

Stöðugleiki fjármálakerfisins¹

Staða fjármálakerfisins viðunandi en hefur ekki styrkst

Efnahagslegar forsendur fjármálastöðugleika eru um þessar mundir góðar en nokkur óvissa ríkir í framhaldinu. Ákvarðanir varðandi efnahagsstefnuna eru afar mikilvægar, sér í lagi í ljósi þeirra stórframkvæmda sem nú eru hafnar og munu hafa mikil og víðtæk áhrif á þjóðarbúskapinn. Tengsl peningastefnunnar og fjármálastöðugleika eru flókin en þó má fullyrða að meginhættan sem stöðjar að fjármálakerfinu á komandi árum sé fölginn í því að ekki takist að hafa hemil á verðbólgu, sem aftur myndi leiða til sveiflna í raunvöxtum, gengi og eftirspurn. Verði ekki gripið tímanlega til aðhaldsaðgerða sem ætlað er að tryggja verðlagsstöðugleika gæti það grafið undan stöðu heimila og fyrirtækja á framkvæmdatímanum og leitt til erfiðari aðlögunar að framkvæmdum loknum. Í versta falli gæti slíkt ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Því er nauðsynlegt að fjármálakerfið hafi eigin burði til að eflast og mæta áföllum. Íslenska fjármálakerfið hefur breyst í grundvallaratriðum og bankar og sparisjóðir hafa styrkt stöðu sína að undanförmu. Vonandi nýttist komandi þensluskeið þeim enn frekar í þeirri viðleitni.

Alþjóðleg skilyrði fjármálastöðugleika eru nokkuð hagstæð um þessar mundir og merki um efnahagsbata erlendis hafa styrkst verulega frá vormánuðum. Líklegt er að vaxtastig hækki erlendis í kjölfar efnahagsbatans. Þetta myndi hafa áhrif á fjármálafyrirtæki hér á landi þar sem fjármögnun þeirra fer að tölverðu leyti fram erlendis.

Góðar horfur eru um stöðugleika verðlags á næstunni en óvissa um gengisþróun fer vaxandi þegar framkvæmdir við álver og virkjanir ná hámarki. Í fyrri greiningum á stöðugleika fjármálakerfisins hefur mikið verið rætt um verð fasteigna og þá hættu sem fjármálafyrirtækjum væri búin ef skyndileg lækkun yrði á því. Raunverð íbúðarhúsnæðis er um þessar mundir eitt hið hæsta sem um getur og ekki útséð um að það geti ekki hækkað meir á næstunni. Raunverð atvinnuhúsnæðis er nokkru lægra en í síðasta hámarki en virðist heldur hafa styrkst að undanförmu. Veruleg verðlækkun fasteigna er ósennileg í nánustu framtíð. Hins vegar aukast líkur á verðfalli eftir því sem boginn er spenntur meira með alvarlegri afleiðingum fyrir stöðugleika fjármálakerfisins. Viðskiptahallinn eykst hröðum skrefum og ósjálfbær

viðskiptahalli er meðal helstu vísbendinga um aðstæður sem gætu hugsanlega ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Að einhverju leyti má rekja viðskiptahallann til versnandi viðskiptakjara en einnig hefur verið mikill innflutningur fjárfestingarvöru vegna virkjanaframkvæmda og aukinnar einkaneyslu. Aukinn halli þarf ekki að boða hættu á áfalli í nálægri framtíð, sérstaklega ef hann stafar að miklu leyti af innflutningi fjárfestingarvöru vegna virkjanaframkvæmda. Ef hallinn verður umtalsvert meiri, eins og á árunum 1998-2000, gæti aðlögunin orðið harkaleg og ekki er hægt að treysta því að ytri aðstæður verði aftur jafn hagstæðar og árin 2001 og 2002.

Staða heimilanna er tiltölulega traust, a.m.k. á næstu árum. Svo lengi sem atvinna helst stöðug og verðbólga lítil ætti tekjuöryggi heimilanna að vera tryggt.

Framlegð skráðra fyrirtækja var yfirleitt góð í sex mánaða uppgjöri og gert er ráð fyrir því í afkomuspám að svo verði einnig fyrir árið í heild. Næmi fyrirtækjanna fyrir erlendum gengissveiflum fer frekar vaxandi og ástæða er til að hafa áhyggju af óhóflega háu gengi sem gæti grafið undan samkeppnisstöðu útflutningsfyrirtækja.

Íslenska fjármálakerfið hefur gjörbreyst á undanförmum misserum. Allt frá því að Landsbanki Íslands tók til starfa 1886 og í rúma öld var ríkið eigandi

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 30. október 2003.

stærsta viðskiptabankans. Á öldinni bættust við aðrir viðskiptabankar í eigu ríkisins svo og fjárfestingarlánasjóðir sem tengdust atvinnuvegum landsmanna. Þrátt fyrir merka sögu sparissjóða, fyrri Íslandsbanka 1904 til 1930 og annarra einkabanka sem stofnaðir voru upp úr miðri síðustu öld var ríkið með beinum hætti hið ráðandi afl í fjármálaþjónustu við fyrirtæki og heimili. Það var ekki fyrr en 1990 þegar ríkið seldi Útvegsbanka Íslands hf. og fjórir viðskiptabankar voru sameinaðir í einn banka, Íslandsbanka hf., að til varð næststærsti viðskiptabankinn sem var almenningshlutafélag. Með samruna við FBA hf. árið 2000 varð Íslandsbanki hf. stærsti viðskiptabankinn. Í lok árs 2002 og byrjun þessa var svo gengið frá sölu hinna ríkisbankanna, Landsbanka Íslands hf. og

Búnaðarbanka Íslands hf. og þar með dró ríkið sig að fullu út úr rekstri viðskiptabanka. Eftir einkavæðinguna hafa breytingarnar ekki látið á sér standa. Í maí á þessu ári runnu Kaupþing banki hf. og Búnaðarbanki Íslands hf. saman. Miklar breytingar hafa verið í Landsbanka Íslands hf. og Íslandsbanki hf. er að bæta váttryggingarekstri við starfsemi sína með kaupum á Sjóvá-Almennum tryggingum hf. Fjórir viðskiptabankar eru nú starfandi hér á landi en þrír þeirra eru með almenna starfsemi og sýnu stærstir, þ.e. Kaupþing Búnaðarbanki hf., Íslandsbanki hf. og Landsbanki Íslands hf. Þeir eru allir almenningshlutafélög sem skráð eru á markaði með fjölbætta starfsemi innanlands sem og erlendis. Fjórði bankinn er Sparissjóðabanki Íslands hf.

Rammi 1 Skýrslur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um íslenska fjármálakerfið – Iceland-Financial System Stability Assessment

Nú þegar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur tvívegis gert úttekt á íslenska fjármálakerfinu er áhugavert að líta yfir farinn veg og íhuga hve margt hefur breyst til batnaðar. Aðeins eru liðin tæp þrjú ár frá því að sjóðurinn sendi fyrst sérfræðinga sína til að grannskoða íslenska fjármálakerfið en á þeim tíma hafa orðið veruleg umskipti í þjóðarbúskapnum og stöðu fjármálakerfisins. Nýleg lög um Seðlabanka Íslands og setning verðbólumarkmiðs hafa skipt miklu svo og ný lög um fjármálafyrirtæki og árangur af eflingu og markvissri vinnu Fjármálaeftirlitsins (FME).

Þessar sérstöku úttektir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eru þáttur í sameiginlegu verkefni sjóðsins og Alþjóðabankans sem hófst 1999. Verkefnið miðar að því að treysta fjármálakerfi aðildarþjóðanna í samstarfi við stjórnvöld og þar með að draga úr líkum á áföllum og fjármálakreppum. Áhersla er lögð á að efla eftirlit með starfsemi fjármálastofnana í öllum aðildarlöndum sjóðsins og að tryggja trausta laga- og regluumgjörð um starfsemi þeirra. Hverri úttekt lýkur með gerð skýrslu um stöðugleika fjármálakerfisins sem nefnd er Financial System Stability Assessment (FSSA).

Í nóvember 2000 kom sendinefnd á vegum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins til landsins og vann hún að viðamikilli úttekt sinni í nokkrar vikur. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið unnu með sérfræðingum sjóðsins en þeir leituðu jafnframt til fjármálaráðuneytisins, viðskiptaráðuneytisins og fjölmargra fjármálafyrir-

tækja og samtaka þeirra við efnisöflun. Bráðabirgðaálitni var skilað í janúar 2001 en í júní 2001 birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn skýrslu um úttektina eftir umfjöllun í framkvæmdastjórn sjóðsins.

Þegar sendinefnd sjóðsins kynnti helstu niðurstöður sínar í janúar 2001 fóru áhyggjur hennar af ójafnvægi í þjóðarbúskapnum ekki á milli mála. Þar kom m.a. fram að beita þyrfti samstilltum aðgerðum sem fælust m.a. í því að draga úr innra og ytra ójafnvægi, styrkja stöðu fjármálakerfisins og auka þjóðhagslegan sparnað. Bent var á að árangur slíkra aðgerða yrði meiri ef umgjörð peningastefnunnar yrði breytt þannig að gengi krónunnar yrði sveigjanlegra. Mikilvægt væri að draga úr áhættu fjármálakerfisins. Stjórnvöld ættu að bregðast skjótt við og hækka lágmarks eiginfjárkröfur innlendra banka og gefa FME vald til þess að krefjast herra eiginfjárhlutfalls í bönkum sem taldir eru búa við sérstaka áhættu. Mögulegir veikleikar fjármálakerfisins gætu einnig stafað af vissum ágöllum í lagaramma, regluverki og eftirliti – einkum þegar miðað væri við það sem best gerðist á heimsvísu. Sendinefndin lagði þess vegna til að stjórnvöld tækju nauðsynleg skref á sviði laga- og reglusetningar meðal annars til þess að bæta útlánamat og varúðarfærslur innlendra banka. Úr þessu var verulega bætt með lögum um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Meginniðurstaðan varðandi fjármálaeftirlit var að lagaleg umgjörð um fjármálamarkaðinn væri nútíma-

leg og í góðu samræmi við kjarnareglurnar um banka-
eftirlit (e. Basel Core Principles for Effective Banking
Supervision). FME sinnti hlutverki sínu vel en væri of
fáliðað.

Varðandi Seðlabankann var bent á ýmislegt sem
væri ábótavant í þágildandi lögum en ný lög um bank-
ann voru samþykkt af Alþingi áður en FSSA-skýrslan
var gefin út. Nýju lögin tóku á þeim annmörkum sem
sendinefndin hafði tilgreint. Einnig var í skýrslunni
farið yfir samræmi við reglur Alþjóðagjaldeyrissjóðs-
ins um gegnsæi peningastefnunnar. Álit sendinefndar-
innar var að Seðlabankinn uppfyllti þær reglur nánast
að öllu leyti. Sendinefndin mat jafnframt íslensku
greiðslu- og uppgjörskerfin og staðfesti að í veiga-
miklum atriðum uppfylltu þau ekki alþjóðlega viður-
kennda staðla. Seðlabankinn hafði þá þegar beitt sér
fyrir breytingum sem hafa nú að mestu náð fram að
ganga þannig að greiðslu- og uppgjörskerfin uppfylla
nú að langmestu leyti alþjóðlega staðla.

Sendinefnd á vegum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins
heimsótti Ísland aftur í apríl sl. til að meta að nýju
stöðu íslenska fjármálakerfisins. Ekki var um jafn fjöl-
menna sendinefnd að ræða né álíka viðamikla grein-
ingu og í upprunalegu úttektinni enda var byggt á þeim
grunni sem fyrir var. Sendinefndin skilaði drögum að
FSSA-Update-skýrslu sinni í lok júní sl. Skýrslan var
birt 29. ágúst sl. eftir umfjöllun í framkvæmdastjórn-
inni og er hana að finna á heimasíðu sjóðsins
(www.imf.org).

Í nýju FSSA-skýrslunni kveður við allt annan og
jákvæðari tón enda hefur margt gerst í millitíðinni. Í
samandregnum niðurstöðum segir m.a. að betra jafn-
vægi hafi komist á í íslenska fjármálageiranum m.t.t.
áhættu. Gengislækkun íslensku krónunnar árin 2000-
2001 hefði getað valdið óstöðugleika en áhrifin hafi
verið milduð af trúverðugu verðbólguþéttum. Þrátt
fyrir háar skuldir einkaaðila og slaka í efnahagsskil-
yrðum innanlands hafi hin nútímalegu íslensku fjár-
málafyrirtæki náð að hafa stjórn á lánaáhættu, haldið
arðsemi og styrkt eiginfjárlutföll. Lífeyrissjóðir hafi
sýnt töp árin 2001 og 2002 en þar sem tryggðar lífeyr-
isgreiðslur séu ekki almennar á Íslandi skapist ekki
kerfisáhætta af rekstrarafkomu lífeyrissjóða. Íbúða-
lánasjóður hafi verið rekinn með smávægilegu tapi
2001 en skilaði aftur hagnaði 2002. Tryggingarfélagin
hafi að jafnaði verið rekin með hagnaði og séu með
nægjanlega sterka eiginfjárstöðu.

Í FSSA-skýrslunni kemur jafnframt fram að frá því
að fyrri skýrsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var birt
2001 hafi Fjármálaeftirlitið fengið meira fé til ráð-
stöfunar og með nýrri lagasetningu hafi FME fengið
aukið vald til eftirlits. Þessar breytingar hafi gert FME
kleyft að verða virkari eftirlitsaðili. Verulegar framfar-
ir hafi orðið í að uppfylla kjarnareglurnar um árang-
ursríkt bankaeftirlit og væru þær nú nánast að fullu
uppfylltar. Seðlabanki Íslands hafi átt frumkvæði að
mikilvægum breytingum á greiðslukerfum Íslands sem
ætlað er að bæta úr annmörkum sem bent var á í
FSSA-skýrslunni frá 2001 og uppfylla alþjóðlega
staðla um bestu framkvæmd.

Samhliða þessu gaf Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn út
reglubundna skýrsla sína um stöðu og horfur í efnahags-
málum Íslands. Í inngangi skýrslunnar eru megin-
atriðin dregin fram. Þar kemur m.a. fram að jafnvægi
hafi komist á aftur í þjóðarbúskapnum og sé það að
miklu leyti að þakka aðgerðum stjórnvalda. Hagvöxtur
sé framundan en hagstjórn verði vanda bundin vegna
stórrar fjárfestingar í álveri og tengdum orkuvirkjun-
um. Erlendar skuldir einkaaðila hafi vaxið hratt á und-
anföllum árum og séu orðnar miklar sem gerir landið
viðkvæmt fyrir ytri áföllum. Enn þurfi að styrkja
stofnanabáttinn, sérstaklega í ríkisfjármálum og mark-
aðsvæðingu og er þá m.a. átt við raforkufyrirtæki og
Íbúðalánasjóð.

Ofangreindar FSSA-úttektir Alþjóðagjaldeyriss-
sjóðsins hafa verið gagnlegar fyrir stjórnvöld og þá
sérstaklega FME og Seðlabankann. Þess er ekki að
vænta að mat heimamanna og gestkomandi fari ætíð
saman og er það vel. Áhugavert var að fá mat Alþjóða-
gjaldeyrissjóðsins á stöðugleika fjármálakerfisins í
aðdraganda gengissveiflunnar 2000/2001 og aðvörun-
arorð skýrslunnar hafa verið til stuðnings við starf
FME og Seðlabankans á þessu sviði. Ekki var síður
gagnlegt að fá nú endurmat á fyrri úttekt þegar að-
lögun þjóðarbúskaparins var afstaðin. Staðfestur er sá
árangur sem hefur náðst og bent á nokkur atriði sem
gæta verður að. Vegna fjölda óska um úttektir af þessu
tagi er fyrirsjáanlegt að mörg ár munu líða þar til að
sambærileg úttekt verður aftur gerð af Alþjóðagjal-
deyrissjóðnum á stöðugleika íslenska fjármálakerfisins.
Þótt ekki sé að vænta slíkra FSSA-úttekta á næstu ár-
um verður umfjöllun um fjármálastöðugleika áfram
hluti af reglubundinni skoðun sjóðsins á stöðu og horf-
um í efnahagsmálum landsins.

Rammi 2 Vísendingar um stöðugleika fjármálakerfisins

Stöðugleiki fjármálakerfisins, ásamt stöðugleika í peningamálum, eru mikilvægar forsendur fyrir virkni hagkerfisins. Óstöðugleiki í fjármálakerfinu leiðir til óvissu og óhagkvæmrar nýtingar fjármagns. Áfall í fjármálakerfinu getur haft alvarlegar afleiðingar fyrir starfsemi í hagkerfinu og kostnaður vegna þess getur verið töluverður. Það er því orðið æ mikilvægara að fylgjast með heilbrigði og hagkvæmni stofnana á fjármálamarkaði og þróun hagstærða og markaða sem stöðugleika fjármálakerfisins gæti stafað hætta af.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur í samvinnu við aðrar stofnanir á undanförunum árum þróað vísendingar sem geta gefið mynd af stöðugleika fjármálakerfisins (e. financial soundness indicators, FSI's) og aðferðafræði til að túlka þessar vísendingar (e. macroprudential analysis). Vinna á þessu sviði hefur verið hluti af svokölluðu FSAP-verkefni.¹ Upphaflega var byrjað á að líta á nokkuð vítt svið vísendinga og var talað um svokallaðar þjóðhags- og rekstrarvísendingar (e. macro- and microprudential indicators) sem samanstóðu af þjóðhagsstærðum sem vörðuðu stöðugleika fjármálakerfisins, vísendingum um stöðu fjármálastofnana í heildina og vísendingum um stöðu markaða sem fjármálastofnanirnar störfuðu á.

Í janúar 2000 lagði framkvæmdastjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins til að reynt yrði að takmarka fjölda vísendinga við ákveðið grunnsett vísendinga sem myndi m.a. nýtast við FSAP-úttektir og eftirlit innan landanna sjálfra. Sumarið 2000 gerði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn m.a. könnun meðal aðildarlandanna á því hvaða vísendingar þættu mikilvægastar og hversu

auðvelt væri að reikna þær út.² Niðurstaða þessarar könnunar var sú að ákveðið var að skipta þeim vísendingum sem valdar voru í tvo hópa, annars vegar grunnsett (e. core set) og hins vegar gagnasett sem var mælt með að yrði safnað (e. encouraged set). Grunnsettið samanstendur eingöngu af vísendingum um bankakerfið en gagnasettið sem mælt var með að yrði einnig safnað samanstendur af fleiri vísendingum um bankakerfið og vísendingum um aðrar fjármálastofnanir og markaði sem taldar voru mikilvægar við að meta stöðugleika fjármálakerfisins. Hér má telja til upplýsingar um stöðu heimila og fyrirtækja, þróun fasteignamarkaða og aðrar fjármálastofnanir. Með því að vinna með tvö gagnasett vonast sjóðurinn til að komist verði hjá því að steypa öllum löndum í sama mót og þau hafi tækifæri til að velja þær vísendingar sem lýstu ástandinu best innan sérhvers lands.

Á árinu 2001 hófst vinna hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum við að útbúa leiðbeiningarit um hvernig ætti að safna þessum vísendingum, vinna með þær og draga ályktanir af þeim. Drög að þessu riti komu út í mars á þessu ári en búist er við að vinna við það ljúki á þessu ári.

Ljóst er að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, ásamt öðrum alþjóðlegum stofnunum og stofnunum innan landanna sjálfra, hafa lagt í mikla vinnu við að reyna að ákvarða sett vísendinga sem gefa raunhæfa mynd af stöðugleika fjármálakerfisins. Þessi vinna tekur hins vegar seint enda þar sem markaðir og fjármálakerfi eru í stöðugri þróun og nýjar hættur steðja sífellt að. Því er nauðsynlegt að efla rannsóknir á þessu sviði enn frekar.

1. FSAP-verkefnið hófst í maí 1999 og er sameiginlegt verkefni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Alþjóðabankans.

2. Sex mælistikur voru notaðar til að ákvarða hvaða vísendingar væru mikilvægastar; þ.e. hversu vel þær lýstu mikilvægustu mörkuðum og stofnunum, hvert túlkunargildi þeirra væri, hversu nýtsamar þær hefðu reynst, hversu vel þær ættu við á milli landa, hversu auðvelt væri að nálgast þær og hafa þær sem fæstar.

Grunnsett

Innlánsstofnanir

| | |
|--------------------------|---|
| Eigið fé | Eigið fé skv. lögum sem hlutfall af áhættugrunni Eiginfjárfáttur A sem hlutfall af áhættugrunni |
| Eignagæði | Óvaxtaberandi útlán sem hlutfall af heildarstöðu útlána Óvaxtaberandi útlán að frádrögnum afskriftareikningi sem hlutfall af eigin fé Geiraskipting útlána sem hlutfall af útlánunum Stórar stöður (e. large exposures) sem hlutfall af eigin fé |
| Tekjur og arðsemi | Ávöxtun eigna Ávöxtun eigin fjár Hreinar vaxtatekjur sem hlutfall af heildartekjum Rekstrargjöld sem hlutfall af heildartekjum |
| Greiðsluhæfi | Lausafjäreignir (e. liquid assets) sem hlutfall af heildareignum Lausafjäreignir sem hlutfall af skammtímaskuldum |
| Næmi fyrir markaðsáhættu | Meðaltími eigna Meðaltími skulda Hrein opin staða í erlendum gjaldmiðlum sem hlutfall af eigin fé |

Gagnasett sem mælt er með

| | |
|-----------------------------------|--|
| Innlánsstofnanir | Eigið fé sem hlutfall af eignum Svæðisskipting útlána sem hlutfall af útlánunum Heildareignastaða í afleiðum sem hlutfall af eigin fé Heildarskuldastaða í afleiðum sem hlutfall af eigin fé Gengishagnaður af annarri fjármálastarfsemi sem hlutfall af heildartekjum Laun og laumatengd gjöld sem hlutfall af rekstrargjöldum Verðbil milli inn- og útlánsvaxta Verðbil milli hæstu og lægstu vaxta á millibankamarkaði Innlán sem hlutfall af útlánunum Gengisbundin útlán sem hlutfall af útlánunum Gengisbundnar skuldir sem hlutfall af skuldum Hrein opin staða í hlutabréfum sem hlutfall af eigin fé |
| Greiðsluhæfi markaða | Meðaltalsverðbil á verðbréfamörkuðum Daglegt meðaltal veltuhlutfalls á verðbréfamörkuðum |
| Fjármálastofnanir aðrar en bankar | Eignir sem hlutfall af heildareignum fjármálakerfisins Eignir sem hlutfall af VLF |
| Fyrirtæki | Heildarskuldir sem hlutfall af eigin fé Ávöxtun eigin fjár Tekjur sem hlutfall af fjármagnsgjöldum Hrein opin gjalddeyrisstaða sem hlutfall af eigin fé Fjöldi gjaldþrotabeiðna |
| Heimili | Skuldir heimila sem hlutfall af VLF Greiðslubyrði heimila vegna lántöku sem hlutfall af tekjum |
| Fasteignamarkaðurinn | Fasteignaverð Lán til heimila vegna kaupa á íbúðarhúsnæði sem hlutfall af heildarútlánunum Lán til fyrirtækja vegna kaupa á atvinnuhúsnæði sem hlutfall af heildarútlánunum |

Starfsemi bankanna hefur einnig breyst verulega í eðli sínu á undanförunum árum. Fjármálaþjónustan er orðin alþjóðlegri og fjárfestingarbankastarfsemi ríkari hluti af starfsemi viðskiptabankanna. Einkarekstur, stærri bankar, aukin erlend viðskipti og ný starfs svið eru allt þættir sem hafa áhrif á virkni og öryggi fjármálakerfisins. Fullyrða má að virkni kerfisins sé nú meiri til hagsbótar fyrir atvinnulíf og heimili en svarið er ekki jafn einhlítt varðandi öryggið. Af er sú beina og óbeina ríkisábyrgð sem áður var á fjármála fyrirtækjum en við hefur tekið kvikara fjármálakerfi sem verður að hafa eigin burði til að eflast og mæta áföllum.

Í samanburði sem Seðlabankinn hefur gert á helstu kennitölum þriggja stærstu íslensku viðskiptabankanna við aðra stóra norræna banka á tímabilinu 1998-2002 (sjá viðauka 1) kemur fram að þeir íslensku standa hinum vel á sporði. Vaxtamunurinn er að visu ennþá allnokkru hærrí hjá þeim íslensku en saman hefur dregið með bönkunum. Ein skýring þessa munar er hve húsnæðislán með litlum vaxtamun eru lítill hluti útlánasafns íslensku bankanna vegna starfsemi Íbúðalánasjóðs, gagnstætt því sem er á hinum Norðurlöndunum. Á hinn bóginn eru arðsemi, kostnaðarhlutfall og eiginfjárhlutfall vel samþærileg hjá bönkunum. Í eftirfarandi samantekt á stöðu banka og sparissjóða kemur fram að almennt er rekstur þeirra vel viðunandi. Það er mikilvægt fyrir stöðugleika fjármálakerfisins. Framundan er þensluskeið sem vonandi nýtist þeim vel til að treysta stöðu sína enn frekar til að mæta þeim samdrætti sem óhjákvæmilega mun fylgja í kjölfarið.

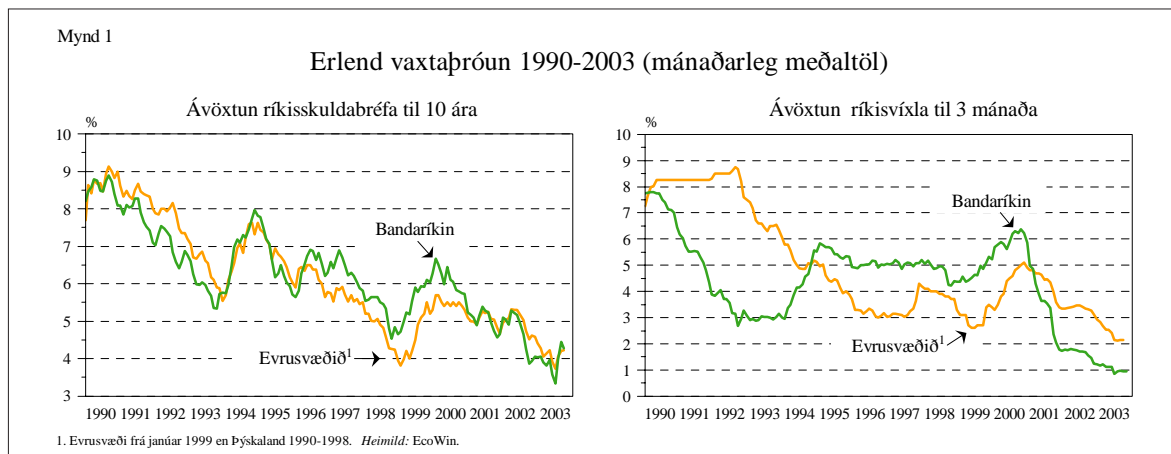
Aðstæður og horfur í þjóðarbúskapnum og ytri skilyrði

Alþjóðleg skilyrði fjármálastöðugleika nokkuð hagstæð

Hagþróun erlendis skiptir innlend fjármálafyrirtæki stöðugt meira máli. Frá því á vormánuðum, þegar síðasta skýrsla Seðlabankans um fjármálastöðugleika var gerð (sjá *Peningamál* 2003/2), hefur nokkuð dregið úr óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum. Þótt Íraksstríði hafi þá verið lokið og hækkun oliuverðs í aðdraganda átaka gengin til baka báru hagvísar þess merki að óvissan vegna stríðsins hafði dregið mátt úr efnahagslífinu. Eins og fram kemur í kaflanum um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum hér að framan hafa merki um efnahagsbata styrkst verulega frá vormánuðum, einkum leiðandi hagvísar, þótt enn skorti t.d. sannfærandi vísbendingar um bata í einkaneyslu í Evrópu og blikur séu á lofti um vaxtarmögu leika hennar í Bandaríkjunum.

Erlendir langtímavextir teknir að hækka

Frá sjónarhóli fjármálafyrirtækja eru merki um efnahagsbata þó ekki eingöngu jákvæð, því batinn mun væntanlega leiða til þess að erlent lánsfé, sem undanfarin ár hefur fengist á óvenju lágum vöxtum, verði dýrara. Fyrstu merki þess hafa þegar komið fram í hækkun langtímavaxta ríkisskuldabréfa, einkum í Bandaríkjunum. Væntingar um aukinn hagvöxt og meiri verðbólgu ásamt aðhaldssamari peningastefnu skýra að öllum líkindum þessa vaxtahækkun, en kaup asískra seðlabanka á bandarískum skuldabréfum hef-



ur vegið á móti. Þrátt fyrir þetta bendir fátt til annars en að skammtímaþvættir haldist lágir enn um sinn, enda efnahagsbatinn hægfara.² Mikilvægt er að ekki verði snöggar breytingar á vöxtum erlendis í ljósi neikvæðrar skammtímaþvættu innlendra lánastofnana.

Annað sem kann að skipta innlend fjármálafyrirtæki nokkru eru sveiflur í gengi erlendra gjaldmiðla. Gengi Bandaríkjadals hefur lækkað verulega sl. ár. Þar sem gjaldmiðlum helstu landa í Asíu, t.d. japönsku jeni og kínversku júani, hefur verið haldið stöðugum gagnvart Bandaríkjadal hefur gengislækkun dalsins einkum komið fram gagnvart evru. Gengissveiflur af þessu tagi geta ávallt komið sér illa fyrir einhver fyrirtæki og fjármálafyrirtæki sem miðla erlendu lánsfé til þeirra, auk eigin lánsfjáröflunar, en líklegt er að hagnaður af lækkun dalsins vegi í flestum tilfellum þyngra en tap vegna töluvert minni styrkingar evru.

Góðar horfur um stöðugleika verðlags á næstunni en vaxandi óvissa um gengisþróun þegar framkvæmdir við álver og virkjanir ná hámarki

Stöðugleika fjármálakerfisins ætti ekki að vera mikil hætta búin vegna óstöðugs verðlags næstu tvö árin, ef tekið er mið af verðbólguþvættu sem kynnt er hér að framan. Að spátímabilinu loknu gæti þó meiri óvissa, vegna vaxandi þunga stórfamkvæmda. Óvissan lýtur þó ekki síður að horfum um gengisþróun. Hækkun á gengi krónunnar og síðar lækkun gæti grafið undan afkomu mismunandi geira hagkerfisins og valdið gjaldþrotum og útlánatapi. Þessa óvissa er ógerlegt að meta, en fjármálafyrirtæki verða að sýna varfærni og gera ráð fyrir mögulegum sveiflum í áætlunum sínum.

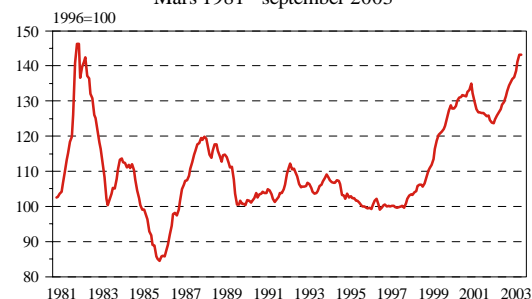
Fasteignaverð nær nýju hámarki

Í *Peningamálum* hefur oft verið bent á hættu sem fjármálafyrirtækjum stafar af skyndilegri lækkun fasteignaverðs. Raunverð íbúðarhúsnæðis er um þessar mundir eitt hið hæsta sem um getur og ekki útséð um að hrinu hækkana sem hófst um mitt sl. ár sé lokið. Raunverð atvinnuhúsnæðis er nokkru lægra en í síðasta hámarki, en virðist heldur hafa styrkst að undanfögnu (sjá umfjöllun um fasteignamarkaðinn á

Mynd 2

Raunverð íbúða í fjölþýli á höfuðborgarsvæðinu¹

Mars 1981 - september 2003



1. Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal. Raunverð með vísitölu neysluverðs. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

bls. 17-20. Eins og fram kemur hér að framan er fátt sem bendir til straumhvarfa á fasteignamarkaði í náinni framtíð, en frá sjónarhóli fjármálastöðugleika er nauðsynlegt að horfa lengra fram í tímann. Eftir því sem fasteignaverð ris herra yfir langtímaþvættu eykst hætta á miklu verðfalli síðar, sem gæti skaðað efnahagsreikning fjármálafyrirtækja verulega. Hátt fasteignaverð er ekki séríslenskt fyrirbæri, heldur áhyggjuefni stjórnvalda víða um heim, t.d. í Bretlandi, Hollandi, Ástralíu og Bandaríkjunum. Í sumum þessara landa hefur hækkunin verið enn meiri en erlendis. Fjármálafyrirtækjum stafar margvísleg hætta af þessari þróun: Í fyrsta lagi vegna þess að útlán þeirra eru í mörgum tilfellum tryggð með veði í fasteignum. Í öðru lagi vegna þess að mikil lækkun eignaverðs tengist oft áföllum á efnahag heimila og fyrirtækja sem í sjálfu sér valda auknum vanskilum. Í þriðja lagi vegna þess að fjármálafyrirtæki geta sjálf átt umtalsverðar eignir í formi fasteigna.

Á bls. 17-20 er fjallað um samspil þeirra afla sem standa að baki langtímaleitni fasteignaverðs annars vegar og þeirra þátta sem hafa áhrif á eftirspurn á hverjum tíma og varanleika þeirra hins vegar. Þar kemur fram að sterkar vísbendingar eru um að fasteignaverð sé verulega yfirþvætt, þótt færa megi fyrir því rök að hækkun lóðaverðs sé að einhverju leyti varanleg.

Veruleg verðlækkun er ósennileg í næstu framtíð ...

Þótt draga megi þá ályktun að húsnæðisverð sé orðið töluvert herra en líklegt er að standist til lengdar, bendir fátt til þess að hámarki sé náð eða umtalsvert verðfall sé framundan á næstu árum. Líkur á verðfalli

2. Mikill vöxtur landsframleiðslu varð þó á þriðja ársfjórðungi í Bandaríkjunum og var það mesti vöxtur í einum ársfjórðungi síðan 1984.

aukast hins vegar sem fyrr segir og afleiðingar þess verða alvarlegri því hærra sem boginn hefur verið spenntur, þ.e.a.s. því meira sem fasteignaverð vikur frá undirliggjandi langtímajafnvægi. Það slævir árvekni manna gagnvart þessari hættu að spennan magnast oft á löngu tímabili og hefur því ásýnd langtímaleitni. Stundum þarf umtalsverð áföll til að snúa þessari sýndarleitni við.

Slíkt virðist ekki í sjónmáli næstu árin, þótt ekki sé hægt að útiloka einhverja truflun í tengslum við átök á vinnumarkaði. Reyndar hefur hægt nokkuð á íbúafjölgun á höfuðborgarsvæðinu, en meðan kaupmáttur launa heldur áfram að vaxa, sem virðist líklegt, og ef ekki verða ófyrirséðar skyndilegar breytingar á ytri aðstæðum, virðast litlar líkur á það miklu verðfalli fasteigna að það hafi veruleg áhrif á efnahagsreikning fjármálafyrirtækja. Raunar virðist líklegra að a.m.k. íbúðaverð haldi áfram að hækka enn um sinn.

... en hættan eykst þegar líður á framkvæmdatímann
Þótt staðan virðist nokkuð traust a.m.k. næsta árið er ekki hægt að horfa framhjá aukinni hættu á slíkum áföllum í tengslum við þá framkvæmdahrinu sem nú er hafin og reyna mun verulega á þanmörk þjóðarbúskaparins. Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika er, sem fyrr segir, ekki meginatriði hvort verð íbúða og annarra fasteigna muni hækka eða e.t.v. lækka eitthvað á næstu misserum, heldur hvort hætta sé á stórfelldri og snöggri verðlækkun til lengri tíma lítið. Þegar líður á framkvæmdatíma virkjana og stóriðjuvera er líklegt að vextir hækki. Áhrif hækkunar skammtímavaxta á þá vexti sem mikilvægastir eru fyrir húsnæðismarkaðinn (verðtrygð húsnæðis- og lífeyrissjóðslán) koma þó fram með töluverðri töf. Hafi framboð húsnæðis, með auknum nýbyggingum, aukist mikið þegar að því kemur að hækkun stýrivaxta fer að bíta á húsnæðismarkaði gæti það leitt til verðfalls, ekki síst ef verðið yrði orðið enn hærra en það er nú og munurinn á markaðsverði og undirliggjandi þróun byggingarkostnaðar, þ.m.t. lands, hefði aukist. Eins og greint er frá hér að framan er ekki hægt að fullyrða að um eignaverðsbólu sé að ræða, þ.e.a.s. í ströngum skilningi þess orðs. Ekki eru traustar vísbendingar um viðskipti sem miða fyrst og fremst að því að hagnast á skammtímaverðbreytingum. Við slíkar aðstæður væri hættan enn meiri.

Upplýsingar um verðþróun, framboð og eftirspurn eftir atvinnuhúsnæði eru mun ótraustari. Þó er ljóst að verðið er hátt í sögulegu samhengi, þrátt fyrir að augljóslega sé verulegt magn atvinnuhúsnæðis á lausu á sama tíma og töluvert er um nýbyggingar. Staðan er að þessu leyti lítið breytt frá fyrri úttektum á fjármálastöðugleika og um verð á atvinnuhúsnæði gilda sömu rök og íbúðaverð.

Verð hlutabréfa kann að hafa hækkað umfram efnahagslegar forsendur en v/h-hlutföll³ eru þó enn innan hóflegra marka

Verð hlutabréfa hefur hækkað mjög sl. tvö ár og mun meira en verð erlendrar hlutabréfa, sem ekki fór verulega á skrið fyrir en eftir að stríðsátökum í Írak lauk. Ástæða er til að setja spurningamerki við hvort hækkun hlutabréfaverðs byggist á traustum hagnaðarhorfum og vaxtarmöguleikum íslenskra fyrirtækja eða tengist e.t.v. þeirri uppstokkun á eignarhaldi og í sumum tilvikum togstreitu um völd sem átt hefur sér stað undanfarna mánuði. Ef síðari skýringin á við rök að styðjast má gera ráð fyrir að það verð sem myndast hefur – og fjármálafyrirtækin hafa sjálf tekið þátt í að mynda – standi ekki traustum fótum. Tiltölulega fá fyrirtæki standa á bak við verðhækkun hlutabréfa. Þessum fyrirtækjum hefur gengið mjög vel að undanförmu og er almennt spáð mikilli veltengni. Annað sem kann að hafa haft áhrif á verðið að undanförmu er að skráðum fyrirtækjum hefur fækkað og þar með kaupþækifærum á sama tíma og mikið fé hefur verið á lausu til fjárfestingar.

Þótt hugsanlegt sé að mikil hækkun hlutabréfa að undanförmu sé að nokkru leyti byggð á öðru en efnahagslegum forsendum getur verð þeirra tæpast talist mjög hátt á þá mælikvarða sem algengast er að miða við. V/h-hlutfall skráðra fyrirtækja hefur reyndar hækkað, úr 12,6 árið 2001 í 15,6 það sem af er ári, en er mun lægra en árin 1999 og 2000, ekki fjarri því sem verið hefur áratuga meðalstaða v/h-hlutfalla á bandaríska hlutabréfamarkaðnum og mun lægra en v/h-hlutföll bandaríska markaðarins um þessar mundir.⁴ Í ljósi þess má draga þá ályktun að þótt

3. Hlutfallið á milli markaðsvirðis félags og hagnaðar eftir skatta, v/h hlutfallið er algengasti mælikvarðinn á verð hlutabréfa.

4. Að visu verður að gera þann fyrirvara að ekki er endilega réttmætt að bera saman v/h-hlutföll á bandaríska markaðnum og þeim íslenska, því að greiðsluhæfi bandarískra hlutabréfa er meira á mun dýpri markaði í Bandaríkjunum.

hlutabréfaverð kunnir að hafa farið eitthvað upp fyrir það sem efnahagslegar forsendur gáfu tilefni til virðast líkur á stórfelldu verðfalli ekki vera meiri en gera má ráð fyrir að jafnan séu til staðar.

Ekki von á snörpum vaxtabreytingum næsta árið

Miklar vaxtabreytingar á skömmum tíma geta leitt til aukinna vanskila lánþega og raskað samkeppnisstöðu lánastofnana. Þótt greinilega uppsveiflu megi merkja í innlendri eftirspurn er vart að vænta stórfelldrar hækkunar vaxta næsta árið. Jafnvel þótt stýrivextir fari að hækka næstu 12 mánuði, er líklegt að áhrif á langtímavexti til heimila og fyrirtækja verði fremur lítil fyrsta kastið. Fjármagnsinnstreymi vegna fyrirhugaðra virkjunarframkvæmda gæti einnig haldið vöxtum tiltölulega lágum í byrjun uppsveiflu. Þegar dregur að lokum stóriðjuframkvæmda sem framundan eru eykst hins vegar hættan á að beita þurfi verulegu aðhaldi.

Áhættuþáttur viðskiptakjarabróunar í minna lagi

Sveiflur í viðskiptakjörum geta grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins. Verðfall á afurðum eða verðhækkun aðfanga getur veikt greiðslugetu útflutningsfyrirtækja. Rýrnun viðskiptakjara getur einnig valdið gengislækkun, verðbólgu, atvinnuleysi og hækkun gengisbundinna skulda og með þeim hætti veikt greiðslugetu bæði heimila og fyrirtækja. Viðskiptakjör hafa rýrnað töluvert undanfarið ár. Það felur þó ekki endilega í sér aukna áhættu, enda breytingin hófleg og fyrirjáanlegt innstreymi fjármagns vinnur gegn áhrifum veikari viðskiptakjara á gengi krónunnar. Þvert á móti má segja að áhættan væri meiri ef viðskiptakjör hefðu batnað mikið á síðustu misserum og væru orðin hagstæðari en raunhæft er að fá staðist til lengdar. Slíkar aðstæður geta ýtt undir ofpenslu sem gerir þjóðarbúskapinn viðkvæman fyrir óhjákvæmilegri rýrnun viðskiptakjara síðar.

Viðskiptahalli eykst hratt en er tæpast enn orðinn sérstakt áhyggjuefni

Ósjálfbær viðskiptahalli er meðal skýrustu vísbendinga um aðstæður sem hugsanlega gætu ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Gjaldeyriskreppur og fjármálakreppur eru oft nátengd fyrirbæri og geta orsakatengslin verið til beggja átta. Árið 2001, í kjölfar þriggja ára tímabils óhóflegs viðskiptahalla, var Ísland á mörkum gjaldeyriskreppu, en fjármálakerfið

slapp óskaddað frá þeim sviptingum. Má skýra það að nokkru leyti með því að bein gjaldeyrisahætta innan fjármálakerfisins var tiltölulega lítil og að gengisfallið og samdrátturinn sem því fylgdi voru tiltölulega skammlíf, meðal annars vegna tiltölulega hagstæðra ytri skilyrða á meðan aðlögun að loknu ofpensluskeiði stóð yfir.

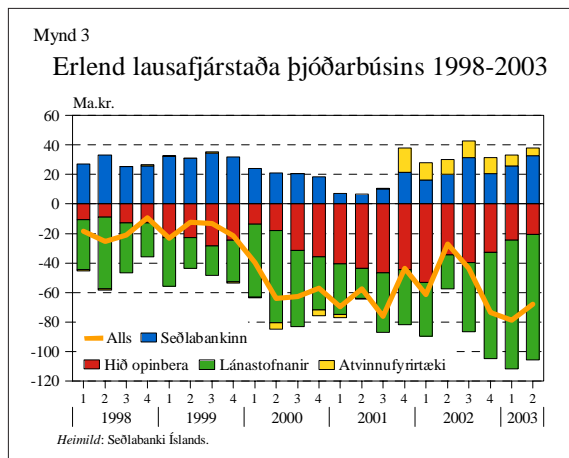
Viðskiptahalli hefur aukist hratt á þessu ári, eftir ágætt jafnvægi í fyrra. Á öðrum fjórðungi var hallinn hinn mesti frá 1. ársfjórðungi 2001 og raunar einn mesti viðskiptahalli í einum ársfjórðungi frá upphafi. Að nokkru leyti stafar aukinn viðskiptahalli af miklum innflutningi fjárfestingarvöru vegna virkjunarframkvæmda. Að því marki er hann ekki áhyggjuefni. Að nokkru leyti má rekja hann til aðstæðna í sjávarútvegi sem binda má vonir við að séu tímabundnar. Annar vöruútflutningur hefur einnig veikt. Loks hefur innflutningur vegna einkaneyslu aukist hröðum skrefum. Þótt aukinn viðskiptahalli eigi sér að nokkru leyti góðkynja rætur er vert að gefa því gaum hve hratt hann hefur aukist strax í upphafi nýrrar uppsveiflu.

Aukinn viðskiptahalli boðar ekki endilega hættu á áföllum í nálægri framtíð og hallinn á væntanlega eftir að aukast verulega áður en hann tekur að hjaðna. Ef hallamyndunin samsvarar að mestu auknum innflutningi fjárfestingarvöru í tengslum við byggingu orku- og stóriðjuvera ætti hjóðnun hans síðar að geta gengið áfallalaust fyrir sig. Ef hallinn verður umtalsvert meiri, eins og á árunum 1998-2000, gæti aðlögunin orðið harkaleg – og er því ekki að treysta að ytri aðstæður verði aftur jafn hagstæðar og árin 2001-2002.

Skammtímaskuldir þjóðarbúsins

Frá síðustu greiningu í maí hefur erlend lausafjárstaða⁵ heldur batnað á heildina lítið. Staðan versnaði frá áramótum fram á fyrsta ársfjórðung en batnaði á öðrum ársfjórðungi. Í lok annars ársfjórðungs var hún neikvæð um 68 ma.kr. eða ríflega 8% af landsframleiðslu. Neikvæða lausafjárstöðu er fyrst og fremst að rekja til innlánsstofnana. Greint var frá skammtímafjármögnun þeirra í *Peningamáli* 2003/2. Greining

5. Erend lausafjárstaða er peningalegar eignir að frádrögnum skammtímaskuldum (upphaflegur lánstími styttri en eitt ár). Nauðsynlegar forsendur eru því að peningalegar eignir séu til styttri tíma en eins árs eða markaðsverðbréf sem auðvelt er að selja á markaði.



sem þar var sett fram er enn í fullu gildi og ekki miklu við hana að bæta. Talsverð endurfjármögnun-aráhætta felst í svo neikvæðri lausafjárstöðu. Mikilvægt er að lánastofnanir séu meðvitaðar um hana. Erlend staða Seðlabankans hefur batnað til muna í ár eins og nánar er vikið að í öðrum köflum.

Heimilin

Í greininni um þróun og horfur í efnahagsmálum hér að framan hefur meðal annars verið fjallað nokkuð ítarlega um tekjuþróun, atvinnu, eignir og skuldir. Niðurstaða þeirrar greiningar virðist vera að staða heimilanna sé tiltölulega traust, a.m.k. til fárra ára litið. Samspil hárrar og vaxandi skuldastöðu og íbúðaverðs sem á sér vart fordæmi síðan á verðbólgu-árunum í byrjun níunda áratugarins – þegar hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum var aðeins brot af því sem nú er – er þó enn sem fyrr áhyggjuefni. Ólíklegt er hins vegar að greiðslubyrði af háum skuldum verði alvarlegt vandamál stórs hluta heimilanna, nema staða þeirra veikist að öðru leyti, t.d. ef kaupmáttur ráðstöfunartekna dregst saman, atvinnuleysi eykst verulega eða vextir hækka stórlega.

Svo lengi sem atvinna helst stöðug og verðbólga er lítil og stöðug ætti tekjuöryggi heimilanna að vera tryggt. Þetta eru í meginatriðum niðurstöður þjóðhags- og verðbólguþáttar, sem kynnt er hér á undan. Lausir kjarasamningar fela þó ávallt í sér hættu á truflun á tekjustreymi. Sem fyrr virðist hættan vera meiri ef horft er lengra fram á veginn fremur en til næstu ára. Ástæða er til að hugleiða nokkra áhættuþætti nánar:

Hátt hlutfall launa í vergum þáttatekjum gæti falið í sér undirliggjandi veikleika til lengri tíma litið, þ.e.a.s. hættu á rýrnun raunlauna. Hlutdeild vergs hagnaðar er óvenju lítil, sem gæti gefið til kynna undirliggjandi veikleika meðal fyrirtækja og þar með hættu á gjaldþrotum, sem aftur leiðir til atvinnuleysis. Ekki er þó fyllilega ljóst hvort herra hlutfall launa sé að einhverju leyti varanlegt, sbr. umfjöllun á bls. 12-14.

Skuldir heimilanna hafa haldið áfram að aukast, eins og fyrr var getið. Það hafa eignir þeirra reyndar einnig gert og því gæti verið freistandi að draga þá ályktun að heimilunum stafi ekki mikil hættu af háum skuldum. Þessi rök eiga þó síður við ef verð húsnaðis, sem jafnan er mikilvægasta eign hvers einstaklings fyrir utan lífeyrissjóðseign, er orðið óeðlilega hátt og líklegt til að falla þegar áföll ganga yfir. Miklar skuldir heimilanna gera þau næmari en ella fyrir vaxtabreytingum og verðbólgu. Eins og fjallað var um í *Peningamáli* 2003/2 er viðkvæmni íslenskra heimila fyrir verðbólgu sérstaklega mikil, vegna þess að ólíkt því sem á við flest önnur lönd í svipaðri stöðu er meginhluti skulda íslenskra heimila verðtryggður.

Mesta ógn sem steðjað gæti að íslenskum heimilum um þessar mundir er líklega að verðbólga ykist óvænt verulega umfram markmið. Slíkt myndi sennilega krefjast meiri hækkunar raunvaxta en ella. Töf og óvissa sem ævinlega ríkir um framkvæmd peningastefnu gæti leitt til þess að ógerlegt yrði að sneiða

Rammi 3 Breytingar á húsnæðislánum og áhrif á fjármálastöðugleika

Eftirfarandi samantekt er lauslegt mat á áhrifum sem ætla má að fyrirhugaðar breytingar á húsnæðislánakerfinu gætu haft á stöðugleika og skilvirkni fjármála-kerfisins.¹ Samantektin er hluti álitsgerðar sem skilað

var 23. október sl., til verkefnisstjóra félagsmálaráðherra að beiðni hans, en þá lágu ekki fyrir útfærðar hugmyndir. Álitsgerðin í heild var birt á heimasíðu bankans. Byggt er á þeirri forsendu að almenn hús-

næðislán hækki í 90%, að álag verði reiknað á vexti vegna herra veðsetningarhlutfalls og að hámarkslán verði hækkuð.

Áhrif á fjármálakerfið, stöðugleika þess og skilvirkni Rýmri aðgangur að lánsfé frá Íbúðalánasjóði mun líklega auka heildarskuldsetningu heimilanna.² Greiðsluþyrði þeirra myndi þá hækka. Komi upp óvæntir fjárhagslegir örðugleikar í rekstri heimilanna myndi herra veðsetningarhlutfall draga úr möguleikum þeirra á lánveitingu í bankakerfinu. Væntanleg tímasetning breytinganna myndi þýða að ákvarðanir um lántöku yrðu teknar miðað við fjárhagslegar forsendur heimilanna á þensluskeiði. Þessir þættir gætu aukið hættu á vanskilum heimilanna sem síðan gæti aukið útlánatöþ hjá fjármálfyrirtækjum, einkum í niðursveiflu efnahagslífsins.

Búast má við að breytingarnar leiði til hækkunar fasteignaverðs um eitthvert árabíl, en til lengdar muni það þó taka mið af byggingarkostnaði. Slíkri tímabundinni hækkun gætu fylgt hættur fyrir stöðugleika fjármálakerfisins þegar fasteignaverð lækkar á ný, því að þá myndu líkur á vanskilum og útlánatöþum aukast. Hærra veðhlutfall gæti þá haft í för með sér aukna hættu á að veðkröfur fengjust ekki greiddar, hvorki kröfur Íbúðalánasjóðs né kröfur lánastofnana. Þetta gæti síðan leitt til aukinna útlánatöþa í fjármálakerfinu.

Kerfislægt mikilvægi Íbúðalánasjóðs í fjármálakerfinu myndi aukast. Hætta á vanskilum og útlánatöþi hjá sjóðnum myndi aukast þótt fasteignaverð héldist áfram hátt. Þessi hætta myndi magnast við verulega niðursveiflu fasteignaverðs og/eða efnahagssamdrátt. Þess ber að geta að sjóðurinn er starfræktur samkvæmt sérlægum og telst ekki til fjármálfyrirtækja.³ Honum er því ekki skylt samkvæmt lögum að uppfylla skilyrði fyrir starfsemi fjármálfyrirtækja, t.d. kröfu um 8% eiginfjárhlfutfall að lágmarki. Lög nr. 44/1998 um húsnæðismál kveða svo á að Fjármálaeftirlitið skuli hafa eftirlit með að húsbrefadeild starfi í samræmi við þau

lög.⁴ Eftirlitið er hins vegar allt annars eðlis og takmarkaðra en eftirlit með fjármálfyrirtækjum.⁵

Útlánaaukning Íbúðalánasjóðs gæti dregið úr útlánaeftirspurn í bankakerfinu og í lífeyrissjóðakerfinu. Við fyrstu sýn virðist sem þetta hefði jákvæð áhrif á fjármálastöðugleika. Þess ber hins vegar að geta að almennt er litið svo á að í fjármálaþjónustustarfsemi sé húsnæðislánamarkaðurinn öruggari en aðrir lánamarkaðir, t.d. neyslu-, rekstrar- og fjárfestingarlánamarkaðir. Húsnæðislán hafa að vissu marki verið talin mynda kjölfestu í rekstri banka þar sem þau fela í sér minni útlánaáhættu en ýmsir aðrir lánaflokkar.⁶ Hlutdeild Íbúðalánasjóðs á húsnæðislánamarkaðnum hefur torvelað íslenskum bönkum að bjóða húsnæðislán og þar með nýta sér þau í þessu skyni. Með breytingunum yrði enn frekar þrengt að íslenska bankakerfinu að þessu leyti sem gæti aukið vaxtamun.

Breytingarnar myndu auka verulega hlutdeild og áhrif ríkisins á lánamarkaði hételendis. Almennt er talið að slík þróun sé óæskileg að því gefnu að á viðkomandi markaði starfi örugg fjármálfyrirtæki sem veitt geti trausta og hagkvæma fjármálaþjónustu. Í samræmi við þetta hefur ríkisstjórnin fylgt þeirri stefnu að draga úr beinni þátttöku ríkissjóðs í fjármálastarfsemi. Telja verður að samkeppni á lánamarkaði og í fjármálaþjónustu sé afar þýðingarmikil fyrir þróun skilvirkra fjármálamarkaða og skilvirkis fjármálakerfis. Núverandi hlutdeild ríkisins á húsnæðislánamarkaðnum er með því mesta sem þekkist. Með því að auka þessa hlutdeild er hætt við að dregið verði úr samkeppnishæfni fjármálfyrirtækja á lánamarkaðnum

1. Um áhrif breytinganna á verðlagsstöðugleika og peningastefnu, sjá einnig ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands *Peningamál* 2003/3, bls. 24.

2. Það er einkum hækkun hámarkslánsfjárhæðar fremur en hækkun lánshlutfalls sem hefði þessi áhrif.

3. Sjá 2. mgr. 4. gr. laga nr. 161/2002.

4. 1. mgr. 27. gr. laganna hljóðar svo: *Fjármálaeftirlitið skal hafa eftirlit með því að starfsemi húsbrefadeildar sé í samræmi við ákvæði laga þessara og reglugerða settra samkvæmt þeim. Um eftirlitið fer eftir ákvæðum laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Haft skal eftirlit með útgáfu húsbrefa og fjárhag húsbrefadeildar. Skal Íbúðalánasjóður veita Fjármálaeftirlitinu allar þær upplýsingar sem það telur nauðsynlegar. Í þeim mæli sem Fjármálaeftirlitið telur nauðsynlegt til að meta fjárhagsstöðu húsbrefadeildar hefur það rétt til að afla upplýsinga og láta fara fram vettvangsrannsóknir hjá öðrum deildum Íbúðalánasjóðs.*

5. Í nýlegri skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er hvatt til þess að Íbúðalánasjóði verði gert að uppfylla tilteknar varúðarreglur. Sjá IMF: Iceland – Staff Report for the 2003 Article IV Consultation, 30. júlí 2003, bls. 21 (22. mgr.).

6. Í sömu skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins bls. 25 (29. mgr.) er hvatt til þess að starfsemi Íbúðalánasjóðs verði takmörkuð við félagsleg markmið og að meginhluti veðlánastarfsemi verði opnaður fyrir bankakerfinu. Hér má einnig minna á það sem fram kom í máli sendinefndarinnar um mikilvægi húsnæðislána fyrir bankakerfið.

með óæskilegum afleiðingum fyrir skilvirkni fjármála-kerfisins.

Starfsemi íslenskra banka á lánamarkaði er gert að lúta sambærilegum reglum og gilda í öðrum ríkjum á Evrópska efnahagssvæðinu, m.a. að því er varðar var-úðarreglur, eftirlit og samkeppni. Vert er að huga að áhrifum breytinganna á stöðu íslenskra banka að þessu leyti. Hugsanlega gætu áhrif ríkisins á þessu sviði dregið úr samkeppnishæfni íslenskra banka innan Evrópska efnahagssvæðisins. Hér má hafa í huga 59. gr. EES-samningsins.⁷

Þess má vænta að breytingarnar leiði til aukinna kaupa erlendra aðila á íslenskum skuldabréfum.⁸ Þótt slík þróun geti haft jákvæð tímabundin áhrif á vaxta- stig og gengi við tilteknar efnahagslegar forsendur hefur hún jafnframt í för með sér áhættu, einkum í formi vaxta- og gengisáhættu, fyrir íslenska fjármála-kerfið. Við breyttar aðstæður, hér á landi eða á erlend-um mörkuðum, gætu erlendir fjárfestar ákveðið fyrir- varalaust að losa á markað mikið magn skuldabréfa á stuttum tíma eins og gerst hefur á erlendum mörku-ðum.⁹ Þetta gæti haft alvarlegar afleiðingar fyrir inn-landan gjaldeyris-, skuldabréfa- og peningamarkað og þar með fjármálalegan og efnahagslegan stöðugleika.

Breytingarnar, samhliða auknum kaupum erlendra aðila á íslenskum skuldabréfum, væru líklegar til að auka heildarskuldbindingar þjóðarbúsins gagnvart útlöndum. Til skemmri tíma gæti skuldaaukningin verkað hamlandi á hækkun láns hæfiseinkunnar Íslands en matsfyrirtækin hafa lýst því yfir að há skuldastaða þjóðarbúsins, einkum erlend skammtímaskuldastaða, sé neikvæður þáttur við láns hæfismat. Þegar til lengri tíma er lítið er ekki útilokað að breytingarnar gætu átt þátt í að lækka einkunnina ef matsfyrirtækin teldu þær

leiða til ofpenslu og hækkunar skuldahlutfalls þjóðar- búsins auk þess að skapa hættu á óstöðugleika ef vænt-ingar breyttust skyndilega.¹⁰ Slíkt gæti haft óheppileg áhrif á fjármagnsmarkaðinn og fjármögnunarmögu- leika og lánskjör ríkissjóðs, lánastofnana og annarra íslenskra fyrirtækja. Þess má jafnframt geta að verði farin sú leið að miða útreikning á eiginfjárkröfum fjár- málafyrirtækja skv. væntanlegum Basel-II-reglum við láns hæfiseinkunn ríkja gæti slök einkunn Íslands með beinum hætti dregið úr samkeppnishæfni þeirra.

Niðurstöður

Erfitt er að meta áhrif áformaðra breytinga á húsnæðis- lánnum Íbúðalánasjóðs á meðan þær hafa ekki verið útfærðar nánar. Þó er næsta víst að þær muni örva eft-irspurn í efnahagslífinu. Skammtímaáhrifin verða lík-ast til meiri en langtímaáhrifin. Verulegu máli skiptir við hvaða efnahagsleg skilyrði skammtímaáhrifanna mun gæta. Gerist það á sama tíma og stóriðjufram- kvæmdir, sem mjög munu reyna á þanþol hagkerfisins, verða í hámarki geta afleiðingarnar orðið alvarlegur efnahagslegur óstöðugleiki með ófyrirsjáanlegum af- leiðingum. Því væri æskilegt að aðlögunarferlið yrði langt og áfangaskipt og fæli í sér mjög hóflegar breyt-ingar fyrir 2007 auk mikillar varfærni við hækkun há- markslána.

Breytingarnar á húsnæðislánunum gætu haft um- talsverð áhrif á íslenska fjármálakerfið. Miklu varðar hvernig staðið verður að breytingunum og hver þróun efnahagslífsins verður á næstu árum. Fyrirfram má telja að breytingarnar feli í sér aukna hættu á vanskil- um heimila, útlánatapi í fjármálakerfinu og fjármála- legum óstöðugleika. Þær eru jafnframt líklegar til þess að hafa hamlandi áhrif á samkeppnishæfni á fjármála- markaðnum og skilvirkni fjármálakerfisins þegar til lengri tíma er lítið. Því verður að telja að breytingarn- ar séu til þess fallnar að hafa óæskileg áhrif á fjármála- kerfið hér á landi, stöðugleika þess og skilvirkni.

7. Ákvæðið hljóðar svo:

1. *Eigi í hlut opinber fyrirtæki, og fyrirtæki sem aðildarríki EB eða EFTA-riki veita sérstök réttindi eða einkarétt, skulu samningsaðilar tryggja að hvorki séu gerðar né viðhaldið nokkrum þeim ráðstöfunum sem fara í bága við reglur samnings þessa, einkum reglur sem kveðið er á um í 4. gr. og 53.-63. gr. 2. Reglur samnings þessa, einkum reglurnar um samkeppni, gilda um fyrirtæki sem falið er að veita þjónustu er hefur almenna efnahagslega þýðingu eða eru í eðli sínu fjáröflunareinkasölur, að því marki sem beiting þeirra kemur ekki í veg fyrir að þau geti að lögum eða í raun leyst af hendi þau sérstöku verkefni sem þeim eru falin ...*

8. Gert er ráð fyrir slíkri aukningu í minnisblaði Halls Magnússonar, verkefnisstjóra, um endurskipulagningu húsnæðismarkaðar, dags. 25. ágúst 2003.

9. Sjá einnig *Peningamál* 2003/3, bls. 2 og 24.

10. Í þessu sambandi má benda á að í fyrrgreindri skýrslu Al-þjóðagjaldeyrissjóðsins er eindregið mælt gegn hækkun láns hlutfalls húsnæðislána þar sem hækkunin myndi við núverandi ástæður ýta undir þenslu sem og hækkun vaxta og gengis. Sjá, IMF: Iceland – Staff Report for the 2003 Article IV Consultation, 30. júlí 2003, bls. 12 (11. mgr.), 18 (14. mgr.) og 27 (37. mgr.).

hjá harkalegri aðlögun. Heimilin gætu þá staðið frammi fyrir því að á sama tíma og verðbólga græfi undan kaupmætti yki hún ásamt háum vöxtum greiðslubyrði heimilanna eins og áður hefur gerst. Minnkandi atvinna, sem líklegt er að fylgdi í kjölfarið, gæti valdið enn frekari samdrætti ráðstöfunartekna. Til samans myndi slík atburðarás að líkindum leiða til samdráttar húsnæðiseftirspurnar og verðfalls á íbúðarhúsnæði. Þar sem raunverð íbúðarhúsnæðis er mjög hátt í sögulegu samhengi má auðveldlega hugsa sér að markaðsverð íbúðarhúsnæðis geti við slíkar aðstæður fallið niður fyrir verðmæti áhvílandi lána.

Ekkert slíkt er í sjónmáli nú. Fátt bendir til að skuldasöfnunin hafi náð hámarki og e.t.v. ólíklegt að þróunin snúist við nema heimilin verði fyrir umtalsverðum áföllum eða fasteignaverð lækki. Undanfarið ár hafa heimilin einkum aukið húsnæðisskuldur, sem eru eingöngu verðtryggðar. Þau eiga því vaxandi hagsmuna að gæta varðandi stöðugleika verðlags.

Heldur hefur dregið úr vanskilum og árangurslausum fjárnámum og gjaldþrotáurkskurðum fjölgar hægar en áður

Heldur hefur dregið úr vanskilum heimila, þrjátíu daga og eldri, frá því í september í fyrra, eða úr 7% af útlánum til heimila í 6,4% í lok júní.⁶ Árangurslaus fjárnám hjá einstaklingum verða hins vegar líklega ívið fleiri á þessu ári en í fyrra, þótt dregið hafi úr vexti á milli ára. Svipaða sögu er að segja um fjölda gjaldþrotáurkskurða einstaklinga. Þeim fjölgaði töluvert á fyrri hluta ársins, en heldur virðist hafa dregið úr aukningunni eftir það, þótt ekki séu öll kurl komin til grafar. Á síðari árum hafa margir gjaldþrotáurkskurðir verið kveðnir upp á síðasta fjórðungi ársins.⁷

Fyrirtækin

Framlegð skráðra fyrirtækja yfirleitt góð

Framlegð skráðra fyrirtækja hefur verið nokkuð góð

6. Um áramót var hlutfallið þó enn lægra, eða 6,1%. Það kann hins vegar að stafa af því að þá fara innlánsstofnanir yfirleitt vel yfir útlán og afskriftir þeirra og því lækka vanskilatölur oft um áramót vegna afskrifta. Byggt á upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu um vanskil í innlánsstofnunum.
7. Upplýsingar um gjaldþrotáurkskurði og árangurslaus fjárnám eru fengnar frá Lánstrausti hf.

það sem af er ári og í afkomuspám er reiknað með svipaðri stöðu á árinu öllu (sjá bls. 11-12). Framlegð sjávarútvegsfyrirtækja versnaði þó nokkuð, enda ytri skilyrði að mörgu leyti fremur óhagstæð. Lágur hlutfall vergs hagnaðar í vergum þáttatekjum bendir hins vegar til þess að hagnaður margra fyrirtækja sé lítill, þótt hafa verði ýmsa fyrirvara á þeirri staðhæfingu. Þau gætu því verið viðkvæm fyrir áföllum, en um það skortir traustar heimildir.

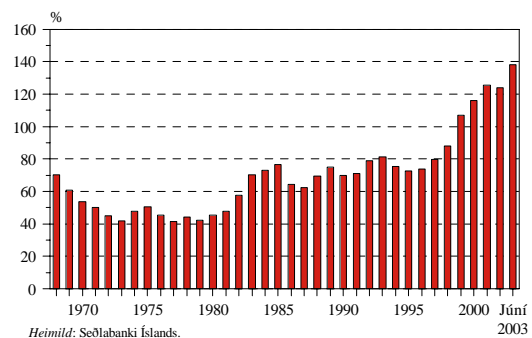
Skuldir þeirra eru farnar að aukast á ný sem eykur næmi fyrir gengisbreytingum

Eins og fram kom í rammagrein um skuldir Íslandinga á bls. 40-43, eru íslensk fyrirtæki afar skuldsett. Sennilegt verður að telja að mun stærra hlutfall erlendra skulda fyrirtækja beri gjaldeyrisáhættu en hjá öðrum þjóðum. Þau eru því sennilega óvenjuviðkvæm gagnvart gengissveiflum nema tekjur þeirra séu að mestu í erlendum gjaldeyri einnig.

Hlé varð á vexti skulda fyrirtækja á sl. ári, þegar samdráttur í fjárfestingu dró úr lánsfjárefitirspurn og gengishækkun krónunnar olli lækkun á stofni gengisbundinna skulda. Það sem af er þessu ári hafa skuldarnar hins vegar aukist verulega á ný. Útlán lánakerfis til fyrirtækja jukust um 125 ma.kr. fyrstu sex mánuði ársins í ár. U.þ.b. 2/5 hlutar vaxtarins voru gengisbundin lán, eða svipað hlutfall og í heildarskuldum fyrirtækja. Sókn í erlent lánsfé virðist hafa aukist enn frekar á þriðja fjórðungi ársins.⁸

Mynd 4

Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af VLF 1968-2003

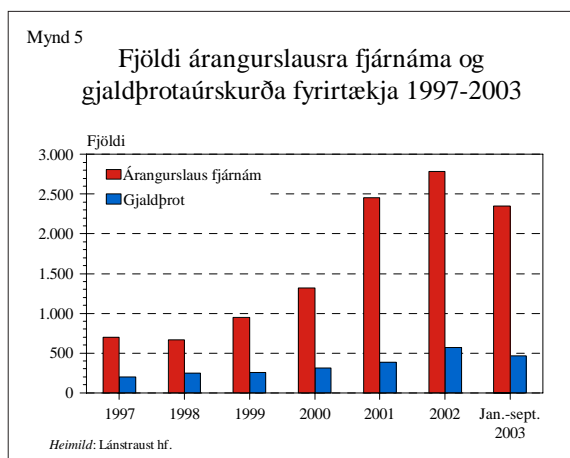


8. Lán til orkumála, nær allt gengisbundin lán, skýra innan við 1/10 hluta vaxtarins þótt líklegt sé að mun stærra hluti hans tengist fyrirhuguðum virkjunarframkvæmdum með óbeinum hætti.

Næmi fyrirtækjanna fyrir erlendum gengissveiflum fer frekar vaxandi. Líkur á að reyni á næmið næstu árin virðast hins vegar ekki sérlega miklar, því að sennilegast er að gengi krónunnar verði í hærra lagi meðan virkjana- og álversframkvæmdir standa yfir. Reyndar virðist fremur ástæða til að hafa áhyggjur af óhóflega háu gengi, sem gæti grafið undan samkeppnisstöðu útflutningsfyrirtækja.

Dregið hefur úr vanskilum fyrirtækja og árangurslausum fjárnámum og gjaldþrotáurskurðum fjölgar hægar en áður

Vandamál í rekstri fyrirtækja koma að jafnaði fljótlegra fram í auknum vanskilum, því næst í fjölgun árangurslausra fjárnáma og loks gjaldþrotum. Nokkuð stöðugt hefur dregið úr vanskilum fyrirtækja frá því í september fyrir ári, þegar þau náðu hámarki. Þá námu vanskil við innlánsstofnanir, þrjátíu daga og eldri, 3,1% af útlánnum til fyrirtækja, en í lok júní sl. hafði hlutfallið lækkað í 2,4%.⁹ Vanskil við innlánsstofnanir eru auðvitað aðeins hluti af vanskilum fyrirtækja. Við þau bætast vanskil við ríkissjóð (t.d. vörsluskattar) og vanskil fyrirtækja hvert við annað sem stundum geta haft keðjuverkandi áhrif.



Eins og fjallað hefur verið um í fyrri greinum um stöðugleika fjármálakerfisins jukust árangurslaus fjárnám hjá fyrirtækjum stórlega á árinu 2001, en nokkuð hægði á aukningunni árið 2002. Enn virðist stefna í að árangurslausum fjárnámum fjölgi á þessu ári, en hlutfallsleg fjölgun fyrstu þrjá fjórðunga ársins

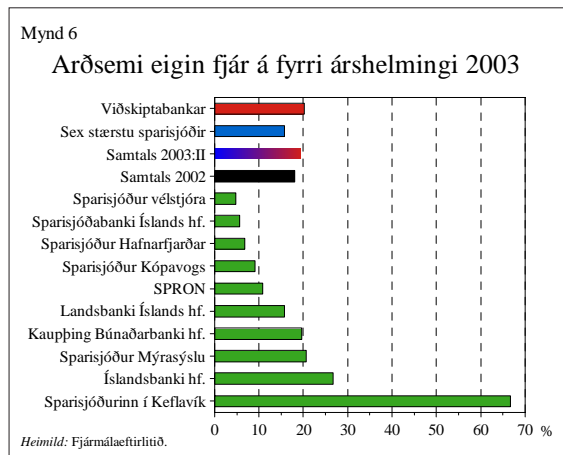
9. Byggt á upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu um vanskil í innlánsstofnunum.

frá fyrra ári var heldur minni en í fyrra. Í ljósi þess að árangurslausum fjárnámum fjölgar nú hægar en áður og hlutfall vanskila af útlánnum til fyrirtækja fer lækkanandi má binda vonir við að hámark árangurslausra fjárnáma sé ekki langt undan. Gjaldþrotáurskurðir jukust mikið í fyrra og hafa ekki áður verið fleiri. Horfur eru á að þeir verði ekki færri í ár. Gjaldþrotáurskurðir voru margir á fyrri hluta ársins.¹⁰

Fjármálafyrirtækin

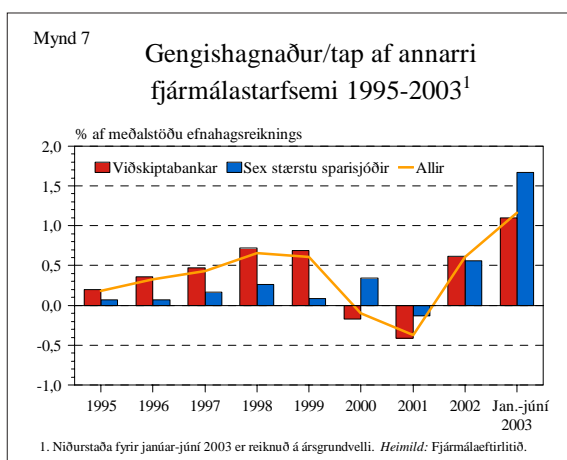
Arðsemi fjármálafyrirtækja var með besta móti ...

Arðsemi¹¹ viðskiptabankanna¹² skv. sex mánaða uppgjöri þessa árs var afar góð á heildina litið. Að meðaltali var arðsemi sex stærstu sparisjóðanna¹³ einnig mjög góð en mikið frávik var á milli þeirra.¹⁴ Ekki liggja fyrir níu mánaða uppgjör allra viðskiptabankanna þegar þetta er ritað en þó er ljóst að afkoma ársins í heild hjá viðskiptabönkunum verður mjög góð og jafnvel betri en árið 2002.¹⁵



- Upplýsingar um gjaldþrotáurskurði og árangurslaus fjárnám eru fengnar frá Lánstrausti hf.
- Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af meðaltali eigin fjár við upphaf og lok tímabils að frádrögnum hagnaði tímabilsins. Reiknað á ársgrundvelli.
- Íslandsbanki hf., Kaupþing Búnaðarbanki hf., Landsbanki Íslands hf. og Sparisjóðabanki Íslands hf.
- Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis, Sparisjóður Hafnarfjarðar, Sparisjóður vélstjóra, Sparisjóðurinn í Keflavík, Sparisjóður Kópavogs og Sparisjóður Mýrasýslu.
- Þrír voru með undir 10% arðsemi og einn var með um 67% arðsemi skv. þeim útreikningum sem lýst er hér að ofan.
- Arðsemi eigin fjár eftir skatta í níu mánaða uppgjöri Landsbanka Íslands hf. var 21,3% og 31,3% hjá Íslandsbanka hf.

... sem rekja mátti nær eingöngu til gengishagnaðar... Gengishagnaður af annarri fjármálastarfsemi¹⁶ var með mesta móti á fyrri helmingi þessa árs, eða um 7,5 ma.kr.¹⁷ Þetta stafar fyrst og fremst af jákvæðri gengisþróun innlendra verðbréfa í veltubók. Góða heildarafkomu bankanna má því nær eingöngu rekja til góðrar afkomu í þessum lið sem og til aukningar í nettó þóknunartekjum.¹⁸ Líklegt er að þessi hagnaður muni síst minnka á seinni helmingi ársins miðað við þróun á innlendum verðbréfamarkaði. Í viðauka 2 er fjallað um stöðu viðskiptabankanna í verðbréfum og þróun hennar á síðustu árum.



Vaxtamunur¹⁹ viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna á fyrri helmingi ársins var svipaður og á síðasta ári. Eins og fjallað var um í *Peningamállum* 2003/2 hefur vaxtamunur, skilgreindur á þennan hátt, dregist saman á síðustu árum. Ekki er þó hægt að draga mjög miklar ályktanir um það hversu mikið bankar og sparisjóðir hagnast á inn- og útlánastarf-

16. Gengishagnaði af annarri fjármálastarfsemi er skipt í fernt: 1) Gengishagnaður/tap af veltuskuldabréfum, 2) Gengishagnaður/tap af veltuhlutabréfum, 3) Gengishagnaður/tap af gjaldyrisviðskiptum og 4) Gengishagnaður/tap af öðrum fjármálaskjólum. Sjá nánari lýsingu í 40. gr. reglna um ársreikninga lánastofnana nr. 692/2001 með síðari breytingum.
17. Eftir er að taka tillit til fjármögnunarkostnaðar vegna stöðunnar.
18. Þóknunartekjur að frádregnum þóknunargjöldum. Nánari lýsingu má sjá í 38. og 39. gr. reglna um ársreikninga lánastofnana nr. 692/2001 með síðari breytingum.
19. Vaxtatekjur að frádregnum vaxtagjöldum sem hlutfall af meðaltali niðurstöðu efnahagsreiknings í upphafi og lok tímabils. Reiknað á ársgrundvelli.

semi með því að líta á þetta hlutfall. Ástæða þessa liggur m.a. í því að til vaxtagjalda telst fjármögnunarkostnaður vegna verðbréfastöðu og skekkir það myndina. Einnig er vert að hafa í huga að gengisbundin lánastarfsemi færast sífellt í aukana og vaxtamunur minnkar af þeim sökum.²⁰

Útrás viðskiptabankanna erlendis virðist enn litlu hafa skilað í hagnaði en meginhluta afkomunnar má rekja til rekstrarins á Íslandi. Allir viðskiptabankarnir hafa þó hug á að styrkja stöðu sína erlendis enn frekar. Sú starfsemi verður, til lengri tíma litið, að skila álika hagnaði og á heimamarkaði. Við þær aðstæður fæst áhættudreifing og tækifæri til örrar framþróunar fjármálaþjónustu.

... og leiddi það til lægra kostnaðarhlutfalls

Kostnaðarhlutfallið, þ.e. rekstrargjöld sem hlutfall af rekstrartekjum, var á svipuðu róli hjá viðskiptabönkunum eins og í fyrra. Hlutfallið lækkaði töluvert hjá sex stærstu sparisjóðunum í sex mánaða uppgjörinu en rekja má það að einhverju leyti til betri afkomu á fyrri helmingi þessa árs. Þessi mælikvarði er langt frá því að vera gallalaus eins og rakið hefur verið í fyrri greinum í *Peningamállum* um stöðugleika fjármálakerfisins. Þó er ljóst að hagrætt hefur verið í íslensku fjármálakerfi á undanförunum misserum og er kostnaðarhlutfall íslenskra viðskiptabanka orðið mjög sambærilegt við kostnaðarhlutfall viðskiptabankanna á Norðurlöndum. Þrátt fyrir það eru enn tækifæri frekari hagræðingar.

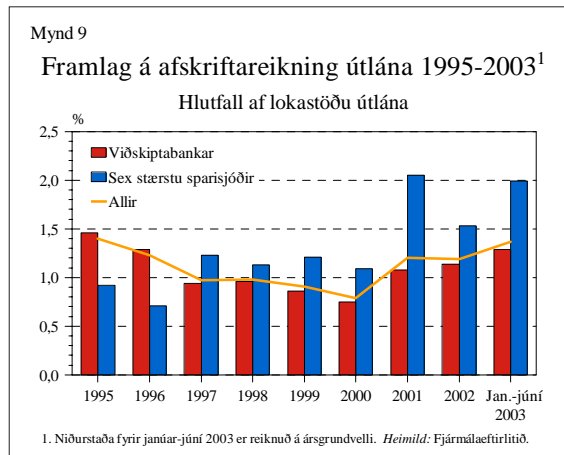
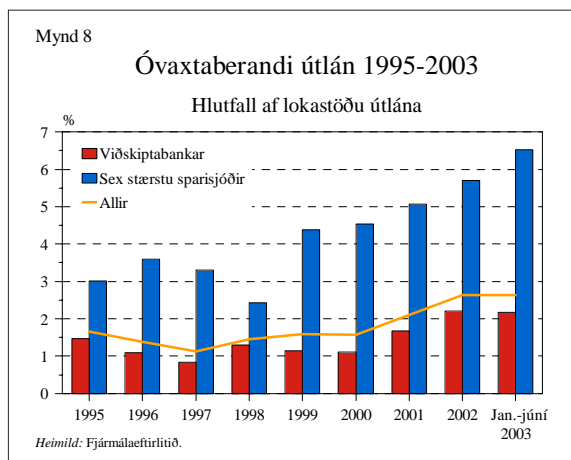
Vanskil svipuð ...

Frá síðustu úttekt hefur þróun vanskila, þrjátíu daga og eldri, sem hlutfall af útlánum lítið breyst en hlutfallið dróst þó frekar saman frá áramótum til júniloka skv. upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu. Ekki eru til nýrri tölur þegar þetta er ritað en Seðlabankinn hefur einnig upplýsingar um vanskil, þrjátíu daga og eldri, úr öðrum gagnagrunni. Samkvæmt þeim hefur þetta hlutfall haldist nokkuð stöðugt á síðustu mánuðum.

... en afskrift vegna útlána og óskráðra hlutabréfa þó nokkur

Afskriftir viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna vegna endanlegra tapaðra útlána voru með

20. Fleiri þætti er hægt að taka til og var það gert í síðustu greiningu í *Peningamállum* 2003/2.



mesta móti á fyrri helmingi þessa árs, eða ríflega 3,4 ma.kr. samanber um 6,4 ma.kr. á öllu síðasta ári sem voru mestu afskriftir a.m.k. frá árinu 1995. Einnig kom fram í sex mánaða uppgjöri tveggja viðskiptabankanna að færa hefði þurft niður eignarhluta í óskráðum hlutafélögum.

Hlutfall óvaxtaberandi útlána²¹ af lokastöðu útlána hjá viðskiptabönkunum í heild var svipað um mitt ár eins og í lokauppgjöri ársins 2002 en hafði hækkað hjá sex stærstu sparisjóðunum í heildina. Þróunin var því mismunandi á milli viðskiptabankanna og sparisjóðanna en hún var einnig mismunandi á milli viðskiptabankanna sjálfra og á milli sparisjóðanna innbyrðis.

Lagt var meira í afskriftareikning útlána á fyrri helmingi ársins 2003 en á sama tímabili árið á undan og voru það sérstaklega Kaupþing Búnaðarbanki hf. og Landsbanki Íslands hf. sem juku sín framlög talsvert. Í ljósi þeirra afskrifta sem um var getið hér að framan var nauðsynlegt hjá fjármálafyrirtækjunum að leggja meira til hliðar sem var og gert á síðasta ári og fyrri hluta þessa árs. Að því er varðar framtíðina virðist stefna í enn eitt metárið í fjölda gjaldþrotarárskurða fyrirtækja og einstaklinga í ár. Sú mikla aukning í gjaldþrotarárskurðum sem fjallað var um í síðustu greiningu í maí hélt því áfram og var sérstaklega mikil á fyrri hluta ársins. Eitthvað virðist vera að hægja á fjölgun árangurslausra fjárnáma hjá fyrir-

tækjum og einstaklingum í ár en fjöldi fjárnáma verður þó með mesta móti. Þrátt fyrir að hlutfall vanskila, þrjátíu daga og eldri, af útlánnum vaxi ekki virðast tölur um gjaldþrot og árangurslaus fjárnám benda til þess að enn megi búast við búisfjum hjá fjármálafyrirtækjum vegna tapaðra krafna á næstu misserum.

Útlánavöxtur tók við sér og stöðutaka í verðbréfum jókst

Útlán innlánsstofnana til innlendra og erlendra lánþega hafa aukist á síðustu mánuðum og í lok september var tólf mánaða aukning útlána orðin ríflega 16% hvort sem litið var á nafnaukningu eða breytingu eftir að áhrif gengis og verðlags voru tekin út.

Einnig hefur orðið mikil aukning í eign viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna í skuldabréfum eins og fjallað er um í viðauka 2. Skuldabréfaeignin er að mestu í markaðsskuldabréfum sem færð eru á markaðsvirði og því er ekki um hreina aukningu að ræða heldur einnig verðbreytingar. Staðan í hlutabréfum hefur einnig vaxið frá áramótum samkvæmt sex mánaða uppgjörinu og heldur hefur hún aukist en hitt vegna nýjustu atburða þar sem Landsbanki Íslands hf. eignaðist stóran hluta í Hf. Eimskipafélagi Íslands og Íslandsbanki hf. hafði eignast rúm 90% í Sjóvá-Almennum tryggingum hf. þegar þetta var ritað.

Fjármögnun og endurfjármögnunaráhætta

Hlutfall erlendra og innlendra fjármögnunar var svipað í lok september eins og verið hefur á síðustu þremur árum eða um 45% erlend fjármögnun. Helsta

21. Útlán sem sérstakar afskriftir hafa verið færðar fyrir að frádrögnum sérstökum afskriftareikningi en að viðbættum öðrum vaxtafrystum útlánunum. Önnur vaxtafryst útlán eru mögulega talin í hættu, þ.e. að ekki takist að innheimta vextina tímabundið en að höfuðstóllinn muni innheimtast. Því er ekkert lagt til hliðar vegna þessara lána.

breytingin í erlendu fjármögnuninni frá því í árslok 2002 til loka september á þessu ári var sú að eftirstöðvatími krafna erlendra aðila á banka og sparisjóði lengdist. Um 80% krafanna voru til skemmri tíma en tveggja ára í lok árs 2002 en 66% í septemberlok. Svipað hlutfall krafanna var til skemmri tíma en árs eða um 50%. Endurfjármögnunaráhætta bankakerfisins er því nokkur og hefur farið síst minnkandi á síðustu misserum. Ein af ástæðum þess að bankarnir fjármagna sig til tiltölulega skamms tíma, þ.e. ekki til miklu lengri tíma en tveggja til þriggja ára, er sú að nú eru þeir stærstu, Íslandsbanki hf., Landsbanki Íslands hf. og Kaupþing Búnaðarbanki hf., farnir að gefa út skuldabréf innan svokallaðs MTN-skuldabréfaramma.²² Á síðustu tveimur til þremur árum hefur verið einna auðveldast að ná í fjármagn á þessum markaði, þ.e. MTN-skuldabréfaramma, til tveggja eða þriggja ára. Ein ástæða fyrir því er sú að erlendir sjóðsstjórar sem þurftu að fjárfesta til skamms tíma og fjárfestu í hlutabréfum áður en sá markaður varð erfiður veittu mjög miklu lánsfé inn á styttri enda MTN-markaðarins. Þetta leiddi til mun hagstæðari vaxtakjara en hægt var að fá á lengri enda markaðarins. Nú eru aftur á móti horfur á að erlendir hlutabréfamarkaðir komist á skrið og því gæti verið að sjóðsstjórnarnir færi sig aftur yfir á hlutabréfamarkaðinn sem leiðir þá til þess að framboð af lánsfé til tveggja eða þriggja ára dragist saman á ný. Því er nauðsynlegt fyrir íslensku bankana að leggja meiri áherslu á að vekja áhuga erlendra fjárfesta á skuldabréfaútgáfum til lengri tíma. Að undanfögnu virðist einhver þróun hafa orðið í þá átt.²³

Eins og sagt var frá hér að framan hefur íslensku bönkunum gengið ágætlega að ná í lánsfé á síðustu misserum og á þessu ári hefur hver stóruútgáfan rekið aðra. Útgáfa Kaupþings Búnaðarbanka hf. í júlí sl. var sýnu stærst eða 500 milljónir evra til tveggja ára. Því virðist sem viðskiptabankarnir þrír séu að mestu búnir að fjármagna sig á þessu ári en þeir hafa gefið út skuldabréf að andvirði ríflega 178 ma.kr. það sem af er þessu ári²⁴ m.v. miðgengi Seðlabankans þann 30. sept-

ember sl. Samkvæmt eftirstöðvaskýrslum í lok desember á síðasta ári þurftu þeir að endurfjármagna ríflega 212 ma.kr. á þessu ári og virðist því töluverður hluti endurfjármögnunar fara í gegnum MTN-markaðinn.

Í lok september námu kröfur erlendra aðila á viðskiptabankana þrjá um 563 ma.kr. samkvæmt skýrslum Seðlabankans. Samkvæmt upplýsingum REUTERS voru um 310 ma.kr. í MTN-skuldabréfaútgáfu útstandandi (m.v. miðgengi Seðlabankans þann 30. september sl.) en þá var eftir að taka tillit til vaxtagreiðslna. Þetta voru 55% af heildarkröfum erlendra aðila á þessa þrjá banka í lok september.

Það sem af er október hafa bankarnir haldið áfram að gefa út skuldabréf innan MTN-ramma og nam sú útgáfa um 50 ma.kr.²⁵

Eiginfjárlutfall lækkaði

Nokkur lækkun varð á eiginfjárlutfalli viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna í sex mánaða uppgjörinu samanborið við stöðuna um síðustu áramót.²⁶ Þetta má rekja til nokkurra þátta. Greiddur var út hagnaður að loknum aðalfundum á árinu, auk þess sem nokkrir bankar keyptu eigin hluti. Einnig jókst áhættugrunnurinn (sem er nefnarinn í hlutfallinu) hjá nokkrum af þessum fyrirtækjum. Af viðskiptabönkunum var Landsbanki Íslands hf. með lægsta eiginfjárlutfallið um mitt ár og mátti rekja það einna helst til þess að áhættugrunnur bankans hækkaði um ríflega 21%. Þegar þetta var ritað lá fyrir níu mánaða uppgjör Landsbanka Íslands hf. og þar mátti sjá að eiginfjárlutfallið hafði hækkað aftur og var komið upp í 9,8%. Áhættugrunnurinn hafði þó enn vaxið eða um ríflega 14% frá því í júnílok en bankinn hafði einnig styrkt eiginfjárlútt A með því að gefa út nýtt hlutfé, taka nýtt víkjandi lán og skila um 1,3 ma.kr. hagnaði á þriðja ársfjórðungi. Kaup Íslandsbanka hf. á m.a. Sjóvá-Almennum tryggingum hf. juku frádrátt við útreikning á eiginfjárlutfalli hans frá því sem var í sex mánaða uppgjörinu og leiddi það til þess að eiginfjárlutfall Íslandsbanka hf. lækkaði niður í 9% og hlutfall eiginfjárlúttar A lækkaði niður í 6,8% í níu mánaða uppgjöri þeirra.²⁷

22. MTN stendur fyrir Medium Term Note. Þrátt fyrir nafnið er hægt að gefa út skuldabréf til langs tíma og skamms tíma innan þessa ramma.

23. Landsbanki Íslands hf. lauk við 250 milljóna evra skuldabréfaútgáfu í lok október til fjögurra ára.

24. Heildarútgáfan frá áramótum til septemberloka var hærri. Sumar útgáfur voru til það skamms tíma að þeim lauk fyrir lok september.

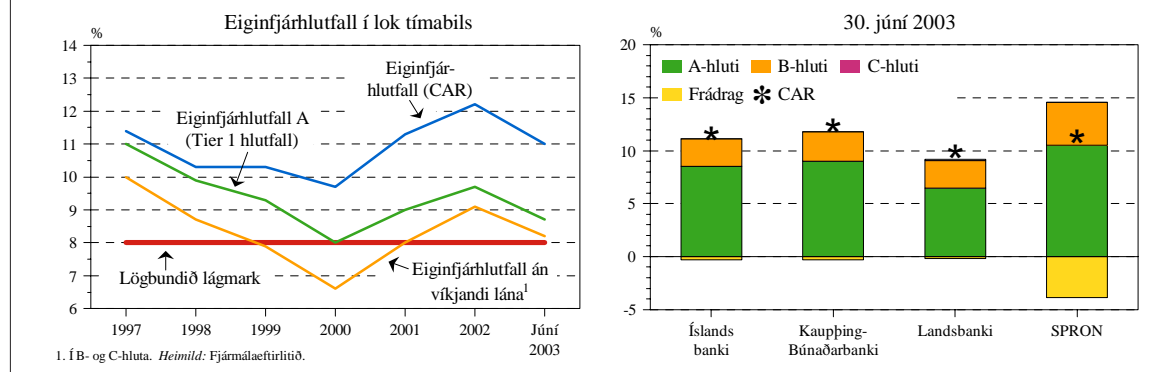
25. Af þessum 50 ma.kr. á Landsbanki Íslands um 35 ma.kr.

26. Eiginfjárlutfall lækkar yfirleitt í sex mánaða uppgjöri frá því sem það var í ársbyrjun, m.a. vegna arðgreiðslna.

27. Markmið Íslandsbanka er að eiginfjárlutfallið sé um 10% og hlutfall eiginfjárlúttar A sé 7%.

Mynd 10

Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sex stærstu sparissjóða 1997-2003



Frá síðustu áramótum og fram undir mitt ár 2003 hafði enginn viðskiptabankanna né sex stærstu sparissjóðanna gefið út víkjandi lán sem féll undir eiginfjárbátt A. Tvær útgáfur höfðu bæst við sem telja mátti til eiginfjárbáttar B en engin útgáfa hafði bæst við eiginfjárbátt C.²⁸ Eins og sjá mátti hér að ofan hafði Landsbanki Íslands hf. bætt við skuldabréfaútgáfu á þriðja ársfjórðungi sem taldist til eiginfjárbáttar A og var hún ríflega 1 ma.kr. að upphæð. Viðskiptabankarnir og sex stærstu sparissjóðirnir hafa þó ennþá eitthvert svigrúm til að styrkja eiginfjárstöðu sína með útgáfu víkjandi skuldabréfa ef þörf þykir. Íslandsbanki hf. fullnýtir reyndar heimildir til að hafa víkjandi lán í eiginfjárbátt A.

Á fyrstu sex mánuðum ársins var ekkert um að viðskiptabankarnir fjármögnuðu sig með útgáfu nýrra hluta.²⁹ Í lok ágúst jók Landsbanki Íslands hlutfé sitt um ríflega 654 m.kr. að nafnvirði m.a. vegna kaupa á hlutfé í Fjárfestingarfélaginu Straumi hf. Í lok september tilkynnti Kaupþing Búnaðarbanki hf. að bankinn myndi auka hlutfé sitt um ríflega 332 m.kr. að nafnvirði vegna kaupa á finnsku fjárfestingarfélagi. Í október jók Íslandsbanki hf. síðan hlutfé sitt um milljarð að nafnvirði vegna kaupa á Sjóvá-Almennum tryggingum hf.³⁰

28. Landsbanki Íslands hf. var eina fjármálfyrirtækið með skuldabréfaútgáfu sem taldist til eiginfjárbáttar C í síðasta sex mánaða uppgjöri.

29. Íslandsbanki hf. lækkaði meira að segja hlutfé sitt um milljarð króna í mars sl. Þegar samruni Kaupþings banka hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. varð að veruleika var hlutfé sameinaðs banka, Kaupþings Búnaðarbanka hf., aukði um nær 2 ma.kr. að nafnvirði.

30. Hluthafafundur veitti stjórn Íslandsbanka hf. heimild til að auka hlutféð um 1,5 ma.kr. í byrjun október.

Almennt séð er eiginfjárstaða viðskiptabankanna og sex stærstu sparissjóðanna ágæt og er það jákvætt að kaup á öðrum fyrirtækjum að undanfögnu hafa verið fjármögnuð að mestu leyti með eiginfjárukningu í stað lántöku.

Efnahagsstefnan og stöðugleiki fjármálakerfisins

Ákvarðanir um efnahagsmál eru oftast teknar að gefinni þeirri forsendu að traust fjármálakerfi sé til staðar. Þetta er þó ekki sjálfgefið. Efnahagsstefnan getur haft viðtæk áhrif á fjármálakerfið. Því er mikilvægt að hugað sé að stöðugleika fjármálakerfis þegar efnahagsstefna er mótuð. Þegar teknar eru ákvarðanir um framkvæmdir sem hafa jafn mikil og viðtæk áhrif á þjóðarþúskapinn og þær sem nú eru að hefjast er þetta sérlega mikilvægt.

Þegar horft er nokkur ár fram í tímann, eins og fram hefur komið hér að framan, er ein mesta hættan sem steðjar að fjármálakerfinu fólgin í því að ekki takist að hafa hemil á verðbólgu, sem aftur myndi leiða til sveiflna í raunvöxtum, gengi og eftirspurn. Mikilvægt er að peningastefnan og stefnan í ríkisfjármálum vinni saman að þessu markmiði. Þeirri samvinnu eru hins vegar settar ákveðnar skorður. Seðlabankanum ber lögum samkvæmt að haga peningastefnunni þannig að verðbólga víki sem minnst frá verðbólgu markmiði sem sett var í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans. Hundur hans eru að því leyti bundnar. Hann getur því í raun aðeins brugðist við stefnunni í ríkisfjármálum á þann hátt að ákveða vexti sem stuðla að lágri verðbólgu að gefinni ríkisfjármálustefnunni hverju sinni.

Þetta leggur stjórnvöldum þær skyldur á herðar að setja sér markmið í ríkisfjármálum sem leggja ekki óhóflegar byrðar á peningastefnuna, með tilheyrandi afleiðingum fyrir fjármálagan stöðugleika. Einhver kann að hreyfa þeirri mótbáru að Seðlabankanum beri lögum samkvæmt að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins, og að verðbólgu markmiðið geti þurft að vikja tímabundið þegar verðbólgu markmið og fjármálastöðugleiki stangist á. Þetta er að vissu marki rétt, en málið er þó alls ekki svo einfalt að við allar kringumstæður sé hægt að velja annað hvort.

Í fyrsta lagi er erfitt að sjá fjármálakreppur fyrir, þótt ákveðin hættumerki séu vel þekkt. Þrátt fyrir umfangsmiklar rannsóknir á fjármálakreppum á undanförunum árum hefur ekki tekist að finna þá hagsvísa sem geta sagt fyrir um fjármálakreppur af viðunandi öryggi.

Í öðru lagi eru tengsl peningastefnunnar og fjármálastöðugleika flókin og fremur óljós. Í því sambandi er vert að skoða stöðu sem hægt er að hugsa sér að komi upp á næstu árum. Til þess gæti komið að grípa þurfi til harkalegra aðhaldsaðgerða til þess að tryggja verðlagsstöðugleika á mesta framkvæmdatímanum sem framundan er, t.d. ef aðhald í ríkisfjármálum færi úr böndum. Meðal hugsanlegra afleiðinga gæti verið veruleg hækkun vaxta og gengis krónunnar. Háir vextir og gengi gætu grafið undan fjárhagsstöðu heimila og fyrirtækja á framkvæmdatímanum og leitt til harkalegrar aðlögunar að framkvæmdum loknum. Í versta falli gæti slíkt ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Til álita kæmi að beita peningastefnunni ekki af fullu afli á framkvæmdatímanum og forðast þar með óhóflega háa vexti og gengi. Það gæti hins vegar leitt til meiri verðbólgu, sem krefðist enn hærri vaxta síðar til að kveða hana niður auk þess sem meiri verðbólga yrði skeinuhætt skuldsettum heimilum. Ekki er sjálfgefið að fjármálagum stöðugleika yrði betur borgið með þeim hætti, einkum í ljósi þess hve verðtrygging fjárskuldbindinga er útbreidd. Í þessu tilfelli er alls ekki hægt að gefa sér að minna aðhald í peningamálum dragi úr hættu á óstöðugleika fjármálakerfisins þegar til langs tíma er litið.

Greiðslu- og uppgjörskerfi

Nýjar reglur um greiðslukerfi

Þann 20. október 2003 setti bankastjórn Seðlabanka Íslands nýjar reglur um greiðslukerfi, annars vegar reglur um starfsemi jöfnunarkerfa og hins vegar reglur um stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands. Reglurnar koma í stað reglna nr. 951 frá 29. desember 2000 um aðgang að uppgjörskerfingum í Seðlabanka Íslands. Reglurnar tóku gildi 1. nóvember 2003.

Vinna við samningu reglnanna hófst árið 2001. Tílfni reglnanna var m.a. það mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) frá árinu 2000 að íslensk greiðslukerfi uppfylltu ekki að öllu leyti svonefndar kjarnareglur Alþjóðagreiðslubankans (BIS). Í samvinnu við lánastofnanir, Fjölgreiðslumiðlun hf. og Reiknistofu bankanna (RB) mótaði Seðlabankinn í kjölfarið tillögur um breytingar á greiðslukerfunum. Eftir að samstaða náðist um tillögurnar í lok árs 2001 hófst vinna við að gera nauðsynlegar breytingar á hugbúnaði kerfanna og verkferlum. Jafnframt var ákveðið að Seðlabankinn setti opinberar grunnreglur um starfsemi kerfanna.

Tilgangur reglnanna er að skapa traustari umgjörð um örugga og skilvirka starfsemi greiðslukerfa hér á landi svo að uppfylla megi alþjóðlega viðurkennd viðmið í þeim efnum. Reglunum er ætlað að auka réttaröryggi við framkvæmd greiðslufyrirmæla, efla gegnsæi og skýrleika við greiðslumiðlun og uppgjör, treysta áhættugreiningu og áhættustýringu í greiðslukerfum og stuðla þannig að stöðugleika fjármálakerfisins hér á landi.

Reglurnar kveða á um skilyrði fyrir þátttöku í greiðslukerfum, endanleika greiðslufyrirmæla, yfirdráttarheimildir þátttakenda og uppgjörstryggingar. Þær kveða jafnframt á um eftirlitskerfi með áhættu, viðbúnaðaráætlanir og eftirlit. Þann 1. nóvember 2003 voru stórgreiðslumörk lækkuð úr 25 m.kr. í 10 m.kr. Fyrirmæli um greiðslu sem eru 10 m.kr. eða hærri verða þannig afgreidd í stórgreiðslukerfi Seðlabankans en önnur greiðslufyrirmæli verða afgreidd í jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar hf. Þó verða öll greiðslufyrirmæli vegna uppgjör í jöfnunarkerfinu og uppgjör verðbréfavíðskipta afgreidd í stórgreiðslukerfinu án tillits til fjárhæðar. Starfrækslutími stórgreiðslukerfisins var stytur þannig að eftir 1. nóvember verður hann frá kl. 9.00 til kl. 17.00 á almennum bankadögum (í stað kl. 8.45 til kl. 18.00).

Frá kl. 8.45 til kl. 9.00 verður kerfið þó opið fyrir greiðslufyrirmæli vegna uppgjörs verðbréfavíðskipta. Þá verður kerfið opið frá kl. 17.00 til kl. 17.30 fyrir innbyrðis uppgjör banka.

Setning reglnanna er mikilvægur þáttur í þróun greiðslukerfa hér á landi. Gert er ráð fyrir því að þær

muni leiða til þess að íslensk greiðslukerfi uppfylli kröfur sem gerðar eru á alþjóðavettvangi um öryggi og skilvirkni greiðslukerfa. Mikið veltur þó á skilningi lánastofnana á mikilvægi traustrar framkvæmdar í greiðslumiðlun og góðri samvinnu þeirra á þessu sviði við Seðlabankann.

Viðauki 1 Samanburður norræna viðskiptabanka 1998 - 2002

Sem þáttur í greiningu á stöðu íslenskra banka er gerður samanburður á helstu kennitölum norræna viðskiptabanka fyrir tímabilið 1998-2002. Valdir eru stærstu norrænu viðskiptabankarnir til samanburðarins en athygli vekur að hinir íslensku standa þeim allvel á sporði þrátt fyrir stærðarmuninn.

Stuðst er við gögn frá lánshæfismatsfyrirtækinu Moody's og eru því gögnin sambærilegri en ella. Bankarnir og heildareignir þeirra í árslok 2002 eru í eftirfarandi töflu:

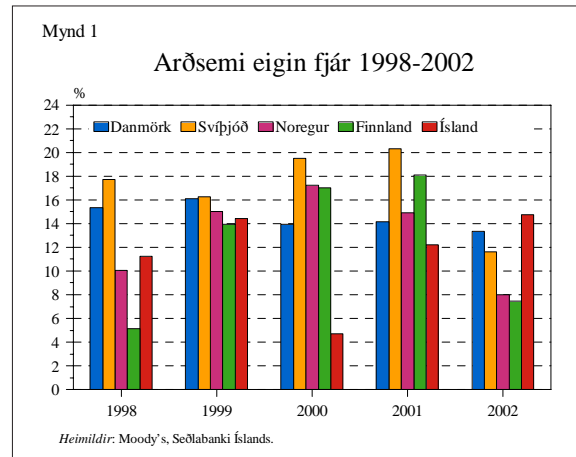
Tafla 1: Bankar og heildareignir þeirra í árslok 2002 (milljónir evra)

| | |
|--------------------------------|---------|
| <i>Danmörk</i> | |
| Danske bank A/S | 235.899 |
| Nordea Bank Danmark A/S | 87.529 |
| Jyske Bank A/S | 20.629 |
| <i>Svíþjóð</i> | |
| Svenska Handelsbanken | 139.441 |
| SEB AB | 135.467 |
| Swedbank | 104.511 |
| Nordea Bank Sweden AB | 66.251 |
| <i>Finnland</i> | |
| Nordea Bank Finland Plc | 226.074 |
| Sampo Bank plc | 18.062 |
| OKO Bank | 12.709 |
| <i>Noregur</i> | |
| Den norske Bank ASA | 52.850 |
| Union Bank of Norway ASA | 34.804 |
| Nordea Bank Norge ASA | 33.087 |
| Sparebanken Nord-Norge | 5.197 |
| <i>Ísland</i> | |
| Íslandsbanki | 3.673 |
| Landsbanki Íslands | 3.267 |
| Búnaðarbanki Íslands | 2.892 |

Arðsemi¹ íslenskra og finnskra banka sveiflast mest
Íslensku bankarnir hafa sýnt álíka arðsemi á þessu tímabili og hinir norrænu bankarnir en slök afköma

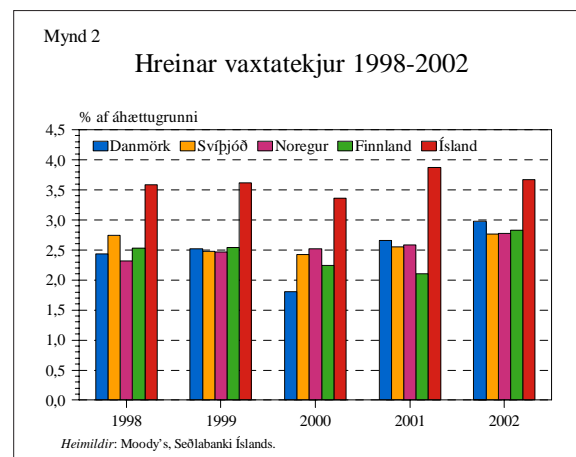
- Arðsemi er hér skilgreind sem arðsemi eigin fjár og er reiknuð sem hlutfall hagnaðar ársins eftir skatt af eigin fé í lok viðkomandi árs. Af þeim ástæðum ber íslensku arðsemistölunum ekki alveg saman við þær tölur sem birst hafa í *Peningamálum* en þar er beitt annarri aðferð við að reikna út arðsemi eigin fjár.

árið 2000 sker sig úr. Hér skal hafa í huga að arðsemi íslensku bankanna er raunarðsemi fram til ársins 2002 vegna verðbreytingafærslna en arðsemi hinna bankanna er nafnarðsemi. Nafnarðsemi íslensku bankanna er hærri en sýnt er á myndinni á tímabilinu 1998-2001. Athygli vekur að yfirleitt er arðsemin best hjá sænsku bönkunum á tímabilinu og að hjá dönsku bönkunum eru litlar breytingar í arðseminni á milli ára.



Vaxtamunur mestur hjá íslenskum bönkunum

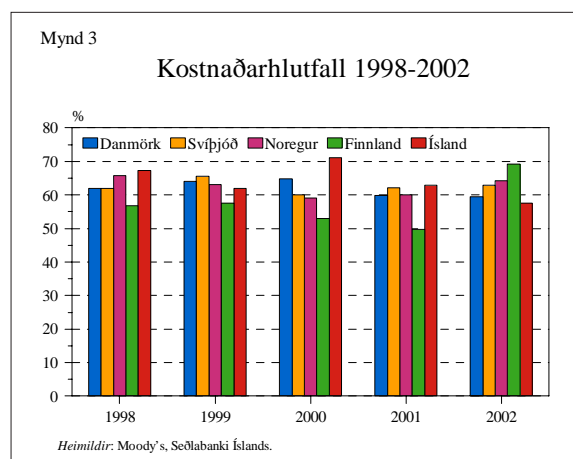
Hreinar vaxtatekjur sem hlutfall af áhættugrunni eru áberandi mestar hjá íslensku bönkunum. Ein skýring



er hve húsnæðislán með lágum vaxtamun eru lítill hluti útlánasafns íslensku bankanna vegna starfsemi Íbúðalánasjóðs. Á tímabilinu hefur heldur dregið saman með bönkunum.

Kostnaðarhlutfallið hjá íslensku bönkunum á svipuðu róli

Kostnaðarhlutfallið, þ.e. rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum, lækkaði á milli ára og hefur aldrei verið lægra á heildina litið hjá íslensku bönkunum en árið 2002. Kostnaðarhlutfall viðskiptabanka á Íslandi fór niður fyrir 60% það ár.

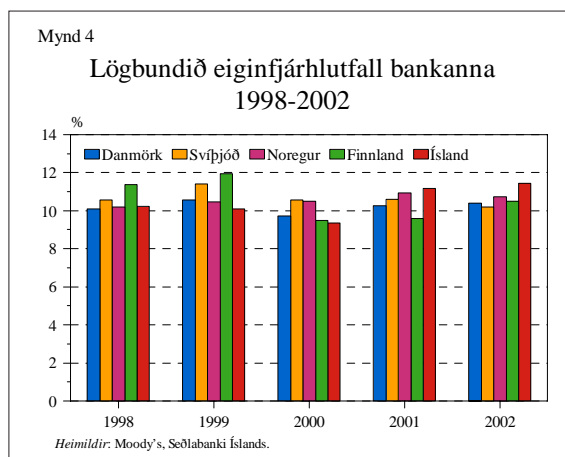


Eins og bent hefur verið á í greinum um stöðugleika fjármálakerfisins er kostnaðarhlutfallið ekki gallalaus mælikvarði þar sem rekstrartekjur geta verið sveiflukennar og kostnaðarhlutfallið því breyst mikið á milli ára. Einkavæðingu Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. var lokið á fyrri hluta þessa árs svo og samruna Búnaðarbanka Íslands hf. og Kaupþings banka hf. Einnig er samruni Íslandsbanka hf. og Sjóvá-Almennra trygginga hf. væntanlegur. Með þessum umbreytingum má vænta þess að lækka megi kostnaðarhlutfallið enn frekar.

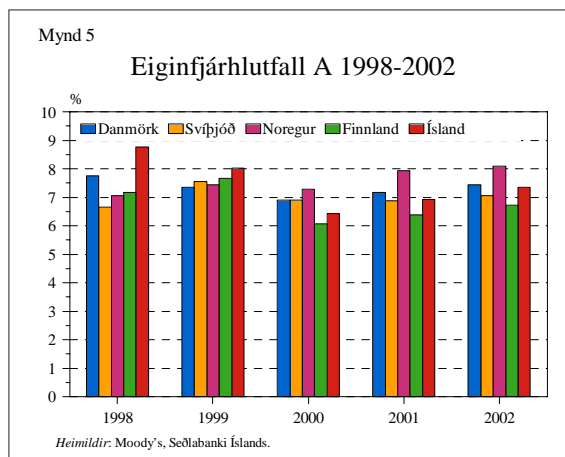
Eiginfjárlutfall einnig svipað

Að lokum er litið á eiginfjárlutfallið. Fyrst er litið á lögbundið eiginfjárlutfall bankanna. Ljóst er að eiginfjárlutfall íslensku bankanna dróst saman frá 1998 til 2000 en hækkaði síðan. Svipuð sveifla virðist vera í eiginfjárlutfalli banka hinna Norðurlandanna. Að jafnaði virðist hlutfallið ekki fara niður fyrir 10%

á því tímabili sem er til skoðunar en lágmark lögbundins eiginfjárlutfalls er skilgreint sem 8%.



Ef síðan er litið á eiginfjárlutfall A (þ.e. eigið fé án víkjandi lána nema þeirra sem teljast til A-hluta) er myndin svipuð. Áhugavert er þó að norsku bankarnir hafa verið á nokkuð stöðugri uppleið, að árinu 2000 undanskildu, en finnsku bankarnir hafa verið með einna veikasta hlutfallið á undanföllum árum.



Íslensku bankarnir virðast vera fyllilega samþærilegir við aðra norræna banka að því er varðar arðsemi, kostnað og eiginfjárlutfall. Smæð þeirra er að visu afgerandi í samanburði við stærstu norrænu bankana en með tilkomu Kaupþings Búnaðarbanka hf. varð til einn stærsti banki Norðurlandanna.

Viðauki 2 Staða viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða í verðbréfum

Þróun stöðu viðskiptabankanna¹ og sex stærstu sparisjóðanna í verðbréfum er greind fyrir tímabilið 1996-2003/6. Síðan er gerð nánari greining á því hvernig skipting verðbréfastöðunnar hefur verið á milli fjárfestingar- og veltubókar. Við þá greiningu var eingöngu litið á þrjá stærstu viðskiptabankana, þ.e. Íslandsbanka hf., Kaupþing Búnaðarbanka hf.² og Landsbanka Íslands hf. Litið er á niðurstöður í lok ársanna 2000-2002 og síðustu stöðu samkvæmt sex mánaða uppgjöri ársins 2003. Greiningunni er skipt upp annars vegar í stöðu í hlutabréfum og hins vegar stöðu í skuldabréfum.

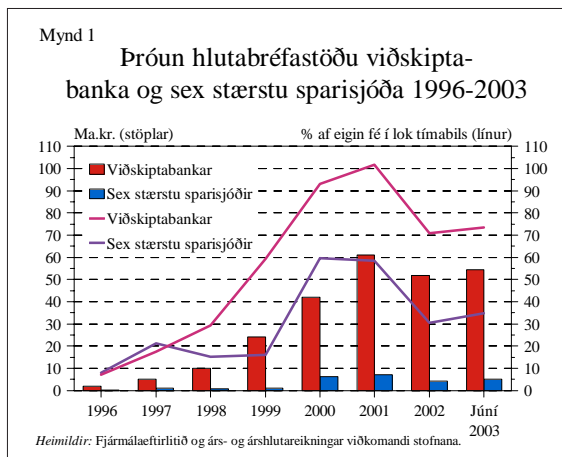
Staða í hlutabréfum

Mikil umræða hefur verið að undanförmu um eignarhluta viðskiptabanka í öðrum fyrirtækjum. Eignarhald banka á öðrum fyrirtækjum getur verið á ýmsa vegu en ef miðað er við reglur um ársreikninga lánastofnana, nr. 692/2001, með síðari breytingum, má í aðalatriðum skipta eignarhaldinu í fjóra flokka:

- *Tengd fyrirtæki* en það eru dótturfyrirtæki stofnunar, móðurfyrirtæki hennar eða systurfyrirtæki (þ.e. fyrirtæki undir sama móðurfyrirtæki). Móðurfyrirtæki og dótturfyrirtæki þess eru kölluð samstæða.
- *Hlutdeildarfyrirtæki* er ekki dótturfyrirtæki, en viðkomandi stofnun og eftir atvikum dótturfyrirtæki hennar eiga hvort/hvert fyrir sig eða sameiginlega hlut í og hafa áhrif á stjórn þess. Eigi stofnun og eftir atvikum dótturfyrirtæki hennar, a.m.k. 20% atkvæða í fyrirtækinu telst stofnunin hafa áhrif á stjórn þess.
- *Fjárfestingarhlutabréf* eru hlutabréf sem stofnun hefur með formlegum hætti tekið ákvörðun um að eiga til lengri tíma, skemmst eitt ár. Til slíkra bréfa teljast ekki hlutir í hlutdeildarfyrirtækjum eða tengdum fyrirtækjum.

- *Veltuhlutabréf* eru hlutabréf sem er ekki aflað í þeim tilgangi að halda þeim til varanlegrar eignar í rekstri. Hér er því m.a. um að ræða skammtímastöðutöku í öðrum fyrirtækjum, eign vegna viðskiptavakahlutverks og mótvægi gagnvart afleiðusamningum sem gerðir hafa verið við viðskiptavini.

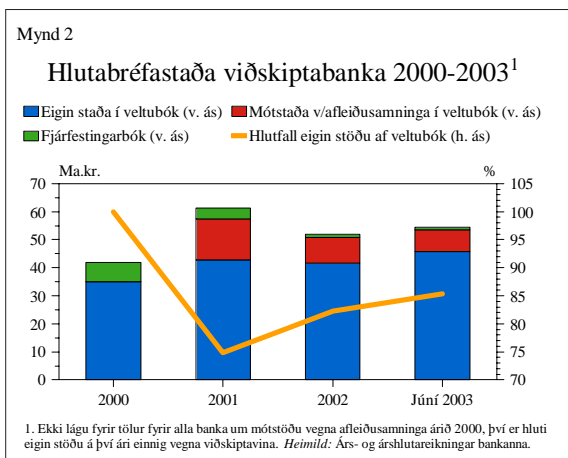
Í þessum viðauka verður ekki fjallað sérstaklega um tengd fyrirtæki³ og hlutdeildarfyrirtæki⁴ en þó er hægt að segja að töluverð aukning hafi orðið á fjölda þessara fyrirtækja á undanförmum árum og þá einna helst vegna útrásar viðskiptabankanna.⁵ Staða viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna í hlutabréfum (þ.e. veltu- og fjárfestingarbréfum) hefur vaxið gríðarlega á síðustu árum. Árið 1996 var staða þeirra í hlutabréfum um 2,3 ma.kr. en í síðasta sex mánaða uppgjöri var staðan orðin um 59,4 ma.kr. en náði þó hámarki í árslok 2001 þegar hún var ríflega 68,2 ma.kr. Á mynd 1 má sjá þróun hlutabréfastöðunnar í ma.kr. og í hlutfalli af eigin fé.



1. Kaupþing banki hf., áður Kaupþing hf. auk FBA hf. eru líka teknir inn í tölurnar fyrir viðskiptabankana fyrir árin 1996-2002.
2. Vegna ársanna 2000-2002 verður litið á Kaupþing banka hf. og Búnaðarbanka hf. sem einn banka.

3. Hér er t.d. um að ræða erlend dótturfélög bankanna eins og t.d. Kaupþing Bank Sverige, R. Raphael & Sons og Heritable Bank auk fjölda margra annarra.
4. T.d. eignarhlutur bankanna í Reiknistofu bankanna o.fl. fyrirtækjum.
5. Hér hafa þó orðið undantekningar, t.d. hafa bæði Glitnir og VÍB sem áður voru dótturfyrirtæki Íslandsbanka hf. verið tekin inn í móðurfélagið að miklu eða öllu leyti.

Sömu þróun má greina hjá viðskiptabönkunum og sex stærstu sparissjóðunum þó að á árinu 1998 hafi hlutfall hlutabréfastöðunnar af eigin fé viðskiptabankanna⁶ farið upp fyrir hlutfall sex stærstu sparissjóðanna og vaxið síðan hraðar. Hlutabréfastaða sex stærstu sparissjóðanna tók stórt stökk árið 2000 en þá færðu sparissjóðirnir m.a. eignarhluta sinn í Kaupþingi hf. yfir í veltu- og fjárfestingarbækur á markaðsvirði sem fjallað hefur verið um í fyrri greinum um stöðugleika fjármálakerfisins.⁷ Hlutfall hlutabréfastöðu viðskiptabankanna af eigin fé fór yfir 100% í árslok 2001 lækkaði svo skyndilega á árinu 2002 en hefur verið að stíga aftur á þessu ári. Ljóst er að markaðsáhætta bankakerfisins hefur aukist á undanförunum árum en þó verður að slá þann varnagla að hluti þessarar hlutabréfastöðu er vegna afleiðusamninga sem gerðir hafa verið við viðskiptavini. Því er áhugavert að skoða hvernig hlutabréfastaðan skiptist á milli veltu- og fjárfestingarbókar. Á mynd 2 má sjá þessa skiptingu fyrir viðskiptabankana á árunum 2000-2003/6.



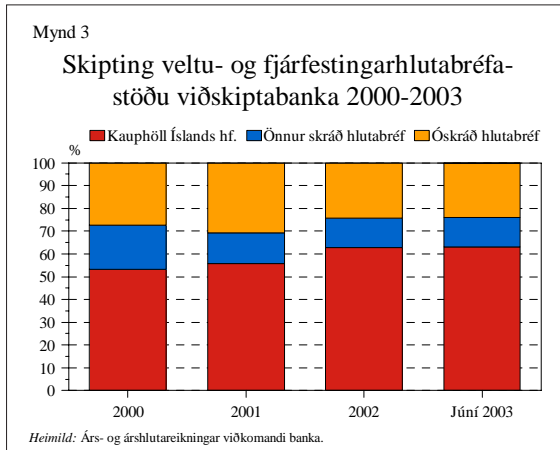
Staða í fjárfestingarhlutabréfum hefur greinilega minnkað á síðustu árum en að sama skapi hefur eigin staða í veltubók aukist. Ef skoðað er hlutfall eigin stöðu í veltubók af heildarveltubókarstöðu má sjá að það var um 75% árið 2001 en hefur hækkað og var

6. Hér verður að taka tillit til þess að Kaupþing hf. og FBA hf. eru inni í tölunum.
7. Segja má að um einhverja tvítalningu sé að ræða á þeim árum þar sem sparissjóðirnir færa eignarhluta sinn í Kaupþingi hf. á markaðsvirði og Kaupþing hf. sjálf er líka inni í tölunum.

um mitt ár 2003 ríflega 85%. Stöðutaka bankanna sjálfra í hlutabréfum hefur því greinilega verið að aukast á síðustu árum.

Á mynd 3 má sjá hvernig hlutabréfastaða viðskiptabankanna skiptist á milli skráðra hlutabréfa í Kauphöll Íslands, annarra skráðra hlutabréfa og svo óskráðra bréfa. Ríflega fjórðungur stöðunnar í hlutabréfum var í óskráðum bréfum á árunum 2000 til 2003/6 að jafnaði. Um mitt ár voru um 13 ma.kr. í óskráðum hlutabréfum hjá viðskiptabönkunum.

Ekki liggur fyrir níu mánaða uppgjör nema tveggja af fjórum viðskiptabönkunum, þ.e. Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. Ef staðan þar er borin saman við sex mánaða uppgjörið má sjá að staða í hlutabréfum hefur aukist töluvert. Hlutabréfastaða Landsbanka Íslands hf. hækkaði um ríflega 5,8 ma.kr. á tímabilinu og var aukningin nær eingöngu í veltuhlutabréfum skráðum í Kauphöll Íslands eða um 5,5 ma.kr. Hlutabréfastaða Íslandsbanka hf. hækkaði þó mun minna eða um ríflega 1 ma.kr. en eignarhluturinn í Sjóvá-Almennum tryggingum hf. var færður sem eignarhlutur í tengdum félögum og var bókfært verð hans ríflega 8,4 ma.kr. í níu mánaða uppgjörinu.⁸



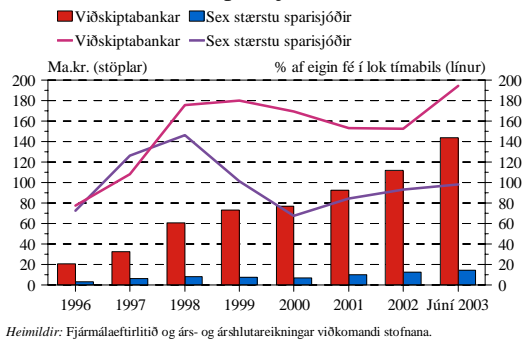
Staða í skuldabréfum

Á mynd 4 má sjá að staða viðskiptabanka og sex stærstu sparissjóðanna í skuldabréfum, þ.e. í veltu- og fjárfestingarbók hefur vaxið á síðustu árum og var um mitt þetta ár ríflega 158 ma.kr.

8. Þetta var um 44,8% eignarhlutur en þegar þetta var ritað var eignarhlutur Íslandsbanka hf. kominn yfir 90%.

Mynd 4

Þróun skuldabréfastöðu viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða 1996-2003

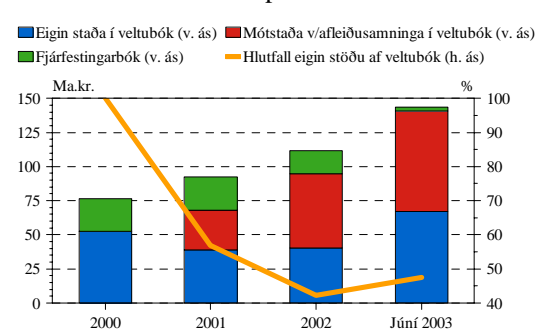


Sem hlutfall af eigin fé náði skuldabréfastaðan hámarki árið 1998 hjá sex stærstu sparisjóðunum lækkaði þá fram til ársins 2000 en hefur hækkað síðan þá. Þótt hlutfallið hafi lækkað frá 1998 minnkaði staða þeirra í skuldabréfum ekki í krónum talið, heldur má leita skýringa í töluverðri aukningu eigin fjár á þessum tíma. Hjá viðskiptabönkunum hefur staðan í skuldabréfum vaxið ár frá ári þótt lítil aukning hafi orðið á milli árunna 1999 og 2000. Gífurleg aukning hefur þó orðið í skuldabréfastöðu viðskiptabankanna frá síðustu áramótum fram til sex mánaða uppgjörsins. Aukninguna má að einhverju leyti rekja til lækkaðri ávöxtunarkröfu en einnig til aukinnar stöðutöku viðskiptamanna bankanna í gegnum afleiðusamninga. Að einhverju leyti hefur þessi aukning verið rakinn til erlendra fjárfesta.

Staða í fjárfestingarbók dróst jafnt og þétt saman og var um 3 ma.kr. í síðasta hálfársuppgjöri á meðan

Mynd 5

Skuldabréfastaða viðskiptabanka 2000 - 2003¹



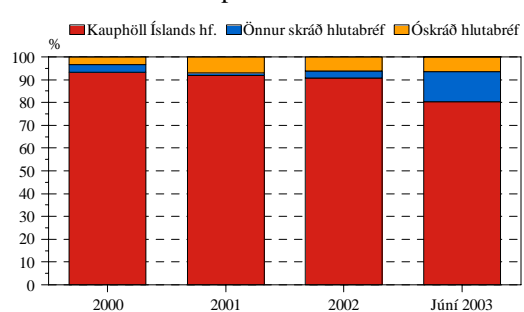
1. Ekki lágu fyrir tölur fyrir alla banka um mótstöðu vegna afleiðusamninga árið 2000, því er hluti eigin stöðu á því ári einnig vegna viðskiptavina. Heimildir: Árs- og árshlutareikningar bankanna.

eigin staða í veltubók og mótstaða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna óx gríðarlega á síðustu tveimur árum og var samtals um 141 ma.kr. í síðasta sex mánaða uppgjöri. Áhugavert er að sjá að minna en 50% af veltubókarstöðunni í skuldabréfum tilheyrði eigin stöðu viðskiptabankanna um mitt þetta ár og því er ljóst að afleiðumarkaður þar sem skuldabréf eru undirliggjandi eign hefur vaxið afar mikið á undanförunum árum. Það er því spurning hvenær þessi viðskipti verða gerð sýnilegri og afleiðusamningar á skuldabréf verða skráðir í kauphöll. Það ætti að auka dýpt íslensks skuldabréfamarkaðar enn meir og vekja frekari áhuga erlendra fjárfesta.

Meirihluti skuldabréfastöðunnar var í bréfum sem skráð voru í Kauphöll Íslands. Þetta hlutfall hefur þó lækkað frá árinu 2000 þegar það var ríflega 93% niður í ríflega 80% um mitt þetta ár. Hlutfall annarra skráðra skuldabréfa jókst á sama tímabili og fór frá því að vera um 3,4% upp í ríflega 13,2%.

Mynd 6

Skipting veltu- og fjárfestingarskuldabréfastöðu viðskiptabanka 2000-2003

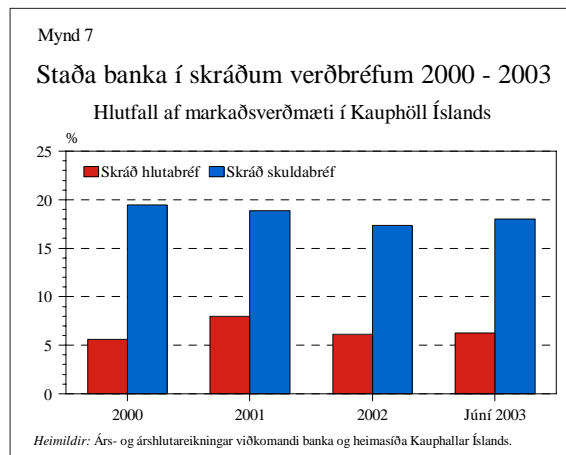


Niðurstaða

Ljóst má vera af því sem að ofan greinir að áhætta viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna hefur aukist á undanförunum árum með aukinni þátttöku þeirra á verðbréfamörkuðum og sést það vel í síðasta sex mánaða uppgjöri viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna þar sem 24% af tekjum þeirra⁹

9. Þ.e. hlutfall tekna af hlutabréfum og eignarhlutum auk gengishagnaðar af annarri fjármálastarfsemi af samanlögðum nettó vaxtatekjum, nettó þjónustutekjum, tekjum af hlutabréfum og eignarhlutum, og gengishagnaði af annarri fjármálastarfsemi.

komu af tekjum af hlutabréfum og eignarhlutum auk gengishagnaðar af annarri fjármálastarfsemi samantborið við ríflega 9% árið 1996.¹⁰ Forvitnilegt er að sjá hversu stór staða viðskiptabankanna í skráðum verðbréfum í Kauphöll Íslands var af markaðsverðmæti verðbréfa í Kauphöllinni. Staða bankanna í skráðum skuldabréfum var mun hærra hlutfall af heildarverðmæti skráðra skuldabréfa í Kauphöllinni¹¹ en staða þeirra í skráðum hlutabréfum eins og sjá má á mynd 7. Þar sem stór hluti stöðu bankanna í verðbréfum er vegna mótvægis við afleiðusamninga viðskiptamanna þeirra má telja æskilegt að afleiðuviðskipti verði gerð sýnilegri með því að Kauphöll Íslands hefji skráningu og viðskipti með slíka samninga.



10. Mismunandi eftir árum, t.d. var tap á þessum liðum árið 2001.

11. Þ.e. bæði fjárfestingar- og veltubók, eigin staða og staða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna.