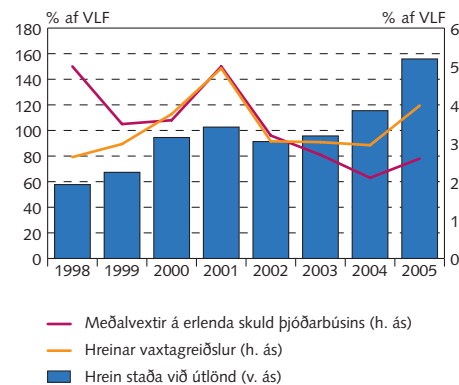
Í kjölfar ofpensluskeiðs fylgir venjulega tiltölulega stutt tímabil samdráttar. Í kjölfar meiri háttar ofpensluskeiða, einkum þeirra sem ein-kennst hafa af mikilli hækkun eignaverðs sem síðan gengur til baka, hefur í sumum tilvikum fylgt langvarandi lægð.² Ástæða er til að íhuga hvort umtalsverður samdráttur gæti fylgt í kjölfar þess mikla vaxtar sem einkennt hefur undanfarin ár. Um það er ekkert hægt að fullyrða

Mynd 7
Skuldahlutföll og greiðslubyrði 1990-2005



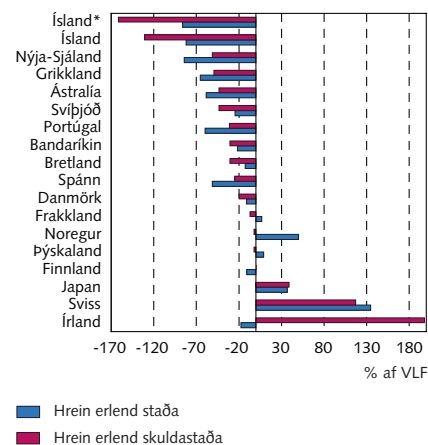
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8
Hrein skuldastaða við útlönd og hreinar erlendar vaxtagreiðslur 1998-2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Hrein erlend staða og hrein erlend skuldastaða nokkurra þróaðra ríkja í árslok 2004



*Tölur fyrir Ísland fyrir árið 2005.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, heimasíður erlendra seðlabanka, Seðlabanki Íslands.

2. Efnahagslægingin í Japan í kjölfar ofpenslu á níunda áratug síðustu aldar hefur t.d. staðið í fimmtán ár.

með neinni vissu. Flest meiri háttar samdráttarskeið á Íslandi hafa orðið vegna ytri áfalla sem voru lítt fyrirsjáanleg. Samdrátturinn árið 2002 er undantekning. Hann skýrist eingöngu af aðlögun í þjóðarþúskaðum í kjölfar undangengins ofpensluskeiðs. Hann var allsnarpur, en stóð aðeins skamma hríð, því að miklar framkvæmdir hófust fljótlega á eftir og einkavæðing bankakerfisins ýtti undir vöxt að nýju.

Ef ytri skilyrði haldast hagstæð gæti aðlögunartímabilið einnig orðið tiltölulega átakalítið að þessu sinni. Að öðru óbreyttu má þó búast við einhverjum samdrætti og mun hægari hagvexti í nokkur ár á eftir. Ekki er hægt að útiloka snarpari samdrátt versni ytri skilyrði, t.d. vegna hærri erlendra vaxta, eða ef eignaverð og gengi krónunnar lækka meira en nú er gert ráð fyrir. Með þjóðhagslíkani Seðlabankans má meta áhrif ýmiss konar áfalla af því tagi. Í viðauka 1 er lýst niðurstöðum hermanna með þjóðhagslíkaninu þar sem viðbrögð þjóðarþúskaðarinnar við hækkun erlendra vaxta og lækkun gengis- og eignaverðs eru prófuð. Slíkar reikniæfingar fela ekki í sér spá og ber aðeins að skoða sem grófa vísbendingu um áhrif slíkra áfalla, enda minnkar spágeta líkana hratt eftir því sem horft er lengra fram á veginn. Ekki er heldur hægt að horfa fram hjá því að töluverðar líkur virðast á að ráðist verði í frekari stórfamkvæmdir við uppbyggingu áliðnaðar og orkuvera, en ekki er tekið tillit til slíks í hermunum sem lýst er hér á eftir. Eitt af því sem líkan af því tagi sem notað er við hermunina getur ekki metið nægilega er miðlun áfalla í þjóðarþúskaðum í gegnum efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja. Um stöðu þessara helstu innlendu lántakenda bankakerfisins er fjallað nánar hér á eftir.

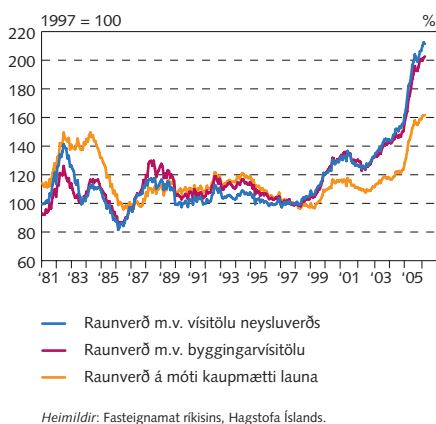
Eignamarkaðir

Eignaverð og þróun á eignamörkuðum eru mikilvægar vísbendingar um efnahagslegar forsendur fjármálastöðugleika. Veð í fasteignum og hlutafé eru að hluta til tryggingar fyrir endurgreiðslum þeirra er taka lán hjá fjármálaþyrirtækjum. Ef ástæða er til að ætla að eignaverð sé hærra en staðist fær til lengdar þurfa fjármálaþyrirtæki að hafa meira borð fyrir báru að því er áhrærir veðsetningu eigna. Þróunin á eignamörkuðum undanfarið ár ætti að vera fjármálastofnunum tilefni til að gæta varúðar. Bæði verð fasteigna og hlutabréfa hefur hækkað svo hratt undanfarið ár að ástæða er til að reikna með því að það geti lækkað umtalsvert á ný. Verð hlutabréfa hefur þegar lækkað töluvert frá því að það náði hámarki um miðjan febrúar og dregið hefur úr hækkun fasteignaverðs.

Dregur úr hækkun fasteignaverðs eftir óvenjuhraða hækkun

Þegar Seðlabankinn gaf út ritið *Fjármálastöðugleika* í lok apríl 2005 var fasteignamarkaðurinn í mikilli uppsveiflu. Þegar hæst lét á fyrstu mánuðum ársins hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um 5% á milli mánaða og tólf mánaða hækkun þess varð mest 40% í ágúst 2005. Á tímabili höfðu stærri eignir á höfuðborgarsvæðinu hækkað um rúmlega 50% á tólf mánuðum. Á haustmánuðum tók húsnæðisverðbólgan á höfuðborgarsvæðinu að hjaðna og var komin niður í 22% í febrúar. Á landsbyggðinni færðist húsnæðisverðbólgan heldur í aukana á sl. ári, eftir að bilið á milli íbúðaverðs á höfuðborgarsvæði og landsbyggð hafði breikkað verulega frá haustmánuðum 2004.

Mynd 10
Kaupmáttur og raunverð íbúða í fjölbýli
Á höfuðborgarsvæðinu janúar 1981 - mars 2006



Húsnæðisverðlag gæti lækkað þrátt fyrir að verðhækkanir skýrist af undirliggjandi efnahagsþróun

Hin mikla skriða húsnæðisverðhækkunar undanfarin ár vekur óhjákvæmilega spurningar um hvort verðhækkunin sé líkleg til að ganga til baka, að fullu leyti eða að hluta, annaðhvort með hreinni lækkun nafnverðs eða hlutfallslega miðað við annað verðlag. Svarið við þeirri spurningu er ekki einfalt. Stundum er litið til þess hvort verðmyndun ráðist af undirliggjandi efnahagsþróun (e. fundamentals) eða spákaupmennsku. Verðhækkun sem sprottin er af spákaupmennsku einni saman er líklegri til að ganga hratt til baka en hækkun sem sprottin er af undirliggjandi efnahagsþróun. Spákaupmennska, þ.e.a.s. viðskipti sem gerð eru í þeim tilgangi einum að hagnast á verðbreytingu, verður þó ekki auðveldlega greind frá annari háttsemi á markaði sem einnig er drifin af væntingum um verðbreytingar. Tilfallandi upplýsingar bárust í fyrri af starfsemi fasteignaheildsala sem flokka mætti undir spákaupmennsku. Engar áreiðanlegar tölulegar upplýsingar liggja fyrir um starfsemi þessa. Jafnframt er ljóst að undirliggjandi efnahagsþróun, þ.e.a.s. aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna, lækkun vaxta og greiðari aðgangur að lánsfé virðist veita því sem næst fullnægjandi skýringu á hækkun íbúðaverðs.³

Undirliggjandi efnahagsþróun er sjálf óstöðug

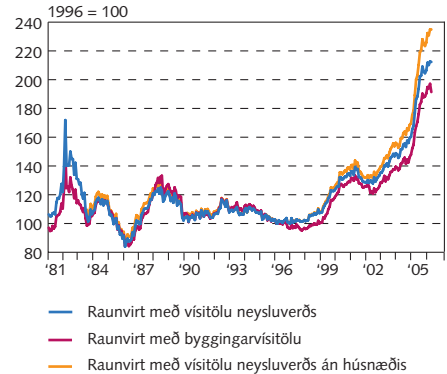
Spurningin um hvort spákaupmennska hafi átt þátt í þeim miklu verðbreytingum sem orðið hafa undanfarin ár er hins vegar í raun aukaatriði. Verðþróun sem sprottin er af undirliggjandi efnahagsþróun er aðeins jafn sjálfbær og framvinda þeirra hagstærða sem eru orsök hennar. Allir þeir þættir sem nefndir voru hér að framan eru sveiflukenndir. T.d. dróst kaupmáttur ráðstöfunartekna verulega saman í byrjun tíunda áratugarins og gæti gert það aftur. Vextir eru sveiflukenndir og aðgangur að lánsfé misgreiður, þótt opinberra takmarkana gæti ekki lengur.

Afturkiptur í efnahagslífinu gæti leitt til þess að kaupmáttur rýrni verulega, sem aftur gæti leitt til lækkunar íbúðaverðs. Ýmis dæmi eru um slíkt á fyrri samdráttarskeiðum. Árið 2002 lækkaði nafnverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu aðeins lítillega um mjög skamma hríð og að raungildi stóð verðlækkun aðeins yfir í fáeina mánuði, þrátt fyrir verulegan samdrátt innlendar eftirspurnar. Þessa tiltölulega mildu aðlögun má rekja til þess að samdrátturinn árið 2002 stóð afar stutt yfir þótt hann væri e.t.v. allsnarpur á alþjóðlegan mælikvarða. Þjóðarbúskapurinn varð ekki fyrir neinum ytri áföllum á meðan aðlögunin eftir ofpensluskeiðið árin 1998-2000 átti sér stað og framkvæmdir við virkjanir hófust þegar á árinu 2003. Fyrir vikið dróst kaupmáttur ráðstöfunartekna aldrei saman, eins og gerðist á tíunda áratugnum.

3. Um áhrif kerfisbreytinganna á innlendum húsnæðislánamarkaði á þróun húsnæðisverðs er fjallað nánar í grein Lúðvíks Eliassonar og Þórarins G. Péturssonar, „The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of the recent mortgage market restructuring”, Central Bank of Iceland, *Working Papers*, nr. 29/2006.

Mynd 11

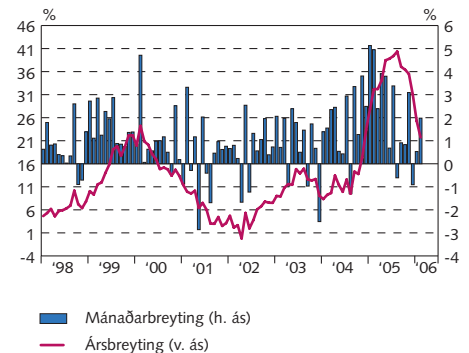
Raunverðlag íbúðarhúsnæðis í fjölbylí á höfuðborgarsvæðinu
Janúar 1981 - febrúar 2006



Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

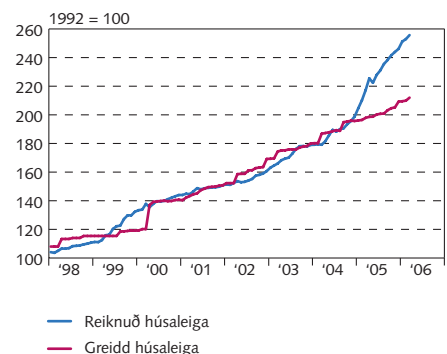
Raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu
Janúar 1998 - febrúar 2006



Heimildir: Fasteignamat ríkisins.

Mynd 13

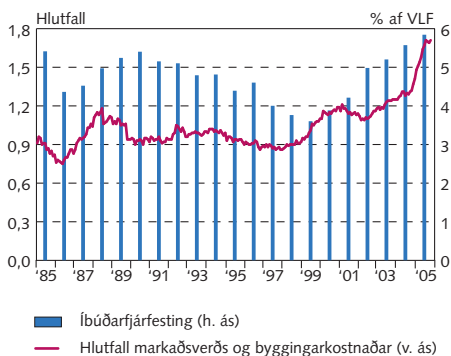
Greidd og reiknuð húsaleiga
Janúar 1998 - mars 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd 14

Markaðsverð íbúða, byggingarkostnaður og íbúðarfjárfesting 1985-2005¹



1. Rauða línan sýnir hlutfall vísitalna íbúðaverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu og byggingarkostnaðar, eftir að báðar vísitölur hafa verið staðlaðar á meðaltal árunum 1985-2004. Spá Seðlabankans um íbúðarfjárfestingu 2005.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Er líklegt að þessi tiltölulega milda aðlögun húsnæðisverðs – sem raunar varð aldrei annað en stutt hlé á verðhækkunum – endurtaki sig á næstu árum? Ýmislegt bendir til þess að meiri líkur séu á því að húsnæðisverð lækki á næstu árum. Augljósustu rökin fyrir því eru að hækkunin undanfarin þrjú ár hefur verið mun meiri og hraðari en á árunum 1999-2001. Í árslok 2005 hafði íbúðaverð hækkað um 27,7% umfram vísitölu neysluverðs á því ári. Á sama tímabili nam hækkun íbúðaverðs umfram laun tæplega fjórðungi og hækkun umfram ráðstöfunartekjur tæplega fimmtungi. Vaxandi bil á milli þróunar íbúðaverðs og ráðstöfunartekna undanfarið ár skýrist væntanlega af lægri vöxtum. Vafasamt virðist að það bil haldist, nema eitthvað takmarki framboð húsnæðis til langs tíma. Mikið veltur á því hvort kaupmáttur ráðstöfunartekna heldur áfram að aukast eða dregst saman á einhverju tímabili. Gerist það síðartalda myndi bilið á milli íbúðaverðs og kaupmáttar breikka og líkur á verðlækkun aukast.

Framboð íbúðarhúsnæðis hefur aukist verulega

Varhugavert er að draga ályktanir um sjálfbærni húsnæðisverðs einvörðungu út frá eftirspurn á húsnæði. Bilið á milli íbúðaverðs og byggingarkostnaðar hefur aukist verulega frá árinu 2001, jafnvel að teknu tilliti til hækkunar lóðaverðs. Þessi mikli munur felur í sér gríðarlegan hvata til þess að byggja íbúðarhúsnæði, enda hefur fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði aukist hröðum skrefum á undanförunum árum. Árið 1999 nam fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði 3½% af landsframleiðslu. Í fyrra nam hlutfallið hins vegar 6% af landsframleiðslu og hefur ekki verið hærra frá árinu 1984. Hækkun íbúðaverðs árin 1999-2000 skýrðist að nokkru leyti af því hve fjárfesting tók seint við sér, eftir lægð tíunda áratugarins. Þegar ákvarðanir hafa verið teknar um fjárfestingu og bygging húsnæðis er hafin tekur einnig langan tíma að snúa þróuninni við, ef eftirspurn dregst skyndilega saman. Hálfbyggt hús kann að vera lítills virði nema hægt sé að ljúka því. Byggingarverktaki sem greitt hefur hátt verð fyrir lóð og fjármagnað kaupin með lánsfé þarf að byggja á lóðinni til að standa undir vaxtakostnaðinum. Lánveitendur hafa því sterkan hvata til að halda áfram að lána fé til framkvæmda sem þegar eru hafnar. Því er líklegt að á einhverju stigi muni verða umtalsvert offramboð á húsnæði.

Færa má þau rök gegn því að líklegt sé að fasteignaverð lækki verulega á ný að verðhækkun lóða sé að einhverju leyti varanleg, þ.e.a.s. endurspegli varanlega fólksfjölgun, lífskjarabætur og ódýrara fjármagn. Fleiri og ríkari einstaklingar keppi um takmörkuð gæði – land. Vegna þess að land er í eðli sínu föst stærð getur þessi aukna eftirspurn aðeins brotist fram í varanlegri verðhækkun.

Líklega er þetta rétt að nokkru leyti. Hins vegar virðist verðhækkunin á undanförunum árum hafa verið miklu hraðari og meiri en hægt er að skýra með áhrifum fólksfjölgunar og bættra lífskjara á verðlag lands, enda virðast fyrri tímabil ört vaxandi kaupmáttar og fólksfjölgunar ekki hafa haft samsvarandi varanlega verðhækkun lands í för með sér. Þótt framboð lands sé takmarkandi þáttur hefur það ekki úrslitaáhrif á framboð byggingarlands í þéttbýli á Íslandi. Þar ræðst framboðið að miklu leyti af ákvörðunum stjórnvalda. Skipulagning og undirbúningur byggingarlands er töluvert tímafrekt ferli og líklega

hafa skipulagsyfirvöld og sveitarstjórnir vanmetið verulega eftirspurn eftir byggingarlandi, sem endurspeglast í háu lóðaverði í nýlegum útboðum.

Hátt lóðaverð þýðir reyndar að hvatinn til að byggja kann að vera minni en munur íbúðaverðs og byggingarkostnaðar gæti gefið til kynna. Hins vegar ætti þá að vera mikill hvati fyrir landeigendur og skipulagsyfirvöld að auka framboð lóða, sem að lokum ætti að leiða til sömu niðurstöðu – að byggingarmagn aukist og íbúðaverð lækki uns jafnvægi næst.

Samanburður við erlendar borgir villandi

Að þessu leyti er staðan á Íslandi afar ólík því sem einkennir margar erlendar stórborgir sem einnig hafa gengið í gegnum mikla hækkun húsnæðisverðs á undanförunum árum. Ástæðan er að nokkru leyti hin sama og hér á landi, þ.e.a.s. lágir vextir, vaxandi velmegun og fólksfjölgun (í borgunum). Þessar borgir hafa hins vegar ekki yfir miklu byggingarlandi að ráða, nema því sem fæst með því að rífa niður og byggja hærra en fyrir var. Fjárfesting hefur því ekki brugðist við aukinni eftirspurn á sama hátt og á Íslandi. Því er afar vafasamt að halda því fram, eins og sumir hafa gert, að íbúðaverð á Íslandi sé að laga sig að því sem gengur og gerist í erlendum stórborgum. Þá má ekki heldur gleyma því að fasteignaverð í mörgum borgum Evrópu, Ameríku og víðar er einnig sögulega hátt og gæti einnig lækkað þegar vextir hækka.

Af framangreindu má draga þá ályktun að umtalsverðar líkur séu á því að íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu muni lækka á næstu árum, jafnvel að nafnvirði. Það gæti einnig gerst í öðrum löndum, en aðstæður til slíks virðast ríkari hér. Hvatinn að slíkum umskiptum gæti orðið hinn sami og annars staðar í heiminum, hækkun vaxta sem hafa verið óvenju lágir um alllangt skeið. Mikið ójafnvægi í íslenska þjóðarþróunum gæti hins vegar gert aðlögunina hraðari hérlendis en annars staðar. Hve mikil eða langdregin áhrif slík aðlögun gæti haft á þjóðarþróun mun ráðast nokkuð af því hve burðugur efnahagsreikningur heimila og fyrirtækja er, en um það er fjallað hér á eftir.

Verðlag atvinnuhúsnæðis er einnig nálægt sögulegu hámarki

Upplýsingar um verðlag atvinnuhúsnæðis eru ekki eins áreiðanlegar og gögn um verðlag íbúðarhúsnæðis. Fyrirliggjandi gögn sýna þó að raunverð atvinnuhúsnæðis er töluvert hærra en þegar það náði hámarki um aldamótin. Horft yfir lengra tímabil er verðhækkunin svipuð og á íbúðarhúsnæði. Verðlag atvinnuhúsnæðis sveiflast meira en verðlag íbúðarhúsnæðis. Því er ekki hægt að útiloka umtalsverða raunlækkun á næstu árum, eins og reyndar varð um aldamótin.

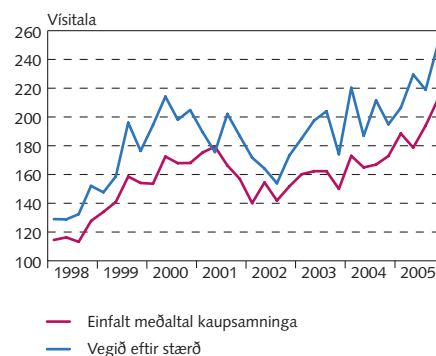
Verð hlutabréfa virðist eðlilegt miðað við flestar kennitölur en þarf samt að taka með varúð

Gengi hlutabréfa íslenskra fyrirtækja hefur hækkað mikið undanfarin ár. Fyrsta verulega bakslagið í langan tíma hófst í febrúar. Í apríl hafði úrvalsvisitalan lækkað um því sem næst fimm tung frá hámarki í febrúar. Þrátt fyrir þessa lækkun hafði verðið nærri fjórfaldast á þremur árum og hækkað um 38% á síðustu tólf mánuðum.

Mynd 15

Raunverð atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu¹

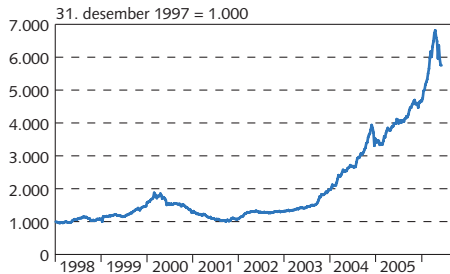
1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2005



1. Raunvirt með vísitölu neysluverðs.
Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Úrvalsísitatala hlutabréfa

Vikulegar tölur 5. janúar 1998 - 7. apríl 2006



Heimild: Kauphöll Íslands.

Mikil hækkun á gengi hlutabréfa vekur spurningar um hvort þau séu almennt of hátt verðlögð. Lækkunin undanfarnar vikur bendir til ótta um að verðmatið sé ekki á traustum grunni reist. Mat á verðmæti hlutabréfa er ekki einhlítt þar sem það byggist á væntingum um vöxt og framtíðarhagnað fyrirtækja. Þetta endurspeglast í miklum sveiflum á markaðsverði hlutabréfa. Ýmsar kennitölur eru notaðar til að meta hvort hlutabréf séu hátt verðlögð, en engin þeirra veitir endanlegt svar. Svokallað V/H-hlutfall er einn algengasti mælikvarðinn.⁴ V/H-hlutfall skráðra fyrirtækja hefur heldur farið lækkandi eða staðið í stað á undanföllum árum. Í ársbyrjun 2005 var V/H-hlutfall atvinnufyrirtækja u.þ.b. 16 en í árslok tæplega 17. Hlutfallið var talsvert lægra að fjármálafyrirtækjum meðtöldum, eða u.þ.b. 11 um seinustu áramót, en 13 áramótin áður. Mikill gengishagnaður vegna verðbréfaeignar og gengishagnaðar á erlend lán hefur aukið hagnað skráðra atvinnufyrirtækja seinustu misserin. Því kann að vera heppilegra að skoða hlutfallið milli heildarvirðis fyrirtækja og framlegðar, EV/EBITDA-hlutfallið.⁵ Það gefur hins vegar ekki heldur til kynna að gengishækkunin í fyrra hafi verið óhófleg. Verð hlutabréfa hefur því fylgt eftir auknum hagnaði eða framlegð skráðra fyrirtækja.

Íslensk atvinnufyrirtæki virðast ekki heldur sérlega hátt verðlögð í alþjóðlegum samanburði. V/H-hlutfall þeirra 15 fyrirtækja sem eru í úrvalsísitölunni er nokkru lægra en í helstu nágranna- og viðskiptalöndum Íslendinga en svipað ef fjármálafyrirtæki eru undanskilin.

Tafla 2 V/H-hlutföll og Q-hlutföll

	V/H	V/H vænt	Q-hlutfall
ICEX 15	11,2	11,1	2,2
ICEX 15 (án fjármálafyrirtækja)	19,4	14,2	2,3
FTSE 100	15,0	13,1	2,4
OBX Oslo	16,6	13,4	2,9
OMX Helsinki 25	21,6	17,2	2,6
OMX Kaupmannahöfn 20	15,7	13,5	2,6
OMX Stokkhólmur 30	16,0	16,4	2,9
DAX Frankfurt	15,8	14,1	1,9
CAC 40 Paris	15,9	13,4	2,5
Nikkei 225	46,4	49,7	2,9
S&P 500	18,0	15,3	2,8
NZSX 50 (Nýja-Sjáland)	20,0	16,9	3,3
BUX (Ungverjaland)	12,4	11,7	2,7

Heimildir: Bloomberg, Landsbanki Íslands.

- V/H-hlutfallið mælir hlutfallið milli markaðsverðs hlutabréfa og hagnaðar undangengið ár eða vænts hagnaðar næstu tólf mánuði, þá kallað vænt V/H-hlutfall.
- EV/EBITDA er hlutfallið milli heildarvirðis fyrirtækis (markaðsvirði+nettó vaxtaberandi skuldir) og framlegðar (rekstrarhagnaður fyrir fjármagnsliði og afskriftir). Eðli málsins samkvæmt er EV/EBITDA aðeins reiknað fyrir atvinnufyrirtæki, ekki fjármála- eða tryggingarfyrirtæki.

Annar mælikvarði á verðmæti hlutabréfa er svokallað Q-hlutfall. Q-hlutfall fyrirtækja í úrvalsvísitölunni hefur heldur farið hækkandi á undanförunum árum, en er þó svipað og í viðmiðunarlöndunum (sjá töflu 1).⁶

Er hægt að fullyrða út frá þessum upplýsingum að atvinnufyrirtæki sem skráð eru í Kauphöllinni séu hóflega verðlögð? Það væri ofsagt. Hagnaður fyrirtækja er sveiflukennur. Ef hagnaður hefur verið meiri í fyrra en raunhæft er að gera ráð fyrir í framtíðinni gæti V/H-hlutfallið hækkað hratt. Hættan á verðfalli hlutabréfa ræðst því af því hve líklegt sé að verulega dragi úr hagnaði á næstu árum, eða hve mikið fjárfestar óttist slíka þróun. Erfitt er að meta hættu á slíku – ef svo væri ekki myndi slíks áhættumats þegar gæta í markaðsverði hlutabréfa. Þær breytingar sem orðið hafa á erlendum fjármálalegum skilyrðum gætu þó breytt hagnaðarhorfum ört vaxandi skuldsettra fyrirtækja. Því er ástæða til að taka núverandi verðlag hlutabréfa með nokkurri varúð. Verðlækkun undanfarinna vikna sýnir að gengi hlutabréfa er orðið mjög viðkvæmt fyrir fréttum sem hafa áhrif á væntingar um horfur í rekstri skráðra fyrirtækja. Ekki er sjálfgefið að hræringar sem leitt gætu til verðfalls eigi sér rætur í íslenska þjóðarbúskapnum. Flest skráð fyrirtæki eru útflutningsfyrirtæki eða með umtalsverða erlenda starfsemi. Veruleg áhætta kann að vera fólgin í skuldsettum kaupum á hlutafé, meðal annars í fjármálafyrirtækjum. Lendi kaupendur í verulegum erfiðleikum við að velta áfram lánnum sem þeir hafa tekið til að fjármagna hlutabréfakaup og þurfi margir að selja þau á sama tíma gæti verðið fallið umtalsvert.

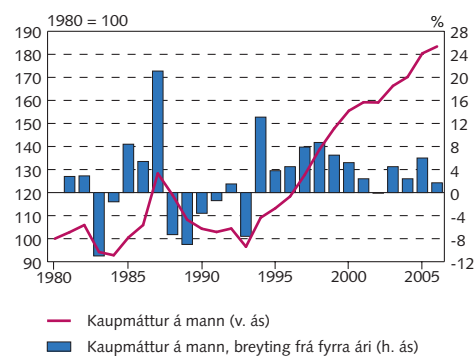
Eins og greint var frá í síðustu skýrslu geta eignatengsl á milli fyrirtækja leitt til þess að þau hagnist á verðhækkunum hlutabréfa hvers annars. Þetta kann að leiða til verðmyndunar sem tengist ekki endilega undirliggjandi rekstri. Þetta gefur tilefni til aukinnar varúðar, jafnvel þótt algengir mælikvarðar á verði sýni ekki að mikil hætta sé á ferðum.

Heimili og fyrirtæki

Hér að framan hefur verið fjallað um þær aðstæður í íslenskum þjóðarbúskap og í heimsbúskapnum sem valdið gætu umtalsverðum afturkipp í efnahagslífinu á næstu árum. Endalok lausafjárnóttar í heiminum, sem nú virðist í sjónmáli, og aðlögun eftirspurnar, viðskiptajafnaðar og eignaverðs í átt að langtímajafnvægi gæti valdið töluverðum afturkipp í efnahagslífinu. Horfur í efnahagsmálum á helstu markaðssvæðum íslenskra fyrirtækja virðast hins vegar að flestu leyti ágætar, þótt einnig þar gætu fasteignamarkaðir látið undan síga. Á heildina litið má álykta að rekstrarumhverfi heimila og fyrirtækja gæti orðið erfiðara á næstu árum. Þá liggur næst fyrir að svara þeirri spurningu hvort heimilin og fyrirtækin séu í stakk búin til að mæta erfiðleikum í rekstri og áföllum sem efnahagsreikningur þeirra kynni að verða fyrir á næstu árum. Hér á eftir verður fjallað um hversu næmur efnahagsreikningur heimila og síðan fyrirtækja er fyrir skammtímaáföllum.

Mynd 17

Kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann
1980-2006¹

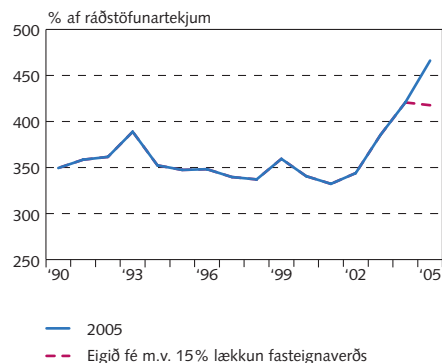


1. Spá Seðlabankans 2005-2006.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Eigið fé heimilanna með lífeyrissjóðum
1990-2005¹

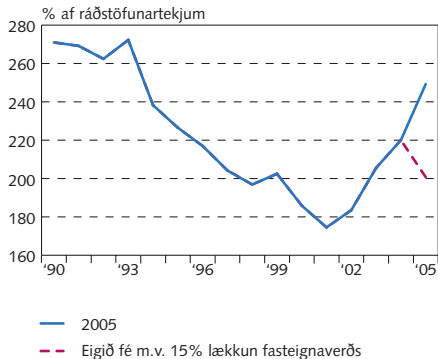


1. Án hlutabréfaeignar. Tölur fyrir árið 2005 eru áætlaðar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

6. Q-hlutfall eða Tobins-Q er hlutfallið á milli markaðsvirðis fyrirtækis og kostnaðar við að endurnýja öll framleiðslutæki þess (hér bókfært eigið fé).

Mynd 19

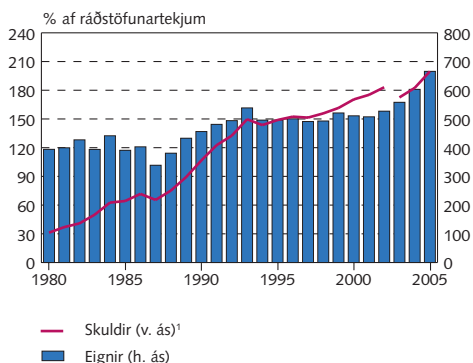
Eigið fé heimilanna án lífeyrissjóða
1990-2005¹



1. Án hlutabréfaeignar. Tölur fyrir árið 2005 eru áætlaðar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

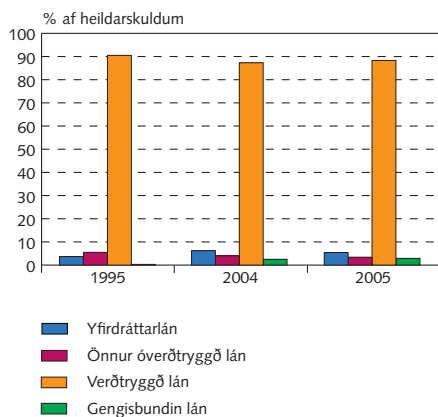
Eignir og skuldir heimilanna sem hlutfall af
ráðstöfunartekjum 1980-2005



1. Lánaflokkur var breytt á árinu 2003. Eignir eru án hlutafjár.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 21

Samsetning skulda heimilanna við lánakerfið
1995, 2004 og 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rekstrarskilyrði heimilanna voru afar hagstæð undanfarið ár

Rekstrarskilyrði heimilanna voru afar góð á síðasta ári. Kaupmáttur launa jókst um 2½% og kaupmáttur ráðstöfunartekna um 8%, atvinna jókst verulega og atvinnuleysi var komið niður fyrir 1½% í byrjun þessa árs. Vextir voru töluvert lægri á árinu 2005 en þeir hafa verið um langt skeið og aðgangur heimilanna að lánsfé afar greiður.

Við þessi skilyrði er ekki að undra þótt fáar vísbendingar séu um erfiðleika í rekstri heimilanna. Árangurslausum fjárnámum hefur t.d. fækkað talsvert frá fyrra ári og hafa ekki verið færri frá árinu 2002, eftir að hafa náð hámarki árið 2004. Gjaldþrot hafa ekki verið færri í sjö ár. Heimilin virðast samkvæmt þessum vísbendingum hafa styrkt stöðu sína til skamms tíma lítið, eins og eðlilegt er á þessu stigi hagsveiflunnar. Því mætti ætla að þau séu nú betur í stakk búin til þess að mæta áföllum í framtíðinni.

Skuldir heimilanna jukust meira á sl. ári en nokkru sinni fyrr

Ekki er þó sjálfgefið að góðæri sé notað til að búa í haginn fyrir mögru árin. Góðæri getur einnig verið heimilunum (og fyrirtækjum) tilefni til að taka meiri áhættu, sérstaklega ef lánsfjárskilyrði batna um leið. Þetta hefur sannarlega átt við íslensk heimili frá haustmánuðum 2004, þegar aðgangur þeirra að lánsfé á lægri vöxtum en þekkt höfðu um langt skeið batnaði verulega við innreið bankanna á íbúðaveðlána-markaðinn. Bylgja aukinnar lántöku og endurfjármögnunar, sem hófst síðari hluta árs 2004, stóð sem hæst þegar *Fjármálastöðugleiki* kom út fyrir ári. Á því ári sem liðið er frá síðustu fjármálastöðugleikaskýrslu hafa skuldirnar aukist hratt en jafnframt hafa eignir heimilanna aukist verulega, bæði vegna verðhækkunar eigna þeirra og umtalsverðrar fjárfestingar.

Efnahagsreikningur heimilanna hefur því stækkað gífurlega á undanförunu ári. Í lok sl. árs voru skuldir heimilanna tæplega 1.100 ma.kr. eða 206 ma.kr. meiri en fyrir ári. Skuldirnar námu því sem næst riflega tvöföldum ráðstöfunartekjum þeirra, samanborið við 183,5% í árslok 2004. Á sama tíma er áætlað að eignir heimilanna (án hlutafjár) hafi aukist öllu meira, eða um 710 ma.kr. að lífeyriseign meðtalinni en 500 ma.kr. án hennar. Þrátt fyrir mikla skuldaaukningu hefur því eiginfjárstaða heimilanna batnað, einkum að lífeyriseign meðtalinni. Hvernig ber að meta áhrif þessarar miklu útpenslu á efnahagsreikning heimilanna? Hefur staða þeirra til að standa af sér áföll styrkst vegna þess að hreinar eignir þeirra hafa aukist?

Hér er margs að gæta. Í fyrsta lagi þarf að meta hve eiginfjárstaðan er traust í ljósi þess að verðlag fasteigna er afar hátt um þessar mundir. Eins og greint var frá hér að framan er verðlag fasteigna afar hátt í langtímasamhengi. Í alþjóðlegu og sögulegu samhengi er raunlækkun fasteignaverðs um 15-20% tiltölulega algeng og dæmi eru um allt að helmings raunlækkun á meðal OECD-landa (t.d. Finnland og Holland). Í kjölfar jafn mikillar hækkunar og orðið hefur undanfarin ár, þ.e.a.s. tvöföldunar raunverðs á innan við áratug, þar af 28% raunhækkun á sl. ári, er hættan meiri en elli. Vegna þess að þorri skulda heimilanna er verðtryggður hefur það lítil áhrif á efnahagsreikninginn hvort lækkun yrði að einhverju leyti í formi nafnlækkunar eða sökum minni hækkunar fasteignaverðs en nemur verðbólgu. Lækkun hús-

næðisverðs um 1% myndi lækka eigið fé heimilanna um 3,2 prósentur af ráðstöfunartekjum.

Í öðru lagi þarf að meta áhrif þess á rekstur heimilanna að meðalvextir á skuldir þeirra hafa lækkað verulega og lánstíminn lengst, en hvort tveggja dregur úr greiðslubyrði. Skuldaaukning heimilanna felur ekki endilega í sér aukna greiðslubyrði. Heimilin hafa tekið verðtryggð lán til langs tíma og greitt upp eldri lán sem báru hærri vexti og voru til skemmri tíma. Verðtryggð lán nema nú 88% af heildarskuldum heimilanna. Hlutdeild þeirra hefur aukist nokkuð, eftir að hafa dalað tíma-bundið, einkum sökum aukinnar hlutdeildar húsnæðislána á kostnað annarra lána. Húsnæðislánin eru í nánast öllum tilvikum fastvaxtalan og líklegast er að engin breyting verði þar á. Hækkun stýrivaxta hefur því ekki mikil áhrif á greiðslubyrði heimila til skamms tíma litið. Nokkuð er um að íbúðaveðlán hafi verið notuð til að greiða niður óverðtryggð lán til skemmri tíma. Notkun yfirdráttarlána hefur minnkað hlutfallslega og nema slík lán nú 5,4% af heildarskuldum. Vextir á þeim eru hins vegar orðnir mjög háir og því farnir að hafa umtalsverð áhrif á greiðslubyrði einstaklinga sem þau nota í ríkum mæli. Á heildina litið virðist greiðslubyrði heimilanna hafa lækkað í hlutfalli við ráðstöfunartekjur í fyrra og árin á undan, þrátt fyrir gríðarlega skuldaaukningu. Er þá ekki tekið tillit til þess að nokkur hópur ungs fólks kann að hafa horfið af leigumarkaði. Ekki er víst að fjárhagslegar skuldbindingar þessa hóps hafi aukist við þau umskipti.

Í þriðja lagi þarf að meta hvaða áhrif líklegar breytingar á dreifingu skulda heimilanna á mismunandi tekjuhópa hafa á líkur þess að hópar einstaklinga lendi í greiðsluerfiðleikum og vanskilum við bankakerfið. Gögn, sem ríkisskattstjóri birtir og unnin eru úr framtölum, benda eindregið til þess að aukin skuldsetning sé almenn, en ekki áberandi meiri í einum tekjuhópi en öðrum. Það útilokar þó ekki að fjölgun hafi orðið á mikið skuldsettum einstaklingum í öllum tekjuhópum.

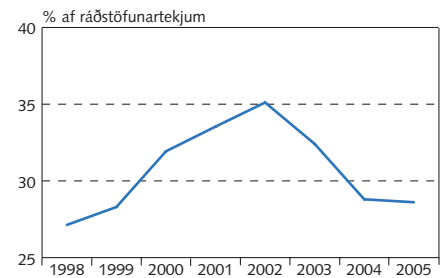
Loks er mikilvægt að greina áhrif þess á stöðu heimilanna að hátt veðsettum eignum hefur líklega fjölgað þótt hærra verð hafi líklega aukið veðrymi á heildina litið. Um þetta liggja þó ekki fyrir upplýsingar sem stendur.

Ekki er víst að geta heimilanna til að standa af sér áföll í efnahagslífinu hafi versnað eins mikið og skuldaaukningin gæti gefið til kynna. Greiðslubyrðin virðist ekki hafa aukist á heildina litið. Hún gæti þó hafa þungst verulega hjá þeim heimilum sem lengst hafa gengið í aukinni skuldsetningu en lést hjá öðrum. Stærsta áhyggjuefnið eru áhrif hugsanlegrar verðlækkunar íbúðarhúsnæðis á þau heimili sem skuldsettust eru. Sá vandi er hins vegar líklegur til að koma fram eftir töluvert langan tíma, verði langvarandi lægð í efnahagslífinu er leiði til aukins atvinnuleysis, rýrnunar kaupmáttar ráðstöfunartekna og umtalsverðrar hjöðunar húsnæðisverðs.

Staða fyrirtækja almennt góð

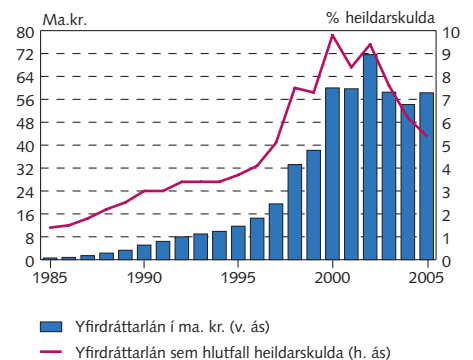
Stöðu fyrirtækja til að standa af sér áföll í efnahagslífinu er að mörgu leyti mun erfiðara að meta en stöðu heimilanna. Eðli starfsemi þeirra er afar mismunandi, þau starfa á ólíkum mörkuðum og áhætta í rekstri þeirra er afar ólík. Að auki liggja ákaflega takmarkaðar upplýsingar fyrir um nýlega þróun efnahags- og rekstrarreiknings annarra fyrirtækja en

Mynd 22
Greiðslubyrði heimilanna af lánum
1998-2005¹



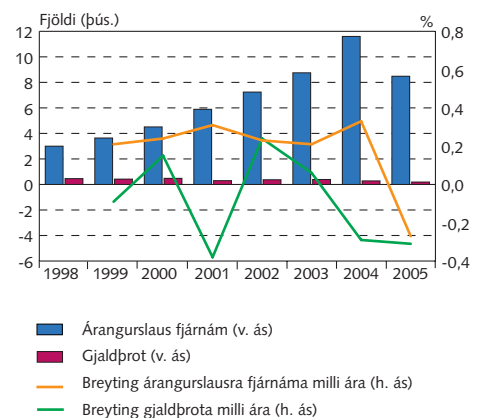
1. Afborganir og greiddir vextir, hlutfall af ráðstöfunartekjum.
Heimild: Áætlanir Seðlabanka Íslands.

Mynd 23
Yfirdráttarlán heimilanna í árslok 1985-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

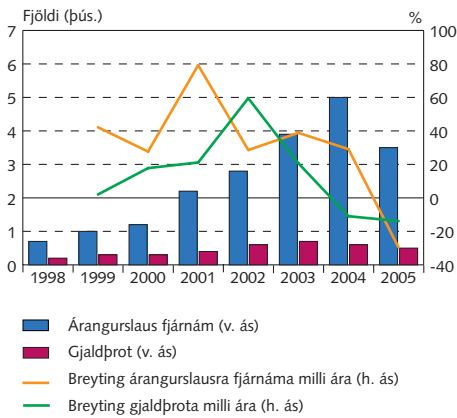
Mynd 24
Gjaldþrot og árangurslaus fjárnám heimila
1998-2005



Heimild: Lánstraust.

Mynd 25

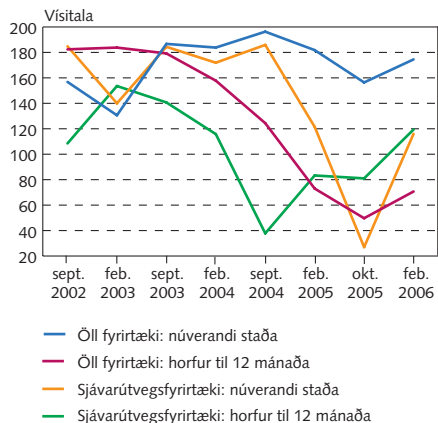
Gjaldþrot og árangurslaus fjárnám fyrirtækja
1998-2005



Heimild: Lánstraust.

Mynd 26

Könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum
fyrirtækja september 2002 - febrúar 2006



Heimild: IMG Gallup.

þeirra sem skráð eru á markaði. Því verður að byggja að töluverðu leyti á upplýsingum skráðra fyrirtækja sem endurspeglar ekki endilega vel starfsemi smærri fyrirtækja. Nokkuð góðar upplýsingar liggja fyrir um heildarumfang skulda fyrirtækja og samsetningu þeirra, en meiri óvissa ríkir um eignahlíðina.

Könnun sem Gallup gerir reglulega á meðal stærstu u.þ.b. 400 fyrirtækja landsins gefur mynd af viðhorfum stjórnenda fyrirtækja í heild. Síðasta könnun af þessu tagi var gerð í febrúar. Hún og þær kannanir sem gerðar hafa verið undanfarið ár sýna að staða fyrirtækja hefur almennt verið góð og er það enn. Hins vegar gætir minni bjartsýni um framtíðina. Helsta undantekningin hefur verið fyrirtæki í sjávarútvegi, sem liðu fyrir hátt gengi krónunnar á sl. ári. Síðasta könnunin sýnir hins vegar að staða sjávarútvegsfyrirtækjanna hefur batnað, enda gengið lægra í febrúar en í fyrri könnunum.

Afkoma skráðra fyrirtækja á sl. ári var almennt góð, ef fyrirtæki í sjávarútvegi og verslun með sjávarafurðir eru undanskilin. Framlegð var svipuð og árið 2004, hagnaður eftir skatta jókst og eiginfjárlutfall styrktist. Þótt fyrirtækjum skráðum í Kauphöll Íslands hafi fækkað mjög seinustu árin eru fyrirtækin sem eftir eru stór og ört vaxandi. Meðalvelta skráðra atvinnufyrirtækja nam tæplega 25 ma.kr. í fyrra. Það bætti stöðuna og ytti undir vöxtinn að fyrirtækin bjuggu almennt við mjög hagstæð fjármálaleg skilyrði í fyrra. Góð afkoma og væntingar um mikinn vöxt, einkum erlendis, leiddu til þess að útboðum nýs hlutafjár var vel tekið.

Í takt við ágæta afkomu flestra fyrirtækja á undanförunum árum hefur verið tiltölulega lítið um vandamál. Árangurslausum fjárnámum, vanskilum og gjaldþrotum hefur heldur fækkað á milli ára.

Efnahagsreikningur fyrirtækja stækkaði gríðarlega á sl. ári og skuldaaukningin nam 60% af landsframleiðslu

Kennitölur úr rekstri skráðra fyrirtækja láta e.t.v. ekki mikið yfir sér, en í reynd hefur orðið gríðarleg breyting á efnahagsreikningum íslenskra fyrirtækja. Aldrei fyrr, svo langt sem gögn ná, hafa skuldir fyrirtækja aukist jafn mikið og á sl. ári. Þær námu í lok árs u.þ.b. 220% af lands-

Tafla 3 Afkoma og efnahagur skráðra atvinnufyrirtækja 2004-2005¹

% af veltu nema eign fjárlutfall	Framlegð 2004	Framlegð 2005	Veltufé frá rekstri 2004	Veltufé frá rekstri 2005	Hagnaður 2004	Hagnaður 2005	Eiginfjórhlutfall 2004	Eiginfjórhlutfall 2005
Sjávarútvegur	17,5	18,7	15,3	10,1	14,3	9,7	35,6	30,0
Iðnaður	19,0	16,0	15,5	13,9	10,8	7,4	40,0	31,2
Sölufyrirtæki sjávarafurða	1,7	3,0	-1,1	4,2	-0,2	-0,9	27,4	26,0
Flutningafyrirtæki	8,7	7,4	6,7	3,0	5,7	11,7	27,6	43,6
Samskiptatækni og hugbúnaður	13,9	9,3	8,6	7,3	5,3	2,9	34,3	33,8
Ýmsar greinar	12,1	12,1	2,4	2,0	2,4	3,1	24,1	38,2
Samtals	11,2	10,1	7,8	7,0	6,1	6,7	32,4	34,5

1. Fjöldi fyrirtækja í úrtaki er 26.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

framleiðslu og höfðu þá hækkað á einu ári um sem nam u.þ.b. 60 prósent af landsframleiðslu. Umtalsverðan hluta þessarar skuldaaukningar má rekja til svokallaðrar útrásar fyrirtækja. Mörg þeirra fyrirtækja sem tekið hafa þátt í henni eru reyndar ekki skráð á markaði, en umsvif þeirra skýra skuldaaukningu fyrirtækja og að verulegu leyti mikinn vöxt skulda og eigna þjóðarþúsins í heild. Að auki hefur verið töluvert um innlendar skuldsettar yfirtökur sem fjármagnaðar eru með erlendu lánsfé og fjárfesting atvinnuvega jókst um 57%.

Stór hluti skuldaaukningarinnar til kominn vegna erlendra fjárfestingar

Stór hluti skuldaaukningar fyrirtækja er til kominn vegna fjárfestingar innlendra aðila erlendis, sem innlend fjármálafyrirtæki hafa að mestu leyti haft milligöngu um að útvega erlent fjármagn til. Fjármálafyrirtæki standa reyndar sjálf á bak við töluverðan hluta erlendra fjárfestingar á undanförunum árum, eins og fjallað er nánar um hér á eftir, og íslenskir lífeyrissjóðir juku erlenda hlutabréfaeign sína töluvert, sbr. mynd 28.

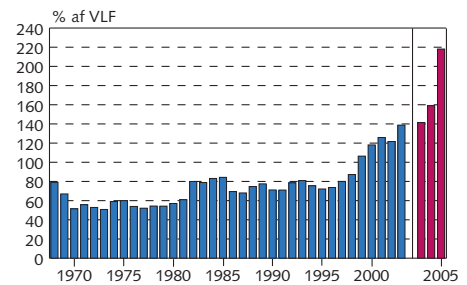
Ætla má að mikinn meirihluta af 715 ma.kr. skuldaaukningu fyrirtækja á sl. ári megi skýra með svokallaðri útrás. Þetta er reyndar erfitt að meta nákvæmlega, en nefna má í því sambandi að bein fjárfesting innlendra aðila erlendis nam 421 ma.kr. á sl. ári. Þegar haft er í huga að viðskiptahallinn nam 164 ma.kr. og bein fjárfesting erlendra aðila á Íslandi 147 ma.kr. getur vart nema lítið brot skuldaaukningarinnar skýrst af innlendri fjárfestingu fyrirtækja utan ál- og orkugeirans. Hluti erlendra skuldasöfnunar skýrist af skuldsettum yfirtökum innlendra fyrirtækja. Þátttakendur í hinni miklu umbreytingu atvinnulífsins sem orðið hefur fyrir milligöngu fjármálakerfisins beita sér oft í krafti eignarhaldsfélaga, sem líklega standa á bak við töluverðan hluta erlendra skulda.

Mikil fjárfesting atvinnuvega í ál- og orkuvinnslu

Af lánsfé sem aflað hefur verið á undanförunum árum vegna fjárfestingar innlendra atvinnufyrirtækja, tengist töluverður hluti fjárfestingu ál- og orkufyrirtækja. Lauslega áætlað hafa þessi fyrirtæki tekið erlent lán að andvirði 110-120 ma.kr. til þess að fjármagna framkvæmdir við ál- og orkuver frá því að framkvæmdirnar hófust á árinu 2001.⁷

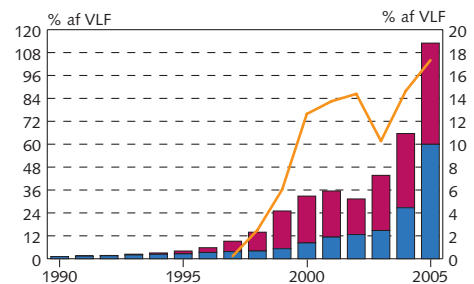
Ætla má að fjárfesting fyrirtækja, annarra en ál- og orkufyrirtækja, hafi einnig verið töluverð á síðasta ári. Áreiðanlegar upplýsingar um fjárfestingu atvinnuvega liggja þó seint fyrir. Samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands var fjármunamyndun atvinnuvega á árinu 2004 töluvert meiri en áður var talið, eins og útlánaþróunin gaf raunar tilefni til að ætla, þótt erfitt sé að túlka útlánavöxtinn á tímum alþjóðlegrar starfsemi og skuldsettra fyrirtækjakaupa. Hafi einnig verið um vanmat að ræða í fyrra er hugsanlegt að töluverðan hluta skuldasöfnunarinnar þá megi einnig skýra með innlendri fjármunamyndun.

Mynd 27
Skuldir fyrirtækja 1968-2005¹



1. Lánaflokkun var breytt á árinu 2003 og eru tvær súlur sýndar fyrir það ár. Bláar súlur miðast við eldri lánaflokkun og rauðar súlur við þá nýju. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 28
Bein fjárfesting og hlutabréfafjárfesting erlendis 1990-2005¹



■ Bein fjárfesting erlendis (v. ás)
■ Erlend hlutabréfafjárfesting (v. ás)
— Eignir lífeyrissjóða í erlendum hlutabréfum (h. ás)

1. Bráðabirgðatölur fyrir árið 2005. Heimild: Seðlabanki Íslands.

7. Orkuframleiðendurnir Þrír, Orkuveita Reykjavíkur, Hitaveita Suðurnesja og Landsvirkjun, sem um þessar mundir reisa orkumannvirki vegna álframleiðslu, mæta fjárförf sinni að verulegu leyti með erlendu lánsfé. Lán þessara þriggja aðila eru að stærstum hluta tekin beint án atbeina innlendra bankastofnana. Norðurál, sem er í eigu Century Aluminum, fjármagnar tæplega 40% af framkvæmdum með erlendum lánnum sem íslensku bankarnir þrír sjá um. Bygging álvers Fjarðaáls (Alcoa) er hins vegar að öllu leyti fjármögnuð beint erlendis frá með greiðslum frá Alcoa Corp.

Upplýsingar sem fyrir liggja um lánveitingar til fyrirtækja eru hins vegar ekki nægilega ítarlegar til að hægt sé að greina á milli einstakra ráðstöfunarpátta lánsfjár.

Áhætta er fólgin í hröðum vexti

Eins og ljóst má vera af umfjölluninni hér að framan er erfitt að draga einhlítar ályktanir um stöðu íslenskra fyrirtækja til að standa af sér áföll í efnahagslífinu út frá þeim brotakenndu upplýsingum sem liggja fyrir um þær breytingar sem orðið hafa á efnahagsreikningi þeirra á undanförunum árum. Efnahagsreikningurinn hefur stækkað hratt, bæði á eigna- og skuldahlið. Áhættan sem fjármálafyrirtækjum er búin sem milligönguáðilum við miðlun fjármagns til þessara miklu umbreytinga ræðst af öryggi fjármögnunar eignanna, gæðum, auðseljanleika og rekstrarlegri arðsemi þeirra. Árangur útrásarinnar til þessa hefur verið undraverður, en hraði eignamyndunarinnar er slíkur að ógerlegt er fyrir utanaðkomandi aðila að gera sér grein fyrir gæðum eignanna við erfiðari skilyrði. Góður árangur hvetur oft til aukinnar áhættu í fjárfestingu eða vanmats á áhættu. Mesta áhættan er því e.t.v. fólgin í hraða vaxtarins. Þegar ráðist er í nýja fjárfestingu áður en reynsla er komin á fyrri fjárfestingu er aukin hætta á mistökum.

Aukin erlend starfsemi kann að vera minni vörn gagnvart sviptingum í íslensku efnahagslífi en virðist í fyrstu

Meiri dreifing markaðsáhættu íslenskra fyrirtækja ætti að draga úr áhættu sem þeim stafar af sviptingum í íslensku efnahagslífi. Til lengri tíma litið ætti því Evrópuvæðing og hnattvæðing íslenskra fyrirtækja að styrkja stöðu þeirra. Vegna þess hve mikill hluti skuldaaukningarinnar undanfarin ár er til kominn vegna kaupa á erlendum eignum hefur gengislækkun krónunnar eða samdráttur í íslensku efnahagslífi t.d. tiltölulega lítil bein áhrif á efnahag þessara fyrirtækja. Hins vegar eru mörg þeirra afar næm fyrir breytingum á erlendum skilyrðum. Horfur í efnahagsmálum heimsins virðast almennt góðar, a.m.k. til skamms tíma litið. Vaxandi ójafnvægi í heimsbúskapnum varpar hins vegar nokkrum skugga á þá mynd og gæti leitt til þess að fjármálaleg skilyrði þeirra versni. Mörg þeirra fyrirtækja sem staðið hafa í svokallaðri útrás hafa að miklu leyti reitt sig á milligöngu innlendra fjármálafyrirtækja, stundum í samvinnu við erlenda banka, um útvegun erlends fjármagns. Ef aðgangur innlendra fjármálafyrirtækja að erlendu lánsfé verður erfiðari á næstunni kann það að bitna á erlendri sem innlendri starfsemi þeirra. Ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap, með réttu eða röngu, virðist hafa átt þátt í hækkun ávöxtunarkröfu á eftirmarkaði skuldabréfa íslenskra fjármálafyrirtækja að undanförunu. Það sýnir að fyrirtæki sem starfa að miklum hluta á erlendri grundu með íslenska bankakerfið að bakhjarli gætu fundið fyrir sviptingum í íslensku efnahagslífi þrátt fyrir að aðeins lítill hluti starfsemi þeirra sé innanlands.

Fyrirtæki á innlendum markaði þurfa að búa sig undir erfiðari tíma á næstu árum

Fyrirtæki sem starfa að mestu leyti á innlendum markaði verða að sjálfsgöðu fyrir meiri skakkaföllum af völdum sviptinga í íslensku

efnahagslífi en þau sem starfa að miklu leyti eða selja afurðir sínar á erlendum mörkuðum. Í ljósi þess að ekki er hægt að útiloka töluverðan samdrátt, er mikilvægt að þau fari að búa sig undir erfiðari tíma á næstu árum. Líklegt er að erfiðleikar í rekstri fyrirtækja sem að lokum gætu leitt til útlánatapa í fjármálakerfinu verði einkum bundnir við ákveðna geira. Sums staðar hafa horfur í rekstri fyrirtækja hins vegar batnað. Á undanförunum árum hafa sum sjávarútvegsfyrirtæki átt í nokkrum erfiðleikum vegna hágengis krónunnar. Gengislækkunin að undanförunu ætti að draga verulega úr hættu á greiðsluferfiðleikum og útlánatöpum í þeim geira.

Fyrirtæki í byggingarstarfsemi gætu lent í vanda vanmeti þau áhættuna

Sá geiri atvinnulífsins sem hefur verið í mestum vexti að undanförunu kann hins vegar jafnframt að verða líklegastur til að lenda í vanda síðar. Á undanförunum árum hefur byggingarstarfsemi vaxið hraðar en nokkur annar geiri þjóðarbúskaparins, eða um 83% frá árinu 2002. Hátt fasteignaverð hefur orðið hvati til mikillar fjárfestingar í íbúðar- og atvinnuhúsnæði á undanförunum árum, auk þess sem miklar framkvæmdir hafa verið við byggingu mannvirkja í áliðnaði og orkuframleiðslu. Hækkun íbúðaverðs gæti að einhverju leyti gengið til baka á næstu árum í tengslum við aðrar hræringar í þjóðarbúskapnum og kippt grundvöllinum undan rekstri sumra fyrirtækja á byggingarmarkaði. U.þ.b. fjórðungur skulda fyrirtækja í byggingarstarfsemi við bankakerfið er gengistryggður og um þriðjungur yfirdráttarlán. Mikill vöxtur hefur einnig verið í verslun og þjónustu, sem gæti dregist saman á tímum aðlögunar í þjóðarbúskapnum. Nýlegar upplýsingar um efnahagsreikning þessara geira eru hins vegar af skornum skammti og því ekki unnt að meta næmni hans fyrir framvindu sem gæti leitt til útlánatapa nema út frá almennum kringumstæðum.

Alþjóðlegir fjármálamarkaðir

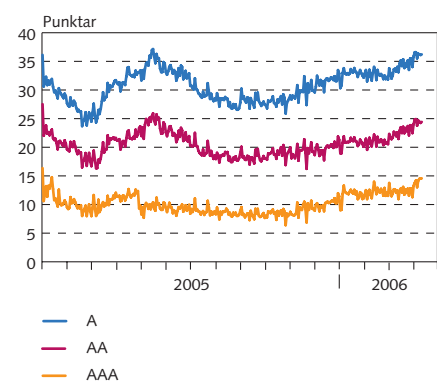
Breytingar í aðsigi á erlendum lánamörkuðum ...

Á erlendum lánamörkuðum virðast breytingar í aðsigi sem breytt gætu stöðunni töluvert frá því sem greint var frá í *Fjármálastöðugleika* fyrir ári. Eins og komið hefur fram jókst framboð lánsfjár mikið í kjölfar vaxtalækkana seðlabanka í upphafi aldarinnar. Til að bæta ávöxtun sína fóru fjárfestar að festa fé í auknum mæli í áhættusamari eignum, sem leiddi m.a. til þess að vaxtaálag lækkaði. Þetta tímabil mikils framboðs lánsfjár virðist nú senn á enda, eins og áður hefur komið fram. Því fylgir að vaxtaálag hækkar.

Almennt var vaxtaálag á útgefin skuldabréf fjármálfyrirtækja á markaðnum nokkuð stöðugt fram eftir síðasta ári, en hefur hækkað nokkuð frá síðastliðnu hausti. Vaxtaálag fjármálfyrirtækja með láshæfismat í A-flokki hefur hækkað mismikið eftir eftirstöðvatíma. Mest hefur álagið hækkað á skuldabréf með 5-7 ára eftirstöðvatíma, en vaxtaálag skuldabréfa með 1-3 ára eftirstöðvatíma hefur verið á svipuðu róli á síðustu mánuðum.

Mynd 29

Vaxtaálag á skuldabréf fjármálfyrirtækja¹
Daglegar tölur 3. janúar 2005 - 7. apríl 2006

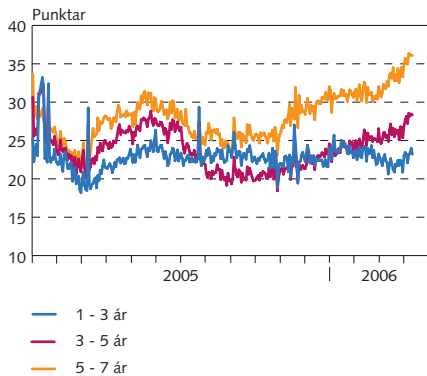


1. Skuldabréfaútgáfa í evrum.
Heimild: DataQuery - JPMorgan.

Mynd 30

Vaxtaálag á evrópsk fjármálfyrirtæki¹

Daglegar tölur 3. janúar 2005 - 7. apríl 2006

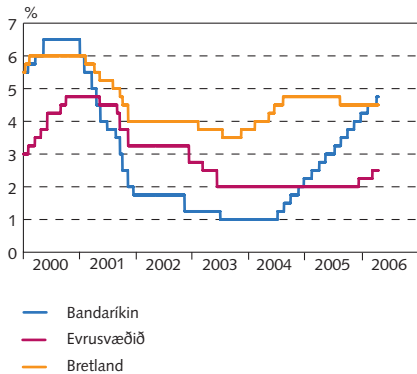


1. Fyrirtæki með A í lánshæfismati.
Heimild: DataQuery - JPMorgan.

Mynd 31

Stýrivextir í Bretlandi, Bandaríkjunum og á Evrusvæðinu

Daglegar tölur 3. janúar 2000 - 7. apríl 2006



Heimild: Bloomberg.

... og þá sér í lagi fyrir íslensk fjármálfyrirtæki

Í krafti batnandi lánshæfiseinkunnar hefur aðgangur íslenskra fjármálfyrirtækja að erlendum lánsfjármörkuðum verið greiður á undanförmum árum. Erlendir greiningaraðilar hafa hins vegar lýst efasemdum um mikla erlenda lánsfjármögnun íslenskra fjármálfyrirtækja og setja hana í samhengi við merki um ójafnvægi í íslenska þjóðarbúskapnum.

Íslenskt efnahagslíf er komið undir smásjá erlendra aðila sem hafa vaxandi hagsmuna að gæta í íslensku efnahagslífi. Háir vextir á Íslandi og nokkrum öðrum löndum samanborið við helstu efnahagsveldi heims hafa ýtt undir svokölluð vaxtamunarviðskipti (e. carry trade), þ.e.a.s. fjárfestar fjármagna stöðutöku í gjaldmiðlum, t.d. íslenskri krónu, með lánum í lágvaxtagjaldmiðlum, t.d. japönsku jeni eða evru. Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum nemur nú ríflega 220 ma.kr. Í sumum tilfellum hafa erlendu aðilarnir gefið út krónubréf á betri kjörum en ríkissjóður Íslands. Þessi hagstæðu kjör endurspeglar að einhverju leyti mikla eftirspurn eftir þessum útgáfum, en einnig sterka stöðu útgefenda. Meðal útgefenda hafa verið aðilar á borð við austurríska ríkið, Evrópska fjárfestingarbankann (EBRD) og Alþjóðabankann. Fjárfestarnir eru líklega í flestum tilfellum erlendir aðilar sem ekki vilja kaupa íslensk skuldabréf, þ.e.a.s. taka skuldaraáhættu á íslenska aðila, en vilja samt nýta sér hina háu vexti krónubréfanna. Þessi útgáfa stóð í blóma á síðustu mánuðum ársins 2005. Nokkrar útgáfur voru á fyrstu mánuðum þessa árs, en verulega dró úr útgáfunni eftir að krónan tók að lækka. Í ljósi þess hve gengi íslensku krónunnar hefur lækkað mikið frá því að útgáfan hófst má gera ráð fyrir að margir erlendir fjárfestar, þó ekki útgefendurnir, muni tapa á þessum viðskiptum.

Einnig er talið að erlendir fjárfestar hafi tekið stöðu í innlendum verðbréfum. Kauphöll Íslands telur að um áramótin hafi erlendir aðilar átt u.þ.b. 600 ma.kr. að markaðsverði í skráðum íslenskum verðbréfum. Kauphöllin slær ýmsa varnagla varðandi þessa fjárhæð, en hún ætti þó að geta gefið hugmynd um umfangið.

Neikvæð umfjöllun um horfur í íslenskum efnahagsmálum að undanförmum hefur leitt til þess að erlendir fjárfestar meta áhættu tengda íslensku krónunni og ójafnvægi í þjóðarbúskapnum á gagnrýnni hátt en áður. Óróleika hefur einnig gætt í öðrum löndum sem standa í svipuðum sporum hvað varðar hvata til vaxtamunarviðskipta og þjóðhagslegt ójafnvægi, t.d. Nýja-Sjálandi og nokkrum nýmarkaðsríkjum. Áhættusækni erlendra fjárfesta hefur e.t.v. minnkað á sama tíma og áhætta hefur aukist.

Þessar aðstæður hafa leitt til þess að kjör íslensku fjármálfyrirtækjanna á erlendum lánsfjármörkuðum hafa þrengst. Hins vegar gáfu þau út skuldabréf á fyrstu mánuðum ársins á lágum vöxtum, en eigi að síður hefur vaxtaálag á skuldabréf þeirra á eftirmarkaði hækkað mikið og verið sveiflukennt. Ekki er þó hægt að fullyrða neitt um umfang viðskipta á bak við þá verðmyndun. Í sumum tilfellum gæti verið um verðbreytingu án viðskipta að ræða.

Fyrstu merki um hækkandi skuldaraálag íslenskra fjármálfyrirtækja komu fram á markaðnum fyrir skuldatryggingar (e. credit default swaps – CDS). Sl. október fór að bera á því að markaðsaðilar væru farnir að kaupa slíka samninga. Líklega hefur verið um að ræða aðila sem þegar áttu skuldabréf útgefin af íslensku fjármálfyrirtækj-

Skuldatrygging (e. credit default swap – CDS) er tvíhliða samningur þar sem kaupandi samningsins greiðir seljanda hans fasta þóknun, svokallað tryggingaálag (e. CDS-spread), yfir ákveðið tímabil. Við ákveðin skilyrði sem yfirleitt eru tengd einhvers konar vanskilum þarf seljandinn að greiða kaupandanum fyrirfram skilgreinda fjárhæð. Þessi skilyrði geta t.d. verið gjaldþrot þess fyrirtækis sem tryggingin er keypt vegna, eða vanhöld á greiðslum af útgefnum skuldabréfum eða lánum fyrirtækisins. Ef engir slíkir atburðir eiga sér stað á gildistíma samningsins mun kaupandinn einfaldlega greiða tryggingaálagið til lokadags samningsins. Ef slíkur atburður á sér hins vegar stað fyrir lokadag samningsins þarf seljandinn að greiða kaupandanum fjárhæð sem á að bæta honum það fjárhagslega tap sem hann hefur orðið fyrir vegna atburðarins.

Einnig er hægt að nota skuldatryggingu til að taka stöðu í ákveðnum skuldara, þ.e. í stað þess að kaupa skuldabréf ákveðins útgefanda er hægt að ná fram svipaðri stöðu að því er áhættu varðar með því að selja skuldatryggingu á þennan útgefanda. Það er þó mikilvægur munur á þessu tvennu. Ekki þarf að leggja fram fjármagn í upphafi þegar tekin er staða með því að nota skuldatryggingu, þ.e. hægt er að taka „vogaða“ stöðu. Auk þess er hægt að taka stöðu í ákveðnum skuldara með því að nota skuldatryggingu hvort sem viðkomandi skuldari hefur gefið út skuldabréf sem hefur sama gildistíma eður ei. Skuldatryggingar gefa einnig möguleikann á að taka skortstöðu í ákveðnum skuldara, þ.e. hægt er að kaupa skuldatryggingu á ákveðinn útgefanda án þess að vera með undirliggjandi stöðu í skuldabréfi hans.

Þróunin

Afleiðusamningar sem byggjast á skuldaraáhættu (e. credit derivatives) eru fyrst nefndir til sögunnar upp úr 1993 og hefur umfangið aukist stutt og stöðugt síðan þá. Upphaflega voru engir staðlar til um þessa samninga en 1999 gaf ISDA (International Swaps and Derivatives Association) út slíka staðla og voru þeir síðast endurskoðaðir árið 2003. Þessir staðlar hafa stuðlað að þróun markaðarins og samkvæmt fréttatilkynningum frá ISDA var höfuðstóll skuldatrygginga í árslok 2005 ríflega 17 þús. ma. Bandaríkjadalda samanborið við um 919 ma. Bandaríkjadalda í árslok 2001.

Verðlagning

Verðlagning skuldatrygginga byggist á nokkrum breytum og þá helst líkum á greiðslufalli, þeirri fjárhæð sem stendur eftir ef um greiðslufall verður að ræða og svo verður að taka tillit til seljanleika, lagaumhverfis og álits markaðarins á viðkomandi útgefanda. Fræðilega séð ætti tryggingaálagið, eða sú fjárhæð sem kaupandi skuldatryggingarinnar greiðir, að vera nátengt skuldaraálagi viðkomandi útgefanda.

Skuldatryggingar á íslenska aðila

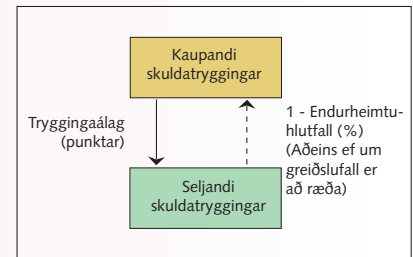
Nokkur erlend fjármálafyrirtæki gefa verð í skuldatryggingar á einstakar skuldabréfaútgáfur íslensku bankanna, auk ríkissjóðs. Ekki er með góðu móti hægt að segja hversu mikil viðskipti eru með þessar skuldatryggingar en tryggingaálagið getur auðveldlega breyst án þess að um nokkur viðskipti sé að ræða. Skuldatryggingarnar hafa aðallega verið bundnar við stærstu skuldabréfaútgáfur bankanna. Tryggingaálag íslensku bankanna hefur verið afar sveiflukennt undanfarna mánuði en þó hækkað ríflega frá því sem það var á haustmánuðum síðasta árs. Ef litið er á tryggingaálag á 5 ára lántökum (e. senior debt) íslensku bankanna má sjá að töluverðar hækkanir urðu á tryggingaálaginu í febrúar sl. og svo aftur í mars þegar tryggingaálagið nálgast 100 punkta. Sú hækkan hefur að einhverju leyti gengið til baka. Ef litið er á þróun skuldatryggingavísitölu fyrir bæði lántökur og víkjandi lántökur (e. subordinated debt) fjármálafyrirtækja í Evrópu, iTraxx Europe, má sjá að sú vísitala hækkar í september sl. en lækkar svo að jafnaði þangað til í mars sl. að hún hækkar aftur. Hækkunin í mars virðist því ekki vera einskorðuð við íslenska banka en hækkunin er vissulega töluvert meiri hjá íslensku bönkunum.

Rammagrein 2

Skuldatryggingar

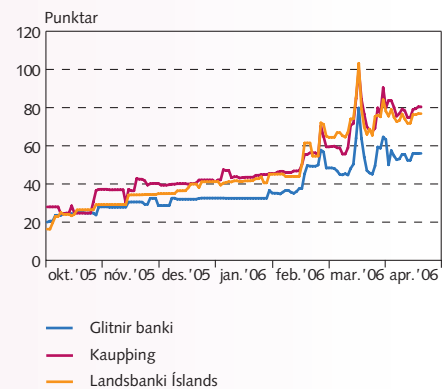
Mynd 1

Greiðslufæði skuldatrygginga



Mynd 2

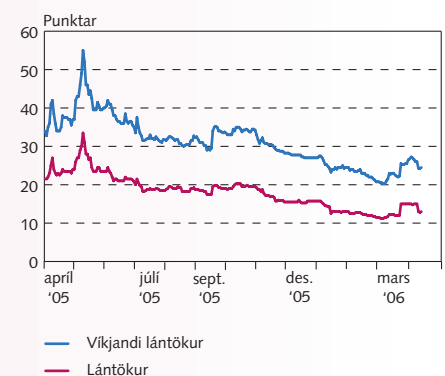
Tryggingaálag á skuldabréfaútgáfur íslenskra banka¹



1. Útgáfurnar eru með lokadag á árinu 2010 og eru í evrum. Heimild: Market Group Limited.

Mynd 3

Tryggingaálag á evrópsk fjármálafyrirtæki¹
Daglegar tölur 11. apríl 2005 - 7. apríl 2006

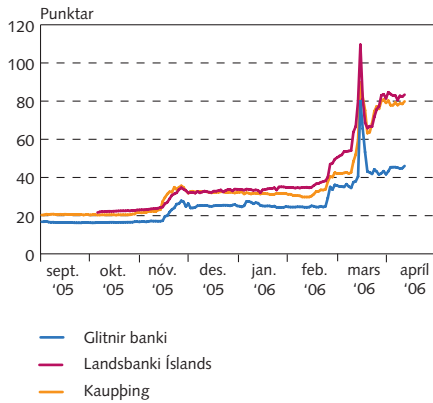


1. iTraxx vísitala, 5 ára útgáfur. Heimild: DataQuery - JPMorgan.

Mynd 32

Vaxtaálag á skuldabréfaútgáfur
Íslenskra banka¹

Daglegar tölur 1. september 2005 - 7. apríl 2006



1. Útgáfunar eru með lokadag á árinu 2010 og eru í evrum.
Heimild: Bloomberg.

unum og vildu minnka stöðu sína í bréfum þeirra án þess að selja þau. Einnig virðast aðrir aðilar hafa tekið skortstöður í íslenskum fjármála- fyrirtækjum á markaði með skuldatryggingar.

Flestar skuldabréfaútgáfur íslenskra fjármálafyrirtækja á erlend- um markaði eru smáar og seljanleiki þeirra tiltölulega lítill. Því eru tæknilegir annmarkar á því að taka skortstöðu beint á markaðnum svo sem með framvirkri sölu skuldabréfanna. Erfitt getur reynst að finna viðkomandi skuldabréf og taka þau að láni. Markaðurinn fyrir skuldatryggingar hefur gert það kleift að taka skortstöðu. Nánar er fjallað um skuldatryggingar í rammagrein 2.

Innlendir fjármálamarkaðir

Kerfisbreytingar á mörkuðum

Undanfarnir 15-20 ár hefur verðbréfamarkaður skotið rötum hér á landi. Upphafið var smátt en síðan hefur markaðurinn dafnað. Á síð- ustu árum hefur lagaleg umgjörð verið færð til þess vegar er tíðkast í löndum ESB og einnig hefur eftirlit verið eftt til muna. Þótt þróunin hafi ekki verið alveg hnökralaus hefur fjármálamarkaður hér á landi á tiltölulega skömmum tíma samsamað sig erlendum mörkuðum sem þróuðust á mun lengri tíma. Í síðasta riti um *Fjármálastöðugleika* var komist að þeirri niðurstöðu að markaðirnir væru skilvirkir en smáir. Vegna smæðarinnar eru þeir viðkvæmir og óheppilegt samspil þeirra gæti valdið vanda. Niðurstaðan að þessu sinni er áþekkt. Jákvæð þróun hefur orðið á ýmsum sviðum. Velta hefur aukist til muna og órói á síð- ustu mánuðum hefur aukið trú á að meiri seigla sé í innviðum markaða héraðs en áður var talið. Hér fyrir neðan er fjallað um helstu nýj- ungar og breytingar er varða hlutabréfamarkað, skuldabréfamarkað og gjaldeyrismarkað.

Virkur agi

Starfsemi Kauphallarinnar felst m.a. í eftirliti með því hvernig aðilar á markaði fylgja reglum hennar. Ef tilefni telst til getur Kauphöllin áminnt aðila opinberlega eða sektað ef brot telst alvarlegt. Í tveimur tilvikum var gripið til opinberrar áminningar á árinu 2005 og í nokkrum tilvik- um var um óopinbera áminningu að ræða. Innri ögun af þessu tagi er sennilega heppilegri fyrir þróun markaða en málsmeðferð opinberra stjórnvalda þar sem viðbragðsflýtir markaðarins er oftast talsvert meiri. Nyttsemin byggist þó á því að markaðsaðilar gangist sjálfviljugir undir þennan aga og séu reiðubúnir til að hlíta honum þegar á reynir. Aðhald jafningja vegur þungt gagnvart þeim sem annat er um orðspor sitt.

Yfirtökunefnd

Yfirtökunefnd var stofnuð um mitt ár 2005. Að stofnun hennar stóðu Kauphöll Íslands hf., Eignarhaldsfélag hlutafélaga ehf. (félag skráðra hlutafélaga), Fjármálaeftirlitið, Eignarhaldsfélag lífeyrissjóða um verðbréfaþing ehf., Samtök banka og verðbréfafyrirtækja, Samtök fjárfesta, Seðlabanki Íslands, Viðskiptaráð Íslands og iðnaðar- og við- skiptaráðuneyti.

Starfsemi nefndarinnar á sér ekki sérstaka stöð í lögum og úrskurðir hennar eru ekki bindandi. Markmiðið með stofnun nefndarinnar er að efla hlutabréfamarkað með því að greiða eftir því sem við verður

komið úr álitaeftum sem snerta yfirtökur. Nefndin birtir yfirlýsingar, veitir ráðgjöf og stuðlar að faglegri umræðu um yfirtökur og tengd mál. Yfirtökunefnd starfar algjörlega sjálfstætt, óháð Kauphöllinni og öðrum eignaraðilum.

Nýr markaður í Kauphöllinni

Um þessar mundir er Kauphöll Íslands að hrinda úr vör nýjum markaði, iSEC, Markaðstorgi fjármálagerninga. Lagabreyting heimilaði starfrækslu slíkra markaða. Nýi markaðurinn gefur smærri fyrirtækjum tækifæri til að komast í tengsl við fjárfesta og skapa sér viðveru á markaði sem er forsenda fyrir því að þau geti gerst aðilar að Tilboðsmarkaði Kauphallarinnar og fengið skráningu á Aðallista. Skilyrði fyrir skráningu á nýja markaðnum eru að sumu leyti léttvægari en á hinum mörkuðunum. Minni reynsla á markaði er t.d. krafist, en aðhald reglna á að vera sambærilegt. Þetta gefur því fyrirtækjum tíma til að aðlaga sig markaðsstarfsemi án þess að finna fyrir fullum þunga þeirra kvaða sem full skráning felur í sér.

Erlend hlutabréf á skrá, nýir erlendir þingaðilar

Þau tímamót urðu sumarið 2005 að hlutabréf færeyska fyrirtækisins Atlantic Petroleum voru skráð á Aðallista Kauphallar Íslands og eru það fyrstu erlendu hlutabréfin sem skráð hafa verið hér á landi. Í kjölfarið voru skráð hlutabréf fyrirtækisins Mosaic Fashions hf. en það fyrirtæki er íslenskt móðurfélag nokkurra erlendra fyrirtækja. Þessi nýjung veitir íslenskum fjárfestum aðgang að erlendum verðbréfum á

Þegar yfirtökunefnd tók til starfa lá fyrir að hún fjallaði ekki um mál sem hefðu stofnast fyrir upphaf hennar. Nefndin hefur tekið nokkur mál til athugunar, m.a. vegna viðskipta með hlutabréf í Íslandsbanka, FL-Group, Hampiðjunni og Atorku. Í tilfalli FL-Group gaf nefndin út nokkur álit. Í fyrsta álitinu taldi nefndin yfirtökuskyldu ekki hafa myndast þar sem ekki væri hægt að sýna fram á samkomulag stærstu hluthafa. Í kjölfar hlutafjárukningar um miðjan desember komst nefndin að þeirri niðurstöðu að hægt væri að sýna fram á samvinnu stærstu hluthafa og gerði þeim skylt að gera yfirtökutilboð til annarra hluthafa. Örfáum mínútum eftir að álitinu var birt barst tilkynning frá nefndinni um að þeir aðilar sem taldir voru skyldir til að gera yfirtökutilboð hefðu selt óskyldum aðila hluta af hlutafé sínu og að þetta leysti þá undan skyldunni. Síðar kom fram að sala hlutafjárins hafði verið gerð með framvirkum samningi. Yfirtökunefndin tók hann til skoðunar og staðfesti í kjölfarið fyrri álit sitt. Þessi ákvörðun sætti gagnrýni þar sem sýnt var að stærstu eigendur hefðu með sér samstarf og sala hlutabréfanna á grundvelli framvirks samnings hefði lítil áhrif á völd þeirra í félaginu.

Hinn 5. desember birti yfirtökunefnd álit þess efnis að hún teldi Fiskveiðahlutafélaginu Venusi hf. skylt að leggja fram yfirtökutilboð til annarra hluthafa í Hampiðjunni hf. þar sem hagsmuna- og persónuleg tengsl væru á milli stærstu hluthafa er réðu meiru en 45% hlutafjár í félaginu. Í kjölfarið óskaði stjórn félagsins eftir afskráningu félagsins af Aðallista Kauphallar Íslands á grundvelli þess að hluthöfum hefði fækkað svo mjög að félagið uppfyllti ekki lengur skilyrði Kauphallarinnar um lágmarksdreifingu hlutafjár. Á það hefur verið fallist.

Rammagrein 3

Yfirtökunefnd – fyrstu úrskurðir og viðbrögð

Rammagrein 4

Markaðstorg fjármálagerninga

Með breytingum á kauphallalögum vorið 2005, varð Kauphöll Íslands mögulegt að starfrækja nýja tegund hlutabréfamarkaðar, svokallað markaðstorg fjármálagerninga (MTF). Þá þegar var hafinn undirbúningur að stofnun MTF-hlutabréfamarkaðar, sem fékk nafnið iSEC. Markaðurinn var opnaður formlega í byrjun þessa árs og er opinn fyrirtækjum í hvaða atvinnugrein sem er, en er einkum ætlaður smáum og millistórum, framsæknum fyrirtækjum með vaxtarmögu-leika. Inntökuskilyrði á iSEC eru vægari en við skráningu á Aðallista.

Umhverfi iSEC lýtur sömu lögmálum og á Aðallista, þar sem tæknileg umgjörð, reglur, eftirlit og aðrir innviðir markaðarins hafa verið mótaðir með það fyrir augum að skapa traust markaðsumhverfi.

Heimild: Árbók Kauphallar Íslands 2006.

heimamarkaði sínum og opnar þar með nýja vídd í fjárfestingarmögu-leikum þeirra. Ljóst er að innlendir verðbréfamarkaður er ólíklegur til að draga að erlend stórfyrirtæki en vel má vera að hann geti höfðað til minni erlendra fyrirtækja sem fremur vilja vera „stór fiskur í lítilli tjörn en lítill fiskur í stórrí tjörn“.

Tvö erlend fjármálfyrirtæki hlutu aðild að Kauphöllinni á liðnu ári: Føroya Sparikassi og Swedbank Förenings-Sparbanken, og eru erlendir þingaðilar því orðnir fjórir. Því miður hefur þátttaka þeirra í viðskiptum á markaði verið lítil til þessa.

Samrunahugleiðingar

Um mitt ár 2005 var skýrt frá því að Kauphöll Íslands væri að meta kosti og galla þess að hefja sameiningarviðræður við OMX í Stokkhólmi sem á kauphallirnar í Stokkhólmi, Helsinki, Kaupmannahöfn og kauphallir Eystrasaltsríkjanna þriggja. Í desember var síðan tilkynnt að Kauphöll Íslands hygðist ekki ganga til viðræðna um samruna. Ekki er þó útilokað að málið verði skoðað aftur síðar. Kostirnir við samruna væru að með honum væri tryggt að markaðurinn hérlandis yrði með í þróun markaða á Norðurlöndum og hugsanlega hluti af enn stærri heild ef um frekari samruna yrði að ræða. Gallarnir snúa helst að sjálfsforræði innlendra aðila og því að lítill markaður hérlandis gæti vegna smæðar sinnar átt undir högg að sækja í stórrí heild. Kauphöll Íslands keypti á síðasta ári hlutabréf að markaðsvirði 150 m.kr. í OMX og kauphöllinni í Ósló.

Einkavæðing Símans

Stórt skref var stigið í einkavæðingu þegar Síminn var seldur til innlendra fjárfesta sumarið 2005. Útboðsferlið var vel skipulagt og naut einkavæðingarnefnd ráðgjafar erlends fjárfestingarbanka. Söluferlið var í tveimur þrepum. Fyrst var óskað eftir óbindandi tilboðum og bærust 14 slík. Tólf aðilum var gefinn kostur á að kynna sér frekar rekstur Símans og síðan var óskað eftir bindandi tilboðum. Þrjú slík bærust og var því hæsta tekið. Heildarfjárhæð þess var 66,7 ma.kr. Um það bil helmingur verðsins var greiddur með erlendum gjaldeyri en afgangurinn í íslenskum krónum. Erlendi hlutinn var síðar nýttur til að greiða niður erlendar skuldir ríkissjóðs en innlendum hluta var ráðstafað á bundna reikninga í Seðlabankanum sem verða lausir á nokkrum

árum í samræmi við áform ríkissjóðs um endanlega ráðstöfun fjárens. Áhrif innlendu greiðslunnar komu þegar fram í aukinni þörf fyrir fyrirgreiðslu Seðlabankans við innlendar lánastofnanir og jók þar með aðhald í peningamálum.

Dýpt markaða

Dýpt markaða er hugtak sem erfitt er að skilgreina með beinum hætti. Hugtakið nær m.a. yfir stærð, veltu og verðbreytingar og samspil þessara þriggja þátta. Innlendir markaðir hafa allir vaxið hratt undanfarin ár. Síðustu fimm árin hefur velta á hlutabréfamarkaði t.d. nærri áttfaldast en markaðsvirði skráðra félaga rúmlega þrefaldast. Verð eins og það er mælt með úrvalsvísitölunni hefur 3,8-faldast á sama tíma. Erfitt er að mæla aðra þætti eins og áhrif einstakra viðskipta á verð, áhrif stórviðskipta á verð og viðbrögð markaðarins við þrengingum. Veltuhraði hlutabréfa hér á landi síðustu fimm ár er áþekkur veltuhraða hlutabréfa í helstu kauphöllum Evrópu. Hlutfall markaðsvirðis skráðra hlutabréfa af vergri landsframleiðslu hér á landi var um áramótin 1,96 en var að meðaltali í nokkrum kauphöllum Evrópu um 1,0.

Útboð verðbréfa

Eitt af þeim atriðum sem einkenna þróaða markaði er hversu auðvelt er að afla fjármagns. Oftast eru notuð útboð af einhverju tagi. Ef skoðuð er þróun undanfarinna ára má sjá að útboð verðbréfa hafa aukist nokkuð á síðasta ári og er athyglisvert að skuldabréf fyrirtækja vega þar allþungt. Útboð skuldabréfa á síðasta ári námu 183 ma.kr. samanborið við 135 ma.kr. árið 2004. Hlutafélög í Kauphöll Íslands öfluðu 123 ma.kr. í útboðum á síðasta ári, samanborið við 170 ma.kr. árið á undan.

Hverjir eiga verðbréfin?

Við rafvæðingu verðbréfa opnaðist m.a. möguleikinn á því að flokka eigendur verðbréfa. Hægt er t.d. að sjá hve mikill hluti eigenda eru einstaklingar, fyrirtæki, bankar og erlendir aðilar. Sá galli er þó á gjöf Njarðar að einhver hluti verðbréfa er skráður á safnreikninga hjá öðrum aðilum og ekki hefur reynst unnt að greina með óyggjandi hætti hvernig eigendaflokkunin er. Sjálfsagt er þarna um byrjunarörðugleika að ræða og vonandi rætist úr þessu, þannig að tölfræði um eigendur verði nákvæmari. Í töflu 4 má sjá eigendaskiptingu íbúðabréfa og hlutabréfa eins og upplýsingar liggja fyrir hjá Verðbréfaskráningu Íslands. Af gögnum frá öðrum má ráða að mikill hluti þeirra íbúðabréfa sem skráð eru á safnreikninga sé í raun í eigu banka og sparisjóða. Sömuleiðis má sjá að u.þ.b. helmingur hlutabréfa á safnreikningum er í eigu erlendra aðila og að fjárhæð hlutabréfa í eigu banka og sparisjóða getur verið u.þ.b. 10% hærra en sýnt er í töflunni.

Skipulagsvandi á skuldabréfamörkuðum

Síðustu árin hefur ríkissjóður ekki þurft á nýju lánsfé að halda og hefur það leitt til þess að dregið hefur úr útgáfu ríkisverðbréfa, auk þess sem leitað hefur verið leiða til að einfalda skipulag útgáfu þeirra. Alla jafna er mikil eftirspurn eftir ríkistryggðum skammtímaverðbréfum, bæði vegna þess að þau mynda vaxtagólf (e. risk free rate) og vegna þess

Tafla 4 Helstu eigendur verðbréfa í febrúar 2006 (m.kr.)

	Hlutabréf	Hlutfall	Íbúðabréf	Hlutfall
Einstaklingar	285.690	11,7%	3.042	0,8%
Íbúðalánasjóður		0,0%	18.275	4,9%
Bankar og sparisjóðir	242.051	9,9%	153.492	41,5%
Fjárfestingarbankar	70.921	2,9%	10.927	3,0%
Verðbréfafyrirtæki	18.646	0,8%	1.093	0,3%
Verðbréfasjóðir	39.362	1,6%	32.663	8,8%
Lífeyrissjóðir	217.292	8,9%	107.541	29,1%
Tryggingafélög	58.094	2,4%	5.951	1,6%
Fyrirtæki	864.701	35,4%	2.890	0,8%
Erlendir aðilar	523.776	21,4%		
Aðrir	7.663	0,3%	1.545	0,4%
Safnreikningar	113.701	4,7%	32.327	8,7%
Samtals	2.441.897	100,0%	369.746	100,0%

Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

að þessi bréf eru gjarnan notuð sem grunnfjárfesting í verðbréfasöfn-um. Mikil eftirspurn, á sama tíma og mjög takmarkað framboð er á slíkum bréfum, veldur ótrúverðugri vaxtamyndun. Oft er miðað við vexti ríkisbréfa þegar samningar og skuldabréf eru verðlögð, bæði á formlegum markaði og í afleiddum viðskiptum. Ef verðmyndun ríkisbréfanna er ótrúverðug getur það leitt til rangrar verðlagningar annarra samninga þannig að áhætta verður kerfisbundið rangt verðlögð eða verðlagning hennar verður tilviljanakennd.

Rammagrein 5

Stjórnunarhættir og fjárfestatengsl

Stjórnunarhættir fyrirtækja

Í kjölfar útgáfu Leiðbeininga um stjórnunarhætti fyrirtækja, samstarfsverkefni Kauphallarinnar, Viðskiptaráðs Íslands og Samtaka atvinnulífsins, birti Kauphöll Íslands upplýsingar um stjórnunarhætti sína á heimasíðu sinni. Þrátt fyrir að Kauphöllin sé ekki skráð á markaði telur hún mikilsvert að tekið sé mið af leiðbeiningunum enda er þær hugsaðar bæði fyrir skráð og óskráð hlutafélög.

Með reglum fyrir útgefendur verðbréfa í Kauphöll Íslands hf. sem tóku gildi 1. janúar 2005 er sú krafa gerð að stjórn skráðra hlutafélaga lýsi því yfir í ársreikningi hvort félagið fylgi leiðbeiningum um stjórnunarhætti fyrirtækja frá árinu 2004 eða skýri frá frávikum á því að leiðbeiningunum sé fylgt.

Heimild: Árbók Kauphallar Íslands 2006.

Leiðbeiningar um fjárfestatengsl

Í febrúar gaf Kauphöllin út Leiðbeiningar um fjárfestatengsl. Megin-tilgangur með útgáfu leiðbeininganna er að stuðla að bættum fjárfestatengslum skráðra félaga. Þetta er í fyrsta skipti sem slíkar leiðbeiningar eru gefnar út hér á landi, en í þeim er leitast við að gefa hagnýtar leiðbeiningar um ýmis málefni, tól og tæki sem nýtast félögum ekki aðeins í samskiptum við Kauphöllina heldur einnig við hluthafa, greiningaraðila og aðra markaðsaðila.

Heimild: Árbók Kauphallar Íslands 2006.

Mikil eftirspurn er eftir ríkisskuldabréfum, vegna breyttra aðstæðna, aukinnar sóknar erlendra fjárfesta í traust íslensk verðbréf og breyttis fyrirkomulags útgáfu ríkissjóðs. Eftirspurn erlendra fjárfesta er að hluta til komin vegna útgáfu skuldabréfa í krónum en einnig vegna stöðutöku á innlendum fjármálamarkaði. Ýmsir innlendir aðilar, t.d. verðbréfa- og lífeyrissjóðir, hafa þá stefnu að leggja hluta eigna sinna í stutt trygg verðbréf til að geta mætt ófyrirséðum útgjöldum án mikillar verðbreytingaráhættu. Því er enn meiri samkeppni um þetta litla magn sem er í boði. Þar að auki er nokkuð um peningamarkaðs- sjóði sem sækjast mjög eftir stuttum traustum verðbréfum vegna eðlis og uppbyggingar. Nýlegar breytingar á útgáfu ríkissjóðs miðuðu að því að styrkja lengri flokka (á gjalddaga 2010 og 2013) en draga úr vægi styttri flokka, stytta líftíma ríkisvixla og kaupa upp flokk ríkisbréfa á gjalddaga 2007. Eftir á að hyggja kann þetta að hafa haft neikvæð hliðaráhrif. Þótt ríkisvixlaflokkarnir hafi að miklu leyti verið álitnir tæki til að mynda stöðu á móti virðisaukaskattskilum virðist sem notkunin hafi verið talsvert viðtækari.

Annar vandi er sá að tímaróf vaxta ríkisverðbréfa er að verða talsvert glöppótt. Nú eru í umferð eins mánaðar vixill, eins árs ríkisbréf, fjögurra ára ríkisbréf og sjö ára ríkisbréf (og tveir þeir fyrstnefndu eru litlir flokkar). Þetta þyrfti vaxtarófið og stækka flokkana þar til að fyrir lægi nokkuð samfelldur ferill tiltölulega áreiðanlegra verðbréfaflokka til tveggja ára (þ.e. spátíma verðbólguþáa Seðlabankans). Í undirbúningi er að breyta núverandi fyrirkomulagi, m.a. með því að auka við útgáfumagn og þetta útgáfu ríkisbréfa til tveggja ára.

Þróun á fasteignalánamarkaði

Í febrúar tilkynnti matsfyrirtækið Moody's að það hygðist gefa fasteignatryggðum skuldabréfum Kaupþings banka láns hæfismatseinkunina AAA. Skuldabréfin byggjast á fasteignaveðlánnum sem Kaupþing banki hefur veitt á undanförunum mánuðum og aukatryggingum sem bankinn leggur fram. Með þessu nær bankinn að fjármagna fasteignaveðbréf sín á bestu markaðskjörum. Í apríl var tilkynnt að bankinn hefði selt erlendum fjárfestum 43 ma.kr. af útgáfunni. Með þessari aðgerð sýnir bankinn með nokkuð óyggjandi hætti að bankarnir geta keppt við útgáfur Íbúðalánasjóðs á markaði. Sá er þó ljóður á að samkeppnisstaðan er ójöfn. Íbúðalánasjóður býr við ríkisábyrgð sem tryggir ekki aðeins öruggar greiðslur, heldur mun ríkissjóður eftir væntanlega lagabreytingu tryggja að sjóðurinn geti ávallt staðið við skuldbindingar sínar á réttum tíma samkvæmt tilkynningu sem gefin var út 17. mars sl. Þar að auki býr Íbúðalánasjóður við skattfrelsi. Ljóst er að þetta er óviðunandi staða. Í undirbúningi munu vera breytingar á Íbúðalánasjóði sem æskilegt er að hrinda í framkvæmd sem fyrst. Bönkunum hefur orðið talsvert ágengt í því að ná markaðshlutdeild á íbúðalánamarkaði en fjármögnunin hefur hins vegar ekki fylgt að fullu í kjölfarið eins og búast hefði mátt við. Stefna stjórnvalda hefur verið að Íbúðalánasjóður láni til íbúðakaupa, óháð staðsetningu og að mestu óháð fjárhag. Bankarnir hafa hins vegar beitt sér mest á þeim svæðum sem eru hvað virkust á fasteignamarkaði og hafa þeir í mörgum tilfellum boðið mun hagstæðari kjör en Íbúðalánasjóður. Fyrirgreiðslu bankanna fylgja gjarnan kvaðir um önnur viðskipti og lánsform þeirra

Rammagrein 6

Íbúðalánasjóður

Seðlabanki Íslands hefur nokkrum sinnum tjáð sig um útlán og útlánareglur Íbúðalánasjóðs á undanförunum árum. Haustið 2003 veitti bankinn umsögn til verkefnisstjóra og ráðgjafarnefndar félagsmálaráðherra í tengslum við áform um aukin umsvif Íbúðalánasjóðs á húsnæðislánamarkaði. Í umsögninni var m.a. vakin athygli á að hlutdeild ríkisins á húsnæðislánamarkaði væri með því mesta sem þekktist og að með frekari aukningu hennar væri hætt við að dregið yrði úr samkeppnishæfni fjármálafyrirtækja á lánamarkaði. Í viðamikilli skýrslu sem Seðlabankinn tók saman að beiðni félagsmálaráðherra og birt var síðla árs 2004 var ítarleg grein gerð fyrir mati bankans á margvíslegum óæskilegum afleiðingum breyttra útlánareglna. Bent var á m.a. að háum veðhlutföllum fylgdi hætta á að eigið fé í húsnæði yrði neikvætt á einhverju tímabili.

Í kjölfar rýmkunar á útlánareglum Íbúðalánasjóðs hófu bankar og sparisjóðir sókn á fasteignalánamarkaðinn. Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika taldi Seðlabankinn þetta hagfellda breytingu þar sem hún treysti undirstöður bankanna til lengri tíma litið. Hins vegar tjáði bankinn sig jafnframt um það að með innkomu bankanna á fasteignaveðlánamarkaðinn hafi húsnæðislánakerfið í sinni gömlu mynd nánast orðið úrelt á augabragði. Vegna þessara breytinga taldi Seðlabankinn nauðsynlegt að huga tímanlega að framtíðarhlutverki Íbúðalánasjóðs í fjármögnun íbúðakaupa og tilhögun verkaskiptingar hans annars vegar og banka og sparisjóða hins vegar til þess m.a. að treysta í senn undirstöður innlands fjármálakerfis og fyrirgreiðslu við þá sem einhverra hluta vegna eiga ekki sama aðgang að íbúðalánum og almennt gerist. Frá þjóðhagslegum sjónarhóli taldi Seðlabankinn óheppilegt að rýmka útlánareglur Íbúðalánasjóðs á þensluskeiði í hagkerfinu. Miklu skipti að tímasetja breytingarnar með tilliti til efnahagslegra aðstæðna. Fyrirhuguð breyting á útlánareglum Íbúðalánasjóðs á sínum tíma myndi leiða til hækkunar húsnæðisverðs. Þá væri hún til þess fallin að auka þenslu sem væri sérlega óheppilegt í ljósi efnahagshorfa á þeim tíma.

Óvæntar breytingar á fasteignaveðlánamarkaði þegar bankar hófu að veita fasteignaveðlán, ekki síst vegna áforma Íbúðalánasjóðs um að auka markaðshlutdeild sína, leiddu til þess að lánsfjárframboð jókst til mikilla muna. Sú breyting var skyndileg. Hörð samkeppni Íbúðalánasjóðs og banka og sparisjóða knúði upp fasteignaverð og þar með einkaneyslu og verðbólgu fyrr og hraðar en hægt var að bregðast við í tæka tíð með aðgerðum í peningamálum.

Dregist hefur úr hömlu að gera nauðsynlegar breytingar á hinu opinbera íbúðalánakerfi. Af því leiðir m.a. að hugsanlegt er að langtímamarkaður fyrir innlend skuldabréf verði ekki eins virkur og hann hefði ella orðið þar eð horfur virðast nú á að ekki fari nema hluti íbúðalánafjármögnunar um innlenda skuldabréfamarkað. Miklu skiptir fyrir virkni innlands skuldabréfamarkaðar, hagfellda fjármögnun íbúðalána, stöðugleika fjármálakerfisins og alþjóðlegt lánshæfismat ríkissjóðs að sem fyrst verði gerðar breytingar á hinu opinbera íbúðalánakerfi. Eins og málum er nú komið hljóta þær að taka mið af því að innlendar lánastofnanir aðrar en Íbúðalánasjóður gegni mikilvægu hlutverki í lánsfjármögnun íbúðarhúsnæðis.

Umsagnir Seðlabankans um útlánareglur og áform Íbúðalánasjóðs hafa verið birtar á heimasíðu hans og eru aðgengilegar þar.

geta verið ólík. Bankar hafa líka lánað til endurfjármögnunar og hefur það oft gert íbúðaeigendum kleift að leysa út hluta af eigin fé sem bundið var í húsnæði og nýta til neyslu.

Íbúðalánasjóður er stærsti útgefandi skuldabréfa hér á landi. Aðgerðir hans hafa því talsverð áhrif á verðmyndun skuldabréfa.

Útgáfuáætlanir eru mikilvægar fyrir verðmyndun og til upplýsingar fyrir verðbréfamarkað. Þessar áætlanir geta þó aldrei verið óhaggeanlegar, þeim er breytt og þær endurskoðaðar í samræmi við aðstæður hverju sinni. Útgáfuáætlanir Íbúðalánasjóðs hafa verið miðaðar við ársfjórðunga en tilfinnanlega hefur skort á gagnsæi við framkvæmd. Sjóðurinn hefur efnt til lokaðra og opinna útboða án fullnægjandi skýringa. Sjóðurinn er ekki með fyrirfram tilkynnta útboðsdaga, á sama hátt og t.d. Lánasýsla ríkisins. Sjóðurinn gefur ekki upp fyrirfram hvaða flokka íbúðabréfa hann hyggst stækka. Til að mynda var því lýst yfir þegar stysti flokkurinn, HFF 150914, var settur upp að til stæði að stækka hann í 50-70 ma.kr. á árinu 2005 til að gera hann markaðshæfari. Þetta gekk ekki eftir. Á árinu 2005 tók sjóðurinn tilboðum að fjárhæð 18,9 ma.kr. í HFF 150914 en tæplega 28 ma.kr. í hina flokkana.

Gjaldeyrismarkaður: pörun stundarviðskipta

Hinn 24. apríl 2006 var ýtt úr vör nýjung á gjaldeyrismarkaði þegar Reuters hóf uppboðsmarkað með íslensku krónuna. Viðskiptakerfið ber nafnið Spot-Matching og byggist á pörun tilboða sem þar eru skráð. U.þ.b. 1.140 aðilar eru tengdir þessu kerfi og getur hver þeirra sem er sett fram tilboð í kerfinu. Um er að ræða marga af stærstu bönkum heims, auk seðlabanka ýmissa ríkja. Þetta kerfi verður til hliðar við núverandi millibankamarkað og gefur þeim sem ekki eru aðilar að honum tækifæri til að versla með krónur sín á milli án milligöngu formlegra viðskiptavaka. Óvíst er hversu mikil áhrif þetta kerfi mun hafa á gjaldeyrisviðskipti með krónuna en vonast er til að það auki dýpt markaðarins og stuðli að öflugri verðmyndun.

Skuldabréf erlendra aðila í krónum

Í ágúst 2005 hófu erlendir aðilar að gefa út skuldabréf í íslenskum krónum sem síðan voru seld erlendum fjárfestum. Segja má að með þessu hafi Ísland komist á kortið í alþjóðaverðbréfaviðskiptum. Framvinda þessarar útgáfu varð allhröð og í apríl 2006 höfðu verið gefin út bréf af þessu tagi fyrir um 222 ma.kr. eða sem svarar um 22% af vergri landsframleiðslu. Ástæðan fyrir þessari miklu útgáfu var jákvæður vaxtamunur fjárfesta en útgefendur gátu firrt sig áhættu með því að kaupa íslensk skuldabréf og greiða fyrir í gjaldeyri, m.ö.o. gera gjaldeyrisskiptasamninga. Útgáfa með þessu sniði er gjarnan nefnd vaxtamunarviðskipti (e. carry trade) og er vel þekkt, t.d. með gjaldmiðla Nýja-Sjálands og Ástralíu. Áhrifin hér á landi komu fyrst fram á gjaldeyrismarkaði en gengi krónunnar styrktist talsvert í kjölfar útgáfunnar og einnig jókst eftirspurn eftir skuldabréfum á innanlandsmarkaði með áþekkan líftíma og erlendu verðbréfin. Þetta þrýsti niður vöxtum í þessum tímallengdum. Viðskipti af þessu tagi eru áhættulítill fyrir útgefendur, sem oftast kaupa gengisvarnir um leið og þeir gefa út bréfin og hafa gjarnan hátt lánsþæfismat. Útgefendur ná með þessum útgáfum til fjárfestahópa sem annars hefðu ekki áhuga á viðskiptum við þá vegna lággra vaxta og þar að auki eru kjörin tiltölulega hagstæð. Fjárfestirinn tekur fyrst og fremst gengisáhættu en getur átt von á ríkulegri arðsemi ef dæmið gengur upp. Áhrifin á íslenskt hagkerfi eru aukið flökt krónunnar og getur hjarðhegðun á þessum markaði aukið

sveiflur í gengi og vöxtum. Önnur áhrif felast í auknum tækifærum innlendra aðila til gengisvarna. Fyrstu gjalddagar erlendu bréfanna eru í haust og þá má búast við að eitthvert útlæði gjaldeyris fylgi í kjölfarið. Reynolds annarra landa bendir þó til að áhrifin á gengi verði ekki jafn mikil og þegar stofnað var til viðskiptanna í upphafi, það getur að hluta til skýrst af því að fjárfestar endurfjárfesti en einnig getur lægra gengi valdið því að minna af gjaldeyri fæst fyrir krónurnar þegar þær eru seldar. Lækkun gengis krónunnar að undanfögnu gæti m.a. stafað af því að einhverjir þessara aðila hafi lokað gengisáhættu sinni, sem dregur úr þeim áhrifum þegar kemur að gjalddaga bréfanna.

Umrót á mörkuðum

Aðgangur innlendra aðila að erlendu lánsfé hefur verið óvenju hagstæður vegna lágra erlendra vaxta, mikils lausafjárframboðs og hagstæðrar gengisþróunar. Íslenskir bankar hafa tekið þátt í fjármögnun innlendra aðila, sem hafa fjárfest mikið á innlendum og erlendum mörkuðum. Í haust tók álag á svokallaðar skuldtryggingar (Credit default swaps, sjá rammagrein 2) íslenskra skuldabréfa að hækka, en það getur gefið vísbendingu um framtíðarbreytingar á kjörum fjármálaþyrirtækja á markaði. Í febrúar tilkynnti matsþyrirtækið Fitch að horfum á lánsþæfismati ríkissjóðs hefði verið breytt úr stöðugum í neikvæðar. Í kjölfarið lækkaði gengi krónunnar. Það rétti sig af nokkuð skjótt, en nokkurs óróa gætti á markaðnum. Verð innlendra hlutabréfa lækkaði en það var nálægt hæsta sögulega gildi sínu um þetta leyti. Vart varð við mikinn áhuga erlendra aðila. Í ýmsum fjölmiðlum var því haldið fram að gengislækkunin hefði smitast yfir á aðra markaði, jafnvel fjarlægga. Skýring þess er sú að sá hópur fjárfesta, sem tekið hefur þátt í vaxtamunarviðskiptum er allstór um þessar mundir og teygir anga sína inn á markaði í nokkrum löndum. Vaxtamunarviðskipti felast í því að taka lán í lágvaxtalöndum og fjárfesta í hávaxtalöndum. Þegar óvænt tap verður á einum markaði þurfa fjárfestarnir að rétta stöðu sína af með því að selja bréf í öðru landi og þannig getur orðið keðjuverkun sem hreyfir við mörkuðum um allan heim. Markaðsaðilar og eftirlitsstofnanir eru því á varðbergi þegar þess verður vart að mikil aukning verður á viðskiptum af þessu tagi.

Stöðutaka erlendra aðila í íslenskum verðbréfum og tengdum samningum, sem í einhverjum tilvikum varð tilefni blaðaskrifa, er dæmi um það hversu tengdur íslenskur markaður er orðinn alþjóðlegum mörkuðum. Hér hafa skapast viðskiptatækifæri, m.a. vegna ójafnvægis í íslensku efnahagslífi og erlendir aðilar hafa nýtt sér þau í ábataskyni. Íslenski markaðurinn er smár og hann út af fyrir sig ætti ekki að valda titringi utan landsteinanna en samspil nokkurra markaða getur magnað upp sveiflur og þannig haft áhrif á heimsvísu. Innlendu áhrifin eru talsverð en við þeim hefur verið búist um nokkurt skeið, þótt vonir hafi staðið til að þau kæmu síðar og yrðu í smærri skrefum. Ójafnvægið er talsvert og nokkur viðbrögð þarf í hagkerfinu til að rétta það af. Einn helsti kostur þess að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil er að hann tekur höggið að miklu leyti af öðrum þáttum hagkerfisins og flýtir fyrir aðlöguninni.

Viðauki 1

Hvers konar lending? - Niðurstöður hermana með
þjóðhagslíkani Seðlabankans

Nýtt þjóðhagslíkan Seðlabankans gefur færi á að meta áhrif áfalla í þjóðarþúskaðum, t.d. snarprar gengislækkunar, lækkunar eignaverðs og aukins peningalegs aðhalds í heiminum. Líkanið getur ekki sagt til um hversu líkleg þessi áföll eru, en það getur gefið grófa vísbendingu um hvað gerist ef þau verða, t.d. hvort þau leiði til verulegs samdráttar, eða harðrar lendingar eins og það er stundum kallað.

Hvað er hörð lending?

Með hugtakinu hörð lending er aðlögun í þjóðarþúskaðum líkt við lendingu flugvélar, sem getur laskast komi hún illa niður við lendingu þannig að bið verði á því að hægt sé að hefja sig til flugs á ný. Hugtakið hefur ekki skýra hagfræðilega merkingu, en augljóslega er vísað til þess að umskiptin gerist hratt. Erlendis er algengt að sú merking sé lögð í hugtakið hörð lending að samdráttur landsframleiðslu eigi sér stað, t.d. í tvo ársfjórðunga. Í hraðvaxandi nýmarkaðsríkjum kann slík orðanotkun að vera eðlileg þegar dregur verulega úr hagvexti í kjölfar mikils vaxtar, jafnvel þótt ekki sé um samdrátt að ræða. Í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska kann að vera vafasamt að líta eingöngu til sveiflukenndra ársfjórðungsgagna um landsframleiðslu, sem geta gefið mjög villandi mynd af efnahagsástandinu. Því kann að vera nauðsynlegt að líta til fleiri þátta. Vöxtur ráðstöfunartekna og ástand á vinnumarkaði, t.d. atvinna, atvinnuþátttaka og atvinnuleysi, gefa oft góða mynd af undirliggjandi styrkleika.

Flestir eru sammála um að efnahagskreppan á árunum 1967-68 teljist hörð lending í kjölfar mikils vaxtar á síldaruppsveiflutímabilinu. Þá fór saman snarpur samdráttur landsframleiðslu, minnkandi atvinnuþátttaka, aukið atvinnuleysi og lækkandi ráðstöfunartekjur. Líklega myndu margir einnig telja að hörð lending hafi átt sér stað á árunum 1988-92 þegar hagvöxtur var ýmist hverfandi eða nokkur samdráttur átti sér stað og atvinnuleysi jókst.¹ Margir hafa hins vegar kallað samdráttinn árið 2002 mjúka lendingu, þrátt fyrir að í öðrum löndum myndi 1% samdráttur landsframleiðslu teljast hörð lending.

Þegar öllu er á botninn hvolft vísar hörð lending til huglægs mats á því hvað telst verulegt frávik frá langtíma leitni. Í umfjölluninni hér á eftir vísar hörð lending til snarpra umskipta í efnahagslífinu þar sem saman fara verulegur samdráttur í landsframleiðslu, minnkandi atvinna og lækkun ráðstöfunartekna.²

1. Nánari umfjöllun um íslenskar hagsveiflur má t.d. nálgast í Þórarinn G. Pétursson (2000). "Business Cycle Forecasting and Regime Switching", *Central Bank of Iceland Working Papers No. 7*.

2. Algengt er að skilgreina efnahagslægd (e. recession) sem samdrátt landsframleiðslu sem nær yfir a.m.k. tvo ársfjórðunga. Bandaríska efnahagsrannsóknarstofnunin (e. NBER) skilgreinir efnahagslægd ekki með þessum hætti heldur sem verulegan samdrátt í efnahagsstarfsemi sem er merkanlegur um allt hagkerfið, endist lengur en í nokkra mánuði og er venjulega sjáanlegur í raunlandsframleiðslu, kaupmætti ráðstöfunartekna, atvinnu, iðnaðarframleiðslu og smásölu (sjá <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>).

Hvaða þættir geta leitt til harðrar lendingar?

Óróleiki á fjármálamörkuðum undanfarna mánuði sýnir hversu viðkvæmt efnahagsástandið er fyrir hvers kyns fréttum þegar mikið ójafnvægi er í þjóðarbúskapnum. Því er ekki hægt að útiloka snöggar breytingar og lítil þúfa getur velt þungu hlassi við slíkar aðstæður.

Hér á eftir verða skoðuð áföll af ýmsu tagi sem gætu leitt til samdráttar eða jafnvel harðrar lendingar. Í fyrsta lagi má nefna verulega lækkun eignaverðs, bæði hlutabréfa og húsnæðis. Snörp lækkun eignaverðs dregur úr ráðstöfunarfé heimila, einkaneyslu og íbúðafjárfestingu auk þess sem starfsemi og fjárfesting skráðra fyrirtækja yrðu fyrir áhrifum af lækkun hlutabréfaverðs. Á móti kemur að verðbólga gæti hjaðnað vegna þess að vægi húsnæðis í vísitölu neysluverðs er tæpur fjórðungur. Það gæti skapað skilyrði fyrir lækkun stýrivaxta fyrr en ella.

Í öðru lagi gæti veruleg gengislækkun krónunnar ásamt verðbólguþrýstingi sem henni fylgdi og þörf á auknu peningalegu aðhaldi leitt til samdráttar í efnahagslífinu. Gengislækkun hefur vissulega jákvæð áhrif á vöxt útflutnings en hætta er á að stýrivextir þyrftu að hækka enn frekar til að sporna við aukinni verðbólgu og að samdráttaráhrifin vegi þyngra en aukinn útflutningur. Metviðskiptahalli, samdráttur vaxtamunarviðskipta (e. carry trade) og stórar fjárhæðir erlendra skuldabréfa í krónum á gjalddaga á árinu eru jafnan nefndir sem mögulegir þættir sem geta veikt gengi krónunnar. Gengið hefur þegar veikt um u.þ.b. fjórðung frá því að það náði hámarki í nóvember í fyrra. Það er því eðlilegt að skoða hvaða áhrif frekari lækkun myndi hafa.

Í þriðja lagi getur samdráttur í íslensku efnahagslífi átt upptök sín erlendis. Margt bendir til þess að tími lágra alþjóðlegra vaxta og lausafjárgnóttar sé að taka enda. Vextir fara hækkandi beggja vegna Atlantshafsins og jafnvel er búist við að Seðlabanki Japans taki að hækka vexti þegar á þessu ári. Ýmislegt getur leitt til þess að verðbólguhorfur versni og fjármálaleg skilyrði þrengist hraðar en væntingar standa til. Má nefna frekari olíuverðshækkunar, endalok fastgengisstefnunnar í Asíu eða hraðari uppgang efnahagslífsins í Evrópu. Hærri vextir í umheiminum geta haft veruleg áhrif á íslenskt efnahagslíf í ljósi skuldastöðu þjóðarbúsins. Hækkun erlendra vaxta leiðir til þyngrri greiðslubyrði erlendra lána, aukins vaxtaálags skuldabréfa og jafnvel snöggra umskipta á streymi erlends fjármagns í tengslum við vaxtamunarviðskipti og útgáfu erlendra skuldabréfa í krónum.

Áhrif eignaverðslækkunar, gengisveikingar og hækkunar erlendra vaxta metin með þjóðhagslíkani Seðlabankans

Líkt og áður segir, er hægt að fá vísbendingu um áhrif þessara þriggja þátta, þ.e. lækkunar eignaverðs, gengisveikingar og hækkunar erlendra vaxta, með aðstoð þjóðhagslíkans.³ Leggja ber áherslu á að mikil óvissa umlykur slíkar hermanir (e. simulations) og líta ber á niðurstöður þeirra eingöngu sem afar grófa vísbendingu um hugsanlega framvindu

3. Nánari lýsingu á þjóðhagslíkani Seðlabankans má finna í viðauka 1 í *Peningamálum* 2006/1, sem komu út í lok mars.

efnahagsmála í kjölfar áfalla.⁴ Þjóðhagslíkanið er ekki, fremur en flest líkön annarra seðlabanka, hannað til greiningar á fjármálastöðugleika þar sem ósamhverfar upplýsingar, óvissa, áhættumat, hjarðhegðun og smit (e. contagion) eru lykilþættir og mikilvægt er að greina áhrif þessara þátta á efnahagsreikning heimila, fyrirtækja og ríkis.⁵

Grunnhermunin er nær hrein líkanspá og spáir það því m.a. fyrir um gengi krónunnar. Stýrivextir fylgja hefðbundinni Taylor-reglu sem tekur tillit til frávíks mældrar verðbólgu frá verðból gumarkmiðinu og metinnar framleiðsluspennu. Til samanburðar er litið á nokkur frávíksdæmi þar sem ýmist eignaverð lækkar, gengi krónunnar gefur eftir eða erlendir vextir hækka. Loks er litið á áhrif þess að láta allt þrennt gerast samtímis. Í öllum tilvikum er einblínt á tímabilið til ársloka 2010. Rétt er að áréttta að óvissa slíkra hermána eykst til muna eftir því sem þær ná lengra fram í tímann.

Aðlögun efnahagslífs eftir mikið hagvaxtarskeið eykur líkur á samdrætti

Í grunnhermun þjóðhagslíkans Seðlabankans er dregin upp mynd af nauðsynlegri aðlögun íslensks efnahagslífs eftir afar kröftugt hagvaxtarskeið. Innlend eftirspurn dregst hratt saman en mikill vöxtur útflutnings styður við hagvöxt framan af tímabilinu. Hagvaxtarhorfur þessa og næsta árs eru því þær sömu og í grunnspá Seðlabankans í *Peningamálum* 2006/1. Í grunnhermuninni verður þó nokkur samdráttur landsframleiðslu á árinu 2008 en mun minni undir lok tímabilsins. Ráðstöfunartekjur dragast hratt saman á árunum 2008 og 2009 og einnig dregur nokkuð úr atvinnu. Því má halda því fram að jafnvel grunnhermunin feli í sér nokkuð harða lendingu.

Samkvæmt grunnhermun líkansins hægir á hækkan húsnaðisverðs eftir því sem líður á þetta ár og til ársloka 2010 verður töluverð lækkun húsnaðisverðs að raunvirði.

Meiri lækkun eignaverðs leiðir til meiri samdráttar á árinu 2008 en í grunnhermuninni

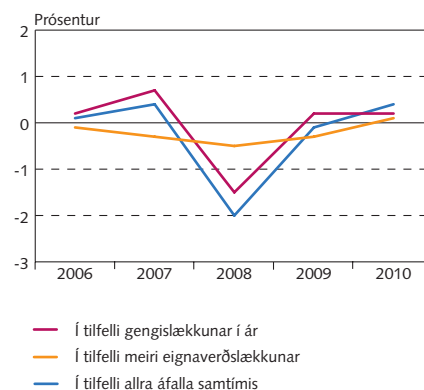
Til að meta áhrif lækkunar eignaverðs er framkvæmd hermun þar sem gert er ráð fyrir u.þ.b. 15 prósentum meiri lækkun húsnaðisverðs en í grunnhermuninni og auk þess er verð hlutabréfa látið lækka um 50% í ár.

Samkvæmt niðurstöðum hermunarinnar myndi enn meiri lækkun eignaverðs en í grunnhermuninni leiða til meiri samdráttar innleindrar eftirspurnar og minni innflutnings. Samdráttur innleindrar eftirspurnar yrði um einni prósentu meiri og samdráttur landsframleiðslunnar um hálfri prósentu meiri á árinu 2008 en í grunnhermuninni.

4. Mikilvægur munur á hermunum og spám er að vönduð þjóðhagsspá byggist að miklu leyti á mati sérfræðinga á meðan hermanir byggjast í meira mæli á hreinni líkanspá. Nánari umfjöllun um mikilvægi mats sérfræðinga við gerð þjóðhagsspár má finna í Sims, Christopher A., (2002). "The Role of Models and Probabilities in the Monetary Policy Process", *Brookings Papers on Economic Activity*, og í Svensson, Lars, og Robert J. Tetlow (2005). "Optimal Policy Projections", *International Journal of Central Banking* 1 (3), bls. 177-207.

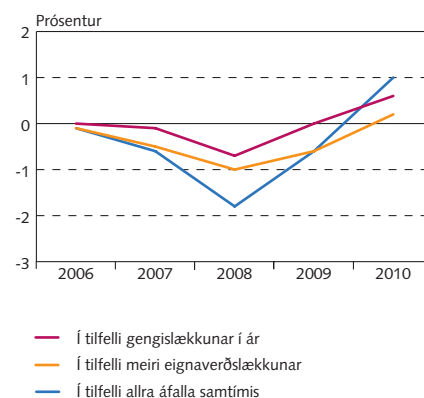
5. Sjá nánari umfjöllun um mat á getu hefðbundinna þjóðhagslíkana til greiningar á fjármálastöðugleika í Bárdsen, Gunnar, Kjersti-Gro Lindquist og Dimitrios P. Tsomocos, (2006). "Evaluation of macroeconomic models for financial stability analysis", *Norges Bank Working Papers* 2006/1.

Mynd 1
Hagvöxtur 2006-2010
Frávik frá grunnhermun í tilfelli ýmissa áfalla



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Vöxtur innleindrar eftirspurnar 2006-2010
Frávik frá grunnhermun í tilfelli ýmissa áfalla

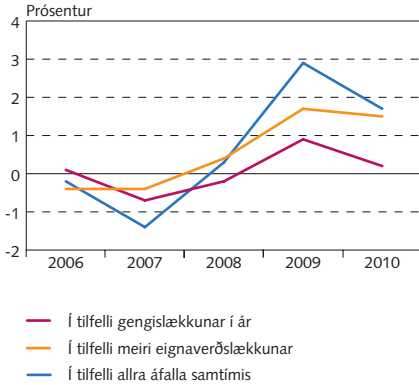


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna
2006-2010

Frávik frá grunnhermun í tilfelli ýmissa áfalla

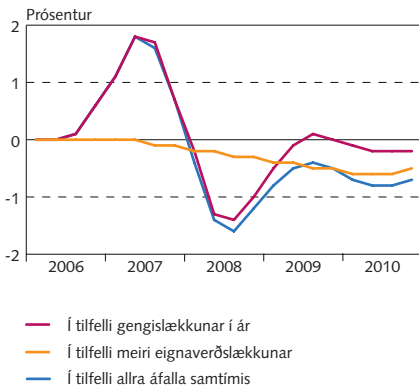


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Verðbólga 2006-2010

Frávik frá grunnhermun í tilfelli ýmissa áfalla

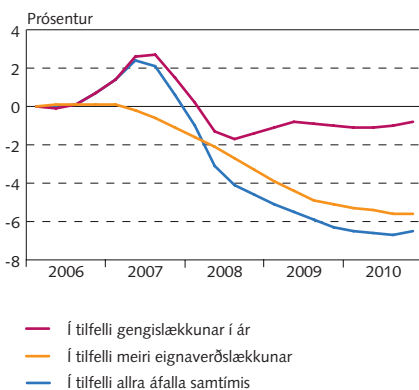


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Vöxtur skulda heimilanna 2006-2010

Frávik frá grunnhermun í tilfelli ýmissa áfalla



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Snörp gengisveiking hefur jákvæð áhrif á hagvöxt framan af en leiðir til meiri samdráttar á árinu 2008

Til að fá vísbendingu um áhrif gengislækkunar í ár var gert ráð fyrir að gengisvísitala krónunnar hækkaði jafnt og þétt á árinu og yrði 140 stig að meðaltali á síðasta fjórðungi ársins en síðan var líkanið látið spá genginu til ársloka 2010. Niðurstöður hermunarinnar gefa til kynna að snögg gengislækkun hafi töluverð áhrif á efnahagsþróunina.

Hagvöxtur er meiri framan af sökum hagstæðara framlags ut-
anríkisviðskipta en innlend eftirspurn dregst hraðar saman. Samdráttur
landsframleiðslu á árinu 2008 er um 1½ prósentu meiri en í grunn-
dæminu. Þarna gætir áhrifa aukins peningalegs aðhalds enda hækka
stýrivextir verulega vegna verðbólguáhrifa gengislækkunarinnar. Pró-
un ráðstöfunartekna og atvinnu er keimlík grunnspánni, þó er heldur
meiri samdráttur á árinu 2008.

Hækkun erlendra vaxta hægir á aðlögun viðskiptahallans en breytir litlu um hagvaxtarhorfurnar

Í síðasta hefti *Peningamála* var rætt um áhrif þess á þróun viðskipta-
halla að peningalegt aðhald yrði aukið í heiminum og erlendir vextir
hækkuðu upp í 6,4%, þ.e.a.s. yrðu jafnir meðalvöxtum tíunda ára-
tugar síðustu aldar. Hver yrðu áhrif slíkrar vaxtahækkunar á íslenskt
efnahagslíf?

Til að leita svara við þessari spurningu er litið á áhrif þess að
erlendir vextir hækki í jöfnum skrefum upp í 6,4% á um tveimur árum
og haldist síðan óbreyttir til ársloka 2010. Þessi vaxtahækkun breyt-
ir ekki miklu frá grunnhermuninni að því er varðar þróun hagvaxtar,
atvinnu og ráðstöfunartekna en hún hægir á aðlögun viðskiptahall-
ans og veikir gengi krónunnar. Líklegt verður að teljast að í líkaninu
séu vanmetin áhrif hækkunar erlendra vaxta á efnahagslífið í ljósi þess
hversu skuldsett þjóðin er og hagkerfið opið.

Lækkun eignaverðs, gengislækkun í ár og hækkun erlendra vaxta samtímis leiðir til verulega harðrar lendingar

Loks er litið á áhrif þess þegar öll áföllin eiga sér stað, þ.e.a.s. enn meiri
lækkun eignaverðs en í grunnhermuninni, gengisvísitalan hækki í 140 stig
undir lok ársins og erlendir vextir hækki í 6,4% á u.þ.b. tveimur árum.

Þegar öll áföllin dynja á hagkerfinu um leið verður samdráttur
í þjóðarþúskapnum mun dýpri á árinu 2008. Samdráttur innlendrar
eftirspurnar er rúmlega 1½ prósentu meiri og landsframleiðslu tæpum
2 prósentum meiri en í grunnhermuninni. Samkvæmt þessari hermun
er því um verulega harða lendingu að ræða árið 2008 ef þessi þrjú
áföll skella á hagkerfinu með þessum hætti. Hér leggjast á árarar
áhrif lækkunar eignaverðs á einkaneyslu og áhrif aukins peningalegs
aðhalds vegna verðbólguáhrifa gengislækkunarinnar.

Rétt er að itreka að með líkaninu er hvorki unnt að gera grein
fyrir mögulegum áhrifum á efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja
né áhrifum þess ef miðlunarhlutverk bankakerfisins brestur vegna eig-
infjárvandkvæða í tengslum við stóraukin útlánatöp.⁶ Ljóst er að komi
til slíkra vandamála getur samdrátturinn orðið enn meiri. Þá gerir lík-

6. Mögulegt er að nota minni og sérhæfðari líkön til að spá fyrir um þessar stærðir á grundvelli niðurstaðna
hermana af þessu tagi. Seðlabankinn er að þróa slík líkön og í viðauka 1 á bls. 64 er t.d. greint frá líkani
fyrir útlánatöp.

anið ekki ráð fyrir stóriðjuframkvæmdum á spátímanum. Að síðustu er rétt að ítreka að óvissa hermana eykst til muna því lengra sem horft er fram í tímann.

Framsýn peningastefna getur auðveldað aðlögunina

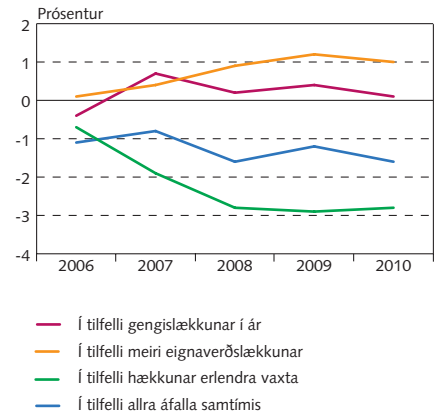
Þjóðarbúskapurinn hefur gengið í gegnum mikið ofpensluskeið á undanfönum árum. Mikið ójafnvægi hefur byggst upp og tími aðlögunar íslensks efnahagslífs runninn upp. Hraði og eðli þeirrar aðlögunar ræðst af samspili margra þátta og því er erfitt að fullyrða um framvinduna með einhverri vissu. Niðurstöður hermana gefa til kynna að aðlögunin geti orðið snörp.

Ef framsýni peningastefnunnar er meiri en gert er ráð fyrir í hermumum þjóðhagslíkansins og hún bregst tímanlega við verðbólguþrýstingi sem fylgir aðlögun gengis og eignaverðs verður aðlögun efnahagslífsins mýkri. Ýmsar aðrar ytri aðstæður gætu gert aðlögunina mildari en hér er lýst, eins og rætt er um í kaflanum um þjóðhagsleg skilyrði fjármálastöðugleika hér að framan. Hermanir af því tagi sem hér er lýst byggjast einnig á of miklum einföldunum til þess að geta svarað grundvallarspurningum um fjármálastöðugleika, t.d. með því að meta áhrif á greiðslubyrði heimila og fyrirtækja, fjölda gjaldþrota eða miðlunarhlutverk bankakerfisins.

Mynd 6

Viðskiptajöfnuður, hlutfall af landsframleiðslu 2006-2010

Frávik frá grunnhermun í tilfelli ýmissa áfalla



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðauki 2

Erlendar eignir og skuldir

Vöruút- og innflutningur hefur lengi skipað stóran sess í utanríkisviðskiptum Íslands. En það var ekki fyrr en um miðjan síðasta áratug að frelsi í þjónustuviðskiptum og fjármagnsflutningum var veitt. Áður mátti einkum rekja erlendar eignir og skuldir til viðskiptakrafna tengdra út- og innflutningi auk erlendar lántöku. Meginhluti erlendar lántöku var áður á hendi hins opinbera, ríkis, sveitarfélaga og fyrirtækja í opinberri eigu. Lántaka banka og einkafyrirtækja var hins vegar tiltölulega lítill hluti erlendra skulda. Stóraukin umsvif fjármálafyrirtækja og útrás viðskiptamanna þeirra hafa á undanförunum misserum gerbreytt umfangi og samsetningu erlendra eigna og skulda.

Staða þjóðarbúsins við útlönd

Erlendar eignir og skuldir hafa aukist verulega undanfarin ár eins og neðangreind tafla ber með sér. Hér má sjá erlenda stöðu þjóðarbúsins þ.e. stöðu innlendra aðila á Íslandi gagnvart erlendum aðilum. Erlendar eignir og skuldir eru flokkaðar eftir eðli fjárfestingarinnar í beina fjárfestingu, verðbréf, annað fjármagn s.s. innstæður, lán og fl. auk gjaldeyrisforða Seðlabankans. Verðbréf og annað fjármagn er flokkað í helstu geira þjóðarbúsins: Seðlabanka, hið opinbera þ.e. ríki og sveitarfélög, innlánsstofnanir og aðra geira.

Tafla 1 Staða þjóðarbúsins við útlönd¹

Staða í lok tímabils í milljörðum króna	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ²
Erlendar eignir, alls	303,1	415,9	409,4	708,2	1.153,5	2.398,4
Bein fjárfesting erlendis	56,2	86,8	101,3	122,5	245,0	597,0
Erlend markaðsverðbréf	173,6	197,3	159,7	262,3	374,2	627,6
Aðrar fjáreignir en forði	39,1	95,2	111,2	265,2	468,7	1.106,5
Gjaldeyrisforði	34,2	36,6	37,2	58,1	65,6	67,3
Erlendar skuldir, alls	766,0	1.012,2	989,1	1.266,1	1.819,2	3.227,3
Bein fjárfesting á Íslandi	42,1	70,7	64,3	84,6	121,9	242,0
Innlend markaðsverðbréf	347,7	471,3	490,2	776,1	1.302,3	2.297,9
Aðrar erlendar skuldir	376,2	470,2	434,6	405,4	395,1	687,5
Hrein staða við útlönd	-462,9	-596,3	-579,7	-557,9	-665,7	-828,9
Áhættufjármagn nettó	178,1	188,8	150,5	234,6	392,9	723,7
Skuldabréf, lán o.fl. nettó	-641,0	-785,1	-730,2	-792,5	-1.058,6	-1.552,6
Seðlabankinn	18,6	21,7	20,8	58,1	65,5	67,2
Hið opinbera	-167,2	-239,8	-227,2	-220,9	-212,4	-168,8
Innlánsstofnanir	-329,4	-373,7	-361,8	-471,1	-778,2	-1.268,5
Aðrir geirar	-163,0	-193,2	-162,0	-158,6	-133,5	-182,6
Gengi Bandaríkjadal	84,47	102,95	80,58	70,99	61,04	62,98

1. Útdráttur úr Hagtölum Seðlabankans.

2. Bráðabirgðatölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Bein fjárfesting (e. direct investment) þýðir að fjárfestir fær áhrif á stjórn fyrirtækis eða fasteignar. Stjórnunarleg áhrif miðast við 10% eignarhlut eða meiri. Bein fjárfesting er sundurliðuð í fjárfestingu innlendra aðila erlendis (eign) og erlendra aðila hér á landi (skuld). Þeim er skipt í eigið fjármagn og lánstöðu, eigna og skulda, milli tengdra aðila t.d. móður- og dótturfyrirtækis. Undanskilin eru lán banka við dótturfélög önnur en víkjandi lán. Bein fjárfesting í fyrirtækjum er færð á bókfærðu virði á hverjum tíma. Ekki er tryggt að bókfært virði endurspegli í öllum tilvikum markaðsvirði þessara sömu eigna. Ekki hefur tekist að afla upplýsinga um stöðu fasteigna í beinni fjárfestingu innlendra aðila erlendis og erlendra aðila á Íslandi og er því slík fjárfesting ekki talin með. Einnig er vakin athygli á því að einungis er talið til beinnar fjárfestingar eignarhald í fyrirtækjum en áframhaldandi eignarhald þeirra félaga í öðrum félögum endurspeglast í bókfærðu virði þeirra hjá móðurfélaginu. Sem dæmi má nefna að fyrirtæki hér á landi stofnar eignarhaldsfélag erlendis og það félag kaupir síðan ráðandi hlut í öðru fyrirtæki, þá er talið til beinnar fjárfestingar eignarhald innlendra fyrirtækisins í eignarhaldsfélaginu.

Verðbréf (e. portfolio investment) sýna eign innlendra aðila í erlendum verðbréfum og stöðu erlendra aðila á innlendum verðbréfum sem flokkast sem skuld. Skilgreining á innlendum og erlendum verðbréfum miðast við búsetu útgefenda þeirra. Til verðbréfa teljast hlutafé, þ.e. hlutabréf fyrirtækja ef eignarhluti er undir 10% og hlutdeildarskrifteini verðbréfasjóða, skuldabréf til lengri tíma en eins árs og skammtíma peningabréf s.s. víxlar. Verðbréf eru metin á markaðsvirði.

Mikil auking erlendra eigna og skulda

Eins og framangreind tafla ber með sér, námu erlendar eignir þjóðarþúsins alls um 303 ma.kr. í árslok 2000 en eru hins vegar áætlaðar tæpir 2.400 ma.kr. í árslok 2005. Erlendar eignir hafa þannig áttfaldast á síðustu fimm árum í krónum talið. Útlán bankanna til erlendra aðila eru stærsti einstaki þátturinn í þessari aukningu. Erlend fjárfesting líffeyrissjóða hefur aukist mikið og nam tæplega 300 ma.kr. í árslok 2005. Umfangsmikil fjárfesting annarra innlendra aðila í fyrirtækjum, verðbréfum og fasteignum er einnig hluti skýringarinnar. Bein fjárfesting innlendra aðila erlendis og hlutdeild hlutafjár í verðbréfaeign (e. portfolio in equities) nam alls 724 ma.kr. umfram áhættufjárfestingu erlendra aðila á Íslandi í árslok 2005. Fjárfesting innlendra aðila í erlendum fyrirtækjum hefur verið einna umfangsmest á sviði banka- og fjármálastarfsemi, en tekur jafnframt til fyrirtækja á sviði verslunar og þjónustu, lyfjaframleiðslu og samgangna. Bein fjárfesting innlendra aðila erlendis nam alls 597 ma.kr. í árslok 2005 og þar af var bein fjárfesting viðskiptabankanna 181 ma.kr. Bein fjárfesting erlendra aðila á Íslandi nam hins vegar alls 242 ma.kr. í árslok 2005 og þar af 41 ma.kr. fjárfesting í viðskiptabönkunum.

Erlendar skuldir hafa jafnframt aukist mikið frá árinu 2000 eða úr 766 ma.kr. í 3.227 ma.kr. og hafa þannig rúmlega fjórfaldast á sama tíma og erlendar eignir hafa tæplega áttfaldast. Helsta skýringin á aukningu skulda er erlend lántaka íslensku bankanna sem einkum hefur farið til fjármögnunar útlána innlendrar og erlendar fjárfesting-

ar. Hrein skuldastaða án áhættufjármagns nam 1.533 ma.kr. í árslok 2005 og þar af eru innlánsstofnanir fyrirferðarmestar og skulda nettó um 1.268 ma.kr. Jafnframt kemur til lántaka hins opinbera auk beinnar lántöku einkafyrirtækja og fyrirtækja í opinberri eigu, ekki síst á sviði orkumála. (Sjá nánar bls. 23).

Erlendar skuldir hátt hlutfall af vergri landsframleiðslu

Að undanfögnu hefur kastljósinu m.a. verið beint að heildarskulda-
stöðu Íslands við útlönd og þróun erlendra eigna og skulda þjóðarbús-
ins. Í árslok 2005 námu erlendar skuldir þjóðarbúsins 333% af vergri
landsframleiðslu (VLF). Bent hefur verið á að þetta háa skuldahlutfall
sé merki um veika stöðu þjóðarbúsins. Skuldahlutfall hins opinbera
er þó talsvert lægra hér á landi en í Þýskalandi og Frakklandi eða í
kringum 30% af VLF. Hátt hlutfall skulda af VLF er reyndar ekki eins-
dæmi hér á landi. Samanburður á erlendri stöðu nokkurra OECD-rikja
í árslok 2004 leiðir í ljós að þetta hlutfall er mjög mismunandi milli
landa. (Tafla 2). Af þessu má sjá að eignir og skuldir þessara ríkja sem
hlutfall af VLF eru í mörgum tilvikum jafnhá eða hærri en á Íslandi.

Þó verður ekki fram hjá þeirri staðreynd horft, að íslenska þjóð-
arþúið er skuldsett. Samtímis þarf þó að hafa í huga þá miklu og hröðu
umbreytingu sem átt hefur sér stað í íslensku hagkerfi á tiltölulega
skömmum tíma. Fjárfesting Íslendinga í erlendum fyrirtækjum og
verðbréfum fjórfaldast á árunum 2002–2005 og tvöfaldast á árinu
2005. Við slíkar aðstæður getur skapast tímabundið ójafnvægi. Þau
lönd sem að framan greinir og búa við hátt hlutfall erlendra eigna og
skulda af VLF eiga það sameiginlegt að fjármálaþjónusta er fyrirferð-
armikil í hagkerfinu. Íslensku bankarnir hafa á örfáum árum breyst úr
því að vera með staðbundna þjónustu yfir í alþjóðleg fjármálaþjónusta
sem skilgreina heimamarkað sinn langt út fyrir Ísland.

Hrein skuldastaða þjóðarbúsins við útlönd nam tæpum 829
ma.kr. í árslok 2005, samanborið við 463 ma.kr. í árslok 2000 og
hefur þannig tæplega tvöfaldast síðustu fimm árin. Hrein skuldastaða
Íslands sem hlutfall af VLF sker sig nokkuð úr öðrum þjóðum og námu
erlendar skuldir umfram eignir í lok árs 2005 86% af áætlaðri vergri
landsframleiðslu ársins og hefur hækkað um 4% frá árslokum 2004.
Af þeim löndum sem áður voru nefnd er aðeins Nýja-Sjáland með
hærra hlutfall eða 91% miðað við árslok 2004.

Tafla 2 Erlend staða nokkurra OECD-rikja í % af VLF

	Eignir	Skuldir	Nettóstaða
Bretland	356%	369%	-13%
Kanada	80%	95%	-15%
Ástralía	79%	141%	-62%
Nýja-Sjáland	62%	154%	-92%
Sviss	551%	404%	147%
Írland	1163%	1188%	-25%
Lúxemborg	256%	253%	3%
Ísland	247%	333%	-86%

Hlutföll miðast við 2004, nema fyrir Ísland, sem miðast við árið 2005.

Heimildir: Fyrir Ísland: Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands. Fyrir önnur lönd: IMF, IFS-gagnabú í FAME IIP og VLF reiknað í millj. USD.

Meginskýringin á hreinni skuldastöðu íslenska þjóðarbúsins er án efa mikill og viðvarandi viðskiptahalli. Þrátt fyrir 16,5% viðskiptahalla af VLF 2005 versnaði hrein skuldastaða þjóðarbúsins aðeins um 4% af VLF. Þetta má m.a. skýra með gengisstyrkingu krónunnar og þróun landsframleiðslu.

Raunverðmæti erlendra eigna og skulda

Stærsti hluti erlendra eigna og skulda er metinn á markaðsvirði. Um frávik getur þó verið að ræða. Það getur t.d. átt við um erlend fyrirtæki í eigu íslenskra einstaklinga eða lögaðila, sem fjárfest hafa í verðbréfum og fasteignum og/eða stofnað dótturfyrirtæki erlendis sem fjárfest hafa í verðbréfum eða fasteignum. Í tilvikum sem þessum er ekki tryggt að núverandi markaðsvirði undirliggjandi eigna endurspeglar að fullu í eiginfjárstöðu þessara fyrirtækja. Slíkt getur óhjákvæmilega haft í för með sér of- eða vanmat erlendra eigna. Bein fjárfesting er metin sem hlutfall af eigin fé þeirra fyrirtækja sem keypt eru eða seld. Þar sem bein fjárfesting Íslendinga erlendis er mun meiri en erlendra aðila á Íslandi getur slíkt falið í sér frávik. Miðað við núverandi markaðsaðstæður er líklegra að um eitthvert vanmat geti verið að ræða og þar með ofmat á hreinni skuldastöðu.

Ráðstöfun lána – greiðsluhæfi

Við mat á skuldastöðu þjóðarbúsins skiptir einnig máli hvernig lánsfjármagninu hefur verið ráðstafað svo og hvert hæfi lántakenda er til að standa við skuldbindingar sínar. Hafa þarf í huga raunverðmæti erlendra eigna og hæfi innlendra eigna til tekjumyndunar í erlendum gjaldmiðlum. Fjárfesting í stóriðju á Íslandi hefur aldrei verið meiri en nú. Álverin eru í eigu erlendra aðila, en fjárfesting í virkjanaframkvæmdum er á vegum innlendra aðila og hún er að stærstum hluta til fjármögnuð með erlendu lánsfé. Þetta er mjög mikil fjárfesting sem grundvallast á langtíma orkusölusamningum í erlendum gjaldmiðlum. Þau lán sem þegar hafa verið tekin vegna þessara stóriðjuframkvæmda eru að fullu komin inn í skuldastöðu þjóðarbúsins. Fjárfestingin er hins vegar aðeins að hluta til farin að skila tekjum, en mun gera það á löngu árabili. (Sjá nánar bls. 23).

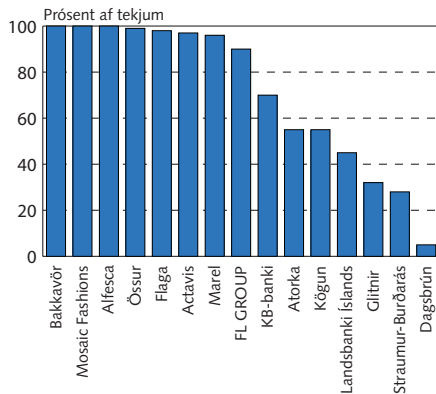
Um helmingur útlána móðurfyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum

Útlán íslenskra innlánsstofnana í erlendum gjaldmiðlum námu jafnvirði 1.109 ma.kr. í árslok 2005 eða um 50% af heildarútlánnum þeirra. Stærsti hluti þessara erlendu lána var til íslenskra fyrirtækja eða um 634 ma.kr. og þar af um 248 ma.kr. til eignarhaldsfélaga. Lánveitingar í erlendum gjaldeyri til heimila voru hins vegar aðeins um 25 ma.kr. og lánveitingar til erlendra lögaðila námu alls um 474 ma.kr. Útlán viðskiptabankanna þriggja til erlendra aðila (samstæðutölur) námu hins vegar alls tæplega 2.490 ma.kr. og greiningu þeirra á einstök landsvæði má sjá í töflu 2 á bls. 51.

Stærsti hluti gengisbundinna útlána er til lögaðila sem hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum

Stærsti hluti gengisbundinna útlána er til aðila með umtalsverðar gjaldreyristekjur. Þannig var um 41% gengisbundinna útlána í árslok 2005

Mynd 1
Tekjumyndun í erlendum gjaldmiðlum
ICEX - 15



Heimild: Kauphöll Íslands.

til erlendra aðila, um 24% til aðila með hærri gjaldeyrstekjur en 2/3 af heildartekjum og um 6% til aðila með gjaldeyrstekjur á bilinu 1/3 til 2/3 af heildartekjum. Þá voru 29% útlána til aðila með gjaldeyrstekjur lægri en 1/3 af heildartekjum eða engar gjaldeyrstekjur. Samsvarandi hlutfall útlána í árslok 2004 var 35%. Hlutfall gengisbundinna útlána til lántaka sem hvað viðkvæmastir eru fyrir veikingu krónunnar lækkaði því milli ára. (Sjá nánar töflu 5 á bls. 52).

Mynd 1 sýnir hlutfall erlendra tekna af heildartekjum ársins 2005 fyrir 15 stærstu fyrirtækin sem skráð eru í Kauphöll Íslands. Eins og myndin ber greinilega með sér, er hlutfall erlendra tekjumyndunar hjá flestum þessara fyrirtækja mjög hátt.

Gengisvarnir útlána

Á undanförunum árum hefur fjöldi eignarhaldsfélaga verið stofnaður og hafa þau m.a. fjárfest í verðbréfum og fasteignum innanlands og erlendis. Gengisbundin útlán banka og sparisjóða til þessara félaga námu alls um 248 ma.kr. í árslok 2005. Að því marki sem þessi félög hafa fjárfest í innlendum eignum er um gengisáhættu að ræða. Þó ber hér m.a. að hafa í huga að undirliggjandi fasteignir í eigu þessara félaga hafa í mörgum tilvikum verið leigðar út til fyrirtækja og stofnana. Þessir leigusamningar geta að hluta til eða að öllu leyti verið í erlendri mynt. Gengisáhættan er þannig yfirfærð á leigutaka, sem ýmist eru opinberir aðilar eða félög með tekjumyndun að hluta í erlendri mynt. Nokkuð er um að sveitarfélög hafi selt fasteignir og gert samtímis langtímaleigusamninga um notkun þeirra í erlendri mynt. Með þessum hætti hafa fyrirtæki og sveitarfélög losað fjármagn og nýtt í þágu rekstrar. Þetta hefur gerst án beinnar lántöku í erlendri eða innlendra mynt. Skuldbindingar þessara opinberu aðila í erlendri mynt kunna því að vera einhverju hærri en skuldastaða á efnahagsreikningi þeirra gefur til kynna.

Stærsti hluti annarra gengisbundinna útlána banka og sparisjóða er til aðila sem hafa verulegan hluta af tekjumyndun sinni í erlendum gjaldmiðlum. Þess eru þó dæmi að aðilar séu með gengisbundin lán án þess að búa við nokkra tekjumyndun í erlendri mynt. Það hefur freistað margra að hagnýta sér lága vexti erlends lánsfjár samanborið við vaxtakjör innlendra lána og sterka krónu. Lágir erlendir vextir hafa einnig hjálpað útflutningsgreinum sem búið hafa við þrönga stöðu samfara lækkandi tekjum vegna sterkrar stöðu krónunnar. Hækkandi afurðaverð sjávarafurða hefur þó lengst af einnig hjálpað til en var þó ekki nægjanlegt til að vega að fullu á móti styrkingu krónunnar á nýliðnu ári. Flest þeirra fyrirtækja sem tekið hafa lán í erlendri mynt gera sér grein fyrir þeirri áhættu sem fylgir þessari lántöku og fjölmörg þeirra hafa samið við fjármálastofnanir eða þriðja aðila um virka gjaldmiðlastýringu til að draga úr og stýra undirliggjandi áhættu.

Fjármálafyrirtæki

Góð lausa- og eiginfjárstaða mikilvæg

Árið 2005 var íslenskum fjármálafyrirtækjum afar hagstætt. Arðsemi eigin fjár var mjög góð, eignir jukust mikið og uppbygging starfsemi erlendis hélt áfram. Góða afkomu mátti einkum rekja til aukinna hreinna vaxtatekna í kjölfar útlánaþenslu, mikilla þóknunartekna og verulegs gengishagnaðar af verðbréfaeign, einkum hlutabréfum. Á sl. ári nær tvöfölduðust eignir samstæðna viðskiptabankanna. Um þriðjung aukningarinnar mátti rekja til kaupa á dótturfélögum en jafnframt var innri vöxtur mikill. Þannig jukust útlán um tugi prósentna, þ.m.t. fasteignaveðlán. Vanskil eru í sögulegu lágmarki sem og hlutfall afskrifta-reiðnings af útlánunum. Jafnframt hefur hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eigin fé bankanna lækkað. Reynsla hefur sýnt að mikil og hröð útlánaaukning kann síðar að leiða til aukinna útlánatapa. Á sl. ári jókst fastvaxtaáhætta í lánabók, einkum vegna aukinna fasteignaveðlána. Þá hækkaði markaðsáhætta mæld sem hlutfall af áhættugrunni lítillaga frá fyrra ári sem og hlutabréf í eigin áhættu í hlutfalli af lögbundnu eigin fé. Áhætta bankanna kann þó að vera vanmetin ef vanefndir verða á afleiðusamningum í kjölfar verðlækkunar hlutabréfa.

Undanfarin ár hefur gengisbundin markaðsfjármögnun bankanna aukist mikið og hélt sú þróun áfram á sl. ári. Töluvert stór hluti lántöku bankanna fellur í gjalddaga á árinu 2006 og enn stærri hluti á árinu 2007. Mikil gengisbundin fjármögnun undirstrikar mikilvægi lánshæfismats bankanna en gott láns-hæfismat hefur bætt aðgengi þeirra að fjármögnun. Innlán bankanna jukust hlutfallslega á milli ára. Verði áframhald á aukningu innlána styrkir það stöðu bankanna að öðru óbreyttu. Í árslok 2005 var eiginfjárstaða fjármálafyrirtækja sterk og lausafjárstaða með ágætum. Sterk eiginfjárstaða og rúm lausafjárstaða eru mikilvægar forsendur fyrir stöðugleika fjármálakerfisins.

Áhætta nú önnur og dreifðari

Í þessum kafla er fjallað um mikilvægustu fjármálafyrirtæki frá sjónarhóli fjármálastöðugleika.¹

Áframhaldandi uppbygging erlendis

Á árinu 2005 nær tvöfölduðust eignir samstæðna viðskiptabankanna. Um þriðjung aukningarinnar mátti rekja til kaupa á dótturfélögum en jafnframt var innri vöxtur, einkum útlánaaukning, mikill. Uppbygging viðskiptabankanna erlendis og kaup á erlendum fjármálafyrirtækjum nær aðeins fáein ár aftur í tímann. Árið 2005 var annað árið í röð sem einkenndist af kaupum íslensku bankanna á stórum erlendum fjármálafyrirtækjum. Árið 2004 keypti Kaupþing banki danska bankann FIH og varð þar með stærsta bankasamstæða Íslands. Á sl. ári bar hæst kaup Glitnis banka (áður Íslandsbanka) á norska bankanum BNbank, sem á öðrum ársfjórðungi varð hluti af samstæðu Glitnis, og kaup Kaupþings banka á breska bankanum Singer & Friedlander sem varð hluti af samstæðu Kaupþings á þriðja ársfjórðungi. Þá keypti Landsbankinn þrjú evrópsk verðbréfafyrirtæki á árinu og sameinaðist hluta Burðaráss. Áherslur bankanna í útrásinni eru því mismunandi sem dreifir áhættu. Í árslok 2005 var tæplega helmingur heildareigna samstæðna stærstu viðskiptabankanna í erlendum dótturfélögum.

1. Fjallað er um samanlagða stöðu samstæðna stærstu viðskiptabanka, stærstu sparisjóða og ýmissa lánafyrirtækja nema annað komi fram. Umfjöllun um samanlagða stöðu getur stangast á við stöðu einstakra fjármálafyrirtækja.

Tafla 1 Heildareignir erlendra dótturfyrirtækja viðskiptabankanna í árslok 2005

Fjárhæðir eru í ma.kr.

Kaupþing banki hf.		Glitnir banki hf.		Landsbanki Íslands hf.	
FI Holding AS (FIH)	817	BNbank	437	Landsbanki Luxembourg S.A.	199
Kaupthing UK – Group (S&F)	338	ISB-Luxembourg	94	Heritable Bank	68
Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	210	KredittBanken	43	Kepler Equities	20
Kaupthing Sverige AB	112			Teather & Greenwood	11
Kaupthing Finance Ltd.	32			Merrion Capital	3
Norvestia Oyj	12			Landsbanki Asset Management Holding	3
Kaupthing bank Oyj	11			LI Investment Ltd.	3
Önnur fyrirtæki	35				
Erlend dótturfélög, alls	1.567	Erlend dótturfélög, alls	574	Erlend dótturfélög, alls	307
Heildareignir samstæðu	2.541	Heildareignir samstæðu	1.472	Heildareignir samstæðu	1.405
Hlutdeild dótturfélaga	62%	Hlutdeild dótturfélaga	39%	Hlutdeild dótturfélaga	22%

Þrjár stærstu viðskiptabankar. Gengi m.v. sl. áramót. Erlend útibú ekki meðtalin.

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Tekjugrunnur breiðari og áhætta dreifðari

Stækkun bankanna á erlendra grundu og útlán móðurbankanna til erlendra aðila hafa breikkað tekjugrunn þeirra. Jafnframt er áhætta nú önnur og dreifðari en fyrir fáeinum misserum. Vegna breiðari tekjugrunns og dreifðari áhættu eru íslensku bankarnir síður næmir fyrir innlendum áföllum og því geta fjármálagir skellir birst með fjölbreyttari hætti en áður.

Sívaaxandi erlend markaðsfjármögnun

Mikil stækkun samstæðna bankanna á undanförunum árum hefur eðlilega beint sjónum að sívaaxandi erlendra markaðsfjármögnun. Sökum lítilla innlána reiða bankarnir sig á lántökur, einkum gengisbundna verðbréfaútgáfu. Þannig er langstærsti hluti lántöku bankanna skráður á erlendum fjármálamörkuðum og því eru bankarnir viðkvæmir fyrir þróun ávöxtunarkröfu skuldabréfa sinna og verðs á skuldatryggingum (e. CDS). Töluvert stór hluti skráðrar lántöku bankanna fellur í gjalddaga á árinu 2006 og enn stærri hluti á árinu 2007. Því er mikilvægt fyrir fjármálastöðugleika að bankarnir viðhaldi góðu lánshæfismati sínu.

Stærstu viðskiptabankar Rekstraruppgjör

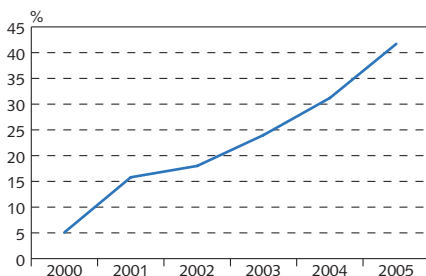
Alþjóðlegir reikningsskilastaðlar teknir upp

Frá og með árinu 2005 þurftu fyrirtæki sem gera samstæðuuppgjör og skráð hafa hlutabréf sín í Kauphöll Íslands að birta reikningsskil í samræmi við alþjóðlega reikningsskilastaðla (e. *International Financial Reporting Standards, IFRS*). Stærstu viðskiptabankarnir féllu í þennan flokk og því voru uppgjör þeirra frá og með fyrsta ársfjórðungi 2005 samkvæmt IFRS.²

Mynd 1

Arðsemi eigin fjár 2000-2005¹

Hagnaður í hlutfalli af meðalstöðu eigin fjár að frádregnum hagnaði



1. Samstæður þriggja stærstu viðskiptabanka. Arðsemi árin 2000-2004 skv. eldri reikningsskilareglum.

Heimildir: Ársreikningar fjármálfyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

2. Með stærstu viðskiptabönkum er átt við þrjá stærstu viðskiptabankana, þ.e. Kaupþing banka hf., Glitni banka hf. (áður Íslandsbanka hf.) og Landsbanka Íslands hf. Fjallað er um stærstu viðskiptabanka á samstæðugrunni nema annað komi fram. Rekstraruppgjör stærstu viðskiptabankanna árið 2005 eru miðuð við alþjóðlega reikningsskilastaðla (e. *IFRS*) auk þess sem samanburðartölur árið 2004 taka mið af *IFRS*.

Arðsemi mjög góð

Arðsemi eigin fjár stærstu viðskiptabanka árið 2005 var mjög góð. Samanlögð arðsemi þeirra nam um 42% og hefur sjaldan eða aldrei verið meiri. Góða afkomu má einkum rekja til aukinna hreinna vaxta-tekna í kjölfar útlánaþenslu, mikilla þóknunartekna og verulegs gengishagnaðar af verðbréfaeign, einkum hlutabréfum. Samanburður milli ára er vandasamur vegna breytinga á samstæðum bankanna.

Vaxtatekjur jukust mikið en vaxtamunur minnkaði

Hreinar vaxtatekjur³ eru stærsti tekjuliður viðskiptabankanna. Aðrir helstu tekjuliðir eru þjónustutekjur að frádregnum þjónustugjöldum og gengishagnaður. Árið 2005 námu hreinar vaxtatekjur stærstu viðskiptabanka 79 ma.kr. samanborið við 46 ma.kr. árið 2004 sem er aukning um 73% milli ára. Þrátt fyrir framangreinda aukningu hreinna vaxtatekna lækkaði vaxtamunur⁴ úr 2,2% árið 2004 í 1,9% árið 2005. Þannig jó aukning heildarfjármagns þyngra en aukning hreinna vaxtatekna. Aukin gengisbundin útlán, fasteignaveðlán og útlán erlendra dótturfélaga hafa minnkað vaxtamun.

Verulegur gengishagnaður af hlutabréfum

Hreinar þjónustutekjur námu 48 ma.kr. árið 2005 samanborið við 29 ma.kr. árið 2004 og jukust um 66% milli ára. Gengishagnaður og arðstekjur jukust verulega milli ára. Árið 2005 námu þau 59 ma.kr. samanborið við 34 ma.kr. árið 2004 sem er aukning um 74%. Gengishagnaður innlendra og erlendra hlutabréfa var mikill árið 2005. Það ár var þriðja árið í röð sem íslensk hlutabréf gefa mjög góða ávöxtun en á árinu hækkaði Úrvalsvísitala Kauphallar Íslands um 65% sem skýrir mikinn gengishagnað af íslenskum hlutabréfum og að hluta til auknar þjónustutekjur. Skráð hlutabréf í nágrannalöndunum gáfu einnig góða ávöxtun. Aðrar tekjur⁵ stærstu viðskiptabanka jukust einnig verulega milli ára og námu samtals 13 ma.kr. árið 2005.

Kostnaðarhlutfallið hélt áfram að lækka

Á umliðnum árum hefur kostnaðarhlutfall⁶ stærstu viðskiptabanka lækkað ár frá ári. Sú þróun hélt áfram árið 2005, einkum vegna mikilla rekstrartekna. Árið 2005 nam hlutfallið 36% samanborið við 47% árið 2004.

Afskriftahlutfall bankanna lækkaði mikið milli ára

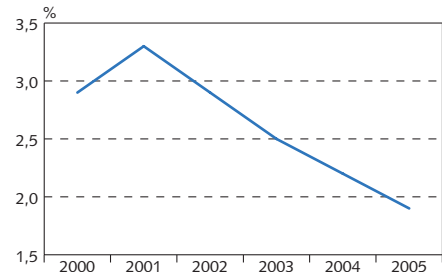
Virðisýrnnun útlána⁷ í krónum talið lækkaði frá fyrra ári þrátt fyrir mikla útlánaaukningu. Árið 2005 nam virðisýrnnun útlána hjá stærstu

- Vaxtatekjur að frádregnum vaxtagjöldum.
- Vaxtatekjur að frádregnum vaxtagjöldum (hreinar vaxtatekjur) í hlutfalli af meðaltali niðurstöðu efnahagsreiknings í upphafi og lok árs.
- Hreinar rekstrartekjur samanstanda af hreinum vaxtatekjum, hreinum þóknunartekjum, gengishagnaði og arðstekjum auk annarra tekna. Undir aðrar tekjur falla hreinar tekjur af váttryggingastarfsemi, hlutdeild í afkomu hlutdeildarfélag, hagnaður af eignum í sölu-meðferð auk annarra rekstrartekna. Glitnir banki (áður Íslandsbanki) flokkaði hlutdeild í afkomu hlutdeildarfélag og hagnað af sölu eigna ekki meðal hreinna rekstrartekna heldur meðal annarra liða. Aðrir liðir eru ekki innifaldir í öðrum tekjum.
- Rekstrarkostnaður í hlutfalli af hreinum rekstrartekjum.
- Áður framlag í afskriftareikning útlána skv. reikningsskilareglum FME.

Mynd 2

Vaxtamunur 2000-2005¹

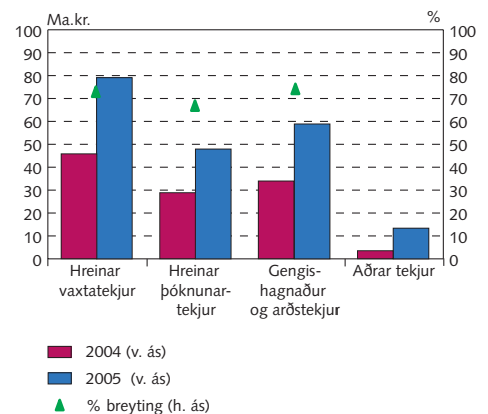
Hreinar vaxtatekjur í hlutfalli af meðalstöðu efnahagsreiknings



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Vaxtamunur 2000-2004 skv. eldri reikningsskilareglum.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd 3

Hreinar rekstrartekjur stærstu viðskiptabanka 2004 og 2005¹

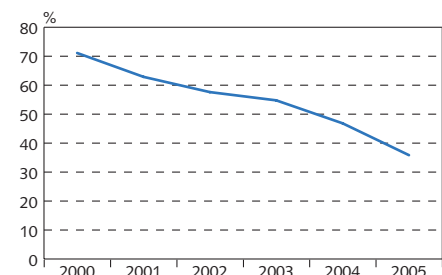


1. Samstæður þriggja stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd 4

Kostnaðarhlutfall 2000-2005¹

Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum

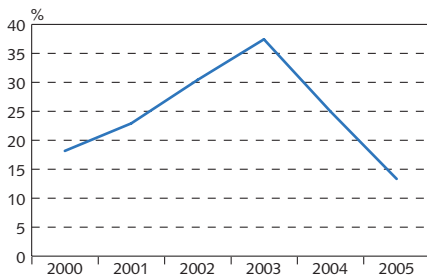


1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Kostnaðarhlutfall 2000-2003 skv. eldri reikningsskilareglum.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd 5

Virðisýrningun útlána stærstu viðskiptabanka 2000-2005¹

Virðisýrningun sem hlutfall af hreinum vaxtatekjum



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Framlag í afskriftareikning og hreinar vaxtatekjur 2000-2003 skv. eldri reikningsskilareglum.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

viðskiptabönkum rúmlega 10,5 ma.kr. borið saman við tæplega 11,5 ma.kr. framlag árið 2004. Virðisýrningun útlána í hlutfalli af meðalstöðu efnahagsreiknings hjá stærstu viðskiptabönkum nam 0,25% árið 2005 og hefur hlutfallið ekki verið lægra. Virðisýrningun útlána í hlutfalli af hreinum vaxtatekjum nam 13,3% í árslok 2005. Var það annað árið í röð sem hlutfallið lækkar en árin þar á undan einkenndust af auknum afskriftum í hlutfalli af hreinum vaxtatekjum. Fram hefur komið að lækkun vanskila, nýjar reikningsskilareglur og aukið útlánaeftirlit hafi minnkað afskriftaþörf hjá viðskiptabönkunum.

Grunnafkoma bankanna var vel viðunandi

Á sl. ári voru gengishagnaður og arðstekjur tæplega þriðjungur af hreinum rekstrartekjum stærstu viðskiptabanka. Þrátt fyrir að stöðutaka í verðbréfum sé hluti af fjárfestingarbankastarfsemi bankanna er óvarlegt að gera ráð fyrir að ávallt verði gengishagnaður. Ef gengishagnaður og arðstekjur hefðu t.d. verið engar á sl. ári hefði arðsemi bankanna fyrir skatta verið 22% í stað 56%. Þá hefði kostnaðarhlutfall bankanna hækkað úr 36% í 51%.⁸ Framangreint sýnir þó að án gengishagnaðar og arðstekna hefði rekstrarafkoma bankanna verið vel viðunandi á sl. ári.

Útlán

Áframhaldandi aukin umsvif í nágrannalöndunum

Stærsti hluti eigna viðskiptabanka eru útlán. Í árslok 2005 námu útlán stærstu viðskiptabankanna 3.956 ma.kr. borið saman við 2.293 ma.kr. í árslok 2004. Útlán jukust því um 1.693 ma.kr. eða 74% á einu ári. Rétt er að áréttta að hér er um samstæðutölur að ræða og um þriðjungur útlánaaukningarinnar skýrist af kaupum á erlendum dótturfélögum. Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu námu útlán samstæðna viðskiptabankanna til erlendra aðila í árslok 2005 um 2.504 ma.kr. eða um 63% af heildarútlánum þeirra. Samsvarandi hlutfall í árslok 2004 var 60%. Yfirlit yfir útlán samstæðna viðskiptabankanna til erlendra aðila sýna að stærstur hluti erlendra útlána er til lánþega á Norðurlöndum. Munar þar mest um danska bankann FIH sem er hluti af samstæðu Kauppings banka og norska bankann BNbank sem er hluti af samstæðu Glitnis banka. Jafnframt er um fimmtungur af erlendum útlánum til lánþega á Bretlandseyjum og vega þar þyngst útlán breska bankans Singer & Friedlander sem er hluti af samstæðu Kauppings banka. Þá er töluvert af útlánum til lánþega í Benelúxlöndunum, aðallega Lúxemborg. Samanlagt eru um 95% af útlánum viðskiptabankanna til erlendra aðila til lánþega í Norður-Evrópu og Norður-Ameríku. Þorri útlánanna er því til svæða þar sem stöðugleiki ríkir og almennt efnahagsástand er gott.

Griðarleg útlánaaukning

Í árslok 2005 námu útlán móðurfélaga viðskiptabankanna 1.981 ma.kr. og jukust um 72% frá fyrra ári. Útlán móðurfélaga viðskipta-

8. Miðað er við að aðrir tekju- og kostnaðarliðir séu óbreyttir. Um er að ræða einföldunarforsendur en t.d. hluti launa í fjárfestingarbankastarfsemi er afkomutengdur og ólíklegt er að hreinar þóknunartekjur haldist þær sömu ef illa árar á verðbréfamarkaði.

Tafla 2 Útlán samstæðna stærstu viðskiptabanka til erlendra aðila, árslok 2005

Landsvæði	Ma.kr.	%
Norðurlönd	1.410	56
Bretlandseyjar	540	21
Benelúxlöndin	296	12
Norður-Ameríka	70	3
Þýskaland	44	2
Önnur Evrópulönd	20	1
Önnur lönd	124	5
Samtals	2.504	100

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

bankanna til innlendra aðila námu 1.490 ma.kr. í árslok 2005 (55% aukning) og útlán til erlendra aðila námu 491 ma.kr. miðað við sama tímamark (160% aukning). Útlán til innlendra fyrirtækja jukust um 46% á sl. ári en útlán til heimila jukust um 94%. Hér kemur fram hin mikla aukning fasteignaveðlana til einstaklinga sem að hluta var varið til uppgreiðslna á útlánum Íbúðalánasjóðs. Hún endurspeglar aði því tilflutning á lánum heimilanna innan lánakerfisins, þ.e. frá Íbúðalánasjóði til banka og sparisjóða. Verði arðsemi fasteignaveðlana nægjanleg munu aukin fasteignaveðlán styrkja stöðu bankanna því að reynslan hefur sýnt að vanskil og afskriftir slíkra lána eru lág. Veðsetningarhlutföll hafa þó hækkað frá því sem áður var. Slíkt getur verið varasamt þegar fasteignaverð lækkar.

Tafla 3 Útlán viðskiptabanka

	Árslok 2004 ma.kr.	Árslok 2005 ma.kr.	Aukning ma.kr.	Aukning %
Útlán alls	1.150	1.981	831	72%
Til innlendra aðila	961	1.490	529	55%
Atvinnufyrirtæki	714	1.042	328	46%
Heimili	216	420	203	94%
Til erlendra aðila	189	491	302	160%

Þrjár stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Umtalsverð fastvaxtaáhætta í lánabók í árslok

Fasteignaveðlán viðskiptabankanna eru að jafnaði verðtryggð, bera fasta vexti og eru til allt að 40 ára.⁹ Enn sem komið er hafa viðskiptabankarnir ekki fjármagnað nema hluta fasteignaveðlana samsvarandi og því hefur fastvaxtaáhætta þeirra aukist.¹⁰ Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu hefðu stærstu viðskiptabankarnir tapað um 24 ma.kr. við 1% hækkun markaðsvaxta m.v. stöðu lánabókar um sl. áramót eða um 5% af lögbundnu eigin fé.

9. Hluti fasteignaveðlana er með endurskoðunarákvæðum um vexti á fimm ára fresti.

10. Viðskiptabankarnir hafa m.a. selt Íbúðalánasjóði fasteignaveðlán og selt fasteignatryggð skuldabréf til evrópskra fjárfesta til fjármögnunar á fasteignaveðlánum.

Gengisbundin útlán jukust mikið ...

Í árslok 2005 námu gengisbundin útlán móðurfélaga viðskiptabankanna 1.109 ma.kr. sem er aukning um 458 ma.kr. frá fyrra ári eða 70%. Um 57% gengisbundinna útlána móðurfélaga viðskiptabankanna eru til innlendra aðila sem er lækkun frá fyrra ári þegar hlutfallið nam 72%. Langstærsti hluti gengisbundinna útlána til innlendra aðila er til atvinnufyrirtækja eða 94% en einungis 4% gengisbundinna útlána eru til einstaklinga sem er svipað hlutfall og á sl. ári. Gengisbundin útlán móðurfélaga viðskiptabankanna til erlendra aðila jukust mikið á sl. ári og námu í árslok 474 ma.kr. sem er 162% aukning frá fyrra ári.

Tafla 4 Gengisbundin útlán viðskiptabanka

	Árslok 2004 ma.kr.	Árslok 2005 ma.kr.	Aukning ma.kr.	Aukning %
Gengisbundin útlán alls	651	1.109	458	70%
Til innlendra aðila	470	634	165	35%
Atvinnufyrirtæki	436	597	160	37%
Heimili	18	25	7	37%
Til erlendra aðila	181	474	293	162%

Þrjár stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

... en aukinn hluti þeirra er til aðila með gjaldeyristekjur

Stærsti hluti gengisbundinna útlána er til aðila með umtalsverðar gjaldeyristekjur.¹¹ Þannig var um 41% gengisbundinna útlána í árslok 2005 til erlendra aðila, um 24% voru til aðila með hærri gjaldeyristekjur en 2/3 af heildartekjum og um 6% til aðila með gjaldeyristekjur á bilinu 1/3 til 2/3 af heildartekjum. Þá voru um 29% útlána til aðila með gjaldeyristekjur lægri en 1/3 af heildartekjum eða engar gjaldeyristekjur.¹² Samsvarandi hlutfall í árslok 2004 var 35%. Hlutfall gengisbundinna útlána til lánþega sem hvað berskjaldaðastir eru fyrir veikingu íslensku krónunnar lækkaði því milli ára.¹³

Tafla 5 Gengisbundin útlán og afleiðusamningar

Skipting eftir gjaldeyristekjum og erlendum aðilum	Árslok 2004 %	Árslok 2005 %
Gjaldeyristekjur < 33% eða engar gjaldeyristekjur	35%	29%
Gjaldeyristekjur 33% til 67% af tekjum	5%	6%
Gjaldeyristekjur > 67% af tekjum	35%	24%
Gengisbundin útlán til erlendra aðila	25%	41%
Samtals	100%	100%

Gengisbundin útlán og afleiðusamningar. Þrjár stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

11. Gengisbundin útlán og afleiðusamningar. Móðurfélagstölur.

12. Í þessum flokki eru einnig fyrirtæki með sterka markaðsstöðu sem hafa aðstöðu til að velta kostnaði af veikingu íslensku krónunnar út í verðlagið.

13. Í þessu sambandi þarf þó að hafa í huga möguleika einstakra lántaka til að verjast gengissveiflum íslensku krónunnar með afleiðusamningum.

Vanskilahlutfall í sögulegu lágmarki

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu nam vanskilahlutfall¹⁴ útlána hjá viðskiptamönnum viðskiptabankanna í árslok 2005 um 0,7% borið saman við 1,8% í lok árs 2004. Vanskilahlutfall útlána hefur ekki verið lægra síðan byrjað var með reglulegum hætti að safna tölum um vanskil í árslok 2000. Þar sem ólíklegt er að ný útlán lendi strax í vanskilum er svonefnt tafið vanskilahlutfall¹⁵ talið gefa betri mynd af vanskilaþróun. Vanskil þannig reiknuð hafa einnig lækkað undanfarin misseri og námu í árslok 2005 1,1% samanborið við 2,7% í lok árs 2004. Fjárhæð heildarvanskila hjá viðskiptamönnum viðskiptabanka í lok árs 2005 var um 14 ma.kr. samanborið við 22 ma.kr. í lok árs 2004.¹⁶ Þannig lækkuðu heildarvanskil um 8 ma.kr. á einu ári eða um 36%. Séu vanskil flokkuð eftir tíma sést að lengstu vanskilin og um leið þau alvarlegustu námu um 38% af heildarvanskilum í árslok 2005 sem er lítils háttar lækkun frá fyrra ári. Almenn lækkun hlutfalls vanskila helst í hendur við hagstæð efnahagsleg skilyrði fyrirtækja og heimila. Hagnaður flestra fyrirtækja var góður á sl. ári, atvinnuástand var óvenju gott og kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur vaxið jafnt og þétt.

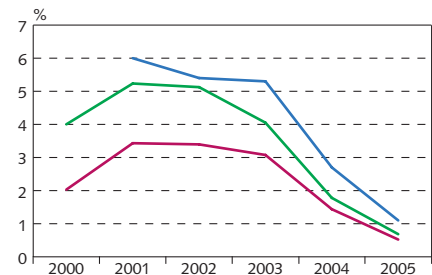
Hlutfall afskriftareiknings af útlánum ekki verið lægra

Fjárhæð afskriftareiknings útlána hjá stærstu viðskiptabönkum nam 35 ma.kr. í árslok 2005 samanborið við 30 ma.kr. í ársbyrjun sem er aukning um 5 ma.kr. eða 17%.¹⁷ Þrátt fyrir framangreinda aukningu hefur afskriftareikningur útlána dregist mjög saman m.v. aukin útlán. Afskriftareikningur útlána hjá stærstu viðskiptabönkum í hlutfalli af útlánum þeirra nam 0,9% í lok árs 2005 og hefur hlutfallið aldrei verið lægra. Í byrjun árs 2005 nam hlutfallið 1,3% en árin 2000 til 2003 var framangreint hlutfall á bilinu 2,1%-2,7%. Í byrjun árs 2005 tóku stærstu viðskiptabankarnir upp alþjóðlega reikningsskilastaðla, sem fyrr segir. Sú breyting leiddi til um 5 ma.kr. lækkunar á stöðu afskriftareiknings, einkum vegna endurmats á afskriftareikningum erlendra dótturbanka. Þannig hafa nýjar reikningsskilareglur þrengt svigrúm stjórnenda við mat á afskriftum. Lítil vanskil eiga sinn þátt í lágri stöðu afskriftareiknings og benda til aukinna útlánagæða. Þó ber á það að líta að mikil útlánaaukning síðustu misseri kann síðar að leiða til aukinna útlánatapa.

Hlutabréfakaup í vaxandi mæli fjármögnuð með lánsfé

Útlán móðurfélaga stærstu viðskiptabanka með veði í hlutabréfum námu í árslok 2005 um 358 ma.kr. og jukust um 182 ma.kr. milli ársloka 2004 og 2005. Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu voru um 96% útlána með veði í hlutabréfum með tryggingarþekju

Mynd 6

Vanskil útlána viðskiptamanna 2000-2005¹

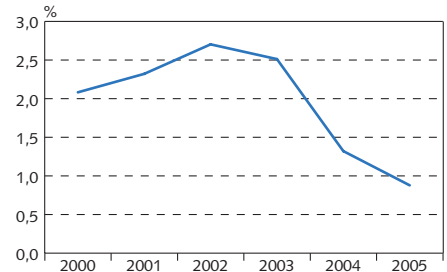
— Öll vanskil, 12 mánaða tímátöf
— Vanskil eldri en eins mánaðar
— Öll vanskil

1. Móðurfélög viðskiptabanka.
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd 7

Staða afskriftareiknings 2000-2005¹

Hlutfall af lokastöðu útlána



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar fjármálfyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

14. Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána. Afskriftareikningur útlána ekki frádreginn. Móðurfélagstölur.

15. Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána einu ári áður. Afskriftareikningur útlána ekki frádreginn. Móðurfélagstölur.

16. Vanskil lækka yfirleitt á fjórða ársfjórðungi vegna endanlega afskrifaðra útlána. Vanskil innan ársins geta því hæglega verið hærri en vanskil í lok árs.

17. Fjárhæð afskriftareiknings í ársbyrjun 2005 m.v. alþjóðlega reikningsskilastaðla (e. IFRS).

yfir 100% og 65% útlánanna með tryggingarþekju yfir 150% í árslok 2005.¹⁸ Því hafa bankarnir nokkurt borð fyrir báru þegar verð hlutabréfa lækkar. Útlán móðurfélaga bankanna með veði í hlutabréfum borin saman við markaðsverð skráðra hlutabréfa í Kauphöll Íslands í árslok 2005 námu um 20% af markaðsverði. Samsvarandi hlutföll í árslok 2004 og 2003 voru annars vegar 16% og hins vegar 11%. Í þessu sambandi þarf að hafa í huga að útlán með veði í hlutabréfum eru tekin til fjárfestingar í innlendum, erlendum, skráðum og óskráðum hlutabréfum. Samkvæmt framangreindu mætti þó álykta að hlutabréfakaup væru í vaxandi mæli fjármögnuð með lánsfé en það getur verið varasamt þegar verð á hlutabréfum lækkar. Þá er næsta víst að lánsfjármögnun átti sinn þátt í mikilli verðhækkun íslenskra hlutabréfa á síðasta ári.

Hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eigin fé lækkaði

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu námu samanlagðar fjárhæðir stórra áhættuskuldbindinga¹⁹ hjá stærstu viðskiptabönkum um 377 ma.kr. í árslok 2005 eða um 76% af lögbundnu eigin fé þeirra. Samanlagður fjöldi stórra áhættuskuldbindinga í árslok 2005 var 16. Til samanburðar var samtala stórra áhættuskuldbindinga hjá stærstu viðskiptabönkum um 253 ma.kr. í árslok 2004 eða um 89% af lögbundnu eigin fé þeirra og samanlagður fjöldi var 25. Hafa ber í huga að vegna mikillar eiginfjárukningar hjá viðskiptabönkunum árið 2005 hefur stórum áhættuskuldbindingum eðlilega fækkað. Þar sem samanlagðar fjárhæðir stórra áhættuskuldbindinga aukast um 124 ma.kr. milli ára má draga þá ályktun að enn hafi bæst við stærstu áhættuskuldbindingar frá fyrra ári. Þó er mikilvægt út frá sjónarhóli fjármálastöðugleika að hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eigin fé lækkaði milli ára.

Markaðsverðbréf

Staða markaðsverðbréfa hækkaði

Markaðsverðbréf, afleiður og eignarhlutir í félögum í eigu stærstu viðskiptabanka námu 1.151 ma.kr. í árslok 2005 en það er aukning um 627 ma.kr. frá fyrra ári eða 120%. Stærstur hluti markaðsverðbréfa í eigu viðskiptabankanna eru skuldabréf. Aukna markaðsverðbréfastöðu bankanna þarf að skoða í samhengi við breytingar á samstæðum þeirra við kaup á erlendum dótturfélögum og hækkun hlutabréfavisitalna árið 2005.

Áhættugrunnur markaðsáhættu

Markaðsáhætta stærstu viðskiptabanka, metin samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eigið fé fjármálafyrirtækja, jókst hlutfallslega lítið milli ára. Þannig nam áhættugrunnur markaðsáhættu um 13%

18. Tryggingarþekja gefur til kynna hlutfall markaðsverðmætis hlutabréfa, sem sett eru að veði útlánnum, af útlánnum með veði í hlutabréfum. Sé tryggingarþekja yfir 100% merkir það að markaðsverð hlutabréfa sé yfir upphæð láns.

19. Skuldbindingar (lánveitingar, verðbréfaeign, eignarhlutir, veittar ábyrgðir o.fl.) vegna einstakra viðskiptamanna eða fjárhagslega tengdra aðila sem nema 10% eða meira af eigin fé fjármálafyrirtækis.

af áhættugrunni árið 2005 samanborið við um 11% árið 2004. Í fjárhæðum nam áhættugrunnur markaðsáhættu um 501 ma.kr. í árslok 2005 og hækkaði um 249 ma.kr. milli ára. Stöðuáhætta hlutabréfa hækkaði mest eða um 108 ma.kr. en stöðuáhætta skuldabréfa hækkaði um 77 ma.kr. Gjaldeyrísáhætta stærstu viðskiptabanka jókst mjög á sl. ári eða um 48 ma.kr. og önnur áhætta jókst um 16 ma.kr.

Fram á síðasta ár var gjaldeyrísáhætta bankanna lítil. Í árslok 2005 var gjaldeyrisjöfnuður bankastofnana jákvæður um 55 ma.kr. Stærsti hluti aukinnar gjaldeyrisstöðu nú er vegna varna bankanna gegn áhrifum gengisbreytinga á eigið fé og eiginfjárlutfall. Varnirnar hafa komið sér vel undanfarið eftir gengislækkun íslensku krónunnar.

Eigin áhætta af hlutabréfaeign jókst

Vegna afleiðusamninga sem stærstu viðskiptabankar hafa gert við viðskiptamenn sína er markaðsáhætta bankanna af hlutabréfum önnur en bókfærð staða. Þannig nam bókfærð staða hlutabréfa 396 ma.kr. í árslok 2005 en að teknu tilliti til afleiðusamninga námu hlutabréf í áhættu bankanna 202 ma.kr.²⁰ Bókfærð staða hlutabréfa í eigu bankanna nam 165 ma.kr. í árslok 2004 en að teknu tilliti til afleiðusamninga voru hlutabréf að fjárhæð 103 ma.kr. í þeirra áhættu.²¹ Eigin áhætta bankanna af hlutabréfum jókst því um 99 ma.kr. og áhættan mæld í hlutfalli af lögbundnu eigin fé hækkaði einnig. Í árslok 2005 námu hlutabréf í eigin áhættu bankanna í hlutfalli af lögbundnu eigin fé tæplega 41% borið saman við 36% hlutfall árið 2004.

Afleiðusamningar um hlutabréf

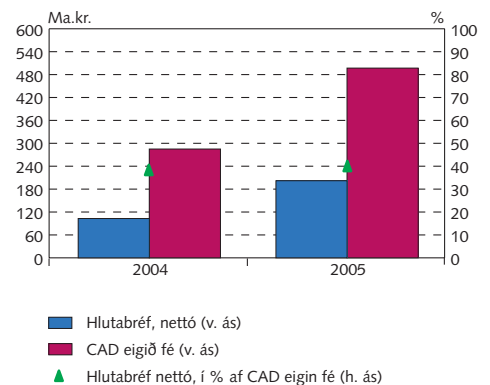
Afleiðusamningar um hlutabréf við viðskiptamenn eru að jafnaði til 3-6 mánaða og oft framlengjanlegir. Með samningunum minnkar markaðsáhætta bankanna af hlutabréfaeign en áhættan er að flestu leyti álíka og um lán með veði í hlutabréfum væri að ræða. Áhætta bankanna kann því að vera vanmetin ef vanefndir verða á afleiðusamningum í kjölfar verðlækkunar hlutabréfa. Aukning afleiðusamninga með hlutabréf skýrir að hluta hækkun hlutabréfaverðs síðustu ár. Að sama skapi gæti samdráttur í þessum viðskiptum orsakað söluþrýsting og verðlækkunir.

Fjármögnun

Samsetning fjármögnunar breyttist lítið milli ára

Fjármögnunarbörf samstæðna stærstu viðskiptabanka jókst verulega á sl. ári vegna hartnær tvöföldunar efnahagsreikninga þeirra. Samsetning fjármögnunar breyttist þó lítið á árinu. Helsta fjármögnunarleidd bankanna er lántaka, þ.m.t. verðbréfaútgáfa. Í lok árs 2005 voru um 59% af eignum bankanna fjármögnuð með lántöku sem er svipað hlutfall og í ársbyrjun 2005.

Mynd 8
Áhætta af hlutabréfaeign 2004 og 2005¹

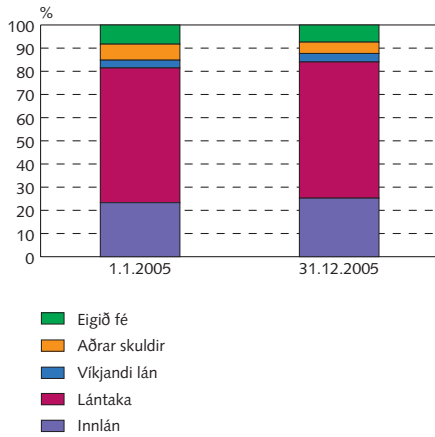


1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

20. Hlutabréf meðal veltufjármuna og fjáreigna á gangvirði skv. IFRS.

21. Hlutabréf og önnur verðbréf með breytilegum tekjum skv. reglum FME.

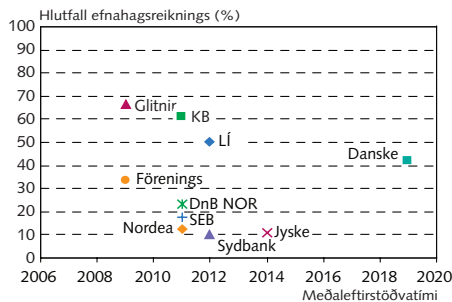
Mynd 9
Samsetning fjármögnunar 2005¹



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd 10
Samanburður á fjármögnun banka á Norðurlöndum

Skráð lántaka með tilliti til heildareigna og meðaleftirstöðvatíma



Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, Bloomberg.

Gengisbundin verðbréfaútgáfa mikil

Í árslok 2005 nam lántaka stærstu viðskiptabanka 3.184 ma.kr. en þar af nam verðbréfaútgáfa þeirra 2.803 ma.kr.²² Verðbréfaútgáfa jókst milli ára um 1.330 ma.kr. eða 90%. Hluti aukningarinnar var til kominn vegna kaupa á erlendum dótturfélögum en verðbréfaútgáfa móðurfélaga bankanna jókst um 986 ma.kr. eða 102% milli ára. Í árslok 2005 voru um 94% af verðbréfaútgáfu móðurfélaga bankanna gengisbundin. Gera má ráð fyrir að hlutfallið sé enn hærra þegar starfsemi erlendra dótturfélaga er tekin með í samstæðureikningi.

Langstærstur hluti lántöku skráður á markaði

Lántaka stærstu viðskiptabanka fer að mestu fram á markaði. Um áramótin síðustu voru 2.567 ma.kr. lántökur skráðar á viðskiptabankana þrjá á markaði eða um 80% af heildarlántökum. Af lántökum skráðum á markaði voru einungis 2,5% í íslenskum krónum.

Sé annars vegar lántaka íslensku bankanna, sem skráð er á markaði, skoðuð í hlutfalli af heildareignum og hins vegar eftirstöðvatími lántöku og það borð saman við valda norræna banka, sést að skráð lántaka íslensku bankanna er hlutfallslega meiri en norrænu bankanna en meðaleftirstöðvatími lántöku er svipaður. Íslensku bankarnir eiga því mun meira undir fjármögnun á markaði en hinir Norðurlandabankarnir, svo að dæmi sé tekið.

Mikil endurfjármögnunarpörf árið 2007

Á fyrsta ársfjórðungi 2006 jókst skráð lántaka stærstu viðskiptabanka á markaði um 333 ma.kr. eða um 11%.²³ Útgáfa á fyrsta ársfjórðungi var þó meiri eða 419 ma.kr. Mismunurinn stafar af gjalddaga lána á tímabilinu. Töluvert stór hluti skráðrar lántöku bankanna fellur í gjalddaga á öðrum, þriðja og fjórða ársfjórðungi 2006 eða 349 ma.kr. og enn stærri hluti á árinu 2007 eða 962 ma.kr. Samtals verða því bankarnir að endurfjármagna eða standa skil á 1.311 ma.kr. fram að árslokum 2007 eða sem nemur 40% af skráðri lántöku þeirra. Hluti endurfjármögnunarinnar fellur á erlend dótturfélög bankanna.²⁴

Tafla 6 Staða skráðrar lántöku á markaði

	31. desember	31. mars	Aukning á fyrsta
Ma.kr.	2005	2006	ársfjórðungi
Glitnir banki hf.	861	986	125
Kaupþing banki hf.	1.389	1.530	141
Landsbanki Íslands hf.	672	739	67
Samtals	2.922	3.255	333

Samstæður stærstu viðskiptabanka. Staða í lok árs 2005 og í lok fyrsta ársfjórðungs 2006 á gengi 31. mars 2006.

Heimild: Bloomberg.

22. Verðbréfaútgáfa samanstendur af skuldabréfa- og víxlaútgáfu.

23. Miðað við gengi 31. mars 2006.

24. Överulegur hluti endurfjármögnunarþarfarinnar er framlengjanlegur.

Mikilvægi lánsþæfismatsins

Aukið aðgengi viðskiptabankanna að gengisbundinni markaðsfjármögnun hefur grundvallast á góðu lánsþæfismati en að auki voru markaðsaðstæður þeim afar hagstæðar fram undir lok sl. árs. Gott lánsþæfismat bankanna hefur auðveldað aðgengi þeirra að stórum mörkuðum erlendis fyrir útgefnar skuldaviðurkenningar og lækkað áhættuálag á vexti. Nánar er fjallað um lánsþæfismat viðskiptabankanna í viðauka.

Sú áhætta sem íslensku bankarnir búa nú við er margslungnari en áður var. Mikil stækkun efnahags þeirra á undanförunum árum hefur eðlilega beint sjónum erlendra aðila að erlendri markaðsfjármögnun. Í ljósi umfangs markaðsfjármögnunar skiptir gott lánsþæfismat sköpum. Benda má á að þegar vaxtaálag á lánamörkuðum hækkar, samfara hærri grunnvöxtum eða vegna leiðréttingar á verðlagningu áhættu, hefur það töluverð áhrif á kostnað erlendar markaðsfjármögnunar bankanna.

Hlutfall innlána af fjármögnun jókst

Á undanförunum árum hefur verðbréfaútgáfa í vaxandi mæli komið í stað innlána á fjármögnunarhlíð. Innlán stærstu viðskiptabanka námu 1.369 ma.kr. í árslok 2005 og jukust um 98% frá fyrra ári. Innlán í hlutfalli af heildarskuldum bankanna námu 27% í árslok 2005 samborið við 25% í árslok 2004. Ein helsta skýring hækkunar hlutfalls innlána milli ára eru kaup Kaupþings banka á breska bankanum Singer & Friedlander sem fjármagnar starfsemi sína að stærstum hluta með innlánnum. Fyrirtæki sem meta lánsþæfi íslensku viðskiptabankanna hafa sum bent á að hlutfall innlána af heildarfjármögnun bankanna sé lágt. Verði áframhald á aukningu innlána styrkir það lánsþæfismat bankanna að öðru óbreyttu.

Lausafjárstaða samkvæmt lausafjárreglum var góð

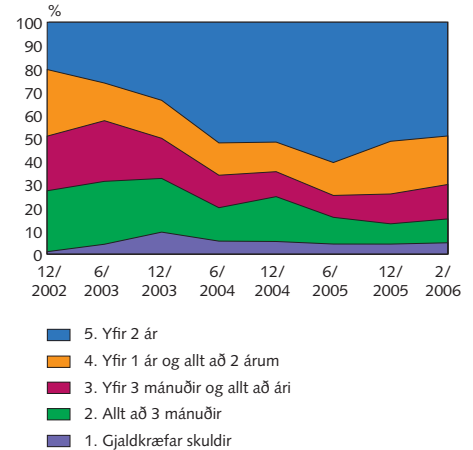
Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja, mæld samkvæmt reglum Seðlabankans um lausafjárhlutfall, var góð á sl. ári.²⁵ Í árslok 2005 námu vegnar lausafjäreignir fjármálafyrirtækja umfram vegnar lausafjárskuldir á tímabeltinu 0–3 mánuðir 463 ma.kr. sem er aukning um 253 ma.kr. milli ára eða 120%. Meðal lausafjäreigna jukust kröfur á erlendar lánastofnanir um 88% og markaðsverðbréf um 93% en verðbréfaútgáfa meðal lausafjárskulda jókst um 122%.

Bókfært eigið fé jókst ...

Eigið fé stærstu viðskiptabanka jókst mikið árið 2005. Í árslok nam eigið fé þessara aðila 401 ma.kr. sem er aukning um 155 ma.kr. frá fyrra ári eða 63%. Glitnir banki (áður Íslandsbanki) og Landsbanki gáfu út nýtt hlutfé á sl. ári. Samanlögð fjárhæð nýs útgefins hlutfjár viðskiptabankanna nam 72 ma.kr. að markaðsvirði árið 2005. Stærsta hluta þessarar fjárhæðar var aflagð af Landsbankanum vegna sameiningar bankans við hluta Burðaráss. Þá gaf Glitnir banki út nýtt hlutfé að markaðsvirði um 19 ma.kr. í byrjun árs 2006.

Mynd 11

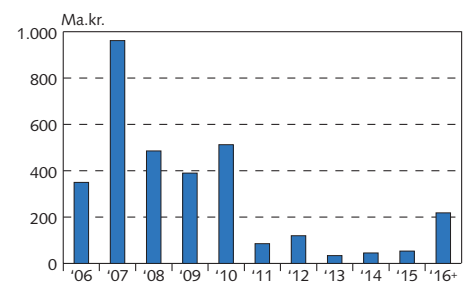
Eftirstöðvatími erlendra skulda¹
Móðurfélög stærstu viðskiptabanka



1. Um er að ræða eftirstöðvatíma en ekki upphaflegan lánstíma.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Eftirstöðvatími markaðsfjármögnunar¹
Staða 31. mars 2006



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimild: Bloomberg.

25. Reglur Seðlabankans um lausafjárhlutfall ná til bindiskyldra lánastofnana.

Rammagrein 1

Nýjar eiginfjárreglur

Á Íslandi gilda eiginfjárreglur Fjármálaeftirlitsins (FME) fyrir fjármálafyrirtæki sem hér starfa. Reglur FME eru byggðar á tveimur tilskipunum Evrópusambandsins (ESB) sem m.a. fjalla um eiginfjármálefni. Eiginfjárákvæði tilskipananna byggjast að stórum hluta á eiginfjárreglum Basel-nefndarinnar um bankaeftirlit (Basel I). Undanfarin ár hefur Basel-nefndin unnið að nýjum eiginfjárreglum fyrir alþjóðlega banka (oft nefndar Basel II). Samhliða vinnu Basel-nefndarinnar hefur Framkvæmdastjórn ESB unnið að endurskoðun á eiginfjárákvæðum tilskipana með það að markmiði að samræma eiginfjárákvæðin nýjum eiginfjárreglum Basel-nefndarinnar. Nú hefur náðst samkomulag innan ESB um tilskipanir sem lögfesta hinar nýju eiginfjárreglur. Gildissvið tilskipananna er víðtækara en Basel II-reglurnar þannig að eiginfjárreglur innan ESB ná til allra fjármálafyrirtækja, með takmörkuðum undantekningum. Nýju eiginfjárreglurnar taka gildi í ársbyrjun 2007. Svo kölluð grunnaðferð innri matsaðferða verður leyfð frá og með þeim tíma en þróaðri innri matsaðferðir frá og með ársbyrjun 2008.

Núgildandi eiginfjárreglur FME innihalda staðlaðar aðferðir við útreikning á eiginfjárkröfu útlána en síðar var meðhöndlun markaðsáhættu bætt við reglurnar. Meðal helstu breytinga með nýju eiginfjárreglunum er notkun á áhættumati lánsrhæfismatsfyrirtækja, innra mat banka við útreikning á eiginfjárkröfu og útreikningur á eiginfjárkröfu vegna rekstraráhættu. Í nýju reglunum eru settar fram ýmsar lágmarkskröfur sem bankar verða að uppfylla, einkum vegna innra matsins. Nýju eiginfjárreglurnar bjóða ýmsa valmöguleika við útreikning á eiginfjárkröfu vegna útlána- og rekstraráhættu. Þannig hafa bæði eftirlitsyfirvöld og bankar val um ýmsar aðferðir sem henta best þeirra fjármálamarkaði og starfsemi. Þá er í reglunum kveðið svo á að eftirlitsyfirvöld beri ábyrgð á að sannreyna framfylgni banka við reglurnar, þ.m.t. lágmarkskröfur þeirra. Nú sem fyrr verður hverju ríki heimilt að krefjast strangari viðmiðana, s.s. vegna óvissu í nákvæmni við mælingu á áhættu.

Íslensk fjármálafyrirtæki hafa fylgst með undirbúningi nýrra reglna, bæði innanlands og á alþjóðlegum vettvangi. Íslenskum fjármálafyrirtækjum má skipta í tvo meginflokka eftir því hvaða hluta reglnanna þau hyggjast nota. Stóru bankarnir þrír hafa allir lýst því yfir að þeir stefni á að nota innri matsaðferðir til þess að ákvarða eiginfjárbörf vegna útlánaáhættu í stað stöðluðu reglnanna sem koma í stað þeirra sem nú gilda. Í bönkunum hafa starfað sérstakir hópar til undirbúnings þessa og byggð hefur verið upp ítarleg þekking á nýju reglunum. Kaupþing banki og Glitnir banki hafa þegar sótt um að fá að nota innri matsaðferðir í þeim mæli sem það verður heimilt frá og með næstu áramótum en allir stærstu bankarnir hafa lýst því yfir að þeir stefni að því að nota þróaðri gerðir innri matsaðferða sem fyrst verður heimilt frá og með ársbyrjun 2008. Minni fjármálafyrirtæki munu fara að stöðluðum reglum og hafa þau fylgst með undirbúningi þeirra. Nýjar eiginfjárreglur munu útheimta talsverða aðlögun hjá mörgum fjármálafyrirtækjum, meðal annars á upplýsingakerfum og verkferlum.

... og mikið var gefið út af víkjandi lánum

Undanfarin misseri hafa víkjandi lán viðskiptabankanna aukist mikið. Ör stækkun efnahags hefur kallað á aukið eigið fé en víkjandi lán, að uppfylltum tilteknum skilyrðum, hafa ígildi eigin fjár við útreikning á eiginfjárlutfalli samkvæmt lögum. Í árslok 2005 námu víkjandi lán stærstu viðskiptabanka 199 ma.kr. sem er aukning um 100 ma.kr. frá fyrra ári eða 100%. Rúmlega helmingur nýrra víkjandi lána á sl. ári voru lán sem féllu undir eiginfjárbátt A við útreikninga á lögbundnu eiginfjárlutfalli.

Eiginfjárlutföll bankanna há

Eiginfjárlutfall stærstu viðskiptabanka, skilgreint samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eiginfjárlutfall fjármálfyrirtækja, nam 12,6% í árslok 2005. Eiginfjárstaða viðskiptabankanna hefur ekki verið hærrí síðan árið 1995 ef frá er talið árið 2004 þegar hlutfallið nam 12,9%. Eiginfjárlutfall m.v. eiginfjárpátt A nam 10,2% í árslok 2005. Ekki verður annað sagt en að eiginfjárstaða bankanna sé traust. Sterk eiginfjárstaða og rúm lausafjárstaða eru mikilvægar forsendur fyrir stöðugleika fjármálakerfisins.

Sparisjóðir og ýmis lánaþyrtingar

Rekstur sparisjóða gekk vel

Á sl. ári gekk rekstur stærstu sparisjóða vel.²⁶ Þannig nam arðsemi þeirra um 39% borið saman við um 20% arðsemi árið 2004. Eins og hjá viðskiptabönkunum mátti rekja góða afkomu til aukinna hreinna vaxtatekna í kjölfar útlánaþenslu og verulegrar aukningar annarra rekstrartekna, einkum gengishagnaðar af hlutabréfum.²⁷ Í þessu sambandi er rétt að vekja athygli á að sumir sparisjóðanna eiga hlut í fjárfestingarfélaginu Exista sem skilaði þeim miklum gengishagnaði á sl. ári.²⁸

Á umliðnum árum hefur kostnaðarhlutfall²⁹ stærstu sparisjóða lækkað ár frá ári. Sú þróun hélt áfram árið 2005, einkum vegna mikilla annarra rekstrartekna. Árið 2005 nam hlutfallið 42% samanborið við 54% hlutfall árið 2004.

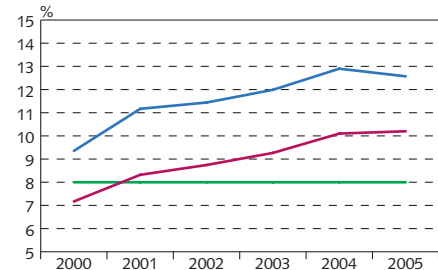
Minnkandi vægi hreinna vaxtatekna

Undanfarin ár hefur vægi hreinna vaxtatekna í hlutfalli af hreinum rekstrartekjum hjá stærstu sparisjóðum minnkað. Síðasta ár var annað árið í röð þar sem hreinar vaxtatekjur námu minna en helmingi hreinna rekstrartekna. Á sama tíma lækkaði vaxtamunur úr 3,6% árið 2004 í 2,8% árið 2005, einkum vegna aukinna fasteignaveðlána. Minnkandi vægi hreinna vaxtatekna hlýtur að vera sparisjóðunum áhyggjuefni því að reynslan hefur sýnt að aðrar rekstrartekjur, einkum gengishagnaður af fjármálastarfsemi, eru sveiflukenndar.

Lágt afskriftaframlag

Framlag í afskriftareikning útlána hjá stærstu sparisjóðum lækkaði frá fyrra ári þrátt fyrir mikla útlánaaukningu. Árið 2005 nam framlag í afskriftareikning útlána um 1,4 ma.kr. borið saman við um 1,8 ma.kr. framlag árið 2004. Afskriftaframlag sem hlutfall af meðalstöðu efnahagsreiknings nam 0,6% árið 2005 og hefur hlutfallið ekki verið

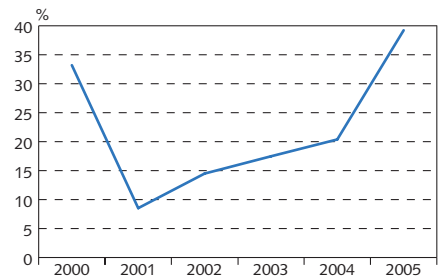
Mynd 13
Eiginfjárlutföll 2000-2005¹



— Lögbundið lágmark
— Eiginfjárlutfall A (T1)
— Eiginfjárlutfall skv. lögum (samstæðutölur)

1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar fjármálfyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd 14
Arðsemi eigin fjár 2000-2005¹



1. Samstæður stærstu sparisjóða.
Heimildir: Ársreikningar fjármálfyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

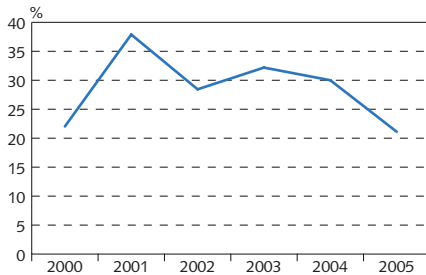
26. Með stærstu sparisjóðum er átt við sex stærstu sparisjóði, þ.e. Sparisjóð Reykjavíkur og nágrennis, Sparisjóð Hafnarfjarðar, Sparisjóð vélstjóra, Sparisjóðinn í Keflavík, Sparisjóð Kópavogs og Sparisjóð Mýrasýslu. Fjallað er um stærstu sparisjóði á samstæðugrunni nema annað komi fram. Frá og með árinu 2005 þurftu fyrirtæki sem gera samstæðuuppgjör og skráð hafa hlutabréf sín í Kauphöll Íslands að birta reikningsskil í samræmi við alþjóðlega reikningsskilastaðla (e. *IFRS*). Sparisjóðirnir falla ekki í þennan flokk en samt sem áður valdi stærsti sparisjóðurinn, Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis, að nota *IFRS* við uppgjör ársins 2005.

27. Aðrar rekstrartekjur samanstanda af tekjum af hlutabréfum og eignarhlutum, hreinum þjónustutekjum, gengishagnaði af fjármálastarfsemi og ýmsum tekjum.

28. Fjárfestingarfélagið Exista ehf. á m.a. hlut í Kaupþingi banka hf., Símanum hf., Bakkavör Group hf. og fleiri fyrirtækjum.

29. Rekstrarkostnaður í hlutfalli af hreinum rekstrartekjum.

Mynd 15
Afskriftaframlag 2000-2005¹
Í hlutfalli af hreinum vaxtatekjum



1. Samstæður stærstu sparisjóða.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

lægra. Þá nam afskriftaframlag sem hlutfall af hreinum vaxtatekjum um 21% árið 2005 en fara þarf mörg ár aftur í tímann til að finna sambærileg eða lægri hlutföll. Fram hefur komið að lækkun vanskila hafi minnkað afskriftaþörf árið 2005.

Gríðarleg útlánaaukning fasteignaveðlána

Í árslok 2005 námu útlán sparisjóða³⁰ 221 ma.kr. og jukust um 35% frá fyrra ári. Útlán sparisjóða til innlendra aðila námu 211 ma.kr. í árslok 2005 (31% aukning) og útlán til erlendra aðila námu 10 ma.kr. miðað við sama tímamark. Langstærsti hluti aukningar útlána til innlendra aðila var vegna fasteignaveðlána til einstaklinga. Verði arðsemi fasteignaveðlána nægjanleg, hófs gætt við veðsetningu og fastvaxta-áhættu haldið í lágmarki ættu aukin fasteignaveðlán að styrkja stöðu sparisjóðanna því að reynslan hefur sýnt að vanskil og afskriftir slíkra lána eru lág.

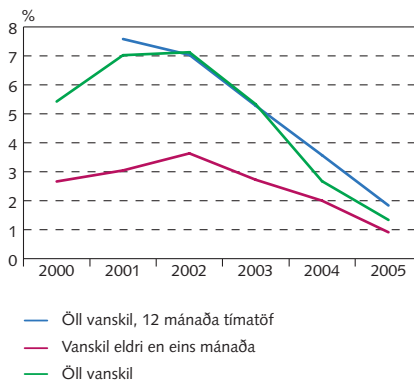
Vanskil viðskiptamanna sparisjóðanna ekki verið lægri ...

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu nam vanskilahlutfall³¹ útlána hjá viðskiptamönnum stærstu sparisjóðanna í árslok 2005 um 1,3% borið saman við 2,7% í lok árs 2004. Vanskilahlutfall útlána hefur ekki verið lægra síðan byrjað var með reglulegum hætti að safna tölum um vanskil í árslok 2000. Vanskil viðskiptamanna stærstu sparisjóða eru þó hlutfallslega hærri en viðskiptamanna viðskiptabankanna. Þar sem ólíklegt er að ný útlán lendi strax í vanskilum er svonefnt tafið vanskilahlutfall³² talið gefa betri mynd af vanskilapróun. Vanskil þannig reiknuð hafa einnig lækkað undanfarin misseri og námu í árslok 2005 um 1,8% samanborið við 3,6% í lok árs 2004. Fjárhæð heildarvanskila hjá viðskiptamönnum stærstu sparisjóða í lok árs 2005 var um 2,1 ma.kr. samanborið við 3,1 ma.kr. í lok árs 2004.³³ Þannig lækkuðu heildarvanskil um 1 ma.kr. á einu ári eða um 32%. Almenn lækkun vanskila helst í hendur við hagstæð efnahagsleg skilyrði fyrir-tækja og heimila.

... sem og hlutfall afskriftareiknings af útlánnum

Fjárhæð afskriftareiknings útlána hjá stærstu sparisjóðum nam 3,2 ma.kr. í árslok 2005 samanborið við 3,1 ma.kr. í árslok 2004 sem er aukning um 100 m.kr. eða 3%. Þrátt fyrir framangreinda aukningu hefur afskriftareikningur útlána dregist mjög saman miðað við aukin útlán. Afskriftareikningur útlána hjá stærstu sparisjóðum í hlutfalli af útlánnum þeirra nam 1,5% í lok árs 2005 og hefur hlutfallið aldrei verið lægra. Í lok árs 2004 nam hlutfallið 2,3% en árin 2000 til 2003 var framangreint hlutfall á bilinu 2,5%-3,0%. Lítil vanskil eiga sinn þátt í lægri stöðu afskriftareiknings og benda til aukinna útlánagæða. Þó ber

Mynd 16
Vanskil útlána viðskiptamanna 2000-2005¹



1. Móðurfélög stærstu sparisjóða.
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

30. Sparisjóða og Sparisjóðabanka Íslands hf. Móðurfélagstölur.

31. Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána. Afskriftareikningur útlána ekki frádreginn. Móðurfélagstölur.

32. Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána einu ári áður. Afskriftareikningur útlána ekki frádreginn. Móðurfélagstölur.

33. Vanskil lækka yfirleitt á fjórða ársfjórðungi vegna endanlega afskrifaðra útlána. Vanskil innan ársins geta því hæglega verið hærri en vanskil í lok árs.

á það að líta að mikil útlánaaukning síðustu misseri kann síðar að leiða til aukinna útlánatapa.

Stórar áhættuskuldbindingar sem hlutfall af eigin fé jukust

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu námu samanlagðar fjárhæðir stórra áhættuskuldbindinga³⁴ hjá stærstu sparisjóðum um 21 ma.kr. í árslok 2005 eða um 96% af lögbundnu eigin fé þeirra. Samanlagður fjöldi stórra áhættuskuldbindinga í árslok 2005 var 37. Til samanburðar var samtala stórra áhættuskuldbindinga hjá stærstu sparisjóðum um 14 ma.kr. í árslok 2004 eða um 89% af lögbundnu eigin fé þeirra og samanlagður fjöldi var 37. Samkvæmt framansögðu eru sparisjóðirnir nú viðkvæmari en áður fyrir greiðsluferfiðleikum stærstu skuldara.

Áhættugrunnur markaðsáhættu

Markaðsáhætta stærstu sparisjóða metin samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eigið fé fjármálafyrirtækja, þ.e. áhættugrunnur markaðsáhættu, nam 12,7 ma.kr. í árslok 2005 og hækkaði um 5 ma.kr. milli ára. Stöðuáhætta hlutabréfa hækkaði mest í fjárhæðum eða um 4,2 ma.kr. en stöðuáhætta skuldabréfa lækkaði um 0,5 ma.kr. Gjaldreyrisáhætta stærstu sparisjóða jókst nokkuð á sl. ári eða um 1,3 ma.kr. Sé markaðsáhætta mæld í hlutfalli af áhættugrunni hækkaði hún lítilliga milli ára. Þannig nam áhættugrunnur markaðsáhættu um 8% af áhættugrunni árið 2005 samanborið við um 6% árið 2004.

Fjármögnun sparisjóðanna

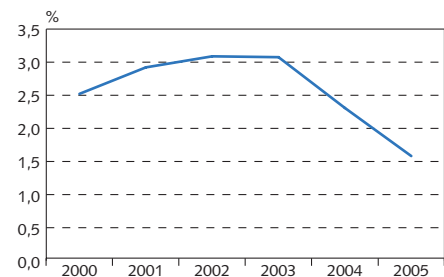
Öfugt við viðskiptabankana fjármagna sparisjóðirnir sig að mestu leyti á innlendum fjármálamarkaði. Stærsti einstaki hluti fjármögnunar sparisjóðanna er innlán þótt vægi þeirra hafi heldur minnkað hin síðari ár. Í árslok 2005 námu innlán sparisjóðanna um 147 ma.kr. eða 46% af skuldum þeirra.³⁵ Önnur fjármögnun skiptist nokkuð jafnt á milli innlendar lántöku, þ.m.t. lána frá innlendum lánastofnunum, innlendar verðbréfaútgáfu og erlendra skulda auk annarra skulda.

Eiginfjárlutföll sparisjóðanna

Eiginfjárlutfall stærstu sparisjóða, skilgreint samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eiginfjárlutfall fjármálafyrirtækja, nam 14,1% í árslok 2005. Jafnframt nam eiginfjárlutfall miðað við eiginfjárbátt A 19,4% í árslok. Helsta skýring á mismun eiginfjárlutfalls og eiginfjárlutfalls miðað við eiginfjárbátt A í árslok 2005 var hækkan frádráttarliða. Nokkrir stærstu sparisjóðanna eiga verulega eignarhluti í öðrum fjármálafyrirtækjum sem koma til frádráttar á eigin fé við útreikning á eiginfjárlutfalli. Eiginfjárlutföll sparisjóðanna eru hærri en eiginfjárlutföll viðskiptabankanna. Slíkt er eðlilegt þar sem áhætta viðskiptabankanna er dreifðari.

Mynd 17

Staða afskriftareiknings 2000-2005¹
Hlutfall af lokastöðu útlána

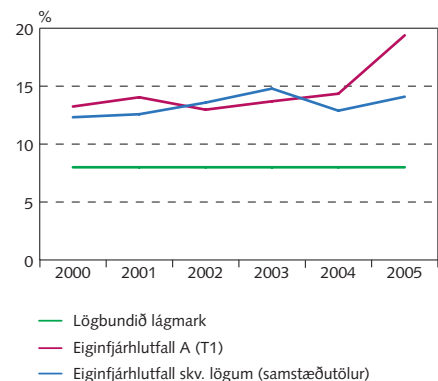


1. Samstæður stærstu sparisjóða.

Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd 18

Eiginfjárlutföll 2000-2005¹



1. Samstæður stærstu sparisjóða.

Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, útreikningar Seðlabanka Íslands.

34. Skuldbindingar (lánveitingar, verðbréfaeign, eignarhluti, veittar ábyrgðir o.fl.) vegna einstakra viðskiptamanna eða fjárhagslega tengdra aðila sem nema 10% eða meira af eigin fé fjármálafyrirtækis.

35. Móðurfélagstölur sparisjóða og Sparisjóðabanka Íslands hf.

Ýmis lánaþyrirtæki

Eignir ýmissa lánaþyrirtækja³⁶ námu í árslok 2005 um 906 ma.kr. sem er aukning um 194 ma.kr. frá fyrra ári eða 27%. Stærsti einstaki eignaliður ýmissa lánaþyrirtækja eru útlán en þau námu um 533 ma.kr. í árslok 2005 sem er aukning um einungis 5,6 ma.kr. frá fyrra ári eða 1%. Helsta ástæða þess var samdráttur í útlánum Íbúðalánasjóðs en markaðshlutdeild sjóðsins í fasteignaveðlánum lækkaði vegna aukinnar samkeppni við banka og sparisjóði. Í árslok 2005 námu útlán Íbúðalánasjóðs um 377 ma.kr. borið saman við 428 ma.kr. útlánastöðu í árslok 2004. Þannig nam samdráttur útlána Íbúðalánasjóðs árið 2005 um 51 ma.kr. eða 12%. Mesta eignaaukning ýmissa lánaþyrirtækja var í hlutabréfum. Í árslok 2005 námu hlutabréf um 153 ma.kr. sem er aukning frá fyrra ári um 96 ma.kr. eða 171%. Þar af jók stærsti fjárfestingarbankinn, Straumur – Burðarás Fjárfestingarbanki hf., hlutabréfastöðu sína um 90 ma.kr.³⁷ Að talsverðu leyti skýrist sú aukning af samruna Straums og hluta Burðarás.

Ýmis lánaþyrirtæki fjármagna sig að mestu með verðbréfaútgáfu og lántöku enda er þeim ekki heimilt að taka við innlánum. Í árslok 2005 nam verðbréfaútgáfa þeirra um 544 ma.kr. Íbúðalánasjóður var sem fyrr langstærsti útgefandi verðbréfa meðal ýmissa lánaþyrirtækja. Verðbréfaútgáfa hans nam í árslok um 471 ma.kr. og þar af nam íbúðabréfaútgáfa um 393 ma.kr.

Eigið fé ýmissa lánaþyrirtækja jókst mikið á sl. ári. Eigið fé þeirra nam um 144 ma.kr. í árslok 2005 sem er aukning um 73 ma.kr. frá fyrra ári eða 97%. Stærsti fjárfestingarbankinn, Straumur – Burðarás Fjárfestingarbanki hf., jók hlutafé sitt um rúmlega 60 ma.kr., þar af var 53 ma.kr. aukning hlutafjár vegna samruna við Burðarás.

36. Ýmis lánaþyrirtæki samanstanda af Íbúðalánasjóði, fjárfestingarþönkum, fjárfestingarlánasjóðum, eignarlegum og greiðslukortafyrirtækjum.

37. Veltuhlutabréf og hlutabréf meðal fjáreigna á gangvirði í gegnum rekstur.

Mat Fjármálaeftirlitsins (FME) á áhættustigi og lágmarkseiginfjárbörf er byggt á reglum sem það setur.¹ Í reglunum er kveðið á um álagspróf og áhættumat. Þeir þættir sem einkum koma inn í áhættumat FME eru eigið fé og aðgangur að eigin fé, gæði eigna, arðsemi eigin fjár, lausafjárstaða, næmni fyrir markaðsáhættu, stjórnun, áhættustýring og innra eftirlit. Þessum þáttum er gefin einkunn og á grundvelli heildareinkunnar er áhættustig metið.

Álagspróf FME gerir ráð fyrir að fjármálafyrirtæki standist samtímis áföll í formi tiltekinnar lækkunar á hlutabréfum (25% erlend, 35% innlend), markaðsskuldabréfum (7%), vaxtafrystum/virðisrýrðum útlánunum (20%) og fullnustueignum (20%) og áhrifum af 20% lækkun á gengi íslensku krónunnar án þess að fara niður fyrir lögboðið lágmarks eiginfjárlutfall. Útreikningar FME á áhrifum álagsprófsins á eiginfjárstöðu viðskiptabankanna og 6 stærstu sparisjóða um sl. áramót sýndu að þeir hefðu allir staðist slíka samtímis áraun án þess að eiginfjárlutfallið færi niður fyrir lögboðið 8% lágmark.

Sá hluti álagsprófs FME sem fjallar um tapshættu útlána miðast við vaxtafryst/virðisrýrð útlán sem um þessar mundir eru með lægsta móti m.v. sögulega reynslu. Af þeim ástæðum hefur FME ákveðið að reikna út áhrif af viðbótaráfalli sem miðast við eftirfarandi forsendur: Reiknað er með viðbótar afskriftaframlagi/virðisrýrnun vegna útlána til innlendra aðila, annarra en íbúðaveðlána, sem nemur hæsta árlegu afskriftahlutfalli síðustu 10 ára fyrir viðskiptabankana (1,8%) annars vegar og sex stærstu sparisjóði í heild (2,0%) hins vegar. Ennfremur er reiknað viðbótar afskriftaframlag/virðisrýrnun vegna íbúðaveðlána (0,2%) sem er hæsta árlega afskriftaframlag hjá Íbúðalánasjóði síðustu 7 árin en tekið skal fram að tapreynsla m.v. endanlega töpuð útlán sjóðsins er minni en 0,1%. Niðurstaða ofangreindra útreikninga er sú að fyrir viðskiptabankana og sex stærstu sparisjóði hefði viðbótar útlánatap orðið 24 ma.kr. m.v. stöðu viðkomandi útlána í árslok 2005 samanborið við 7 ma.kr. áhrif af 20% lækkun vaxtafrystra/virðisrýrðra útlána og fullnustueigna. Lækkun á eiginfjárlutfalli nemur að meðaltali 0,5% stígum fyrir viðskiptabankana og rúmlega 1,1% stigi fyrir stærstu sparisjóðina og standast öll þessi fjármálafyrirtæki þetta viðbótar álagspróf.

Um næstu áramót eru fyrirhugaðar umfangsmiklar breytingar á eiginfjárreglum með hliðsjón af breytingum á tilskipunum hjá ESB. Hluti breytinganna felur í sér innleiðingu á þeim hluta Basel II-reglnanna sem kallaður er Stoð II (Pillar II). Þannig verður sérstaklega metin eiginfjárbörf vegna allra þeirra áhættuþátta sem ekki eru mældir undir Stoð I. Þetta viðbótar eiginfjármat skal framkvæmt annars vegar af viðkomandi fjármálafyrirtæki og hins vegar af hálfu eftirlitsaðilans. Niðurstaða úr mati samkvæmt Stoð II-hluta reglnanna kann að leiða til þess að eftirlitsaðilinn ákveði formlega hærra eiginfjárlutfall en hið opinbera 8% lágmark. Innleiðing framangreindra reglna mun þannig leysa af hólmi núverandi reglur FME um álagspróf og áhættumat.

Rammagrein 2

Álagspróf Fjármálaeftirlitsins

1. Reglur um viðmið við ákvörðun um hærra eiginfjárlutfall fyrir fjármálafyrirtæki, nr. 530/2004, með síðari breytingum.

Viðauki 1

Mat á mögulegu útlánatapi og áhrifum á efnahag bankanna

Megináhrifaþættir útlánataps bankakerfisins

Mikilvægur hluti þess að kanna getu bankakerfisins til að standa af sér alvarleg efnahagsáfall er mat á áhrifum slíkra áfalla á efnahag skuldara og þar með getu þeirra til þess að standa skil á skuldbindingum sínum gagnvart bankakerfinu. Þannig gæti samdráttur í efnahagslífinu sem lýsti sér í auknu atvinnuleysi og fallandi ráðstöfunartekjum, samtímis lækkun eignaverðs, aukið á vanskil einstaklinga gagnvart bankakerfinu sem á endanum kæmi fram í auknum útlánatöpum. Slíkar aðstæður voru t.d. fyrir hendi í bankakreppunni í Finnlandi, Noregi og í Svíþjóð á fyrstu árum tíunda áratugar síðustu aldar.

Ein leið til að meta þessa áhættu er að fylgja fordæmi Noregsbanka sem hefur m.a. notast við niðurstöður einfaldrar aðfallsgreiningar við álagsprófanir sínar. Í aðfallsgreiningunni er reynt að meta hversu næm útlánatöp eru gagnvart skuldsetningu einstaklinga, þróun eignaverðs, vaxta og almennu ástandi í þjóðarþúskapnum (nálgæð með þróun atvinnuleysis). Metið yfir tímabilið 1978-2003 með norskum gögnum, fæst eftirfarandi niðurstaða (tölur í svigum eru t-gildi viðkomandi stika og log tákna lógariþma, sjá Hagen, Lund, Nordal og Steffensen (2005):

$$(1) \quad \log LOSS_t = 1,5 + 3,6 \log DEBT_t - 1,7 \log PHR_t + 0,104 R_t + 0,286 UR_t - 7,1 D97$$

(0,5) (4,4) (4,2) (3,2)
(4,0) (21,4)

þar sem $LOSS_t$ eru endanlega afskrifuð útlán (útlánatöp) í hlutfalli af heildarskuldum einstaklinga, $DEBT$ er hlutfall heildarskulda einstaklinga af ráðstöfunartekjum, PHR er raunverð íbúðarhúsnæðis, R eru skammtímanafnvextir, UR er atvinnuleysishlutfallið og $D97$ er gervibreya sem tekur gildið 1 árið 1997 en 0 annars (til að leiðrétta fyrir óvenju litlum útlánatöpum það ár). Aðfallsgreiningin gefur því til kynna að útlánatöp bankanna aukist með aukinni skuldsetningu einstaklinga (eða lækkun ráðstöfunartekna), lækkandi húsnæðisverði, hækkun vaxta og auknu atvinnuleysi.

Við mat á hliðstæðu sambandi fyrir Ísland er stuðst við sams konar stærðir en til viðbótar könnuð áhrif sveiflna í hlutabréfaverði, auk þess sem notast var við langtíma verðtryggða vexti í stað skammtímanafnvaxta. Endanlegt mat gaf eftirfarandi niðurstöðu ($\Delta DEBT$ tákna breytingu í $DEBT$):¹

1. Gögnin um útlánatöp bankanna koma frá Fjármálaeftirlitinu. Ólíkt því sem er í norsku rannsókninni er stuðst við útlánatöp alls en ekki útlánatöp einstaklinga, eins og hefði verið æskilegt, en sundurgreind gögn um útlánatöp einstaklinga og fyrirtækja liggja ekki fyrir hjá öllum bönkunum yfir allt tímabilið. Gögnin um skuldahlutfallið koma frá Seðlabanka Íslands, hlutabréfaverðið er heildarvísitala aðallista Kauphallarinnar frá 1993 en HMARK vísitala VÍB fyrir árin 1988-1993, raunvextirnir eru ávöxtunarkrafa spariskirteina og gögnin um atvinnuleysi koma frá Hagstofu Íslands.

$$(2) \quad \text{LOSS}_t = -0,917 + 0,014\Delta\text{DEBT}_t - 0,510\text{DEQPR}_t + 0,108\text{RLV}_t \\ + 0,381\text{UR}_t - 0,899\text{D04}$$

(2,5)
(1,9)
(1,9)
(2,4)
(8,2)
(3,3)

þar sem *DEQPR* er prósentubreyting hlutabréfaverðs á föstu verði, *RLV* eru verðtryggðir langtímavextir og *D04* er gervibreyta sem tekur gildið 1 árið 2004 en 0 annars (til að leiðrétta fyrir óvenju miklum útlánatöpum það ár vegna sameiningar banka og uppgjörs í tengslum við einkavæðingu ríkisbankanna). Aðrar stærðir hafa sömu merkingu og í jöfnu (1). Eins og sjá má er formerki skýristærða eins og búast mátti við: útlánatöp aukast við aukna skuldsetningu (eða lækkun ráðstöfunartekna), lækkun hlutabréfaverðs, aukið atvinnuleysi og hækkun raunvaxta.² Áhrif húsnæðisverðs mældust hins vegar ekki tölfraðilega marktæk.³ Í þessu samhengi þarf hins vegar að hafa í huga að húsnæðisverð hér á landi hefur hækkað nánast stöðugt á þessu tímabili og því mælist ekki snörp lækkun raunverðs húsnæðis eins og í Noregi á árunum 1988-1992. Að sama skapi voru útlán íslensku bankanna til húsnæðiskaupa tiltölulega lítil á meginhluta tímabilsins og þeir því síður viðkvæmir fyrir sveiflum í húsnæðisverði. Því er rétt að fara varlega í túlkun sambands húsnæðisverðs og útlánatapa á matstímabilinu.⁴

Áhrif efnahagsáfalls á útlánatöp bankanna

Út frá niðurstöðum aðfallsgreiningarinnar hér að ofan er hægt að meta áhrif alvarlegs efnahagsáfalls á útlánatöp bankanna. Til samanburðar eru einnig sýnd áhrifin á útlánatöp miðað við norsku jöfnuna (jöfnu 1). Grunnðemið byggist á ársmeðaltölum fyrir árið 2005.

Efnahagsáfallið sem miðað er við í eftirfarandi útreikningum endurspeglar lækkun hlutabréfa- og húsnæðisverðs, aukið atvinnuleysi, hækkun raunvaxta og hækkun skulda einstaklinga í hlutfalli af ráðstöfunartekjum (t.d. vegna lækkunar ráðstöfunartekna). Gert er ráð fyrir því að húsnæðisverð lækki að raunvirði um 25% en að hlutabréfaverð lækki um 50% að raunvirði. Þessi lækkun húsnæðisverðs er svipuð og í bankakreppunni í Noregi og Svíþjóð en nokkru minni en í Finnlandi. Lækkun hlutabréfaverðs sem miðað er við er hins vegar svipuð og í öllum löndunum þremur (sjá von Peter, 2004, og Sandal, 2004). Þá er sú forsenda gefin að atvinnuleysi aukist um 2 prósentur frá stöðu sinni árið 2005, þ.e. fari úr rúmlega 2% í rúmlega 4% sem er heldur meira atvinnuleysi en talið er samræmast jafnvægi á innlendum vinnumarkaði en minna en það varð í hámarki efnahagslæggðarinnar árið 1995 (þá varð atvinnuleysi 5%). Að síðustu eru þær forsendur gefnar að verðtryggðir vextir hækki um 2 prósentur, úr 3,7% árið 2005 í 5,7% sem er svipað raunvaxtastig og var árið 2001, og að hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum hækki um 25 prósentur, þ.e. fari úr 214% af ráð-

2. Með jöfnunni tekst jafnframt ágætlega að lýsa þróun útlánataps bankanna á tímabilinu, sem endurspeglast í R^2 sem er jafnt 0,87. Jafnan stent jafnframt öll próf varðandi æskilega tölfraðilega eiginleika afgangslíðarins. Hafa verður þó í huga að á bak við matið liggja ekki margar mælingar, en hún er metin með árlegum gögnum fyrir tímabilið 1988 til 2005. Mælingarnar eru því einungis 18. Ekki síst af þeirri ástæðu þarf að hafa mikla fyrirvara á túlkun jöfnunnar.
3. Í sumum útgáfum jöfnunnar eru metin áhrif húsnæðisverðs jafnvel með öfugu formerki, þ.e. hækkun húsnæðisverðs fór saman við aukin útlánatöp.
4. Einnig var kannað hvort gengi krónunnar (nafn- og raungengi) hefði áhrif á útlánatöp. Engin tölfraðilega marktæk áhrif fundust sem endurspeglar líklega að skuldsetning einstaklinga í erlendri mynt var takmörkuð á matstímabilinu.

stöfunartekjum í tæplega 230% (nefna má að þetta hlutfall hækkaði um rúmlega 30 prósentur milli árána 2004 og 2005). Slík hækkun skuldahlutfalls gæti t.d. endurspeglad u.þ.b. 10% lækkun ráðstöfunartekna að óbreyttum skuldum einstaklinga.

Tafla 1 sýnir áhrif ofangreindra áfalla á hlutfall útlánatapa af heildarskuldum (LOSS) og samsvarandi útlánatöp í ma.kr. miðað við heildarskuldir einstaklinga árið 2005. Til að átta sig á stærðarhlutföllum má hafa í huga að útlánatöp árið 2005 voru um 7½ ma.kr. eða um 0,7% af heildarskuldum þeirra. Hæst var hlutfallið árið 1993 um 1,9% eða sem svarar 12 ma.kr. á verðlagi ársins 2005.

Samkvæmt töflunni eru áhrif aukins atvinnuleysis um 2 prósentur á útlánatöp bankanna áþekk, hvort sem horft er til jöfnu (1) eða (2): hlutfall útlánatapa af heildarskuldum einstaklinga gæti aukist um 0,6-0,8 prósentur, eða í um 1½% af heildarskuldum þeirra, sem er svipað hlutfall og var árið 1995 en heldur lægra en þegar það fór hæst árið 1993. Hækkun raunvaxta um 2 prósentur gæti að sama skapi aukið útlánatöp um sem nemur um 0,2 prósentum af heildarskuldum einstaklinga, þannig að hlutfallið færi í tæplega 1% af heildarskuldum þeirra. Hækkun skuldahlutfallsins um 25 prósentur (t.d. vegna 10% lækkunar ráðstöfunartekna) gæti jafnframt aukið útlánatöp sem nemur 0,3-0,4 prósentum af heildarskuldum einstaklinga og færi hlutfallið því í u.þ.b. 1%.

Veruleg lækkun eignaverðs myndi jafnframt hafa í för með sér aukin útlánatöp. Eins og áður hefur komið fram mælast áhrif húsnæðisverðs á útlánatöp á Íslandi ekki tölfræðilega marktæk fyrir það tímabil sem liggur til skoðunar. Hins vegar má ætla að þetta samband hafi breyst með innkomu bankanna á innlendan húsnæðislanamarkað á seinni hluta árs 2004. Þar sem erfitt er að gera áreiðanlegt tölfræðilegt mat fyrir svo stutt tímabil liggur beinast við að nota niðurstöðu norsku rannsóknarinnar sem grófa vísbendingu um möguleg áhrif lækkunar húsnæðisverðs á útlánatöp hér á landi.⁵ Á grundvelli norsku rannsóknarinnar má ætla að 25% raunlækkun húsnæðisverðs gæti hækkað hlutfall útlánatapa af heildarskuldum einstaklinga um ½ prósentu og

Tafla 1 Áhrif gefinna forsendna um efnahagsskelli á útlánatöp bankanna

	Breyting hlutfalls útlánatapa af heildar- skuldum (prósentur)	Breyting útlánatapa í ma.kr. m.v. heildar- skuldir árið 2005
Jafna (1) (miðað við norsk gögn)		
Áhrif 25% lækkunar húsnæðisverðs	0,49	5,3
Áhrif 2 prósentna aukningar atvinnuleysis	0,57	6,2
Áhrif 2 prósentna hækkunar raunvaxta	0,21	2,3
Áhrif 25 prósentna hækkunar skuldahlutfalls	0,40	4,3
Jafna (2) (miðað við íslensk gögn)		
Áhrif 50% lækkunar hlutabréfaverðs	0,25	2,7
Áhrif 2 prósentna aukningar atvinnuleysis	0,76	8,3
Áhrif 2 prósentna hækkunar raunvaxta	0,22	2,3
Áhrif 25 prósentna hækkunar skuldahlutfalls	0,34	3,7

5. Þann mikilvæga fyrirvara verður þó að gera að í Noregi er mun lengri hefð fyrir mikilli fasteignafjármögnun banka og háum veðhlutföllum en hér á landi.

færi hlutfallið því í um 1¼%. Líklegt er að sambærileg raunlækkun hlutabréfaverðs hefði minni áhrif á útlánatöp þar sem hlutabréfaeign er mun takmarkaðri en húsnæðiseign og því vegur húsnæði mun þyngra í efnahagsreikningum einstaklinga en hlutabréf. Miðað við jöfnu (2) má ætla að 50% raunlækkun hlutabréfa gæti hækkað hlutfall útlánatapa af heildarskuldum einstaklinga um rúmlega ¼ úr prósentu og færi hlutfallið þá í u.þ.b. 1%.

Ólíklegt er að áföllin séu óháð hvert öðru. Riðu þau öll yfir í einu og af fullum þunga væri um verulega alvarlegan efnahagsskell að ræða. Áhugavert er að skoða áhrif þess á útlánatöp og efnahagsreikning bankanna. Sé miðað við jöfnu (2), en notast við áhrif húsnæðisverðs á útlánatöp úr jöfnu (1), gæti hlutfall útlánataps af heildarskuldum aukist um rúmlega 2 prósentur, úr 0,7% í tæplega 2,8% af heildarskuldum einstaklinga, sem er tæplega 1 prósentu hærra hlutfall en árið 1993 þegar það varð hæst. Miðað við heildarskuldir einstaklinga árið 2005 ykist útlánatap bankanna um rúmlega 23 ma.kr. og yrði því um 30 ma.kr. sem er veruleg aukning frá árinu 2005 og rúmlega tvöfalt meira útlánatap en árið 1993, mælt á verðlagi ársins 2005. Útlánatapið næmi um 3% af landsframléiðslu síðasta árs, sem er svipað að umfangi og í bankakreppunni í Noregi en heldur minna en í Finnlandi og Svíþjóð (sjá von Peter, 2004, og Sandal, 2004).

Miðað við niðurstöðutölu efnahagsreikninga bankanna árið 2005 næmi tapið um ½% af heildareignum bankanna, eða um 6% af eigin fé þeirra samkvæmt skilgreiningu laga. Slík niðurfærsla eiginfjár hefði í för með sér að lögbundið eiginfjárlutfall gæti lækkað um 0,8 prósentur að öðru óbreyttu, og er þá ekki tekið tillit til beinna áhrifa þessara áfalla á stöðu bankanna sjálfra. Þetta er mjög áþekkt niðurstöðu endurskoðaðs álagsprófs sem Fjármálaeftirlitið hefur nýlega birt en þar er miðað við útlánatap sem samsvarar hæsta afskriftarhlutfalli síðustu tíu ára. (Sjá rammagrein 2 á bls. 63).

Við túlkun þessara niðurstaðna er rétt að hafa ríka fyrirvara í huga. Áður hefur verið nefnt að tiltölulega fáar mælingar liggja á bak við aðfallsgreininguna. Að sama skapi er rétt að hafa í huga að verulegar breytingar hafa orðið á uppbyggingu hagkerfisins, ekki síst á innlendum fjármálamarkaði. Því er ekki útilokað að samband útlánatapa við ýmsar skýristærðir hafi tekið breytingum, og þar koma áhrif eignaverðs fyrst upp í hugann (þ.m.t. húsnæðis- og hlutabréfaverðs og gengis krónunnar). Ofangreindar niðurstöður má því eingöngu túlka sem afar grófa vísbendingu um möguleg áhrif mjög alvarlegra efnahagsáfalla á innlendar fjármálastofnanir.

Þessu til viðbótar þarf einnig að hafa í huga að ofangreind áföll hefðu einnig bein áhrif á efnahagsreikning bankanna vegna eignar þeirra í innlendum verðbréfum, sem gætu rýrnað vegna lækkunar hlutabréfa og hækkunar raunvaxta.

Út frá ofangreindum niðurstöðum, og niðurstöðum álagsprófa Fjármálaeftirlitsins, virðist mega draga þá ályktun að eiginfjárstaða innlendra banka sé það sterk að hún gæti staðið af sér verulegt efnahagsáfall sem lýsti sér í mikilli lækkun eignaverðs, auknu atvinnuleysi og lækkun ráðstöfunartekna.

Heimildir

- G. von Peter, (2004), "Asset prices and banking distress: a macroeconomic approach", *BIS Working Papers*, nr. 167.
- J. Hagen, A. Lund, K. B. Nordal og E. Steffensen (2005), „The IMF's stress testing of the Norwegian financial sector", Norges Bank, *Economic Bulletin*, 4/05, bls. 202-211.
- K. Sandal (2004), "The Nordic banking crises in the early 1990s – Resolution methods, and fiscal costs", í bókinni *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank Occasional Papers, nr. 33. Ritstjórar T. Moe, J. Solheim og B. Vale.

Viðauki 2

Lánshæfismat íslensku viðskiptabankanna

Lánshæfismat íslensku bankanna hefur verið talsvert til umræðu síðustu misseri. Samhliða aukinni útrás íslensku bankanna hafa þeir sóst eftir lánshæfiseinkunnum hjá matsfyrirtækjum til að greiða fyrir fjármögnun. Jafnframt hafa bankarnir fengið mat hjá fleiri en einu fyrirtæki vegna markaðsaðstæðna. Tvö lánshæfismatsfyrirtæki meta alla bankana, þ.e. Moody's og Fitch Ratings. Standard & Poor's metur enn sem komið er einungis Glitni banka hf. Sökum aukins vægis lánshæfismatsfyrirtækja í allri umfjöllun um íslensku viðskiptabankana verður hér gerð grein fyrir aðferðafræðinni sem liggur að baki lánshæfiseinkunum bankanna. Greininni er skipt í tvennt. Annars vegar er um að ræða samantekt þar sem fjallað verður um hugtök og aðferðafræði og skýrðar eru helstu einkunnir hjá hverju matsfyrirtæki fyrir sig. Hins vegar verður gerð grein fyrir þróun lánshæfismats hjá viðskiptabönkunum frá því að fyrsti bankinn fékk mat árið 1997.¹

Hugtök og aðferðafræði

Viðskiptabankarnir þír, Glitnir banki hf., Landsbanki Íslands hf. og Kaupping banki hf. láta eitt eða fleiri erlend matsfyrirtæki meta lánshæfi sitt. Auk þess hafa ríkissjóður Íslands, Landsvirkjun, Íbúðalánasjóður og Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf. lánshæfismat.

Lánshæfismat gegnir mikilvægu hlutverki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Matsfyrirtækin veita lántakendum á mörkuðum einkunn sem hefur mikil áhrif á lánskjör þeirra. Meginmarkmið lánshæfiseinkunna er að endurspeglu getu lántakenda til að standa við skuldbindingar að fullu og á réttum tíma. Þetta er framsýn vísbinding um líkur þess að lántaki lendi í vanskilum.

Matsfyrirtækið Moody's

Árið 1990 hóf Moody's Investor Service að meta lánshæfi ríkissjóðs Íslands. Sjö árum seinna varð Glitnir banki hf., þá Íslandsbanki, fyrsta íslenska fyrirtækið til að hljóta lánshæfiseinkunn. Ásamt því að meta alla íslensku viðskiptabankana hefur Moody's gefið út skýrslu um íslenska bankakerfið í heild sinni.²

Moody's gefur bönkum tvær meginlánshæfiseinkunnir: Lánshæfiseinkunn fyrir innstæður og einkunn sem gefin er fyrir fjárhagslegan styrk.

1. Við gerð þessarar samantektar var stuðst við heimasíður matsfyrirtækjanna og matsskýrslur viðskiptabankanna.
2. Moody's Investors Service Banking System Outlook: Iceland, December 2005.

Lánshæfiseinkunn fyrir langtíma og skammtíma innstæður (e. deposit ratings)

Lánshæfiseinkunn Moody's endurspeglar getu viðkomandi banka til að standa við skuldbindingar sínar, þ.e. innlendar og erlendar, að fullu og á réttum tíma. Lánshæfiseinkunninni er ætlað að taka mið af þeim þáttum sem tengjast útlánaáhættu og skipta máli fyrir greiðslugetu viðkomandi banka þegar tillit hefur verið tekið til innlendra og erlendra innstæðuskuldbindinga. Litið er til eiginlegs fjárhagslegs styrks, áhættuþátta tengda ríkissjóði viðkomandi lands og óbeinna og beinna ytri þátta. Lánshæfiseinkunn Moody's tekur ekki beint mið af þeim tryggingasjóðum innstæðueigenda sem kunna að vera fyrir hendi. Lánshæfiseinkunn fyrir erlendar skuldbindingar er háð þeirri einkunn sem ríkissjóður viðkomandi lands hefur fengið. Þetta viðmið getur valdið því að lánshæfiseinkunn fyrir erlendar skuldbindingar er oft önnur (oftast lægri) en sú sem veitt er fyrir innlendar skuldbindingar.

Einkunnir fyrir langtímaskuldbindingar miðast við skuldbindingar sem ná yfir lengra tímabil en 13 mánuði. Í töflu 7 má sjá yfirlit yfir bankaeinkunnir lánshæfismatsfyrirtækjanna fyrir langtímaskuldbindingar.³ Einkunnir fyrir skammtímaskuldbindingar gefa til kynna mat á getu bankans til að standa við fjárhagsskuldbindingar sínar sem gjaldfalla innan 13 mánaða.⁴ Í töflu 8 má sjá yfirlit yfir bankaeinkunnir lánshæfisfyrirtækjanna fyrir skammtímaskuldbindingar.

Fjárhagslegur styrkur (e. Bank Financial Strength Ratings (BFSR))

Samhliða lánshæfiseinkunn fyrir banka birtir Moody's einkunn fyrir fjárhagslegan styrk.⁵ Í einkunninni kemur fram álit Moody's á hversu traustir innviðir bankans eru, án þess að tekið sé tillit til ákveðinna ytri áhættuþátta í lánastarfsemi og hugsanlegs stuðnings þriðja aðila.

Ólíkt einkunninni fyrir langtíma og skammtíma innstæðuskuldbindingar tekur einkunnin ekki mið af því hverjar séu líkurnar á því að bankastofnunin standi við skuldbindingar sínar á réttum tíma. Einkunninni er ætlað að meta líkurnar á því að bankinn þurfi á aðstoð þriðja aðila að halda, sem gæti verið opinber aðili eða eigendahópur.

Tafla 1 Fjárhagslegur styrkleiki

Bókstafseinkunnir	Skýring á einkunn
A	Úrvals fjárhagslegur innri styrkleiki
B	Góður fjárhagslegur innri styrkleiki
C	Nægur fjárhagslegur innri styrkleiki
D	Lágur fjárhagslegur innri styrkleiki
E	Mjög lágur fjárhagslegur innri styrkleiki

„+“ eða „-“ er stundum bætt við einkunnir fyrir neðan A og ofan E. „+“ merkir að einkunnin sé í hæsta flokki innan einkunnaskalans og „-“ merkir að einkunnin sé í lægsta flokki innan einkunnaskalans.

- Þess ber að geta að samanburður á einkunnum lánshæfismatsfyrirtækjanna í töflu 7 er eingöngu ætlaður til einföldunar og glöggvunar fyrir lesendur. Einkunnir matsfyrirtækjanna eru ekki sambærilegar að fullu.
- <http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=rdef&subtopic=moody%20credit%20ratings&title=Short-Term+Ratings.htm>
- <http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=rdef&subtopic=moody%20credit%20ratings&title=Bank+Financial+Strength+Ratings.htm>

Hins vegar segir þessi einkunn ekkert til um líkurnar á því að bankinn fái slíka utanaðkomandi aðstoð né heldur hvort aðstoð ríkissjóðs hafi áhrif á það hvort bankinn geti staðið við skuldbindingar sínar í erlendri eða innlendri mynt.

Tekið er mið af eftirfarandi þáttum þegar einkunnin fyrir fjárhagslegan styrk er veitt: fjárhagslegum kennitölum, styrk vörumerkis, dreifingu viðskiptavina og eigna. Þrátt fyrir að Moody's taki ekki tillit til þessara ytri þátta sem nefndir voru hér að ofan, þ.e. áhættu í lána-starfsemi og stuðnings utanaðkomandi aðila, tekur einkunnin mið af áhættuþáttum tengdum rekstrarumhverfi bankans, þ.e. styrk hagkerfisins og horfum þess. Einnig er litið til uppbyggingar fjármálakerfisins, viðkvæmni þess og gæða fjármálaregluverks og fjármálaeftirlits í viðkomandi landi.

Horfur fyrir lánsþæfiseinkunn

Hverri lánsþæfiseinkunn hjá Moody's fylgir mat á því hvernig einkunnin þróast til langs tíma (e. medium-term) og kallast þetta mat horfur. Horfurnar eru flokkaðar í fernt: jákvæðar, neikvæðar, stöðugar og í þróun.⁶ Ef horfur eru jákvæðar geta verið líkur á því að hækkun verði á lánsþæfiseinkunninni á næstu 18 mánuðum og með sama hætti ef horfur eru neikvæðar geta verið líkur á því að lánsþæfiseinkunnin verði lækkuð innan sama tímaramma. Þegar horfur eru stöðugar eru hverfandi líkur á því að lánsþæfiseinkunnin taki breytingum á næstunni. Ef lánsþæfiseinkunn er merkt „í þróun“ merkir það að beðið sé eftir atburði sem gæti haft áhrif á lánsþæfismatið.

Matsfyrirtækið Fitch Ratings

Ríkissjóður fékk lánsþæfiseinkunn árið 2000 hjá Fitch en árið 2001 voru Glitnir banki hf. og Landsbanki Íslands hf. metnir. Kaupþing banki hf. fékk lánsþæfiseinkunn árið 2005.

Tafla 2 Einkunnir Fitch Ratings fyrir eigin styrkleika

Bókstafseinkunnir	Skýring á einkunn
A	Mjög sterkur banki þegar litið er til þátta á borð við hagnað, efnahagsreikning, styrk vörumerkis, stjórnun, rekstrarumhverfi og horfur.
B	Starkur banki. Matsfyrirtækið hefur engar sérstakar áhyggjur af bankanum. Megineinkenni bankans eru mikill hagnaður og góður efnahagsreikningur. Styrkur vörumerkis er mikill, stjórn og rekstrarumhverfi gott.
C	Fullnægjandi banki á heildina litið (e. adequate). Hins vegar eru þættir í rekstrinum sem geta leitt til vandræða. Það kunna að vera áhyggjur tengdar hagnaði, efnahagsreikningi, styrk vörumerkis, stjórnun og rekstrarumhverfi eða horfum.
D	Banki sem hefur vissa veikleika sem rekja má til innviða bankakerfisins sjálfs eða þátta utan þess eða hvors tveggja. Það kunna að vera áhyggjur tengdar hagnaði, efnahagsreikningi, styrk vörumerkis, stjórnun, rekstrarumhverfi eða horfum. Líkurnar á ytri veikleikaþáttum eru mun algengari í nýmarkaðsríkjum.
E	Banki sem býr við mjög alvarleg vandamál. Mjög líklegt er að hann þarfnist ytri stuðnings.

Einkunnagjöfin getur verið blanda af tveimur bókstöfum, þ.e. A/B, B/C, C/D og D/E.

6. <http://www.moodys.com/moodys/cust/aboutmoodys/aboutmoodys.aspx?topic=rdef&subtopic=other%20ratings%20policies%20and%20procedures&title=rating%20outlooks.htm>

Við mat á bönkum styðst matsfyrirtækið við þrjár megineinkunnir. Í fyrsta lagi gefur Fitch einkunnir fyrir langtíma og skammtíma skuldbindingar, þ.e. hvort bankinn geti staðið við skuldbindingar sínar að fullu og á réttum tíma. Langtímaeinkunnin (e. Long-term issuer default ratings) metur líkurnar á greiðsluþroti en gefur ekki til kynna umfang tjónsins ef til þess kæmi.⁷ Þessar einkunnir eru sambærilegar einkunnum Moody's fyrir langtíma og skammtíma innstæður. (Sjá nánari skýringar á einkunnagjöfinni í töflum 7 og 8) Í öðru lagi gefur Fitch einkunn sem ber heitið eigin styrkleiki og að lokum er veitt stuðningseinkunn.

Eigin styrkleiki (e. Individual rating)

Þessi einkunn er aðeins veitt bönkum og er ætlað að varpa ljósi á það hvernig bankinn væri metinn ef hann þyrfti að standa algjörlega á eigin fótum og nyti engrar utanaðkomandi aðstoðar.⁸ Einkunnin á að meta viðkvæmni bankans fyrir áhættu, áhættusækni og áhættustjórnun hans. Einkunnin gefur því ákveðna mynd af því hvernig matsfyrirtækið metur líkurnar á því að viðkomandi banki lendi í alvarlegum greiðsluferfiðleikum og óski utanaðkomandi aðstoðar. Eftirfarandi þættir liggja til grundvallar einkunninni: hagnaður bankans, eiginfjárstaða, styrkur vörumerkis, stjórnun, rekstrarumhverfi og horfur. Einnig skiptir stærð bankans, eiginfjárlutfall og eignadreifing hans miklu máli.

Stuðningseinkunn (e. Support ratings)

Þessi einkunn lýsir mati Fitch Ratings á líkunum á því að bankinn fái utanaðkomandi stuðning, annaðhvort hjá ríki eða öðrum opinberum aðila, og getu þessa aðila til að veita stuðninginn.⁹ Geta þessara

Tafla 3 Stuðningseinkunnir Fitch Ratings

Tölustafseinkunnir

Skýring á einkunn

1	Afar miklar líkur eru á því að bankinn fái utanaðkomandi stuðning. Sá sem veitir stuðninginn nýtur góðrar lánshæfiseinkunnar og hefur mjög góða getu til að aðstoða viðkomandi banka. Lágmarkseinkunn þess er veitir stuðning er A-.
2	Miklar líkur eru á því að bankinn fái utanaðkomandi stuðning. Sá sem veitir stuðninginn nýtur góðrar lánshæfiseinkunnar og hefur mjög góða getu til að aðstoða viðkomandi banka. Lágmarkseinkunn þess er veitir stuðning er BBB-.
3	Nokkrar líkur eru á því að bankinn fái utanaðkomandi stuðning vegna þeirrar óvissu sem ríkir um getu þess sem stuðninginn veitir. Lágmarkseinkunn þess er veitir stuðning er BB-.
4	Takmarkaðar líkur eru á því að bankinn fái utanaðkomandi stuðning vegna þeirrar miklu óvissu sem ríkir um getu þess sem stuðninginn veitir. Lágmarkseinkunn þess er veitir stuðning er B.
5	Bankinn getur ekki reitt sig á utanaðkomandi stuðning, þrátt fyrir að hann sé mögulegur. Ástæða þessa er að geta viðkomandi aðila er takmörkuð eða takmarkaður fjárhagslegur styrkur til staðar. Lágmarkseinkunn þess er veitir stuðning er B-.

7. Fréttatilkynning gefin út þann 23. febrúar 2006. Fitch Assigns Issuer Default Ratings to Financial Institutions.

8. http://www.fitchratings.com/corporate/fitchResources.cfm?detail=1&rd_file=ind.

9. http://www.fitchratings.com/corporate/fitchResources.cfm?detail=1&rd_file=spprt.

aðila er metin út frá einkunninni sem Fitch Ratings hefur gefið langtímaskuldbindingum í erlendri mynt, og þegar við á í innlendri mynt. Stuðningseinkunn er nátengd einkunn fyrir langtímaskuldbindingar en þessi einkunn metur samt ekki útlánagæði. Hún er einungis mat Fitch Ratings á horfunum á því hvort viðkomandi bankastofnun fengi utanaðkomandi aðstoð.

Fitch gefur sér þá forsendu að allur nauðsynlegur stuðningur, hvort sem hann er í erlendri mynt eða innlendri, komi tímanlega. Einnig gerir Fitch ráð fyrir því að aðstoðin verði viðvarandi eða þess eðlis að viðkomandi bankastofnun geti staðið við fjárskuldbindingar sínar þar til að efnahagsáfallinu er lokið. Stuðningseinkunnin gefur sér einnig að aðstoðin verði í erlendri mynt, nema getið sé um annað.

Horfur fyrir lánshæfiseinkunn

Líkt og hjá Moody's fylgir hverri einkunn mat á því hvernig hún þróast til langs tíma og kallast þetta mat einnig horfur. Horfurnar hjá Fitch Ratings eru flokkaðar í þrennt: jákvæðar, neikvæðar og stöðugar. Horfurnar eru skilgreindar með sama hætti og hjá Moody's. Líkt og hjá Moody's þá er gefinn upp tímarammi hjá Fitch á því hvenær sé hugsanlega von á breytingu einkunnar út frá horfum, þ.e. ef horfur eru jákvæðar getur lánshæfiseinkunnin hugsanlega hækkað á næstu 12 til 24 mánuðum og ef horfur eru neikvæðar er hugsanleg lækkun innan sama tímaramma. Þó er það alls ekki víst að breytingar verði á einkunn eftir að horfum hefur verið breytt.

Bankakerfi metin

Í ágúst 2005 kynnti Fitch Ratings nýja einkunn sem ætlað er að meta kerfisbundna áhættu í bankakerfum.¹⁰ Tvær einkunnir eru notaðar til að meta bankakerfi: Annars vegar bankakerfisvísbending (e. Banking System Indicator (BSI)) sem mælir innri áhættuþátt bankakerfa frá A (mjög mikil gæði) til E (mjög lítil gæði). Einkunnin metur styrkleika bankakerfisins og styðst við eigin einkunnir bankanna, ásamt því sem greind er kerfisbundin áhætta hvers bankakerfis fyrir sig. Hins vegar þjóðhagsvísbending en henni ber að meta áhrif þjóðhagslegra stærða á bankakerfið (e. Macro-prudential indicators (MPI)) t.a.m. þau áhrif sem mikil styrking gjaldmiðils eða eignabóla hefur á bankakerfið. Með þessari einkunn er reynt að mæla hversu miklar líkur eru á því að þróun þjóðhagslegra stærða sé með þeim hætti að hún auki álag á bankakerfið. Þjóðhagsvísbendingin er veitt frá 1 til 3. Lægsta einkunnin þýðir að ekki sé mikið álag á bankakerfinu meðan hæsta einkunnin gefur til kynna mikið álag.

Þegar einkunnirnar voru fyrst birtar í ágúst 2005 fékk íslenska bankakerfið C í bankakerfisvísbendingu og 2 í þjóðhagsvísbendingu. Í febrúar sl. kom nýtt mat og þá var bankavísbendingin hækkuð í B en þjóðhagsvísbendingin lækkaði í 3.

Matsfyrirtækið Standard & Poor's

Ríkissjóður Íslands fékk lánshæfiseinkunn frá Standard & Poor's árið 1989. Í mars sl. fékk Glitnir lánshæfiseinkunn hjá Standard & Poor's og

10. FitchRatings. Sovereigns. Special Report. Assessing Bank Systemic Risk: A New Product. 4 August 2005.

var fyrsta íslenska fyrirtækið til að hljóta lánshæfiseinkunn hjá þeim. Lánshæfiseinkunn fyrir langtímaskuldbindingar banka (e. long-term issue credit ratings) tekur mið af eftirfarandi þáttum:¹¹

- Líkum á því að staðið verði við skuldbindingar, þ.e. getu og vilja bankans til að uppfylla skuldbindingar sínar í samræmi við umsamin skilyrði.
- Eðli og ákvæðum skuldbindinganna.
- Vörnum sem uppi eru og hlutfalli þeirra í samanburði við skuldbindingar bankans, ef til greiðsluþrots hans kæmi.
- Réttindum lánveitanda ef til greiðsluþrots kæmi.

Einkunnir fyrir langtímaskuldbindingar miðast við vanskilaáhættu sem er fyrir hendi. Ásamt því að taka tillit til ofangreindra þátta, kemur fram á heimasíðu Standard & Poor's að við mat á lánshæfi banka séu skoðaðir margir þættir, bæði mælanlegir og huglægir.¹² Til að mynda er litið til þess hagkerfis sem viðkomandi banki starfar í og helstu áhættuþætti þess. Einnig er litið til stjórnunarháttanna bankans, reiknings-skilaaðferðar, áhættustýringar útlána, markaðstöðu, fjármögnunar, lausafjárstöðu, eiginfjárstöðu og hagnaðar.

Einkunnir fyrir skammtímaskuldbindingar eru skilgreindar með sama hætti og hjá hinum matsfyrirtækjunum.¹³

Horfur fyrir lánshæfiseinkunn

Horfur á breyttu mati eru skilgreindar með sama hætti og hjá Moody's og Fitch Ratings. Ef horfur eru jákvæðar geta verið líkur á því að hækkun verði á lánshæfiseinkunninni innan næstu 6-24 mánaða og með sama hætti ef horfur eru neikvæðar geta verið líkur á því að lánshæfiseinkunnin verði lækkuð innan sama tímabils.

Lánshæfi viðskiptabankanna

Hér verður lánshæfissaga íslensku viðskiptabankanna rakin í stuttu máli en nánari útlistun yfir þróun lánshæfiseinkunna er sett fram í töflu 9.

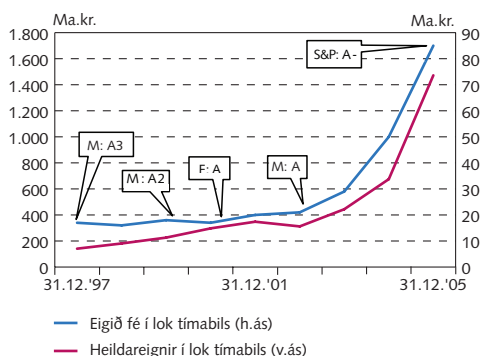
Glitnir banki hf.

Í desember 1997 varð Glitnir banki hf., þá Íslandsbanki hf., fyrsti íslenski bankinn til að gangast undir mat alþjóðlegs matsfyrirtækis á stöðu sinni á lánsfjármarkaði. Það var matsfyrirtækið Moody's sem markaði þessi tímamót í sögu íslenskra viðskiptabanka. Íslandsbanki hf. hlaut lánshæfiseinkunnirnar A3 fyrir langtímaskuldbindingar, P-2 fyrir skammtímaskuldbindingar og D+ fyrir fjárhagslegan styrk.

Í febrúar 2001 hlaut svo Glitnir banki hf., þá Íslandsbanki-FBA hf., fyrst íslenskra einkafyrirtækja lánshæfismat frá Fitch Ratings. Fitch gaf bankanum einkunnina A fyrir langtímaskuldbindingar, F1

Mynd 1

Þróun lánshæfismats Glitnis banka hf.
Í samhengi við þróun meginstærða efnahagsreiknings



M: Moody's, F: Fitch, S&P: Standard and Pooors.
Heimildir: Ársreikningar, tilkynningar matsfyrirtækja.

11. Standard&Poor's. RATINGSDIRECT. Research. Standard & Poor's Ratings Definitions. 29. March, 2006.

12. Standard&Poor's. FI Criteria: Rating Banks. 18. March, 2004.

13. Sjá nánari skýringar á skammtímaeinkunnagjöf í töflu 8.

fyrir skammtímaskuldbindingar, C fyrir eigin styrkleika og 2 í stuðningseinkunn.

Í mars 2006 fékk Glitnir banki hf. lánsþæfiseinkunn frá Standard & Poor's. Varð bankinn þar með sömuleiðis fyrsta íslenska einkafyrirtækið til að fá lánsþæfiseinkunn frá S&P. Einkunnir S&P fyrir Glitni banka hf. voru A- fyrir langtímaskuldbindingar og A-2 fyrir skammtímaskuldbindingar.

Gerð er grein fyrir núverandi lánsþæfiseinkunnum Glitnis banka hf. í töflu 4.

Tafla 4 Lánsþæfiseinkunnir Glitnis banka hf.

	Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's
Langtímaeinkunn	A1	A	A-
Skammtímaeinkunn	P-1	F1	A-2
Fjárhagslegur styrkur	C+		
Eigin styrkleiki		B/C	
Stuðningseinkunn		2	

Lánsþæfiseinkunnir Moody's voru staðfestar þann 4. apríl sl. en horfunum fyrir fjárhagslegan styrk var breytt úr stöðugum í neikvæðar.

Horfurnar á mati Fitch Ratings eru stöðugar frá 23. febrúar sl.

Horfurnar á mati S&P eru stöðugar frá 28. mars sl.

Kaupþing banki hf.

Kaupþing banki hf., þá Búnaðarbanki Íslands hf., fékk sitt fyrsta lánsþæfismat í júní 1999 frá matsfyrirtækinu Moody's. Lánsþæfiseinkunnirnar sem bankinn hlaut voru A3 fyrir langtímaskuldbindingar, P-2 fyrir skammtímaskuldbindingar og D fyrir fjárhagslegan styrk.

Í nóvember 2005 hlaut Kaupþing banki hf. lánsþæfismat frá Fitch Ratings. Einkunnir Kaupþings banka hf. frá Fitch voru A fyrir langtímaskuldbindingar, F1 fyrir skammtímaskuldbindingar og B/C fyrir eigin styrkleika.

Gerð er grein fyrir núverandi lánsþæfiseinkunnum Kaupþings banka hf. í töflu 5.

Tafla 5 Lánsþæfiseinkunnir Kaupþings banka hf.

	Moody's	Fitch Ratings
Langtímaeinkunn	A1	A
Skammtímaeinkunn	P-1	F1
Fjárhagslegur styrkur	C+	
Eigin styrkleiki		B/C
Stuðningseinkunn		2

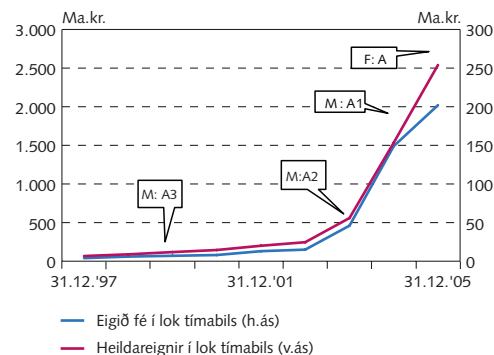
Einkunn Moody's fyrir fjárhagslegan styrk kann að vera lækkuð (04.04.2006).

Horfur á mati Fitch Ratings eru stöðugar frá 23. febrúar sl.

Mynd 2

Þróun lánsþæfismats Kaupþings banka hf.

Í samhengi við þróun meginstærða efnahagsreiknings

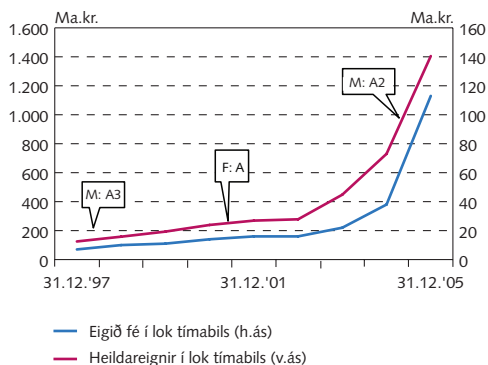


M: Moody's, F: Fitch.

Heimildir: Ársreikningar, tilkynningar matsfyrirtækja.

Mynd 3

Þróun lánshæfismats Landsbanka Íslands hf. í samhengi við þróun meginstærða efnahagsreiknings



M: Moody's, F: Fitch.
Heimildir: Ársreikningar, tilkynningar matsfyrirtækja.

Landsbanki Íslands hf.

Landsbanki Íslands hf. fékk fyrst lánshæfismat frá Moody's í febrúar 1998 og varð annar bankinn á Íslandi til þess. Lánshæfiseinkunnir Landsbanka Íslands hf. voru A3 fyrir langtímaskuldbindingar, P-2 fyrir skammtímaskuldbindingar og D fyrir fjárhagslegan styrk.

Fitch Ratings gerði lánshæfismat á Landsbanka Íslands hf. í fyrst í maí 2001. Einkunnirnar voru A fyrir langtímaskuldbindingar, F1 fyrir skammtímaskuldbindingar, C fyrir eigin styrkleika og 2 í stuðnings-einkunn.

Gerð er grein fyrir núverandi lánshæfiseinkunnum Landsbanka Íslands hf. í töflu 6.

Tafla 6 Lánshæfiseinkunnir Landsbanka Íslands hf.

	Moody's	Fitch Ratings
Langtímaeinkunn	A2	A
Skammtímaeinkunn	P-1	F1
Fjárhagslegur styrkur	C	
Eigin styrkleiki		B/C
Stuðningseinkunn		2

Lánshæfiseinkunnir Moody's voru staðfestar þann 4. apríl sl. en horfunum fyrir fjárhagslegum styrk var breytt úr stöðugum í neikvæðar. Horfur á mati Fitch Ratings eru stöðugar frá 23.02.2006.

Tafla 7 Lánshæfiseinkunnir Moody's, Fitch Ratings og Standard & Poor's á langtímaskuldbindingum banka

Moody's	Fitch Ratings og Standard & Poor's	Skýringar á einkunn
Aaa	AAA	Hæsta einkunn og lágmarksáhætta. Bankar sem hljóta þessa einkunn eru taldir hafa sérstaklega góða greiðslugetu (e. credit quality). Jafnvel þó að það gæti breyst, er ekki talið að slíkar breytingar gætu skaðað sterka stöðu bankans.
Aa	AA	Há einkunn og lítil áhætta. Sérstaklega góð greiðslugeta en einkunnin gefur til kynna að viðkvæmni gagnvart langtímafjárfestingu gæti verið aðeins meiri en þeirra banka sem fá AAA.
A	A	Einkunn í góðu meðallagi og tiltölulega lítil áhætta. Hins vegar geta verið fyrir hendi þættir í starfsemi bankans sem geta bent til hættu á virðisrýrnun til langs tíma.
Baa	BBB	Miðlungseinkunn og viðunandi áhætta. Bankar með þessa einkunn eru taldir hafa viðunandi greiðslugetu. Hins vegar er talið að það skorti eitthvað á varnir þessara banka eða þær séu óáreiðanlegar til lengri tíma litið.
Ba	BB	Greiðslur líklegar en óvissar. Oft ríkir óvissa um hvort þessir bankar geta staðið við skuldbindingar sínar á réttum tíma og því ekki tryggt til lengri tíma litið.
B	B	Greiðslugeta en hætta á vanskilum í framtíðinni. Greiðslugeta banka með þessa lánshæfiseinkunn er talin slök. Trygging fyrir stundvísri greiðslu skuldbindinga bankans til langs tíma er talin lítil.
Caa	CCC	Léleg greiðslugeta og augljós hætta á vanskilum. Greiðslugeta banka með þessa lánshæfiseinkunn er sérstaklega slök. Slíkir bankar geta verið í vanskilum eða vafi leikur á fjárhagslegri getu þeirra.
Ca	CC	Mjög vafasöm greiðslugeta. Oft í vanskilum. Skuldbindingar banka með þessa einkunn eru venjulega í vanskilum.
C	C	Lægsta einkunn. Einkar slæmar horfur um endurgreiðslu. Skuldbindingar í vanskilum og líkurnar á endurgreiðslu litlar.

Tölustöfunum 1, 2 og 3 er stundum bætt við lánshæfiseinkunn Moody's frá Aa til Caa. 1 merkir að einkunnin sé í hæsta flokki innan einkunnastigsins, 2 merkir í meðallagi og 3 merkir að einkunnin sé í lágsta flokki innan einkunnastigsins. „+“ eða „-“ er stundum bætt við lánshæfiseinkunnir Fitch frá AA til CCC. „+“ merkir að einkunnin sé í hæsta flokki innan einkunnastigsins og „-“ merkir að einkunnin sé í lágsta flokki innan einkunnastigsins.

Tafla 8 Lánshæfiseinkunnir Moody's, Fitch Ratings og Standard & Poor's fyrir skammtímaskuldbindingar banka

Fitch Ratings og		
Moody's	Standard & Poor's	Skýring á einkunn
P-1	F1	Hæsta einkunn og lágmarksáhætta.
P-2	F2	Há einkunn og lítil áhætta.
P-3	F3	Einkunn í góðu meðallagi og viðunandi greiðslugeta.
	B	Greiðslugeta áreiðanleg en með nokkurri óvissu.
	C	Greiðslur líklegar en óvissar.
NP	D	Lægsta einkunn. Einkar slæmar horfur um endurgreiðslu eða í vanrækslu.

Tafla 9 Þróun lánshæfis íslensku viðskiptabankanna 1997 til 2006

Dags.	Banki	Matsfyrirtæki	Langtíma skuldbindingar	Skammtíma skuldbindingar	Moody's Fjárhagslegur styrkur	Fitch	
						Eigin styrkleiki	Stuðnings- einkunn
12.12.1997	ISB	Moody's	A3	P-2	D+		
2.2.1998	LI	Moody's	A3	P-2	D		
5.1.1999	FBA	Moody's	A3	P-2	D		
29.6.1999	BI	Moody's	A3	P-2	D		
2.6.2000	ISB-FBA	Moody's	A2	P-1	C		
2.6.2000	LI	Moody's	A3	P-2	D+		
2.6.2000	BI	Moody's	A3	P-2	D+		
26.2.2001	ISB-FBA	Fitch	A	F1		C	2
10.4.2001	LI	Moody's	A3	P-2	C		
10.4.2001	BI	Moody's	A3	P-2	C		
4.5.2001	LI	Fitch	A	F1		C	2
8.4.2003	ISB	Moody's	A1	P-1	B-		
10.4.2003	BI	Moody's	A3	P-1	C		
10.4.2003	LI	Moody's	A3	P-1	C		
27.5.2003	KB	Moody's	A3	P-1	C		
15.12.2003	KB	Moody's	A2	P-1	C+		
3.11.2004	KB	Moody's	A1	P-1	C+		
7.3.2005	LI	Moody's	A2	P-1	C		
10.5.2005	ISB	Moody's	A1	P-1	C+		
22.11.2005	ISB	Fitch	A	F1		B/C	2
22.11.2005	KB	Fitch	A	F1		B/C	2
29.11.2005	LI	Fitch	A	F1		B/C	2
28.3.2006	GLB	S&P	A-	A-2			

Skýring á skammstöfunum í töflu: GLB: Glitnir banki, KB: Kaupþing banki, LI: Landsbanki Íslands, BI: Búnaðarbanki Íslands, forveri Kaupþings banka, FBA: Fjárfestingabanki Atvinnulíffins, forveri Glitnis banka, ISB: Íslandsbanki, forveri Glitnis banka, ISB-FBA: Íslandsbanki-FBA, forveri Glitnis banka.

Greiðslu- og uppgjörskerfi

Agi í umgjörð og starfsháttum

Virk og traust greiðslukerfi eru forsenda öruggrar greiðslumiðlunar, en hún er ein af forsendum fjármálastöðugleika. Greiðslukerfi eru því einn þeirra þátta sem horft er til við mat á fjármálastöðugleika. Aðgerðir Seðlabankans á sviði greiðslumiðlunar endurspeglar hlutverk hans og ábyrgð, sem er að stuðla að virkni og öryggi með það að leiðarljósi að efla og varðveita fjármálastöðugleika. Bankinn beitir sér fyrir þróun og endurbótum á eigin greiðslukerfi, stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands, og hefur jafnframt yfirsýn og kerfislægt eftirlit (e. oversight role) með öðrum þýðingarmiklum greiðslukerfum í eigu annarra aðila sem rekin eru á ábyrgð þeirra. Á síðasta ári voru settir upp sjálfvirkir heimildarlásar í stórgreiðslukerfið, gjaldskrá var innleidd og gengið var frá formlegum samningi milli Seðlabanka og Reiknistofu bankanna um rekstur og þróun hugbúnaðar fyrir stórgreiðslukerfið. Unnið er að endurskoðun á innra skipulagi tengt rekstri stórgreiðslukerfisins. Viðbúnaðaráætlun vegna greiðslumiðlunar hefur komið til endurskoðunar. Í undirbúningi er m.a. upptaka sjálfvirkra heimildarlása í jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar auk þess sem mat verður lagt á virkni kerfa og viðlagaæfingar verða haldnar.

Greiðslumiðlun varðar marga

Allir einstaklingar og fyrirtæki nýta sér greiðslumiðlun með einum eða öðrum hætti. Í hvert sinn sem greitt er í netbanka eða debet- eða kreditkort eru notuð fer annaðhvort fram flutningur peninga milli reikninga eða skráning skuldbindinga sem koma til greiðslu síðar. Ef greiðandi og móttakandi eru ekki viðskiptamenn í einni og sömu lánastofnuninni fer jafnframt fram greiðsla milli þessara lánastofnana til samræmis við greiðslufyrirmæli greiðandans. Allar greiðslur sem fram fara milli lánastofnana eru endanlega gerðar upp í gegnum reikninga þeirra í Seðlabanka Íslands. Uppgjör á milli lánastofnana fyrir milligöngu Seðlabankans er án greiðslufalls- og lausafjánhættu fyrir þær lánastofnanir sem hlut eiga að máli. Jafnframt eiga þátttakendur í stórgreiðslukerfi bankans kost á að bæta lausafjánhættu sína með lántöku í Seðlabankanum.

Uppbygging greiðslumiðlunar á Íslandi

Hlutfall rafrænnar greiðslumiðlunar er mjög hátt á Íslandi og hefur stöðugt vaxið. Aukin rafræn greiðslumiðlun stuðlar að öryggi og dregur úr kostnaði fyrir notendur og þjónustuaðila. Greiðslumiðlun hér á landi er mjög miðlæg og tengist með einum eða öðrum hætti starfsemi Reiknistofu bankanna (RB). Þetta fyrirkomulag stendur á gömlum merg og áratuga farsælu samstarfi banka og sparisjóða. Kostir þessa eru m.a. aukin samhæfing, yfirsýn og rekstrarhagkvæmni. Fyrirkomulagið getur hins vegar haft í för með sér rekstraráhættu þ.e. að vandamál sem upp koma í einu kerfi geta hugsanlega smitast yfir í önnur kerfi. Greiðslumiðlunin byggist á notkun ólíkra greiðslukerfa sem þó eru innbyrðis tengd og byggjast öll á innviðum í eigu RB. Ábyrgð á rekstri þriggja mikilvægustu greiðslukerfanna er hjá Seðlabanka Íslands, sem rekur stórgreiðslukerfið, Fjölgreiðslumiðlun hf. (FGM) sem hefur með höndum rekstur jöfnunarkerfisins (JK-kerfis) og Verðbréfaskráningu Íslands hf. sem annast rekstur verðbréfauppgjörskerfisins (VS-kerfis).

Ólík greiðslukerfi¹

Hér á landi eru starfrækt tvenns konar greiðslukerfi sem jafnframt eru uppgjörskerfi. Uppgjör vegna verðbréfavíðskipta fer einnig fram í öðru þeirra. Einstakar greiðslur fara um mismunandi greiðslukerfi eftir fjárhæð og eðli. Stærstu fjárhæðirnar fara beint í gegnum stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og einstök greiðslufyrirmæli eru þar endanlega gerð upp um leið og innstæða á reikningi greiðanda leyfir (e. real-time gross settlement). Stórgreiðslukerfið, sem er í eigu Seðlabanka Íslands, er stærsta greiðslukerfi landsins með tilliti til veltu en JK-kerfið er hins vegar stærst með tilliti til færslufjölda.

Smærri greiðslur fara um JK-kerfi Fjölgreiðslumiðlunar og eru þær greiðslur nettaðar. Í nettunarkerfi er reiknuð nettó inneignar- eða skuldastaða hvernar lánastofnunar gagnvart öðrum lánastofnunum og á ákveðnum tímamarki er sú staða síðan bókuð á reikninga viðkomandi aðila í Seðlabanka Íslands. Endanlegt uppgjör JK-kerfisins fer fram í lok hvers víðskiptadags í gegnum stórgreiðslukerfi Seðlabankans. Sambærileg aðferðafræði er notuð við uppgjör verðbréfavíðskipta þ.e. greiðslufyrirmæli milli banka eru nettud og niðurstaða þeirrar nettunar er gerð upp í stórgreiðslukerfinu við opnun kerfisins næsta víðskiptadag eftir að víðskiptin fóru fram. Afhending verðbréfa fer fram um leið og gengið er frá greiðslu milli kaupanda og seljanda bréfanna.

Velta í greiðslukerfum

Velta í stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands jókst um 79% á síðasta ári. Velta á mánuði (inn- og útborganir) nam að meðaltali 2.721 ma.kr. á árinu 2005 sem svarar til 129 ma.kr. daglegrar meðaltalsveltu samborið við 73 ma.kr. árið 2004. Færslufjöldi (inn- og útborganir) var alls um 195 þúsund færslur og er það um 30% aukning frá árinu 2004.

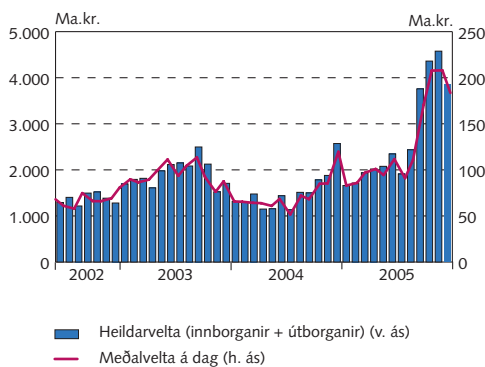
Færslufjöldi í jöfnunarkerfinu nam til samanburðar tæplega 66 milljónum færslna og er það nokkur aukning frá fyrra ári. Veltuaukning síðustu átta mánuði ársins 2005 var 7,8% miðað við sama tímabil 2004. Á síðasta ári voru færð 70 þúsund verðbréfavíðskipti í gegnum VS-kerfi Verðbréfasráningar að verðmæti 560 ma.kr. Uppgjör þessara víðskipta fór fram í stórgreiðslukerfinu. Auk þessa voru færð í VS-kerfinu um 112 þúsund færslur vegna utankauphallarvíðskipta og breytinga á eignfærslu m.a. vegna dánarbúa og fleira. Mikill hluti þeirra víðskipta sem gerð voru upp utan kerfisins 2005 þ.m.t. víðskipti með íbúðabréf mun á síðari hluta yfirstandandi árs verða gerður upp innan kerfisins.

Skyldur og ábyrgð

Eigendur og rekstraraðilar einstakra greiðslukerfa eru ábyrgir fyrir rekstri eigin greiðslukerfis og þeim ber að tryggja trausta umgjörð og virkni þess. Þetta tekur m.a. til uppbyggingar og þróunar viðkomandi greiðslukerfis, greiningar og stýringar þannig að ábyrgðaraðilar séu í stakk búnir til að takast á við þá áhættuþætti sem rekstur greiðslukerfa felur í sér.

Mynd 1

Heildarvelta í stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands júní 2002 - desember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Sjá nánar rammagrein.

Stórgreiðslukerfið

Stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands var tekið í notkun í desember 2000. Kerfið gerir endanlega upp einstök greiðslufyrirmæli milli þátttakenda að fjárhæð 10 m.kr. eða hærrí um leið og innstæða á reikningi greiðanda leyfir, þ.e. um er að ræða brúttóuppgjör í raun-tíma (e. real-time gross settlement). Stórgreiðslukerfið færir þannig greiðslufyrirmæli yfir stórgreiðslumörkum beint á viðskiptareikninga þátttakenda í Seðlabankanum eða af þeim. Seðlabankanum er falin ábyrgð á starfsemi stórgreiðslukerfisins og ber honum því að efla öryggi þess, skilvirkni og sjálfstæði. Er þetta í samræmi við erlenda framkvæmd. Um stórgreiðslukerfið gilda reglur Seðlabanka Íslands nr. 788/2003.

Jöfnunarkerfið

Seðlabankinn hefur tekið þátt í þróun jöfnunarkerfis Fjölgreiðslumiðlunar hf. (FGM), eða JK-kerfisins. FGM er í eigu viðskiptabanka, greiðslukortafyrirtækja og Seðlabankans. Jöfnunarkerfið annast jöfnun (nettun) uppsafnaðra greiðslufyrirmæla sem eru lægri en 10 m.kr. milli þátttakenda. Rauntímajöfnunarstöður milli þátttakenda í kerfinu eru sýnilegar þannig að þeir geta fylgst með og stýrt áhættu vegna greiðslumiðlunarinnar. Viðskiptamenn hafa aðgang að peningum sem lagðir eru inn á reikninga um leið og greiðsla hefur verið innt af hendi. Þátttakendur semja um gagnkvæmar heimildir vegna innbyrðis jöfnunarstöðu og leggja fram tryggingar fyrir uppgjöri á hæstu skuldastöðu. Þá geta þátttakendur lagt laust fé inn á sérstaka reikninga til að mæta tímabundnu ójafnvægi í innbyrðis greiðslustöðu. Uppgjör á jöfnuðum stöðum milli þátttakenda fer fram kl. 17:00 á bankadögum í gegnum stórgreiðslureikninga þátttakenda. Um starfsemi jöfnunarkerfa gilda reglur Seðlabanka Íslands nr. 789/2003.

Verðbréfauppgjörskerfið

Í flestum ríkjum hafa seðlabankar það hlutverk að efla þróun áreiðanlegra og skilvirkra verðbréfauppgjörskerfa. Íslenska verðbréfauppgjörskerfið gegnir lykilhlutverki fyrir verðbréfamarkaðinn, fjármálakerfið og fjármálastöðugleika hér á landi. Seðlabankinn notar einnig uppgjörskerfið í viðskiptum sínum með verðbréf. Íslenska verðbréfauppgjörskerfið er rekið á grundvelli samkomulags um samskipti Seðlabanka Íslands, Verðbréfaskráningar Íslands hf. og Kauphallar Íslands hf. Kerfið nær til allra stofnanaþátta uppgjörferlisins, þ.e. staðfestingar viðskipta, ákvörðunar réttinda og skyldna, uppgjör og vistunar. Uppgjörið nær bæði til afhendingar verðbréfa og frágangs greiðslu milli kaupanda og seljanda.

Eftirfarandi stofnanir skipta með sér verkum og annast einstaka þætti uppgjörins:

- Kauphöllin staðfestir skilmála verðbréfaviðskiptanna (e. confirmation).
- Verðbréfaskráningin vinnur úr og skráir réttindi og skyldur markaðsaðila í tengslum við skipti á verðbréfum og peningum (e. clearing) og annast rafræna afhendingu verðbréfanna (e. delivery).
- Seðlabankinn annast millifærslu og uppgjör greiðslufyrirmæla frá Verðbréfaskráningu í gegnum stórgreiðslukerfið (e. payment).
- Verðbréfaskráningin annast vistun/vörslu verðbréfanna (e. custody/safekeeping).

Áhætta tengd greiðslumiðlun

Greiðslumiðlun og rekstur greiðslukerfa er ekki frekar en önnur starfsemi áhættalaus. Greina má þá áhættu sem tengist greiðslumiðlun niður í nokkra þætti. Þar ber fyrst að nefna *greiðslufallsáhættu* (e. credit risk) þ.e. þá áhættu að verða fyrir tjóni vegna greiðslu til banka

Rammagrein 1

Íslensk greiðslu- og uppgjörskerfi

eða viðskiptavinar án móttöku frumgreiðslu. Á Íslandi hefur það fyrirkomulag verið við lýði um langt skeið að móttakandi greiðslu fær aðgang að fjármunum nánast á sama augnabliki og greiðandinn innir greiðsluna af hendi. Þetta fyrirkomulag gildir bæði um stórgreiðslu- og jöfnunarkerfið. Á þessum tveimur greiðslukerfum er þó nokkur munur bæði að því er varðar afgreiðslutíma og endanlegt uppgjör greiðslufyrirmæla og þ.m.t. þessum áhættuþætti. Í tilviki stórgreiðslukerfisins er ekki um neina greiðslufallsáhættu að ræða, en slík áhætta getur hins vegar verið til staðar í jöfnunarkerfinu og eru tryggingar teknar til að verjast henni. Ef tvær lánastofnanir eiga í hlut kemur áhættan fram í því að viðskiptavinur þess banka sem er móttakandi greiðslunnar fær aðgang að millifærðri fjárhæð áður en bankinn sjálfur fær samsvarandi fjárhæð til sín. Bankinn fær ekki þessa fjármuni til ráðstöfunar fyrr en næsta uppgjör í jöfnunarkerfinu fer fram.

Í öðru lagi er um að ræða *lausafjárahættu* (e. liquidity risk) sem felur í sér áhættu vegna skorts á lausu fé til þess að gera upp greiðsluskuldbindingu. Rúmar heimildir í greiðslukerfum, möguleikar til endurskoðunar heimilda og aðgengi þátttakenda að lausu fé í Seðlabanka Íslands gegn fullnægjandi tryggingum dregur verulega úr lausafjárahættu í greiðslumiðluninni. Einnig hefur sameining viðskipta- og bindireikninga losað um fé í kerfinu. Hér á landi og erlendis beinist athyglin nú í vaxandi mæli að *rekstraráhættu* (e. operational risk). Rekstraráhætta tekur til áhættu sem tengist tjóni vegna mistaka eða misnotkunar á greiðslumiðlunarkerfum, upplýsingakerfum, skipulagi eða stjórnun. Seðlabankinn hefur á undanförnum misserum beint sjónum sínum að þessum áhættuþætti og möguleikum til að draga úr áhættunni. Líkur á alvarlegum skaða s.s. keðjuverkun milli kerfa eru að jafnaði fremur litlar, en áhrif slíks skaða geta hins vegar orðið umtalsverða ef á reynir. *Umhverfisáhætta* (e. environmental risk/legal risk) varðar tjón sem hlotist getur vegna breytileika í rekstrarumhverfi, þ.m.t. reglum, tækni, framkvæmd og trausti. Talað er um *uppgjörshættu* (e. settlement risk) þegar tjón verður rakið til þess að uppgjóri verður ekki lokið sökum greiðslufalls, ónógra trygginga, hamfara, hryðjuverka, tæknibilana eða afturköllunar greiðslufyrirmæla. Að lokum getur verið um að ræða *kerfisáhættu* (e. systemic risk) þegar um er að ræða tjón sem ógnar fjármálastöðugleika vegna þess að greiðslukerfið allt eða verulegur hluti þess hættir að virka vegna tækni-áfalla, bankaáfalls eða markaðsaðstæðna. Mikilvægt er að gera sér skýra grein fyrir þeim áhættuþáttum sem að framan er getið, greina þessa áhættuþætti í rekstri einstakra kerfa og stýra þeim með það að leiðarljósi að lágmarka áhættuna eða í besta falli eyða henni.

Uppgjörstryggingar

Fullnægjandi uppgjörstryggingar í greiðslukerfum eru afar mikilvægar til að treysta örugga og skilvirka starfsemi fjármálakerfisins ef til þess kemur að lánastofnun geti ekki efnt uppgjör í greiðslukerfum. Í byrjun árs 2005 námu uppgjörstryggingar allra lánastofnana í stórgreiðslukerfinu samtals 18,5 ma.kr. og í JK-kerfi FGM 3,2 ma.kr. Tryggingarfjárhæðir voru endurskoðaðar á miðju ári 2005 og námu eftir endurskoðun 18,4 ma.kr. í stórgreiðslukerfinu og 3,1 ma.kr. í JK-kerfinu. Í árslok 2005 komu tryggingar til endurskoðunar á ný og

námu þær í ársbyrjun 2006 samtals 29,2 ma.kr. þar af 23,3 ma.kr. í stórgreiðslukerfi Seðlabankans en 5,9 ma.kr. í JK-kerfi FGM.

Við endurnýjun samninga um uppgjörstryggingar í greiðslukerfum þann 29. desember 2005 voru nokkrar breytingar gerðar frá fyrri samningum. Stærsta breytingin fól í sér útvíkkun á mögulegum tryggingum sem lánastofnanir geta lagt fram til tryggingar uppgjóri. Auk verðbréfa sem hæf eru í endurhverfum viðskiptum er nú unnt að leggja fram rafrænt skráð skuldabréf sveitarfélaga, félaga í eigu ríkis og sveitarfélaga og skráðra hlutafélaga í Kauphöll Íslands. Jafnframt er nú mögulegt að leggja fram erlend bréf sem hæf eru til ávöxtunar í gjaldeyrisforða Seðlabankans.

Þann 29. desember 2005 var einnig gerð sú breyting að samningar við lánastofnanir vegna stórgreiðslukerfisins voru aðgreindir samningum JK-kerfisins, en fram til þessa hafði verið um einn samning að ræða. FGM sem er rekstrar- og ábyrgðaraðili JK-kerfisins varð nú beinn aðili að samningi um heimildir og tryggingar í JK-kerfinu. Þessi breyting er liður í frekari þróun greiðslukerfa og aukinni aðgreiningu þeirra. Tilgangurinn er að skerpa sýn og ábyrgð einstakra þátttakenda.

Skráning Seðlabankans á hæstu daglegu skuldastöðu hvernar lánastofnunar í greiðslukerfum er lögð til grundvallar endurskoðun uppgjörstrygginga. Lánastofnun er óheimilt að fara út fyrir veitta heimild. Lánastofnanir leitast við að haga fjárstýringu sinni þannig að draga megi úr fjárbindingu vegna uppgjörstrygginga. Seðlabankinn hefur einnig reynt að draga úr tryggingarþörfinni með því að lækka stórgreiðslumörk, sameina bindireikninga og stórgreiðslureikninga. Þátttakendur í stórgreiðslukerfinu geta einnig hækkað heimildir sínar innan dags gerist þess þörf að því tilskildu að lagðar séu fram viðbót-artryggingar.

Á árinu 2005 var unnið að undirbúningi á innleiðingu sjálfvirkra heimildarlása í stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og voru þeir gerðir virkir þann 16. september 2005. Frá og með þeim tíma hafnar stórgreiðslukerfið sjálfkrafa öllum greiðslufyrirmælum sem leiða til þess að farið yrði út fyrir heimildir. Gert er ráð fyrir að sambærilegir lásar verði teknir upp í JK-kerfi Fjölgreiðslumiðlunar á árinu 2006 auk þess sem unnið verður áfram að frekari þróun kerfisins. Bankar og sparisjóðir verða að undirbúa viðskiptamenn sína vel fyrir upptöku heimildarlásanna.

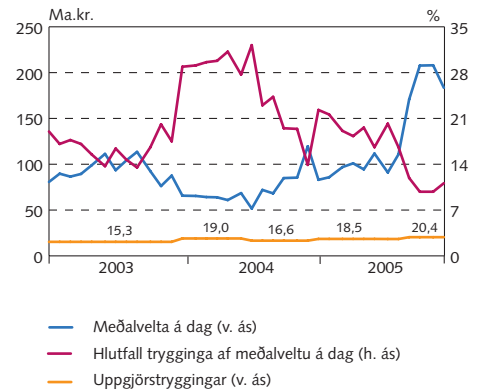
Kostnaður við rekstur greiðslukerfa – innheimta þáttökugjalda

Þáttökugjöld fyrir aðild að greiðslumiðlunarkerfum á Íslandi eru lægri en almennt gerist erlendis. Þátttakendur standa þar undir öllum rekstrar- og þróunarkostnaði greiðslukerfa. Hér á landi hafa þáttökugjöld hins vegar ekki endurspeglad raunkostnað. Gjaldskrá JK-kerfis Fjölgreiðslumiðlunar (FGM) hefur til þessa fyrst og fremst staðið undir breytilegum árlegum rekstarkostnaði kerfisins, en að litlum hluta undir föstum kostnaði þess. Búast má við að gjaldskrá FGM verði innan tíðar endurskoðuð með það að leiðarljósi að tekið verði tillit til heildarkostnaðar við rekstur kerfisins.

Seðlabanki Íslands hóf rekstur stórgreiðslukerfis í desember 2000. Bankinn hóf innheimtu þáttökugjalda á síðasta ári, en fram til þess höfðu þátttakendur ekki verið krafðir um sérstaka greiðslu umfram greiðslur til RB. Núverandi gjaldskrá endurspeglar hins vegar

Mynd 2

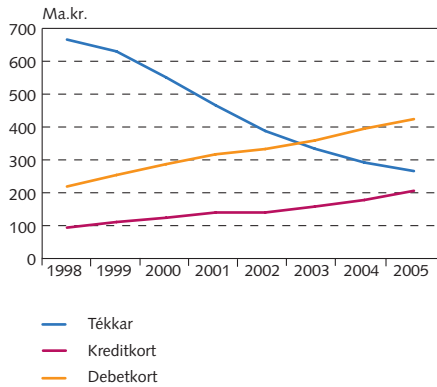
Meðalvelta á dag í stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands janúar 2003 - desember 2005 og uppgjörstryggingar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

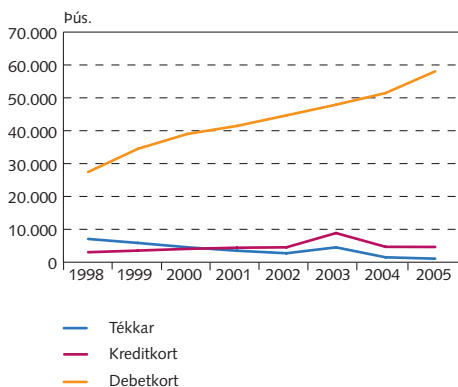
Velta debetkorta, kreditkorta og tékka
1998-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

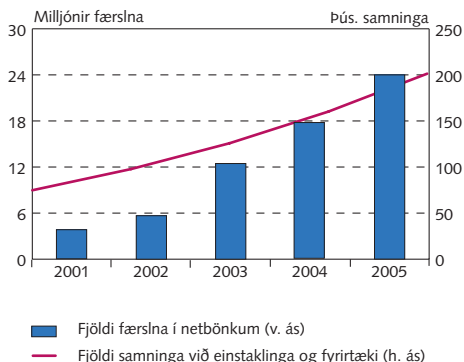
Færslufjöldi korta og tékka 1998-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Fjöldi samninga í netbönum og færslufjöldi
2001-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

ekki raunkostnað við rekstur stórgreiðslukerfisins. Stefnt er að frekari aðlögun gjaldskrárinnar þannig að þátttakendur standi undir öllum rekstrar- og þróunarkostnaði kerfisins.

Ekki er auðvelt að reikna nákvæmlega út heildarkostnað við greiðslumiðlun. Erlendar athuganir benda til að þessi kostnaður geti verið á bilinu 1-3% af landsframleiðslu.² Ef framangreind hlutföll eru lögð til grundvallar við lauslegt mat á heildarkostnaði við greiðslumiðlun á Íslandi svaraði það til 10-30 ma.kr. á ári miðað við árið 2005. Hér er um verulegar fjárhæðir að ræða og því er gagnlegt að draga fram skýrari mynd af raunkostnaði við greiðslumiðlun hér á landi. Verðlagning þjónustunnar á grundvelli raunkostnaðar hvetur jafnframt til aukinnar skilvirkni og nýtingar hagkvæmstu leiða.

Þróun í notkun greiðslumiðla

Mikil þróun hefur orðið í notkun greiðslumiðla hér á landi á undanförunum árum. Þrátt fyrir mikla fjölgun rafrænna greiðslna hefur ekki dregið úr notkun seðla og myntar síðustu tvo áratugi. Seðlar og mynt í umferð námu um 13,2 ma.kr. í árslok 2005 og jukust um 1,6 ma.kr. frá fyrra ári. Þessi mikla aukning er athygliverð í ljósi aukinnar notkunar annarra greiðslumiðla. Velta kredit- og debetkorta eykst enn milli ára en hægt hefur á samdrætti tékkaveltu. Velta kreditkorta jókst um 28 ma.kr. á árinu 2005 eða um 15,5% frá fyrra ári og nam 206 ma.kr. í árslok 2005. Veltuaukningin skýrist af 21 ma.kr. aukningu innanlands og 7 ma.kr. aukningu erlendis. Velta debetkorta jókst hins vegar úr 395 ma.kr. í 424 ma.kr. árið 2005 eða um 7,4% og rekja má meginhluta aukningarinnar til notkunar innanlands. Tékkavelta dróst saman um tæp 9% milli ára og nam 266 ma.kr. í árslok. Fjöldi debetkortafærsla innanlands jókst um 11,1% milli ára, en fjöldi færsla kreditkorta um 12,8%. Samdráttur í færslum tékka nam tæpum 28% frá fyrra ári.

Netbankanotkun hefur margfaldast undanfarnum árum. Á árinu 2001 var heildarfærslufjöldi í netbönum tæpar 4 milljónir en á síðasta ári nam færslufjöldinn um 24 milljónum færsla. Færslufjöldinn jókst um 36% milli áranna 2004 og 2005. Á síðasta ári fjölgaði einnig viðskiptamönnum með netbanka um 26% frá árinu 2004.

Á myndum 6-12 má sjá þróun fleiri þátta í notkun greiðslumiðla hér á landi á undanförunum árum.

Hlutverk og stefna Seðlabankans varðandi greiðslu- og uppgjörskerfi

Seðlabanki Íslands hefur mikilvægu hlutverki að gegna varðandi öryggi og skilvirkni innlendra greiðslu- og uppgjörskerfa. Hlutverk bankans á þessu sviði má greina í eftirfarandi meginþætti:

- Mótun stefnu varðandi þróun kerfanna (e. policy-making role),
- Setning reglna fyrir kerfin (e. regulatory role),
- Stuðningur við markaðslausnir og frumkvæði á þessu sviði (e. catalyst role),

2. Hancock, Diana, and David B. Humphrey (1997): Payment Transactions, Instruments, and Systems: A Survey, *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, no. 11-12, December, 1573-1624; Gresvik, O., and G. Øwre (2002): Banks' Costs and Income in the Payment System in 2001, *Norges Bank Economic Bulletin*, 73: 125-133.

Ísland er aðili að svonefndu FATF-samstarfi¹ sem á uppruna sinn í samþykkt leiðtoga iðnríkjanna frá 1989. Á árinu 1990 gaf FATF út 40 leiðbeinandi tilmæli um varnir gegn peningabætti sem aðildarríkin hafa skuldbundið sig til að fylgja. Eftir hryðjuverkaárásirnar í Bandaríkjunum 2001 var bætt við 9 sérstökum tilmælum til að sporna við fjármögnun hryðjuverkahópa. Helsta aðferð FATF við að fá aðildarríkin til að fylgja tilmælunum eru gagnkvæmar úttektir og skýrslugerðir um aðgerðir hvers aðildarríkis um sig. Fyrir réttu ári var endurvakin svokölluð peningabættisnefnd á vegum viðskiptaráðuneytisins. Eitt stærsta verkefni nefndarinnar hefur verið undirbúningur fyrir úttekt FATF, sem fram fer hér á landi í ár en ljóst var að hvorki löggjöfin né verklag hjá hinu opinbera eða fjármálageiranum fullnægði öllum kröfum FATF. Nefndin hefur því unnið ötullega að nauðsynlegum lagabreytingum. Fyrir Alþingi liggur nú frumvarp til nýrra laga sem byggt er á þriðju peningabættistilskipun ESB² en með henni eru 40 + 9 tilmæli FATF innleidd í evrópskar réttarreglur.

Meðal helstu nýmæla frumvarpsins er eftirfarandi:

- Ekki er lengur miðað við starfsemi sem tilkynningarskyldir aðilar stunda, heldur aðilana sjálfa og er vísað til þeirra sem tilkynningarskyldra aðila og þeim fjölgað frá því sem áður var.
- Auknar kröfur eru gerðar til tilkynningarskyldra aðila um að þeim sé ljóst hver viðskiptamaður þeirra er og hver standi í raun að baki viðskiptunum, þ.e. hver teljist raunverulegur eigandi.
- Ítarlegri ákvæði eru um könnun á áreiðanleika upplýsinga um viðskiptamenn en jafnframt er heimilað að slíkt mat sé framkvæmt á grundvelli mismunandi áhættumats eftir því hversu mikilla upplýsinga sé þörf um viðskiptamann í hverju tilviki.
- Ríkari kröfur eru gerðar til upplýsingaöflunar við ákveðnar aðstæður þar sem almennt er talin meiri hættu á peningabætti eða fjármögnun hryðjuverka.
- Lögmönnum verði veitt undanþága frá almennri tilkynningarskyldu þegar lagaleg staða skjólstæðings er könnuð og í tengslum við rekstur dómsmáls.
- Lagðar eru til viðtækari undanþágur frá banni við upplýsingagjöf til viðskiptamanns eða annars utanaðkomandi aðila vegna gruns um peningabætti eða fjármögnun hryðjuverkastarfsemi. Þannig verði tilkynningarskyldum aðilum auk eftirlitsaðila heimilt að miðla upplýsingum um tilkynningu á rannsókn eða mögulega rannsókn innan samstæðu og milli lögmanna og endurskoðenda hjá sama lögaðila eða neti fyrirtækja.
- Tilkynningarskyldir aðilar eiga að setja sér skriflegar innri reglur.
- Lögaðilar verða skyldaðir til að búa yfir kerfi sem gerir þeim kleift að bregðast með skjótum hætti við fyrirspurnum frá lögreglu eða öðrum lögbærum yfirvöldum.
- Fjármálaeftirlitið mun hafa virkt eftirlit með fjármálafyrirtækjum, lífeyrissjóðum, váttryggingamiðlurum og fleirum sem stunda fjármálastarfsemi. Eftirlitið felst í heimildum til að kalla eftir hvers konar gögnum og heimild til sérstakra athugana á starfsstöð.

Peningabætti er vaxandi alþjóðlegt vandamál sem stemma þarf stígu við en ekkert bendir til þess að það sé meira á Íslandi en í nágrannalöndunum.

1. Financial Action Task Force on Money Laundering.

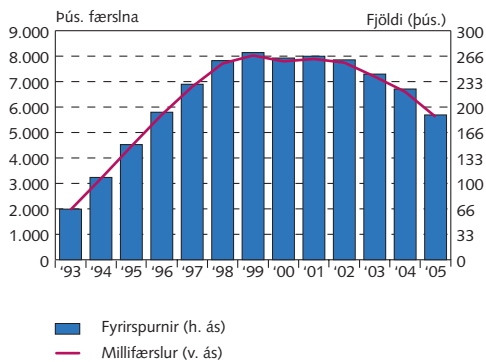
2. Tilskipun Evrópuþingsins og Ráðsins 2005/60/EB frá 26. október 2005 um ráðstafanir gegn því að fjármálakerfið sé notað til peningabættis og fjármögnunar hryðjuverkastarfsemi.

Rammagrein 2

Varnir gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverkastarfsemi

Mynd 6

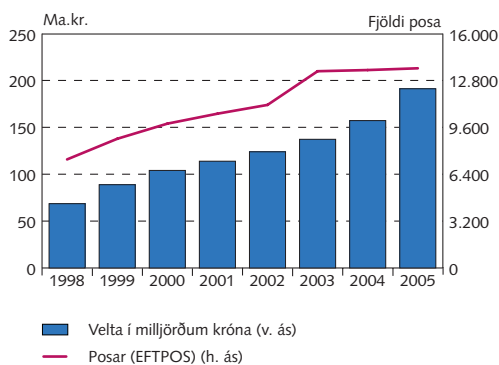
Þjónustusími banka og sparisjóða 1993-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Posar: velta innanlands og fjöldi 1998-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Rekstur stórgreiðslukerfis og uppgjör í jöfnunar- og verðbréfauppgjörskerfinu (e. operational role)
- Yfirsýn með greiðslukerfum, bæði eigin og annarra (e. oversight role).

Bankinn á einnig fulltrúa í stjórnnum fyrirtækja sem koma að framkvæmd greiðslu- og uppgjörsmála þ.e. Reiknistofu bankanna, FGM og Kauphöll Íslands og Verðbréfasráningar Íslands þar sem m.a. er unnið að framgangi stefnu bankans á þessu sviði.

Seðlabankinn hefur mótað stefnu í þessum málaflokki sem hefur að markmiði að laga íslensku kerfin að alþjóðlegum kröfum. Við þá stefnumörkun voru m.a. hafðar til hliðsjónar niðurstöður úttektar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá árinu 2000 á því hvernig íslensk greiðslukerfi uppfylla alþjóðlegar kröfur um greiðslukerfi. Kröfur þessar eru annars vegar svonefndar 10 kjarnareglur fyrir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi³ og hins vegar tilmæli fyrir verðbréfauppgjörskerfi.

Ábyrgð Seðlabankans að því er varðar yfirsýn með greiðslukerfum Alþjóðagreiðslubankinn (Bank for International Settlements - BIS) hefur sett fram eftirfarandi meginatriði til nánari skilgreininar á ábyrgð seðlabanka í hverju landi fyrir sig, að því er varðar yfirsýn yfir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi:

- Seðlabanka ber að skilgreina markmið á sviði greiðslumiðlunar og birta upplýsingar um hlutverk sitt og stefnu varðandi kerfislæg og þýðingarmikil greiðslukerfi.
- Seðlabanka ber að tryggja að þau greiðslukerfi sem hann á og rekur sjálfur uppfylli alþjóðlega viðurkennda staðla.
- Seðlabanki á að ganga úr skugga um að önnur greiðslukerfi sem rekin eru af þriðja aðila uppfylli með sama hætti alþjóðlega staðla og reglur.
- Seðlabanki á að hafa samstarf við aðra seðlabanka og viðeigandi stjórnvöld innlend sem erlend til að tryggja að öryggi og virkni kerfa sé í samræmi við alþjóðlega staðla og reglur.

Ofangreind atriði eru sett fram til þess að aðrir hagsmunaaðilar sem koma að greiðslumiðlun þekki til og geri sér grein fyrir hlutverki Seðlabanka Íslands á sviði greiðslumiðlunar. Jafnframt er kveðið á um að Seðlabankinn geri opinberlega grein fyrir greiðslumiðluninni í heild og markmiðum sínum varðandi einstök greiðslukerfi. Með því að gera markmið bankans opinber fá aðrir þátttakendur tækifæri til að taka frumkvæði og gera ráðstafanir til að eigin kerfi séu í samræmi við yfirlýst markmið og kröfur. Yfirsýn og kerfislægt eftirlit Seðlabankans með greiðslukerfum fer fram í samstarfi við aðra opinbera aðila sem lögum samkvæmt ber að koma að greiðslumiðlun. Það er m.a. til að tryggja samræmt mat aðila á öryggi og virkni.

3. Alþjóðagreiðslubankinn (Bank for International Settlements): Core Principles for Systematically Important Payment Systems.

Yfirsýn Seðlabankans

Seðlabanki Íslands á náið samstarf við rekstraraðila annarra greiðslu-kerfa og annast eins og áður hefur komið fram kerfislega yfirsýn (e. oversight) yfir starfsemi kerfislega mikilvægra greiðslu- og uppgjörskerfa að því er varðar öryggi þeirra, skilvirkni og hagkvæmni. Seðlabankinn beinir athygli sinni í þessu sambandi einkum að innri uppbyggingu kerfanna, rekstraráhættu og helstu áhrifaþáttum tengdum rekstri þeirra s.s. hug- og vélbúnaði, mönnun, síma- og gagnalín-um. Jafnframt fylgist bankinn með að gildandi lögum og reglum er varðar rekstur greiðslu-kerfa sé framfylgt. Athygli bankans beinist hins vegar ekki sérstaklega að samkeppnissjónarmiðum eða neytenda-vernd. Aðkoma Seðlabankans takmarkar þó ekki ábyrgð einstakra eigenda og ábyrgðaraðila greiðslu-kerfa.

Yfirsýn bankans varðar fyrst og fremst greiðslu-kerfin sjálf, en nær ekki til innviða eða innra skipulags hjá einstökum þátttakendum þeirra. Sá þáttur heyrir hins vegar undir Fjármálaeftirlitið (FME) sem annast eftirlit (e. supervision) með framkvæmd einstakra þátttakenda í greiðslu- og uppgjörskerfum á reglum sem um þau kerfi gilda. Seðlabankinn og FME hafa gengið frá sérstökum samstarfssamningi þar sem m.a. hlutverkaskipting þessara eftirlitsaðila er skilgreind nánar og kveðið á um miðlun upplýsinga.

Kerfislega mikilvæg greiðslu-kerfi

Seðlabankinn hefur aðeins yfirsýn og kerfislegt eftirlit með kerfislega mikilvægum greiðslu-kerfum. Til þess að greiðslu-kerfi falli í flokk kerfislega mikilvægra greiðslu-kerfa þurfa þau að uppfylla a.m.k. eitt af neð-angreindum atriðum samkvæmt skilgreiningu Alþjóðagreiðslubankans (BIS). Greiðslu-kerfið:

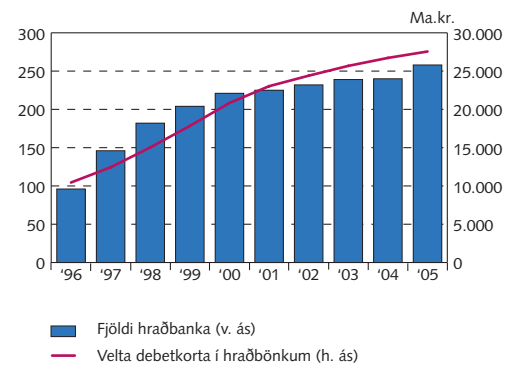
- Er eina greiðslu-kerfi landsins eða hið mikilvægasta með tilliti til þeirra fjárhæða sem í gegnum kerfið fara.
- Tekur fyrst og fremst til hárra fjárhæða.
- Gerir upp greiðslufyrirmæli frá öðrum greiðslu-kerfum og/eða verðbréfavíðskiptum.

Stórgreiðslu-kerfi Seðlabanka Íslands uppfyllir öll ofangreind skilyrði og ber Seðlabankanum því að hafa yfirsýn með kerfinu auk annarra innlendra greiðslu-kerfa sem falla í flokk kerfislega mikilvægra greiðslu-kerfa. Stórgreiðslu-kerfið er auk þess í eigu Seðlabanka Íslands og það eitt gerir enn frekari kröfur til þess að kerfið uppfylli allar alþjóðlegar reglur og kröfur. Rekstur stórgreiðslu-kerfisins þarf því að vera skipulagður með þeim hætti að aðgreining sé gerð innan Seðlabankans milli daglegs rekstrar kerfisins og vöktunar annars vegar og yfirsýnar og þróunar hins vegar.

Seðlabankanum ber því að sjá til þess að eigið greiðslu-kerfi uppfylli kjarnareglurnar 10^4 fyrir kerfislega mikilvæg greiðslu-kerfi sem áður var getið og honum ber einnig að fullvissa sig um að önnur þýðing-armikil innlend greiðslu-kerfi uppfylli þessar sömu kröfur.

Mynd 8

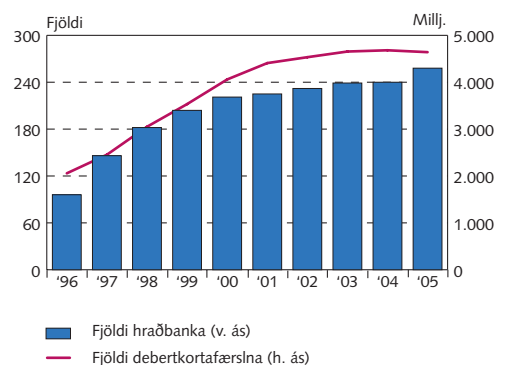
Debetkortavelta í hraðbönkum 1996-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

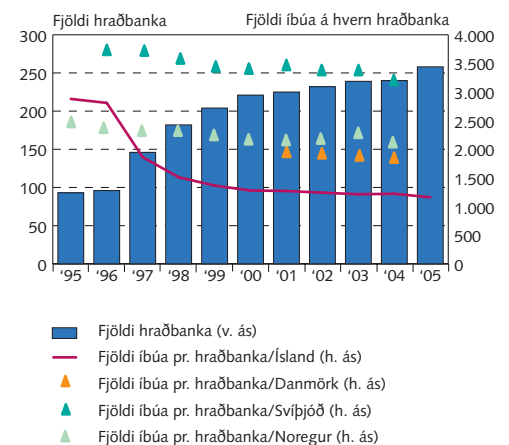
Notkun debetkorta í hraðbönkum 1996-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

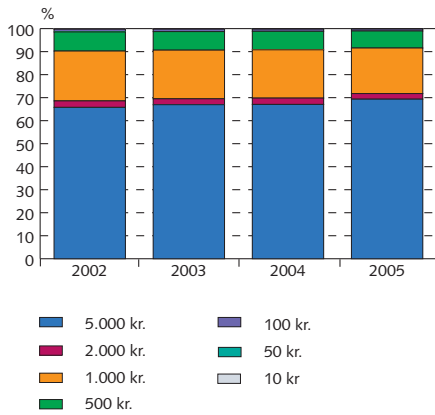
Fjöldi hraðbanka og aðgengi að þeim 1995-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

4. Alþjóðagreiðslubankinn (Bank for International Settlements): Core Principles for Systematically important Systems.

Mynd 11
Skipting seðla eftir stærðum, árslokátölur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

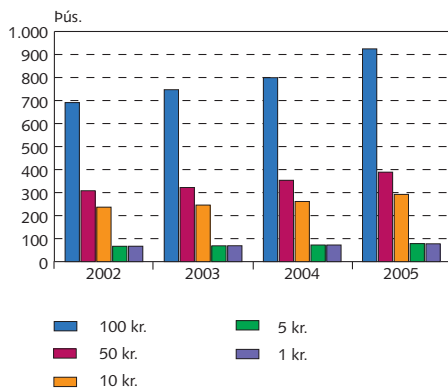
Þróun greiðslukerfa

Greiðslumiðlun er í örri þróun og aukin áhersla er á samþættingu og stærðarhagkvæmni. Reglulega þarf því að leggja mat á það hversu vel innlend greiðslukerfi uppfylli gildandi reglur og staðla. Seðlabankinn leggur áherslu á frekari þróun greiðslukerfa og innleiðingu nýrra lausna sem miða að auknum sveigjanleika og auka virkni kerfa án þess þó að slíkt verði á kostnað öryggis í greiðslumiðluninni. Í þessu sambandi er horft til alþjóðlegrar þróunar en jafnframt er tekið tillit til innlands fyrirkomulags að því marki sem unnt er.

Margt var fært til betri vegar á síðasta ári. Má þar m.a. nefna upptöku sjálfvirkra heimildarlása í stórgreiðslukerfi Seðlabankans auk þess sem gengið var frá formlegum samningi milli bankans og RB um rekstur og þróun hugbúnaðar fyrir stórgreiðslukerfið. Jafnframt var tekin upp gjaldskrá fyrir kerfið og unnið að aðgreiningu greiðslukerfa til að draga úr rekstraráhættu eftir því sem unnt er. Auk þess hefur samningur milli Seðlabankans og FME vegna greiðslu- og uppgjörskerfa nú verið endurnýjaður og viðbúnaðaráætlun vegna greiðslumiðlunar komið til endurskoðunar.

Á þessu ári verða teknir upp sjálfvirkir heimildarlásar í JK-kerfið, gjaldskrá verður endurskoðuð með tilliti til raunkostnaðar, lagt verður mat á virkni kerfa og viðlagæfingar haldnar.

Mynd 12
Skipting myntar eftir stærðum, árslokátölur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðlagamál og samstarf stjórnvalda

Í síðasta hefti Fjármálastöðugleika var sérstök grein um skilgreiningar á fjármálastöðugleika og hlutverki Seðlabankans að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi. Fjallað var m.a. um heimild þá sem bankinn hefur til að vera lánveitandi til þrautavara, sagt frá ólíkum hlutverkum bankans og FME og samstarfi þeirra. Sem framhald af þeirri umfjöllun verður hér vikið að samstarfi stjórnvalda um fjármálastöðugleika og viðlagamál.

Efling og eðlisbreyting íslensku bankanna á síðustu árum hefur aukið kröfur á stjórnvöld um samstarf, bæði innanlands og á alþjóðavettvangi. Stærstu viðskiptabankarnir þrír eiga dótturfélög og útibú erlendis og fjármagna sig að meginhluta á erlendum mörkuðum. Við eðlilegar aðstæður eiga ekki að koma fram vandamál við fjármögnun og aðra starfsemi banka sem eru traustir og stýra lausafé og áhættu vel. Slíkt er þó ekki hægt að útiloka. Fram geta komið lausafjárþrengingar við snöggar breytingar á erlendum lánsfjármörkuðum eða lækkun í lánshæfi landsins eða bankanna. Einnig má nefna að truflanir geta orðið í tölvukerfi banka eða í greiðslu- og uppgjörskerfum landsins. Seðlabankar verða ætíð að vera viðbúinir aðstæðum sem þessum.

Laga- og regluumhverfi

Aðild Íslands að Evrópska efnahagssvæðinu felur m.a. í sér að íslensk löggjöf og regluverk um fjármálamarkaðinn byggist á lögum og reglum sem gilda í Evrópusambandinu. Þetta á einnig við um eftirlit með fjármálastarfsemi. Það byggist á öllum sömu grundvallarforsendum og eftirlit með fjármálastarfsemi í löndum Evrópusambandsins. Lög, reglur og eftirlit á fjármálamarkaði eru því með sama sniði og þar sem það gerist best með öðrum þjóðum. Þetta hefur m.a. verið viðurkennt af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og alþjóðlegum matsfyrirtækjum. Þau hafa m.a. vísað til framfara í laga- og regluumhverfi og eftirliti með fjármálastarfsemi í rökstuðningi sínum fyrir góðum lánshæfiseinkunum Íslands.

Fjölþjóðlegir íslenskir bankar

Á síðustu árum hefur orðið grundvallarbreyting í íslenska bankakerfinu. Um áratuga skeið hafa viðskiptabankarnir tekið lán erlendis og endurlánað til innlendra viðskiptavina en bein þátttaka þeirra í bankastarfsemi erlendis var fram á síðustu ár afar takmörkuð. Árið 1995 hófu bankarnir að kaupa erlend verðbréf og upp úr 1998 fóru þeir að lána beint frá Íslandi til erlendra aðila og veita aðra fjármálaþjónustu svo sem markaðsviðskipti, sölutryggingu, ráðgjöf og eignastýringu. Uppbygging starfsstöðva erlendis hófst sama ár þegar Kaupþing stofnaði dótturfélag í Luxemborg. Uppbygging erlendis og kaup á erlendum fjármálafyrirtækjum ná því aðeins um sjö ár aftur í tímann og tímabili ríkisrekstrar viðskiptabanka lauk fyrst endanlega árið 2003. Síðustu tvö ár hafa bankarnir þrír tekið sín stærstu skref í útpenslu og útrás. Er nú svo komið að um helmingur tekna samstæðna íslensku bankanna kemur erlendis frá og helmingur heildareigna þeirra er erlendis. Eignir samstæðna þeirra eru meiri en fimmföld landsframleiðslan.

Með fjárfestingu sinni erlendis hafa íslensku bankarnir breytt áherslum sínum og dreift áhættu. Þeir hafa lagt út á ný mið og skipa sér nú í flokk fjölþjóðlegra banka (e. cross-border banks), þ.e. banka sem starfa á fleiri en einu landi. Samstæður þeirra eru með höfuðstöðvar á Íslandi og þaðan er stjórnað lausafjárstöðu og áhættu. Ef fjölþjóðlegur

banki lendir í vanda bera stjórnendur og eigendur hans ábyrgðina og það er þeirra hlutverk að leysa málið. Ábyrgðarlaust er að gera út á mögulega aðstoð hins opinbera við banka. Grundvallaratriði er að eigendur einkabanka, sem njóta hagsins þegar vel gengur, mæti áföllum ef svo ber undir.

Reynslan af fjármálaáföllum í öðrum löndum sýnir samt að stjórnvöld verða að huga að viðbúnaði sínum hvort sem hætta er á slíku áfalli eða ekki. Ef til kastanna kemur getur lítill tími verið til að ígrunda skynsamlegustu viðbrögð við óvæntum aðstæðum og þá getur vandaður undirbúningur skipt sköpum.

Alþjóðlegt samstarf

Frjálsari alþjóðaviðskipti og starfsemi fjölþjóðlegra banka gera nýjar kröfur til stjórnvalda. Á alþjóðlegum vettvangi, svo sem hjá Alþjóðagreiðslubankanum (BIS) og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (IMF), er vaxandi umræða um hvernig best sé að bregðast við þessari stöðu. Fyrstu viðbrögð hafa einkum falist í úttektum, greiðari upplýsingaskiptum og skýrari útlistunum á hlutverkum og ábyrgð. Sama á við um samstarfið innan Evrópska Efnahagssvæðisins sem og innan Norðurlandanna.

BIS er mikilvægur vettvangur samráðs seðlabanka auk þess að vera upplýsinga- og rannsóknarstofnun. Undanfarin ár hefur bankinn í vaxandi mæli beint athyglinni að starfsemi og öryggi fjármálastofnana og -markaða. Fulltrúar Seðlabankans taka þátt í ýmsum fundum á vegum BIS. Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Alþjóðabankanum var falið árið 1999 að gera úttektir á fjármálakerfi aðildarlandanna, kanna uppbyggingu þess, áhættuþætti og lagaumgjörð (Financial Sector Assessment Program, FSAP). Heildstæðri skýrslu um íslenska fjármálakerfið var skilað í maí 2001 og henni var fylgt eftir með athugun sérstakrar sendinefndar sjóðsins í apríl 2003. Framundan er á þessu ári svæðisbundin úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á vissum þáttum fjármálakerfisins og viðbúnaði á Norðurlöndunum og í Eystrasaltslöndunum. Til sérstakrar athugunar eru samþætting banka og verðbréfamarkaða yfir landamæri og jafnframt eftirlit og viðbúnaður, sérstaklega varðandi fjölþjóðabanka.

Innan Evrópusambandsins hefur verið unnið að því á undanförmum árum að efla viðbúnað opinberra stjórnvalda við hugsanlegum áföllum í fjármálakerfi. Á vettvangi þess hefur verið unnið kerfisbundið að upplýsingaskiptum og skipulagi viðbúnaðar við áföllum. Merkmum áfanga í þeirri vinnu lauk í maí 2005 þegar fjármálaráðherrar Evrópusambandslandanna undirrituðu samkomulag um samvinnu fjármálaeftirlita, seðlabanka og fjármálaráðuneyta ESB í fjármálaáföllum.¹ Tveimur árum áður höfðu fjármálaeftirlit og seðlabankar ESB gert með sér takmarkaðra samkomulag um samvinnu.² Samkvæmt samkomulagi fjármálaráðherranna ber að túlka skyldur fjármálaeftirlits út frá viðeigandi tilskipunum ESB, þ.m.t. um samstæðueftirlit. Skyldur seðlabanka taki mið af hlutverki hans sem peningamálayfirvalds og

1. Samkomulag um samstarf fjármálaeftirlita, seðlabanka og fjármálaráðuneyta ESB í fjármálaáföllum, júlí 2005, http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050518_1.en.html.

2. Samkomulag fjármálaeftirlita og seðlabanka ESB um áfallasamstarf, mars 2003, http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3.en.html.

yfirumsjón hans með greiðslukerfum auk þess sem honum ber að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Skyldur fjármálaráðuneytis markist af því að það ber opinbera ábyrgð á úrlausn áfalla sem eru kerfislega mikilvæg. Evrópusambandslöndin hafa haldið sameiginlegar viðlagaæfingar til að þjálfa viðbrögð sín. EES-löndin geta sótt um aðild að fyrrnefndum tveimur samningum.

Baselnefndin³ um bankaeftirlit hefur í skýrslum sínum mælt með frumskyldu eftirlits heimalanda en samstarfi við fjármálaeftirlit í gistiríkjum (e. home-host supervision). Í samstarfi fjármálaeftirlita innan EES er byggt á þessum grunni.⁴ Minna hefur verið fjallað um samstarf seðlabanka og ekki er samkomulag um að sama verkaskipting eigi við um mögulegar lausafjáraðgerðir seðlabanka, þ.e. seðlabanki í heimalandi fjölþjóðlegs banka hafi mikilvægara hlutverki að gegna en seðlabanki gistilands. Mikið vantar einnig á að nokkrar áþreifanlegar niðurstöður hafi fengist í umræðu um hvernig opinber stjórnvöld gætu sameiginlega tekið á eiginfjörvanda í kerfislega mikilvægum bankasamsteypum. Fyrrnefnt samkomulag fjármálaráðuneyta, fjármálaeftirlita og seðlabanka Evrópusambandsríkja sem undirritað var í maí 2005 var mikilvægt skref í þá átt. Staðbundin samkomulög svo sem á Norðurlöndunum og í Beneluxlöndunum miða að sama marki.

Norðurlöndin eru framarlega í umræðu á alþjóðavettvangi um stöðu fjölþjóðabanka og viðlagaviðbúnað stjórnvalda tengdan þeim. Sameining stórra norrænna banka í Nordea-samsteypuna á liðnum áratug var kveikja að samvinnu norrænna fjármálaeftirlita og seðlabanka á þessu sviði. Norræn fjármálaeftirlit hafa aukið samstarf sitt, ekki síst þegar í hlut eiga fjármálasamstæður sem starfa á flestum eða öllum Norðurlandanna. Norrænir seðlabankar skipuðu árið 2000 sameiginlegan vinnuhóp um lausafjárahættu í norrænum bankasamsteypum og hefur sá hópur starfað síðan til ráðgjafar fyrir bankastjórana. Sameiginleg viðlagaæfing hópsins með norrænu fjármálaeftirlitunum var haldin árið 2002 og bankastjórar seðlabankanna undirrituðu samkomulag um skipulag viðbragða við lausafjárerfiðleikum sem varða fleiri en einn bankanna á fundi sínum í Stykkishólmi í júní 2003.⁵ Norrænu fjármálaeftirlitin hafa gert með sér svipaða samninga. Meginatriði allra þessara samkomulaga eru upplýsingaskipti og forystuhlutverk heimalands ef banki með starfsstöðvar í fleiri en einu Norðurlandanna verður fyrir áfalli. Sérstakir samstarfssamningar eru á milli seðlabanka og fjármálaeftirlita í viðkomandi löndum en auk þess var á síðasta ári gengið frá þríliða samningum þessara stofnana og ráðuneyta í Danmörku⁶ og Svíþjóð⁷.

Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið taka virkan þátt í samstarfi á alþjóðavettvangi um þróun og stöðugleika fjármálakerfisins og eftirlit

3. Basel Committee on Banking Supervision, The Supervision of Cross Border Banking, 1996, Report on consolidation in the financial sector, 2001. Nefndin er vettvangur samstarfs um bankaeftirlit og BIS aðstoðar nefndina.

4. Committee of European Banking Supervisors, Guidelines for cooperation between consolidating supervisors and host supervisors, 2005.

5. Samkomulag seðlabanka Danmerkur, Finnlands, Íslands, Noregs og Svíþjóðar, júní 2003, <http://www.sedlabanki.is/uploads/files/Afallasamkomulag.pdf>.

6. Samarbejdsaftale om finansiell overvågning mellem Danmarks Nationalbank, Finansministeriet og Økonomi- og Ervervsministeriet, 8. april 2005, [http://www.nationalbanken.dk/C12568730054214F/sysOakFil/MoU_april2005/\\$File/MOU_april2005.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C12568730054214F/sysOakFil/MoU_april2005/$File/MOU_april2005.pdf).

7. Överenskommelse mellan Regeringskansliet (Finansdepartementet), Sveriges riksbank och Finansinspektionen om samarbete rörande finansiell stabilitet og krishantering, juni 2005, http://www.riksbanken.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_AFS/overenskommelse.pdf.

með fjármálastofnunum, mörkuðum og greiðslukerfum. Verkaskipting er með stofnununum tveimur í þessu starfi en í einstaka tilvikum taka þær báðar þátt samhliða, t.d. í bankaeftirlitsnefnd ESB (e. Committee of European Banking Supervisors, CEBS) þar sem Fjármálaeftirlitið á aðild en Seðlabankinn sendir áheyrnarfulltrúa eins og aðrir seðlabankar innan EES sem ekki hafa á hendi fjármálaeftirlit. Á vegum þessarar nefndar og fjármálastöðugleikanefndar ESCB (Banking Supervision Committee, BSC) hefur í tæp tvö ár starfað sameiginlegur átaks- hópur um viðlagastjórnun (Joint Task Force on Crisis Management). Fulltrúi Seðlabankans hefur tekið þátt í starfi hópsins. Á liðnu hausti bauðst seðlabönkum og fjármálaeftirlitum Íslands og Noregs að taka þátt í starfi BSC-nefndarinnar þegar til umræðu væru viðbúnaðarmál fjármálakerfisins. Fulltrúi Seðlabankans hefur sótt fund nefndarinnar af því tilefni. Á reglubundnum samráðsfundum og fundum sérfræðinga er mikilvægum upplýsingum um erlent samstarf miðlað milli Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins.

Samstarf Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins

Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið hafa á undanförunum árum hugað að viðbúnaði vegna hugsanlegra erfiðleika á fjármálamarkaði. Árin 2000 og 2001 fjallaði vinnuhópur sem skipaður var sérfræðingum beggja stofnana um kerfisáhættu og freistnivanda og safnaði upplýsingum um viðbúnaðarstarf í nágrannalöndum. Í framhaldinu setti hvor stofnun um sig upp viðbúnaðaráætlanir í samræmi við hlutverk sitt og heimildir. Jafnframt voru á árinu 2003 gerðar breytingar á samstarfs- samningi Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans sem miðuðu að því að styrkja viðbúnaðarsamstarf stofnananna. Liður í samstarfinu var að kynna framangreindar aðgerðir fyrir hlutaðeigandi ráðuneytum og óska samstarfs við þau um frekari aðgerðir.

Náið samstarf er milli stofnananna á grundvelli samstarfssamningsins.⁸ Í samningnum er m.a. kveðið á um upplýsingaskipti, gagnkvæmar viðvaranir og að tryggð verði samræmd viðbrögð við hugsanlegri kerfisáhættu á fjármálamarkaði. Sérstakt samkomulag gildir um greiðslu- og uppgjörskerfi þar sem ákvæði eru um viðbúnað.⁹ Bankastjórn Seðlabankans og forstjóri Fjármálaeftirlitsins hittast ársfjórðungslega á samráðsfundum en auk þess hittast sérfræðingar beggja stofnana reglulega.

Sameiginlegar viðlagaæfingar Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins

Viðlagaundirbúningur og -æfingar eru eðlilegur þáttur í starfsemi Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins. Slíkar æfingar segja ekkert til um hvort opinber stuðningur sé líklegri eða ólíklegri ef eftir slíku yrði leitað. Hitt er víst að viðlagaæfingarnar stuðla að því að báðar stofnarnir eru betur í stakk búnar til að vanda og samræma vinnubrögð sín ef til slíks kæmi og ákveða aðgerðir á skemmri tíma. Minni hætta ætti að verða á mistökum.

8. Samstarfssamningur Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands, mars 2003, <http://www.sedlabanki.is/uploads/files/SamstarfssamningurSIFME.pdf>.

9. Samningur um greiðslu- og uppgjörskerfi, mars 2003, <http://www.sedlabanki.is/uploads/files/Samningurgrei%C3%B0slumi%C3%B0lun.pdf>.

Sameiginleg viðlagaæfing var haldin í janúar 2004 og á ný í janúar 2006. Æfingarnar tóku til fjármálamarkaðarins en markmið þeirra var að reyna á samskipti innan Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins sem og samskipti milli þeirra. Í síðari æfingunni var t.d. búin til sviðsmynd þar sem ýmislegt fór úrskeiðis í rekstri og umhverfi banka, tryggingarfélags, lífeyrissjóða o.fl. Þannig myndaðist lausafjávandi, eiginfjávandi, vandi í greiðslukerfum og ýmsar aðrar uppákomur. Eftir æfinguna var farið yfir atburðarásina og samin skýrsla um æfinguna og kortlagt hvað betur mætti fara. Rætt hefur verið um að halda næst sérstaka æfingu fyrir viðbúnað í greiðslukerfum en næsta sameiginlega æfing verði með þátttöku fulltrúa ráðuneyta í samræmi við neðangreint samkomulag.

Samkomulag íslenskra stjórnvalda um fjármálastöðugleika og viðbúnað

Til þess að geta brugðist skjótt við óvæntum aðstæðum í íslensku fjármálakerfi og til þess að íslenskur fjármálamarkaður og íslenskt efnahagslíf standist samanburð við það sem best gerist meðal þjóða er nauðsynlegt að stjórnvöld hugi fyrirfram að viðbúnaði. Skipuleggja þarf viðbúnað ef alvarlegir erfiðleikar koma upp á fjármálamarkaði, hvort heldur væri af völdum bresta í innlendu fjármálakerfi eða breyttra ytri aðstæðna. Í byrjun árs 2004 settu forsætisráðuneytið, fjármálaráðuneytið, viðskiptaráðuneytið, Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið á laggirnar starfshóp sem ætlað var að huga að frekari útfærslu á viðbúnaði stjórnvalda í þessu skyni. Í febrúar sl. var komið á fót formlegu samráði milli Seðlabankans, Fjármálaeftirlitsins og ofangreindra ráðuneyta um viðbúnað við hugsanlegum áföllum í fjármálakerfinu. Samkomulag þessara aðila (sjá rammagrein 1)¹⁰ var ein tillaga starfshópsins.

10. Samkomulag forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands um samráð varðandi fjármálastöðugleika og viðbúnað, febrúar 2006, <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=3666>.

Tilgangur

Frá stofnun Fjármálaeftirlitsins í ársbyrjun 1999 hafa það og Seðlabanki Íslands átt náið samstarf um viðfangsefni sem varða fjármálastöðugleika, þ.m.t. um viðbúnað við hugsanlegum áföllum í fjármálakerfinu. Undanfarnir tvö ár hefur einnig átt sér stað óformlegt samráð forsætisráðuneytisins, fjármálaráðuneytisins, viðskiptaráðuneytisins, Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans um sama efni. Tilgangur þessa samkomulags er að formbinda samráð aðila á þessu sviði. Með því er leitast við að skerpa hlutverkaskiptingu, hindra tvíverknað og auka gegnsæi. Samkomulagið takmarkar ekki svigrúm hvers um sig til sjálfstæðra ákvarðana um aðgerðir út frá hlutverki og ábyrgð sinni.

Samráðshópur

Góð almenn umgjörð í lögum, reglum og eftirliti með starfsemi fjármálafyrirtækja og markaða er grundvallarforsenda fjármálastöðug-

Rammagrein 1

Samkomulag forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands um samráð varðandi fjármálastöðugleika og viðbúnað

leika og traust og skilvirkt fjármálakerfi er mikilvæg forsenda fyrir vexti og velferð þjóðarbúsins. Aðilar samkomulagsins stuðla saman að því að þessar forsendur séu til staðar á grundvelli lögbundinna hlutverka og verkefna sinna. Þá leitast þeir við að samhæfa viðbrögð sín við hugsanlegu fjármálaáfalli.

Vettvangur samráðsins er samráðshópur fulltrúa forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlits og Seðlabanka Íslands. Samráðshópurinn hittist eigi sjaldnar en tvisvar á ári. Hann skal þó kallaður saman um leið og forstjóri Fjármálaeftirlitsins og/eða bankastjórn Seðlabankans leggja til að svo verði gert vegna atvika sem varða stöðu fjármálafyrirtækja eða markaða. Fulltrúi forsætisráðuneytis stýrir starfi hópsins. Við undirbúning kynninga og í umræðum er gætt þeirrar þagnarskyldu sem hver aðili er bundinn.

Á fundum sínum fjallar samráðshópurinn m.a. um:

- Stöðu og horfur á fjármálamörkuðum
- Meiriháttar breytingar á lögum, reglum og starfsháttum er varða fjármálamarkaðinn
- Álitamál í alþjóðlegu samstarfi, sérstaklega innan EES.

Viðbúnaður og verklag

Samráðshópurinn er vettvangur upplýsinga- og skoðanaskipta. Hann er ráðgefandi og tekur ekki ákvarðanir um aðgerðir. Samráðshópurinn útbýr og heldur við lista yfir helstu tengiliði. Hann getur staðið að og tekið þátt í viðlagaæfingum eins og þeim sem hafa farið fram í samvinnu Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands.

Skapist þær aðstæður að fjármálakerfinu sé talin hætta búin vegna áfalls í fjármálafyrirtæki eða á markaði skal efnt til umfjöllunar í samráðshópnum án tafar. Viðbrögð við slíkum vanda eru háð aðstæðum hverju sinni en grundvallaratriði er að eigendur og stjórnendur fjármálafyrirtækja sem og markaðsaðilar leysi vanda sinn sjálfir.

Endurskoðun samkomulagsins

Samkomulagið skal endurskoðað þegar einhver aðila þess óskar þess.

Nánara samstarf Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands

Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn fylgjast grannt með og leitast við að stuðla að heilbrigði íslensks fjármálakerfis, hvor stofnunin með sínum hætti í samræmi við hlutverk sitt. Um samstarf þeirra gildir opinber samningur, fyrst gerður 1999 en nú frá 2003, þar sem meðal tilgreindra markmiða er að tryggja samræmd viðbrögð við hugsanlegri kerfisáhættu á fjármálamarkaði.

21. febrúar 2006

Halldór Ásgrímsson
Valgerður Sverrisdóttir
Árni M. Mathiesen
Davíð Oddsson
Eiríkur Guðnason
Jónas Fr. Jónsson

Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð

Varúðarreglum (e. prudential regulation) á fjármálamarkaði er almennt ætlað að stuðla að öruggum og traustum starfsháttum í fjármálaþjónustu. Hugtakið er nokkuð víðtækt þar sem það nær m.a. til reglna sem kveða á um kröfur um stjórnunarhætti í fjármálafyrirtækjum, greiðsluhæfni, neytendavernd og skilvirkni innra og ytra eftirlits. Varúðarreglum er einnig ætlað að stuðla að stöðugleika í fjármála- og hagkerfinu. Samkvæmt lögum setur Seðlabanki Íslands reglur um lausafjárhlutfall lánastofnana og um gjaldeyrisjöfnuð.¹ Aðrar varúðarreglur á fjármálamarkaði eru ýmist bundnar í lögum, settar af ráðherra eða af Fjármálaeftirlitinu.² Jafnframt hafa fjármálafyrirtæki sett sér innri varúðarreglur, s.s. reglur til áhættustýringar. Meginefni reglna Seðlabanka Íslands um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð er sem hér segir:

Lausafjárhlutfall

Lausafjárhlutfall lánastofnana má skilgreina sem hlutfallið á milli lausafjárkrafna og lausafjárskuldbindinga. Í reglum um lausafjárhlutfall nr. 317 frá 25. apríl 2006, sbr. 12. gr. laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands, er kveðið á um lausafjárhlutfall lánastofnana. Markmið reglnanna er að tryggja að lánastofnanir eigi ávallt nægt laust fé til að mæta fyrirsjáanlegum og hugsanlegum greiðsluskuldbindingum á tilteknu tímabili. Þeim er skylt að senda Seðlabanka Íslands mánaðarlega sérstaka skýrslu um upplýsingar sem liggja til grundvallar útreikningi á lausafjárhlutfallinu. Kröfur og skuldbindingar sem falla undir útreikninginn eru flokkaðar eftir eðli þeirra, binditíma og áhættu. Þá er tilgreint hversu hátt hlutfall í hverjum flokki er tekið með í útreikninginn. Lausafjárhlutfallið er reiknað út fyrir fjögur tímabil, þ.e. til eins mánaðar, frá einum til þriggja mánaða, frá þremur til sex mánaða og frá sex til tólf mánaða. Hlutföll krafna og skuldbindinga sem falla í gjald-daga eða breyta má í laust fé innan eins mánaðar og innan þriggja mánaða skulu ekki vera lægri en 1. Takist lánastofnun ekki að uppfylla þessar kröfur kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta á þær fjárhæðir sem á vantar. Lánastofnanir skulu gera grein fyrir lausafjárhlutföllum fyrir önnur tímabil þótt ekki séu gerðar kröfur til sérstakra hlutfalla í þeim efnum.

Nýverið fór fram endurskoðun á reglum Seðlabanka Íslands um lausafjárhlutfall. Eitt af markmiðum endurskoðunarinnar var að tryggja að ekki væru viðskipti innan samstæðu í þeim tilgangi að sniðganga reglurnar. Í því skyni var ákveðið að óska eftir frekari upplýsingum um kröfur og skuldbindingar við erlend dótturfélög, ásamt öðrum liðum, á sérstöku upplýsingablaði í lausafjaryfirlitum. Þessar breytingar tóku gildi 1. maí sl.

Gjaldeyrisjöfnuður

Gjaldeyrisjöfnuð lánastofnana má skilgreina sem mismun á gengisbundnum eignum og skuldbindingum innan og utan efnahags-

1. Reglurnar eru birtar á vefsíðu Seðlabankans (<http://www.sedlabanki.is>).

2. Sjá vefsíður viðskiptaráðuneytisins (<http://www.vidskiptaraduneyti.is>) og Fjármálaeftirlitsins (<http://www.fme.is>).

reiknings. Gjalddeyrisjöfnuður er því mælikvarði á gjalddeyrisáhættu lánastofnana. Í reglum nr. 318 frá 25. apríl 2006, sbr. 13. gr. laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands, er kveðið á um gjalddeyrisjöfnuð lánastofnana og þeirra er leyfi hafa til milligöngu um gjalddeyrisviðskipti. Markmiðið með reglunum er að takmarka gengisáhættu með því að koma í veg fyrir að gjalddeyrisjöfnuður fari fram úr tilteknum mörkum. Reglurnar kveða á um tvenns konar mörk í þessum efnum. Þau fyrri lúta að opinni gjalddeyrisstöðu í einstökum gjaldmiðlum en hin síðari lúta að heildargjalddeyrisstöðu í öllum gjaldmiðlum sem er summan af opinni gjalddeyrisstöðu í einstökum gjaldmiðlum. Heildargjalddeyrisstaðan má hvorki vera jákvæð né neikvæð um meira en 30% af eigin fé samkvæmt síðasta birta uppgjöri. Lánastofnunum er gert að skila Seðlabankanum mánaðarlega skýrslum um gjalddeyrisjöfnuð. Fari jöfnuðurinn fram úr mörkum skulu lánastofnanir þegar grípa til aðgerða til að laga hann og skal hann vera innan tilskilinna marka eigi síðar en innan þriggja viðskiptadaga. Takist lánastofnun ekki að laga jöfnuðinn innan þessara tímamarka kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta.

Nýverið fór fram endurskoðun á reglum Seðlabanka Íslands um gjalddeyrisjöfnuð. Meginbreytingar á reglunum voru tvær. Annars vegar að opin gjalddeyrisstaða í einstökum gjaldmiðlum var jöfnuð, þ.e. 20% í öllum gjaldmiðlum í stað þess að í fyrri reglum var opin gjalddeyrisstaða í Bandaríkjadal og evru 20% en 15% í öðrum gjaldmiðlum. Hins vegar var bætt inn nýjum tölulíð (3. tl.) í 4. gr. reglnanna þar sem fjármálastofnanir geta sótt um heimild til að hafa sérstakan jákvæðan gjalddeyrisjöfnuð utan við heildargjalddeyrisjöfnuð til varnar gengisáhrifum á eiginfjárhjútfall. Þessar breytingar tóku gildi 1. maí sl.