



# FJÁRMÁLA- STÖÐUGLEIKI

2012 • 1

## Efnisyfirlit

- 3 Formáli seðlabankastjóra**  
Áhættan hefur minnkað en ástandið er enn viðkvæmt  
Fjármálalífið; Horfur og helstu áhættuþættir 5
- 7 I Þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaðir**  
Rammagrein:  
Skuldakreppa á evrusvæðinu 8
- 17 II Umfang fjármálafyrirtækja**
- 23 III Útlán: Heimili og fyrirtæki**  
Rammagreinar:  
Vaxtaendurskoðun útlána til heimila og fyrirtækja 29  
Skuldir heimila úr framtölum 35
- 39 IV Fjármögnun**  
Rammagrein:  
Sértryggð skuldabréf 42
- 45 V Rekstur og eigið fé**  
Rammagreinar:  
Ársfjórðungsuppgjör stærstu viðskiptabanka (1F 2012) 51  
Gengislánadómar og áhrif þeirra á fjármálafyrirtæki 53
- 57 VI Fjármagnshöft og fjármálastöðugleiki**  
Rammagreinar:  
Hvaða takmarkanir felast í höftunum? 57  
Fjármagnshöft og áhrif þeirra á eignaverð 66
- 71 VII Greiðslu- og uppgjörskerfi**  
Viðaukar:  
Ný lög um greiðsluþjónustu og væntanleg löggjöf um útgáfu og meðferð rafeyris 77  
Erlendur samanburður 83

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 veikleika, áhættu sem því kann að vera búin bæði af þjóðhagslegum og rekstrarlegum toga, og viðleitni til að efla viðnámsþrótt þess;
- að greining Seðlabankans nýtist þátttakendum á fjármálamarkaði við stýringu á áhættu;
- að stuðla að markvissri vinnu og viðbúnaði Seðlabankans;
- 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](mailto:sedlabanki@sedlabanki.is)

Veffang: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)

Ritstjórn:

Sigríður Benediktsdóttir, formaður

Bryndís Ásbjarnardóttir

Gerður Ísberg

Guðmundur Kr. Tómasson

Harpa Jónsdóttir

Jónas Þórðarson

Rannveig Sigurðardóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Þorsteinn Þorgeirsson

Þórarinn G. Pétursson

10. rit. 6. júní 2012

Prentun og bókband: Oddi ehf.

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands

ISSN 1670-5832, prentuð útgáfa

ISSN 1670-8148, vefútgáfa

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.

# Áhætta hefur minnkað en ástandið er enn viðkvæmt

Áhætta fjármálakerfisins í heild, hvort heldur hún myndast innan kerfisins sjálfs eða verður til í samspili við raunhagkerfið, hefur minnkað síðan *Fjármálastöðugleiki* var síðast gefinn út í desember síðastliðnum. Efnahagsbatinn hefur haldið áfram og rauntekjur og atvinna hafa aukist. Efnahagsleg staða heimila og fyrirtækja hefur því batnað, en að auki hafa lágir innlendir raunvextir og lækkun skulda einkageirans bætt stöðu skuldara. Aðgangur ríkissjóðs að erlendu lánsfjármagni hefur aftur verið staðfestur og erlend lausafjárstaða þjóðarbúsins er góð. Þá hefur eiginfjárstaða bankanna haldist sterk, þrátt fyrir áföll vegna gengislánadóma, og vanskilahlutföll hafa haldið áfram að lækka, en eru þó enn of há.

Ástandið er hins vegar enn viðkvæmt. Um þessar mundir tengjast helstu áhættuþættir losun fjármagnshafta, alþjóðlegu efnahagsástandi, endurfjármögnun erlendra skulda hjá öðrum en ríkissjóði, uppgjörum föllnu bankanna og samspili þeirra við fjármagnshöft og nýju banka, lagaóvissu og hugsanlegum áhrifum stjórn málaákvæðana á fjármála fyrirtækin og gæði lánasafna. Þess utan er enn nokkur óvissa um gæði útlánasafna bankanna og endurskipulagningu þeirra. Verstu sviðsmyndir fást ef nokkrir af þessum áhættuþáttum raungerast á sama tíma og orka hver á annan í neikvæðum spirál. Í slíkum sviðsmyndum gæti gengi krónunnar fallið umtalsvert, staða skuldara og bankakerfisins versnað á ný, innlend fjármögnun ríkisins orðið mun dýrari og fjármögnun bankakerfisins erfiðari. Í versta tilfalli gæti traust á Ísland versnað á ný. Líkur á slíkri þróun eru þó mjög litlar og auðvelt að koma í veg fyrir hana með réttum ákvörðunum.

Fjármagnshöftin voru sett á af illri nauðsyn í því skyni að stöðva fall krónunnar í framhaldi af bankahruninu og skapa svigrúm fyrir efnahagsstefnuna til að milda samdráttinn og stuðla að efnahagsbata í framhaldinu. Höftin hafa hins vegar til lengdar neikvæð áhrif á hagvöxt, meðal annars vegna neikvæðra áhrifa þeirra á virkni og hagkvæmni fjármálakerfisins. Til lengdar gætu þau því gert útlánasöfn bankanna viðkvæmari fyrir áföllum en ella. Þá er líklegt að höftin veiki til lengdar samkeppnishæfni bankanna, því að í skjóli þeirra búa þeir við ódýrari fjármögnun en ella og geta haldið uppi hærri vaxtamun og þjónustugjöldum en hægt væri í opnara umhverfi. Þá þjaga höftin fjármálamarkaði og eignaverð með því að takmarka framboð fjárfestingarkosta. Ljóst er t.d. að velta og ávöxtun á innlendum skuldabréfamarkaði hefur litast mjög af höftunum. Ekki er þó enn hægt að sjá skýr merki um bólu myndun á innlendum fasteignamarkaði. Þá verður að hafa í huga að lágir raunvextir stuðla að herra eignaverði og neikvæðir raunvextir geta leitt til óhagkvæmra fjárfestingarákvæðana en fleira en höftin hafa áhrif í því efni, ekki síst stefnan í peningamálum. Samantekið má segja að fjármagnshöftin hafi langtímaáhrif sem geta veikt fjármálakerfið. Til skemmri tíma litið er hins vegar ekki að sjá mikil merki um neikvæð áhrif á fjármálastöðugleika. Þvert á móti draga höftin, á meðan þau vara, úr líkum á áhlaupi á fjármögnun bankakerfisins og ríkissjóðs, sem um þessar mundir er t.d. verulegt áhyggjuefni á evrusvæðinu.

Losun fjármagnshaftanna mun gera innlenda fjármögnun ríkissjóðs og bankanna dýrari og gæti valdið tímabundnum lausafjársvæflum. Því er mikilvægt að báðir aðilar búi sig sem best undir það sem gæti gerst. Þannig þarf að draga eftir föngum úr lánsfjárförf ríkissjóðs, forfjármagna lánsfjárförf og lengja lánstíma. Í því efni er mjög mikilvægt að haldið verði fast við áform um afgang á ríkissjóði á árinu 2014. Varðandi banka er mikilvægt að lausafjárstaða þeirra haldist góð og að gjaldeyrisjöfnuður þeirra sé innan settra marka fyrir losun hafta. Þá er stefnt að því að settar verði nýjar varúðarreglur varðandi gjaldeyrisáhættu og alþjóðlega starfsemi bankanna. Jafnframt verður hugað að öðrum leiðum til að draga úr áhættu sem fylgir óheftum fjármagnshreyfingum áður en almenn losun hafta á fjármagnsústreymi innlendra aðila á sér stað.

Stærsti áhættuþátturinn varðandi losun fjármagnshaftanna lýtur þó að hugsanlegum óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Umtalsvert gengisfall krónunnar vegna mistaka við losun hafta

gæti veikt lánasöfn bankanna og komið fram í auknum vanskilum. Eftir því sem aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og aðrar forsendur beinnar erlendrar fjárfestingar og annars fjármagnsinnstremmis eru betri, því auðveldara verður að losa höftin án of mikillar áhættu varðandi gengi krónunnar. Góð erlend lausafjárstaða þjóðarbúsins, aðgangur innlendra aðila að erlendu lánsfé og almennt traust á Íslandi leggst á sömu sveif. Því er brýnt að halda áfram að byggja upp traust út á við í aðdraganda almennrar losunar fjármagnshafta.

Harðari tók fjármálakreppunnar á evrusvæðinu gætu breytt því sem talið var að yrði tiltölulega skammvinnur samdráttur á þessu ári í mun verri efnahagskreppu. Hugsanlegt er að kvarnast geti úr evrusvæðinu og sumir telja ekki útilokað að það geti leyst upp. Ástæða er til að hafa áhyggjur af hugsanlegum áhrifum þessarar þróunar á efnahagshorfur og fjármálastöðugleika hér á landi. Áhrifin á stöðugleika fjármálakerfisins verða þó ekki eins bein og ætla mætti í fyrstu sakir þess að fjármagnshöftin og tiltölulega einfalt heimamiðað bankakerfi verja það og fjármögnun ríkissjóðs að hluta. Hins vegar gætu orðið áhrif á virði erlendra eigna Íslendinga, t.d. lífeyrissjóða, lengra gæti orðið í að aðgangur annarra innlendra aðila en ríkissjóðs að erlendu lánsfjármagni opnaðist og bein erlend fjárfesting gæti tafist. Það hefði svo aftur neikvæð áhrif á fjárfestingu, sem munu þá bætast við hefðbundin neikvæð áhrif á hagvöxt í gegnum útflutning og verri viðskiptakjör. Í ljósi hafta og núverandi eðlis fjármálakerfisins er því líklegast að áhrif á raunhagkerfið og á afkomu ríkissjóðs verði neikvæð án þess að tvísýnt verði um stöðugleika fjármálakerfisins. Þá gæti fjármálakreppan á evrusvæðinu og aukin áhættufælni á alþjóðlegum mörkuðum tafið losun fjármagnshafta.

Í þessu hefti *Fjármálastöðugleika* er að vanda gerð úttekt á þeim helstu þáttum sem um þessar mundir eru taldir hafa áhrif á áhættu í fjármálakerfinu. Í aðdraganda skýrslunnar hefur Seðlabankinn átt fundi með stóru viðskiptabönkunum. Þá héldu Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn fund snemma í maí um áhættu í fjármálakerfinu í samræmi við samstarfssamning þessara stofnana. Fundurinn og margvíslegt efni frá Fjármálaeftirlitinu nýtist með margvíslegum hætti í því riti sem hér birtist. Seðlabankinn einn ber þó ábyrgð á efni *Fjármálastöðugleika*.



## Skuldsetning einkageirans heldur áfram að minnka

Samanlagt eiginfjárlutfall stóru viðskiptabankanna þriggja hefur styrkst á milli ára þrátt fyrir áföll vegna dóma um lögmæti og endurútreikning gengisbundinna útlána. Í árslok 2011 var samanlagt eiginfjárlutfall þeirra tæplega 22%, sem er töluvert yfir 16% lágmarkskröfu Fjármálaeftirlitsins. Áhrif dóms Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. eru veruleg, en raska ekki fjármálastöðugleika. Jafnvel þótt versta sviðsmynd eftirlitsaðila yrði að veruleika myndu eiginfjárlutfall bankanna haldast yfir 16%.

Efnahagsbatinn heldur áfram, en hagvöxtur í fyrra var rúmlega 3% og spáð er að hann verði 2,5-3% í ár. Rauntekjur hafa aukist, atvinnuleysi minnkað og samfara lágu raunvaxtastigi hefur fjárfesting aukist nokkuð. Heildarskuldir heimila sem hlutfall af VLF lækkuðu um 11% á árinu 2011 og kaupmáttur launa og einkaneysla jukust. Samhliða þessu batnaði eignastaðan, fyrst og fremst vegna umtalsverðrar hækkunar íbúðaverðs. Árangur náðist í endurskipulagningu skulda, en hlutfall lána heimila í vanskilum fór úr 20% í 18% á árinu 2011.

Skýr merki eru um að endurskipulagning skulda fyrirtækja sé að skila árangri og að rekstrarhæfum fyrirtækjum fjölgi á ný. Kuldir fyrirtækja sem hlutfall af VLF lækkuðu um 30% á árinu 2011. Fyrirtækjalánum í vanskilum fækkaði um helming á árinu. Endurskipulagning skulda fyrirtækja fólst í auknum mæli í afskriftum en nær eingöngu var um lánalengingar að ræða árið 2010.

Helstu áhættuþættir fyrir fjármálakerfið um þessar mundir eru losun fjármagnshafna, endurfjármögnunaráhætta, vaxandi óstöðugleiki í Evrópu, lagaóvissa og óvissa vegna ákvarðana stjórnvalda.

## Lagaóvissa og óvissa vegna ákvarðana stjórnvalda hefur neikvæð áhrif á hagvöxt og gæði lánasafna

Óvissa ríkir um virði útlánasafna innlánsstofnana. Auk mikilla vanskila er lagaleg óvissa um virði gengisbundinna útlána. Þessir óvissuþættir hafa haft áhrif á þróun vanskilahlutfalla og skýra að nokkru leyti að hægt hefur á endurskipulagningu útlána á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Óvissa um lögmæti lánasamninga skapar óvissu um raunverulega skuldsetningu og hefur þannig áhrif á ákvarðanir fyrirtækja um fjárfestingu og eftirspurn eftir útlánunum. Ætla má að óvissa tengd fyrirhuguðum breytingum á lögum um stjórn fiskveiða hafi um þessar mundir sams konar áhrif á fjárfestingu.

## Óveðurský hrannast upp á evrusvæðinu

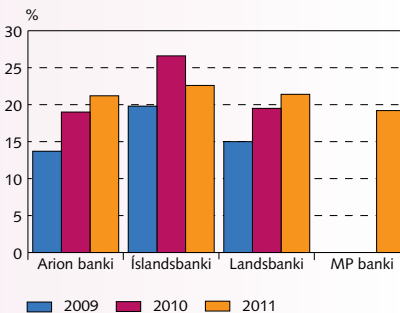
Óróleiki hefur aukist á evrusvæðinu á síðustu vikum og efnahagshorfur hafa versnað. Óvissa um aðild Grikkja að evrusamstarfinu hefur aukist og bankakreppan á Spáni hefur magnast. Fjármagnshöftin og einfalt heimamiðað bankakerfi verja Ísland að hluta fyrir beinum áhrifum hræringa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum á fjármálakerfið og fjármögnun ríkissjóðs. Hins vegar mun alvarleg kreppa á evrusvæðinu, mikilvægasta útflutningssvæði Íslendinga, hægja á innlendum efnahagsbata sem hefði óhjákvæmilega áhrif á innlend fjármálafyrirtæki.

## Endurfjármögnunaráhætta í erlendum gjaldmiðlum

Að frátöldum ríkissjóði skuldar töluverður hópur innlendra aðila verulegar fjárhæðir í erlendum gjaldmiðlum án þess að hafa teljandi eignir og tekjur í erlendum gjaldmiðlum. Afborganir og vaxta-greiðslur af þessum lánum gætu valdið óstöðugleika á gjalddeyrismarkaði, óháð fjármagnshöftum, í ljósi þess að aðgengi að erlendu lánsfé er enn takmarkað og endurfjármögnun í mörgum tilvikum erfið. Uppsöfnun fyrir slíkum afborgunum átti nokkurn þátt í að veikja krónuna á sl. ári og á fyrstu þremur mánuðum þessa árs. Þetta undirstrikar mikilvægi þess að erlendir lánamarkaðir verði á ný

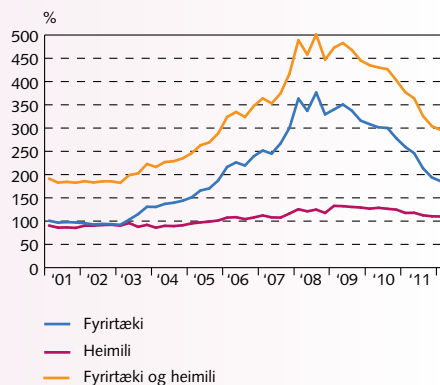
## Fjármálalífið; horfur og helstu áhættuþættir

Mynd 1  
Eiginfjárlutfall viðskiptabankanna 2009-2011<sup>1</sup>



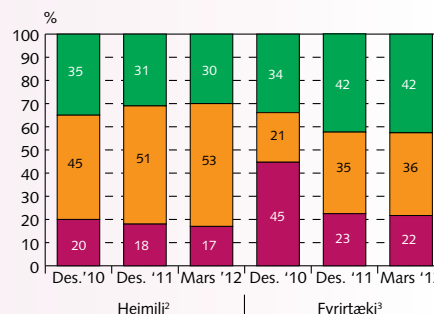
1. Samstæður þriggja stærstu viðskiptabanka 2009-2010. Samstæður viðskiptabanka 2011.  
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd 2  
Kuldir einkageirans sem hlutfall af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands.

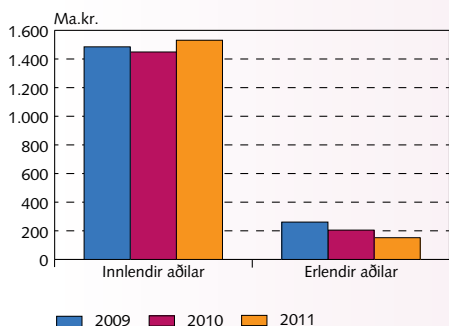
Mynd 3  
Staða útlána<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, bókfært virði. 2. Útlán til heimila samanstanda af útlánunum þriggja stærstu viðskiptabankanna og ÍLS. 3. Útlán til fyrirtækja samanstanda af útlánunum þriggja stærstu viðskiptabankanna. 4. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method).

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

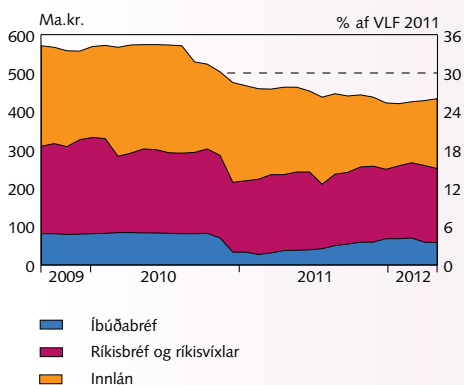
Mynd 4

Innstæður hjá viðskiptabönkum<sup>1</sup>

1. Móðurfélög, viðskiptabanka. Innstæður viðskiptamanna og fjármálfyrirtækja. Innstæður hjá Byr hf. viðskiptabanka meðtaldir 2010. Innstæður hjá SpKef sparisjóði meðtaldir 2011 (samruni við Landsbankann).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Fjárhæð aflandskróna



Heimild: Seðlabanki Íslands.

aðgengilegir fyrir innlenda aðila og að samningar náist um endurfjármögnun eða lánalengingar.

### Óæskileg áhrif fjármagnshafta

Höft á fjármagnsflutninga hafa óæskileg áhrif á fjármálakerfið til lengri tíma lítið. Áhrifin eru bæði bein og óbein í gegnum raunhagkerfið. Höftin hafa til að mynda bein áhrif á samkeppnisumhverfi bankanna. Innlán eru mikil þrátt fyrir mjög lága raunvexti sem má rekja til takmarkaðra fjárfestingarkosta innlendra fjárfesta auk þess sem erlendir aðilar hafa ekki heimild til að flytja fjármuni úr landi. Arðsemi bankanna gæti að einhverju leyti skýrst af lágum fjármögnunarkostnaði og höftin þannig tafið hagræðingu og nauðsynlega lengingu fjármögnunar.

Lágir markaðsvextir og takmarkaðir fjárfestingarkostir geta einnig skekkt eignaverð. Fasteignaverð hækkaði um 10% á síðasta ári og skulda- og hlutabréfaverð hækkaði umtalsvert. Hækkun fasteignaverðs er enn sem komið er nokkurn veginn í takt við vöxt ráðstöfunartekna, en hætta er á að skaðleg áhrif haftanna og þjögun eignaverðs aukist eftir því sem þau vara lengur.

### Áhætta við losun fjármagnshafta

Losun fjármagnshaftanna getur valdið óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði og útstreymi fjármagns getur orðið töluvert. Helsta hindrun í vegi þess að afnema höftin skjótt eru lausar eða auðseljanlegar krónueignir í höndum erlendra aðila. Í dag eru þessar eignir metnar á 425 ma.kr. eða um 26% af VLF. Að auki er áætlað að við útgreiðslur úr búum föllnu bankanna fái erlendir kröfuhafar íslenskar krónur að fjárhæð 190 ma.kr.<sup>1</sup> Nýjustu breytingar á lögum um gjaldeyrisráðgjafi draga úr líkum á verulegum óstöðugleika vegna þessara greiðslna. Á móti þessu koma síðan greiðslur til innlendra aðila í erlendum gjaldeyri sem nema 270 ma.kr.

Áhættan sem tengist þessu óstöðuga fjármagni er af þrennum toga í fyrsta lagi er hætta á óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði vegna útstreymis fjármuna. Það gæti veikt lánasöfn lánastofnana og bankanna og komið fram í auknum vanskilum. Í öðru lagi gæti skapast lausafjárskortur hjá innlánsstofnunum vegna útfærðis, en álagspróf á laust fé sýna þó að innlánsstofnanir eiga að vera nokkuð vel í stakk búnar til að ráða við slíkt. Að lokum mun kostnaður innlendra fjármögnunar aukast við losun haftanna, sérstaklega hjá hinu opinbera en einnig hjá fjármálfyrirtækjum. Viðtækari áhrif á fjármálakerfið eru undir því komin hvernig innlendir aðilar bregðast við losun hafta.

### Jákvæð teikn á lofti en ástandið er viðkvæmt

Efnahagslegt umhverfi og fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja halda áfram að styrkjast, en ástandið er þó enn viðkvæmt. Skuldabyrði margra fyrirtækja og heimila er enn þung og óvíst er að þau geti staðið undir henni verði efnahagsþróun þeim óhagstæð.

Mikil óvissa blasir einnig við fjármálfyrirtækjum. Bankar þurfa að vera í stakk búnir fyrir aukna samkeppni, lengja í fjármögnun innanlands og búa sig undir að fjármagna sig erlendis. Vanskil eru enn mikil og virði útlána því óvissu háð. Því er nauðsynlegt, nú sem fyrr, að lausa- og eiginfjárstaða fjármálfyrirtækja sé nægjanlega sterk til að mæta hugsanlegum áföllum.

1. Jafnframt eru eignarhlutir í nýju bönknum sem munu koma í hlut erlendra kröfuhafa bókfærðir á um 170 ma.kr.

# I Þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaðir

## Alþjóðlegt umhverfi og erlendir fjármálamarkaðir

### Óvissa um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur

Mikil óvissa ríkir um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur, einkum á evrusvæðinu sem er mikilvægasta útflutningssvæði Íslendinga. Viðkvæmt ástand þar í kjölfar ríkisskulda- og bankakreppunnar er helsta hættan sem steðjar að alþjóðlegum fjármálastöðugleika um þessar mundir. Horfur eru sérstaklega dökkar á suðurhluta evrusvæðisins. Aukin óvissa endurspeglast m.a. í skuldatryggingarálagi sem nýverið hefur tekið að hækka á Spáni, Ítalíu og Portúgal vegna vaxandi ótta um getu þessara ríkja til að ráða við skuldastöðuna. Einnig hafa áhyggjur af skuldastöðu Grikkja aukist á ný vegna aukinnar pólitískrar áhættu (sjá rammagrein 1). Verði alvarlegt bakslag í alþjóðlegum efnahagsmálum gæti hægt á efnahagsbatanum hér á landi eða hann stöðvast dragist útflutningur til Evrópu saman og skilyrði til erlendra fjármögnunar innlendra fjárfestingar versni.

### Seðlabankar viðhalda slaka í peningastefnu

Viðsnúningur varð á jákvæðri þróun á alþjóðlegum mörkuðum síðla árs 2011 þegar áhyggjur af fjármálastöðugleika á evrusvæðinu stigmögnuðust. Aðgengi evrópskra banka að fjármögnun þrengdist í kjölfarið. Til að vinna á móti þrengri fjármögnunarskilyrðum bauð Seðlabanki Evrópu (ECB) lán í evrum til þriggja ára, rýmkaði reglur um veðhæfi eigna og lækkaði bindiskyldu. Á sama tíma stækkuðu seðlabankar annarra þróaðra ríkja efnahagsreikninga sína enn frekar (mynd I-2). ECB lækkaði stýrivexti niður í 1% í lok desember en stýrivextir helstu þróaðra ríkja hafa haldist mjög lágir frá byrjun árs 2009. Raunvextir á evrusvæðinu, í Bandaríkjunum og á Bretlandi hafa verið neikvæðir frá byrjun árs 2010 (mynd I-3) og taumhald peningastefnunnar því afar laust. Í framhaldi af aðgerðum ECB dró úr áhyggjum á fjármálamörkuðum og virkni fjármálamarkaða jókst. Atburðir síðustu vikna í Evrópu hafa hins vegar aukið óvissu á ný.

### Viðkvæmt ástand á evrusvæðinu hefur áhrif á evrópska banka

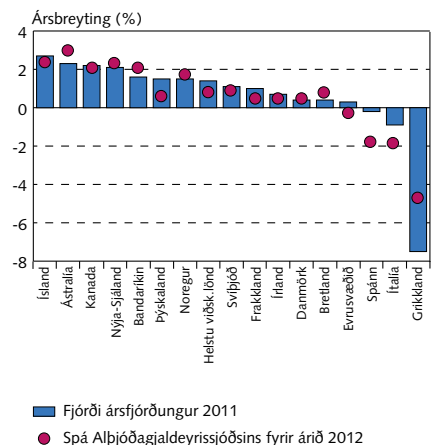
Árið 2011 höfðu fjárfestar áhyggjur af áhrifum mögulegs greiðslufalls ríkissjóða á evrópska banka sem voru að jafna sig eftir alvarlegan lausafjárskort í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Vaxtaálag vegna hugsanlegs greiðslufalls fjármálastofnana hækkaði verulega síðla árs, samanber mismun á EURIBOR- og OIS-vöxtum.<sup>1</sup> Einnig þrengdi að á millibankamarkaði (mynd I-4).

Skuldsetning evrópskra banka er enn há og þeir mjög háðir fjármögnun á heildsölumarkaði. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn áætlar að endurfjármögnunarbörf ríkja og banka á evrusvæðinu árið 2012 samsvari 23% af landsframleiðslu evrusvæðisins.<sup>2</sup> Vegna mikillar endurfjármögnunarfjarfar, aukinna eiginfjárfarfna og veiks hagvaxtar

1. EURIBOR eru hér millibankavextir á þriggja mánaða ótrygðum lánnum, OIS eru vextir á sólarhrings skiptasamningum. Munur þessara tveggja mælir tregðu banka til að lána hvor öðrum. Það sýnir því mat markaðarins á mögulegu greiðslufalli fjármálafyrirtækja.  
2. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012). *Global Financial stability assessment*. (Global Financial Stability Report, kafli 1). Washington: International Monetary Fund.

Mynd I-1

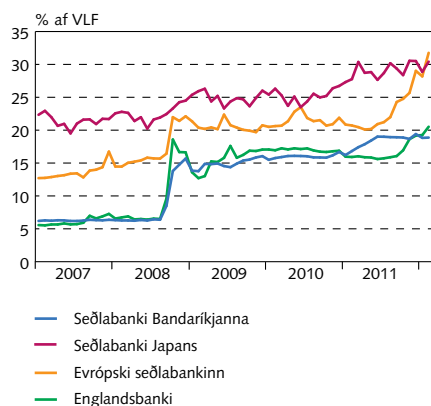
Hagvöxtur á 4. ársfjórðungi 2011 og horfur fyrir 2012



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Eurostat, Hagstofa Íslands og OECD.

Mynd I-2

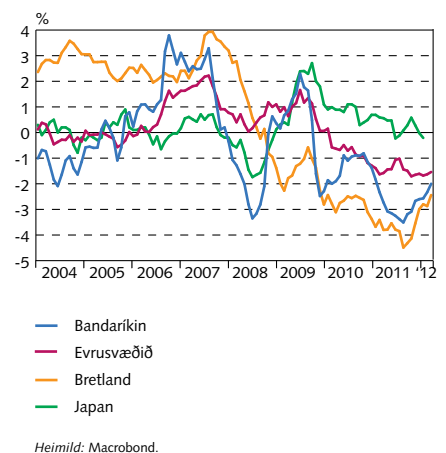
Stækkun efnahagsreikninga seðlabanka  
Janúar 2007 - febrúar 2012



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd I-3

Raunstýrivextir erlendra seðlabanka  
Janúar 2004 - mars 2012



Heimild: Macrobond.

Mynd I-4

Áhættuálag og iTraxx fjármálavísitala í Evrópu  
Daglegar tölur 20. mars 2008 - 31. maí 2012



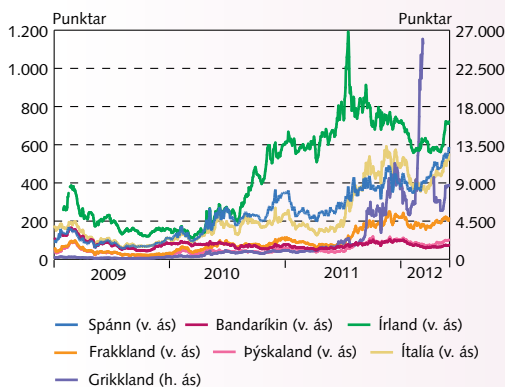
1. Áhættuálagið er mælt sem munur á milli 3 mánaða EURIBOR-vaxta og vænttra vaxta yfir nótt (OIS). 2. iTraxx fjármálavísitalan samanstendur af 25 skuldatryggingarálagum í Evrópu.  
Heimild: Bloomberg.

## Rammagrein I-1

### Skuldakreppa á evrusvæðinu

Mynd 1

Skuldatryggingarálag  
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 30. maí 2012



Heimild: Bloomberg.

á evrusvæðinu hafa margir evrópskir bankar tilkynnt áætlanir um að draga saman efnahagsreikninga sína. Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn telur að bankar á evrusvæðinu muni minnka efnahagsreikninga sína um 2.600 ma. Bandaríkjadala á þessu ári. Sala eigna og frekari samdráttur útlána geta tafið efnahagsbata á svæðinu. Við þessar aðstæður hafa fjármálafyrirtæki lítið bolmagn til að auka lánveitingar til skuldsettra ríkja og skuldsett ríki eru ekki traustir bakhjarlar fjármálafyrirtækja. Staðan er því viðkvæm.

Ofangreint samspil banka- og skuldakreppu á evrusvæðinu mun hafa mest áhrif á þjóðarþúskap evrusvæðisins, en getur þó einnig orðið dragbítur á vöxt á öðrum svæðum vegna aukinnar óvissu, minni utanríkisviðskipta og óstöðugleika á fjármálamarkaði. Hugsanleg áföll ríkja og banka í Evrópu geta meðal annars smitast yfir til bandarískra banka en niðurstöður álagsprófa Seðlabanka Bandaríkjanna sýna þó að eiginfjárgrunnur bandarískra banka sé nægjanlega sterkur til að mæta töluverðum afföllum í kjölfar alþjóðlegrar efnahagskreppu.

Miklar sveiflur settu svip sinn á evrópska fjármálamarkaði í kjölfar kosninga í Grikklandi þann 6. maí sl. sem leiddu til stjórnarkreppu. Auknar líkur voru taldar á að Grikkir myndu segja skilið við evrusamstarfið og taka upp eigin gjaldmiðil. Meginhlutabréfavísitölur Evrópu<sup>1</sup> lækkuðu um 4,5-6,5% á fyrstu tveimur vikunum í kjölfar grísku þingkosninganna og skuldatryggingarálag Spánar hækkaði um 80 punkta. Innlán tóku að streyma af auknum þunga út úr grískum bönkum, sem bættist við það 20% útstreymi sem hafði átt sér stað frá upphafi árs 2011. Kastljós markaðsaðila beindist í framhaldinu að fjórða stærsta hagkerfi Evrópusambandsins, Spáni, eftir að matsfyrirtækið Moody's lækkaði lánsrhæfismat 16 þarlandra banka 17. maí. Tvær af stærstu lánastofnunum Spánar, Banco Santander SA og Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA voru til að mynda lækkaðar um þrjá lánsrhæfisflokka. Stjórnvöld leituðu við að sefa ástandið með yfirlýsingum um að spænskir bankar væru vel fjármagnaðir í tvö ár, meðal annars með lánum frá Evrópska seðlabankanum. Samhliða var ýtt úr vör endurskoðun á fasteignalánasafni spænskra banka undir umsjón alþjóðlegra ráðgjafar- og endurskoðendafyrirtækja.

#### Í kjölfar bankakreppu kom skuldakreppa

Miklar sveiflur á evrópskum mörkuðum síðustu vikunnar má rekja til skuldavanda sem steðjar að nokkrum löndum sambandsins. Í kjölfar bankakreppunnar sem hófst um mitt ár 2007 jukust útgjöld hins opinbera og tekjur ríkissjóða lækkuðu, bæði vegna þess efnahagssamdráttar sem fylgdi og kostnaðar við endurfjármögnun fjármálafyrirtækja. Opinberar skuldir evruríkjanna, mældar sem vegið meðaltal, jukust um þriðjung á tímabilinu 2007-2011, úr 66% í 88% af landsframleiðslu. Almennt gildir að sjálfbærni opinberra skulda ræðst öðru fremur af væntum hagvexti og vaxtastigi að gefnu upphaflegu skuldastigi. Reinhart og Rogoff benda á að ef opinberar skuldir eru meiri en sem nemur 90% af landsframleiðslu verði þær mun erfiðari viðfangs og taka að draga úr hagvexti.<sup>2</sup> Neikvæður vítahringur geti myndast sem geri ríkjum ókleift að endurgreiða skuldir og leiði jafnvel til þjóðargjaldþrots. Áhyggjur af skuldum ríkja á evrusvæðinu hafa því beinst að skuldsettari ríkjunum með slægar hagvaxtarhorfur.

1. TOXX 50, DAX 30, CAC 40 og FTSE 100.

2. Reinhart and Rogoff (2009). „This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly“ Princeton, NJ: Princeton University Press.



Í Grikklandi, Írlandi og Portúgal, og einnig á Ítalíu og Spáni, er skuldavandinn svo mikill að verðlagning á markaði ber ótvírætt vitni um að efast er um getu þeirra til að standa í skilum. Hækkun áhættuálags hefur aukið fjármögnunarkostnað þessara ríkja og því lagst á sveif með að magna skuldavandann og auka þörfina á niðurskurði opinberra útgjalda með tilheyrandi áhrifum á hagvöxt.

Opinberar skuldir Grikklands eru í sérflokk. Árið 2007 voru þær um 107% af landsframleiðslu en jukust síðan hröðum skrefum um nær helming og námu 160% af landsframleiðslu í fyrra (mynd 3). Skuldasöfnun Írlands má að mestu rekja til aðgerða þess til að styðja við innlendar fjármálastofnanir, en opinberar skuldir jukust úr 25% af landsframleiðslu árið 2007 í 107% af landsframleiðslu lok síðasta árs. Á Spáni er skuldahlutfallið hins vegar mun lægra og jafnvel lægra en í Þýskalandi og Frakklandi. Áhyggjur af sjálfbærni opinberra skulda á Spáni tengjast einkum áframhaldandi veikleikum bankakerfisins, miklu atvinnuleysi og slökum efnahagshorfum.

### Viðbrögð við vandanum

Upphaf og úrlausn skuldavandans á evrusvæðinu eru nátengd þeim erfiðleikum sem evrópskir bankar hafa glímt við frá því að fjármálakreppan braust út. Í kjölfar hennar var brugðist við eiginfjárvanda ýmissa fjármálastofnana með opinberum stuðningi og vandanum því velt yfir á hið opinbera með tilheyrandi skuldaaukningu. Eftir því sem skuldavanda ýmissa evruríkja óx ásmegin skapaðist á ný aukinn ótti um stöðu evrópskra banka.

Seðlabanki Evrópu hefur brugðist við vandanum með víðtækum stuðningsaðgerðum til handa fjármálafyrirtækjum og -mörkuðum. Í tvisgang fyrir og eftir síðustu áramót jók bankinn verulega við lánveitingar sínar gegn veði til evrópskra banka til langs tíma auk þess sem dregið var úr kröfum um gæði veðanna. Í kjölfar námu lánveitingar seðlabankans um 1.100 ma.evra sem er mun meira umfang en áður hafði sést auk þess sem líftími lánanna var lengri (mynd 4). Frá miðju ári 2010 hefur seðlabankinn að auki keypt verðbréf á markaði, einkum skuldabréf þeirra ríkja þar sem fjármögnunarkostnaður hefur aukist, fyrir rúma 200 ma.evra. Þetta hefur verið gert til að lækka fjármögnunarkostnað þar sem áhættuálag er talið hafa aukist óeðlilega mikið.

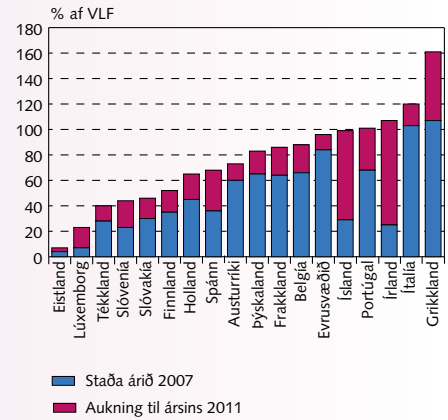
Evrópski fjármálastöðugleikasjóðurinn (European Financial Stability Facility) var settur á laggirnar í júní 2010. Sjóðurinn gefur út skuldabréf sem hafa ríkisábyrgð aðildarríkja Evrópusambandsins, sem geta numið allt að 780 ma.evra, til að standa að baki lánveitingum sem geta að hámarki orðið 440 ma.evra. Sjóðurinn hefur fjármagnað sig með um 2,6% vöxtum til 4 ára en um 3,9% vöxtum til 20 ára, eða um 150 punktum yfir vöxtum þýskra ríkisskuldabréfa. Sjóðurinn lánar aðildarríkjum í skuldavanda með því að kaupa ríkisskuldabréf þeirra á markaði. Sjóðurinn hefur til þessa keypt grísk ríkisskuldabréf fyrir 107 ma.evra, írsk fyrir um 12 ma.evra og portúgölsk fyrir um 10 ma.evra. Þess má geta að þjóðarframleiðsla Grikkja var um 215 ma.evra 2011.

Evrópski viðbragðssjóðurinn (European Financial Stability Mechanism, EFSM) hefur heimild til að taka lán í nafni Evrópusambandsins fyrir allt að 60 ma.evra. Þessi sjóður hefur nú fengið heimild til að veita Írlandi og Portúgal lán sem geta numið um 50 ma.evra á næstu þremur árum.

EFSF og EFSM verða sameinaðir í Evrópska viðbragðssjóðinn um stöðugleika (European Stability Mechanism, ESM) fyrir júlí 2013. Sjóðurinn hefur heimildir til að lána allt að 500 ma.evra með ríkisábyrgðir frá aðildarríkjunum sem nemur 700 ma.evra (mynd 5).<sup>3</sup>

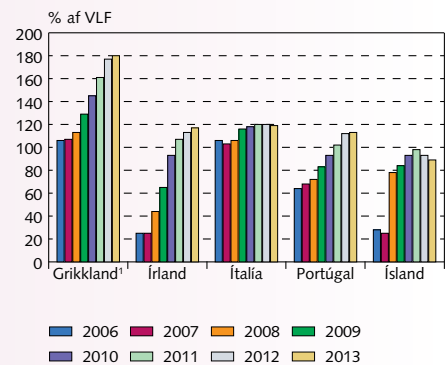
3. Aðildarríkin greiða inn 80 ma.evra í upphafi en 620 ma.evra verða innkallanlegir.

Mynd 2  
Skuldir hins opinbera (Maastricht-skilgreining)



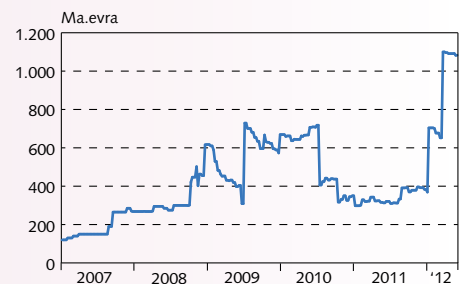
Heimild: OECD (Economic Outlook 90 Database).

Mynd 3  
Skuldir hins opinbera (Maastricht-skilgreining)



1. Samkomulag við kröfuhafa um að lækka í 120% af VLF árið 2020. Heimild: OECD (spá fyrir árin 2011-2013).

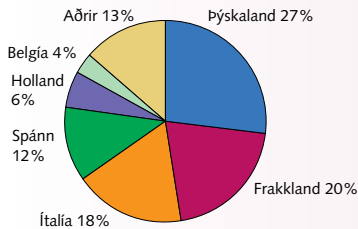
Mynd 4  
Langtíma fjármögnunarlína ECB (LTRO)  
Vikulegar tölur 1. janúar 2007 - 7. maí 2012



Heimild: Evrópski seðlabankinn.

Mynd 5

Ábyrgðarhlutfall aðildaríkja Evrópu-sambandsins á ESM viðbragðssjóðnum



Heimild: Evrópski fjármálastöðugleikasjóðurinn.

Auk þessara almennu aðgerða til að tryggja fjármálastöðugleika í Evrópu voru Grikkjum tryggð lán frá ECB og AGS um miðjan mars í framhaldi af verulegum afskriftum skulda einkaaðila.<sup>4</sup> Samhliða því skuldbundu Grikkir sig til verulegs aðhalds í ríkisfjármálum. Eftir kosningarnar í Grikklandi hefur hið pólitíska landslag hins vegar breyst verulega og stuðningur við þá aðhaldssömu stefnu í ríkisfjármálum sem samþykkt var er nú óvissu háður.

4. Skuldir í eigu einkaaðila voru afskrifaðar um allt að 74%. Fól það í sér um 50% lækkun höfuðstóls, lækkun vaxta og lánalengingar. Umsamdar lánveitingar frá ECB til Grikkja fara fram í gegnum fyrrnefndan EFSF-sjóð.

### Innlendir fjármálamarkaðir í vari

Kröfur innlendra fjármálafyrirtækja á fjármálafyrirtæki á evrusvæðinu eru litlar og bein hætta fyrir eignasafn þeirra af hugsanlegum áföllum á evrusvæðinu því takmörkuð. Í skjóli fjármagnshafta er innlendir fjármálamarkaður jafnframt varinn fyrir hræringum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og ríkissjóður og innlendir bankar eru lítt háðir erlendri fjármögnun vegna góðs aðgengis að innlendri fjármögnun.

Alvarleg og langvarandi kreppa á evrusvæðinu myndi þó óhjákvæmilega valda búsifjum hér á landi. Áform um innlenda fjárfestingu sem er háð alþjóðlegri fjármögnun gætu t.d. dregist versni alþjóðlegar efnahagshorfur. Slíkt gæti tafið innlendan efnahagsbata, sem hefði óhjákvæmilega áhrif á starfsemi innlendra fjármálafyrirtækja.

Aukinn óróleiki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gæti einnig tafið aðgengi innlendra fjármálafyrirtækja að erlendum lánsfjármörkuðum, en það er ein forsenda fyrir losun fjármagnshaftanna að ríkissjóður og innlendir fjármálafyrirtæki hafi sýnt fram á aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum á viðunandi kjörum.<sup>3</sup>

### Aðgangur ríkissjóðs að alþjóðlegum fjármálamörkuðum staðfestur

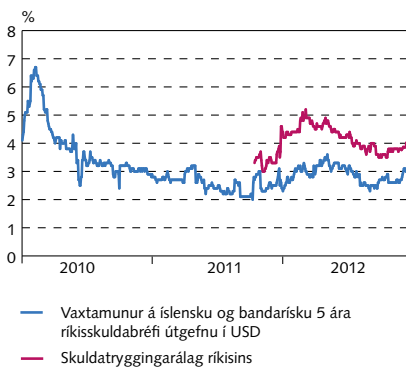
Sumarið 2011 opnaðist aðgangur Ríkissjóðs Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum að nýju með útgáfu 5 ára skuldabréfs að fjárhæð 1 milljarður Bandaríkjadala. Í byrjun maí 2012 var aðgangur ríkissjóðs að erlendu lánsfjármagni aftur staðfestur með útgáfu 10 ára skuldabréfs að fjárhæð 1 milljarður Bandaríkjadala. Ávöxtunarkrafa skuldabréfsins var rétt undir 6%, en á sama tíma var ávöxtunarkrafa á 10 ára bandarískum ríkisskuldabréfum um 1,9%. Í lok maí var ávöxtunarkrafa þessa 10 ára skuldabréfs Íslands 6,2% og hafði hún því hækkað um 28 punkta frá byrjun maí.

Langtímavaxtamunur á milli íslenskra og þýskra ríkisskuldabréfa hefur aukist um 0,9 prósentur frá byrjun árs og mældist 5,6% í

Mynd 1-5

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. maí 2012



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

3. Lánshæfismat ríkissjóðs er í lægsta þrepi fjárfestingarflokks hjá Standard og Poor's, Moody's og Fitch en í efsta þrepi spákaupmennskuflokks hjá R&I.

lok maí. Skammtímavaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum Íslands, mældur út frá þriggja mánaða millibankavöxtum leiðréttum fyrir skuldtryggingarálagi, hefur á sama tíma lækkað um 1 prósent og er nú 1,1%.

## Innlendur þjóðarbúskapur

Einkaneysla og fjárfesting atvinnuveganna voru helstu drifkraftar hagvaxtar á síðasta ári og lögðu jafn mikið til vaxtarins. Hagvöxtur mældist 3,1% í fyrra og er áætlað að hann verði um 2½% á þessu ári og á bilinu 2½-3% á næstu tveimur árum samkvæmt spá birt í *Peningamállum* 2012/2. Efnahagsbatinn heldur því áfram og rauntekjur og atvinna hafa aukist. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa því batnað en að auki hefur lágt raunvaxtastig og fjárhagsleg endurskipulagning skulda bætt stöðu skuldara. Verðbólguhorfur hafa þó versnað til skamms tíma. Þótt verðbólga hafi líklega náð hámarki bendir nýjasta spá Seðlabanka Íslands í *Peningamállum* 2012/2 til þess að hún hjaðni hægt það sem eftir lifir ársins. Útlit er fyrir að viðskiptakjör versni lítillega í ár vegna lækkunar á verðlagi á sjávarafurðum og áli samhliða því að olíuverð helst hátt.

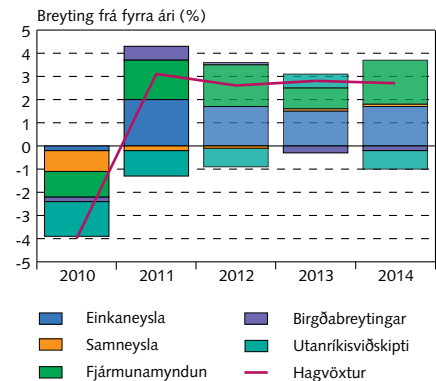
Eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar jókst íbúðafjárfesting í fyrra um 8,6%. Á sama tíma jókst atvinnuvegafjárfesting um 25,8%. Þótt fjárfesting í orkufrekum iðnaði hafi vegið þungt í vexti atvinnuvegafjárfestingar í fyrra jókst atvinnuvegafjárfesting utan skipa, flugvéla, stóriðju og verkefna tengdra henni um ríflega 7%. Niðurstöður könnunar Seðlabankans um fjárfestingaráform innlendra fyrirtækja bendir til að fyrirtæki áforma að auka fjárfestingu um 2% að raungildi á þessu ári (sjá *Peningmál* 2012/2, bls. 30). Seðlabankinn reiknar með að atvinnuvegafjárfesting aukist um rúm 14% í ár en áætlað er að atvinnuvegafjárfesting utan skipa, flugvéla og stóriðju standi nánast í stað. Horfur eru á að byggingariðnaðurinn taki vel við sér á næstu 2-3 árum en Seðlabankinn áætlað að íbúðafjárfesting vaxi um 17-19% á því tímabili.

Hagvaxtarhorfur eru ævinlega háðar nokkurri óvissu. Áður hefur verið vikið að óvissu í tengslum við aðstæður í alþjóðlegum efnahagsmálum. Mikil skuldsetning innlendra heimila og fyrirtækja gæti einnig dregið úr krafti efnahagsbatans. Vöxtur einkaneyslu gæti þannig orðið hægari ef innlend heimili taka lengri tíma í að lagfæra efnahagsreikninga sína og greiða niður skuldir. Af sömu ástæðu gæti mikil skuldsetning fyrirtækja haldið aftur af nýfjárfestingu og útlánaaukningu innlánsstofnana. Einnig gæti óvissa vegna frumvarps til laga um stjórn fiskveiða dregið úr fjárfestingu sjávarútvegsfyrirtækja. Nánar er fjallað um stöðu fyrirtækja í kafla III í þessu hefti *Fjármálastöðugleika*.

## Reyna mun á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins þrátt fyrir undirliggjandi viðskiptaafgang

Viðskiptajöfnuður mældist neikvæður um rúmlega 7% af vergri landsframleiðslu í fyrra miðað við opinbert uppgjör viðskiptajafnaðar. Á móti talsverðum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði var mikill halli á þáttatekjujöfnuði á síðasta ári sem að mestu endurspeglar mikla skuldaföfnun árin fram að fjármálakreppunni þegar mikill halli var á viðskiptum við útlönd. Sé leiðrétt fyrir áföllnum vöxtum vegna

Mynd I-6

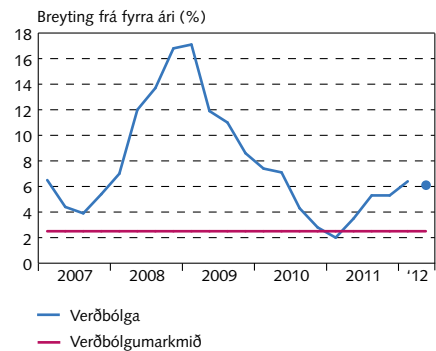
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2014<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014, birt í *Peningamállum* 2012/2. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

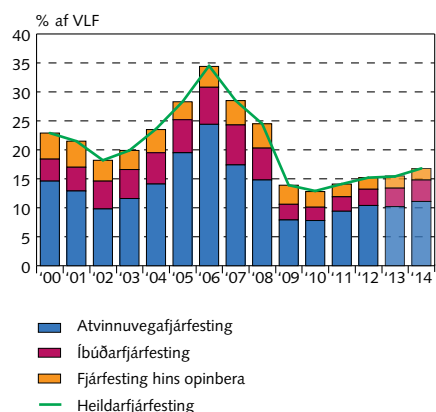
Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2012



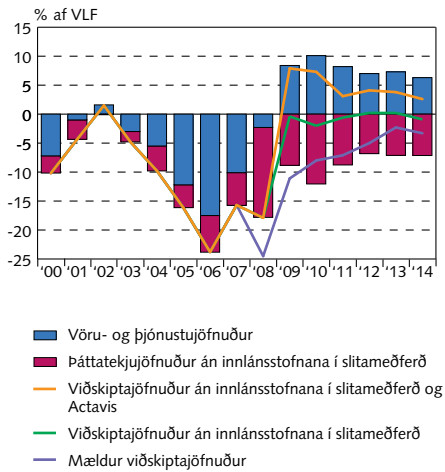
1. Grunnspá Seðlabankans annan ársfjórðung 2012, birt í *Peningamállum* 2012/2. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

Fjárfesting sem hlutfall af VLF 2000 - 2014<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2012 - 2014, birt í *Peningamállum* 2012/2. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

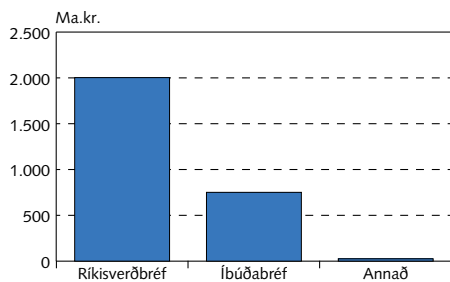
Viðskiptajöfnuður 2000 - 2014<sup>1</sup>

1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2012 - 2014, birt í *Peningamálum* 2012/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Velta skuldabréfa í Kauphöll Íslands

1. maí 2011 - 30. apríl 2012

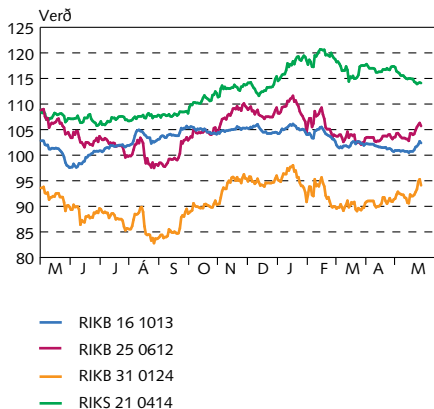


Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd I-11

Verð á skuldabréfamarkaði

2. maí 2011 - 31. maí 2012



Heimild: Kauphöll Íslands.

innlánsstofnana í slitameðferð og lyfjafyrirtækisins Actavis mælist afgangur á viðskiptajöfnuði sem nam 3,1% af landsframleiðslu í fyrra.<sup>4</sup> Samkvæmt síðustu spá Seðlabankans er gert ráð fyrir um 4% viðskiptaafgangi á þennan mælikvarða á þessu ári og um 2½-4% afgangi á næstu tveimur árum. Fjármagnsjöfnuður (án gjaldeyrisvaraforða) var einnig jákvæður árið 2011 um sem nemur 27% af landsframleiðslu, en eins og rakið er í rammagrein VII-1 í *Peningamálum* 2012/2 eru horfur á að hann verði neikvæður í ár og á næsta ári og sveiflist nokkuð í tengslum við endurgreiðslur á erlendum lánnum og útflæði vegna innlánsstofnana í slitameðferð. Þessar sveiflur í fjármagnsjöfnuði geta reynt nokkuð á innlendan gjaldeyrismarkað á næstu misserum.

Þróun greiðslujafnaðar þjóðarbúsins mun ráðast af því hvernig tekst að endurskipuleggja og endurfjármagna skuldir þjóðarbúsins og framvindu losunar hafta á fjármagnshreyfingar. Ísland hefur lengi verið í hópi skuldsettustu landa hins þróaða hluta heimsins. Efnahagsreikningur þjóðarbúsins í heild hefur hins vegar minnkað til muna eftir fall fjármálakerfisins og áætlanir benda til þess að undirliggjandi hrein skuldastaða landsins sé sjálfbær (sjá rammagrein VII-1 í *Peningamálum* 2012/2). Þrátt fyrir það mun reyna á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins á næstu misserum, einkum í tengslum við losun fjármagnshafta og sakir takmarkaðs aðgangs innlendra fyrirtækja að erlendum lánsfjármörkuðum.

Fjármagnshöft eru hamlandi fyrir framgang og vöxt atvinnulífs og því dragbitur á hagvöxt til lengdar. Því er unnið að því að losa höftin eins fljótt og auðið er, en án þess að það valdi umtalsverðum óstöðugleika og áraun á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins. Talsverð óvissa ríkir um möguleg áhrif losunar fjármagnshafta á fjármálastöðugleika, sjá kafla VI um áhrif fjármagnshaftanna og losun þeirra á fjármálastöðugleika.

## Innlendir fjármálamarkaðir

### Skuldabréfamarkaður

Velta skuldabréfa í Nasdaq OMX-kauphöllinni á Íslandi árið 2011 var 2.602 ma.kr. samanborið við 2.839 ma.kr. árið 2010. Að jafnaði var mánaðarleg velta á síðasta ári 217 ma.kr. sem er svipuð velta og fyrir fall bankanna, en árið 2007 var meðalveltan á mánuði 200 ma.kr. Meira en 99% af veltunni má rekja til viðskipta með skuldabréf sem gefin eru út af ríkissjóði og íbúðalánasjóði. Afgangurinn stafar aðallega af viðskiptum með bréf sem gefin eru út af sveitarfélögum og Lánasjóði sveitarfélaga. Árið 2011 var velta skuldabréfa fjármálafyrirtækja og annarra fyrirtækja aðeins 6,4 ma.kr. Fyrstu 3 mánuði þessa árs hefur velta skuldabréfa aukist um 50% miðað við sama tímabil árið 2011. Á sama tíma var mánaðarleg velta að jafnaði um 301 ma.kr. samanborið við 199 ma.kr. árið áður.

4. Hið opinbera uppgjör viðskiptajafnaðar gefur skakka mynd af ytri stöðu þjóðarbúsins þar sem það inniheldur áfallin reiknuð vaxtagjöld þrotabúa hinna föllnu innlendu banka en stærstur hluti þeirra verður aldrei greiddur og hverfur úr hinu opinbera uppgjöri þegar þrotabúin verða gerð upp. Með sambærilegum hætti skekkir hin mikla skuldsetning lyfjafyrirtækisins Actavis ytri stöðu þjóðarbúsins (sjá nánar umfjöllun í kafla VII í *Peningamálum* 2012/2).

Lítið framboð skuldabréfa og hlutabréfa á skráðum markaði ásamt fjármagnshöftum veldur því að sífellt erfiðara verður fyrir fjárfesta að finna ný fjárfestingartækifæri. Verðmæti skráðra skuldabréfa og hlutabréfa í Kauphöllinni hefur hækkað ört og því líkur á myndun eignaverðsbólu á verðbréfamarkaði. Til þess að draga úr slíkri áhættu er mikilvægt að stuðla að frekari skráningu hlutafélaga á markaði. Einnig þarf að örva skráningu skuldabréfa fjármálafyrirtækja og annarra fyrirtækja.

Fjármagnshöftin draga úr virkni skuldabréfamarkaðar og halda vaxtastiginu niðri þar sem erlendir krónueigendur og innlendir fjárfestar eiga ekki kost á að fara með fjármuni sína óhindrað úr landi.<sup>5</sup> Upplýsingagildi markaðarins um ástand og horfur í þjóðarbúskapnum verður þar með rýrara en ella. Einnig valda fjármagnshöftin því að vaxtaákravðanir Seðlabankans skila sér verr út í vaxtarófið á skuldabréfamarkaðinum. Fjármagnshöftin brengla verðmyndun skuldabréfa og eru því óæskileg til lengdar. Hins vegar hafa þau hjálpað ríkissjóði í gegnum tímabil mikillar lánsfjárþarfar í kjölfar falls bankanna. Sakir haftanna hefur ríkissjóður fengið mun betri lánskjör en ella.

Fyrstu þrjú mánuði ársins 2012 seldi ríkissjóður verðtryggð ríkisskuldabréf í tengslum við gjaldeyrisútboð fyrir samtals 17,5 ma.kr. Stærstu kaupendur bréfanna eru innlendir lífeyrissjóðir sem kaupa bréfin fyrir evrur og eru skuldbundnir til þess að eiga þau í 5 ár. Salan hefur bein áhrif til lækkunar á eftirspurn í almennum útboðum ríkissjóðs.

Á síðustu 12 mánuðum hafa verðtryggð skuldabréf hækkað jafnt og þétt í verði. Í byrjun maí var ávöxtunarkrafa á 10 ára verðtryggðum flokki ríkisbréfa 1,7% samanborið við 2,7% á sama tíma árið áður. Krafa á löngum íbúðabréfum hefur þróast með svipuðum hætti. Að undanskildum áhrifum vegna fjármagnshafta er skýringin á verðhækkun verðtryggðra bréfa tvíþætt: Í fyrsta lagi væntingar markaðsaðila um hærri verðbólgu. Í öðru lagi lítið framboð af verðtryggðum bréfum jafnhliða mikilli eftirspurn frá langtímafjárfestum svo sem lífeyrissjóðum.

### Gjaldeyrismarkaður

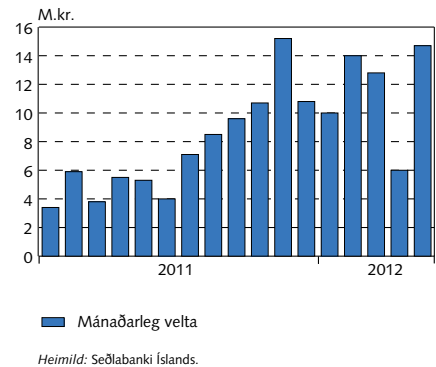
Þrátt fyrir að velta á innlendum gjaldeyrismarkaði hafi aukist frá síðasta ári ber hann þess skýr merki að vera undir höftum. Á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs nam veltan um 43 ma.kr. samanborið við tæplega 19 ma.kr. veltu á sama tímabili árið 2011. Allt árið 2011 nam veltan tæpum 90 ma.kr. og hafði þá tvöfaldast frá árinu áður. Til samanburðar má nefna að velta á markaðnum árið 2008 nam 7.500 ma.kr.

Viðskiptavakar á gjaldeyrismarkaðnum eru nú þrír: Arion banki, Íslandsbanki og Landsbankinn. Undanfarin misseri hafa orðið nokkrar breytingar á fyrirkomulagi markaðarins til hins betra. Má þar helst nefna að verðbil tilboða viðskiptavakanna voru þrengd og lágmarksfjárhæð tilboða hækkuð. Breytingarnar hafa haft þau áhrif að fleiri viðskipti og hærri upphæðir þarf til að valda hreyfingu á gengi krónunnar en þurfti fyrir breytingarnar.

Mynd I-12

Millibankamarkaður með gjaldeyri

Janúar 2011 - maí 2012



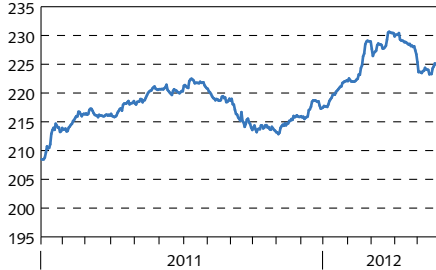
5. Sjá nánari umfjöllun um áhrif haftanna á eignaverð í ramma 2 í kafla VI.

Mynd I-13

Vísitala gengisskráningar<sup>1</sup>

5. janúar 2011 - 31. maí 2012

3. janúar 2000 = 100

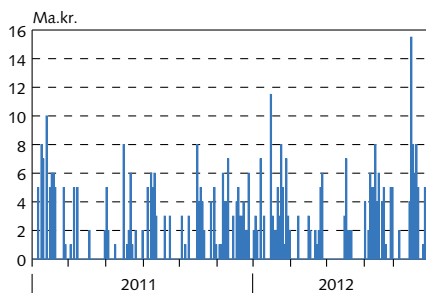


1. Vísitala meðalgengis - viðskiptavog þröng.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

## Millibankamarkaður með krónur

1. júlí 2011 - 31. maí 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Seðlabanki Íslands hefur frá árinu 2010 keypt vikulega 1,5 m.evra af markaðsaðilunum þremur. Yfirlýst markmið kaupanna er að styrkja gjaldeyrisforðann án þess að hafa bein áhrif á gengi krónunnar. Árið 2011 námu viðskiptin alls 78 milljónum evra (12,6 ma.kr.) en alls hefur bankinn keypt 132 milljónir evra (21,3 ma.kr.) með þessum hætti frá því að kaupin hófust. Gengi íslensku krónunnar veiktist árið 2011 og hélt sú þróun áfram á fyrstu mánuðum ársins 2012. Hugsanlega árstíðarsveiflu má greina í gengi krónunnar, sem kann að skýrast af árstíðarbundnum tekjum af ferðamönnum. Gengi krónunnar hefur styrkst nokkuð yfir sumartímann undanfarin tvö ár en veikt aftur að hausti til þegar ferðamönnum fækkar á ný.

Í upphafi mars sl. beitti Seðlabanki Íslands inngrípum á gjald-eyrismarkaðnum, í fyrsta skipti frá árinu 2009. Bankinn seldi samtals 12 milljónir evra, jafnvirði tæplega 2 ma.kr. Ástæða inngrípanna var sú að óvenjumikið útstreymi hafði verið vikurnar áður. Innstreymi gjald-eyris vegna utanríkisviðskipta var í minna lagi, afborganir af erlendum lánum miklar og að auki juku undanþágur frá gjaldeyrislögum á útstreymi. Taldi Seðlabankinn ástandið vera tímabundið og óæskilegt að slíkar tímabundnar hreyfingar hefðu mikil áhrif á gengi krónunnar. Með breytingum á lögum um gjaldeyrislög síðar í sama mánuði var undanþágum frá fjármagnshöftunum fækkað, sem kann að hafa dregið úr þrýstingi á gengi krónunnar.

Viðskipti á aflandsmarkaði með íslenskar krónur hafa verið fremur fátíð undanfarna mánuði. Það má m.a. rekja til þess að með breytingum á gjaldeyrislögum var ákveðinni leið til þess að hagnast á slíkum viðskiptum með því að endurfjárfesta afborganir af íbúðabréfum í gegnum aflandsmarkaðinn lokað. Það hefur beint erlendum krónueigendum sem vilja losa um stöður sínar inn í gjaldeyrisútboð Seðlabanka Íslands, sem hófust á fyrri helmingi síðasta árs. Í þeim útboðum hafa fjárfestar getað átt viðskipti með hærri upphæðir en almennt gerist á aflandsmarkaðinum. Gengi íslensku krónunnar gagnvart evru í síðustu viðskiptum á aflandsmarkaðinum var nokkuð svipað gengi krónunnar í útboðunum en engin viðskipti hafa átt sér stað á aflandsmarkaðinum um nokkurt skeið.

**Millibankamarkaður með krónur**

Litlar breytingar hafa orðið á millibankamarkaði með krónur miðað við sama tíma í fyrra. Fyrstu fjóra mánuði yfirstandandi árs var velta á millibankamarkaði með krónur (REIBOR-markaður) 169,5 ma.kr. sem er nánast sama velta og á sama tímabili síðasta árs. Viðskipti eru líkt og áður á stystu tímallengdunum, yfir nótt og til viku. Á heildina litið hefur lausafjárstaða fjármálafyrirtækja verið rúm allt frá falli bankanna og viðskipti eru ekki á markaðinum á hverjum degi. Þrátt fyrir viðskipti hreyfast verðtilboð minna en ætla mætti og staða hvers fyrirtækis hefur ekki endurspeglast að fullu í verðtilboðum. Seðlabankinn hefur brugðist við stöðu markaðarins með því að gefa út innstæðubréf, allt frá haustinu 2009. Þrátt fyrir aðgerðir Seðlabankans liggja vextir á millibankamarkaði að jafnaði undir miðju vaxtagangs Seðlabankans.

**Hlutabréfamarkaður**

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar (OMX16ISK) hækkaði um 19,2% á fyrstu fjórum mánuðum ársins og var 1.084 stig í lok apríl en var 910 stig í lok ársins 2011. OMX16-vísitalan samanstendur af fjórum íslenskum fyrirtækjum og tveimur færeyskum. Gengi Icelandair hefur hækkað um 25% og gengi Marels um 28%. Gengi Össurar og Haga hefur hækkað um 14%. Hækkun vísitölunnar er að mestu drifin af íslensku fyrirtækjunum. Velta á hlutabréfamarkaði fyrstu fjóra mánuði ársins 2012 var um 28 ma.kr. sem er svipuð velta og á sama tíma árið 2011.





## II Umfang fjármálafyrirtækja

### Heildareignir innlánsstofnana nánast óbreyttar á milli ára ...

Í dag eru starfandi fjórir viðskiptabankar og tíu sparisjóðir hér á landi. Eignir þessara innlánsstofnana<sup>1</sup> námu rétt rúmlega 2.900 ma.kr. í lok desember 2011 eða tæplega tvöfaldri VLF. Til samanburðar voru eignir innlánsstofnana um tíföld landsframleiðsla í september 2008. Frá árinu 2010 hafa þær aukist um 5,5% en megin skýringin felst í flutningi á fasteignaveðlánasafni Kaupþings hf. yfir til Arion banka sem nam um 112 ma.kr. eða um 3,8% af eignum innlánsstofnana. Eignir annarra lánaufyrirtækja en innlánsstofnana námu um 1.100 ma.kr.<sup>2</sup> Langstærsti hluti þeirra eru eignir Íbúðalánasjóðs en í árslok 2011 námu heildareignir sjóðsins um 864 ma.kr., þar af námu útlán tryggð með fasteignaveðum rúmlega 782 ma.kr. Eignarhlutdeild innlánsstofnana auk Íbúðalánasjóðs er um 94% af eignum allra lánaufyrirtækja og hefur lítið breyst síðustu árin. Í töflu II-1 má sjá að heildareignir fjármálakerfisins<sup>3</sup> námu tæplega 8.500 ma.kr. í árslok 2011 og jukust um 12% frá fyrra ári. Aukningin skýrist aðallega af stækkuðum efnahag Seðlabanka Íslands vegna aukins gjaldeyrisforða (erlendar bankainnstæður), aukningar eigna lífeyrissjóða auk þess sem fagfjárfestasjóðir byrjuðu að skila inn upplýsingum um eignir sínar á árinu 2011 sem skýrir mikla eignaaukningu hjá verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóðum. Til samanburðar var aukningin í eignum kerfisins frá árslokum 2008 nokkru lægri eða 5%, sem skýrist aðallega af aukningu í eignum lífeyrissjóða, verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóða auk Íbúðalánasjóðs.

Tafla II-1 Eignir fjármálakerfisins

Eignir, ma.kr.	30.9.2008	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
Bankakerfi <sup>1</sup>	15.087	4.632	3.967	3.878	4.381
þ.a. viðskiptabankar	14.153	3.417	2.573	2.627	2.852
þ.a. sparisjóðir	742	768	383	137	60
Ýmis lánaufyrirtæki	1.321	1.284	1.194	1.129	1.097
þ.a. Íbúðalánasjóður	699	733	795	836	864
Lífeyrissjóðir	1.871	1.665	1.849	1.989	2.168
Tryggingafélög	161	122	131	138	145
Verðbr., fjárfest.- og fagfj.sjóðir	667	212	195	284	516
Lánasjóðir ríkisins	103	125	146	161	166
Heildareignir	19.209	8.040	7.483	7.579	8.474

1. Bankakerfi samanstendur af viðskiptabönkum, sparisjóðum og Seðlabanka Íslands. Ekki tekið tillit til innbyrðis viðskipta milli Seðlabanka Íslands og annarra aðila innan fjármálakerfisins.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

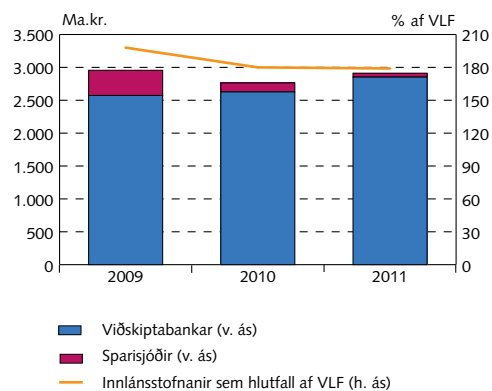
### ... en samþjöppun á markaði hefur aukist

Eignir sparisjóðanna í árslok 2011 voru einungis rúmlega 60 ma.kr. og hafa lækkað hratt undanfarin ár í takt við fækkun sparisjóða. Eignir þeirra 10 sparisjóða sem eftir voru í árslok 2011 stóðu í stað frá árs-

1. Innlánsstofnanir samanstanda af viðskiptabönkum og sparisjóðum.
2. Önnur lánaufyrirtæki utan Íbúðalánasjóðs eru: Kreditkort hf., Valitor hf., Borgun hf., Lýsing hf., Bygðastofnun og Lánasjóður sveitarfélaga.
3. Fjármálakerfið samanstendur af bankakerfinu, ýmsum lánaufyrirtækjum (þ.a.m. Íbúðalánasjóði), lífeyrissjóðum, tryggingafélögum, verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóðum auk lánasjóða ríkisins.

Mynd II-1

Eignir innlánsstofnana, hlutfall af VLF<sup>1</sup>

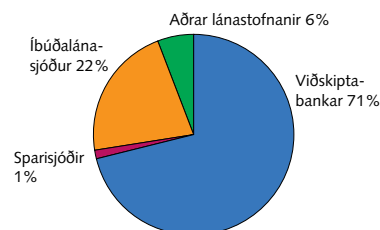


1. Móðurfélög.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

Skipting eigna lánastofnana í árslok 2011<sup>1</sup>

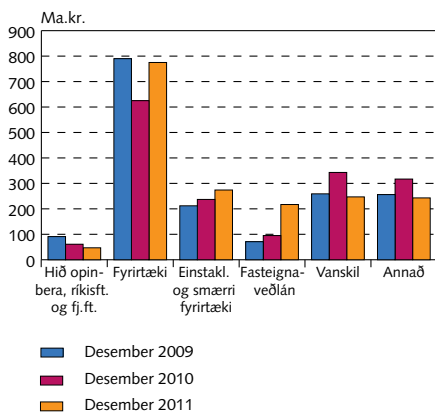


1. Móðurfélög.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-3

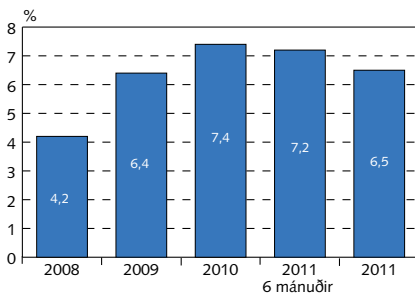
Áhættugrunnur, útlánaáhætta þriggja stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>



1. Samstæður.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd II-4

Þróun varúðarreiknings þriggja stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>



1. Samstæður. Varúðarreikningur útlána og krafna á viðskiptavinum sem hlutfall af heildarútlánunum.  
Heimildir: Árs- og árshlutareikningar.

lokum 2010. Sparisjóðakerfið tók síðast stórum breytingum í mars 2011 þegar SpKef sparisjóður var sameinaður Landsbankanum. Ljóst er að þrengst hefur um stöðu sparisjóðanna í kjölfar gengislánadóma og líklegt að til frekari sameiningar muni koma á næstu misserum. Sjá umfangllun um rekstur og eigið fé sparisjóðanna í kafla V.

Aðrar helstu breytingar meðal fjármálafyrirtækja árið 2011 voru þær að Byr sameinaðist Íslandsbanka undir lok árs, Avant og SP fjármögnun sameinuðust Landsbankanum undir lok árs, Straumur IB hóf starfsemi sem lánaafyrirtæki í lok ágúst og MP Banki tók til starfa í núverandi mynd á grunni nb.is sparisjóðs í apríl. Þá afturkallaði Fjármálaeftirlitið starfsleyfi nokkurra fjármálafyrirtækja þar sem úrskurður hafði verið kveðinn upp um slit fyrirtækjanna.

### Áhættugrunnur stærstu viðskiptabankanna hækkar

Áhættugrunnur vegna útlánaáhattu þriggja stærstu viðskiptabankanna var um 1.800 ma.kr. í lok árs 2011 og hækkaði um rúmlega 7% frá árinu 2010. Hækkunina má aðallega rekja til aukningar í áhættugrunni fasteignaveðlána en Arion banki yfirtók fasteignaveðlánaafn af Kauppingi hf. í árslok 2011 sem metið var á um 112 ma.kr. Einnig hækkaði áhættugrunnurinn vegna flutnings á útlánasöfnum í kjölfar sameiningar tveggja innlánsstofnana við stærstu viðskiptabankana. Annars vegar var það útlánasafn Byrs að upphæð 84 ma.kr. sem færðist yfir til Íslandsbanka og hins vegar var útlánasafn SpKef sparisjóðs fært yfir til Landsbankans að upphæð 30 ma.kr. en óvíst er um endanlega upphæð safnsins þar sem deilt er um verðmæti þess. Áhættugrunnurinn lækkar hins vegar vegna minnkandi vanskila ásamt eignasölu á fyrirtækjum í eigu banka í óskyldum rekstri. Tæplega helmingur grunnsins er vegna útlána til stærri og meðalstórra fyrirtækja.

Tafla II-2 Áhættugrunnur útlánaáhattu þriggja stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>

M.kr.	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
Hið opinbera, ríkisft. og fj.m.ft.	91.259	60.959	47.326
Fyrirtæki	790.182	625.461	774.880
Einstaklingar og smærri fyrirtæki	212.394	237.429	274.229
Fasteignaveðlán	71.447	94.977	217.025
Vanskil	259.025	343.770	247.145
Annað	255.977	317.350	243.165
Samtals	1.680.284	1.679.945	1.803.770

1. Samstæður.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

### Varúðarreikningar halda áfram að lækka

Staða á varúðarreikningi útlána hjá þremur stærstu viðskiptabönkunum í hlutfalli af útlánunum nam 6,5% í árslok 2011 miðað við 7,4% í árslok 2010 og dregst því nokkuð saman á milli ára. Þarna má gæta áhrifa af auknum gangi í endurskipulagningu skulda heimila og fyrirtækja sem kemur fram í að vanskil hafa verið að dragast saman hjá viðskiptabönkunum. Til samanburðar var hlutfallið um 3% hjá bönkunum á árunum 1995-2004, fyrir útrás þeirra á erlenda markaði. Ýmislegt bendir til að staða varúðarreikninga bankanna ætti að öllu óbreyttu að halda áfram að lækka næstu misserin vegna fyrrgreindra ástæðna.

Hafa ber í huga þegar litið er til stöðu einstakra banka að aðferðafræði þeirra um framlag á varúðarreikninga er í mörgu mismunandi sem og virðisrýrnun yfirtekna lánasafnsins. Því fyrr sem bankarnir klára endurskipulagningu útlána því fyrr munu reikningar þeirra verða samanburðarhæfari og gildir það einnig um stöðu varúðarreiknings.

### Stórar áhættuskuldbindingar aukast sem hlutfall af eiginfjárgrunni

Samtala stórra áhættuskuldbindinga jókst á milli ára og var í lok árs 2011 um 48% af eiginfjárgrunni. Mynd II-5 sýnir hvernig þróunin hefur verið undanfarin ár en hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eiginfjárgrunni lækkaði fram á mitt ár töluvert frá árslokum 2009 fram á mitt ár 2011. Síðan þá hefur hlutfallið hækkað sem og samtala þeirra skuldbindinga sem telja til 5 og 10 stærstu skuldbindinga viðskiptabankanna. Samþjöppun útlána hefur aukist að undanfögnu og þó hún virðist enn vera lítil, er vert að gefa þessari þróun gaum næstu misserin. Ljóst er að fyrirgreiðsla við einstaka viðskiptamenn ásamt aðilum þeim tengdum getur myndað stórar áhættuskuldbindingar í bókum fleiri en eins banka. Því er nauðsynlegt að fylgjast vel með slíkri þróun og þar með krosstengslum í fjármálakerfinu sem gætu teft fjármála-stöðugleika í tvísýnu. Skref í þá veru hafa þegar verið stigin en lögð hefur verið sú skylda á fjármálafyrirtæki að afhenda Fjármálaeftirlitinu upplýsingar um stærstu lántakendur til sérstakrar skuldbindingarskrár til að hægt sé að tengja saman aðila og leggja mat á kerfislæg áhrif, komi til erfiðleika í rekstri lántakenda.

### Þróun útlána innlánsstofnana

Í lok mars sl. nam bókfært virði útlána innlánsstofnana 1.870 ma.kr. og hefur aukist um 4,5% frá árslokum 2010. Meginskýring á útlána-aukningunni er að í árslok 2011 yfirtók Arion banki fasteignaveðlánasafn frá Kaupþingi hf. Að öðrum kosti hefði lækkan útlánasafns innlánsstofnana numið um 2% en til samanburðar hækkaði vísitala neysliverðs um tæp 8% frá árslokum 2010 til mars 2012.<sup>4</sup> Á sama tíma jukust yfirdráttarlán um tæplega 4%, óverðtryggð lán um 50% og verðtryggð lán um 30%. Hins vegar drógust gengisbundin lán saman um tæp 50% í takt við dóma Hæstaréttar um ólögmeða gengisbindingu lána.

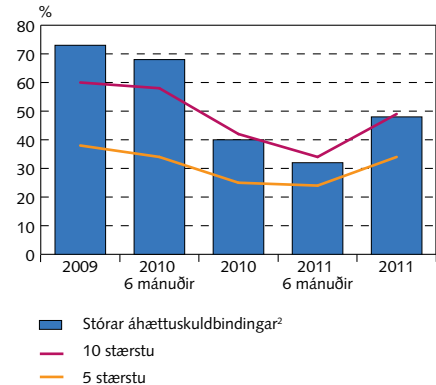
### Ný íbúðalán tekin að aukast hjá innlánsstofnunum ...

Útlánavöxtur í formi nýrra íbúðalána innlánsstofnana var takmarkaður á árinu 2011 þótt ákveðinn viðsnúningur hafi orðið undir lok árs. Ný íbúðalán ársins 2011 hjá innlánsstofnunum námu rúmlega 14 ma.kr. en til samanburðar voru almenn útlán íbúðalánasjóðs rúmlega 21 ma.kr. og tæplega 10 ma.kr. hjá lífeyrissjóðunum. Útlánasófn bankanna drógust einnig saman að raungildi á árinu 2011 umfram eðlilegar afborganir og virðast uppgreiðslur lána því enn vera töluverðar.

Á fyrsta ársfjórðungi ársins 2012 hefur aukning nýrra íbúðalána hjá innlánsstofnunum orðið fimmföld miðað við sama tíma í fyrra meðan hún hefur dregist saman um 40% hjá íbúðalánasjóði og um

Mynd II-5

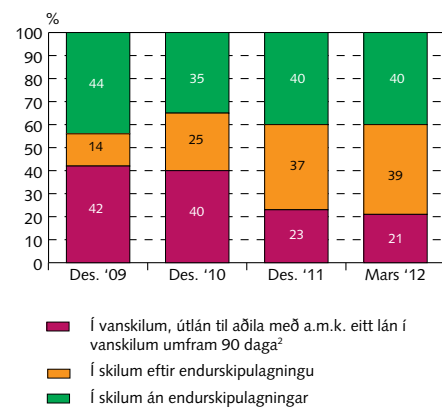
Stórar áhættuskuldbindingar viðskiptabankanna, hlutfall af eiginfjárgrunni<sup>1</sup>



1. Samstæður. Stórar áhættuskuldbindingar vegna einstakra viðskiptamanna eða fjárhagslega tengdra aðila mega ekki fara yfir 25% af eiginfjárgrunni fjármálafyrirtækis. Heildarfrjárhæð stórra áhættuskuldbindinga má ekki fara yfir 400% af eiginfjárgrunni fjármálafyrirtækis. 2. Áhættuskuldbinding fjármálafyrirtækis vegna einstaks viðskiptamanns eða fjárhagslega tengdra aðila, sem nemur 10% eða meira af eiginfjárgrunni.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd II-6

Staða útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna, bókfært virði<sup>1</sup>



1. Móðurfélög. 2. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default).  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

4. Hagstofa Íslands. Vísitala desember 2010: 366,7, mars 2012: 395,1.

70% hjá lífeyrissjóðunum. Þannig er heildaraukning nýrra íbúðalána á samanburðartímabilinu um 40%, bæði í fjárhæðum og fjölda. Viðsnúningurinn er því mikill, aðallega hjá viðskiptabönkum, sem lánuðu um 9 ma.kr. á fyrstu þremur mánuðum ársins 2012 meðan Íbúðalánasjóður lánaði um 3 ma.kr. og lífeyrissjóðirnir einungis 650 m.kr. Mikill meirihluti nýrra íbúðalána, eða um 85%-90%, er í formi óverðtryggðra lána.

### ... en dragast saman hjá Íbúðalánasjóði miðað við áætlanir

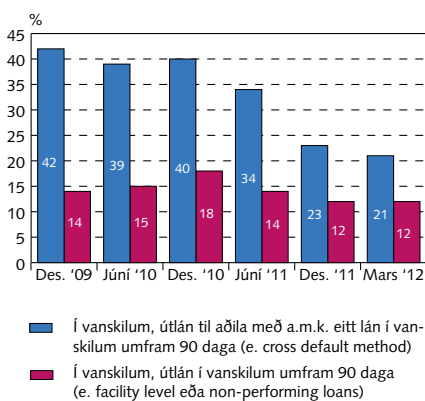
Til samanburðar jókst útlánastaða Íbúðalánasjóðs um tæplega 31 ma.kr. á árinu 2011 og námu þau 782 ma.kr. í árslok. Þar af voru um 24 ma.kr. í nýjum útlánum en áætlanir í upphafi árs 2011 gerðu ráð fyrir 27-35 ma.kr. Um töluvert frávik var því um að ræða frá upphaflegri áætlun. Endurskoðuð áætlun ársins 2012 gerir síðan ráð fyrir að ný útlán sjóðsins verði um 15-21 ma.kr. Útlánatölur fyrstu mánuði ársins 2012 benda til að áætlanir muni ekki standast og því líklegt að samdráttur í nýjum útlánum haldi áfram. Lánveitingar hafa á undanförunum mánuðum verið að færast meira yfir til innlánsstofnana og dragast að sama skapi saman hjá Íbúðalánasjóði og lífeyrissjóðum sem bjóða ekki óverðtryggð lán.<sup>5</sup> Nánari greining á samsetningu útlána til fyrirtækja og heimila ásamt atvinnugreinaflokkun fyrirtækjaútlána er í kafla III.

### Vanskilahlutföll

Endurskipulagning á lánasöfnum heimila og fyrirtækja hefur gengið vel að undanförmu en afar brýnt er að áfram haldist góður gangur í henni. Því fyrr sem efnahagsreikningar bankanna, og ekki síður heimila og fyrirtækja, verða komnir í jafnvægi, því fyrr getum við vænst þess að grundvöllur fyrir hagvöxt skapist til framtíðar. Forsenda þess er að sem flestir ráði við skuldsetningu sína og einnig að hagsmunir lánveitandans séu ekki fyrir borð bornir. Þannig ættu vanskil almennt að fara lækkanði í takt við eðlilegan framgang endurskipulagningarinnar. Þó er útlit fyrir tafir í frekari endurskipulagningu lánasafna bankanna vegna gengislánadóms Hæstaréttar frá því í febrúar sl., á meðan beðið er niðurstöðu dómstóla í álitamálu um reikningsaðferðir. Raunhæft væri að miða við að endurreikningur samkvæmt dómum geti hafist seinni hluta þessa árs. Sjá nánar umfjöllun í rammagrein í kafla V.

Hlutfall útlána í vanskilum hefur haldið áfram að lækka en ekki með sama hraða og áður. Í lok mars sl. voru um 21% af útlánunum stóru viðskiptabankanna þriggja í vanskilum, borið saman við 23% í árslok 2011 og 40% í lok árs 2010. Vanskilahlutfallið hefur því lítillaga þokast niður síðustu mánuði (mynd II-7). Hlutdeild lána í skilum án endurskipulagningar hefur haldist nokkuð óbreytt síðustu mánuði eða um 40% en eðlilega fjölgar þeim lánunum sem eru í skilum eftir endurskipulagningu. Í lok mars teljast þau vera um 39% af heildarútlánunum. Hér er miðað við bókfært virði og öll útlán viðskiptavinar talin í vanskilum ef eitt lán er komið í vanskil eða greiðsla talin ólíkleg (e. cross default). Annar mælikvarði á vanskil er ef eitt lán viðskiptavinar er í 90 daga vanskilum eða meiri, eigi það sama ekki við um önnur lán

Mynd II-7  
Vanskilahlutföll þriggja stærstu  
viðskiptabankanna<sup>1</sup>

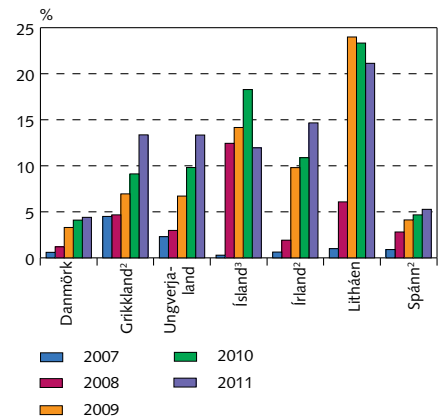


1. Móðurfélag, bókfært virði.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

5. Sjá nánar: Seðlabanki Íslands (2012, apríl). VI Eignamarkaðir, mynd VI-6, Hagvísar.

hans (e. facility basis eða non-performing loans). Samkvæmt þeim mælikvarða voru tæplega 12% útlána viðskiptabankanna í vanskilum í árslok 2011 og hafa þau lækkað nokkuð frá árinu 2010. Til samanburðar er algengt erlendis að bankar með gott útlánasafn séu með um 1-2% vanskilahlutfall. Vanskil hafa þó almennt verið að aukast í Evrópu síðustu misserin og þá sérstaklega í þeim ríkjum sem hafa verið að kljást við efnahagserfiðleika. Á mynd II-8 má sjá samanburð á vanskilahlutföllum nokkurra Evrópuríkja. Eftirtektarvert er að merkjanlegur árangur hefur náðst í tilviki Íslands frá árinu 2010 þegar vanskilahlutfall náði hámarki í rúmlega 18% en er nú um 12%. Grikkland hefur ekki farið varhluta af neikvæðri þróun vanskilahlutfalls sem hefur hækkað hratt síðustu misserin og stendur nú í um 13% og er á hraðri uppleið. Eins hefur svipuð þróun verið í Ungverjalandi, Írlandi og öðrum evruríkjum sem nú eiga í efnahagsvanda. Þannig má búast við hröðum breytingum í vanskilahlutföllum á Spáni næstu misserin í kjölfar erfiðleika sem þar eru í dag. Hins vegar má sjá á vanskilahlutföllum í Litháen, sem glímdi við kreppu á svipuðum tíma og við Íslendingar, að jákvæð þróun hefur orðið í lækkun hlutfallsins.

Mynd II-8

Evrópskur samanburður á vanskilahlutföllum<sup>1</sup>

1. Árslokatalur. Vanskilalán banka sem hlutfall af bruttó útlánasafni án niðurfærslna. Vanskilalán eru bruttó lán í vanskilum en ekki einungis sú upphæð sem er í vanskilum. 2. Grikkland/Írland: 2011 Q3 tölur. Spánn: 2011 Q2 tölur. 3. Ísland: 2007: Tölur áætlaðar út frá ársreikningum föllnu bankanna. 2008: Áætlað af SÍ.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Alþjóðabankinn, Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.



## III Útlán: Heimili og fyrirtæki

### Heimili

#### Breytt samsetning á skuldum heimilanna

Miðað við nýjasta mat Seðlabanka Íslands á skuldum heimilanna urðu þær mestar á fyrsta og öðrum ársfjórðungi ársins 2009 eða um 132% af landsframleiðslu (VLF).<sup>1</sup>

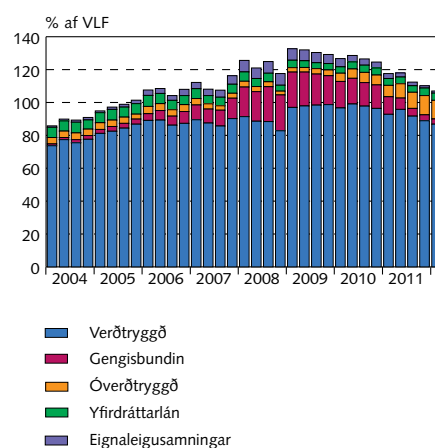
Eins og greint hefur verið frá í fyrri ritum um fjármálastöðugleika hafa skuldirnar lækkað nokkuð stöðugt frá árinu 2009 og voru við lok þriðja ársfjórðungs 2011 áætlaðar um 112% af VLF<sup>2</sup> og í lok fyrsta ársfjórðungs 2012 um 110% af áætlaðri landsframleiðslu (mynd III-1).

Stærstur hluti skulda heimilanna er verðtryggður og hafa þær numið á bilinu 74-99% af VLF frá árinu 2004. Á árunum 2007 og 2008 jókst aðgengi að gengisbundnum lánum og samfara lækkun á gengi krónunnar á árinu 2008 hækkuðu gengisbundnar skuldir heimilanna í 22% af VLF. Frá falli bankakerfisins hafa gengisbundnar skuldir heimilanna lækkað hratt, en flestir lánasamningar sem innihalda gengistryggingu hafa verið dæmdir ólöglegir. Í lok fyrsta ársfjórðungs 2012 voru gengisbundnar skuldir heimilanna áætlaðar rúmlega 3% af VLF.

Gengisbundnum lánasamningum sem búið er að dæma ólöglega og endurreikna, er breytt í óverðtryggð eða verðtryggð lán í krónum. Þar sem verðtryggðar eignir lánastofnana eru umfram verðtryggðar skuldir og óverðtryggðar skuldir umfram óverðtryggðar eignir, hafa bankarnir reynt að beina umreiknuðum gengisbundnum lánum yfir í óverðtryggð lán, og boðið einstaklingum og heimilum slík lán á hagstæðum kjörum vegna endurfjármögnunar eða íbúða- og bíla-kaupa. Eftirspurn heimila eftir óverðtryggðum lánum hefur verið mikil og viðleitni bankanna við að auka hlut óverðtryggðra útlána hefur greinilega borið árangur. Frá ársbyrjun 2010 til loka fyrsta ársfjórðungs 2012 hafa óverðtryggðar skuldir heimilanna að yfirdráttarlánum undanskildum hækkað úr 3,5% af VLF í 12,4%. Á sama tíma hafa verðtryggðar skuldir lækkað úr 99% af VLF í 88%. Ef yfirdráttarlán eru meðtalin hefur hlutdeild óverðtryggðra skulda í heildarskuldum heimila aukist frá því að vera 5,7% af heild í ársbyrjun 2009 í 15,4% í lok fyrsta ársfjórðungs 2012 eða nánast þrefaldast á rúmum þremur árum. Líta verður á aukið vægi óverðtryggðra lána sem jákvæða þróun þar sem misvægi í efnahagsreikningum bankanna minnkar og virkni peningastefunnar ætti að aukast. Hins vegar er greiðslubyrði óverðtryggðra lána í flestum tilfellum þyngri en verðtryggðra lána í upphafi lánstímans og hækkan vaxta gæti leitt til þess að greiðslubyrðin reyndist mörgum heimilum með óverðtryggð lán of mikil og þar með ógnað fjármálastöðugleika.

Mynd III-1

Skuldir heimila sem hlutfall af VLF  
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2012



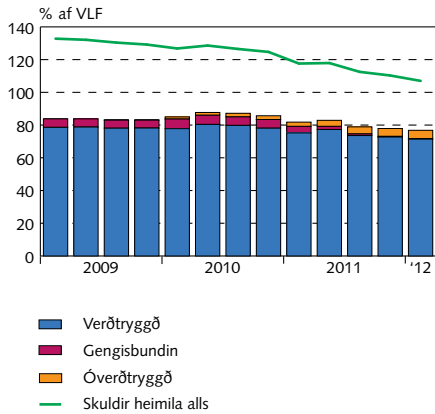
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Nýjasta mat Seðlabanka Íslands á skuldum heimila og fyrirtækja kann að vera frábrugðið áður birtum tölum. Eftir efnahagshrunið hefur reynst torveldara að nálgast þessar upplýsingar, sérlega hjá fjármálafyrirtækjum sem misst hafa starfsleyfi og útlán í eignvörðum skuldabréfum sem gefin voru út af bönkunum fyrir fall bankakerfisins. Seðlabanki Íslands vinnur ötullega að því að safna ítarlegum gögnum um útlán heimila og fyrirtækja til hagskýrslugerðar.
2. Í síðasta riti Seðlabanka Íslands um fjármálastöðugleika voru skuldir heimilanna áætlaðar 107% af VLF í lok þriðja ársfjórðungs 2011. Nýjasta mat bankans er því um 5 prósentustigum hærra.

## Mynd III-2

Skuldir heimila með veð í íbúðarhúsnæði sem hlutfall af VLF

1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hækkun óverðtryggðra skulda er að mestu tilkomin vegna húsnæðisfjármögnunar og umbreytingu gengisbundinna lána í óverðtryggð lán í krónum. Hluttur óverðtryggðra íbúðalána hækkar úr 0,1% af VLF í ársbyrjun 2010 í 5,3% í lok fyrsta ársfjórðungs 2012 (mynd III-2). Á sama tíma hefur hluttur verðtryggðra íbúðalána lækkað úr 78% af VLF í 72%. Aðrar skuldir en íbúðaskuldir hafa lækkað verulega frá falli bankakerfisins. Mest urðu þær um 54% af VLF í lok fyrsta ársfjórðungs 2009, en nú þremur árum síðar eru þær um 38% af VLF.

### Líklegt að skuldir heimilanna lækki enn frekar

Gera má ráð fyrir að skuldir heimilanna haldi áfram að lækka. Annars vegar eru enn umsóknir í vinnslu hjá fjármálafyrirtækjunum vegna greiðsluferfiðleikurræða, en Samtök fjármálafyrirtækja áætla að í lok janúar 2012 hafi tæplega 1.100 mál verið enn í vinnslu, og hins vegar og ekki síður vegna dóms Hæstaréttar frá febrúar sl. um að óheimilt sé að krefja lántaka ólögmeðs gengistryggðs láns um viðbótar-greiðslur fyrir greidda vaxtagjalddaga ef fullnaðarkvittun liggur fyrir um greiðslu. Áhrifin gagnvart heimilunum verða töluverð. Miðað við greiningu Fjármálaeftirlitsins í kjölfar dómsins er líklegt að bókfært tap viðskiptabanka, sparisjóða og annarra lánastofnana vegna lánasamninga við heimili verði að lágmarki 22 ma.kr., en gæti mögulega orðið allt að 9 ma.kr. til viðbótar. Áætlað er að 3/4 þess taps sem fjármála-stofnanir verða að bókfæra vegna lánasamninga við heimilin komi fram í lækkun á bókfærðu virði opinna samninga og um 1/4 komi til útborgunar. Heimili sem voru með gengistryggða lánasamninga geta því átt von á því að skuldir þeirra lækki um að minnsta kosti 16 ma.kr. og endurgreiðslu í peningum sem nemur allt að 6 ma.kr. Matíð miðast við bókfært virði samninga, en þar sem krafan sem snýr að lántakendum getur verið hærri, er ekki ólíklegt að lækkun á kröfuvirði verði meiri en sú upphæð sem nefnd var hér að framan. Að auki er mögulegt að bókfært tap lánastofnana verði 9 ma.kr. til viðbótar, en endanleg upphæð veltur á niðurstöðum frekari dómsmála. Af þessum 9 ma.kr. yrðu tæplega 8 ma.kr. greiddir út og rúmlega 1 ma.kr. kæmi til lækkunar á bókfærðu virði lánasamninga. Nánar er fjallað um gengislánadóma og áhrif þeirra í rammagrein í kafla V.

### Ráðstöfunartekjur hækka og kaupmáttur heimilanna eykst

Með endurskipulagningu skulda og aukningu í ráðstöfunartekjum lækkuðu skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum á árinu 2011 eftir að hafa hækkað eða staðið í stað um árabíl.<sup>3</sup> Kaupmáttur ráðstöfunartekna hækkaði um 2,9% á árinu 2011 eftir að hafa lækkað um 17% á árinu 2009 og 11% á árinu 2010. Mikla lækkun ráðstöfunartekna má t.d. sjá í því að þrátt fyrir að skuldir heimilanna sem hlutfall af VLF hafi lækkað á árinu 2010, jukust skuldirnar sem hlutfall af ráðstöfunartekjum umtalsvert. Í *Peningamálum* 2012-2 er gert ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna hækki um 0,5% á árinu 2012 og með frekari endurskipulagningu skulda er áætlað að hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum haldi áfram að lækka á árinu 2012, en þó minna en á árinu 2011. Einkaneysla jókst umtalsvert á árinu 2011 eða um

3. Byggt á þjóðhagslíkani Seðlabanka Íslands.



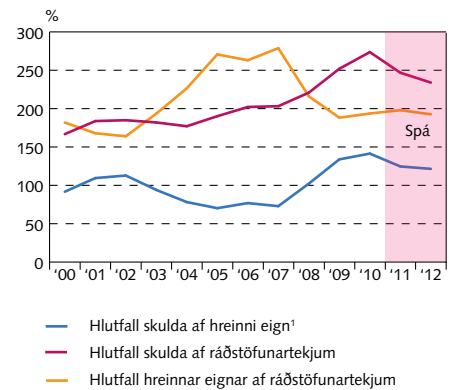
4,0% og er aukning hennar einn af helstu drifkröftum efnahagsbatans síðustu misserin. Áætlað er að eftirspurn heimilanna haldi áfram að aukast á árinu 2012 og verði áfram drifkraftur hagvaxtar, þótt áhrifin verði minni en á síðasta ári. Áætlað er að einkaneysla aukist um 3,2% á árinu 2012, en helstu þættir sem styðja við hana eru aukinn kaupmáttur, hærra atvinnustig, hækkun íbúða- og eignaverðs, lágt raunvaxtastig og auknar heimildir til úttektar og breytt skattaleg meðferð séreignarlífeyrissparnaðar. Þrátt fyrir töluverða aukningu einkaneyslu undanfarin misseri er hún sem hlutfall af VLF þó enn lág.

Hlutfall skulda heimila af hreinni eign, þ.m.t. fasteignir, bílar, bankainnstæður og ýmiss konar verðbréf en án lífeyriseignar, lækkaði umtalsvert á milli árána 2010 og 2011 eða um 17%, en um er að ræða fyrsta árið frá falli bankakerfisins sem slík þróun á sér stað. Gert er ráð fyrir að sú jákvæða þróun haldi áfram á árinu 2012 þótt lækkunin verði minni en á árinu 2011. Á árinu 2011 jókst hrein eign heimila, sem hlutfall af ráðstöfunartekjum, á ný eftir að hafa lækkað umtalsvert frá falli bankakerfisins. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að eignir heimilanna aukist á árinu 2012 mun hrein eign heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum lækka á árinu þar sem ráðstöfunartekjur munu hækka meira en eignir. Þeir mælikvarðar sem hér hafa verið nefndir benda til þess að bati á stöðu heimilanna sem hófst árið 2011 haldi áfram á árinu 2012.

Upp úr síðustu aldamótum voru skuldir heimila héraðs um 170% af ráðstöfunartekjum sem er svipað og í Danmörku og í Hollandi. Hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum í öðrum ríkjum sem við viljum gjarnan bera okkur saman við, var töluvert lægra eða um 100-120% (mynd III-4). Gott aðgengi heimila að lánsfé á hagstæðum kjörum leiddi til þess að skuldir heimila í flestum vestrænum ríkjum hækkuðu meira frá síðustu aldamótum en ráðstöfunartekjur. Á árinu 2010 var hlutfall skulda heimila á móti ráðstöfunartekjum hvergi hærra í Evrópu en hér á landi. Með endurskipulagningu skulda (þ.m.t. niðurfærslur vegna dóma Hæstaréttar um ólögmati gengistryggingar) og umtalsverðri aukningu ráðstöfunartekna á árunum 2011 og 2012 má gera ráð fyrir að skuldir hér á landi sem hlutfall af ráðstöfunartekjum verði lægri en í Danmörku og Hollandi á árinu 2012. Þrátt fyrir umtalsverða lækkun skulda heimila síðustu þrjú ár og lækkun skulda sem hlutfall af ráðstöfunartekjum eru skuldir íslenskra heimila þó enn háar í alþjóðlegu samhengi.

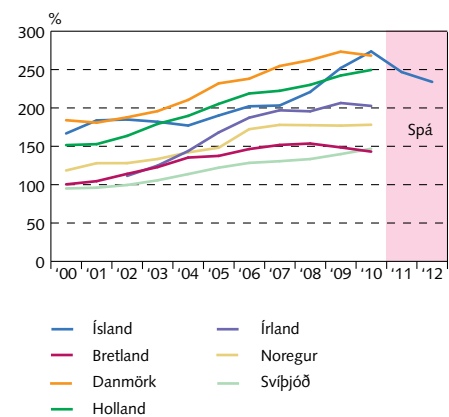
Stór hluti skulda heimilanna er vegna húsnæðisfjármögnunar og fellur þá undir húsnæðiskostnað. Mynd III-5 sýnir húsnæðiskostnað sem hlutfall af ráðstöfunartekjum. Þegar myndir III-4 og III-5 eru bornar saman má sjá að gott samræmi er á skuldum og húsnæðiskostnaði, Holland og Danmörk eru til að mynda efst á báðum myndum og Noregur og Svíþjóð á svipuðu róli. Ísland sker sig þó úr þar sem húsnæðiskostnaður hér á landi er álíka og í Noregi og Svíþjóð en skuldsetning mun meiri. Ástæðan fyrir þessu er að hita- og rafmagnskostnaður er mun lægri hér á landi en í Evrópu. Það er því spurning hvort lágur hita- og rafmagnskostnaður hér á landi hafi í för með sér að íslensk heimili skuldsetji sig meira en ella, en t.d. eru neyslu-, bíla- og námslán almennt hærri hér á landi en í nágrannalöndunum.

Mynd III-3  
Fjárhagsstaða heimila



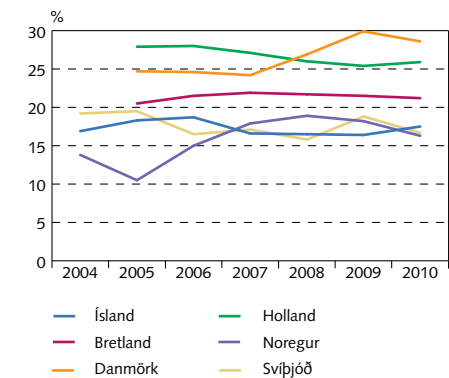
1. Þ.m.t. fasteignir, bílar, bankainnstæður og ýmiss konar verðbréf en án lífeyriseigna.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4  
Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum



Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

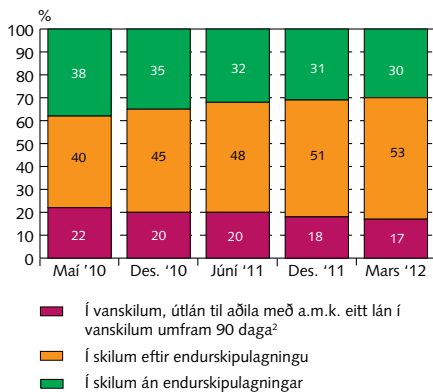
Mynd III-5  
Húsnæðiskostnaður heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd III-6

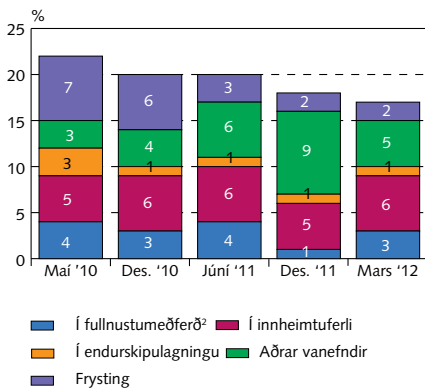
Staða útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna og Íbúðalánasjóðs til heimila<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, bókfært virði. 2. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method). Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd III-7

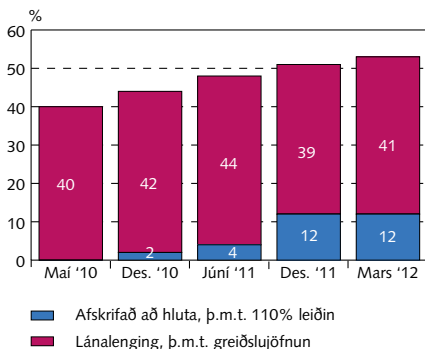
Staða útlána til heimila í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum og ÍLS<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, bókfært virði. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán sem ekki hefur verið greitt af í meira en 90 daga eða greiðsla er talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default). 2. Hlutfall lána í fullnustumeðferð og í innheimtuferli lækkar í desember 2011, þar sem Íbúðalánasjóður sendi ekki út greiðsluáskoranir og nauðungarsöluþeirri í seinni hluta desembermánaðar. Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd III-8

Úrræði við endurskipulagningu útlána heimila hjá stóru viðskiptabönkunum og ÍLS<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, bókfært virði. Heimild: Fjármálaeftirlitið.

### Hlutfall útlána í vanskilum heldur áfram að lækka

Í lok mars 2012 voru um 17% af heildarútlánnum þriggja stærstu viðskiptabankanna og Íbúðalánasjóðs til heimila í vanskilum m.v. bókfært virði þegar öll lán viðskiptavinar teljast í vanskilum ef eitt lán er komið í vanskil (e. cross default). Hlutfallið var 18% um síðustu áramót, 20% í desember 2010 og 22% í maí 2010. Hlutfall útlána í vanskilum hefur því lækkað síðustu tvö ár og er líklegt að endurskipulagning útlána hafi haft jákvæð áhrif þar sem hlutfall lána í skilum eftir endurskipulagningu hækkaði á sama tímabili úr 40% í 53% (mynd III-6).

Minni vanskil í lok mars 2012 samanborið við árslok 2010 stafa af því að hlutfall lána í frystingu lækkar á umræddu tímabili úr 6% í 2%, á móti hækka aðrar vanefndir úr 4% í 5% (mynd III-7). Hlutfall lána í endurskipulagningarferli er það sama og í árslok 2010 eða 1%. Í lok mars sl. voru 9% útlána í fullnustumeðferð eða innheimtuferli og hefur það hlutfall haldist óbreytt í um 2 ár. Að vísu lækkaði hlutfall lána í innheimtuferli úr 3% í 1% í desember 2011 og hækkaði síðan aftur í 3% í mars síðastliðnum. Skýringin á þessari sveiflu er sú að Íbúðalánasjóður sendi ekki út greiðsluáskoranir og nauðungarsöluþeirri í seinni hluta desembermánaðar.

Lánalenging, þar með talin greiðslujöfnun, er algengasta úrræðið við endurskipulagningu lána heimila en að jafnaði hefur verið lengt í 40% af útlánnum heimilanna. Um 12% af útlánnum heimila hafa verið afskrifuð að hluta, í gegnum 110% leiðina eða sértæka skuldaaðlögun (mynd III-8) en hlutfallið var 2% í árslok 2010 og 8% í lok september 2011. Samkvæmt upplýsingum frá Samtökum fjármálafrirtækja hafa nánast allar umsóknir um 110% leiðina og stór hluti umsókna er snýr að sértækri skuldaaðlögun verið afgreiddar. Mikill árangur náðist því í endurskipulagningu skulda heimilanna á árinu 2011.

Veðhlutföll fasteignaveðlana hjá stóru viðskiptabönkunum benda til þess að tryggingarþekja vegna húsnæðislána fari batnandi. Um 45% af lánnum með veði í íbúðarhúsnæði var með 70% veðhlutfall eða hærra í lok árs 2011. Hlutfallið var 51% í lok júní 2011 og 46% í árslok 2010. Veðlán yfir 90% af markaðsvirði fasteigna voru um 22% af húsnæðislánnum í árslok 2011 en hlutfallið var 32% í júní 2011 og í árslok 2010. Fasteignamat íbúðarhúsnæðis hækkaði að meðaltali um 9% um sl. áramót sem er hækkun umfram verðlag og ætti að óbreyttu að stuðla að enn frekari lækkingu veðhlutfalla.

Einstaklingum á vanskilaskrá hefur haldið áfram að fjölga. Fjöldi á vanskilaskrá virtist ná hámarki sumarið 2011, en þegar leið að síðustu áramótum jókst hann að nýju og fór í fyrsta sinn yfir 26.000 einstaklinga í desember 2011. Síðan hefur fjöldi á vanskilaskrá verið tæplega 26.500 einstaklingar en of snemmt er segja til um hvort hámarki hafi verið náð.

Þróun fjölda einstaklinga á vanskilaskrá er önnur en þróun vanskila þriggja stærstu viðskiptabankanna og Íbúðalánasjóðs. Helstu ástæður þessa er annars vegar sú að mismunandi form lánasamninga gerir það að verkum að 60-400 dagar geta liðið þar til að vanskil eru skráð í vanskilaskrá<sup>4</sup> og hins vegar sú að einstaklingar geta verið á vanskilaskrá þar til tveimur árum eftir skiptalok og fjórum árum eftir

4. Samkvæmt upplýsingum um verklag við skráningu á vanskilaskrá CreditInfo.

að framkvæmt hefur verið hjá þeim árangurslaust fjárnám. Það er því töluverð tímátöf á milli lækkandi stöðu vanskila hjá útlánastofnunum og fjölda einstaklinga á vanskilaskrá.

### Árangurslausum fjárnámum fækkar en gjaldþrotum fjölgar

Nýjustu upplýsingar um tíðni árangurslausra fjárnáma staðfesta fyrir vísbendingar um að viðsnúningur hafi orðið í tíðni þeirra haustið 2011. Á tímabilinu september 2011 til apríl 2012 voru 2.348 árangurslaus fjárnám skráð, en fyrir sama tímabil 12 mánuðum fyrir var fjöldinn 5.266 og hefur fækkunin því numið um 55%. Ef horft er til fyrstu fjögurra mánaðanna í ár er fækkunin um 60%. Á móti hefur gjaldþrotaráurskurðum einstaklinga fjölgað síðustu misserin, en á 8 mánaða tímabili frá september 2011 til apríl 2012 voru 152 gjaldþrot einstaklinga skráð, en þau voru 88 miðað við sama tímabil 12 mánuðum fyrir. Hér er um 73% fjölgun að ræða og bendir því til að staða þeirra einstaklinga sem lenda með sín mál í innheimtu sé sterkari en fyrst eftir fjármálaáfallið þar sem líklegt er að fjármálastofnanir telji að eignir viðkomandi séu meiri en sá kostnaður sem fylgir slíkum aðgerðum.

Fjöldi gjaldþrotaráurskurða er lítið brot af þeim innheimtumálum sem enda með árangurslausu fjárnámi. Fækkun mála sem enda í innheimtu, þ.e. með gjaldþroti eða árangurslausu fjárnámi, er í samræmi við lækun vanskila.

### Líkleg töf á frekari endurskipulagningu skulda heimilanna

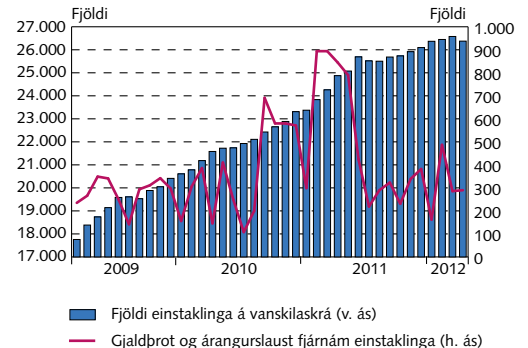
Vegna óvissu um endurútreikning og uppgjör þegar greiddra vaxta gengistryggðra lána hefur óvissa aukist um endurskipulagningu skulda heimilanna. Talið er að á annan tug dómsmála þurfi til að skera úr um þá lagaóvissu sem nú ríkir um lánasamninga sem byggjast á gengistryggingu. Mikilvægt er að reynt sé að flýta þeim dómsmálum sem nú eru í gangi og varða þá óvissu sem upp er komin, en hún er slæm fyrir bæði heimilin og lánastofnanir.

Samkvæmt upplýsingum frá Samtökum fjármálafyrirtækja var lækun á höfuðstól lána fjármálafyrirtækja, íbúðalánasjóðs og lífeyrisjóðanna til einstaklinga vegna endurútreiknings og niðurfærslu alls 202,2 ma.kr. í lok janúar sl. (mynd III-10). Lækun vegna endurútreiknings nemur 149,2 ma.kr., en annars vegar lækka gengistryggð íbúðalán um 109,6 ma.kr. og hins vegar gengistryggð bílalán um 39,6 ma.kr. Ef staðan er borin saman við tölur fyrir lok september 2011, lækkar höfuðstóll íbúðalána um 13,2 ma.kr. á þessum fjórum mánuðum og höfuðstóll bílalána um 1,1 ma.kr. en aðeins 61 bílalánamál er enn í vinnslu. Því virðist sem búið sé að endurreikna höfuðstól bílalána til samræmis við þá dóma sem féllu fyrir gengislánadóm Hæstaréttar 15. febrúar sl. um fullnaðarkvittanir. Lækun vegna niðurfærslu nemur alls 53 ma.kr., en annars vegar lækkar höfuðstóll vegna 110% leiðarinnar um 45,8 ma.kr. og hins vegar vegna sértækrar skuldaaflögunar um 7,2 ma.kr. Til samanburðar við stöðuna í lok september 2011 aukast niðurfærslur vegna 110% leiðarinnar um 14,1 ma.kr. og um 1,1 ma.kr. vegna sértækrar skuldaaflögunar. Í lok janúar var aðeins 1% umsókna um 110% leiðina í vinnslu og því má segja að endurskipulagningu vegna hennar sé að mestu lokið. Um 28% umsókna vegna sértækrar skuldaaflögunar eru enn í vinnslu og má því búast

Mynd III-9

Einstaklingar á vanskilaskrá, gjaldþrot og árangurslaus fjárnám

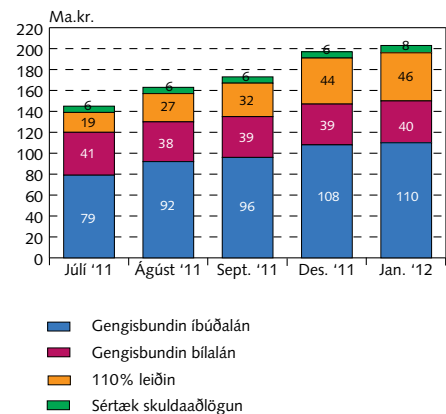
Mánaðarleg gögn, mars 2009 - apríl 2012



Heimild: Creditinfo.

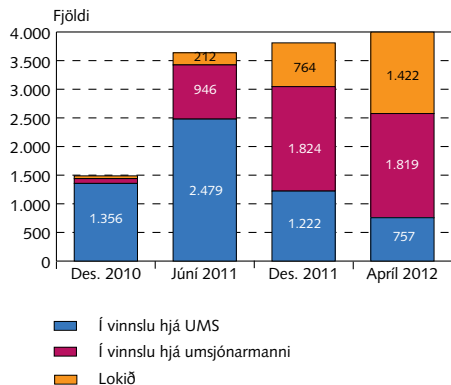
Mynd III-10

Lækun á höfuðstól lána heimila vegna endurútreiknings og niðurfærslu



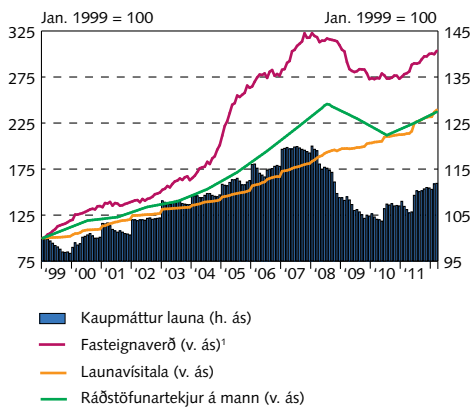
Heimild: Samtök fjármálafyrirtækja.

Mynd III-11  
Staða mála hjá Umboðsmanni skuldara



Heimild: Umboðsmaður skuldara.

Mynd III-12  
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu, launavísitala og ráðstöfunartekjur á mann  
Janúar 1999 - mars 2012



1. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

við frekari niðurfærslu vegna hennar, en hægt er að sækja um sértæka skuldaaðlögun hjá lánastofnunum til næstu áramóta.

Hjá Umboðsmanni skuldara höfðu 3.998 einstaklingar sótt um greiðsluáðlögun í lok apríl sem er sértækasta úrræðið fyrir einstaklinga sem eiga í verulegum greiðsluerfiðleikum. Af 3.998 umsóknum voru 757 umsóknir í vinnslu innan embættisins, 1.819 umsóknir í vinnslu hjá umsjónarmönnum og 1.422 umsóknum eða um 36% af heildarfjölda umsókna búið að loka (mynd III-11). Þunginn í vinnslu greiðsluáðlögunarmála hefur því verið að færast frá ákvörðunartöku til eftirlits og stuðnings við umsjónarmenn.

### Staða heimilanna batnar en óvissa til staðar

Á árinu 2011 varð verulegur viðsnúningur á stöðu heimilanna. Heildarskuldir þeirra lækkuðu að raunvirði um tæplega 8% á árinu, kaupmáttur launa jókst um 3,7% og einkaneysla um 4%. Atvinnuleysi lækkaði um 0,7% á árinu og greina má aukningu í fjölda vinnustunda og í eftirspurn eftir vinnuafli. Eignastaða heimilanna hefur jafnframt batnað umtalsvert. Fasteignamarkaðurinn hefur tekið vel við sér með aukinni veltu og hækkuð íbúðaverðs, en það hækkaði um tæplega 10% á árinu 2011.

Árangur hefur náðst í fjárhagslegri endurskipulagningu heimilanna, en þó er henni enn ekki lokið þar sem til dæmis ríkir enn óvissa um endurútreikning gengistryggðra lána. Ljóst er að skuldir heimilanna munu lækka í kjölfar dóms Hæstaréttar frá febrúar síðastliðnum og jafnframt mun endurgreiðsla til heimilanna verða einhver þar sem ekki er hægt að skuldajafna hluta þeirrar upphæðar sem lánastofnanir verða að afskrifa vegna dómsins. Einnig er búist við að fjárfesting muni aukast í ár sem mun ennfrekar auka eftirspurn eftir vinnuafli og styrkja stöðu heimilanna.

Jákvæð teikn eru á lofti sem benda til þess að staða heimilanna fari hægt batnandi. Fjárhagsleg skilyrði margra heimila eru þó enn erfið og rannsóknir sýna að einstæðir foreldrar og ungt barnafólk eru þeir hópar sem erfiðast eiga með að ná endum saman. Verðbólga hefur verið meiri undanfarið en búist var við og hafa verðbólguhorfur versnað. Væntingar eru um að vextir Seðlabanka Íslands verði hærri í kjölfarið og t.d. hækkuðu nafnvextir óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna um 0,25 til 0,50 prósentur þann 1. apríl síðastliðinn, í kjölfar 0,25 prósentna vaxtahækkunar Seðlabankans 21. mars síðastliðinn (tafla III-1). Jafnframt hafa bankarnir þrír hækkað vextina um 0,35-0,50 prósentur til viðbótar í kjölfar 0,50 prósentna vaxtahækkunar Seðlabanka Íslands 16. maí. Ennfremur ríkir óvissa um þróun á gengi krónunnar, en afnám fjármagnshafta gæti haft áhrif á stöðu hennar. Þrátt fyrir að í meginatriðum hafi staða heimilanna batnað undanfarið og horfur séu jákvæðar er óvissa töluverð.

Tafla III-1 Fastir vextir óverðtr. íbúðalána stóru viðskiptabankanna

Viðskiptabanki	Faxtir vextir til:	Hækkun frá 1. apríl	Vextir í júní
Landsbankinn	60 mánaða	0,70%	7,30%
Landsbankinn	36 mánaða	0,60%	7,00%
Arion banki	60 mánaða	1,00%	7,45%
Íslandsbanki	36 mánaða	0,75%	6,95%

Heimildir: Arion banki, Íslandsbanki, Landsbankinn.

### Breytt samsetning skulda heimilanna

Frá falli bankakerfisins hafa orðið breytingar á skuldum heimilanna (mynd III-1), en bæði hafa þær lækkað (t.d. í hlutfalli af landsframleiðslu) og samsetning þeirra breyst. Helsta ástæða þessara breytinga eru dómar Hæstaréttar um ólögmati gengistryggingar en í kjölfarið hefur kröfuvirði útlána til heimilanna lækkað og gengisbundnum lánnum verið breytt í verðtryggð eða óverðtryggð lán í krónum. Bankarnir hafa reynt að beina umreiknuðum gengisbundnum lánnum yfir í óverðtryggð lán og eftirspurn heimilanna hefur einnig verið mikil eftir slíkum lánnum. Frá áramótum hafa t.d. tæplega 90% af nýjum íbúðalánnum innlánsstofnana verið óverðtryggð og má því áætla að heimilin kjósi frekar hærri greiðslubyrði í byrjun og hraðari eignamyndun en stöðugri greiðslubyrði með verðtryggðum lánnum. Neikvæð umræða um verðtryggingu og hækkun verðbólgu í kjölfar fjármálaáfallsins gæti einnig haft hér áhrif.

Heimilum er boðið upp á ýmsar leiðir þegar kemur að fjármögnun vegna húsnæðis- eða bílakaupa, en hjá flestum innlánsstofnunum er hægt að velja um fasta eða breytilega vexti fyrir bæði óverðtryggð og verðtryggð lán. Einnig getur binditími vaxta óverðtryggðra lána verið mismunandi en algengast er að einstaklingum sé boðið að festa vexti til þriggja eða fimm ára. Miðað við bókfært virði óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna um sl. áramót voru 85% lána (eða um 64,7 ma.kr.) með breytilega vexti, 9% (7 ma.kr.) með fasta vexti til fimm ára, 2% (1,2 ma.kr.) með fasta vexti til þriggja ára og 4% (3 ma.kr.) með annan binditíma en þrjú eða fimm ár. Að undanfögnu hefur meirihluti nýrra óverðtryggðra íbúðalána borið fasta vexti og því er líklegt að nánast öll gengisbundin lán sem breytt hefur verið í óverðtryggð lán í krónum beri breytilega vexti. Ef almenn vaxtaþróun er á skjön við fasta vexti láns geta vaxtakjör og greiðslubyrði breyst mikið þegar næsta vaxtaendurskoðun fer fram. Ef slík vaxtaþróun á sér almennt stað og vaxtaendurskoðun fyrir stóran hluta óverðtryggðra lána með fasta vexti fellur til á svipuðum tíma, gæti slíkt haft áhrif á stöðu fjölda heimila, neyslu og fjármálastöðugleika. Líklegt er að fastir vextir óverðtryggðra íbúðalána stóru bankanna hækki við vaxtaendurskoðun í ár og á næsta ári en frá 1. apríl sl. hafa fastir vextir slíkra lána til 36 eða 60 mánaða hækkað um 0,6 til 1,0 prósentur. Mynd 2 sýnir að vaxtaendurskoðun mun fara fram árið 2016 fyrir nánast helming óverðtryggðra lána með fasta vexti og að um fjórðungur vaxtaendurskoðunarinnar fer fram árið 2013. Hér er þó um lágur fjárhæðir að ræða í samanburði við íbúðalán heimilanna í heild og mun því eitt og sér ekki hafa marktæk áhrif á fjármálastöðugleika þótt vextir þessara lána hækki við næstu vaxtaendurskoðun.

Ef bókfært virði heildarútlána stóru viðskiptabankanna til heimila er skoðað kemur í ljós að um 46% útlána eru með breytilega vexti og 54% með fasta vexti. Af útlánnum með fasta vexti er 31% lána með vexti bundna til 10 ára eða lengur. Að stærstum hluta er um að ræða verðtryggð íbúðalán með fasta raunvexti út lánstímann (flokkur „2022+“ á mynd 3). Ef lánnum íbúðalánasjóðs, lífeyrissjóða og LÍN er bætt við yrði þetta hlutfall mun hærra.

Vaxtaendurskoðun útlána verður á næstu misserum mun algengari vegna verðtryggðra lána en óverðtryggðra en hlutfall lána sem eru óverðtryggð og verða vaxtaendurskoðuð næstu fimm árin nemur aðeins um 2% af heildarútlánnum til heimila en hlutfallið er 21% fyrir verðtryggð lán.

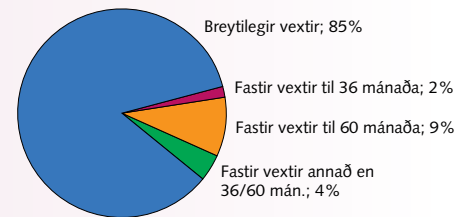
Ljóst er að hlutfall lána heimilanna með breytilega eða bundna vexti til skamms tíma er allnokkurt og má búast við að það hlutfall hækki þar sem eftirspurn eftir óverðtryggðum lánnum er mikil, en jafnframt hafa lífeyrissjóðir og íbúðalánasjóður í skoðun að bjóða slík lán. Einnig bjóða flestir lífeyrissjóðir nú verðtryggð lán með

### Rammagrein III-1

## Vaxtaendurskoðun útlána til heimila og fyrirtækja

Mynd 1

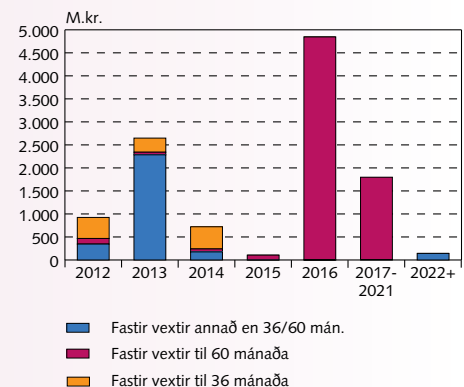
Vaxtaskilmálar óverðtryggðra íbúðalána í árslok 2011<sup>1</sup>



1. Miðað við bókfært virði útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

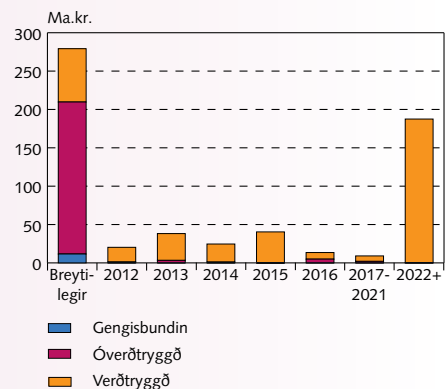
Vaxtaendurskoðun óverðtryggðra íbúðalána með fasta vexti<sup>1</sup>



1. Miðað við bókfært virði útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

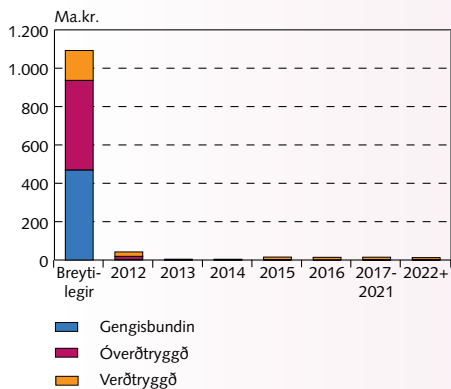
Vaxtaendurskoðun útlána til heimila<sup>1</sup>



1. Miðað við bókfært virði útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Vaxtaendurskoðun útlána til fyrirtækja<sup>1</sup>



1. Miðað við bókfært virði útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

breytilegum raunvöxtum. Þessi breyting á samsetningu lána heimilanna ætti að bæta virkni peningastefnunnar þar sem breytingar á vöxtum Seðlabankans ættu að hafa meiri áhrif á greiðslubyrði lána.

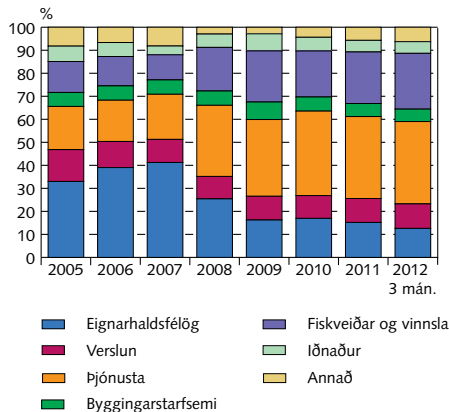
Greiðslubyrði óverðtryggðra lána er hins vegar í flestum tilfellum þyngri en verðtryggðra lána í upphafi lánstímans. Hækkun vaxta gæti því leitt til þess að greiðslubyrðin reyndist mörgum heimilum með óverðtryggð lán of mikil og þar með ógnað fjármálastöðugleika.

### Skuldir fyrirtækja að mestu leyti með breytilega vexti

Skuldir fyrirtækja eru að langstærstum hluta með breytilega vexti eða um 91% og þar af eru um 39 prósentustig gengisbundin lán, 13 prósentustig verðtryggð og 39 prósentustig óverðtryggð. Af þeim 9% lánsamninga sem bera fasta vexti eru 1,5 prósentustig vegna óverðtryggðra og 7,5 prósentustig vegna verðtryggðra lána. Vaxtaendurskoðun lána fyrirtækja sem bera fasta vexti er því lítil ógn við fjármálastöðugleika og líklegt að svo verði áfram.

Mynd III-13

Útlán innlánsstofnana til fyrirtækja sundurliðuð eftir atvinnugreinum<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, bókfært virði. Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Fyrirtæki

### Efnahagsreikningar fyrirtækja dragast saman

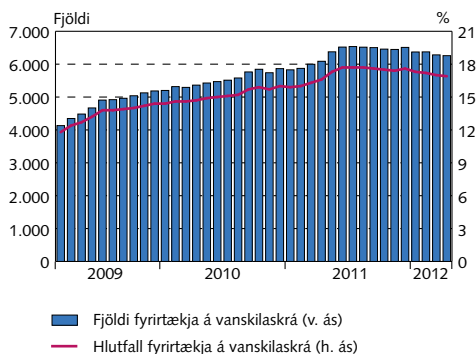
Á árunum fyrir fall bankakerfisins uxu efnahagsreikningar margra fyrirtækja samhliða auknum yfirtökum og meiri skuldsetningu. Árið 2008 var stærð efnahagsreikninga 100 stærstu fyrirtækja landsins utan fjármálaþjónustu um sexföld landsframleiðsla (VLF) og hafði þá rúmlega tvöfaldast frá árinu 2004. Þessi þróun hefur nú snúist við. Stærri fyrirtæki hafa í einhverjum tilvikum verið leyst upp, farið í gjaldþrot eða fjárhagslega endurskipulagningu og samfara hafa efnahagsreikningar þeirra dregist saman. Í árslok 2010 var stærð efnahagsreikninga 100 stærstu fyrirtækja landsins um 4,4 sinnum VLF, sem er þó heldur meira en hún var árið 2005.

Atvinnugreinaskipting 200 stærstu fyrirtækja landsins hefur breyst nokkuð á undanförunum árum eins og sjá má í töflu III-2. Árið 1998 voru 52 af 200 stærstu fyrirtækjunum sjávarútvegsfyrirtæki, 9 árum síðar eða árið 2007 voru þau einungis 14. Árið 2010 hafði þeim aftur fjölgað og voru þá 22. Vægi útlána til sjávarútvegsfyrirtækja af fyrirtækjaútlánnum innlánsstofnana hefur einnig aukist síðastliðin ár og í lok mars nam vægi þeirra um 24% af fyrirtækjaútlánnum. Stærsta breytingin á þessu árabili er í vægi eignarhaldsfélaga. Þau voru 52 af 200 stærstu fyrirtækjum landsins árið 2010 og er það sami fjöldi og árið 2001. Hins vegar voru þau 120 af 200 stærstu fyrirtækjum landsins árið 2007. Í lok mars sl. voru um 13% af fyrirtækjaútlánnum innlánsstofnana til eignarhaldsfélaga en þau voru 41% árið 2007. Fjöldi stórra þjónustufyrirtækja hefur aukist umtalsvert frá árinu 2007, tengist það meðal annars auknum umsvifum í ferðaþjónustu og upplýsingatækniyrirtækja en einnig því að fjölgun er í flokknum fasteignafélög og starfsemi höfuðstöðva, slík starfsemi er nokkuð svipuð starfsemi eignarhaldsfélaga. Þjónustufyrirtæki voru 29 af 200 stærstu fyrirtækjum landsins árið 2007 og hafði sá fjöldi verið nokkuð stöðugur um árabil, en árið 2010 voru þau orðin 60. Samhliða hefur vægi þeirra í fyrirtækjaútlánnum innlánsstofnana tvöfaldast á nokkrum árum, farið úr 18% árið 2006 í 36% í lok mars sl.

Mynd III-14

Fyrirtæki í vanskilum

Mars 2009 - apríl 2012



Heimild: CreditInfo.

Tafla III-2 Atvinnugreinaskipting 200 stærstu fyrirtækja landsins utan fjármálaþjónustu 1998-2010

	Eignar- haldsfélög	Verslun	Þjónusta	Iðnaður	Sjávar- útvegur	Önnur starfsemi
1998	30	43	31	23	52	21
2001	52	33	34	16	38	27
2004	87	24	29	14	24	22
2007	120	13	29	9	14	15
2010	52	22	60	18	22	26

Heimild: Hagstofa Íslands.

### Vanskil minnka og árangurslausum fjárnámum fækkar

Fjöldi og hlutfall fyrirtækja á vanskilaskrá náði hámarki um mitt ár 2011. Nú eru um 6.250 fyrirtæki eða um 17% fyrirtækja á vanskilaskrá og hefur þeim fækkað lítilega undanfarna mánuði. Þegar fyrirtæki er komið inn á vanskilaskrá líður oft umtalsverður tími þar til að fyrirtækið losnar af skránni, í kjölfar þess að skuldir komast í skil, eru endurskipulagðar eða fyrirtækinu slitið (gjaldþrot). Því kann staða vanskila að vera með einhverri tímatöf og raunveruleg vanskil lægri en vanskilaskrá gefur til kynna.

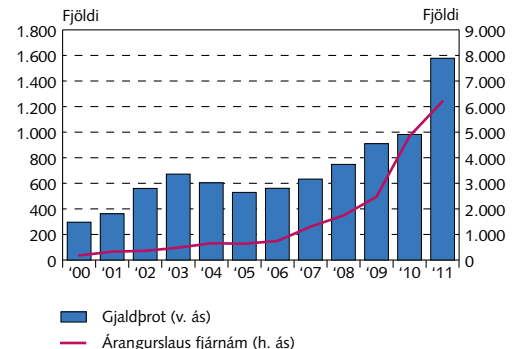
Gjaldþrotum og árangurslausum fjárnámum fyrirtækja fjölgaði verulega á árinu 2011 frá fyrra ári. Gerð voru 6.210 árangurslaus fjárnám árið 2011 samanborið við 4.843 árið 2010. Á seinni hluta ársins 2011 fækkaði þeim þó um 35% samanborið við sama tíma árið áður og á fyrsta ársfjórðungi 2012 er fækkunin um 55% samanborið við fyrra ár. Árið 2011 voru 1.578 fyrirtæki tekin til gjaldþrotaskipta en þau voru 982 árið 2010. Gjaldþrotatiðni er hin hæsta sem hún hefur verið í einhverja áratugi, um 4,6% fyrirtækja voru tekin til gjaldþrotaskipta á sl. ári samanborið við 2,8% árið áður. Rekstrarerfiðleikar og síðar gjaldþrot koma fram með verulegri tímatöf. Sú háa gjaldþrotatiðni sem sést nú eru eftirköst fjármálaáfallsins frá 2008 og aðlögun atvinnulífsins að nýjum aðstæðum. Rekstri ólífvænlegra fyrirtækja er slitið en skuldir hinna lífvænlegra eru endurskipulagðar.

### Lagalegur ágreiningur tefur endurskipulagningu

Góður gangur var í endurskipulagningu fyrirtækjalána á árinu 2011. Þrátt fyrir það er enn tæpur fjórðungur fyrirtækjalána stærstu viðskiptabankanna í vanskilum þegar öll lán viðskiptavinar eru talin í vanskilum ef eitt lán er komið í vanskil (e. cross default). Þetta hlutfall lækkaði um rúmlega helming á árinu 2011, var 45% í lok árs 2010 og 23% í lok 2011 (mynd III-17). Sé staðan á lánum í vanskilum skoðuð sést að í lok árs 2010 var hlutfall lána í vanskilum og í endurskipulagningarferli 26%, vel rúmlega helmingi þessarar endurskipulagningar lauk á árinu 2011. Í árslok 2011 voru 11% vanskilalána í endurskipulagningarferli og þar af voru um 4% í skjálavinnslu. Jafnframt lækkaði hlutfall lána í vanskilum og í fullnustumeðferð eða innheimtuferli úr 13% í 5% (mynd III-18). Er þetta í samræmi við aukna tíðni gjaldþrota og árangurslausra fjárnáma á árinu 2011, sem nauðsynleg voru til að hraða endurskipulagningu atvinnulífsins. Sú jákvæða þróun átti sér stað á árinu 2011 að endurskipulagning fyrirtækjalána færðist úr því að vera nánast eingöngu lánalengingar yfir í afskriftir að hluta. Hlutfall

Mynd III-15

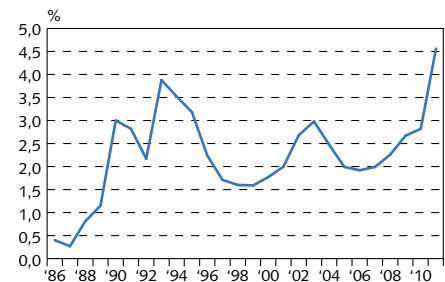
Gjaldþrot og árangurslaus fjárnám hjá fyrirtækjum  
Samtölur yfir heilt ár



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

Mynd III-16

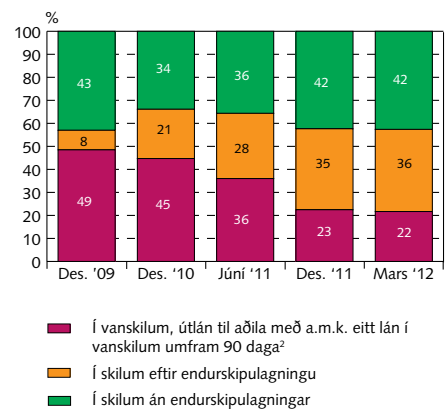
Gjaldþrotatiðni fyrirtækja



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17

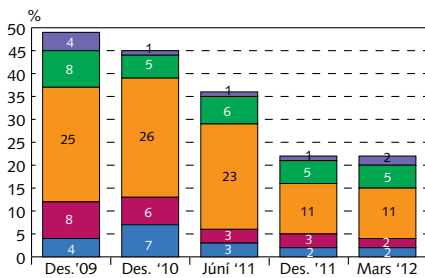
Staða útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna til fyrirtækja<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, bókfært virði. 2. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method).  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd III-18

Staða fyrirtækjaútlána í vanskilum<sup>1</sup>

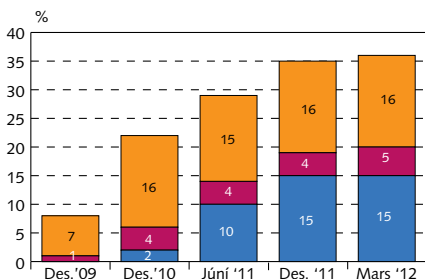


- Í fullnustumeðferð
- Í innheimtuferli
- Í endurskipulagningu
- Aðrar vanefndir
- Frysting

1. Móðurfélög, bókfært virði. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán sem ekki hefur verið greitt af í meira en 90 daga eða greiðsla er talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default). Útlán til fyrirtækja samanstanda af útlánnum þriggja stærstu viðskiptabankanna.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd III-19

Úrræði við endurskipulagningu fyrirtækjaútlána<sup>1</sup>



- Afskrifað að hluta
- Skuldbreytt í eigið fé
- Lánalenging

1. Móðurfélög, bókfært virði. Útlán til fyrirtækja samanstanda af útlánnum þriggja stærstu viðskiptabankanna.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

endurskipulagðra lána sem höfðu verið afskrifuð að hluta hækkaði úr 2% í 15% meðan hlutfall endurskipulagðra lána sem hafði verið lengt í stóð í stað í 16% (mynd III-19). Hækkað hlutfall endurskipulagðra lána sem hafa verið afskrifuð að hluta kann að haldast í hendur við aukna tíðni þess að fyrirtæki skipta um hendur í endurskipulagningarferlinu. Margt bendir til, líkt og Samkeppniseftirlitið nefnir í skýrslu sinni síðan í mars sl., að meiri eftirgjöf skulda eigi sér að jafnaði stað í endurskipulagningarferlinu ef eigendaskipti verða samhliða.<sup>5</sup>

Öll framangreind hlutföll hafa haldist nánast óbreytt á fyrstu 3 mánuðum ársins 2012. Líklegt er að megin skýringin tengist gengisbundnum lánnum. Margt bendir til þess að lagalegur ágreiningur um gildi lánasamninga sé í mörgum tilvikum til staðar milli þeirra fyrirtækja sem enn eru í vanskilum og fjármála-fyrirtækja. Dómstólar munu á næstu mánuðum kveða upp dóma um lögmæti gengistryggðra lánasamninga fyrirtækja auk annars konar ágreiningsatriða sem bíða úrlausnar. Einnig hefur dómur Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. um gildi fullnaðarkvittana við greiðslur af gengisbundnum lánasamningum umtalsverð áhrif. Dómurinn eykur á óvissu við uppgjör gengisbundinna lánasamninga. Mögulegur endurútreikningur hjá fyrirtækjum sem þegar hafa verið endurskipulögð eða verið í skilum mun taka tíma og hægja á vinnu við endurskipulagningarferlið. Nánari umfjöllun um dóm Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. og áhrif hans má sjá í rammagrein í kafla V.

Fækkun fyrirtækja á vanskilaskrá, fækkun árangurslausra fjárnáma og lægra hlutfall útlána í vanskilum eru skýr merki um að endurskipulagningin sé að skila árangri og herra hlutfall fyrirtækja sé rekstrarhæft á ný. Líklegt er að endurskipulögð fyrirtæki muni í einhverjum mæli koma aftur í endurskipulagningu á næstu mánuðum. Slíkt er eðlileg þróun í kjölfar skuldakreppu þar sem rekstrarforsendur verða skýrari eftir því sem ytri aðstæður fyrirtækja verða ljósari.

### Sjávarútvegsfyrirtæki með minnstu vanskilin

Vægi útlána til einstakra atvinnugreina sem hlutfall af heildarútlánnum til fyrirtækja og vanskil þeirra eftir atvinnugreinum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur má sjá á mynd III-20. Breytileikinn er mikill bæði innan einstakra atvinnugreina og á milli þeirra. Um 60% útlána til sjávarútvegs og fiskvinnslu er í skilum án endurskipulagningar, enda er tekjumyndun þeirra góð um þessar mundir, en einungis um 20% útlána í byggingarstarfsemi eru í skilum án endurskipulagningar og um 25% útlána til eignarhaldsfélaga. Velþekkt er að eignarhaldsfélög fóru illa út úr falli verðbréfamarkaðarins og verulegur samdráttur hefur orðið í byggingarstarfsemi. Vanskil eru ámóta í flestum atvinnugreinum, um og yfir 20%, nema áberandi há í byggingarstarfsemi, tæp 50%. Það gæti skýrst af því að fullnusta eigna kann að vera erfið þar sem seljanleiki eigna er mögulega takmarkaður við núverandi markaðsaðstæður. Þrátt fyrir slök gæði útlána til byggingarstarfsemi er rétt að hafa í huga að vægi þeirra er einungis um 5% af heildarútlánnum til fyrirtækja. Þyngst vega útlán til sjávarútvegs og fiskvinnslu, um 25%, og því næst

5. [http://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2012/Skyrsla\\_3\\_2012\\_Endurreisn\\_fyrirtaekja\\_Aflaklaer\\_eda\\_uppvakningar.pdf](http://www.samkeppni.is/media/skyrslur-2012/Skyrsla_3_2012_Endurreisn_fyrirtaekja_Aflaklaer_eda_uppvakningar.pdf).



annars vegar útlán til fasteignaviðskipta og hins vegar til verslunar og þjónustu, um 20% hvor flokkur. Staðan á vanskilum útlána þessara stóru atvinnugreina er að mestu sambærileg, þrátt fyrir að upphafleg gæði útlána til sjávarútvegsfyrirtækja og fiskvinnslu hafa verið mest því að minnst hefur þurft að endurskipuleggja af þeim lánunum.

**Skuldir fyrirtækja hafa lækkað um nærri helming frá fjármálaáfallinu**

Þrátt fyrir endurskipulagningu og afskriftir eru skuldir íslenskra fyrirtækja sem hlutfall af vergri landsframléiðslu (VLF) enn háar í alþjóðlegum samanburði. Í lok mars sl. er talið að þær hafi verið um 185% af VLF og hafa þær farið nokkuð hratt lækkanði frá haustinu 2008 vegna gjaldþrota, endurskipulagningar, niðurgreiðslna og afskrifta, frá því að þær náðu hámarki í um 375% af VLF.<sup>6</sup> Lán í íslenskum krónum, verðtryggð, óverðtryggð og yfirdráttarlán hafa lítið breyst og eru um 70% af VLF, á meðan gengisbundin lán, gengisbundin yfirdráttarlán og eignaleigusamningar hafa lækkað úr um 220% af VLF í 85% af VLF og markaðsskuldabréf lækkað úr tæpum 80% af VLF í um 30% af VLF. Meginástæða þess að skuldir fyrirtækja í íslenskum krónum hafa ekki lækkað líkt og aðrir flokkar er að gengisbundnum skuldum fyrirtækja sem ekki hafa gengisbundnar tekjur hefur markvisst verið skuldbreytt eða þær endurskipulagðar í íslenskum krónum. Gengisbundnar skuldir gætu lækkað enn frekar verði gengistrygging lánasamninga fyrirtækja í frekari mæli dæmd ólögmat, á það mun reyna fyrir dómstólum á næstu mánuðum.

Þrátt fyrir mikla lækkingu skulda er skuldabyrði margra fyrirtækja þung og óvíst að þau geti staðið undir henni verði efnahagsþróun þeim óhagstæð eða hagvöxtur næstu ára minni en búist er við. Séu fyrirtæki ofskuldsett kemur það niður á fjárfestingu þeirra og hefur neikvæð áhrif á langtímahagsmuni fjármála fyrirtækja. Fylgjast þarf með þessum áhættuþætti, því að hann kann að koma niður á hagkerfinu í heild síðar.

**Yfirteknar eignir seldar**

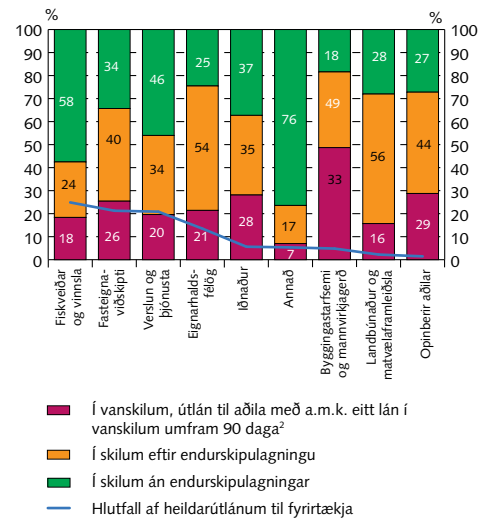
Samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki<sup>7</sup> er eignarhald fjármálafyrirtækja á fyrirtækjum í óskyldum rekstri ekki heimilt lengur en í 12 mánuði, en Fjármálaeftirlitið getur veitt undanþágu frá tímamörkunum. Í lok apríl voru 116 félög í óskyldum rekstri í tímabundinni eign fjármálafyrirtækja. Af þeim voru 92 félög á fresti, 14 innan lögmætra tímamarka og 10 félög voru til vinnslu hjá Fjármálaeftirlitinu. Af þeim félögum sem voru á fresti voru 3 félög í endurskipulagningu, 32 í slita-meðferð og 57 í sölumeðferð.

Fjármálafyrirtæki hafa á undanförunum mánuðum unnið að því að minnka eignarhald á fyrirtækjum í óskyldum rekstri, þótt enn sé nokkurt verk óunnið í þeim efnum. Fjármálafyrirtækin hafa mjög fá fyrirtæki yfirtekið undanfarna mánuði. Frá miðju ári 2011 hafa á fimmta tug fyrirtækja sem voru í eigu fjármálafyrirtækja verið seld. Kaupendur eru í flestum tilvikum fjárfestingarsjóðir í eigu eignastýringarfyrirtækja.

6. Hér er átt við heildarskuldir íslenskra fyrirtækja, bæði beinar lánveitingar og skuldabréfaútgáfur, innanlands og erlendis. Án Actavis.  
7. Lög nr. 161/2002.

Mynd III-20

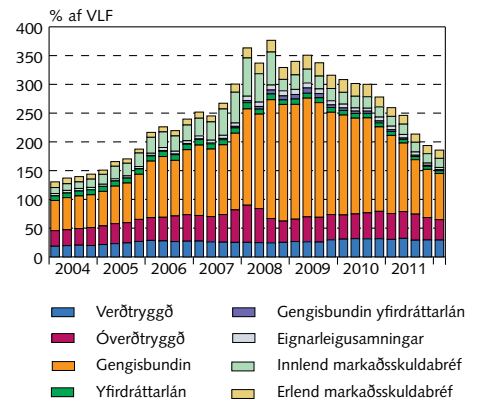
Staða útlána þriggja stærstu viðskipta-bankanna til fyrirtækja eftir atvinnugreinum<sup>1</sup>  
Mars 2012



1. Móðurfélög, bókfært virði. 2. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method).  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd III-21

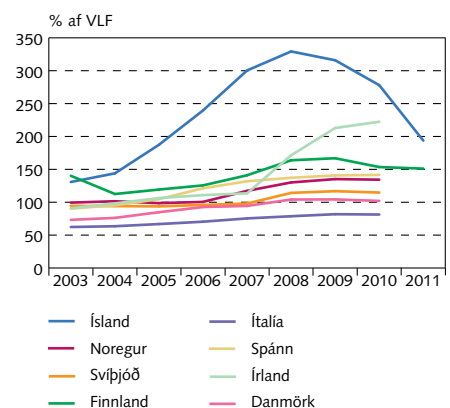
Skuldir íslenskra fyrirtækja sem hlutfall af VLF<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2012



1. Án Actavis.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

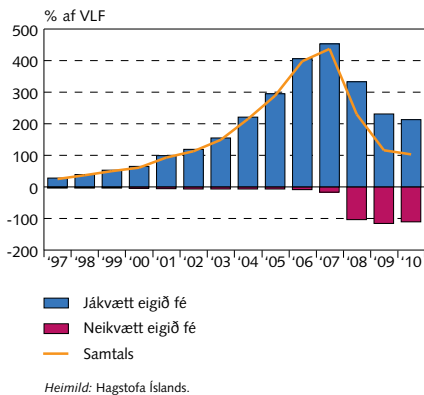
Mynd III-22

Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af VLF



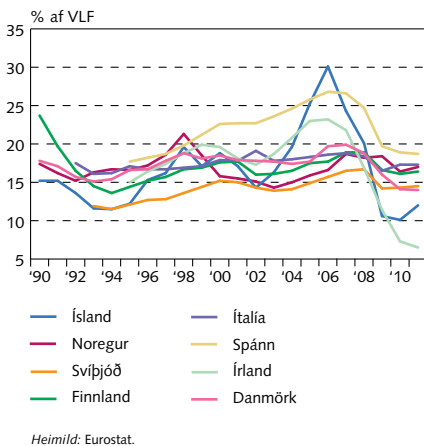
Heimildir: Eurostat, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-23

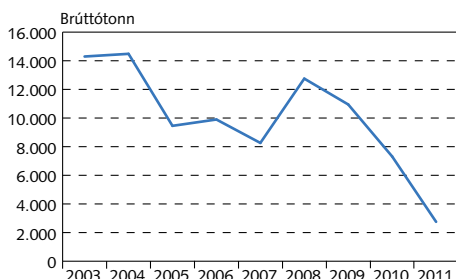
Eigið fé íslenskra fyrirtækja  
utan fjármálaþjónustu

Mynd III-24

Fjárfesting atvinnuveganna sem hlutfall af VLF



Mynd III-25

Samtals brúttótonn nýskráningar og endurskráningar þilfarsskipa, 3 ára meðaltal<sup>1</sup>

1. Leiðrétt fyrir áhrifum varðskipsins Þórs.  
Heimildir: Skipaskrá 2004-2012.

Tregða hefur verið á að skrá fyrirtæki á markað. Einungis ein skráning hefur litið dagsins ljós frá falli bankanna, nokkur fyrirtæki til viðbótar hafa þó opinberlega boðað skráningu á markað.<sup>8</sup>

Mikilvægt er að fjármálafyrirtækjum sé gefið svigrúm til að endurskipuleggja fyrirtæki innan skynsamlegs tímaramma. Tregða við að taka yfir fyrirtæki vegna ótta við að lenda undir pressu síðar meir við sölu, kann að verða þess valdandi að slá á frest nauðsynlegri endurskipulagningu uns söluhorfur á markaði eru ákjósanlegri. Slíkt er óskynsamlegt með langtímahagsmuni atvinnulífsins, þar með talið fjármálafyrirtækjanna sjálfra, að leiðarljósi.

Samkvæmt skýrslu Samkeppniseftirlitsins síðan í mars sl. hefur dregið úr ráðandi áhrifum fjármálafyrirtækja í stærri fyrirtækjum landsins. Þar kemur fram að talið er að fjármálafyrirtæki hafi ráðandi stöðu í 27% stærri fyrirtækja í árslok 2011 samanborið við 46% í árslok 2010. Er það í samræmi við góðan gang í endurskipulagningu skulda fyrirtækja á árinu 2011. Í einhverjum tilvikum kann einnig að vera til staðar óbeint eignarhald þar sem svigrúm eigenda vegna mikillar skuldsetningar er verulega takmarkað og möguleikar eru á að hafa áhrif á reksturinn í gegnum skilmála lánasamninga og gjaldfellingar-ákvæði.

### Margvíslegir óvissuþættir í rekstrarumhverfinu

Lítið er um stórar fjárfestingar og flest ný fyrirtæki virðast vera smá í sniðum. Fjárfesting atvinnuveganna er þó að taka við sér og Seðlabankinn spáir enn frekari aukningu í nýjustu spá sinni sem birt var í *Peningamálum* 2012/2. Takmörkuð eftirspurn er samt sem áður enn eftir nýjum útlánnum. Fyrir því eru margar samverkandi ástæður. Fyrirtæki eru almennt skuldsett, mörg hver enn með neikvætt eigið fé og framtíðarsýn einhverra þeirra virðist takmarkast við að vinna á eldri vandamálum. Jafnframt er áhættufælni til staðar og fjölmargir óvissuþættir gera áætlanagerð erfiða. Enn er uppi lagaleg óvissa tengd lánasamningum, einkum gengisbundnum. Breytingar í lagaumhverfinu hafa verið tíðar og sumar þeirra hafa bein áhrif á arðsemi fjárfestinga. Breytingar á lögum um stjórn fiskveiða sem nú hafa verið lagðar fram á Alþingi hafa bein áhrif á arðsemi sjávarútvegsfyrirtækja. Undanfarin misseri hefur greinin haldið að sér höndum í fjárfestingu vegna umræðu um hugsanlegar breytingar á lagaumgjörðinni, hefur það meðal annars birst í lítilli endurnýjun fiskiskipaflotans eins og sjá má á mynd III-25. Verði frumvarpið að lögum í núverandi mynd er líklegt að það hafi einhver neikvæð áhrif á fjármálafyrirtækin en ekki er talið líklegt að það raski fjármálastöðugleika. Fjármagnshöft eru enn til staðar og óvissa er um áhrif afnámsferlisins á gengi krónunnar. Framangreindir óvissuþættir eru líklegir til að fæla frá fjárfesta og þar með draga úr fjárfestingu. Áframhaldandi aukin fjárfesting er mikilvæg til að viðhalda hagvexti og auka þannig líkur á að heimili og fyrirtæki ráði við skuldsetningu sína.

8. Hagar hf. voru skráðir á hlutabréfamarkað í desember sl.

Skuldir heimila hafa fengið aukna athygli í kjölfar þeirrar kreppu sem nú ríður yfir heiminn. Fjölmargar rannsóknir hafa leitt í ljós tengsl skuldaaukningar og eignaverðbóla við fjármála- og bankakreppur. Þá sýnir nýleg rannsókn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins að því skuldsettar sem einkageirinn er í aðdraganda áfalls, því dýpri verður kreppan. Aðrar rannsóknir hafa sýnt fram á mikilvægi dreifingar skulda heimila þegar meta á áhrif áfalls á hagkerfið.<sup>1</sup>

Skuldir íslenskra heimila hafa aukist verulega síðustu áratugi. Í alþjóðlegum samanburði eru skuldir Íslendinga einna mestar hvort sem miðað er við ráðstöfunartekjur eða landsframleiðslu.<sup>2</sup> Greining á áhrifum og afleiðingum þessarar skuldsetningar er því mikilvæg. Undanfarin ár hefur verið fjallað um stöðu heimila á hverjum tíma í *Fjármálastöðugleikaritum* Seðlabankans. Síðastliðin þrjú ár hefur Seðlabankinn einnig birt niðurstöður umfangsmikillar rannsóknar þar sem nýttar voru upplýsingar úr gagnagrunni sem settur var saman um flest lán heimilanna.<sup>3</sup> Samhliða þeim greiningum sem hér hafa verið nefndar er jafnframt mikilvægt að skoða þróun útlána og dreifingar skulda yfir lengra tímabil. Slík greining getur m.a. nýst við gerð og val þjóðhagsvarúðarreglna eða við aðrar aðgerðir sem draga eiga úr áhættu í hagkerfinu og stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins. Í þeim tilgangi hefur Seðlabankinn m.a. nýtt gögn úr skattframtölum sem Hagstofa Íslands hefur unnið.<sup>4</sup>

### Dreifing skulda eftir aldri framteljenda

Skoða má dreifingu skulda úr skattframtölum eftir aldri. Ef framteljendum er skipt í fimm ára aldurshópa og meðalskuldir hvers hóps skoðaðar sem hlutfall af meðaleignum, sýna framtalsgögn að yngstu aldurshóparnir eru skuldsettastir (mynd 1). Það hefur jafnan verið talið eðlilegt að einstaklingar skuldi nokkuð hátt hlutfall eigna sinna fyrri hluta ævinnar og jafnvel meira en þeir eiga. Yfirleitt er gert ráð fyrir að einstaklingar jafni væntum ævitekjum sínum með einhverju móti yfir æviskeiðið og skuldsetji sig að einhverju leyti, einkum á fyrri hluta ævinnar, þegar einstaklingarnir eru í námi og að stofna fjölskyldu og heimili. Á svipuðum tíma er oft ráðist í húsnæðis kaup sem eru yfirleitt stærsta fjárfesting einstaklinga. Á mynd 1 má sjá að á tímabilinu 1995-2010 eykst hlutfall skulda af eignum hjá öllum aldurshópum og er í öllum tilvikum hærra í lok tímabilsins en í upphafi þess. Mynd 1 sýnir einnig áhrif eignaverðslækkunar og tekjurýrnunar, því að þrátt fyrir að skuldir hafi lækkað milli árána 2009 og 2010 varð rýrnun eigna og tekna mun meiri. Skuldsetningarhlutföllin hafa því hækkað. Hlutfall skulda af tekjum einstaklinga á aldursbilinu 20-35 ára sker sig þó úr, þar sem það lækkar milli árána 2009 og 2010.

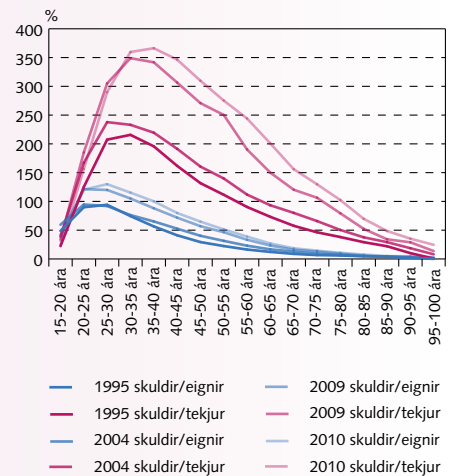
1. Sjá m.a. International Monetary Fund (2012), World Economic Outlook, um tengsl skuldsetningar heimila og dýpt kreppu, einnig King, Mervyn, (1994) „Debt Deflation: Theory and Evidence“, Hall, Robert, (2010) „The Long Slump“ og Guerrieri og Lorenzoni (2011) „Credit Crises, Precautionary Savings and the Liquidity Trap“ um mikilvægi dreifingar skulda og greiðslubyrði innan hagkerfisins fyrir dýpt og umfang samdráttarskeiða.
2. Ýmsar skýringar hafa verið nefndar á mikilli skuldsetningu íslenskra heimila, m.a. hátt hlutfall húsnæðiseignar, ungur aldur þjóðarinnar og vel fjármagnað lífeyriskerfi. Sjá nánar t.d. rammagrein í *Peningamálum* (2004/3).
3. Nánar má sjá um niðurstöður rannsóknarinnar í væntanlegri grein á vef Seðlabankans. Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Karen Á. Vignisdóttir (2012). „Households' position in the financial crisis in Iceland. Analysis based on a nationwide household-level database.“ Þar kemur m.a. fram hversu dreifing skulda er ólík m.a. eftir aldri og tekjum.
4. Líklegt er að áhrifa skattalegrar meðferðar eigna- og skuldaliða gæti við framtalsgerð. Það er því hvatni til að telja fram skuldir sem uppfylla skilyrði um vaxtabætur, eins er hvatni til að vantelja innstæður og aðrar eignir. Gögnin gefa líklega betri mynd eftir því sem upplýsingarnar eru að meira marki forskráðar í framtöl. Auk þessa eru eignir vanmetnar að því marki að fasteignir eru færðar á fasteignamati og hlutabréf á nafnvirði. Niðurstöður skattframtala fyrir 2009 og 2010 fela væntanlega einnig í sér mismunandi meðferð á lánum sem hafa verið endurútreiknuð.

## Rammagrein III-2

### Skuldir heimila úr framtölum

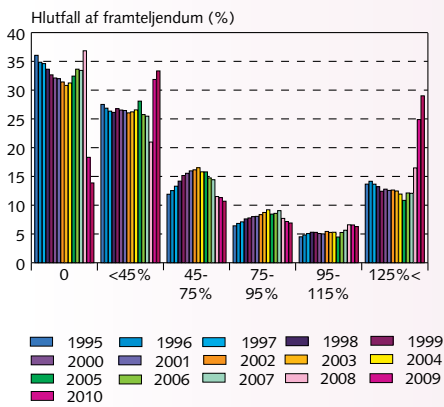
Mynd 1

Skuldir sem hlutfall af eignum og tekjum eftir aldursdreifingu, 1995, 2004, 2009 og 2010



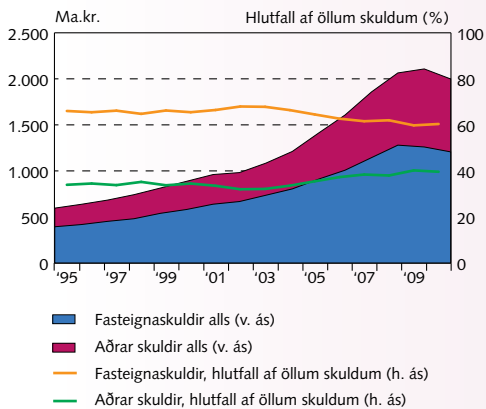
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Skuldir sem hlutfall af eignum  
Fjöldi á hverju skuldsetningarbili 1995-2010



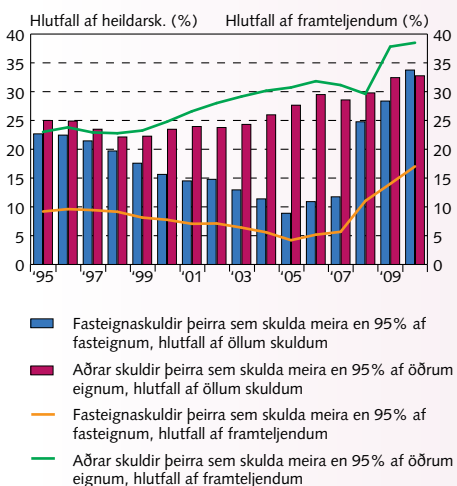
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Skuldir heimila skv. framtölum, á verðlagi ársins 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Hópar þar sem tiltekna skuldir eru umfram 95% af tilsvareandi eignum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Um þriðjungur framteljenda skuldlaus

Meirihluti framteljenda hefur verið fremur lítið skuldsettur á því tímabili sem hér er skoðað. Þannig hafa tæplega 60% framteljenda skuldað minna en 45% af eignum sínum mest allt tímabilið (mynd 2). Það fækkaði heldur í þessum hópi árin 2009 og 2010 en var þó tæplega helmingur framteljenda árið 2010. Athygli vekur einnig að fjöldi þeirra sem hefur skuldað meira en 95% af eignum sínum hefur verið nokkuð stöðugur. Meginhluta tímabilsins hefur tæplega fimmjungur framteljenda verið í þeirri stöðu. Síðustu þrjú árin fjölgaði þó verulega þeim sem skulduðu umfram 95% eigna sinna og árið 2010 voru um 35% framteljenda í þeirri stöðu, en um er að ræða um 65% af skuldum heimila samkvæmt skattframtölum.

Álíka stór hópur skuldaði umfram 95% eigna sinna árin 1995 og 2007, eða 18% framteljenda. Hlutfall skulda þeirra af heildarskuldum heimilanna lækkaði þó á þessu tímabili. Þannig tilheyrði árið 1995 um 42% af öllum skuldum heimilanna þessum framteljendum en árið 2007 hafði hlutfallið lækkað í 34%. Hækkun eignaverðs skýrir eflaust að miklu leyti að skuldaaukning heimila kemur ekki fram í fjölgun þeirra skuldsettustu. Hins vegar endurspeglar þessi þróun einnig fjölgun og aukningu skulda hjá þeim sem skulda sem nemur 45-95% af eignum.

### Aukning skulda annarra en fasteignaskulda

Á mynd 3 má sjá þróun heildarskulda samkvæmt skattframtölum á verðlagi ársins 2010. Sjá má að þrátt fyrir að fasteignaskuldir séu meirihluti skulda heimila hefur hlutfall fasteignalána af heildarskuldum farið heldur lækkandi frá miðju tímabili. Árið 2002 voru 68% allra skulda fasteignaskuldir en 60% árið 2010. Aðrar skuldir hafa því fengið aukið vægi.

Mynd 4 sýnir nánari greiningu tveggja hópa, þ.e. annars vegar þeirra sem skulda umfram 95% af virði fasteignar samkvæmt fasteignamat og hins vegar þeir sem hafa aðrar skuldir umfram 95% af virði annarra eigna sinna en fasteigna. Bæði er greint frá hlutfalli af heildarskuldum (súlur) og fjölda framteljenda að baki (línur).

Á mynd 4 má sjá hvernig fækkar framan af í hópi þeirra sem skulda meira en 95% í fasteign sinni (gul lína). Árið 2005 er þannig ástatt um 4% framteljenda borið saman við 8% framteljenda árið 2000. Þar sem á árunum 2004-2007 er um að ræða verðbólgu á fasteignamarkaði kemur aukin skuldsetning ekki fram í mikilli fjölgun þeirra sem eru með neikvætt eigið fé í fasteignum. Árin 2008-2010 fjölga aftur í þessum hópi og voru 17% framteljenda með neikvætt eða minna en 5% eigið fé í fasteign sinni árið 2010.

Á sama tíma fjölga þeim sem skulda meira en 95% af eignum ef ekki er litið til fasteigna og fasteignaskulda. Þessi hópur fer stöðugt vaxandi allt tímabilið, úr 23% framteljenda árið 1995 í 38% árið 2010.

Þessi aukning annarra lána en fasteignalána eykur alla jafna áhættu í efnahag fjármálastofnana þar sem tapsáhætta vegna slíkra lána er oft meiri en vegna fasteignalána. Þar er ekki einungis um að ræða bílalán heldur einnig yfirdráttarlán og önnur lán með litlum eða engum veðum.

### Skuldir og tekjur

Þegar meta á fjárhagsstöðu heimila þarf neikvæð eiginfjárstaða ekki endilega að fela í sér fjárhagsvanda. Til dæmis má gera ráð fyrir að margir námsmenn séu í þeirri stöðu að skulda meira en þeir eiga, en með lága eða jafnvel enga greiðslubyrði vegna skuldanna, þar sem þeir eru ekki farnir að borga af námslánum sínum. Ef engar eða litlar eignir eru til staðar getur hlutfall skulda af eignum gefið villandi mynd. Greiðslubyrði getur því verið betri mælikvarði á fjár-

hagsstöðu heimilanna. Vísendingar um greiðslubyrði geta falist í hlutfalli skulda af tekjum.

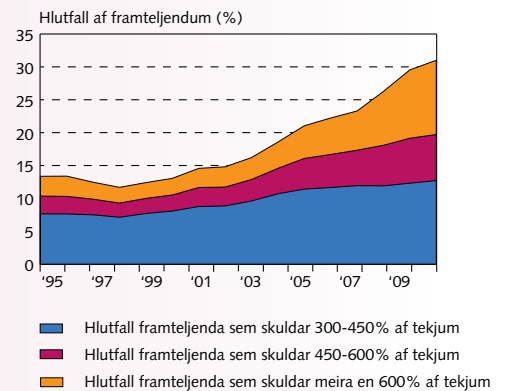
Ef litið er til þeirra framteljenda þar sem skuldir eru meiri en þrefaldar framtaldar árstekjur, fór hlutfall þess hóps á tímabilinu 1995-2010 í fyrsta skipti yfir 15% framteljenda árið 2002. Á mynd 5 sést hvernig stærð hópsins hefur þróast. Hlutfall þessara framteljenda fór stöðugt vaxandi frá árinu 1999 og var komið yfir 30% árið 2010. Einkum sést hversu þeim sem skulda umfram sexfaldar framtaldar tekjur sínar hefur fjölgað. Árið 2002 var um að ræða 3% framteljenda, 2007 var hópurinn orðinn 6% framteljenda og ríflega 11% árið 2010.

### Tekjubil dregist saman á ný

Framtalsgögn sýna að samhliða hækkun meðalskulda, -tekna og -eigna hefur dreifing þessara stærða einnig aukist. Ef staðalfrávik gagnanna er skoðað kemur í ljós að það eykst eftir því sem líður á tímabilið (mynd 6) og verður hæst árið 2007. Staðalfrávik sem hlutfall af meðaltalinu eykst einnig. Þetta gefur til kynna að tekju-, eigna- og skuldabil framteljenda aukist á tímabilinu og ná hámarki 2007 fyrir eignir og tekjur, en 2008 fyrir skuldir. Mynd III-12 í umfjöllun um heimilin hér að framan sýnir að munur ráðstöfunartekna og launavísitölu jókst á sama tíma. Það gefur til kynna að sú mikla tekjuaukning sem varð hjá hluta framteljenda hafi verið vegna annarra tekna en launatekna, a.m.k. að hluta til. Staðalfrávik tekna sem hlutfall af meðaltekjum hefur lækkað verulega á ný og var svipað árið 2010 og það var árið 2000.

Mynd 5

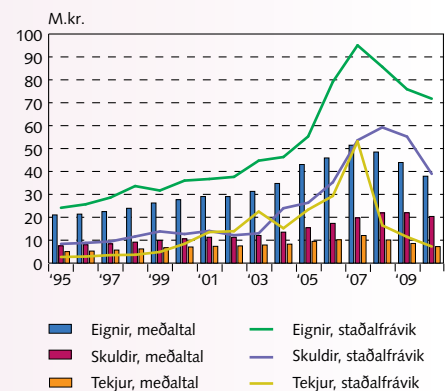
Framteljendur sem skulda meira en þrefaldar árstekjur



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Meðaltal og staðalfrávik eigna, tekna og skulda hjá samsköttaðum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## IV Fjármögnun

### Óbundin innlán eru stærstur hluti fjármögnunar viðskiptabankanna

Meginhluti fjármögnunar viðskiptabankanna eru innlán. Við lok árs 2011 voru innlán um 59% af heildarfjármögnun viðskiptabankanna og hafði vægi þeirra minnkað lítillega frá árslokum 2009. Innlánin eru að stórum hluta í eigu innlendra aðila og í íslenskum krónum, en um 120 ma.kr. eru innlán í krónum í eigu erlendra aðila og um 255 ma.kr. eru innlán í erlendum gjaldmiðlum (tafla IV-1). Samkvæmt skiptingu innlána viðskiptabankanna eftir eigendum þeirra lækka innlán erlendra aðila um tæplega 54 ma.kr. milli ára og er sú lækkan tilkomin vegna aðgerða Seðlabankans í tengslum við losun hafta eða vegna flutnings innlána í aðra fjárfestingarkosti. Hlutföll innlána annarra innstæðu-eigenda hafa breyst lítillega á milli ára. Hlutfall innlána af VLF er um þessar mundir í sögulegu hámarki, ef undan er skilið tímabil mikillar innlánsöfnunar erlendis á árunum 2006 til 2008 (mynd IV-3).

Lausafjánhætta bankanna liggur að megninu til í hugsanlegum úttekktum innlána, en rúmlega 75% innstæðna hjá bönkunum eru óbundnar. Því þurfa þeir að geta staðið skil á stórum hluta innstæðna á hverjum tíma. Til þess að draga úr lausafjánhættunni er mikilvægt að bankarnir auki vægi bundinna innlána.

Tafla IV-1 Innstæður hjá viðskiptabönkum<sup>1</sup>

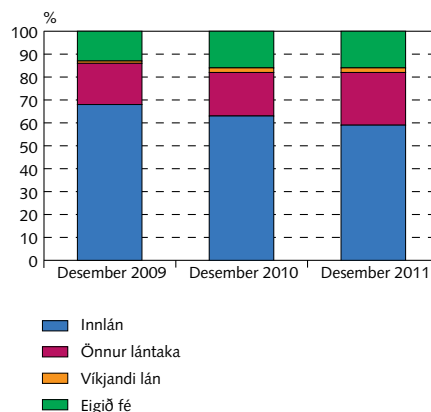
Innstæður 31.1.2012, m.kr.	Í íslenskum krónum	Í erlendum gjaldmiðlum	Samtals
Erlend fjármálfyrirtæki	96.672	5.702	102.374
Innlend fjármálfyrirtæki	75.468	10.068	85.536
Íslensk fjármálfyrirtæki í slitameðferð	72.741	74.032	146.773
Íslenskir lífeyris- og verðbréfasjóðir	193.619	9.072	202.691
Aðrir erlendir lögaðilar	8.389	4.064	12.453
Aðrir íslenskir lögaðilar	458.291	124.448	582.739
Erlendir einstaklingar	16.991	2.309	19.300
Íslenskir einstaklingar	500.594	25.579	526.173
Innstæður samtals	1.422.765	255.274	1.678.039

1. Móðurfélög, þrjár stærstu viðskiptabankarnir.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Lausafjárstaða samkvæmt reglum eftirlitsaðila er vel yfir lágmarkum

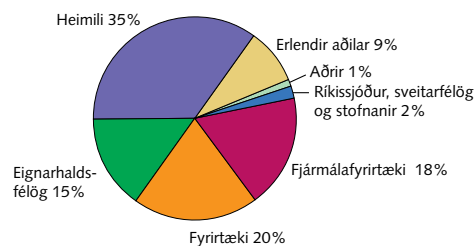
Samkvæmt heimild í lögum um Seðlabanka Íslands hefur Seðlabankinn sett reglur um lausafjánhúlfall lánastofnana. Samkvæmt þeim eru lausar eignir og skuldbindingar flokkaðar eftir fjórum tímabilum og gefið vægi eftir áhættu. Lánastofnanir skulu samkvæmt reglunum hafa lausar eignir umfram skuldbindingar fyrir fyrstu tvö tímabilin eða innan eins mánaðar og innan eins til þriggja mánaða. Visst álagsspróf er fólgið í reglum Seðlabankans því frádráttur er á ýmsum eignaliðum en gert er ráð fyrir að greiða þurfi allar skuldbindingar á gjalddaga og hluta annarra skuldbindinga svo sem innlána með engum eða stuttum fyrirvara. Til viðbótar reglum Seðlabankans krefst Fjármálaeftirlitið þess að stóru viðskiptabankarnir þrjár eigi tryggja lausafjäreignir sem

Mynd IV-1  
Fjármögnun viðskiptabankanna<sup>1</sup>



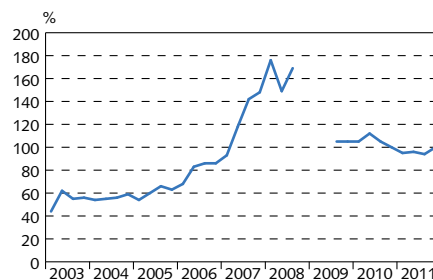
1. Móðurfélög.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2  
Eigendur innlána í árslok 2011<sup>1</sup>



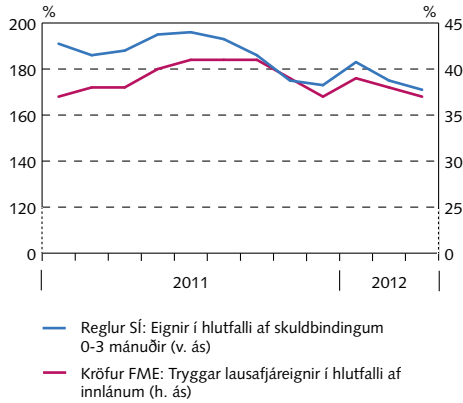
1. Móðurfélög viðskiptabankanna.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3  
Innlán sem hlutfall af VLF<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2011



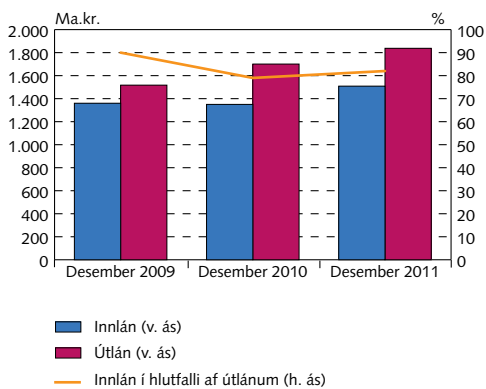
1. Móðurfélög. Innlán viðskiptavina hjá innlánsstofnunum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4  
Lausafjárstaða þriggja stærstu  
viðskiptabankanna<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, Skv. reglum Seðlabankans og kröfum FME. Mánaðarleg gögn. Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5  
Innlán í hlutfalli af útlánnum<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, viðskiptabankanna. Innlán viðskiptamanna í hlutfalli af útlánnum til viðskiptamanna og eignarleigusamningum. Byr hf. viðskiptabanki meðtalinn 2010 og 2011 (samruni við Íslandsbanka) og SpKef frá 2011. Heimild: Seðlabanki Íslands.

nema að lágmarki 20% allra innstæðna og laust fé sem nemur að lágmarki 5% af óbundnum innstæðum.<sup>1</sup> Allir viðskiptabankarnir uppfylla vel lausafjárreglur Seðlabankans og áður skilgreindar lausafjárkröfur Fjármálaeftirlitsins.

### Endurskoðun lausafjárreglna

Undanfarið hefur verið unnið að nýjum lausafjárreglum. Nýjar reglur og skýrslugjöf eru enn í mótun en munu taka mið af vinnu Basel-nefndarinnar um bankaeftirlit (e. BCBS) og Evrópska bankaftirlitsins (e. EBA). Gert er ráð fyrir að nýjar lausafjárreglur innihaldi lausafjárþekju (e. Liquidity Coverage Ratio) sem mælir tryggja lausafjáreignir í hlutfalli af lausafjárúttreymi næstu 30 daga og fjármögnunarþekju (e. Net Stable Funding Ratio) sem tryggja á stöðuga fjármögnun í hlutfalli af langtímaeignum. Reglurnar verða aðlagðar íslenskum aðstæðum meðal annars með því að gera greinarmun milli gjaldmiðla og með því að lengja tímaband fjármögnunarþekjunnar til þess að tryggja að innlendar fjármálastofnanir geti staðist lokun erlendra fjármagnsmarkaða í nokkuð langan tíma. Jafnframt er gert ráð fyrir gjalddagamisvægisfirliti (e. Maturity Ladder) sem sýnir gjalddagamisvægi eigna og skulda ásamt varasjóði auk margvíslegra annarra upplýsingaliða sem nýst geta eftirlitsaðilum. Gert er ráð fyrir að nýjar lausafjárreglur taki gildi um næstu áramót eða um mitt ár 2013.

### Álagspróf á hugsanlegar úttektir innlána

Við losun fjármagnshaftanna þurfa bankarnir að vera viðbúnir þeim möguleika að hluti innstæðna, einkum innstæðna erlendra aðila, verði færður úr landi. Í lok janúar sl. áttu erlendir aðilar um 8% allra innstæðna hjá stóru viðskiptabönkunum þremur. Í byrjun mars sl. framkvæmdi Seðlabankinn álagspróf á lausafjárstöðu stóru viðskiptabankanna til að meta áhrif hugsanlegra úttekta við losun fjármagnshaftanna. Stuðst var við fjórar sviðsmyndir: 1) erlendir aðilar tækju út öll sín innlán, 2) fjármálaþyrftir í slitameðferð tækju út öll sín innlán, 3) lífeyris- og verðbréfasjóðir tækju út öll sín innlán og 4) íslenskir aðilar tækju út öll sín gengisbundnu innlán. Áhrifin voru metin með tilliti til breytinga á lausafjárhlutföllum samkvæmt lausafjárreglum Seðlabankans og tryggum lausafjáreignum. Samkvæmt álagsprófinu þola bankarnir talsverðar úttektir innlána vegna mikilla tryggra lausafjáreigna þótt staða þeirra eftir álag sé misjöfn. Samanlagt námu tryggja lausafjáreignir stóru bankanna þriggja 625 ma.kr. borið saman við 643 ma.kr. heildarútlæði allra sviðsmynda.

### Markaðsfjármögnun er áfram fremur lítil

Önnur lántaka viðskiptabankanna en innlán er enn fremur lítil en hefur þó aukist undanfarið með yfirtöku Arion banka á sértryggðum skuldabréfum og útgáfu Arion banka og Íslandsbanka á sértryggðum skuldabréfum til fjármögnunar fasteignalána. Arion banki hefur gefið út tvo flokka, einn verðtryggðan og annan óverðtryggðan, en Íslandsbanki þrjá verðtryggða. Um miðjan maí sl. námu útgáfur þeirra

1. Lausafjárkröfur FME eru óháðar öðru fjármagnsútlæði, hvort sem það er vænt eða óvænt.



samtals tæplega 13 ma.kr., nánari umfjöllun um sértryggð skuldabréf má finna í rammagrein IV-1. Til að bankarnir geti aukið vægi innlendrar og erlendrar markaðsfjármögnunar er nauðsynlegt að ljúka endurskipulagningu útlána, lækka vanskil og fá lánshæfismat. Bankarnir eru byrjaðir að undirbúa lánshæfismat og þar með fjármögnun erlendis. Ríkissjóður Íslands er byrjaður að ryðja brautina með útgáfu á skuldabréfum í Bandaríkjadollurum á erlendum mörkuðum. Í maí sl. gekk ríkissjóður frá samningum um útgáfu skuldabréfa til 10 ára, samtals að fjárhæð 1 ma. Bandaríkjadala. Bréfin bera fasta 5,875% vexti og voru seld á 6% ávöxtunarkröfu sem svarar til rúmlega 4 prósentu álags á vexti 10 ára bandarískra ríkisskuldabréfa. Takist erlend fjármögnun bankanna á næstunni, má gera ráð fyrir að þessi kjör ríkissjóðs myndi grunn að kjörum þeirra sem gefur vísbendingu um á hvaða kjörum bankarnir gætu fjármagnað sig ef til þess kæmi.

### Erlend skuldabréf Landsbankans

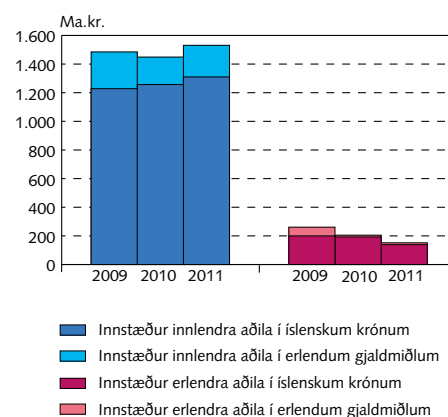
Í desember 2009 gaf Landsbankinn út uppgjörsskuldabréf í erlendum gjaldmiðlum (EUR, USD, GBP) til 10 ára til Landsbanka Íslands hf. vegna mismunar á eignum og innlendum innstæðum sem færðar voru til Landsbankans. Ársfjórðungslegar afborganir frá 2014 til 2018 eru á skuldabréfinu og nam virði þess 277 ma.kr. í árslok 2011. Á undanförunum misserum hefur Landsbankinn keypt gjaldeyri til að undirbúa afborganir og hugsanlega fyrirframgreiðslu.

Í lok mars 2013 mun Landsbankinn jafnframt gefa út 5 ára skuldabréf í erlendum gjaldmiðli til Landsbanka Íslands hf. Nafnverð skuldabréfsins er skilyrt af breytingum á mati á umframvirði ákveðinna eigna frá falli bankans fram til loka árs 2012. Í lok mars 2012 var skilyrta skuldabréfið fært í bókum Landsbankans á 67 ma.kr, en virði bréfsins getur að hámarki orðið 92 ma.kr. Afborganir af þessu skuldabréfi verða einnig ársfjórðungslegar frá 2014 til 2018, eins og önnur erlend fjármögnun bankans.

### Fjármögnun Íbúðalánasjóðs

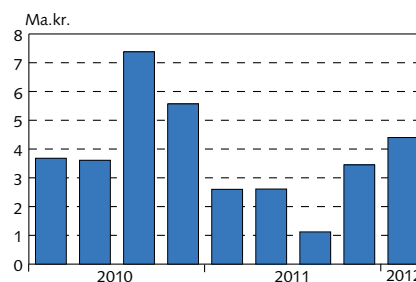
Skuldir Íbúðalánasjóðs (ÍLS) námu um 854 ma.kr. í árslok 2011, þar af nam útistandandi verðbréfaútgáfa tæplega 849 ma.kr. ÍLS fjármagnar útlán með útgáfu verðtryggðra íbúðabréfa og eru bréfin í fjórum flokkum (HFF14, HFF24, HFF34, HFF44). Öll verðbréfaútgáfa ÍLS nýtur einfaldrar ríkisábyrgðar. Undanfarna mánuði hefur aukning orðið á uppgreiðslum útlána viðskiptamanna ÍLS. Þannig nam heildarfjárhæð uppgreiðslna fyrstu 3 mánuði ársins 2012 um 4,4 ma.kr. en 2,6 ma.kr. á sama tímabili í fyrra (mynd IV-7). Ljóst er að verulegar uppgreiðslur geta raskað jafnvægi í meðallíftíma eigna og skulda ÍLS og því er mikilvægt fyrir sjóðinn að misvægi í líftíma eigna og skulda sé haldið í skefjum.<sup>2</sup>

Mynd IV-6  
Innstæður hjá viðskiptabönkum<sup>1</sup>



1. Móðurfélög, viðskiptabankanna. Innstæður viðskiptamanna og fjármálafyrirtækja. Innstæður hjá Byr hf. viðskiptabanka meðtaldar 2010 og 2011 (samruni við Íslandsbanka). Innstæður hjá SpKef sparisjóði meðtaldar 2011.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

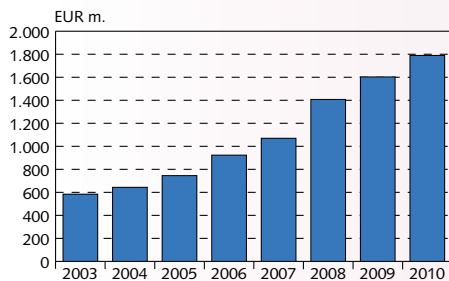
Mynd IV-7  
Íbúðalánasjóður, uppgreiðslur<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2012



1. Uppgreiðslur viðskiptamanna Íbúðalánasjóðs.  
Heimild: Íbúðalánasjóður.

2. Í fjár- og áhættustýringarstefnu Íbúðalánasjóðs sem endurskoðuð er árlega kemur fram að misvægi í líftíma eigna og skulda er reiknað út ársfjórðungslega.

## Rammagrein IV-1

Sértryggð  
skuldabréfMynd 1  
Útgefin sértryggð skuldabréf<sup>1</sup>

1. Útgefin bréf í Evrópu, Bandaríkjunum, Kanada og Nýja-Sjálandi. Markaðsvirði (fasteignaveðbréf í tryggingasafni). Heimild: European Covered Bond Council.

Síðustu ár hefur útgáfu sértryggðra skuldabréfa (e. Covered Bonds) vaxið ásmegin. Þannig hafa bankar í auknum mæli treyst á sértryggða fjármögnun við langtímafjármögnun eigna, s.s. fasteignalána. Sértryggð skuldabréf eru afar öruggur fjárfestingarkostur og vaxtakjör taka mið af því. Þá hafa sumir seðlabankar, þ.m.t. Seðlabanki Evrópu (e. ECB), tekið sértryggð skuldabréf gild sem tryggingar í veðlávandiðskiptum eftir að bankakreppan skall á og lausafjárerfiðleikar mögnuðust. Hérlendis hefur fjármögnun fasteignalána bankanna að miklu leyti farið fram á skammtímamarkaði, s.s. með innlánnum. Mikilvægt er fyrir bankana að geta dregið úr vaxta- og endurfjármögnunaráhættu með útgáfu langtíma skuldabréfa, jafnvel þótt slík útgáfa sé ekki til jafn langs tíma og fasteignalánin. Sértryggð skuldabréf eru slíkur valkostur og henta vel sem fjárfestingarkostur fyrir ýmsa stofnanafjórfa, s.s. lífeyrissjóði. Nýverið fengu Íslandsbanki og Arion banki heimild Fjármálaeftirlitsins til útgáfu sértryggðra skuldabréfa til að fjármagna fasteignalán í samræmi við gildandi íslensk lög um sértryggð skuldabréf.

## Lög um sértryggð skuldabréf

Samkvæmt lögum um sértryggð skuldabréf njóta þau sérstaks fullnusturéttar í tryggingasafni útgefanda.<sup>1</sup> Tryggingasafnið er safn skuldabréfa eða annarra eigna (staðgöngutrygginga) sem færðar hafa verið á sérstaka skrá og eigendur sértryggðra skuldabréfa eiga fullnusturétt í skuldabréfasafninu. Tryggingasafnið skal einkum myndað úr skuldabréfum með veði í húsnæði eða útgefnum af ríki eða sveitarfélögum. Þá má tryggingasafnið innihalda staðgöngutryggingar, s.s. innstæður, en að hámarki mega slíkar tryggingar nema 20% af verðmæti safnsins. Skuldabréf í tryggingasafni þurfa að uppfylla ákveðin skilyrði um veðhlutföll. Þannig skal veðhlutfall af markaðsvirði íbúðarhúsnæðis að hámarki nema 80% og veðhlutfall af markaðsvirði atvinnuhúsnæðis að hámarki 60%. Þá er óheimilt að skrá í tryggingasafn skuldabréf hafi vanskil þeirra staðið í 90 daga eða lengur. Reglubundið mat skal framkvæmt á markaðsvirði veðsettra eigna í tryggingasafni.<sup>2</sup> Uppreiknuð heildarfjárhæð höfuðstóls skuldabréfa og annarra eigna í tryggingasafni sem stendur til tryggingar tilteknum flokki sértryggðra skuldabréfa skal ávallt nema hærri fjárhæð en sem nemur uppreiknaðri heildarfjárhæð höfuðstóls þess tiltekna flokks. Sé bú útgefanda tekið til gjaldþrotaskipta skulu sértryggð skuldabréf njóta tryggingaréttinda í skuldabréfum og öðrum eignum í tryggingasafni. Þannig standa sértryggð skuldabréf framar forgangskröfum, s.s. launum og innstæðum.

## Eftirlitsskylda Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitið annast eftirlit með lögum um sértryggð skuldabréf og veitir leyfi til útgáfu þeirra auk þess sem Fjármálaeftirlitið hefur sett reglur til fyllingar lögnum. Skilyrði leyfis til útgáfu sértryggðra skuldabréfa eru einkum þau að útgáfan sé í samræmi við lög og að fjárhagsáætlun útgefanda, staðfest af löggiltum endurskoðanda, sýni traustan fjárhag þannig að hagsmunum annarra kröfuhafa sé ekki stefnt í hættu með útgáfunni. Þá er Fjármálaeftirlitinu heimilt að binda leyfi skilyrðum, m.a. um lánaflökka í tryggingasafni sem tilheyra viðkomandi útgáfu, tímamörk útgáfu, tímallengd og afborgunarskilmála væntanlegs skuldabréfs.

## Útgáfa viðskiptabankanna á sértryggðum skuldabréfum

Fjármálaeftirlitið hefur veitt Arion banka og Íslandsbanka heimildir til útgáfu sértryggðra skuldabréfa til fjármögnunar fasteignalána.

1. Lög um sértryggð skuldabréf, nr. 11/2008.

2. Fjármálaeftirlitið hefur sett reglur til fyllingar lögum um sértryggð skuldabréf. Í reglum Fjármálaeftirlitsins um sértryggð skuldabréf, nr. 528/2008, kemur fram að eigi sjaldnar en vikulega skuli framkvæmt virðismat á eignum í tryggingasafni.

Leyfin eru bundin fjölmörgum skilyrðum, m.a. að heildarútgáfur takmarkist við ákveðna fjárhæð, tryggingar skuli vera íbúðalán í íslenskum krónum auk ákvæða um hámarksveðsetningu. Um miðjan maí sl. námu útgáfur bankanna samtals tæplega 13 ma.kr. Arion banki hafði gefið út verðtryggðan flokk fyrir 2,5 ma.kr. á ávöxtunarkröfunni 3,6% og óverðtryggðan flokk fyrir um 1,2 ma.kr. með 6,7% ávöxtunarkröfu. Verðtryggðu bréfin eru með jöfnum 6 mánaða greiðslum og lokagjalddaga árið 2034 en þau eru innkallanleg frá og með árinu 2017. Lokagjalddagi óverðtryggðu bréfanna er árið 2015. Meðalfjárhæð skuldabréfa í tryggingasafni útgefina sértryggðra skuldabréfa Arion banka er 12 m.kr., vegið meðaltal veðhlutfalls af markaðsvirði um 66% (e. LTV) og yfirveðsetning 48%.<sup>3</sup> Íslandsbanki hafði um miðjan maí sl. gefið út þrjú verðtryggða flokka fyrir um 8,8 ma.kr. á 2,8% til 3,5% ávöxtunarkröfu. Gjalddagar bréfanna eru 2016, 2019 og 2024 með möguleikum á framlengingum. Meðalfjárhæð skuldabréfa í tryggingasafni útgefina sértryggðra skuldabréfa Íslandsbanka er um 11 m.kr., vegið meðaltal veðhlutfalls af markaðsvirði um 54% (e. LTV) og yfirveðsetning 28%.<sup>4</sup> Útgáfur bankanna eru m.a. skráðar í íslensku kauphöllinni og var velta þeirra á eftirmarkaði um 3 ma.kr. um miðjan maí sl.<sup>5</sup> Báðir bankarnir stefna á frekari útgáfur en þurfa nýjar heimildir frá Fjármálaeftirlitinu fari útgáfur yfir tiltekið hámark. Þess má geta að sértryggð skuldabréf eru ekki hæf til tryggingar í veðlánaviðskiptum við Seðlabanka Íslands.

Tafla IV-1. Skuldabréf í tryggingasafni útgefina sértryggðra skuldabréfa

	Arion banki	Íslandsbanki
Fjöldi skuldabréfa	465	887
Meðalfjárhæð skuldabréfa (m.kr.)	12	11
Meðaltal frá útgáfu (ár)	0,6	6,5
Vegið meðaltal veðhlutfalls af markaðsvirði (%)	66	54
Vegið meðaltal eftirstöðva (ár)	33	29
Yfirveðsetning (%)	48	28

Heimildir: Arion banki, Investor Report April 2012, yfirveðsetning m.v. maí 2012. Íslandsbanki, Cover Pool Information 30.03.2012.

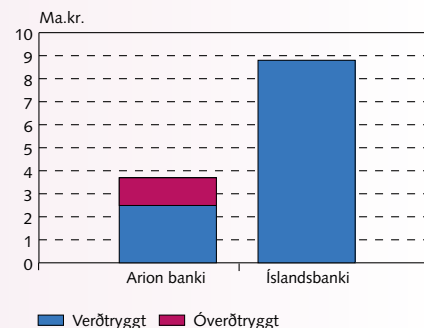
### Mögulegar hömlur á útgáfu sértryggðra skuldabréfa

Sem stendur er fjármögnun viðskiptabankanna borin uppi af innlánum. Ný fjármögnun hefur fram til þessa takmarkast við sértryggð skuldabréf á meðan bankarnir ljúka endurskipulagningu eigna og vinna að lækkun vanskila ásamt því að ávinna sér traust á markaði. Til framtíðar er mikilvægt að eftirlitsaðilar móti stefnu um hæfilegt umfang útgáfu sértryggðra skuldabréfa með hliðsjón af efnahag útgefanda og fjármálastöðugleika almennt. Hafa ber í huga að sérvarin skuldabréf hafa alltaf forgang í þrotabú fram yfir allar aðrar kröfur, þ.m.t. innstæður. Verði fjármögnun bankanna með sértryggðum skuldabréfum umtalsverð grefur hún undan annarri markaðsfjármögnun vegna minni gæða þeirra eigna sem eftir standa til að koma til móts við þær kröfur. Umtalsverð útgáfa grefur einnig undan möguleikum og sveigjanleika stjórnvalda til þess að tryggja fjármálastöðugleika við fjármálaáfall þar sem bankar geta síður afhent trygg veð gegn lánveitingum. Því kemur til greina að setja hámark á hlutfall sértryggðra skuldabréfa af heildarfjármögnun.

- Arion banki, Investor Report April 2012. Yfirveðsetning m.v. maí 2012.
- Íslandsbanki, Cover Pool Information 30.03.2012.
- Útgáfur bankanna eru skráðar í íslensku kauphöllinni (NASDAQ OMX Iceland). Jafnframt er verðtryggða útgáfa Arion banka skráð í kauphöllinni í Lúxemborg (Bourse de Luxembourg).

Mynd 2

Útgáfa viðskiptabankanna á sértryggðum skuldabréfum<sup>1</sup>



1. Arion banki hf. og Íslandsbanki hf. Staða útgáfu um miðjan maí 2012. Heimildir: Fréttatilkynningar bankanna, Nasdaq OMX Iceland.



## V Rekstur og eigið fé<sup>1</sup>

Á árinu 2011 urðu talsverðar breytingar á viðskiptabönkunum. Eins og áður kom fram tók Landsbankinn yfir rekstur og efnahag SpKef sparisjóðs, Íslandsbanki sameinaðist viðskiptabankanum Byr og Arion banki tók yfir íbúðalánasafn frá Kaupþingi og fjármögnun með sértryggðum skuldabréfum. Vegna þessa stækkuðu efnahagsreikningar stóru viðskiptabankanna um rúmlega 300 ma.kr. Þá tók MP Banki til starfa í núverandi mynd á grunni nb.is sparisjóðs í apríl 2011.<sup>2</sup> Framangreindar breytingar auk gjaldfærslna vegna gengislánadóms Hæstaréttar frá því í febrúar sl. og ýmsir óreglulegir liðir, þ.m.t. afskrift viðskiptavildar hjá Íslandsbanka, settu mikinn svip á ársuppgjör stóru viðskiptabankanna. Sem fyrr innihalda uppgjör bankanna margvíslega matsliði og matsaðferðir þeirra eru um margt mismunandi. Helstu matsliðir stóru viðskiptabankanna lúta að raunvirði yfirtekens útlánasafns. Enn ríkir nokkur óvissa um virði útlána og þar með um rekstrarniðurstöðu, helstu kennitölur og eigið fé.

### Reiknuð arðsemi lækkaði frá fyrra ári ...

Samanlögð reiknuð arðsemi heildareigna stóru viðskiptabankanna nam um 1% árið 2011 og reiknuð arðsemi eigin fjár nam um 7% sem er nokkur lækkun frá fyrra ári. Á árinu námu hreinar vaxtatekjur 87 ma.kr. og samanlagður reiknaður vaxtamunur var 3,2%. Vaxtamunur íslensku bankanna er mishár, m.a. vegna mismunandi reiknings-skilaaðferða. Eignir bankanna eru að mestu leyti fjármagnaðar með skuldum á óverðtryggðum vöxtum, einkum innlánum. Lækkun vaxta á fyrri helmingi ársins og verðbólga leiddi því til meiri vaxtamunar en ella. Á árinu 2011 námu þóknunartekjur um 21 ma.kr. og tekjur af fjármálastarfsemi tæpum 24 ma.kr., einkum vegna gengishagnaðar af hlutabréfum. Líklegt er að vægi þóknana, t.d. af eignastýringu, og tekna af fjármálastarfsemi fari vaxandi eftir því sem efnahagslífið styrkist og velta á fjármálamörkuðum eykst. Loks nam hagnaður af aflagðri starfsemi tæplega 10 ma.kr., einkum vegna sölu á yfirteknum félögum.

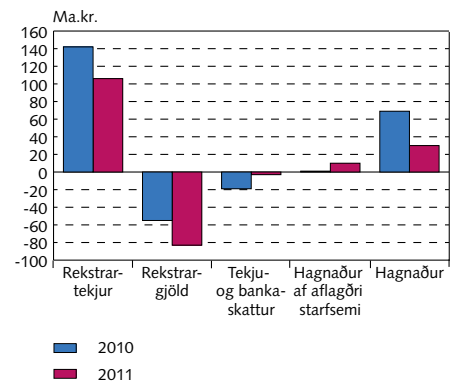
### ... einkum vegna gengislánadóms Hæstaréttar um fullnaðarkvittanir

Mikil umskipti urðu á virðisbreytingu útlána frá fyrra ári. Þannig nam hrein virðisrýrnun útlána rúmum 33 ma.kr. árið 2011 borið saman við tæplega 17 ma.kr. virðisaukningu árið 2010. Framan af ári 2011 jókst virði útlánasafnsins en á 4. ársfjórðungi gjaldfærðu bankarnir 64 ma.kr. vegna gengislánadóms Hæstaréttar frá því í febrúar sl. Jafnframt voru gjaldfærslur vegna skilyrtra skuldabréfa umtalsverðar. Árið 2011 nam

1. Umfjöllun um rekstur viðskiptabankanna byggist á samstæðuuppgjörum þriggja stærstu viðskiptabanka árið 2011 og samanburðartölum fyrir 2010. Fjallað er um samanlagða stöðu viðskiptabankanna nema annað komi fram. Þannig getur umfjöllun um samanlagða stöðu stangast á við stöðu einstakra banka.
2. Við endurskipulagningu MP banka var farin sú leið að skipta honum í tvennt. Innlend starfsemi og starfsemi í Litháen var færð í dótturfélagið nb.is sparisjóð. Ársuppgjör samstæðu MP Banka fyrir árið 2011 innihélt þrjá ársfjórðunga og samanburðartölur fyrir árið 2010 miðuðust við nb.is sparisjóð. Fram kom í ársreikningi MP Banka að gengislánadómur Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. hefði ekki teljandi áhrif á bankann. Í árslok 2011 nam eigin-fjárgrunnur MP Banka í hlutfalli af áhættugrunni 19,2%.

Mynd V-1

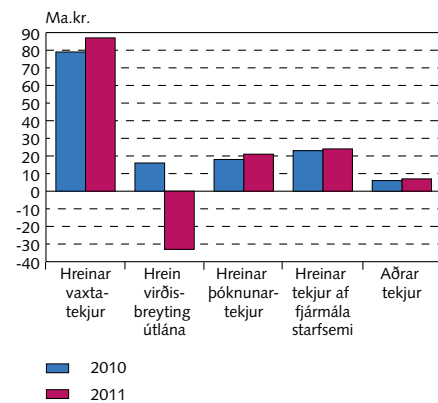
Tekjur og gjöld stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>



1. Samstæður. Rekstrargjöld árið 2011 innihalda m.a. 17,9 ma.kr. afskrift viðskiptavildar hjá Íslandsbanka.  
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd V-2

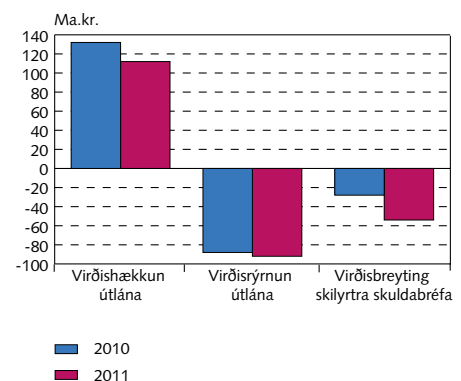
Rekstrartekjur stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>



1. Samstæður.  
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd V-3

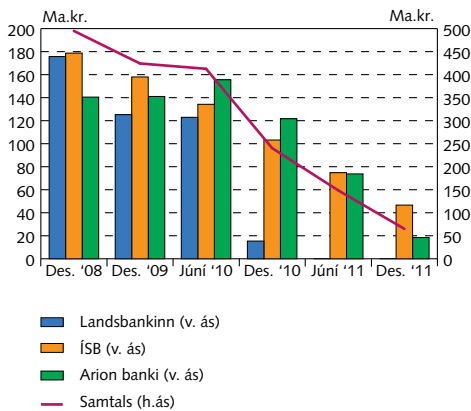
Tekjur og gjöld stærstu viðskiptabankanna vegna virðisbreytinga útlána<sup>1</sup>



1. Samstæður.  
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

## Mynd V-4

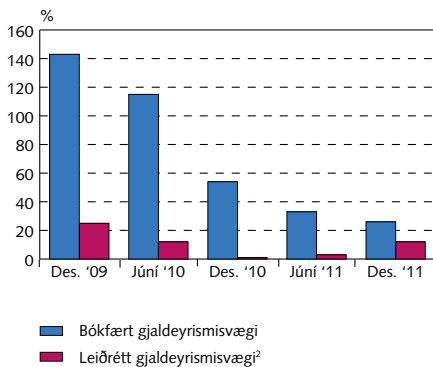
Próun óvirkra gjaldeyriseigna stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>



1. Samstæður. Óvirkar gjaldeyriseignir bankanna (sk. FX/ISK eignir) vísa til erlendra lána þeirra lántakenda sem hafa tekjur í íslenskum krónum. Greiðslugeta þeirra var í mörgum tilfellum ekki nægjanleg til þess að standa undir lánunum. Var því bókfært virði lánanna lækkað í samræmi við mat á greiðslugetu. Þar sem bókfært virði á hluta þessa lánasafns var mun lægra en kröfuvirðið, var talið að frekari sveiflur á gengi íslensku krónunnar hefðu ekki áhrif á bókfært virði lánanna. Heimildir: Árs- og árshlutareikningar.

## Mynd V-5

Misvægi eigna og skulda stærstu viðskiptabankanna í erlendum gjaldmiðli<sup>1</sup>



1. Samstæður. Misvægi í hlutfalli af eiginfjárgrunni. 2. Aðferðafræði notuð við útreikning á gjaldeyrissjöfnuði sem tekur tillit til hvort virði og endurheimtur séu háðar gengissveiflum. Aðferðafræðin hefur verið kölluð deltaléiðrétting, jöfnuðinn virkur gjaldeyrissjöfnuður og þær gjaldeyriseignir sem ekki fara í virka jöfnuðinn óvirkar gjaldeyriseignir (sk. FX-ISK eignir). Þessi jöfnuður ætti því að vera nær þeim jöfnuði sem bankinn hefði, væri óvissu eytt og endurskipulagningu á erlendum eignum að fullu lokið. Einungis þrjár stærstu viðskiptabankarnir hafa heimild til þess að nota þessa aðferð. Frá og með júní 2011 hætti Landsbankinn hf. að beita leiðréttum gjaldeyrissjöfnuði og telja hann óverulegan. Heimildir: Fjármálaeftirlitið, árs- og árshlutareikningar.

rekstrarkostnaður bankanna í hlutfalli af reglulegum tekjum um 60% og rekstrarkostnaður í hlutfalli af heildareignum nam 2,4% sem er nokkur hækkun frá fyrra ári.<sup>3</sup> Rekstrarkostnaður í hlutfalli af heildareignum hjá íslensku bönkunum er nokkuð hár í samanburði við banka í nágrannalöndunum.<sup>4</sup> Á sl. ári jókst launakostnaður m.a. vegna samningsbundinna launahækkana auk starfsloka- og álagsgreiðslna. Þá leiddu sameiningar við önnur fjármálafyrirtæki til kostnaðarauka. Undanfarin misseri hafa margvíslegar álögur á bankana einnig aukist. Sem dæmi hefur iðgjald til Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta hækkað, bankarnir greiða nú sérstakan skatt vegna fjármögnunar og skatt sem leggst á launakostnað þeirra. Rekstrarkostnaður hefur því aukist og til mótvægis þarf hagræðing að eiga sér stað á öllum sviðum.

## Gjaldeyrismisvægi

Samkvæmt ársreikningum viðskiptabanka hefur bókfært gjaldeyrismisvægi samstæðnanna lækkað talsvert síðustu misserin. Eiginfjárfrafa vegna gjaldeyrissáhattu hefur jafnframt lækkað. Í árslok 2011 nam bókfært gjaldeyrismisvægi þriggja stærstu viðskiptabankanna um 26% af eiginfjárgrunni og hafði minnkað frá fyrra ári. Í ársreikningum þeirra er að finna leiðréttingar á gjaldeyrismisvægi með tillit til óvirkra gjaldeyriseigna. Óvirkar gjaldeyriseignir bankanna (svokallaðar FX-ISK eignir) vísa til erlendra lána lántakenda sem hafa tekjur í íslenskum krónum. Leiðrétt gjaldeyrismisvægi bankanna<sup>5</sup> var 12% í lok árs 2011 og jókst í fyrsta sinn frá árslokum 2009. Frá og með júní 2011 hætti Landsbankinn að beita leiðréttum gjaldeyrissjöfnuði og taldi óvirkar gjaldeyriseignir sínar óverulegar. Gengislánadómur Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. hefur ekki markverð áhrif á gjaldeyrismisvægi þar sem verið er að mestu að fjalla um útreikning á kröfuvirði í krónum.

Vegna þeirra aðstæðna sem sköpuðust í kjölfar hruns bankanna hefur Seðlabankinn sérstaka heimild samkvæmt bráðabirgðaákvæði í reglum um gjaldeyrissjöfnuð til að veita lánaafyrirtækjum tímabundna undanþágu frá gjaldeyrissjafnaðarreglum. Í lok mars síðastliðinn voru lánaafyrirtæki á undanþágu rétt innan við helmingur allra eftirlitsskyldra lánaafyrirtækja. Samkvæmt bráðabirgðaákvæðinu verða sérstakar undanþágur ekki veittar til lengri tíma en til 1. janúar 2013.

## Verðtryggingarójöfnuður Landsbankans jókst

Í kjölfar dóma um ólögmetra gengistryggingu lánasamninga hefur slíkum lánunum verið breytt í verðtryggð eða óverðtryggð lán í íslenskum krónum. Þær breytingar hafa aðeins áhrif á eignahlið bankanna. Verðtryggingarójöfnuður bankanna hefur verið jákvæður og því hefur misvægi verðtryggðra eigna og skulda bankanna aukist í kjölfar skuld-breytingar ólögmetra gengistryggðra lána í verðtryggð. Viðbrögð bankanna voru m.a. þau að bjóða óverðtryggð lán á hagstæðum kjörum og beina ólöglegum gengisbundnum lánunum yfir í óverðtryggð

3. Rekstrarkostnaður að frádregnum afskriftum 17,9 ma.kr. viðskiptavildar hjá Íslandsbanka. Reglulegar tekjur taldar hreinar vaxtatekjur og þóknunartekjur.
4. Sjá mynd í viðauka.
5. Þ.e. bókfært misvægi að frádregnum óvirkum gjaldeyriseignum.

lán. Jafnframt hafa bankarnir aukið áherslu á verðtryggð innlán (sem þurfa að vera bundin í minnst 3 ár) og gert afleiðusamninga þar sem þeir mynda verðtryggða skuld á móti óverðtryggðri eign.

Í árslok 2011 var verðtryggingarójöfnuður stóru viðskiptabankanna jákvæður um 163,4 ma.kr. en var í árslok 2010 jákvæður um 138,4 ma.kr. (mynd V-6). Hækkun verðtryggingarójafnaðar um 25 ma.kr. á milli ára skýrist af hækkun jafnaðar Landsbankans um 34,4 ma.kr. en á móti lækkar jöfnuðurinn hjá Íslandsbanka og Arion banka um 9,4 ma.kr., m.a. með gerð afleiðusamninga og með útgáfu Íslandsbanka á sértryggðum verðtryggðum skuldabréfum á sl. ári. Frá síðustu áramótum hefur Arion banki jafnframt gefið út slík skuldabréf. Aukið misvægi hjá Landsbankanum stafar m.a. af því að hluta ólöglegra gengisbundinna lána hefur verið breytt í verðtryggð lán, en jafnframt jukust verðtryggðar eignir umfram verðtryggðar skuldir með yfirtöku bankans á SpKef sparisjóði og Avant.

Hlutfall verðtryggingarójafnaðar af eiginfjárgrunni var hátt hjá Landsbankanum í árslok 2011 eða um 67%, en hlutfallið var 53% í árslok 2010. Hlutföllin eru mun lægri hjá Íslandsbanka og Arion banka eða 16% og 9% í árslok 2011. Hátt hlutfall verðtryggingarójafnaðar af eiginfjárgrunni er óæskilegt þar sem óvæntar breytingar á þróun verðbólgu geta haft neikvæð áhrif á rekstrarafkomu og eigið fé. Allir stóru viðskiptabankarnir eru með jákvæðan verðtryggingarójöfnuð.

Miðað við verðtryggingarójöfnuð bankanna geta þeir bókað hagnað sem nemur 1,6 ma.kr. ef vísitala neysluverðs hækkar um 1%. Rétt er að benda á að bankarnir bóka einnig hagnað vegna þess mismunar sem er á vöxtum óverðtryggðra eigna og skulda. Ef verðbólga þróast í samræmi við væntingar og ef mismunur á verðlagningu óverðtryggðra eigna og skulda er í samræmi við væntingar um verðbólgu og raunvexti, eiga bankarnir að hagnast álíka mikið á óverðtryggðum eignum og skuldum og verðtryggðum. Ef verðbólga reynist meiri en væntingar er hagstæðara að vera með jákvæðan verðtryggingarójöfnuð, en ef verðbólga er minni en væntingar er hagstæðara að vera með neikvæðan verðtryggingarójöfnuð.

### Vaxtaáhætta

Fastvaxtaáhætta stafar af misvægi í binditíma og fjárhæðum eigna og skulda í lánabókum bankanna. Miðað við stöðu stóru viðskiptabankanna um síðastliðin áramót hefði mögulegt tap þeirra getað numið um 10,1 ma.kr. við 1% hækkun markaðsvaxta. Vaxtaáhætta mæld í hlutfalli af eiginfjárgrunni nam 2,1%. Í árslok 2010 var tap bankanna áætlað 17,3 ma.kr. við 1% hækkun markaðsvaxta eða 3,8% af eiginfjárgrunni. Vaxtaáhætta bankanna verður því að teljast nokkur en hefur þó lækkað umtalsvert á árinu 2011. Vaxtaáhætta stafar mest af mismun verðtryggðra liða, en hún lækkaði um nánast helming á árinu 2011. Vaxtaáhætta óverðtryggðra liða hækkaði á árinu 2011, en vaxtaáhætta gengisbundinna liða lækkaði og telst nú vera óveruleg.

Tafla V-1 Vaxtaáhætta<sup>1</sup>

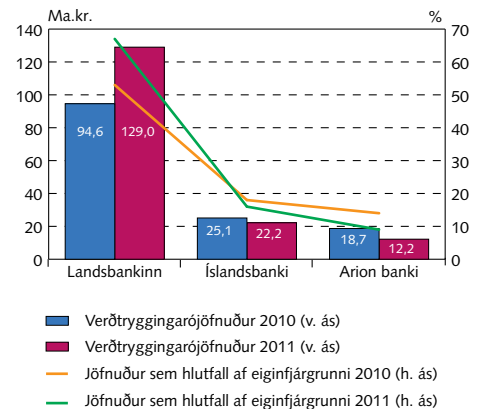
Ma.kr.	Óverðtryggðir liðir	Verðtryggðir liðir	Gengisbundnir liðir	Samtals
1% vaxtahækkun	-1,5	-8,2	-0,4	-10,1

1. Samstæður stóru viðskiptabankanna í árslok 2011.

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

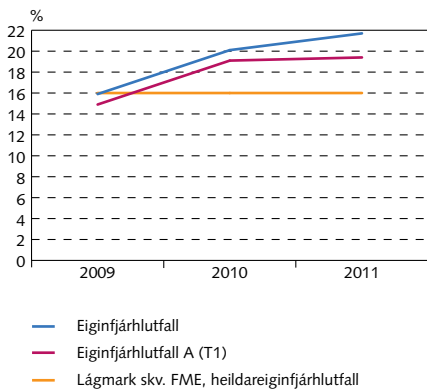
Mynd V-6

Verðtryggingarójöfnuður stærstu viðskiptabankanna



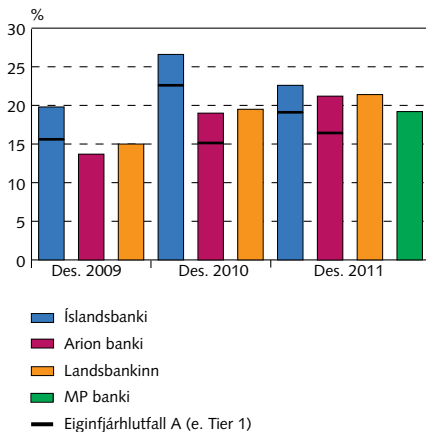
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Eiginfjárlutföll stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>

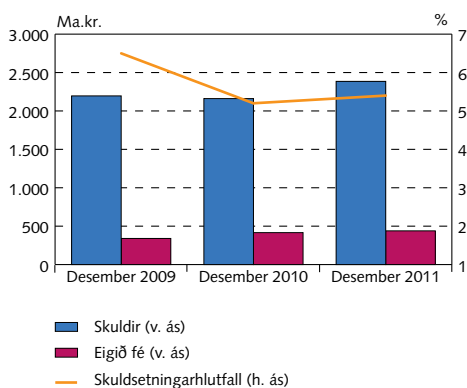
1. Samstæður.  
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd V-8

Eiginfjárlutfall viðskiptabankanna<sup>1</sup>

1. Samstæður þriggja stærstu viðskiptabanka 2009-2010. Samstæður viðskiptabanka 2011.  
Heimildir: Árs- og árshlutareikningar.

Mynd V-9

Skuldir, eigið fé og skuldsetningarhlutfall stærstu viðskiptabankanna<sup>1</sup>

1. Samstæður.  
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

## Eiginfjárlutföll bankanna nokkuð umfram lágmarkskröfur ...

Eiginfjárstaða stóru viðskiptabankanna styrktist milli ára 2010 og 2011. Eiginfjárlutfall þeirra hækkaði lítillega milli ára og nam í árslok 2011 tæpum 22%, þar af nam eiginfjárlutfall A 19,4%.<sup>6</sup> Eiginfjárlutföll bankanna eru því nokkuð umfram 16% lágmarkskröfu Fjármálaeftirlitsins.<sup>7</sup> Eiginfjárgrunnur stóru viðskiptabankanna nam um 476 ma.kr. í lok sl. árs og hækkaði um 24 ma.kr. milli ára eða 5%. Uppistaða eiginfjárgrunnsins er hlutafé og uppsafnaður rekstrarhagnaður, en víkjandi lán í eiginfjárgrunni námu rúmum 10%. Áhættugrunnur bankanna nam 2.193 ma.kr. í árslok og hækkaði um 55 ma.kr. milli ára eða 3%. Útlánaáhætta er stærsta áhætta bankanna og rúmlega 80% af áhættugrunni. Áhættugrunnur útlána hækkaði um 7% milli ára en markaðsáhætta lækkaði, einkum gjaldeyrísáhætta í takt við minnkandi gjaldeyrismisvægi.

## ... en horft er til skuldsetningarhlutfalla sem viðbótarviðmiðs

Mikil umræða hefur átt sér stað á alþjóðavettvangi um áhættuvogir eigna í áhættugrunni og hvort þær endurspegli áhættu með réttum hætti. Eiginfjárlutfall fjármálfyrirtækja tekur mið af áhættuvogunum. Þannig getur eiginfjárlutfall hækkað þrátt fyrir að bæði eiginfjárgrunnur og virði heildareigna standi í stað ef samsetning áhættuveginna eigna breytist. Eftir því sem hlutfall áhættuveginna eigna af heildareignum er lægra þeim mun minna eigið fé þarf að binda á móti eignum og skuldsetning getur orðið meiri. Eftirlitsaðilar hafa því í auknum mæli horft til skuldsetningarhlutfalla bankanna (e. leverage ratio/debt to equity ratio) og þróunar þeirra sem n.k. viðbótarviðmiðs, óháð áhættusamsetningu eigna. Í árslok 2011 námu skuldir stóru viðskiptabankanna þriggja í hlutfalli af bókfærðu eigin fé rúmum 540%, þ.e. skuldsetningarhlutfallið var rúmlega 5,4 borið saman við 5,2 í árslok 2010. Þess má geta að skuldsetningarhlutfall gömlu viðskiptabankanna rétt fyrir fall þeirra árið 2008 var rúmlega 16, skuldir námu sextánföldu eigin fé, og reyndist 30 ef leiðrétt var fyrir „veiku eigin fé.“

## Sparisjóðirnir standa höllum fæti

Um sl. áramót voru 10 sparisjóðir starfandi á landinu. Á árinu 2011 hvarf SpKef sparisjóður af sjónarsviðinu þegar hann rann inn í Landsbankann og áður hafði Byr hf. fengið viðskiptabankaleyfi. Heildareignir starfandi sparisjóða voru u.þ.b. 60 ma.kr. um sl. áramót, sem nam 1,5% af eignum lánastofnana og 2% af eignum innlánsstofnana.

- Eiginfjárlutfall skilgreint samkvæmt lögum nr. 161/2002, um fjármálfyrirtæki og reglum Fjármálaeftirlitsins um áhættugrunn. Eiginfjárbáttur A (e. Tier I) samanstendur af hlutafé, óráðstöfuðu eigin fé o.fl. auk frádráttarliða, sbr. 84. gr. laga um fjármálfyrirtæki.
- Samkvæmt lögum nr. 161/2002, um fjármálfyrirtæki, skal eiginfjárgrunnur fjármálfyrirtækis nema að lágmarki 8% af áhættugrunni en Fjármálaeftirlitið getur mælt fyrir um herra hlutfall. Vorið 2009 gerði Fjármálaeftirlitið úttekt á nýju bönkunum og viðskiptaáætlunum þeirra, svo og fjárhagslegum styrk og eiginfjárbörf í svokölluðu endurreisnarverkefni (e. sign-off project). Með tilliti til gæða eignasafna og efnahagslegrar óvissu næstu misseri taldi Fjármálaeftirlitið þá nauðsynlegt að gera hærri eiginfjárröfu til bankanna en lögboðið lágmark segir til um. Eiginfjárkrafa Fjármálaeftirlitsins í tilfelli þriggja stærstu viðskiptabankanna er að lágmarki 16% eiginfjárlutfall. Nú hafa viðskiptabankarnir endurmetið eiginfjárbörf sína (e. ICAAP) og í framhaldinu mun Fjármálaeftirlitið yfirfara matið (e. SREP) og setja þeim lágmarkseiginfjárröfur.



Tafla V-2 Ársreikningar sparisjóðanna 2011

M.kr.	Sparisj. Vestm.	Sparisj. S-Þing.	Sparisj. Norðfj.	Sparisj. Bol.	Sparisj. Þórshöfn	Sparisj. Strand.	Sparisj. Höfð.	Afl sparisj.	Sparisj. Ólafsfj.	Sparisj. Svarfd.	Samtals
Útlán	7.537	3.252	2.760	3.502	1.307	692	677	13.360	1.695	2.352	37.134
Aðrar eignir	7.065	3.415	2.470	1.418	1.271	1.525	1.266	1.459	1.319	1.026	22.234
Heildareignir	14.602	6.667	5.230	4.920	2.578	2.217	1.943	14.819	3.014	3.378	59.368
Innlán	12.285	6.117	4.428	3.230	2.246	1.950	1.699	8.106	2.936	3.090	46.087
Eigið fé	891	334	578	454	286	238	123	838	-84	232	3.890
Beinn eignarhluti ríkisins	55,25%		49,50%	90,95%	75,84%					90,00%	
Lágmarks eiginfjárlutfall	16%	8%	16%	16%	16%	8%	8%	8%	8%	16%	
Eiginfjárlutfall	13,9%	9,0%	18,2%	14,5%	16,4%	16,5%	14,6%	9,2%	-5,3%	12,5%	

Heimildir: Ársreikningar sparisjóðanna, Bankasýsla ríkisins.

Rekstur sparisjóðanna hefur gengið brösulega, en sex þeirra voru reknir með tapi árið 2011 og hagnaður hinna var nánast enginn að undanskildum Afli sparisjóði. Afl sýndi talsverðan hagnað í bókum sínum, en hann var til kominn vegna niðurfærslu á skuldum sjóðsins við Arion banka. Vandi sparisjóðanna felst meðal annars í háum rekstrarkostnaði í hlutfalli af reglulegum tekjum. Þannig nam rekstrarkostnaður þeirra í hlutfalli af reglulegum tekjum rúmlega 90% og hlutfall rekstrarkostnaðar af heildareignum var tæplega 4%.<sup>8</sup>

Samkomulag hefur náðst um kaup Landsbankans á Sparisjóði Svarfdæla<sup>9</sup> og Arion banki og Sparisjóður Ólafsfjarðar munu sameinast. Arion banki á 94,45% stofnfjár í Afli sparisjóði og hefur haft í hyggju að sameina sjóðinn bankanum. Vegna skorts á atkvæðamagni þrátt fyrir þennan eignarhlut hefur það ekki gengið eftir. Ef þetta gengi eftir yrðu sparisjóðirnir 7 talsins.

Af þessum 7 sparisjóðum eru tveir með eiginfjárlutfall undir lögbundnu lágmarki, þ.e.a.s. Sparisjóður Vestmannaeyja og Sparisjóður Bolungarvíkur. Fjármálaeftirlitið hefur veitt þessum sparisjóðum tiltekinn frest til að skila inn greinargerð þar sem fram kemur til hvaða ráðstafana sjóðirnir hyggjast grípa af þessu tilefni, í samræmi við 86. gr. laga nr. 161/2002. Sparisjóður Suður-Þingeyinga og Sparisjóður Þórshafnar og nágrennis eru með eiginfjárlutfall nálægt þeirra lögbundna lágmarki og gætu gengislánadómar Hæstaréttar um fullnádarkvittanir haft alvarlegar afleiðingar fyrir þá sjóði. Það er því nokkuð ljóst að sparisjóðirnir standa höllum fæti og forsendur fyrir áframhaldandi rekstri margra þeirra eru að óbreyttu veikar.

### Eiginfjárlutfall íbúðalánasjóðs undir langtímamarkmiði

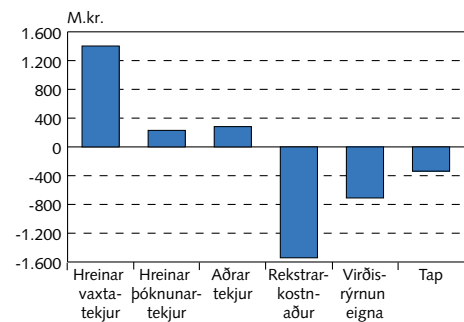
Árið 2011 nam hagnaður af rekstri Íbúðalánasjóðs 986 m.kr. samanborið við 34,5 ma.kr. tap árið 2010.<sup>10</sup> Hinn mikli munur á milli ára skýrist að mestu leyti af því að á árinu 2010 voru útlán fjölda einstaklinga virðisrýrd niður í 110% af fasteignamati eða verðmati eigna. Umsóknir lántaka vegna 110% leiðarinnar reyndust færri en áætlanir

8. Reglulegar tekjur taldar hreinar vaxtatekjur og þóknunartekjur.

9. Þann 16.5.2012 heimilaði Fjármálaeftirlitið kaup Landsbankans hf. á öllum rekstri og eignum Sparisjóðs Svarfdæla. Samkeppniseftirlitið og Eftirlitsstofnun EFTA þurfa einnig að segja sitt álit áður en yfirfærslan getur tekið gildi og Landsbankinn tekið yfir rekstur sparisjóðsins.

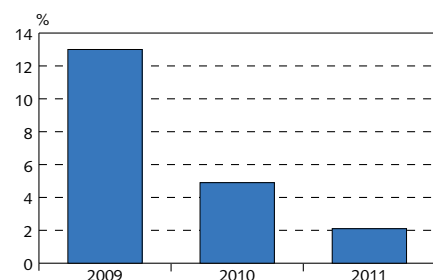
10. Í uppgjöri Íbúðalánasjóðs er gert ráð fyrir að sjóðurinn eigi rétt á skuldajöfnun vegna kröfu sem hann á á gömlu viðskiptabankana vegna skuldabréfa og afleiðusamninga og skulda vegna afleiðusamninga og íbúðabréfa. Óvissa ríkir um uppgjör krafna og afleiðusamninga ásamt heimildum sjóðsins til skuldajöfnunar.

Mynd V-10

Tekjur og gjöld sparisjóðanna 2011<sup>1</sup>

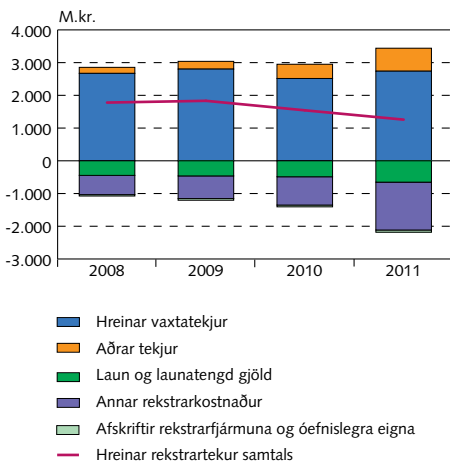
1. Sparisjóðir án Afli-sparisjóðs og Sparisjóðs Ólafsfjarðar sem tilheyra samstæðu Arion banka hf.  
Heimild: Ársreikningar sparisjóða.

Mynd V-11

Heildareignir sparisjóða í hlutfalli af heildareignum innlánsstofnana<sup>1</sup>

1. Sparisjóðir án Afli-sparisjóðs og Sparisjóðs Ólafsfjarðar sem tilheyra samstæðu Arion banka hf.  
Heimildir: Ársreikningar sparisjóða, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12  
Próun rekstrar Íbúðalánasjóðs<sup>1</sup>



1. Án virðisrymnunar útlána.  
Heimild: Ársreikningar Íbúðalánasjóðs.

gerður ráð fyrir og virðisrymnunin því lægri. Í kjölfarið var hluti áður gjaldfærðrar virðisrymnunar vegna 110% leiðarinnar leiðréttur á árinu 2011, áætluð virðisrymnun vegna einstaklingslána endurmetin en jafnframt gerð ítarleg greining á lögaðilum í viðskiptum við Íbúðalánasjóð sem leiddi í ljós aukna þörf fyrir virðisrymnun útlána til þeirra. Tilfærsla á hluta af varúðarniðurfærslu varð því á milli einstaklinga og lögaðila. Þess má geta að útlánatöp Íbúðalánasjóðs frá fjármálahruni hafa leitt til þess að sjóðurinn hefur þurft að auka vaxtaálag sitt. Umtalsverð kostnaðaraukning varð hjá Íbúðalánasjóði milli árunna 2010 og 2011. Hana má skýra með hækkun launakostnaðar meðal annars vegna fjölgunar starfsfólks auk nýrra stórra útgjaldaliða, s.s. lögbundinnar kostnaðarpáttöku vegna Umboðsmanns skuldara og kostnaðar við verðmöt fasteigna samkvæmt 110% leiðinni.

Eigið fé Íbúðalánasjóðs nam rúmlega 9,5 ma.kr. í árslok 2011 sem er 986 m.kr. hækkun frá fyrra ári. Eiginfjárlutfall Íbúðalánasjóðs nam 2,3%, en langtímamarkmið sjóðsins er að eiginfjárlutfallið sé yfir 5%. Fjöldi lánþega í vanskilum hjá Íbúðalánasjóði hefur aukist og óvissa um útlánagæði gæti haft neikvæð áhrif á eiginfjárstöðu sjóðsins. Ljóst er að málefni Íbúðalánasjóðs koma til kasta Alþingis á næstunni. Líklegt er að leitað verði eftir umtalsverðu viðbótar eiginfjárframlagi í fjárukalögum til að ná 5% langtímamarkmiði um eiginfjárlutfall. Þá hefur frumvarp til breytinga á lögum um húsnæðismál verið lagt fram á Alþingi þess efnis að eftirlit með starfsemi Íbúðalánasjóðs verður aukið, skýrari skilyrði sett fyrir lánveitingum til uppbyggingar leiguhúsnæðis og heimildir sjóðsins til lánveitinga vegna kaupa á dýru íbúðarhúsnæði þrengdar. Með áformuðum breytingum er brugðist við athugasemdum Eftirlitsstofnunar EFTA við starfsemi Íbúðalánasjóðs á sl. ári.

### Sterk eiginfjárstaða nauðsynleg vegna margvíslegrar óvissu

Almennt má segja að eiginfjárkröfur til banka séu að aukast enda voru þær of litlar fyrir fjármálakreppu. Eiginfjárstaða stóru viðskiptabankanna er vel yfir lágmarkum. Hins vegar ríkir óvissa um virði útlána þeirra vegna mikilla vanskila, óvissu um lögmæti lánasamninga auk óvissu um lagaumhverfi varðandi stjórn fiskveiða. Líklegt er að fljótlega þurfi að endurskipuleggja útlán einhverra fyrirtækja í annað sinn. Losun fjármagnshaftanna kann að leiða til óstöðugleika krónunnar og verri lausafjárstöðu bankanna. Tímabundin lækkun gengis gæti haft áhrif á getu lánþega sem enn hafa lán í erlendum gjaldmiðlum en tekjur í íslenskum krónum til að standa við skuldbindingar sínar. Því er mikilvægt að draga úr útlánaáhættu með því að hraða endurskipulagningu þessara lána og lána í vanskilum eins og kostur er. Greiðslugetu lánþega með verðtryggðar skuldir kann einnig að vera teft í tvísýnu aukist verðbólgan umfram launahækkunar. Enn er því veruleg hættu á virðisrymnun sem gæti haft umtalsverð áhrif á eiginfjárlutföll bankanna. Sterk eiginfjárstaða er nauðsynleg á meðan verið er að ljúka endurskipulagningu útlána og þar til að framangreindri óvissu léttir.

### Um ársfjórðungsuppgjör viðskiptabankanna og umhverfi

Í maí sl. birtu stóru viðskiptabankarnir uppgjör fyrir fyrsta ársfjórðung 2012 (1F 2012).<sup>1</sup> Uppgjörin eru ýmist óendurskoðuð eða könnuð. Enn einkennir margvísleg óvissa umhverfi bankanna, bæði lagaleg og stjórnmalaleg. Í því sambandi má nefna túlkun gengislánadóma Hæstaréttar og fyrirhugaðar breytingar á fiskveiðistjórnunarkerfinu. Á 1F 2012 veiktist íslenska krónan og verðbólga jókst. Jafnframt hækkuðu óverðtryggðir vextir en ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa lækkaði. Þá hækkuðu hlutabréf í úrvalsvisitölu kauphallarinnar. Uppgjör bankanna markast af framangreindu.

### Rekstur viðskiptabankanna á fyrsta ársfjórðungi 2012

Samanlagt högnuðust stóru viðskiptabankarnir um 17,8 ma.kr. á fjórðungnum. Arðsemi heildareigna var 2,5% og arðsemi eigin fjár tæplega 17% sem er lækkun frá sama tímabili fyrir ári. Hreinar vaxta-tekjur námu 23,5 ma.kr. og samanlagður reiknaður vaxtamunur var 3,3%. Vaxtamunur bankanna þróaðist mismunandi á fjórðungnum, m.a. vegna þess að verðtryggingarójöfnuður þeirra er mishár. Gjaldfærsla vegna virðisbreytinga útlána lækkaði milli tímabila um 1,6 ma.kr. Nokkur óvissa ríkir um þróun virðisbreytinga útlána á árinu, m.a. vegna óvissu tengdri dómatúlkun. Þóknunartekjur námu 5,4 ma.kr. og jukust lítillega milli tímabila. Á fjórðungnum námu hreinar tekjur af fjármálastarfsemi 9,5 ma.kr., þar af nam hagnaður af hluta- og skuldabréfum 5,2 ma.kr. og gengishagnaður vegna gjaldeyris-ójafnvægis um 4,3 ma.kr. Ein skýring lægri arðsemi milli fjórðunga er lækkun hagnaðar af aflagðri starfsemi (yfirteknum félögum) um 1,5 ma.kr. en óvenjumikill hagnaður var af sölu yfirtekinna félaga á 1F 2011. Á 1F 2012 námu rekstrargjöld 18,3 ma.kr. og hækkuðu um 3,3 ma.kr. frá fyrra tímabili eða 22%. Jafnframt hækkuðu kostnaðarhlutföll. Helstu skýringar aukins rekstrarkostnaðar voru samningsbundnar launahækkanir, samrunar við önnur fjármálafyrirtæki (SpKef sparisjóð, Byr), nýr fjársýsluskattur á laun, aukinn eftirlit-skostnaður o.fl. Jafnframt hækkuðu skattar mikið eða um 2,9 ma.kr. (tekjuskattur, bankaskattur). Á næstunni þurfa bankarnir í vaxandi mæli að beina sjónum sínum að aukinni rekstrarhagkvæmni.

### Stærstu eignaflokkar viðskiptabankanna og fjármögnun

Heildareignir viðskiptabankanna námu 2.866 ma.kr. í lok mars sl. og jukust um 2% frá áramótum. Rúmir 2/3 hlutar heildareigna eru útlán til viðskiptamanna og fjármálafyrirtækja og jukust þau um 41 ma.kr. frá áramótum. Gengislækkun krónunnar, aukin verðbólga, uppfærsla yfirtekinna útlána og að einhverju leyti ný útlán juku útlánastöðuna en virðisyrnun og uppgreiðslur útlána voru talsverðar. Markaðsverðbréf námu 491 ma.kr. í lok 1F 2012 og lækkuðu um 21 ma.kr. frá áramótum eða 4%. Mikill meirihluti markaðsverðbréfa eru skuldabréf. Markaðsverðbréf í hlutfalli af eigin fé hafa heldur lækkað frá áramótum. Sem fyrr er fjármögnun bankanna borin uppi af innlánum. Innlán hjá viðskiptabönkunum námu 1.579 ma.kr. í lok mars sl. eða 78% af útlánum og lækkuðu þau lítillega frá áramótum. Önnur lántaka bankanna nam 614 ma.kr. í lok mars sl. Stærstur hluti lántökunnar er uppgjörsskuldabréf Landsbankans og sértryggð skuldabréf. Á fjórðungnum bættust við ný sértryggð skuldabréf þegar tveir viðskiptabankanna gáfu út slík bréf að fjár-

1. Umfjöllun um rekstur og efnahag á 1F 2012 byggist á samstæðuuppgjörum þriggja stærstu viðskiptabanka. Samanburðartölur fyrir rekstur miðast við 1F 2011 en fyrir efnahag við árslok 2011. Fjallað er um samanlagða stöðu viðskiptabankanna nema annað komi fram. Þannig getur umfjöllun um samanlagða stöðu stangast á við stöðu einstakra banka. Nokkrar breytingar urðu á samstæðum bankanna milli 1F 2011 og 1F 2012, s.s. yfirtaka Landsbankans á SpKef sparisjóði og kaup Íslandsbanka á Byr. Samanburður milli fjórðunganna skoðast í því ljósi.

### Rammagrein V-1

## Ársfjórðungsuppgjör stærstu viðskiptabanka (1F 2012)

hæð 5,8 ma.kr. Eigið fé viðskiptabankanna nam 456 ma.kr. í lok 1F 2012 og skuldir í hlutfalli af eigin fé námu 528%. Eiginfjárgrunnur í hlutfalli af áhættugrunni nam rúmlega 22% sem er töluvert umfram það 16% lágmark sem Fjármálaeftirlitið hefur sett bönkunum.

Tafla 1. Þrjár stærstu viðskiptabankar - uppgjör 1F 2012 og samanburður

Rekstur og kennitölur, m.kr.	1F 2012	1F 2011
Hreinar vaxtatekjur	23.455	21.092
Hrein virðisbreyting útlána	-1.414	-3.019
Hreinar þóknunartekjur	5.440	5.237
Hreinar tekjur af fjármálastarfsemi	9.464	7.511
Aðrar tekjur	1.469	1.310
Rekstrargjöld	-18.296	-14.979
Skattar	-5.196	-2.264
Hagnaður af aflagðri starfsemi	2.864	4.355
Hagnaður	17.786	19.243
Arðsemi heildareigna	2,5%	3,0%
Arðsemi eigin fjár	17%	19%
Hreinar vaxtatekjur í % af heildareignum	3,3%	3,3%
Kostn. í % af hreinum vaxta- og þókn.tekjum	63%	57%
Kostn. í % af heildareignum	2,5%	2,3%

Efnahagur og kennitölur, m.kr.	31.3.2012	31.12. 2011
Sjóður, kröfur á lánastofnanir	121.922	96.015
Útlán	2.019.312	1.977.965
Markaðsverðbréf o.fl.	490.720	511.546
Aðrar eignir	234.098	237.992
Heildareignir	2.866.052	2.823.518
Innlán	1.579.218	1.588.409
Lántaka	614.437	588.326
Víkjandi lán	57.350	54.042
Aðrar skuldir	158.742	154.236
Eigið fé	456.305	438.505
Skuldir og eigið fé	2.866.052	2.823.518
Markaðsvb. í % af eigin fé	108%	117%
Innlán í % af útlánnum	78%	80%
Skuldir í % af eigin fé	528%	544%
Eiginfjárgr. í % af áhættugr.	22,1%	21,7%
Eiginfjárgr. (T1) í % af áhættugr.	19,7%	19,4%

Síðastliðin ár hefur lagaleg óvissa verið uppi um lögmæti gengisbundinna lánasamninga. Hérlendis er heimilt samkvæmt lögum um vexti og verðtryggingu að veita lán í erlendum gjaldmiðlum en óheimilt að binda skuldbindingar í íslenskum krónum við gengi erlendra gjaldmiðla, gengistryggja.<sup>1</sup> Í fjármálafyrirtækjum var á árunum 2004-2008 gerður mikill fjöldi lánasamninga með ákvæðum um gengistryggingu og mörg ólík samningsform voru notuð, því er enn óvissa um umfang ólögmætra gengisbundinna lánasamninga.

## Rammagrein V-2

### Gengislánadómar og áhrif þeirra á fjármálafyrirtæki

#### Eldri dómar Hæstaréttar og aðkoma Alþingis

Þann 16. júní 2010 dæmdi Hæstiréttur að tveir eignaleigusamningar væru í raun lánasamningar og fælu í sér ólögmæta gengistryggingu.<sup>2</sup> Um var að ræða samninga milli fjármálafyrirtækja og einstaklinga. Við þessa dóma kom betur í ljós hvaða atriða þyrfti helst að líta til varðandi lögmæti gengisbundinna lánasamninga og fór þá fram ítarleg upplýsingasöfnun. Fjármálafyrirtækjum var gert að flokka lánasamninga með ákvæði um gengistryggingu í 6 flokka, A til F. Einkum var litið til þriggja atriða: höfuðstóls, útborgaðrar lánsfjárhæðar og afborgana. Í flokk A fóru lánasamningar með allt ofangreint í erlendum gjaldmiðli og teljast þeir líklega lögmæt erlend lán, í flokk F fóru lánasamningar með öll þrjú ofangreind atriði í íslenskum krónum og í flokka B-E fóru lánasamningar með ýmsar samsetningar.

Í kjölfar dóma Hæstaréttar í júní 2010 risu deilur um hvort vaxtakjör lánasamninga með ákvæði um ólögmæta gengistryggingu væru skuldbindandi. Með dómi Hæstaréttar 16. september 2010 var þeirri óvissu eytt, vikja skyldi ákvæðum vaxta í ofangreindum samningum til hliðar og í staðinn miða við lægstu vexti á nýjum almennum lánnum sem Seðlabanki Íslands birtir í samræmi við lög um vexti og verðtryggingu.<sup>3</sup>

Í lok desember 2010 samþykkti Alþingi lög nr. 151/2010 sem kváðu á um með hvaða hætti bæri að endurreikna gengisbundin fasteignaveðlán og bílalan einstaklinga. Markmið laganna var að tryggja jafnræði milli einstaklinga óháð því hvort einstaka samningsform hefði verið dæmt ólögmætt eða ekki. Eftir stóð óvissa um umfang gengisbundinna lána til lögaðila sem innihalda ólögmæta gengistryggingu.

Þann 9. júní 2011 kvað Hæstiréttur upp dóm í svonefndu Motormaxmáli. Þar var gengisbinding lánasamnings milli lögaðila og fjármálafyrirtækis í fyrsta sinn dæmd ólögmæt. Af þeim sökum hafði málið allnokkurt fordæmisgildi og minnkaði óvissa að ákveðnu marki.<sup>4</sup>

Á árinu 2011 kom upp umræða um gildi svonefndra fullnaðarkvittana. Á þetta reyndi í dómi Hæstaréttar 15. febrúar sl.<sup>5</sup> Niðurstaða dómsins var að óheimilt væri að krefja einstaklinga með ólögmæt gengistryggð lán um viðbótargreiðslur þegar greiddra vaxtagjalddaga, þar sem fullnaðarkvittun liggur fyrir um greiðslu. Hæstiréttur vék því frá þeirri meginreglu kröfuréttar að kröfuhafi, sem hefur fengið minna greitt en hann á rétt á, eigi viðbótarkröfu á hendur lántakanda um það sem vangreitt er sé fullnaðarkvittun til staðar.

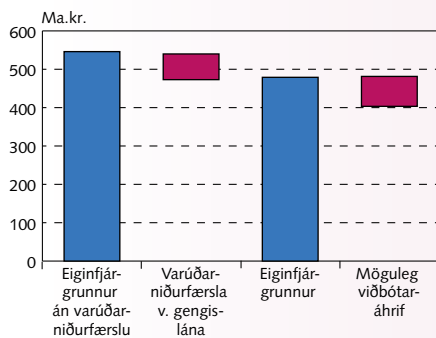
#### Áhrif gengislánadóms um fullnaðarkvittanir

Í kjölfar dóms Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. fór af stað vinna hjá eftirlitsaðilum við að greina forsendur hans og móta aðferðafræði til

1. Lög nr. 38/2011.  
2. Mál nr. 92/2010 og 153/2010.  
3. Mál nr. 471/2010.  
4. Mál nr. 155/2011.  
5. Mál nr. 600/2011.

Mynd 1

Áhrif gengislánadómsins frá 15. febrúar 2012 á eiginfjárgrunn viðskiptabankanna  
Desember 2011



Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Fjármálaeftirlitið.

að meta áhrif á útlánasöfn fjármálafyrirtækja. Notast var við flokkun útlánasafnsins frá sumrinu 2010, flokka A-F. Gert er ráð fyrir að hafi lántakandi innt af hendi vaxtagreiðslu í samræmi við greiðsluseðil kröfuhafa, telst sú greiðsla vera fullnaðargreiðsla á vöxtum fyrir það tímabil enda sé fullnaðarkvittun til staðar. Þeir lánasamningar sem þegar hafa verið dæmdir ólögmetir tilheyra flokki F. Helstu niður- stöður má sjá í töflu 1. Alls nemur bókfært virði útlána í flokki F, sem líklega innihalda öll ólögmetra gengistryggingu, um 367 ma.kr. Tap fjármálafyrirtækja af áhrifum fullnaðarkvittana á greiddum gjalddögum á lánum í flokki F yrðu samkvæmt þessu mati tæpir 86 ma.kr. en nú þegar hafa fjármálafyrirtækin gjaldfært eða fært var- úðarniðurfærslu sem nemur 71 ma.kr. Í flokkum B-E, þar sem óvissa um lögmeti er enn til staðar, nemur bókfært virði útlána um 301 ma.kr. og eru það að stærstum hluta lánasamningar við lögaðila. Mögulegt tap fjármálafyrirtækja til viðbótar yrðu flokkar B-E dæmdir ólögmetir væri um 79 ma.kr. Alls gæti tapið því numið 165 ma.kr., sem skiptist þannig að um 118 ma.kr. væri virðisrýrnun útlána en um 47 ma.kr. kæmu til útborgunar vegna samninga sem hafa verið greiddir upp, þar af um 24 ma.kr. vegna samninga í flokki F. Líklega myndi um 1/4 af útborgun vegna flokks F koma í hlut einstaklinga og tæpur helmingur vegna B-E flokkanna, komi til þess að þeir verði dæmdir ólögmetir. Af þessu má ljóst vera að áhrif dóms Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. eru veruleg fyrir fjármálakerfið nái hann bæði til einstaklinga og lögaðila, en raska þó ekki fjármálastöðugleika. Jafnvel þó að öll lán í flokkum B-F yrðu talin innihalda ólögmetra gengistryggingu, sem er ólíklegt, yrðu áhrifin á fjármálakerfið viðráðanleg og eiginfjárlutfall þriggja stóru viðskiptabankanna yrðu yfir 16% lágmarki Fjármálaeftirlitsins. Viðskiptabankarnir eru einnig með sterka lausafjárstöðu til að mæta mögulegum útborg- unum vegna ólöglegra samninga. Lausafjárlutföll samkvæmt kröfu Fjármálaeftirlitsins myndi einungis lækka um 2-4% og lausafjár- hlutfall SÍ um 5-10% miðað við ólögmeti lánasamninga í flokkum B-F.<sup>6</sup> Allir viðskiptabankarnir væru enn með lausafjárlutföll yfir lágmarkskröfu eftirlitsaðila. Áhrif á bæði laust fé og eigið fé minni fjármálafyrirtækja gætu þó orðið töluverð og óvíst hvort þau öll hafi burði til að takast á við þau án utanaðkomandi aðstoðar.

Tafla 1. Bókfært virði gengisbundinna lána og mögulegt tap vegna endurreiknings

	Bókfært virði, 31.12. 2011				Alls
	Flokkur F		Flokkar B-E		
	Einstaklingar	Lögaðilar	Einstaklingar	Lögaðilar	
Viðskiptabankar	97.850	248.486	11.450	277.203	634.989
Sparisjóðir	766	2.262	818	3.896	7.742
Aðrir	6.652	11.105	0	7.644	25.401
Alls	105.268	261.853	12.268	288.743	668.132
Flokkar alls	367.121		301.011		668.132

	Mögulegt tap vegna endurreiknings				Alls
	Flokkur F		Flokkar B-E		
	Einstaklingar	Lögaðilar	Einstaklingar	Lögaðilar	
Viðskiptabankar	16.544	57.654	8.762	61.924	144.884
Sparisjóðir	353	707	406	2.377	3.843
Aðrir	5.075	5.282	0	5.821	16.178
Alls	21.972	63.643	9.168	70.122	164.905
Flokkar alls	85.615		79.290		164.905

Allar tölur í millj. króna.  
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

6. Nánari umfjöllun um lausafjárlutföll viðskiptabankanna er í kafla IV.

### Mörgum spurningum enn ósvarað varðandi lögmæti sammingsforma

Fjármálafyrirtækin hafa fengið leyfi Samkeppniseftirlitsins til að hafa samvinnu um greiningu og viðbrögð við dómi Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. Sú vinna fer nú fram undir stjórn Samtaka fjármálafyrirtækja, með áheyrn Umboðsmanns skuldara. Mörgum spurningum er enn ósvarað varðandi lögmæti einstakra sammingsforma í flokkum B-E, áhrif greiðsluúrræða á gildi fullnaðarkvittana og þá aðferðafræði sem beita skal við endurútreikning. Er það mat aðila að á annan tug dómsmála þurfi til að skera endanlega úr þeirri lagaóvissu sem nú er uppi varðandi gengistryggð lán. Nokkrir dómur munu falla á næstunni er lúta að þessum ágreiningsatriðum. Mál Arion banka gegn lögaðila um gildi gengistryggðs lánasamnings í D-flokki var flutt fyrir 7 manna Hæstarétti 29. maí sl. og tveimur dögum síðar var flutt, einnig fyrir 7 manna Hæstarétti, mál tveggja einstaklinga gegn Íslandsbanka um gildi gengistryggðs lánasamnings í E-flokki.<sup>7</sup> Þessi mál munu hins vegar einungis eyða hluta þeirrar óvissu sem uppi er varðandi gengistryggða lánasamninga. Mikilvægt er að allri óvissunni verði eytt sem fyrst og aðilar á fjármálamarkaði dragi lærdóm af reynslunni svo að sagan endurtaki sig ekki. Að lokum má minnst á að í apríl sl. sendi ESA, eftirlitsstofnun EFTA, stjórnvöldum formlega áminningu þess efnis að íslensk vaxtalöggjöf fari í bága við samninginn um Evrópska efnahagssvæðið. Stjórnvöld vinna nú að svari til ESA.

7. Mál nr. 3/2012 og 524/2011.





## VI Fjármagnshöft og fjármálastöðugleiki

Fjármagnshreyfingar hafa verið háðar takmörkunum frá falli bankakerfisins haustið 2008; fyrst með tilmælum Seðlabankans, síðar með reglusetningu og loks með innleiðingu í lög um gjaldeyrismál.<sup>1</sup> Höft voru sett á fjármagnshreyfingar og skilaskylda sett á gjaldeyri. Eftir að höftum var komið á hefur nokkrum sinnum þurft að breyta reglum eða lögum í því skyni að þetta glufur sem opnuðu fyrir útflæði erlends gjaldeyris, en á móti hafa reglur um innstreymi erlends gjaldeyris verið rýmkaðar. Viðamestu breytingar sem gerðar hafa verið á fjármagnshöftunum voru í október 2009 og í mars 2012. Í október 2009 voru tekin af öll tvímæli um að einhliða innflutningur aflandskróna væri óheimill og höft á innstreymi erlends gjaldeyris voru afnumin. Í mars 2012 var lokað fyrir útflæði afborgana skuldabréfa og verðbóta. Jafnframt var undanþága búa fallinna fjármálafyrirtækja frá höftum felld niður.

1. Lög nr. 87/1992.

### Aflandskrónur:

Með aflandskrónum er átt við eign erlendra aðila í íslenskum krónum sem lúta takmörkunum á útstreymi skv. lögum um gjaldeyrismál. Eigendur aflandskrónanna eru erlendir aðilar, bankar og fjárfestar, en að baki þeim kunna að standa að hluta innlendir fjárfestar eða aflandsfélög í eigu innlendra aðila.

Takmörkunum á fjármagnshreyfingar og gjaldeyrisviðskipti sem í daglegu tali hafa verið nefnd gjaldeyrishöft má í grófum dráttum skipta í tvo flokka: Annars vegar höft á fjármagnshreyfingar á milli landa (e. capital account), sem eru bannaðar með vissum undantekningum, og hins vegar almenn utanríkisviðskipti (e. current account), sem eru heimil.

### Frjáls viðskipti og takmarkanir

Innlendum aðilum hefur frá innleiðingu fjármagnshaftanna verið heimilt að stunda hefðbundin viðskipti með vöru og þjónustu við erlenda aðila. Í því felst m.a. að þeim er heimil notkun kreditkorta á ferðalögum erlendis til vöru- og þjónustukaupa. Þá eru fjármagnshreyfingar á milli landa og gjaldeyrisviðskipti þeim tengd, s.s. vegna samningsbundinna afborgana, arð- og vaxtagreiðslna, að mestu leyti undanþegin takmörkunum haftanna. Hins vegar leggja höftin viðtækar takmarkanir á fjármagnshreyfingar milli landa. Þetta á við fjárfestingu í hvers konar erlendum eignum, s.s. framseljanlegum fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri, fasteignum eða öðrum eignum í erlendum gjaldeyri, hvort sem þessar eignir eru seldar af innlendum eða erlendum aðilum. Sem dæmi má nefna að fjárfesting í skuldabréfi útgefnu af innlendum aðila en í erlendum gjaldmiðli, er háð takmörkunum laga um gjaldeyrismál.

### Afnám hafta

Í október 2009 voru fyrstu skref í afnámi fjármagnshafta tekin, þau voru að opna fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris. Nýtt innstreymi erlends gjaldeyris<sup>1</sup> sem skipt er í krónur á innlendum gjaldeyrismarkaði vegna fjárfestingar<sup>2</sup> hérlendis er ekki bundið af fjármagnshöftum, ef fjárfestingin er skráð sem nýfjárfesting hjá Seðlabanka Íslands. Söluandvirði slíkrar nýfjárfestinga er undanþegið takmörkunum á gjaldeyrisviðskiptum og fjármagnshreyfingum á milli landa.<sup>3</sup>

1. Sem ekki eru tekjur vegna útflutningsviðskipta.  
2. Afleiðusamningar teljast ekki til nýfjárfestingar.  
3. Fjárfesting sem gerð er eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlenda gjaldeyri telst nýfjárfesting í skilningi ákvæðisins.

### Rammagrein VI-1

## Hvaða takmarkanir felast í höftunum?

Markmið næstu skrefa í áætlun um afnám fjármagnshafta er að draga úr aflandskrónueign erlendra aðila og beina henni í langtímafjárfestingu í atvinnulífi, fasteignum, skuldabréfum ríkissjóðs eða öðrum langtímaeignum. Fjárfestum hefur því verið gefinn kostur á þátttöku í gjaldeyrisútboðum í tengslum við langtímafjárfestingu hérlendis.<sup>4</sup> Fjárfestar geta keypt krónur á útboðsgengi Seðlabanka Íslands fyrir sem nemur 50% þeirrar fjárhæðar sem fjárfesta á fyrir, hinum 50% er skipt á innlendum gjaldeyrismarkaði. Þetta hefur verið nefnt fjárfestingarleið Seðlabanka Íslands. Fjármagnið er í þessu tilviki takmarkað af lögum um gjaldeyrismál líkt og annað fjármagn hérlendis og fjárfestar skuldbinda sig jafnframt til þess að eiga fjárfestinguna í minnst fimm ár ef þessi leið er nýtt. Einnig er fjárfestum sem taka þátt í útboðum Seðlabanka Íslands boðið að kaupa íslensk ríkisverðbréf í skiptum fyrir evrur. Í tilviki ríkisverðbréfaleiðarinnar geta fjárfestar selt Seðlabankanum allan gjaldeyrinn en skuldbinda sig jafnframt til þess að eiga bréfin í fimm ár.

Samhliða ofangreindum útboðum samkvæmt fjárfestingarleið er aðilum sem vilja losa krónustöður sínar boðið að taka þátt í útboðum þar sem þeir bjóða krónur sínar til sölu í skiptum fyrir erlendan gjaldeyri. Sá erlendi gjaldeyri er ekki bundinn af lögum um gjaldeyrismál. Í ofangreindu ferli gegnir Seðlabankinn því hlutverki að leiða saman aðila sem hyggjast fjárfesta hérlendis til langs tíma og óþolinmóða fjárfesta sem vilja losa krónustöður sínar án þess að það hafi áhrif á gengisstöðugleika.

#### Undanþágur eru háðar mati á áhrifum á stöðugleika og fordæmisgildi

Seðlabankanum er heimilt að veita undanþágur frá fjármagnshöftum. Við mat á beiðnum um undanþágur skal Seðlabankinn líta til þess hvaða afleiðingar takmarkanir á fjármagnshreyfingar hafa fyrir umsækjanda, hvaða markmið eru að baki takmörkunum sem um ræðir og hvaða áhrif undanþága hefur á stöðugleika í gengis- og peningamálum. Við sérhverja beiðni um undanþágu er annars vegar horft til þess hvaða áhrif sú tiltekna undanþága hefur og hins vegar hvort fordæmi sem hún skapar ógni framangreindum stöðugleika. Beiðnum þar sem um lágar fjárhæðir er að ræða, getur því verið hafnað á þeim grundvelli að þær ógni stöðugleika í gengis- og peningamálum, vegna fordæmisgildis þeirra. Undanþágubeiðnum hefur fjölgað undanfarin ár en hlutfall samþykktra beiðna hefur einnig hækkað. Gera má ráð fyrir að sú reynsla sem komin er á framkvæmd fjármagnshaftanna hafi sitt að segja varðandi þær umsóknir sem berast. Fyrir Alþingi liggur nú frumvarp til laga um breytingar á lögum um gjaldeyrismál þar sem meðal annars er leitast við að rýmka heimildir til gjaldeyrisviðskipta og fjármagnshreyfinga, einkum fyrir einstaklinga og minni fyrirtæki.<sup>5</sup>

Nánari upplýsingar um fjármagnshöftin og áætlun um afnám þeirra er að finna á heimasíðu Seðlabankans.

4. Um er að ræða rafrænt skráð hluta- og skuldabréf, hlutdeildarskirteini í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum og fasteignir.

5. 731. mál lagafrumvarp á 140. löggjafarþingi, <http://www.althingi.is/altext/140/s/1169.html>

Seðlabankinn hefur unnið að losun haftanna samkvæmt áætlun sem birt var í mars 2011.<sup>2</sup> Meginmarkmið áætlunarinnar er að afnema fjármagnshöftin í skrefum án þess að valda verulegum óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Á mynd VI-1 er sýnt hvernig áætlunin skiptist í tvo megináfanga. Markmið fyrri áfangans er að lækka stöðu aflandskróna sem eru í höndum ópolinmóðra erlendra fjárfesta og beina þeim í hendur langtímafjárfesta sem vilja fjárfesta í íslensku atvinnulífi, fasteignum eða löngum ríkisskuldabréfum. Í þessu skyni hefur Seðlabankinn þegar staðið fyrir nokkrum gjaldeyrísútboðum þar sem eigendum erlends gjaldeyris sem ekki er skilaskyldur gefst færi á að kaupa löng ríkisbréf eða krónur á útboðsgengi til langtímafjárfestingar innanlands annars vegar og eigendum aflandskróna að selja krónurnar fyrir erlendan gjaldeyri hins vegar. Síðar í þessum fyrri áfanga er gert ráð fyrir að aflandskrónueigendur sem eiga skuldabréf ríkissjóðs í krónum fái að skipta á þeim fyrir skuldabréf í erlendum gjaldmiðlum. Hugsanlega gætu innlendir bankar einnig boðið erlendum eigendum kvikra innstæðna að skipta á þeim og bundnum gjaldeyrisinnstæðum eða skuldabréfum. Að lokum verður aðilum sem enn eiga aflandskrónur boðið að skipta þeim fyrir gjaldeyri gegn greiðslu útgöngugjalds.

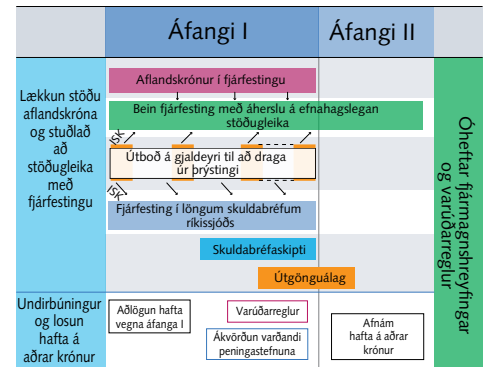
Síðari áfangi áætlunarinnar felst í losun hafta á almenn gjald-eyrisviðskipti og fjármagnshreyfingar. Forsenda þess er þó að greiðslu-jöfnuður gefi til kynna að gjaldeyrisforði sé nægjanlegur, aflands- og álandsgengi hafi nálgast og að innlendir aðilar hafi þökkalega greiðan aðgang að erlendum lánamörkuðum. Í þessum áfanga er meiri hætta á óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði en í hinum fyrri. Áður en síðari áfanginn hæfist yrðu innleiddar varúðarreglur til þess að draga úr gjaldeyrisáhættu innlendra aðila, bæði fjármála- og opinberra aðila, atvinnufyrirtækja og heimila.

## Fjárhæð aflandskróna

Ein helsta hindrun í vegi þess að hægt sé að afnema höftin skjótt eru lausar eða auðseljanlegar krónueignir í höndum erlendra aðila sem taldir eru vilja skipta þeim í gjaldeyri um leið og færi gefst. Í ljósi upplýsinga um stöðuna í lok apríl sl. og gjaldeyrisútboða í maí má áætla að þessar krónueignir nemi um það bil 425 ma.kr. eða um 26% af VLF ársins 2011 og hafi lækkað um í kringum 145 ma.kr. frá september 2009. Lækkunina má annars vegar rekja til svokallaðs Avens-samkomulags um kaup lífeyrissjóðanna, fyrir milligöngu Seðlabankans, á krónueignum í eigu Seðlabankans í Lúxemborg að upphæð um 120 ma.kr. í skiptum fyrir erlendan gjaldeyri. Hins vegar hefur Seðlabankinn með gjaldeyrisútboðum og viðskiptum beint við aflandskrónueigendur haft milligöngu um að 62 ma.kr. af aflandskrónum höfðu fyrir lok maímánaðar skipt um eigendur. Þar af höfðu tæplega 55% komist í hendur þeirra sem hugðust fjárfesta í íslensku atvinnulífi og öðrum eignum en ríkisbréfum. Á ofangreindu tímabili hafa því alls 182 ma.kr. aflandskróna skipt um hendur.

Mynd VI-1

Afnám fjármagnshafta: Áfangar og skref

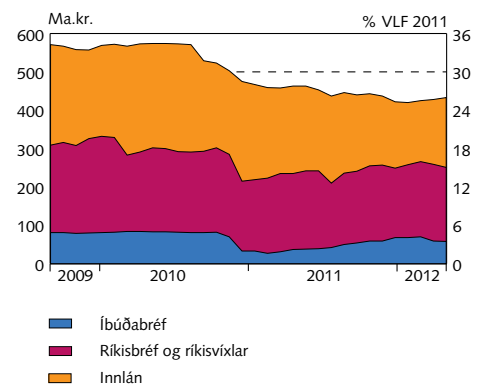


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Fjárhæð aflandskróna

September 2009 - apríl 2012

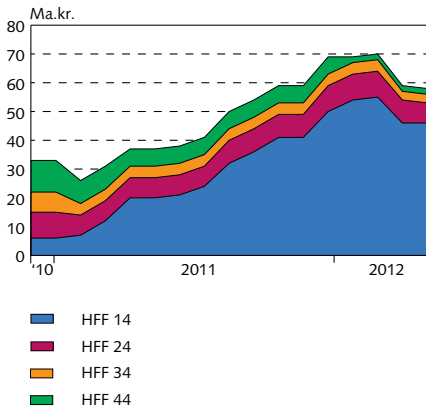


Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8672>

Mynd VI-3

Próun eignar erlendra aðila í skuldabréfum íbúðalánasjóðs Desember 2010 - apríl 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Aflandskrónueignum má skipta í þrjá meginflokka (tölur miðast við lok apríl):

- Innlán í fjármálafyrirtækjum sem nema um 142 ma.kr. Þau eru nær eingöngu í stóru viðskiptabönkunum þremur. Talið er að hér sé um að ræða kvikasta hluta krónueigna erlendra aðila.
- Innstæður í Seðlabanka Íslands sem nema um 40 ma.kr. Þær tengjast uppgjöri erlendra uppgjörsmiðstöðva á íslenskum verðbréfum. Þessar innstæður eru vaxtalausar.
- Skuldabréf og víxlar með ríkisábyrgð, fjárhæð þeirra er um 251 ma.kr. Einkum er um að ræða ríkisvíxla 27 ma.kr., stutt ríkisbréf 165 ma.kr. og stysta flokk íbúðabréfa 46 ma.kr. Próun eignar erlendra aðila í íbúðabréfum sl. mánuði má sjá á mynd VI-3. Aukin eign í HFF 14 skýrist af leka í útflæði fjármagns sem stöðvaður var með lagabreytingu í mars sl.

Eigendur aflandskróna þurfa samkvæmt gjaldeyrislögunum að binda eign sína í fjármálagerningum sem Seðlabankinn metur gilda sem tryggingu í veðlánaviðskiptum eða innstæðum, til að heimilt sé að flytja vaxtagreiðslur af þeim úr landi.<sup>3</sup> Því má gera ráð fyrir að óþolinmóðir fjárfestar bindi eignir sínar í slíkum eignum og fjárhæð þeirra segi því nokkuð vel til um aflandskrónueignir þessara fjárfesta. Frá október 2009 til loka maí á þessu ári má áætla að stofn aflandskróna, eins og fram kom hér að ofan, hafi lækkað um 145 ma.kr. Á sama tímabili nam lækkun aflandskróna vegna Avens-samkomulagsins, gjaldeyrisútboða og samninga beint við einstaka aflandskrónueigendur 182 ma.kr. Mismunurinn skýrist fyrst og fremst af þrennu: að ávöxtunarkrafan getur verið hærri en vaxtagreiðslur, óheimilt er að flytja áfallnar verðbætur úr landi og ekki er víst að allir eigendur aflandskróna flytji að jafnaði vaxtagreiðslur úr landi.

## Áhrif uppgjóra fallinna fjármálafyrirtækja

### Eignir föllnu bankanna

Við uppgjör búa föllnu bankanna munu allar eignir þeirra ganga upp í greiðslur til kröfuhafa í samræmi við lög. Þar sem eignir munu ekki duga fyrir öllum skuldum verður það sem út af stendur afskrifað. Meirihluti eigna föllnu viðskiptabankanna þriggja eru erlendar eignir, en búin eiga einnig verulegar innlendar eignir. Þar vega þyngst eignarhlutir í nýju bönkunum og kröfur á nýju bankana. Erlendir aðilar eiga þorra krafna í búin. Þó eiga innlendir aðilar einnig kröfur í búin, m.a. lífeyrissjóðir, verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir, ríkissjóður og Seðlabankinn. Endanlegur listi yfir samþykktar kröfur liggur ekki fyrir og risið hefur fjöldi ágreiningsmála varðandi lögmati krafna. Óvissa ríkir því um endanlega skiptingu milli innlendra og erlendra kröfuhafa í búin og jafnframt um verðmæti eigna. Þeim tölum sem hér eru birtar verður því að taka með fyrirvara.

Í töflu VI-1 er yfirlit yfir áætlaðar eignir Landsbanka Íslands, Glitnis og Kaupþings um sl. áramót. Heildareignir föllnu bankanna eru áætlaðar 2.669 ma.kr. eða 164% af VLF ársins 2011, þar af eru

3. Ekki er heimilt að eiga gjaldeyrisviðskipti vegna greiðslna af höfuðstól og verðbóta af höfuðstól skuldabréfa, eftir lagabreytingu í mars sl. Það gerir óverðtryggt bréf að fysilegri fjárfestingu fyrir aflandskrónueigendur sem vilja flytja fé úr landi.

innlendar eignir 1.264 ma.kr.<sup>4</sup> Þessum eignum verður skipt á milli endanlegra kröfuhafa búanna í samræmi við forgangsröð krafna samkvæmt lögum. Hafa verður í huga að Landsbanki Íslands greiddi kröfuhöfum rúma 400 ma.kr. seint á árinu 2011 og Kaupþing greiddi innlánseignum á svokölluðum Edge-reikningum um 130 ma.kr. fljótlega eftir fall bankans. Heildareignir búanna í árslok 2011 að viðbættum útgreiðslum Landsbankans og Kaupþings voru því rúmlega 3.200 ma.kr. eða tæplega 200% af VLF ársins 2011. Varfærni hefur ríkt í mati föllnu bankanna á einstökum eignum og hefur verðmæti eigna þeirra smám saman aukist eftir því sem innheimt hefur verið af útstandandi kröfum og eignum hefur verið komið í verð.

Tafla VI-1 Áætlaðar eignir föllnu viðskiptabankanna í árslok 2011

	Innlendar eignir			Erlendar eignir	Eignir alls
	Í ISK	Í FX	Alls	Í FX <sup>1</sup>	
Innstæður í innlánsstofnunum	57	43	100	135	235
Innstæður hjá Seðlabanka Íslands	0	317	317	0	317
Lán til viðskiptavina	17	27	44	476	520
Lán til fjármálafyrirtækja	3	17	20	100	120
Verðbréf	39	8	47	462	509
Afleiður	60	0	60	44	104
Skuldabréf frá nýju bönkunum vegna yfirfærslu eigna	0	359	359	0	359
Eign í dóttur- og hlutdeildarfyrirtækjum	251	52	303	178	481
- þ.a. eignarhlutir í nýju bönkunum	213	0	213	0	213
Aðrar eignir	14	0	14	10	24
Alls	441	823	1.264	1.405	2.669

Allar tölur í ma.kr.

1. Överulegur hluti erlendra krafna er í ISK með FX undirliggjandi.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Útgreiðslur úr búunum og áhrif þeirra

Skipting krafna milli kröfuhafa er nokkuð breytileg milli hinna föllnu banka. Í grófum dráttum má gera ráð fyrir að nánast allir kröfuhafar Landsbanka Íslands séu erlendir en nálægt 20% af kröfuhöfum hinna bankanna séu innlendir. Samanlagt er áætlað að kröfur innlendra aðila séu um 13% og erlendra um 87%.

Seðlabankinn hefur nokkrum sinnum birt áætluð áhrif af útgreiðslum föllnu bankanna til kröfuhafa á hreina stöðu þjóðarbúsins, síðast í rammagrein í *Peningamálum 2012/2*. Hrein staða þjóðarbúsins gerir ekki greinarmun á því hvort skuldbinding við erlenda aðila er í erlendum gjaldmiðlum eða íslenskum krónum. Hins vegar stækkar stofn aflandskróna aðeins þegar greitt er erlendum aðilum í íslenskum krónum. Að teknu tilliti til erlendra eigna sem renna til innlendra kröfuhafa og innlendra eigna sem renna til erlendra kröfuhafa er gert ráð fyrir að hrein staða þjóðarbúsins sé neikvæð sem nemur 566 ma.kr. eða um 35% af VLF ársins 2011. Eins og sjá má í töflu VI-1 er hluti af innlendum eignum föllnu bankanna í erlendum gjaldmiðlum. Rétt er að hafa í huga að viðskiptabankarnir eiga umtalsverðar lausar eignir í erlendum gjaldmiðlum, sem þeir geta notað til að greiða út innlán föllnu bankanna hjá viðskiptabönkunum eða aðrar kröfur þeirra

4. Byggt er á skýrslum um eignir og skuldir sem föllnu bankarnir skila til Seðlabanka Íslands. Bókfært virði eigna er mögulega ekki fært í samræmi við IFRS staðalinn.

á nýju bankana án þess að það hafi áhrif á hreina stöðu þjóðarbúsins. Jafnframt myndi það draga úr neikvæðum áhrifum útgreiðslna á hreina stöðu þjóðarbúsins ef eignarhlutir gömlu bankanna í nýju bönkunum yrðu seldir fyrir erlendan gjaldeyri.<sup>5</sup>

Útgreiðslur föllnu bankanna til kröfuhafa gætu ef ekkert er að gert leitt til óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði sem fæli í sér áhættu fyrir íslenskt efnahagslíf og fjármálafyrirtæki. Áætlað er að um 190 ma.kr. af íslenskum krónum lendi í höndum erlendra kröfuhafa, sjá neðangreint. Eftir að starfsemi föllnu bankanna var felld undir lög um gjaldeyrisráðgjafi í mars sl., gefst hins vegar færi á að ná samningum við slitastjórnir sem eiga að tryggja að hægt sé að leysa upp eignir og greiða kröfuhöfum andvirði þeirra án verulegs óstöðugleika. Í því sambandi er vert að hafa eftirfarandi í huga, sjá mynd VI-4:

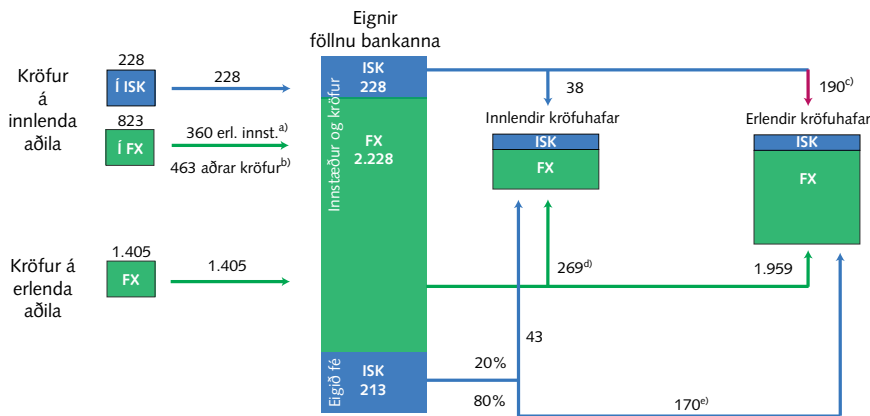
- i) Að nokkru leyti stafar hugsanlegt gjaldeyrisóþægindi af því að innlendir aðilar sem skulda föllnu bönkunum í erlendum gjaldmiðlum eiga undirliggjandi eignir eða hafa greiðslufæði í íslenskum krónum. Þessir aðilar þurfa að kaupa gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði til þess að geta staðið í skilum við bú gömlu bankanna. Um er að ræða samningsbundnar greiðslur sem fjármagnshöftin hafa ekki áhrif á. Innlendir eignir skilaneftdanna sem bókaðar eru í erlendum gjaldmiðlum eru áætlaðar um 823 ma.kr. Þar af eru um 360 ma.kr. í innlánnum í erlendum gjaldmiðlum, sjá a) á mynd VI-4. Ef horft er framhjá þessum innlánnum eru innlendir eignir föllnu bankanna í erlendum gjaldmiðlum um 463 ma.kr., sjá b) á mynd VI-4. Hér er að miklu leyti um að ræða skuldabréf milli nýja og gamla Landsbankans. Nýi bankinn á þó verulegar eignir í erlendum gjaldmiðlum, bæði lausar og bundnar, sem skila reglulegum tekjum í erlendum gjaldmiðlum. Auk þess væri hægt að létta a.m.k. hluta af kaupþörf nýja bankans á gjaldeyrismarkaði með öðrum aðgerðum, t.d. lánalengingu eða endurfjármögnun.
- ii) Óhjákvæmilegt er að erlendir kröfuhafar fái hluta krafna sinna á gömlu bankana greiddar í íslenskum krónum. Í því tilfalli munu kröfuhafar vilja skipta þeim í erlendan gjaldeyri eða a.m.k. eign sem er seljanleg fyrir gjaldeyri. Eignir skilaneftdanna sem eru bókfærðar í íslenskum krónum eru áætlaðar um 228 ma.kr. Eins og áður hefur komið fram munu um 190 ma.kr. af þessari fjárhæð koma í hlut erlendra kröfuhafa, sjá c) á mynd VI-4. Hér er um að ræða útfæði sem höftin halda inni nema samið verði um annað.
- iii) Bókfært eigið fé eignarhluta gömlu bankanna í nýju bönkunum er 213 ma.kr. og áætlað er að um 170 ma.kr. af því tilheyri erlendum kröfuhöfum, sjá e) á mynd VI-4. Eignarhlutirnir eru torseljanlegar eignir og því ekki áhætta til skamms tíma litið. Verði þessir eignarhlutir seldir fyrir erlendan gjaldeyri mun það ekki valda óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði.
- iv) Á móti hugsanlegu gjaldeyrisútfæði af ofangreindum ástæðum koma væntar greiðslur úr búum gömlu bankanna í erlendum gjaldeyri til innlendra kröfuhafa. eru þær greiðslur áætlaðar 269 ma.kr., sjá d) á mynd VI-4. Skilaskyldan samkvæmt lögum um gjaldeyrisráðgjafi veldur því að halda verður greiðslunum inni

5. Hér er litið á skilaskyldan gjaldeyri sem jafngildi króna.

á innlánsreikningum ef þeim er ekki skipt yfir í íslenskar krónur. Þessar útgreiðslur munu hafa jákvæð áhrif á gjaldeyrismarkað og styðja við gengi krónunnar verði þeim skipt yfir í íslenskar krónur eða munu a.m.k. verða til þess að minnka neikvæð áhrif á gengið síðar meir.

Mynd VI-4

Eignir föllnu viðskiptabankanna, kröfur þeirra á innlenda og erlenda aðila og útgreiðslur þeirra



a) Innstæður í erlendum gjaldmiðlum.  
 b) Hluti af þessum kröfum er á aðila sem hafa að hluta tekjur í FX en ekki allt, einhver þrýstingur á gengi.  
 c) Nýjar aflandskrónur, þrýstingur á gengi.  
 d) Óvíst hvort kröfuhafar skipti í ISK.  
 e) Mögulegur þrýstingur á gengi, fer eftir því í hvaða gjaldmiðli verður greitt fyrir eignarhlutina.  
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ef horft er framhjá því að útgreiðslur föllnu bankanna eru aðeins nýlega hafnar og nokkur óvissa ríkir bæði um verðmæti eigna og hlutfall erlendra kröfuhafa, gæti fjárhæð auðseljanlegra krónueigna í höndum erlendra aðila aukist um 190 ma.kr. við uppgjör búanna. Í því tilfalli næmi stofn aflandskróna miðað við núverandi stöðu 615 ma.kr. eða 38% af VLF, auk þess sem óvíst er hvernig greitt verður fyrir 170 ma.kr. hlut erlendra kröfuhafa í nýju bönkunum.

### Greiðsluflæði óháð höftum

Aðgengi innlendra aðila að erlendum lánamörkuðum hefur verið afar takmarkað frá falli bankakerfisins, ef undan er skilinn ríkissjóður og útflutningsfyrirtæki með traust tekjuflæði í erlendum gjaldmiðlum. Innlendir aðilar, aðrir en ríkissjóður, skulda þó verulegar fjárhæðir í erlendum gjaldmiðlum. Að stórum hluta er um að ræða aðila sem ekki hafa tekjur eða eignir í erlendum gjaldmiðlum til að standa straum af afborgunum og vaxtagreiðslum skuldanna. Án aðgengis að erlendum lánamörkuðum verða þessir aðilar að kaupa gjaldeyri á markaði til að standa við samningsbundnar greiðslur erlendra lána. Slíkt kann að valda óstöðugleika verði útflæði mun meira en innflæði gjaldeyris.

Í töflu VI-2 eru áætlaðar afborganir og vaxtagreiðslur innlendra aðila annarra en ríkissjóðs af erlendum lánum við erlenda aðila og föllnu bankana fram til ársins 2016. Áætlað er að tekjur þessara aðila í erlendum gjaldeyri séu að lágmarki um 36 ma.kr. á ári.<sup>6</sup> Nettó

6. Mat á tekjuflæði einkafyrirtækja í töflu VI-2 liggur ekki fyrir.

Tafla VI-2 Áætlaðar afborganir og vaxtagreiðslur annarra en ríkissjóðs af erlendum lánum við erlenda aðila og föllnu bankanna

	2012	2013	2014	2015	2016
Fyrirtæki með ríkisábyrgð	23	16	19	30	31
Sveitarfélög og Lánasjóður sveitarfélaga ohf.	11	10	4	4	2
Fyrirtæki sveitarfélaga	11	23	17	15	15
Fjármálafyrirtæki, án Lánasjóðs sveitarfélaga ohf. <sup>1</sup>	9	8	8	8	7
Einkafyrirtæki <sup>2</sup>	34	20	17	12	11
Skuldir innlendra aðila í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankanna <sup>3</sup>	33	39	112	110	105
Alls	121	116	177	179	166
Hlutfall af viðskiptajöfnuði ársins 2011 <sup>4</sup>	242%	232%	354%	358%	333%
Hlutfall af gjaldeyrisforða SÍ (lok mars 2012)	12%	12%	18%	18%	11%

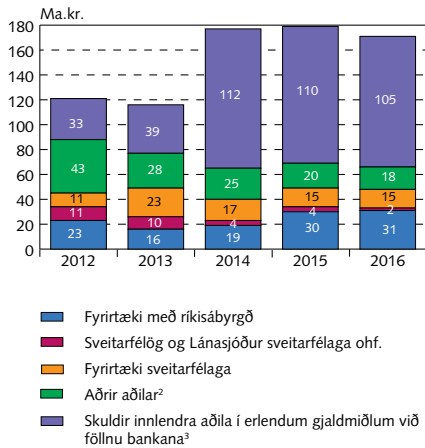
Allar tölur í ma.kr., m.v. gengi 31.12.2011.

1. Án innlánsstofanna í slitameðferð. 2. Án Actavis. 3. Greiðslubyrði á um 20% skuldanna er óþekkt og því áætluð. 4. Án innlánsstofanna í slitameðferð og Actavis.

Heimildir: Ársreikningur Lánasjóðs sveitarfélaga ohf., Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5

Áætlaðar afborganir og vaxtagreiðslur af erlendum lánum annarra aðila en ríkissjóðs<sup>1</sup>



1. Allar tölur í ma.kr., m.v. gengi 31.12.2011. 2. Án innlánsstofanna í slitameðferð og Actavis. 3. Greiðslubyrði á um 20% skuldanna er óþekkt og því áætluð.

Heimildir: Ársreikningur Lánasjóðs sveitarfélaga ohf., Seðlabanki Íslands.

kauppörf á gjaldeyrismarkaði er því að hámarki 80 ma.kr. í ár og á næsta ári, en að hámarki 140 ma.kr. á ári eftir það miðað við óbreyttar tekjur. Afborganir af skuldabréfum milli nýja og gamla Landsbankans hefjast árið 2014 og skýrir það verulega aukningu í greiðslubyrði af skuldum við föllnu banka. Sem hlutfall af viðskiptajöfnuði ársins 2011 er þessi greiðslubyrði mjög há en hana mætti lækka, t.d. með lánalengingum eða endurfjármögnunum, til að valda ekki verulegum óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði.

### Áhættuþættir við afnám hafta

Þegar losað verður um fjármagnshöftin skiptir traust á íslensku efnahagslífi sköpum. Hafi fjárfestar ekki traust á íslensku efnahagslífi og efist um getu ríkissjóðs til að standa við skuldbindingar sínar er hætt við að fjármagnsflótti, bæði erlendra og innlendra fjárfesta, verði verulegur. Horfur ríkissjóðs hafa batnað og eru horfur fyrir láns-hæfismat nú stöðugar. Ríkissjóður gaf nýverið út skuldabréf til 10 ára á erlendum lánsfjármarkaði þar sem eftirspurn var fjórum sinnum meiri en framboð. Með útboðinu var stigið mikilvægt skref í að endurfjármagna og lengja í erlendum skuldum ríkissjóðs. Helstu áhættuþættir við losun fjármagnshafta eru einkum þrjár:

- i) Hugsanlega kann að myndast óstöðugleiki á gjaldeyrismarkaði vegna útstreymis. Í gjaldeyrisútboðum sem Seðlabankinn hefur staðið fyrir til þess að búa í haginn fyrir losun haftanna hefur útboðsgengið ekki enn nálgast álandsgengið. Það sýnir að enn má búast við verulegum þrýstingi á krónuna til lækunar ef höftin yrðu losuð án fyrirvara. Umtalsvert fall á gengi krónunnar vegna losunar hafta gæti veikt lánasöfn bankanna og komið fram í auknum vanskilum.
- ii) Mögulega gæti orðið lausafjárskortur í fjármálakerfinu, þegar erlendir aðilar, sem eiga um 142 ma.kr. í innlánum í stóru viðskiptabönkunum, vilja skipta þeim í erlendan gjaldeyri. Álagspróf á lausafé viðskiptabankanna sem sjá má í kafla IV sýnir að bankarnir eiga að vera nokkuð vel í stakk búnir til að ráða við slíkt útfærði.
- iii) Innlend fjármögnun verður eflaust dýrari. Áhrif losunar hafta á eftirspurn eftir ríkisskuldabréfum og skuldabréfum Íbúðalánasjóðs, einkum stuttum, yrðu líklega veruleg þar sem um 251 ma.kr.



eignir erlendra aðila eru bundnar í slíkum bréfum, þar af um 193 ma.kr. í ríkisbréfum og ríkisvixlum. Sjóðsstaða ríkissjóðs er þó sterk og ríkið á að vera vel í stakk búið til að mæta sveiflum í eftirspurn. Gjaldeyrísútboðin leiða einnig til þess að verulega lengist í fjármögnun ríkissjóðs, því að langtímafjárfestar sem taka þátt í útboðunum hafa fest töluverðar fjárhæðir í ríkisskuldabréfum til 30 ára. Áhrif á Íbúðalánasjóð yrðu væntanlega lítil þar sem lánsfjárförf hans er takmörkuð um þessar mundir.

Viðtækari áhrif á fjármálakerfið eru undir því komin hvernig innlendir aðilar bregðast við losun hafta. Þeir aðilar hafa verið háðir skilaskyldu á gjaldeyri frá því að höftum var komið á og geta ekki fjárfest í erlendum eignum. Því er hugsanlegt að einhver uppsöfnuð eftirspurn innlendra aðila sé eftir erlendum eignum. Ef mikið gjaldeyrísútflæði yrði vegna sölu erlendra aðila á innlendum eignum gæti það grafið undan trausti innlendra aðila. Innlán og aðrar auðseljanlegar skammtímaeignir þeirra gætu þá einnig reynst kvikar og magnað óstöðugleika í kjölfar þess að höftin hverfa. Þess vegna er mikilvægt að binda eins mikinn hluta hinnu kviku eigna erlendra aðila eins og unnt er í gegnum gjaldeyrísútboðin og aðrar aðferðir sem greint er frá í áætlun Seðlabankans. Að nokkru leyti er einnig hægt að takmarka hættu á miklum gjaldeyrishreyfingum eftir losun hafta með varúðarreglum. Seðlabanki Íslands vinnur að gerð varúðarreglna til að takmarka gjaldeyrísáhættu innlendra aðila við frjálst fjármagnsflæði. Erlend efnahagsþróun gæti takmarkað gjaldeyrísútflæði innlendra aðila.

### Áhættupættir við fjármagnshöft

Að hefða fjármagnsviðskipti á milli innlendra og erlendra aðila var nauðsynlegt í tilfelli Íslands í ljósi þess að horfur voru á miklum óstöðugleika vegna greiðslujafnaðarójafnvægis í kjölfar falls bankanna. Hins vegar er ekki heppilegt að fjármagnshöft verði viðvarandi. Höft á fjármagnsflutninga hafa margs konar óæskileg hliðaráhrif innan hagkerfisins, sum hafa bein áhrif á fjármálastöðugleika en önnur óbein í gegnum raunhagkerfið. Því er æskilegt að aflétta þeim þegar greiðsluflæðisvandinn hefur verið leystur.

Höft á fjármagnsflutninga skerða möguleika til þess að ná fram hagræðingu í viðskiptum og skekkja forsendur fjárfestingaákvæðana. Hætta er á að því lengur sem höft eru til staðar því meir versni vaxtar- möguleikar hagkerfisins. Val á fjárfestingarkostum tekur mið af ávöxtunarmöguleikum innan haftaumhverfisins en jafnframt verður aukin áhersla á að leita að leiðum framhjá höftunum. Samsetning efnahagsstarfseminnar verður með tímanum önnur innan hafta en hún yrði án þeirra. Valkostum fækkar og hagvöxtur og lífskjör verða lakari en ella.

Hér á landi hafa höftin bein áhrif á fjármálastöðugleika gegnum samkeppnisumhverfi bankanna. Þeir eru að nokkru leyti háðir fjármögnun frá erlendum aðilum sem að öllum líkindum munu flytja fjármagn sitt úr landi við afnám haftanna. Innlend fjármögnun er einnig aðgengilegri innan hafta þar sem fjárfestar hafa færri fjárfestingarmöguleika en ella. Það birtist meðal annars í því að innlán fjármálafyrirtækja hér á landi eru í sögulegu hámarki og nema u.þ.b. einni þjóðarframleiðslu. Á sama tíma geta bankarnir vegna takmarkaðrar

Samkeppni haft meiri vaxtamun en bankar í nálægum löndum. Það bendir til þess að hluti af arðsemi þeirra sé bein afleiðing af höftunum og ef til vill óraunhæf í eðlilegu samkeppnisumhverfi. Höftin geta þannig tafið nauðsynlega hagræðingu hjá fjármálafyrirtækjunum, sem nú eru með háan rekstrarkostnað í alþjóðlegu samhengi.

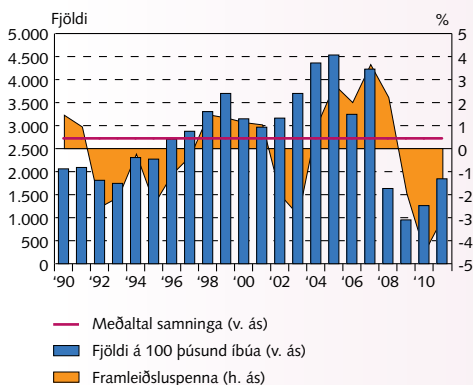
Markaðsvextir eru lágir, en þeim er að nokkru leyti haldið niðri með höftunum. Lágir vextir og takmarkaðir fjárfestingarkostir geta skekkst eignaverð. Í ljósi þess að fasteignaverð hækkaði um 10% á síðasta ári samhliða því að verð á skuldabréfum og hlutabréfum hækkaði nokkuð er nauðsynlegt að fylgjast með þróun eignaverðs innan haftanna (sjá nánar í rammagrein VI-II). Samhliða lágum markaðsvöxtum er fjármögnunarkostnaður hins opinbera í íslenskum krónum lágur. Þetta gæti hægt á nauðsynlegum niðurskurði og niðurgreiðslu skulda. Í *Peningamálum* 2012/2 kemur fram að líklega hafi slaknað á aðhaldsaðgerðum í ríkisfjármálum en freistni til óarðsamra fjárfestinga hins opinbera eykst þegar fjármagnskostnaður er lágur, einkum í aðdraganda kosninga.

Reynt verður að stýra losun hafta þannig að fjármögnun innlendra aðila sé tryggð og sveiflur á gjaldeyrismarkaði þolanlegar. Eigi að síður er mikilvægt í ljósi ofangreinds að innlendir aðilar og ekki síst fjármálafyrirtæki búi sig undir losun hafta. Bankarnir þurfa að aðlaga starfsemi sína að samkeppnisumhverfi og vera í stakk búnir undir aukna samkeppi. Þeim er nauðsyn að lengja í fjármögnun innanlands auk þess að sækjast eftir lánsfé á erlendum fjármálamörkuðum. Á sama tíma þarf ríkissjóður að greiða niður skuldir í því skyni að draga úr fjármögnunarpörf sinni og endurfjármögnunaráhættu. Hann þarf að geta staðið undir fjármögnun innanlands sem erlendis á eðlilegum markaðsvöxtum.

Rammagrein VI-2

Fjármagnshöft og áhrif þeirra á eignaverð

Mynd 1  
Fjöldi samninga með íbúðir<sup>1</sup> á 100 þúsund íbúa á ári ásamt framleiðsluspennu



1. Með íbúð er átt við bæði fjölbýli og sérbýli.  
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fjármagnshöft voru innleidd í lok árs 2008. Tilgangur þeirra var að hægja á útfærslu fjármagns, veikingu krónunnar, hækkun verðbólgu og aukningu skulda og lækkun raunverðs eigna sem fylgdi í kjölfarið. Eftir að fjármagnshöftin voru innleidd hægði á lækkun eignaverðs og fljótlega tók verð á ákveðnum eignum að rísa á ný. Því er ástæða til að leggja mat á það að hve miklu leyti fjármagnshöftin hafa haft áhrif á eignaverð og hvort tekist hafi að forðast það að eignaverð færi langt niður fyrir jafnvægisgildi sitt eins og algengt er þegar það lækkar hratt. Einnig þarf að leggja mat á það hvort höftin séu enn að skila árangri eða hvort þau séu jafnvel farin að stuðla að hækkan eignaverðs í of miklu mæli. Miklar breytingar hafa orðið á verðmæti innlendra eigna frá því að höftin voru innleidd. Að hluta er um að ræða breytingu á fjölda útistandandi eigna og að hluta breytingu á verði þeirra.

Fasteignamarkaður fyrir og eftir höft

Á þeim 22 árum sem synd eru á mynd 1 var velta á íbúðamarkaði minnst árið 2009. Árin 2008 til 2010 eru þau þrjú ár á tímabilinu þegar fjöldi samninga um kaup á íbúðarhúsnæði er minnstur. Frá árinu 2009 fjölga samningum jafnt og þétt á ný. Á árinu 2011 var fjöldi samninga með íbúðir í sérbýli og fjölbýli á hverja 100 þúsund íbúa þó enn um þriðjungi undir meðaltali tímabilsins. Á mynd 1 sést vel að þróun fjölda samninga á fasteignamarkaði fylgir framleiðsluspennu. Mikill slaki í hagkerfinu undanfarin ár skýrir því líklega að mestu fæð samninga á sama tíma. Samhengi sveiflu á íbúðamarkaði

og í hagkerfinu kemur einnig fram á mynd 2 sem sýnir veltu á íbúðamarkaði í hlutfalli við landsframléiðslu.

Á mynd 2 sést að velta á fasteignamarkaði var vaxandi í hlutfalli við verga landsframléiðslu á árunum 1994 til 2007 en hrundi svo árin 2008 og 2009. Á árunum 1990 til 2011 var þetta hlutfall að jafnaði tæp 13% en var undir því á árunum 1990 til 1998 sem og eftir 2007.

Fasteignaverð hækkaði verulega framan af þessu tímabili, sérstaklega á árunum 2003 til 2007 þegar það hækkaði um 58% á fjórum árum á föstu verðlagi.<sup>1</sup> Fermetraverð árið 2007 var orðið 120% hærra en árið 1990 reiknað á föstu verðlagi. Næstu þrjú árin féll verðið og 2010 hafði raunverð fasteigna fallið um þriðjung frá því að það var í hámarki árið 2007. Það hélst nánast óbreytt árið eftir (mynd 2).

Það vekur athygli að raunverð á hvern samning hélst nokkuð stöðugt árin 1990 til 1998 (mynd 3). Frá 1998 til 2007 hækkaði raunverð á samning að meðaltali um 9% á ári og um 117% alls. Eftir það lækkaði það aðeins á ný en hefur þó haldist stöðugt síðustu tvö árin um 64% hærra en það var að jafnaði 1990 til 1998 þrátt fyrir verulegan samdrátt í veltu. Þótt rétt sé að hafa í huga að samningar geta verið ólíkir og hluti þeirra er til dæmis um fleiri en eina eign, styður þetta við það sem kemur fram þegar þróun fermetraverðs er skoðuð (mynd 2). Verð á fasteignum er farið að hækka á ný þrátt fyrir að vera enn nokkuð yfir því sem sögulega svarar til jafnvægis á markaðnum.

Ein vísbending um að verð á fasteignum sé nú yfir því sem samræmist jafnvægi á markaði fæst með því að bera saman staðgreiðsluverð á fermetra og byggingarkostnað á fermetra (mynd 3). Hér þarf að gera fyrirvara þar sem Þjóðskrá reiknar staðgreiðsluverð upp úr gerðum samningum en Hagstofan reiknar byggingarkostnað á fermetra vísitöluhúss. Á mynd 3 sést að þetta hlutfall, sem sveiflaðist að mestu á bilinu 1,0 til 1,4 á árunum 1987 til 2003, reis hæst í nærri 2,2 haustið 2007. Það féll síðan árin 2008 til 2010 en fór ekki niður fyrir 1,3 og er nú komið upp undir 1,4 á ný. Hlutfall fermetraverðs og byggingarkostnaðar er því nú á svipuðum slóðum og það fór hæst á 15 ára tímabili fyrir 2004.

**Hækkunar á skuldabréfamarkaði**

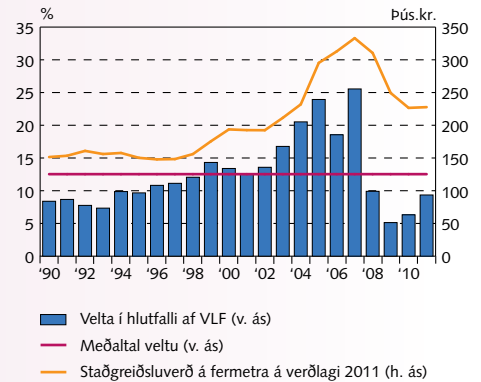
Verðmyndun skuldabréfa ræðst af ýmsu. Auk framboðs og eftirspurnar hefur áhætta viðkomandi bófs áhrif á verðið sem og sú ávöxtun sem er í boði á öðrum fjárfestingarkostum. Verðþróunin endurspeglast síðan í ávöxtunarkröfu skuldabréfsins en ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa, verðtryggðra ríkisbréfa og íbúðabréfa er sýnd á mynd 4.

Á mynd 4 sést að ávöxtunarkrafa ríkisbréfa lækkaði mikið á árunum 2009 og 2010 en síðan þá hefur hún sveiflast töluvert en haldist lág, sérstaklega á styttri ríkisbréfunum. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa, þ.e. íbúðabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa, hefur lækkað nokkuð jafnt og þétt síðastliðin tvö ár og er nú undir 3% á öllum ríkisbréfum og verðtryggðum skuldabréfum á markaði. Lækkun ávöxtunarkröfunnar endurspeglast í gengishækkun skuldabréfanna sem kemur skýrt fram þegar litið er á þróun skuldabréfavisitalna Kauphallarinnar (mynd 5). Þar sést glöggt hröð verðhækkun skuldabréfa, sérstaklega verðtryggðra, á undanförunum þremur árum.

Undanfarin ár hefur velta á skuldabréfamarkaði verið á móta mikil og hún var á árinu 2006 en þá hafði hún aukist verulega frá

Mynd 2

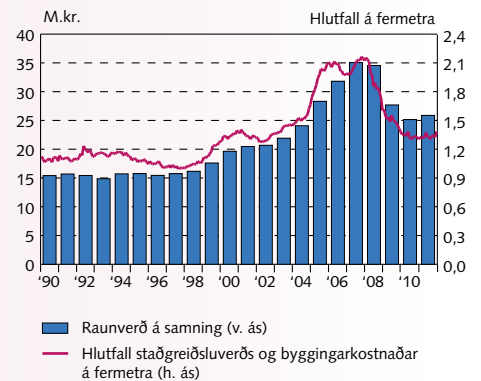
Velta í viðskiptum með íbúðir á ári í hlutfalli af VLF og staðgreiðsluverð á fermetra<sup>1</sup>



1. Á verðlagi ársins 2011. Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

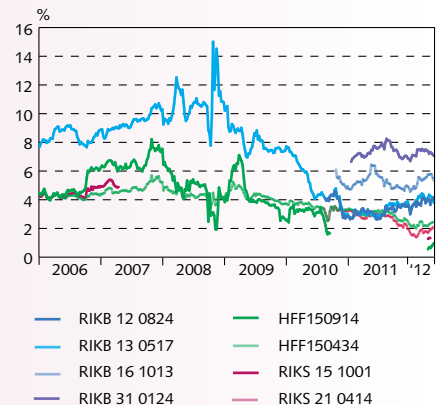
Meðalupphæð á samning með íbúðir í fjölbýli og sérbýli<sup>1</sup> og hlutfall staðgreiðsluverðs og byggingarkostnaðar á fermetra



1. Á verðlagi ársins 2011. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Ávöxtunarkrafa<sup>1</sup>  
6. janúar 2006 - 31. maí 2012



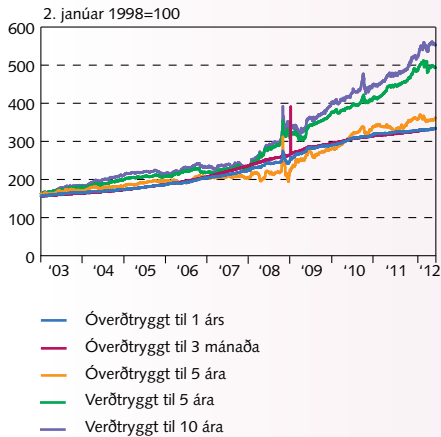
1. Íbúðabréf, verðtryggð og óverðtryggð ríkisbréf. Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Á þessum tíma voru bankarnir að hasla sér völl á íbúðalánamarkaði. Einnig hækkaði ÍLS veðhlutfall sitt í 90% af markaðsverði í stað 70% af fasteignamatí áður.

Mynd 5

Skuldabréfavisitölur

3. janúar 2003 - 31. maí 2012

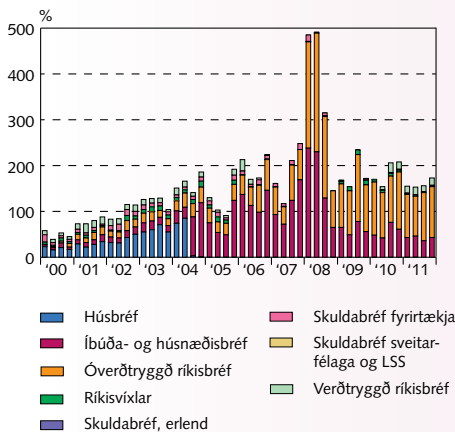


Heimild: Nasdaq OMX Iceland.

Mynd 6

Velta á skuldabréfamarkaði í hlutfalli af VLF

1. ársfj. 2000 - 4. ársfj. 2011

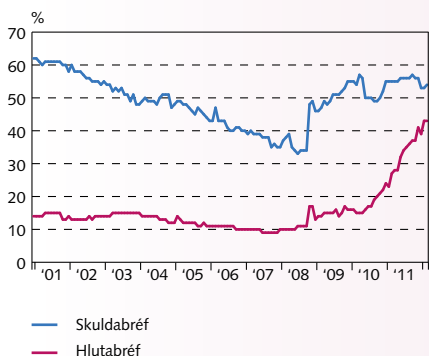


Heimildir: Hagstofa Íslands, Nasdaq OMX Iceland, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Hlutfall skráðra skuldabréfa og hlutabréfa í eigu lífeyrissjóða

Mánaðarleg gögn, desember 2000 - febrúar 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

því sem var árin á undan. Frá árinu 2009 hefur skuldabréfaveltan verið um og yfir 150% af vergri landsframleiðslu en hún hafði þá dregist verulega saman frá því að hún náði hámarki á fyrri hluta árs 2008 í tæpri fimmfaldri landsframleiðslu (mynd 6). Vægi ríkisbréfa í heildarveltu hefur aukist mikið og hefur verið um 60% allra viðskipta á skuldabréfamarkaði síðastliðin þrjú ár en var um fjórðungur á árinu 2006 og enn minna fyrir það (mynd 6).

Mikil breyting hefur einnig orðið á eignarhaldi skuldabréfa á síðustu árum. Stærstu eigendurnir nú eru bankar og sparissjóðir með 28% allra útistandandi ríkisskuldabréfa í lok apríl, lífeyrissjóðir með 23% og erlendir aðilar með 21%. Þá átta erlendir aðilar einnig 69% allra ríkisvixla. Töluverður munur er á eignarhaldi ríkisskuldabréfa eftir því hvort þau eru til skamms eða langs tíma og einnig eftir því hvort þau eru verðtryggð eða óverðtryggð. Lífeyrissjóðirnir hafa aukið eign sína á löngum óverðtryggðum ríkisbréfum á síðustu misserum en erlendir aðilar eru langstærstu eigendur ríkisbréfa sem eru á gjalddaga á næstu tveimur árum.

Lífeyrissjóðir eiga nú um 54% allra skráðra skuldabréfa og um 43% skráðra hlutabréfa á íslenskum verðbréfamarkaði, beint og í gegnum verðbréfasjóði. Í ársbyrjun 2008 áttu þeir um þriðjung útgefina skuldabréfa og um 10% hlutabréfa. Vægi lífeyrissjóðanna sem innlendra verðbréfaeigenda hefur vaxið mjög hratt frá því að fjármagnshöftin voru innleidd (mynd 7). Undanfarið hefur hlutabréfaverð einnig hækkað hratt eða um 26% síðustu 6 mánuði (mynd 8).

Samspil fjármagnshafta og eignaverðs

Fjármagnshöftin voru innleidd til þess að sporna við útfæði fjármagns. Þau halda erlendu fjármagni inni á íslenskum fjármálamörkuðum enda var það tilgangurinn með þeim. Stærstur hluti verðbréfaeignar erlendra aðila eru ríkisskuldabréf með stuttan líftíma. Fjármagnhöftin halda einnig aftur af erlendri fjárfestingu, m.a. af hálfu lífeyrissjóðanna, og hefur hlutdeild þeirra sem eigenda á íslenskum verðbréfamörkuðum aukist hratt undanfarið þrjú ár, bæði á skuldabréfa- og hlutabréfamarkaði. Lífeyrissjóðirnir hafa einkum aukið við hlut sinn í löngum ríkisbréfum en vægi þeirra sem eigenda skráðra hlutabréfa hefur einnig aukist og nú eru þeir orðnir hlutfallslega töluvert stærri verðbréfaeigendur hér á landi en fyrir fjármálaáfallið 2008. Aukin eftirspurn lífeyrissjóða á verðbréfamörkuðum er, líkt og eignarhald erlendra aðila, bein afleiðing af fjármagnshöftunum.

Innstreymi fjármagns er nú hafið gegnum fjárfestingarleið Seðlabankans. Haldin hafa verið þrjú gjaldeyrisútboð í tengslum við þá leið, í febrúar, mars og maí. Alls hafa komið inn um 25 ma.kr. í útboðunum þremur og því um 50 ma.kr. alls með fjárfestingarleiðinni. Stærstur hluti er vegna beinnar fjárfestingar í atvinnurekstri. Næstmest er um kaup á skuldabréfum en einnig hafa komið inn á þennan hátt tæpir tveir milljarðar vegna kaupa á fasteignum, þar af tæplega 1,5 ma.kr. í febrúar og mars og gætu þær upphæðir að mestu hafa skilað sér inn í veltutölur á fasteignamarkaði. Þessi velta er þó aðeins brot af þeim 52 ma.kr. sem viðskipti hafa verið með á höfuðborgarsvæðinu frá áramótum.

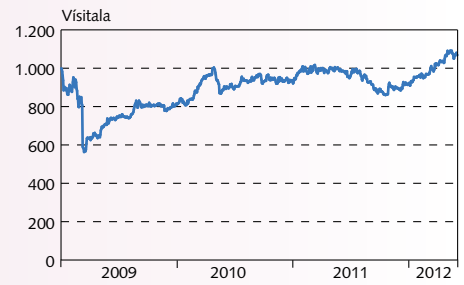
Vísendingar eru um að vaxandi hlutdeild lífeyrissjóðanna á innlendum verðbréfamörkuðum leiði til hækkanndi verðs bæði á skuldabréfum og hlutabréfum. Verðbólguvæntingar eru háar á meðan ávöxtun verðbréfa sem og vextir á innlánnum haldast lágir. Horfur um neikvæða raunvexti á fjármagnsmörkuðum gera fasteignakaup að vænlegum fjárfestingarkosti, að minnsta kosti fyrir fjársterka sparifjáreigendur. Það kann að skýra hvers vegna raunverð á fasteignamarkaði virðist þrátt fyrir allt vera frekar á upp-

leið. Fjármagnshöftin kunna því að vera að ýta innlendu eignaverði upp, bæði beint og óbeint. Þessi þróun er þó hvorki ótvíræð né afgerandi sem stendur þótt markaðsupplýsingar bendi flestar til þess að eignaverð hafi hækkað fullhratt undanfarna mánuði.

Mynd 8

Icex-6 hlutabréfavísitalan

2. janúar 2009 - 31. maí 2012



Heimild: Nasdaq OMX Iceland.



## VII Greiðslu- og uppgjörskerfi

### Breyttar aðstæður kalla á aðlögun

Undir lok árs 2011 tóku gildi ný lög um greiðslumiðlun á grundvelli samnings um Evrópska efnahagssvæðið og fyrir Alþingi liggur nú jafnframt frumvarp til nýrra laga um útgáfu og meðferð rafeyris. Ný löggjöf opnar fyrir aukna samkeppni á sviði rafrænnar greiðslumiðlunar en gildandi fjármagnshöft hamla að vissu marki frjálsum fjármagnsflutningum milli landa og þar með greiðsluþjónustu. Brýnt er að allir aðilar á íslenskum fjármálamarkaði horfi til framtíðar og geri sér grein fyrir áhrifum nýrrar löggjafar til skemmri og lengri tíma. Með vísan til breyttra ytri aðstæðna og nýrrar löggjafar hefur Seðlabanki Íslands haft frumkvæði að úttekt á umhverfi kortaviðskipta og er nú með til skoðunar að gerast miðlægur uppgjörsaðili fyrir kreditkortaviðskipti. Athygli vekur hversu mikil og samfelld aukning hefur orðið á seðlum og mynt í umferð frá fjármálaáfallinu 2008. Ólíklegt er að þessi aukning verði að fullu skýrð með aukinni hlutdeild seðla og myntar í virkri greiðslumiðlun.

#### Greiðsluþjónusta og greiðslukort

##### Ný löggjöf um greiðsluþjónustu og meðferð rafeyris

Þann 1. desember 2011 tóku gildi hér á landi ný lög um greiðsluþjónustu, nr. 120/2011, en með þeim voru ákvæði s.k. Greiðsluþjónustutilskipunar nr. 2007/64/EB (e. Payment Service Directive eða PSD) innleidd hér á landi á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið (EES).

Nýverið lagði efnahags- og viðskiptaráðherra fram á Alþingi frumvarp til nýrra laga um útgáfu og meðferð rafeyris.<sup>1</sup> Með frumvarpinu er lagt til að innleidd verði í íslenskan rétt ákvæði nýju rafeyris-tilskipunarinnar nr. 2009/110/EB er leysir af hólmi eldri tilskipun um sama efni (EMDI) sem innleidd var hér á landi með ákvæðum IX. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki.

Í viðauka I á bls. 77 er að finna ítarlegri umfjöllun um framan- greinda löggjöf, nýtt frumvarp og áhrif nýrrar lagasetningar.

##### Kortaskýrslur

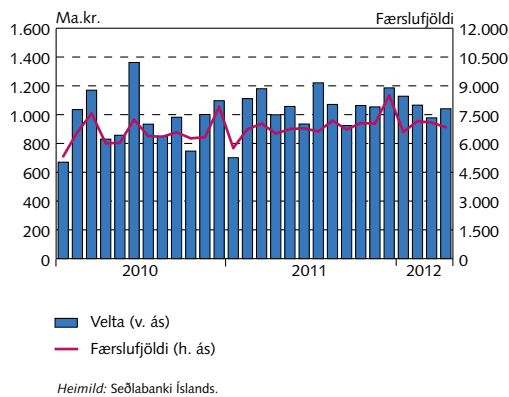
Í júní 2011 var tekin saman greinargerð um kreditkortaviðskipti undir heitinu „Kortajöfnunarkerfi og fyrirkomulag greiðsluuppgjör“ og hún birt á heimasíðu bankans. Í framhaldi af útgáfu greinargerðarinnar var ljóst að sambærilegrar úttektar var þörf á íslenska debetkortamarkaðinum með áherslu á framtíðarfyrirkomulag varðandi færslumiðlun og uppgjör debetkortaviðskipta í ljósi öryggis og kerfislegs mikilvægis kortaviðskipta í innlandri greiðslumiðlun.

Ákvæðið var að ráðast í sambærilega úttekt á debetkortamarkaðinum undir yfirskriftinni „Færsluflæði og uppgjör í debetkortavið-

1. Sjá þingskjal 1141, 708. mál á 140. löggjafarþingi 2011-2012.

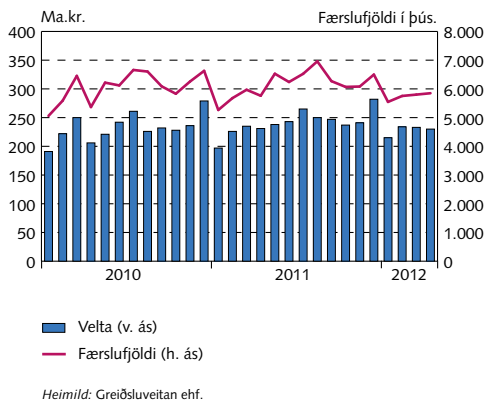
Mynd VII-1

Velta í stórgreiðslukerfi



Mynd VII-2

Velta í jöfnunarkerfi



skiptum". Vinnu við þetta verkefni er nú lokið og greinargerðin var birt á heimasíðu Seðlabankans í apríl 2012.

Debetkortaverkefnið tók einkum til greiningar á færsluflæði og uppgjörsfyrirkomulagi, hlutverkaskipan og samspili milli þátttakenda.

Verkefnið leiddi m.a. í ljós að ýmislegt í núverandi framkvæmd íslenskra kortaviðskipta á rætur að rekja til ákvarðana sem teknar voru fyrir meira en 20 árum. Þær ákvarðanir byggðust á öðrum markaðsforsendum en nú eru við lýði og hafa ekki fyllilega verið aðlagðar breyttu umhverfi og viðskiptaháttum. Þessi atriði þarf að laga að mati Seðlabankans þannig að fyrirkomulagið sé í samræmi við bestu framkvæmd og uppfylli ákvæði laga og reglna. Skjölun verkferla reyndist brotakennd og vöntun er á formlegum samningum á einstaka sviðum. Eldri samningar hafa ekki verið uppfærðir til samræmis við ný lög, reglur og markaðsumhverfi. Niðurstaða verkefnisins staðfestir einnig að skortur er á heildstæðri þekkingu markaðsaðila á kortamarkaðinum og tiltölulega þröngur hópur hefur heildarsýn á málið. Ástæða er til að þekkingu og yfirsýn sé miðlað víðar en ekki bundin við tiltölulega þröngan hóp. Helstu ábendingar sem fram komu í greinargerðinni snúa ýmist að færsluhirðum, kortaútgefendum eða vinnsluaðilum.

Að mati Seðlabankans er ekki þörf á tafarlausum aðgerðum vegna þeirra ábendinga sem fram eru settar og nánar má lesa um í greinargerðinni. Engu að síður er ástæða til að hvetja markaðsaðila til að breyta framkvæmd mála og Seðlabankinn hyggst fylgja því eftir á næstu misserum.

Með sama hætti er áformað að kanna hvort markaðsaðilar hafi brugðist við þeim ábendingum sem fram komu í fyrri greinargerð bankans um kortajöfnunarkerfi og fyrirkomulag greiðsluuppgjors frá 2011.

Innleiðing tilskipana 2007/64/EB og 2009/110/EB í íslenskan rétt mun leiða af sér aukna samkeppni á sviði greiðsluþjónustu hér á landi og á öllu Evrópska efnahagssvæðinu. Í kjölfar breyttrar lagaumgjardar er ekki aðeins líklegt að nýir innlendir aðilar muni hefja starfsemi á þessu sviði, heldur mun aukin samkeppni koma erlendis frá. Nú þegar munu u.þ.b. 100 evrópskar greiðslustofnanir hafa tilkynnt Fjármálaeftirlitinu um fyrirhugaða veitingu greiðsluþjónustu hér á landi. Tækninni fleygir stöðugt fram og veiting rafrænnar þjónustu yfir landamæri verður sífellt auðveldari viðfangs. Því mun Seðlabankinn fylgjast náið með framþróun mála og fjárfesta í aukinni þekkingu á þessum vettvangi greiðslumiðlunarinnar.

Íslensku debetkortin eru í eðli sínu alþjóðleg (bera merkingu VISA og Mastercard) en innlend notkun þeirra fer að hluta til eftir innlendu verklagi. Í því sambandi þarf að huga að viðbúnaði, úthýsingu á einstökum rekstrarþáttum og gagnaðilaáhættu. Huga þarf nánar að tæknilegum innviðum kortaviðskipta á Íslandi til að greina snertipunkta mismunandi heimildar- og uppgjörsleiða m.t.t. öryggis og varaleiða.

### Miðlægur uppgjörsaðili

Í kjölfar fjármálaáfallsins setti Seðlabankinn reglur um uppgjör kreditkortaviðskipta til að tryggja að uppgjör innlendirar kortanotkunar færi fram í gegnum innlendar fjármálastofnanir og til að koma í veg fyrir að erlendir aðilar gætu gripið inn í uppgjörsferlið og stöðvað það.



Við setningu reglnanna voru tveir innlendir færsluhirðar starfandi hér á landi og einn erlendur í samstarfi við innlandan aðila. Innlendu færsluhirðarnir áttu auðvelt með að uppfylla sett skilyrði en veita þurfti undanþágu fyrir erlenda aðilann.

Breyttar ytri aðstæður og ný löggjöf um greiðsluþjónustu (lög nr. 120/2011) gera það að verkum að nauðsynlegt er að endurskoða gildandi fyrirkomulag. Seðlabanki Íslands er nú með til skoðunar að gerast miðlægur uppgjörsaðili milli útgefenda og færsluhirða í uppgjöri kreditkortaviðskipta. Viðræður um slíkt standa nú yfir við alþjóðlegu kortafyrirtækin, MasterCard og VISA.

## Greiðslukerfi

### Velta í greiðslukerfum

#### Stórgreiðslukerfið

Velta í stórgreiðslukerfi fyrstu fjóra mánuði ársins 2012 nam 4.213 ma.kr. í tæplega 28 þúsund færslum<sup>2</sup> sem er svipuð velta og á sama tímabili árið áður.

Heimildir þátttakenda í stórgreiðslukerfinu námu samtals 16,5 ma.kr. í lok apríl 2012. Heimildirnar voru eins og reglur kveða á um að fullu tryggðar með ríkisskuldabréfum, íbúðabréfum, innstæðubréfum og bundnum innlánnum.

Auk Seðlabanka Íslands voru beinir þátttakendur í stórgreiðslukerfinu í lok apríl Arion banki hf., Clearstream Banking s.a., Íbúðalána-sjóður, Íslandsbanki hf., Landsbankinn hf., MP banki hf. og Straumur fjárfestingabanki hf. Á meðfylgjandi myndum má sjá þróun veltu og færslufjölda í stórgreiðslu-, jöfnunar- og verðbréfauppgjörskerfi.

#### Jöfnunarkerfið

Veltan í jöfnunarkerfinu fyrstu fjóra mánuði ársins 2012 nam um 913 ma.kr. í tæplega 23 milljónum greiðslufyrirmæla sem var 2,56% aukning í veltu frá sama tímabili 2011.

Heimildir þátttakenda hjá Seðlabankanum til yfirdráttar í jöfnunarkerfinu innan dags námu 4,5 ma.kr. í lok apríl 2012 og eru þær heimildir að fullu tryggðar. Beinir þátttakendur í jöfnunarkerfinu í lok apríl voru Arion banki hf., Íbúðalánasjóður, Íslandsbanki hf., Landsbankinn hf., MP banki hf. auk Seðlabanka Íslands.

#### Verðbréfauppgjörskerfið

Velta í uppgjörskerfi Verðbréfasráningar Íslands fyrstu fjóra mánuði ársins nam tæpum 1.064 ma.kr. í 9.664 færslum. Af þeirri veltu voru 42% svokölluð tilkynnt viðskipti (áður nefnd utanþingsviðskipti) en kerfisviðskipti / þöruð viðskipti voru 58%.

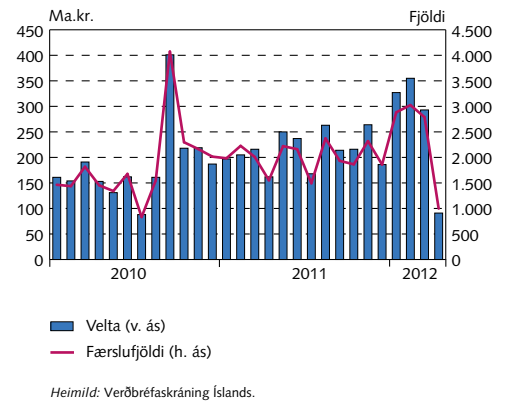
1% veltunnar fyrstu fjóra mánuði ársins var með hlutabréf og 99% með skuldabréf og víxla. Þar var fyrst og fremst um að ræða viðskipti með markflokka ríkisskuldabréfa og íbúðabréf.

### Umfang greiðslumiðlunar - seðlar og mynt

Eins og áður hefur komið fram eru starfrækt þrjú kerfislega mikilvæg greiðslukerfi hér á landi. Stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands er

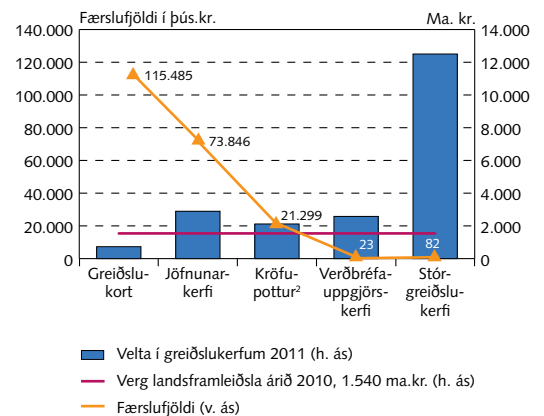
Mynd VII-3

Velta í verðbréfauppgjörskerfi



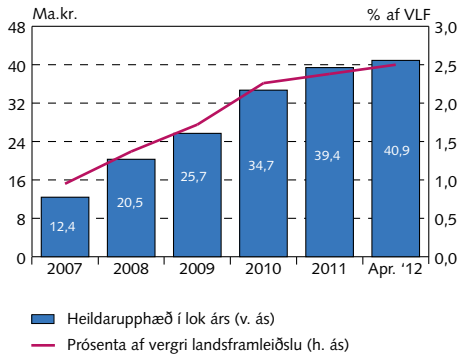
Mynd VII-4

Umfang greiðslukerfa<sup>1</sup>



2. Greiðslufyrirmæli, þ.e. útgreiðslur.

Mynd VII-5  
Seðlar og mynt í umferð



Heimild: Seðlabanki Íslands.

stærsta og þýðingarmesta greiðslukerfi landsins. Öll greiðslufyrimæli 10 m.kr. eða hærrí fara í gegnum stórgreiðslukerfið og endanlegt greiðsluuppgjör jöfnunar- og verðbréfauppgjörskerskisins fer í gegnum stórgreiðslukerfið óháð uppgjörsfjárhæð. Á meðfylgjandi mynd má sjá veltu og færslumagn helstu greiðslumiðlunarinnviða og samanburð við VLF auk seðla og myntar í umferð.

Eins og myndin ber glögglega með sér er færslumagn stórgreiðslukerskisins tiltölulega lítið samanborið við verðmæti. Aftur á móti er mikið færslumagn á bak við veltu annarra kerfa, ekki síst kortaviðskiptin.

Seðlabanki Íslands og dótturfélag hans, Greiðsluveitan, eru eigendur stórgreiðslu- og jöfnunarkerskisins, RÁS-kerskisins og kröfupotts.

Fyrir fjármálaáfallið var peningamagn í umferð tæplega 1% af VLF og hafði þetta hlutfall verið nánast óbreytt í áraraðir. Veruleg aukning varð hins vegar á peningamagni í umferð í byrjun október 2008 sem skýrðist væntanlega af ótta innstæðueigenda að tapa innstæðum sínum. Seðlamagn í umferð jókst þannig um 20 ma.kr. á fyrstu 9 dögum októbermánaðar 2008 og var reiðufé í umferð þá orðið um 35,3 ma.kr. samanborið við tæpa 13 ma.kr. fyrir fjármálaáfallið. Í árslok 2008 hafði hlutfallið lækkað umtalsvert á ný eins og sjá má á mynd VII-5. Peningamagn í umferð hefur hins vegar frá þeim tíma aukist jafnt og þétt á ný og nam tæplega 41 ma.kr. í lok apríl 2012 eða sem svarar til tæplega 2,5% af VLF.

Ólíklegt er að öll aukningin endurspeglar í aukinni hlutdeild seðla í virkri greiðslumiðlun. Ætla má að stærsti hluti þess peningamagns sem var útistandandi fyrir fjármálaáfallið þ.e. 13 ma.kr. hafi verið í virkri greiðslumiðlun. Sambærileg fjárhæð nú miðað við um 1% hlutfall af VLF væri nú um 16 ma.kr. Með hvaða hætti verður 25 ma.kr. aukning peningamagns í umferð þá skýrð?

Í raun er ekki hægt að skýra þessa breytingu með vissu. Það er þekkt að fjármálaáfall og hamfarir hafa í för með sér aukna eftirspurn eftir seðlum og mynt og sú skýring á án efa við að hluta í þessu tilviki. Þannig óttuðust innstæðueigendur að tapa innstæðum sínum og/ eða að hafa ekki óhindraðan aðgang að þeim. Íslensk stjórnvöld gáfu í upphafi fjármálaáfallsins út yfirlýsingu um að öll innlán í íslenskum fjármálafyrirtækjum væru tryggð og virkni íslenskrar greiðslumiðlunar hefur verið með eðlilegum hætti. Ætla má að yfirlýsing stjórnvalda hafi átt sinn þátt í því að útstreymi seðla í upphafi fjármálaáfallsins varð þó ekki meira en raun bar vitni auk þess sem umtalsverður hluti aukningarinnar skilaði sér til baka undir lok árs 2008.

En hvað veldur þá þessu samfellda aukna útstreymi frá 2009? Að einhverju marki má e.t.v. skýra aukninguna með breyttu hegðunarmynstri neytenda sem endurspeglar í minni aukningu á notkun greiðslukorta en ella. Hugsanlega líta fjármagnseigendur á seðla sem geymslu verðmæta í enn ríkara mæli en áður. Lágt vaxtastig á innstæðum og aukin skattlagning s.s. innleiðing auðlegðarskatts, hækkun hans og lækkun viðmiðunarmarkna fyrir skattlagningu kann einnig að skýra þessa þróun að hluta sem og tekju- og eignatenging við opinbera bótakerfið. Aukið útstreymi seðla rétt fyrir áramót gæti rennt frekari stoðum undir slíka skýringu. Rétt er þó að undirstrika að handhöfum reiðufjár ber að sjálfsögðu skylda til að gera stjórnvöldum grein fyrir

reiðufjáreign sinni með sama hætti og gildir um aðrar peningalegar eignir. Að lokum er ekki hægt að útiloka aukna svarta atvinnustarfsemi.

### **Target2-Securities (T2S)**

Í fyrri fjármálastöðugleikaskýrslum bankans hefur verið getið um áform Seðlabanka Evrópu (ECB) varðandi þróun og uppbyggingu nýs miðlægs fjölmynta uppgjörskerfis fyrir verðbréfaviðskipti. ECB bauð Seðlabanka Íslands ásamt fleiri seðlabönkum utan evrusvæðisins að tengja gjaldmiðla sína við kerfið sem ráðgert er að verði tekið í notkun í áföngum frá 2015.

ECB óskaði í byrjun apríl sl. eftir afstöðu Seðlabanka Íslands til fyrirbyggjandi sammingsdraga um aðild Seðlabankans að umræddu kerfi. Með vísan til ákvæða gildandi laga um hömlur á gjaldeyrisviðskipti og sjónarmiða markaðsaðila, fjármálafyrirtækja og Verðbréfasráningar Íslands ákvað Seðlabankinn að afþakka aðild að T2S að svo komnu máli. Áfram verður fylgst náið með framþróun málsins og möguleg aðild Seðlabankans metin á ný í ljósi þróunarinnar á komandi árum.



## Ný lög um greiðsluþjónustu og væntanleg löggjöf um útgáfu og meðferð rafeyris<sup>1</sup>

Með lögum nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu voru ákvæði greiðsluþjónustutilskipunar nr. 2007/64/EB (PSD) innleidd hér á landi á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið. Fyrir Alþingi liggur nú jafnframt frumvarp til nýrra laga um útgáfu og meðferð rafeyris, sem byggt er á rafeyristilskipun nr. 2009/110/EB (EMDII). Fyrirgreindar tilskipanir eru afrakstur heildarendurskoðunar á samevrópskri löggjöf á sviði rafrænnar greiðslumiðlunar. Í grein þessari er stiklað á stóru um efni tilskipananna og líkleg áhrif breyttrar lagaumgjarðar á íslenska greiðsluþjónustuveitendur og rafræna greiðslumiðlun almennt í Evrópu.

### Ný lög um greiðsluþjónustu (PSD-tilskipunin)

Hinn 1. desember síðastliðinn öðluðust gildi ný lög um greiðsluþjónustu, nr. 120/2011, en með þeim voru ákvæði greiðsluþjónustutilskipunar nr. 2007/64/EB (Payment Services Directive eða PSD) innleidd hér á landi á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið (EES). Með lögnum eru kröfur til aðila sem veita *greiðsluþjónustu* í skilningi laganna<sup>2</sup> samræmdar, svo og reglur um aðgengi nýrra aðila að greiðsluþjónustumarkaði. Lögin gilda m.a. um framkvæmd greiðslna (þ.m.t. á afgreiðslustað, úr netbanka eða hraðbanka), útgáfu og notkun greiðslumiðla (t.d. greiðslukorta) og færsluhirðingu.

Í III. kafla laganna er að finna ítarleg ákvæði um upplýsingagjöf í tengslum við veitingu greiðsluþjónustu, sem miða m.a. að því að gera greiðanda og viðtakanda kleift að bera kennsl á greiðslu. Ákvæði IV. kafla geyma ýmsar grundvallarreglur um framkvæmd greiðslna, notkun greiðslumiðla og ábyrgð aðila vegna óheimilaðra greiðslna.

Í samræmi við hið samevrópska regluverk er framvegis þeim einum heimilt að veita greiðsluþjónustu hér á landi sem teljast til *greiðsluþjónustuveitenda* í skilningi laganna. Búast má við að eftirtaldir aðilar verði umsvifamestir á markaði greiðsluþjónustu í framtíðinni:

- Fjármálafyrirtæki með starfsleyfi til móttöku innlána eða annarra endurgreiðanlegra fjármuna frá almenningi og veitingar útlána fyrir eigin reikning (nú viðskiptabankar, sparisjóðir og lánaþyrirtæki),
- rafeyrisfyrirtæki<sup>3</sup> og
- greiðslustofnanir.<sup>4</sup>

1. Höfundur er Sigríður Rafnar Pétursdóttir lögfræðingur og starfar á greiðsluferfasviði Seðlabanka Íslands.

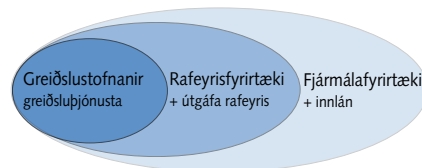
2. Hugtakið *greiðsluþjónusta* er skilgreint í 4. gr. laganna, en hafa verður hliðsjón af 2. gr. við túlkun þess (neikvætt gildissvið). Greiðsluþjónusta er þrengra/afmarkaðra hugtak en *greiðslumiðlun*.

3. Þ.e. rafeyrisfyrirtæki skv. nýju rafeyristilskipuninni (EMDII), sem nánar er fjallað um síðar.

4. Aðrar tegundir greiðsluþjónustuveitenda eru, skv. 14. tölul. 8. gr. laganna: Peninga- og verðmætasendingarþjónusta skv. lögum nr. 64/2006 um aðgerðir gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverka, póstrekendur með rekstrarleyfi skv. lögum nr. 19/2002 um pósthjónustu, Seðlabanki Evrópu og seðlabankar ríkja á Evrópsk a efnahagssvæðinu þegar þeir eru ekki í hlutverki stjórnvalds peningamála og stjórnvöld ef greiðsluþjónusta tengist ekki hlutverki þeirra sem slíkra.

Mynd 1

Greiðsluþjónustuveitendur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Af ofangreindum aðilum hafa *fjármálafyrirtækin* umfangsmestu starfsheimildirnar, í samræmi við EES-reglur. Auk þess að taka við lánnum er þeim heimilt að gefa út rafeyri og að veita greiðsluþjónustu, svo og að veita ýmsa aðra fjármálaþjónustu skv. nánari ákvæðum laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki o.fl. Gera verður ráð fyrir að *rafeyrisfyrirtæki* muni í náninni framtíð öðlast næstviðfeðmustu starfsheimildirnar á sviði rafrænnar greiðslumiðlunar hérlandis líkt og annars staðar á Evrópska efnahagssvæðinu; þeim verður heimilt að gefa út rafeyri auk þess að veita greiðsluþjónustu.<sup>5</sup> Loks eru *greiðslustofnanir* ný tegund þjónustuveitenda á sviði fjármálaþjónustu, er um gilda ákvæði II. kafla laga nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu. Þær hafa enn takmarkaðri starfsheimildir en fjármálafyrirtæki og rafeyrisfyrirtæki. Ólíkt umfang starfsheimilda þessara þriggja ólíku tegunda greiðsluþjónustuveitenda endurspeglast samkvæmt EES-reglum í þeim kröfum sem gerðar eru til hlutaðeigandi starfsemi: Afmarkaðri áhætta leiðir af sér vægari kröfur en ella, t.a.m. að því er varðar umfang varfærnisreglna sem um starfsemina gilda og kröfur um lágmarks eigið fé.

Greiðslukerfi eru nauðsynleg undirstaða nútíma greiðslumiðlunar. Þrátt fyrir yfirlýst markmið PSD um opnari greiðsluþjónustumarkað gera PSD og nýsamþykkt lög ekki ráð fyrir jöfnu aðgengi allra greiðsluþjónustuveitenda að greiðslukerfum. Um ólíkar tegundir greiðslukerfa gilda ólíkar reglur, ekki síst að því er aðgengi að þeim varðar. Með tilkomu laga nr. 120/2011 gerir íslensk löggjöf nú ráð fyrir þriggreiningu greiðslukerfa með eftirfarandi hætti:

1. Kerfislega þýðingarmikil greiðslukerfi, sem sérstaklega hafa verið viðurkennd og tilkynnt sem slík til Eftirlitsstofnunar EFTA í samræmi við ákvæði laga nr. 90/1999 um öryggi greiðslufyrirmæla í greiðslukerfum.<sup>6</sup>
2. „Innanhússgreiðslukerfi“ sem leiðbeinandi tilmæli FME nr. 1/2005 um rekstur upplýsingakerfa eftirlitskyldra aðila gilda m.a. um.<sup>7</sup>
3. Önnur greiðslukerfi, sem falla undir 7. gr. laga nr. 120/2011.<sup>8</sup>

Lög nr. 120/2011 eru fyrsti heildstæði íslenski lagabálkurinn á sviði greiðsluþjónustu. Honum til viðbótar gilda um þetta svið önnur lög og fyrirsjáanleg er frekari lagaþróun.

### Frumvarp til nýrra laga um útgáfu og meðferð rafeyris (EMDII-tilskipunin)

Nýverið lagði efnahags- og viðskiptaráðherra fram á Alþingi frumvarp til nýrra laga um útgáfu og meðferð rafeyris (sjá þingskjal 1141, 708. mál á 140. löggjafarþingi 2011-2012). Með frumvarpinu er lagt til að

5. Unnið er að innleiðingu nýju rafeyristilskipunarinnar nr. 2009/110/EB (EMDII) hér á landi. Sjá nánari umfjöllun um efni EMDII og fyrirhugaða innleiðingu hér á landi síðar.

6. Þ.e. stórgreiðslukerfi Seðlabankans og jöfnunarkerfi Greiðsluveitunnar ehf., en þátttökuréttur í slíkum greiðslukerfum er fyrst og fremst bundinn við fjármálafyrirtæki.

7. Þ.e. t.d. afgreiðslu- og netbankakerfi einstakra fjármálafyrirtækja/-samstæðna. Gera verður ráð fyrir að eigendur greiðslukerfa sem falla í þennan flokk hafi ráðstöfunarrétt yfir þeim. Það athugast að leiðbeinandi tilmæli FME nr. 1/2005 kunna jafnframt að gilda um annars konar greiðslukerfi en þau sem falla í þennan flokk.

8. Þ.e. t.d. debetkortakerfi Reiknistofu bankanna hf. Öllum greiðsluþjónustuveitendum skal tryggður þátttökuréttur að greiðslukerfum sem falla undir 7. gr. laga nr. 120/2011. Þó er heimilt að setja málefnaleg skilyrði fyrir aðild, t.a.m. með tilliti til rekstraröryggis og trygginga.

innleidd verði í íslenskan rétt ákvæði nýju rafeyristilskipunarinnar nr. 2009/110/EB (Electronic Money Directive II eða EMDII). Tilskipunin leysir af hólmi eldri tilskipun um sama efni (EMDI), sem innleidd var hér á landi með ákvæðum IX. kafla laga nr. 161/2002 um fjármála-fyrirtæki.

Rafeyrisfyrirtæki eru skv. gildandi lögum ein tegund fjármálafyrirtækja. Ekkert slíkt fyrirtæki mun hins vegar vera starfrækt hér á landi á grundvelli slíks starfsleyfis frá Fjármálaeftirlitinu.<sup>9</sup> Ef fyrrgreint frumvarp verður samþykkt óbreytt sem lög frá Alþingi verða rafeyrisfyrirtæki ekki lengur ein tegund fjármálafyrirtækja heldur sérstök tegund þjónustuveitenda á sviði fjármálaþjónustu, líkt og greiðslustofnanir.

EMDII kveður á um útvíkkaðar starfsheimildir rafeyrisfyrirtækja frá því sem nú er og geymir ítarlegri reglur um útgáfu og meðferð rafeyris en rafeyristilskipunin eldri. Skilgreining hugtaksins rafeyrir er nú tengd hugtakanotkun og skilgreiningum PSD.

Frumvarpið gerir ráð fyrir að auk rafeyrisfyrirtækja teljist fjármálafyrirtæki með starfsleyfi til móttöku innlána eða annarra endurgreiðanlegra fjármuna frá almenningi og veitingar útlána fyrir eigin reikning, seðlabankar og stjórnvöld við tilteknar aðstæður til *útgefenda rafeyris*.<sup>10</sup> Öðrum en áðurgreindum aðilum verði óheimil slík útgáfa hér á landi.

Útgáfa rafeyris hefur verið í mikilli sókn víða um heim undanfarin ár.<sup>11</sup> Vinsældir rafeyris má m.a. skýra með vísan til þess að fjármálafyrirtæki gera almennt tilteknar lágmarkskröfur til viðskiptavina, sem ekki allir uppfylla. EES-reglur gera skýran greinarmun á innlánnum og rafeyri, t.d. er skv. EMDII óheimilt að reikna vexti eða veita handhöfum rafeyris önnur hlunnindi sem byggjast á lengd þess tíma sem handhafinn hefur rafeyri með höndum. Hinn sístækkandi markaður með rafeyri veldur opinberum eftirlitsaðilum með fjármálastarfsemi um allan heim nokkrum áhyggjum með tilliti til aðgerða gegn skipulagðri glæpastarfsemi, s.s. peningabættis. Vænta má aukinnar áherslu á möguleg úrræði gagnvart rafeyrisfyrirtækjum og greiðslustofnunum í þeim efnum í náginni framtíð.

### Líkleg áhrif breyttrar lagaumgjörðar á íslenskan greiðslukortamarkað

Lagaumhverfi greiðsluþjónustu og útgáfu rafeyris mun hafa verið strangara á Íslandi en meginlandi Evrópu fram til þessa. Áður en lög nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu öðluðust gildi var útgáfa og umsýsla greiðslukorta<sup>12</sup> starfsleyfisskyld starfsemi skv. 1. mgr. 3. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Veiting slíkrar þjónustu var m.ö.o. bundin við fjármálafyrirtæki. Útgáfa og umsýsla rafeyris er enn starfsleyfisskyld starfsemi skv. sama ákvæði. Starfandi íslensk greiðslukortafyrirtæki eru því fjármálafyrirtæki; þau hafa starfsleyfi sem lánafyrirtæki skv. 3. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 161/2002.

9. Á vefsíðu Fjármálaeftirlitsins, [www.fme.is](http://www.fme.is), er birt yfirlit yfir eftirlitsskylda aðila á hverjum tíma.

10. Sbr. 4. tölul. 4. gr. hins nýja frumvarps til laga um útgáfu og meðferð rafeyris.

11. Sjá t.d. samamburðartöflu 10a í skýrslu sem unnin var á vegum Bank for International Settlements (BIS) og aðgengileg er á vefslóðinni <http://www.bis.org/publ/cps99.htm>.

12. Athygli er vakin á að aðeins fyrirfram greidd greiðslukort teljast til rafeyris skv. EES-reglum.

Ef fyrirbyggjandi frumvarp til laga um útgáfu og meðferð rafeyris verður óbreytt að lögum verða öll efnisákvæði íslenskrar löggjafar um rafræna greiðslumiðlun staðsett í sérlögum, öðrum en lögum nr. 161/2002 (þ.e. annars vegar lögum nr. 120/2011 og hins vegar nýjum lögum um útgáfu og meðferð rafeyris). Fjármála fyrirtækjum verður hins vegar, hér eftir sem hingað til, heimil bæði veiting greiðsluþjónustu og útgáfa rafeyris – nú í samkeppni við aðra greiðsluþjónustuveitendur og útgefendur rafeyris.

Grundvöll núverandi starfsemi íslenskra greiðslukortafyrirtækja verður framvegis að finna í öðrum lagabálkum en lögum nr. 161/2002. Líkur eru því á að í náinni framtíð verði breytingar á starfsleyfum eða starfsemi starfandi íslenskra greiðslukortafyrirtækja frá því sem nú er. Áður hefur verið vikið að því að gildandi regluverk um ólíka greiðsluþjónustuveitendur er og verður misþyngjandi, en rafeyrisfyrirtæki og greiðslustofnanir verða starfsleyfis- og eftirlitsskyldir aðilar hjá Fjármálaeftirlitinu líkt og fjármála fyrirtæki.

### **Almennt um megináhrif innleiðingar PSD og EMDII á Evrópska efnahagssvæðinu**

Innleiðing PSD og EMDII mun óhjákvæmilega leiða af sér aukna samkeppni í rafrænni greiðslumiðlun. Tilskipanirnar gera báðar ráð fyrir heimildum til handa annars vegar greiðsluþjónustuveitendum og hins vegar útgefendum rafeyris til starfsemi yfir landamæri á öllu Evrópska efnahagssvæðinu.<sup>13</sup>

Hafa verður í huga að gildandi reglur um gjaldeyrismál á Íslandi hamla frjálsum fjármagnsflutningum á milli landa og þar með greiðsluþjónustu, að nokkru marki. Um er að ræða tímabundið ástand sem til er komið af neyðarástæðum. Vissulega er það opinber stefna stjórnvalda að aflétta höftum, en alls óljóst hvenær þær aðstæður verði uppi að unnt verði að afnema þau. Þau jákvæðu samkeppnislegu áhrif sem PSD og EMDII er m.a. ætlað að skila notendum greiðsluþjónustu og handhöfum rafeyris í einstökum aðildarríkjum; þ.e. að skila ódýrari, skilvirkari og e.t.v. fjölbreyttari þjónustu en ella, verða m.ö.o. ekki að fullu virkjuð hér á landi í bráð.

Fróðlegt verður að fylgjast með samkeppnishæfi fjármála fyrirtækja andspænis annars vegar rafeyrisfyrirtækjum og hins vegar greiðslustofnunum á greiðsluþjónustumarkaði framtíðarinnar. Umfangsmeira og flóknara regluverk umlykur starfsemi fjármála fyrirtækja, sem aftur kallar almennt á stærri og kostnaðarsamari yfirbyggingu en í tilviki hinna tveggja. Líkur eru m.ö.o. á að tækifæri opnast fyrir aðra greiðsluþjónustuveitendur til að bjóða notendum greiðsluþjónustu hagstæðari kjör en fjármála fyrirtæki. Hér skal því haldið fram að veiting greiðsluþjónustu sé ekki órjúfanlegur hluti kjarnastarfsemi banka, sem eru innlán og útlán. Þá má í þessu samhengi minna á að EES-reglur gera ekki ráð fyrir að innstæðutryggingar séu ótakmarkaðar og væntanlega leiðir dreifing fjármagns á hverjum tíma á fleiri tegundir greiðsluþjónustuveitenda en áður til dreifðari áhættu fyrir notendur greiðsluþjónustu.

13. Það athugast að í fyrirbyggjandi frumvarpi til nýrra laga um útgáfu og meðferð rafeyris er gert ráð fyrir æskilegum breytingum á lögum nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu að því er varðar veitingu greiðsluþjónustu yfir landamæri.



Að því er rafeyrinn varðar sérstaklega, verður áhugavert að fylgjast með þróun hans hér á landi gagnvart annars vegar hefðbundnum íslenskum greiðslukortum (sem skuldfært er fyrir notkun á eftir á) og hins vegar debetkortum (sem skuldfært er fyrir af innlánsreikningum).

Búast má við að nýir innlendir aðilar hefji hér starfsemi í kjölfar breyttrar lagaumgjarðar. Grósku gætir nú þegar í umhverfi rafrænnar greiðslumiðlunar á tæknivæddu Íslandi og óhugsandi að henni vaxi ekki enn fiskur um hrygg í breyttu lagaumhverfi. Tækninni fleygir stöðugt fram og veiting rafrænnar þjónustu yfir landamæri verður sífellt auðveldari viðfangs. Vaxtarmöguleikar fyrirtækja á þessu sviði eru tryggir eins og áður greinir, með heimildum til veitingar þjónustu yfir landamæri. Sömu reglur munu gilda í öllum EES-ríkjum<sup>14</sup> og þ.a.l. verður mun einfaldara að stofna til umsvifa utan heimaríkis á þessu sviði en áður.

Þegar fram líða stundir munu erlendir aðilar vafalaust hasla sér völl á íslenskum greiðsluþjónustumarkaði með sama hætti. Nú þegar munu Fjármálaeftirlitinu hafa borist tilkynningar um mögulega fyrirhugaða veitingu greiðsluþjónustu yfir landamæri af hálfu evrópskra greiðsluþjónustuveitenda, en fjármagnshöft aftra tímabundið starfsemi erlendra jafnt sem innlendra aðila hér eins og þegar hefur verið vikið að. Til framtíðar litið má ljóst vera að alþjóðleg stórfyrirtæki með alla innviði til staðar, s.s. Google, Apple og Facebook, kunna að hafa nokkurt samkeppnisforskot á þessu sviði ef/þegar þau beina sjónum sínum að greiðsluþjónustu.<sup>15</sup>

### Lokaorð

Brýnt er að allir aðilar á íslenskum fjármálamarkaði horfi til framtíðar og velti fyrir sér áhrifum laga nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu, svo og væntanlegrar löggjafar útgáfu og meðferð rafeyris, til skemmri og lengri tíma. Ekki er aðeins líklegt að nýir innlendir aðilar muni hefja starfsemi hér í kjölfar breyttrar lagaumgjarðar, heldur mun samkeppnin einnig koma erlendis frá á grundvelli hinna sameiginlegu EES-reglna. Tæknilega verður veiting rafrænnar þjónustu yfir landamæri sífellt auðveldari viðfangs og fjölbreyttari þjónustupættir líta dagsins ljós.

Mikilvægt er að opinbert eftirlit með rafrænni greiðslumiðlun sé öflugt og að ólíkir eftirlitsaðilar eigi náð samstarf sín í milli í þeim efnum. Aukin gróska í tæknilegum lausnum kallar á máttuga og enn fjölbættari yfirsýn eftirlitsaðila en hingað til. Tryggja verður að samevrópskar reglur uppfylli ítrustu kröfur með tilliti til framkvæmdar eftirlits með fjármálastarfsemi, ekki síst þegar millilandastarfsemi er annars vegar.

Eðli rafrænnar greiðslumiðlunar er með þeim hætti að búast má við stöðugum nýjungum og þróun og því nauðsynlegt að endurskoða reglulega gildandi löggjöf á hverjum tíma. Mikilvægt er að handhafar löggjafar- og framkvæmdavalds gæti heildarsamræmis við laga- og reglusetningu á þessu sviði líkt og öðrum. Um ræðir sérhæft svið fjármálakerfisins og afar mikilvægt, sem nauðsynlegt er að tryggja góðan skilning á hjá hinu opinbera líkt og starfandi aðilum á markaði.

14. Báðar eru tilskipanirnar "full harmonisation"-gerðir, sem þýðir að við innleiðingu í landsrétt einstakra aðildarríkja eru heimildir til frávik frá efnisákvæðum þeirra mjög takmarkaðar.

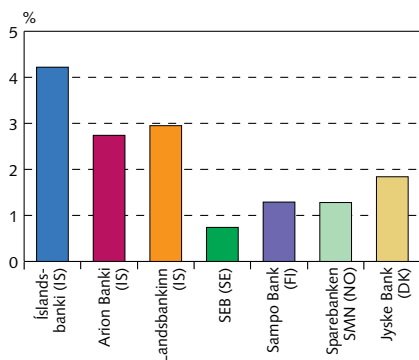
15. Síðastnefnt fyrirtæki hefur a.m.k. þegar blásið til sóknar á þessu sviði, þ.e. með s.k. *Facebook Credits*.



## Viðauki II

# Erlendur samanburður

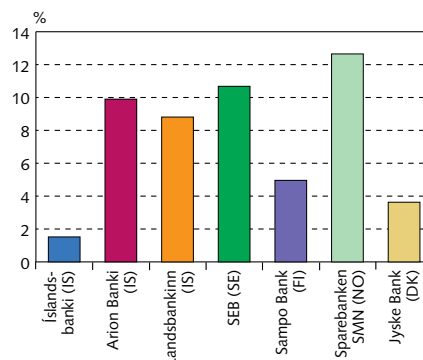
Mynd 1  
Vaxtamunur 2011<sup>1</sup>



1. Vaxtamunur = hreinar vaxtatekjur/meðalstaða eigna. Hár vaxtamunur Íslandsbanka skýrist að verulegu leyti af mismunandi reikningskilaáferðum bankanna við innlausn vaxtatekna af yfirfærðum útlánum.

Heimildir: Ársreikningar bankanna.

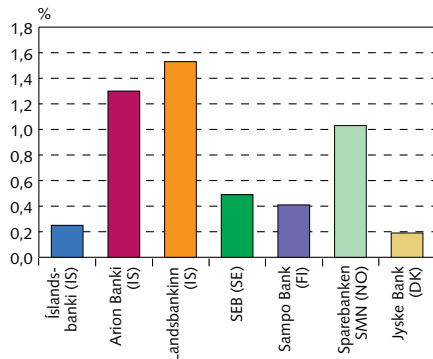
Mynd 2  
Arðsemi eign fjár 2011<sup>1</sup>



1. Arðsemi eign fjár = hagnaður tímabilsins/meðalstaða eign fjár. Landsbankinn hagnaðist verulega á sölu eigna og uppfærslu á óskráðum hlutabréfum bankans á árinu. Óverulegur hluti hagnaðar Íslandsbanka og Arion banka er til kominn af sömu ástæðum. Í hagnaði Íslandsbanka er afskrift viðskiptavildar meðtalin.

Heimildir: Ársreikningar bankanna.

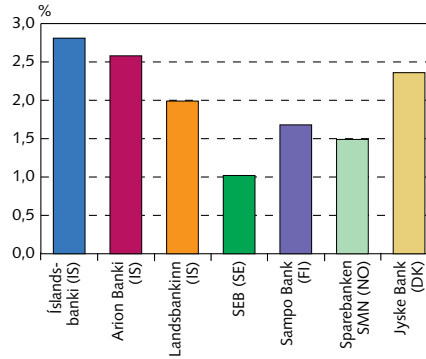
Mynd 3  
Arðsemi eigna 2011<sup>1</sup>



1. Arðsemi eigna = hagnaður tímabilsins/meðalstaða eigna. Landsbankinn hagnaðist verulega á sölu eigna og uppfærslu á óskráðum hlutabréfum bankans á árinu. Óverulegur hluti hagnaðar Íslandsbanka og Arion banka er til kominn af sömu ástæðum. Í hagnaði Íslandsbanka er afskrift viðskiptavildar meðtalin.

Heimildir: Ársreikningar bankanna.

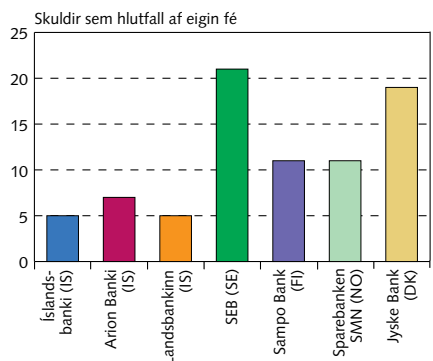
Mynd 4  
Kostnaðarhlutfall eigna 2011<sup>1</sup>



1. Kostnaðarhlutfall eigna = rekstrarkostnaður/meðalstaða eigna. Í rekstrarkostnaði Íslandsbanka er afskrift viðskiptavildar ekki meðtalin.

Heimildir: Ársreikningar bankanna.

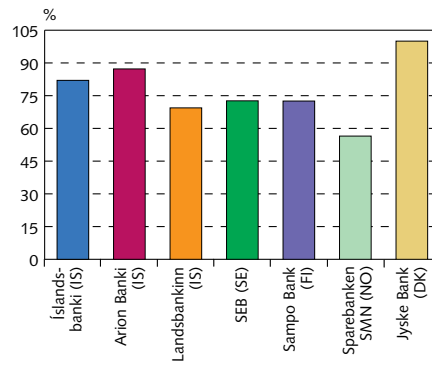
Mynd 5  
Skuldsetning 2011<sup>1</sup>



1. Skuldsetning = heildarskuldur/heildar eigið fé.

Heimildir: Ársreikningar bankanna.

Mynd 6  
Innlán/útlán 2011<sup>1</sup>



1. Innlán/útlán = innlán viðskiptavina/útlán til viðskiptavina.

Heimildir: Ársreikningar bankanna.

