

Stöðugleiki fjármálakerfisins

Fjármálakerfið hefur töluverðan viðnámsþrótt til að mæta þjóðhagslegu ójafnvægi

Þjóðhagslegt umhverfi og rekstrargrundvöllur fjármálafyrirtækja hefur eilítið breyst frá síðustu greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins í mars sl. en heildarmyndin er sú sama. Niðurstaðan þá var sú að þjóðhagsleg skilyrði væru á heildina litið góð en helstu áhyggjuefni væru útlánaþensla, sem að mestu væri fjármögnuð erlendis frá, og hátt eignaverð. Sömu áhyggjuefni eru enn til staðar. Eignaverðið, þ.e. verð hlutabréfa og fasteigna, hefur haldið áfram að hækka frá síðustu greiningu og óvissan hefur aukist þó að veruleg verðlækkun sé ósennileg í bráð. Hafin er harðari samkeppni í íbúðalánnum til langs tíma með lækkun vaxta og rýmri veðsetningu fasteigna. Fyrirsjáanlegt var að þjóðhagslegt ójafnvægi myndi aukast samfara þeim miklu framkvæmdum sem hafnar eru og standa munu næstu ár. Af þeim sökum eykst sú áhætta sem fjármálakerfinu er búin. Ánægjulegt er að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og -markaða hefur verið eflur samhlíða og verður hann að teljast töluverður til að mæta því sem í hönd fer.¹

Stöðugleiki fjármálakerfisins á næsta áratug mun ráðast mjög af því hve vel tekst að stýra þjóðarbúskapnum í gegnum hina miklu fjárfestingarhrinu sem framundan er. Mikilvægt er að hindra ofþenslu með tilheyrandi verðbólguuppsveiflu. Með því er dregið úr líkum þess að beita þurfi ströngu aðhaldi í peningamálum sem gæti veikt stöðir fjármálakerfisins. Að því leyti sem þjóðarskútan siglir nú inn í þetta mikla framkvæmdaskeið með heldur meiri verðbólgu, meiri viðskiptahalla og minni slaka en reiknað var með í síðustu úttekt á fjármálastöðugleika hefur áhættan aukist nokkuð.

Seðlabankinn hefur fyrir sitt leyti þegar brugðist við með hækkun vaxta í því skyni að tryggja verðlagsstöðugleika. Með aðhaldssamri stefnu í ríkisfjármálum má draga verulega úr hættu á fjármálalegum óstöðugleika á næstu árum. Verði peningastefnan

látin axla um of þá byrði að halda eftirspurn í skefjum meðan stórfamkvæmdir ganga yfir verður samkeppnisstaða útflutnings- og samkeppnisatvinnuvega lakari en ella og fjármagnskostnaður meiri. Langtímaáætlun í ríkisfjármálum til nokkurra ára, sem miðaði að því að halda útgjöldum ríkisins í skefjum næstu tvö árin, myndi styrkja forsendur fjármálakerfisins og efnahagslífsins í heild.

Auk þess framkvæmdaskeiðs sem framundan er ber að nefna tvennt sem öðru fremur gefur ástæðu til að staldra við frá sjónarhóli fjármálastöðugleika. Annað er hraður útlánaþéttur og vaxandi skuldir bæði heimila og fyrirtækja, hitt er hátt eignaverð. Alþjóðleg reynsla sýnir að þegar þetta tvennt fer saman er hættu á ferðum. Slíkt ástand getur varað lengi áður en neikvæðar afleiðingar koma í ljós og stundum verður aðlögunin það hægfara að ekki reynir alvarlega á stöðugleika fjármálakerfisins. Þótt efnahagsreikningur bæði heimila og fyrirtækja hafi á síðustu árum orðið berskjaldaðri fyrir sveiflum í

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 10. september 2004.

eignaverði og gengi gjaldmiðla, virðist staða þeirra vera sterk til fárra ára liðið. Fyrirhuguð rýmkun opinberra húsnæðislána gæti aukið skuldsetningu heimila og sama má segja um nýleg tilboð banka og sparisjóða um langtímalán á lægri vöxtum. Skuldaaukning fyrirtækja heldur áfram og nú að hluta til með skulsettum hlutabréfakaupum en góð framlegð fyrirtækja eykur þol þeirra. Áhyggjuefnin varða fyrst og fremst getu heimila og fyrirtækja til að standa af sér meiri háttar afturkipp í þjóðarþúskaðum, sem er þó ólíklegur á næstu árum. Söguleg reynsla sýnir hins vegar að gera verður ráð fyrir slíkum aðstæðum öðru hverju. Með slíkt langtímasjónarmið í huga er niðurstaðan að frá því að úttekt á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika var gerð í mars sl. hafi þjóðhagslegar forsendur stöðugleika í fjármálakerfinu heldur veikst.

Staða fjármálafyrirtækja þótti tiltölulega traust í síðustu greiningu og það mat er óbreytt nú. Arðsemi banka og sparisjóða var á heildina litið með mestu ágætum á fyrstu sex mánuðum ársins og eiginfjárlutfall tiltölulega sterkt. Hagfelld verðþróun á innlendum verðbréfamörkuðum og stöðutaka ráða mestu um þessa afkomu. Útrás bankanna hefur breikkað tekjugrundvöll þeirra og áhættudreifingu en engu að síður er meirihluti hagnaðarins enn af innlendum toga.

Sókn íslenskra viðskiptabanka á erlendan vettvang hefur verið eindregin á síðustu árum og samkvæmt yfirlýsingum stjórnenda þeirra mun hún halda áfram á næstu misserum. Í ljósi þessa er áhugavert að hugleiða með hvaða hætti þessi þróun kallar á endurmat á starfsemi Seðlabankans. Alþjóðavæðing bankanna hefur leitt til margháttæðra breytinga í starfi bankans og aukinna samskipta við innlenda sem erlenda samstarfsaðila en ljóst er að margt er eftir í þeim efnium. Íslenska fjármálakerfið hefur hleypt heimdraganum, verður sífellt alþjóðlegra og er nú kvikara en áður var. Seðlabankinn lagar starfsemi sína að þessum aðstæðum á grundvelli laga sinna og er nánar fjallað um það í viðauka.

Mikil erlend fjármögnun bankanna hefur vakið athygli hjá innlendum og erlendum aðilum sem koma að greiningu íslenska fjármálakerfisins. Alþjóðleg lánshæfismatsfyrirtæki hafa jafnvel talið erlenda skuldsetningu þjóðarþúskaðs og skammtímaeðli hennar geta hamlað hærri lánshæfiseinkunn ríkissjóðs og þeirra banka sem metnir eru af þeim. Seðla-

bankinn hefur brýnt fyrir bönkunum að gæta vel að fjármögnun sinni og lánstrausti. Þær brýningar hafa skilað árangri. Miklu máli skipti þegar bankarnir hófu að lengja í gengisbundinni fjármögnun sinni síðla á liðnu ári og er nú rúmt ár liðið án þess að skammtímalántaka þeirra hafi aukist. Einnig er ánægjulegt að lánshæfiseinkunn bankanna hefur hækkað á síðustu tveimur árum. Seðlabankinn í samvinnu við Fjármálaeftirlitið (FME) efndu nú í sumar til viðræðna við sérfræðinga stærstu viðskiptabankanna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Skipst var á skoðunum um bestu framkvæmd hennar og gagnsemi opinberrar birtingar á viðmiðum bankanna um áhættustýringu. Samkomulag náðist um þau meginatriði sem stuðla að bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Atriðin er að finna í rammagrein 3. FME hefur einnig kynnt þau í umræðuskjali í aðdraganda þess að FME setji leiðbeinandi tilmæli þar að lútandi. Vonir standa til að niðurstaðan stuðli að aukinni varúð í lausafjárstýringu gengisbundinna liða.

Á innlendum verðbréfamörkuðum hafa orðið nokkrar breytingar á framkvæmd viðskipta og uppgjör og reynt hefur á skilvirkni markaðanna á síðustu sex mánuðum. Útgáfa íbúðabréfa í Euroclear-verðbréfaskráningarkerfinu eykur samkeppni og þar með aðhald með innlendum markaði. Kauphöllin í Helsinki hefur formlega bæst í Norex-kauphallarbandalagið sem styrkir samstarfið verulega. Útboð hlutafjár í KB banka hf. var hið stærsta sem fram hefur farið hér á landi og heppnaðist það vel og sýndi getu markaðarins til að annast stórt útboð og millifæra stórar fjárhæðir á milli aðila án hnökra. Framkvæmd við útgáfu íbúðabréfa og skipti eldri húsbréfa gengu á heildina litið greiðlega fyrir sig en skammur tími til að ákveða skipti, takmörkuð upplýsingagjöf og langur tími sem fór í að skrá nýju bréfin í verðbréfamiðstöð voru helstu annmarkarnir.

Reynsla er nú komin á reglur um starfsemi greiðslukerfa sem Seðlabankinn setti í október 2003. Að mati bankans hafa þessar reglur stuðlað að auknu réttaröryggi og gegnsæi að því er varðar starfsemi kerfanna. Seðlabankinn hefur frá miðju ári 2002 unnið að því í nánú samstarfi við lánastofnanir að ávallt verði fullnægjandi veðtryggingar fyrir heimildum þeirra í greiðslukerfum. Með þeim breytingum sem gerðar hafa verið á greiðslukerfum hér á landi á undanförunum árum telur bankinn að verulegur ár-

angur hafi náðst í að takmarka lagaáhættu, greiðslu-áhættu, lausafjárahættu og uppgjörsáhættu í greiðslu-kerfum. Að því er varðar næstu skref telur Seðla-
bankinn að nú sé bæði tækifæri og þörf á að huga vel að stjórnun rekstraráhættu í greiðslu-kerfunum.

Stöðugleiki fjármálakerfisins er tvíþættur. Annars vegar er sú áhætta sem kerfinu er búin og hins vegar er viðnámsþróttur þess. Áhætta verður ætíð til staðar þótt unnt sé að halda henni í skefjum að vissu marki. Að því marki sem ekki er unnt að forðast áhættu hlýtur verkefni þeirra sem stuðla vilja að fjármálastöðugleika að beinast að eflingu viðnáms-
þróttar, þ.e. stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi eins og segir í lögum um Seðlabanka Íslands. Fyrirsjáanlegt var að þjóðhagslegt ójafnvægi myndi aukast samfara þeim miklu framkvæmdum sem hafnar eru og standa munu næstu ár. Af þeim sökum eykst sú áhætta sem fjármálakerfinu er búin. Ánægju-
legt er að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og –markaða hefur verið að eflast samhliða og verður að teljast góður.

Aðstæður og horfur í þjóðarbúskapnum og ytri skilyrði

Efnahagsbati í viðskiptalöndum heldur áfram en þó hægir á

Efnahagsþróunin í viðskiptalöndunum snertir stöðugleika fjármálakerfisins á Íslandi einkum með tvennum hætti. Í fyrsta lagi hafa efnahagsleg skilyrði í viðskiptalöndunum áhrif á viðskiptakjör þjóðar-
búsins og afkomu fyrirtækja, einkum útflutnings-
fyrirtækja. Í öðru lagi hefur hún áhrif á vexti sem fjármálafyrirtæki, viðskiptavinir þeirra og aðrir greiða til útlanda. Þá kann erlend efnahagsþróun að hafa áhrif á gengi krónunnar og þar með afkomu bæði fjármála-
stofnana og viðskiptavina þeirra.

Frá því að gerð var úttekt á þjóðhagslegum skil-
yrðum fjármálastöðugleika í mars sl. hefur batinn í heimsbúskapnum haldið áfram á öllum helstu markaðssvæðum. Atvinnuþróun í Bandaríkjunum á tímabilinu mars til maí þótti skjóta sterkari stöðum undir efnahagsbatann þar en áður. Bjartsýnin sem tölur um bata vöktu dofnaði þó nokkuð þegar í ljós kom að atvinnusköpunin í júní og einkum júlí hafði verið mun minni og nokkuð dró úr hagvexti á öðrum fjórðungi ársins. Flestir virðast þó þeirrar skoðunar

að lægðin muni ekki vara lengi og hefur hagvaxtarhlé þetta af flestum verið sett í samhengi við snarpa hækkingu olíuverðs undanfarna mánuði, sem telja má líklegt að muni ganga að einhverju leyti til baka á næstu misserum.

Ferli vaxtahækkana hafið í Bandaríkjunum og víðar – tíðindalítið á gjaldeyrismörkuðum

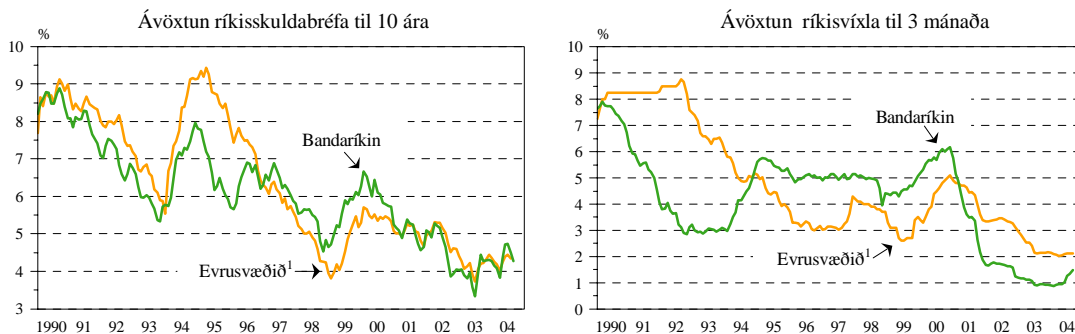
Þessa þróun má t.d. sjá í þeirri ákvörðun bandaríska seðlabankans að hækka stýrivexti um 0,25 prósentur í ágúst. Var það í annað skipti á árinu sem bankinn hækkaði vexti. Áður hafði hann hækkað vexti um 0,25 prósentur í júní. Eftir sem áður eru stýrivextir í Bandaríkjunum afar lágir, aðeins 1,5%. Englands-
banki hefur einnig hækkað vexti umtalsvert frá því að síðasta stöðugleikaskýrsla var gefin út, eða um 0,75 prósentur. Stýrivextir Englandsbanka eru nú 4,75%, en bankinn hóf að hækka vexti fyrr en flestir aðrir helstu seðlabankar heims. Frá sl. hausti hefur hann hækkað vexti um samtals 1,25 prósentur í fimm skrefum. Seðlabanki Evrópu heldur enn að sér höndum og hefur um langt skeið haldið stýrivöxtum sínum í 2%, enda fer efnahagsbatinn í Evrópu hægt af stað. Vaxtaþróunin á evrusvæðinu skiptir mestu máli fyrir fjármálafyrirtæki á Íslandi, enda eru tveir þriðju hlutar skulda íslenska þjóðarbúsins í evrum.²

Vaxtahækkunir bandaríska seðlabankans komu ekki sérlega á óvart og ættu því ekki að hafa áhrif á fyrra mat á ytri skilyrðum fjárhagslegs stöðugleika. Vextir bandarískra ríkisskuldabréfa til tíu ára hafa heldur lækkað að undanfögnu, eftir hækkingu frá miðbiki sl. árs, og eru um þessar mundir heldur lægri en fyrir ári og aðeins lítillega hærrí en þegar síðasta úttekt var gerð. Munur á vöxtum skuldabréfa til skamms og langs tíma hefur minnkað töluvert, því á sama tíma og vextir til 10 ára hafa lækkað hafa vextir til skemmri tíma hækkað. T.d. var munur á vöxtum bandarískra ríkisskuldabréfa til tíu og tveggja ára jafnan á bilinu 2,2-2,4 prósentur fyrstu þrjú mánuði ársins, en að undanfögnu hefur bilið minnkað í tæplega 1,8 prósentur. Hækkingu vaxta til tveggja ára endurspeglar meðal annars væntingar um nokkru hraðari hækkingu skammtímavaxta á næstu tveimur árum en áður var talið. Á evrusvæðinu hafa langtímavextir að undanfögnu einnig verið svipaðir og vikurnar fyrir birtingu síðustu greiningar í *Peningamálum* 2004/1.

2. Sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2004/2, bls. 6-7.

Mynd 1

Erlend vaxtaþróun 1990-2004 (mánaðarleg meðaltöl)



1. Evrusvæði frá janúar 1994 (langtímavextir) og nóvember 1997 (skammtímavextir) en tölur fyrir Þýskaland áður. Heimildir: EcoWin, Eurostat.

Eins og ítarlega var fjallað um í *Peningamálum* 2004/2 (sjá rammagrein 1) gerir hátt hlutfall skulda á breytilegum vöxtum eða til skamms tíma þjóðarbúskapinn afar næman fyrir erlendum vaxtabreytingum, ekki síst fyrirtæki og fjármálastofnanir. Láns-tíminn hefur þó heldur lengst að undanfögnu. Eins og fram hefur komið (sjá umfjöllun um fjármálaleg skilyrði á bls. 19-22) hafa erlend fjármálaleg skilyrði í raun lítið breyst enn sem komið er. Enn sem komið er hefur því ekki reynt á hve berskjaldaður þjóðarbúskapurinn er gagnvart sveiflum í vöxtum.

Skuldir þjóðarbúsins jukust verulega á fyrri helmingi ársins

Útrás íslenskra fyrirtækja, ekki síst fjármálafyrirtækja hefur leitt til þess að eignir og skuldir þjóðarbúsins hafa aukist verulega, skuldir þó umtalsvert meira. Hrein erlend staða þjóðarbúsins versnaði á fyrstu sex mánuðum ársins og mátti rekja það að mestu leyti til aukinnar erlendra skuldsetningar bankakerfisins. Hrein skuldastaða³ þjóðarbúsins fór úr um 100% í lok árs 2003 í um 107% af VLF í lok annars ársfjórðungs.⁴ Verg erlend skuldastaða⁵ sem hlutfall af landsframleiðslu var orðin um 157% í lok júní sl. eða um 1.370 ma.kr.⁶ Matsfyrirtækin sem meta láns hæfi ríkissjóðs hafa öll á síðustu misserum lýst yfir áhyggjum af þessari þróun og hafa sum hver

jafnvel talið að verulega verri skuldastaða hamli hærri láns hæfiseinkunn ríkissjóðs eða gæti jafnvel lækkað hana.

Skuldastaðan kann að vera nokkuð næm fyrir sveiflum í gengi gjaldmiðla. Sveiflur gengis helstu gjaldmiðla heims hafa þó ekki orðið miklar frá því í mars sl. Gengi evru gagnvart Bandaríkjadal hefur haldist vel undir hámarki sem náðist snemma árs, en lengst af verið á bilinu 1,19 til 1,23. Á sama tíma hefur jenið heldur veikst gagnvart Bandaríkjadal.

Hátt olíuverð hefur umtalsverð áhrif á ýmsar atvinnugreinar

Verðlag sjávarafurða hefur lítillaga styrkst frá marsmánuði, en er enn nokkru lægra en fyrir ári. Álverð hefur haldist allhátt, eftir tímabil hækkunar sem hófst vorið 2003. Breytingar sem hafa orðið á útflutningsverði hafa lítil áhrif á mat á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika. Innflutningsverð hefur á hinn bóginn hækkað verulega frá því að síðasta úttekt á fjármálastöðugleika var gerð, einkum, hráefna-, olíu- og bensínverð. Fyrstu þrjú mánuði ársins kostaði olía á heimsmarkaði u.þ.b. 32 dali fatið að meðaltali, en undanfarna þrjú mánuði hefur verðið legið í 40 dölum fatið og fór tímabundið yfir 44 dali (sjá nánar rammagrein 3 í greininni um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum, hér að framan). Hækkandi olíuverð getur haft umtalsverð áhrif á ýmsar atvinnugreinar, ekki síst sjávarútveginn.

Meiri viðskiptahalli en reiknað var með í síðustu úttekt eykur hættu á óstöðugleika síðar

Þegar síðasta úttekt var gerð á stöðugleika fjármála-

3. Hrein skuldastaða (skuldir að frádrögnum eignum) án áhættufjármagns (bein fjárfesting og hlutafé).

4. Bráðabirgðatölur.

5. Án áhættufjármagns.

6. Bráðabirgðatölur.

kerfisins lágu ekki fyrir tölur um hagvöxt á öllu sl. ári og engar um hagvöxt á yfirstandandi ári. Skemmst er frá því að segja að hagvöxtur á sl. ári reyndist meiri en reiknað var með í mars, eða 4,3% í stað 2¼%, eins og reiknað var með í spá sem þá var birt. Tölur um hagvöxt á fyrri helmingi þessa árs benda ekki til að slaknað hafi á hagvextinum það sem af er ári, eins og fjallað er um í kaflanum um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum hér að framan. Fjármunamyndun hefur aukist hratt eins og við var búist og vöxtur einkaneyslu hefur verið örari en ársvöxtur hennar í þeim þjóðhagsspám sem birtar hafa verið.

Í takt við mikinn vöxt innlestrar eftirspurnar hefur viðskiptahallinn aukist hraðar en reiknað var með í spám sem birtar voru í *Peningamálum* 2003/4 og 2004/1. Í júníbyrjun spáði bankinn viðskiptahalla á þessu ári er næmi 8¼% af landsframleiðslu, samanborið við 7½% halla í spánni sem birtist í mars, en í sama hefti birtist síðasta úttekt á fjármálastöðugleika.

Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika skiptir þó ekki síður máli að í síðustu spá bankans var gert ráð fyrir mun meiri halla árin 2005 og 2006, eða á þeim tíma sem framkvæmdir við virkjanir og álver verða í hámarki. Jafnframt skýrist minni hluti hallans, en áður var gert ráð fyrir, af fjárfestingu í virkjunum og stóriðju, eða einungis þriðjungur. Þótt reiknað sé með að fjármögnun viðskiptahallans verði tiltölulega greið næstu tvö árin eykur þessi staða hættu á vandamálum síðar. Í því sambengi er rétt að minna á að við greiningu á stöðu fjármálakerfisins er nauðsynlegt að horfa lengra fram í tímann en gert er að öllu jöfnu þegar teknar eru ákvarðanir í peningamálum. Meira ójafnvægi í ytri jöfnuði þjóðarbúskaparins er því óhagstætt frá sjónarhóli fjármálalegs stöðugleika, jafnvel þótt ólíklegt sé að neikvæðra afleiðinga þess gæti næstu árin.

Verðbólga jókst í sumarbyrjun

Í *Peningamálum* 2004/1 var greint frá lágrri verðbólgu og útlitið í verðlagmálum talið gott, en á það bent að gengisþróun gæti ráðið miklu um framhaldið. Í maí og júní jókst verðbólga verulega og var nálægt efri þolmörkum í júní. Með hliðsjón af spá bankans frá því í júní ætti þessi uppsveifla verðbólgu, sem kom nokkru fyrir en spáð var, að hjaðna þegar líður á næsta ár. Sem fyrir hvílir spáin á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist sterkt. Hækkun orkuverðs á alþjóðlegum markaði á nokkurn þátt í aukinni verðbólgu að

undanförnu og má gera sér vonir um að þau áhrif muni ganga til baka innan spátímabilsins. Til lengri tíma litið hefur þróunin á húsnæðismarkaði einnig veruleg áhrif. Vegna þeirra miklu framkvæmda sem eru framundan er nauðsynlegt að horfa lengra fram á veginn en venja er. Hættan á aukinni verðbólgu vex er líður á framkvæmdatímabilið og aðgerðir bankans í peningamálum munu óhjákvæmilega þurfa að taka mið af henni. Nokkuð eykur á hættuna að þjóðarbúskapurinn skuli nú vera að fara inn í þetta mikla framkvæmdaskeið með minni slaka og meiri verðbólgu en áður var reiknað með.

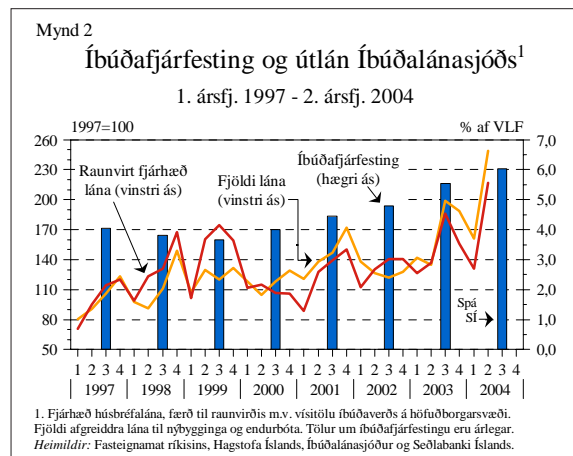
Eins og oft hefur verið nefnt á þessum vettvangi getur mikil og óvænt verðbólga haft afar slæm áhrif á fjárhagslega stöðu heimila landsins sökum útbreiddrar verðtryggingar, einkum ef hún fer saman við lækkandi gengi og almennan samdrátt í þjóðarbúskapnum. Takist að beita peningastefnunni til þess að halda verðbólgu í skefjum á meðan góður þróttur er í efnahagslífinu minnka líkur á slíkri atburðarás.

Íbúðaverð enn á uppleið en framboð hefur aukist á móti og kann að hamla gegn verðhækkunum á næstunni

Undanfari margra ef ekki flestra fjármálakreppna sem skekið hafa þjóðir heims hefur verið mikil hækkun eignaverðs ásamt örum vexti útlána.⁷ Í ljósi þess að hvort tveggja hefur einkennt efnahagsþróunina á Íslandi undanfarin ár er rík ástæða til að fylgjast náið með þróun eignaverðs. Þetta á sérstaklega við um verðþróun fasteigna en einnig hlutabréfa. Hvort tveggja hefur verið á hraðri uppleið undanfarið ár. Þegar síðasta úttekt á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika var gerð í mars virtist þó sem uppsveifla íbúðaverðs hefði stöðvast eða a.m.k. dregið verulega úr henni. Minni hækkun húsnæðisverðs var talin jákvæð fyrir stöðugleika fjármálakerfisins til lengri tíma litið. Hins vegar var á það bent að óvissa á vinnumarkaði vegna lausra kjarasamninga og fyrirhugaðar breytingar á íbúðalánakerfinu kynnu að hafa dregið tímabundið úr eftirspurn. Líklega hefur það verið rétt ályktun, því að á svipuðum tíma og kjarasamningar náðust tók húsnæðisverð að hækka hraðar en það hafði gert nokkru áður. Ekki verður fullyrt að

7. Sjá t.d. Borio, Claudio, og Philip Lowe, Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Papers* nr. 114, júlí 2002.

dregið hafi úr vextinum í sumar þótt lítilliga hafi dregið úr ársþækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði jókst mjög í fyrra og eru horfur á að vöxturinn verði ekki minni í ár. Sumir fasteignasalar telja að mikið framboð íbúðarhúsnæðis sé farið að hamla gegn verðhækkunum á höfuðborgarsvæðinu ef frá eru talin einstök svæði nálægt miðborg Reykjavíkur.



Útlánavöxturinn hefur heldur hjadnað en er enn of mikill

Mikill útlánavöxtur sem fylgt hefur hækkun eignaverðs undanfarin ár – enda um nátengd fyrirbæri að ræða – hefur valdið Seðlabankanum nokkrum áhyggjum. Eftir að síðasta skýrsla var gefin út bárust gögn er sýndu enn meiri vöxt útlána en fyrr og virðist sem ársvöxtur innlendra útlána innlánsstofnana hafi náð hámarki í mars og apríl við u.þ.b. 24%. Þótt vöxturinn hafi lítilliga hjadnað síðan þá er hann þó enn mun meiri en til lengdar fær samrýmst stöðugleika í peningamálum eða fjármálakerfisins. Fjallað er nánar um skuldir heimila og fyrirtækja hér á eftir.

Gengi hlutabréfa hefur hækkað verulega frá síðustu úttekt

Í Peningamálum 2004/1 var frá því greint að verð hlutabréfa hefði hækkað mikið á skömmum tíma, en á það bent að verðið væri eigi að síður mun lægra en á árunum 2000-2001, ef miðað er við algenga mælikvarða á verð hlutabréfa. Þeir bentu þó til að verð hlutabréfa einstakra fyrirtækja væri orðið afar hátt. Ennfremur var talið veikleikamerki að fáir innbyrðis tengdir aðilar stæðu að því er virtist á bak við aukna

eftirspurn en stofnanafjárfestar héldu að sér höndum. Þá höfðu hlutabréfakaup með skuldsetningu átt þátt í að knýja verð einstakra fyrirtækja upp. Þetta var talið auka hættu á keðjuverkandi lækkun síðar, reyndist einhverjum kaupendum erfitt að standa við skuldbindingar sínar. Því væri ástæða til sérstakrar varúðar við kaup á hlutabréfum. Frá því í mars hefur gengi hlutabréfa sem skráð eru í Kauphöll Íslands hækkað enn frekar, eða um rúmlega 40% frá miðjum marsmánuði til miðs september. Því er ástæða til að skoða verð hlutabréfa með enn gagnrýnni huga en fyrr.

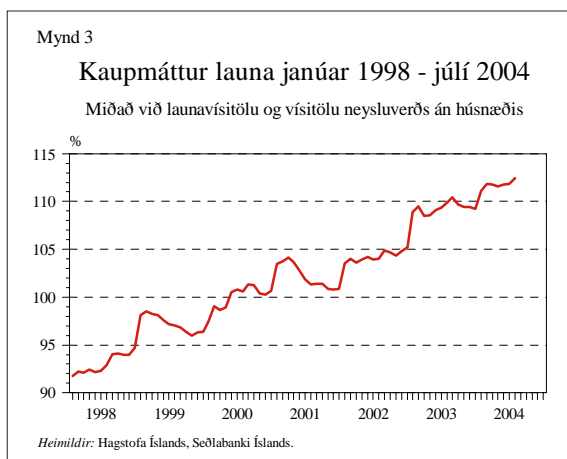
Vaxtahækkunarferlið er hafð

Frá útgáfu síðustu stöðugleikaskýrslu hefur Seðlabankinn þrívaxta hækkað stýrivexti, samtals um 0,95 prósentur í 6,25%. Eins og fram hefur komið hér að framan hafa fjármálaleg skilyrði fyrirtækja líklega þrengst nokkuð af þeim sökum, en lækkun á vöxtum íbúðalána með nýju íbúðalánakerfi vegur sennilega þyngra þegar meta skal fjármálaleg skilyrði heimila. Ávöxtunarkrafa húsbrefa hefur reyndar hnikast upp á við eftir síðustu vaxtahækkun, en hverfandi lítill velta er með þennan skuldabréfaflokk eftir breytingarnar. Þróunin á eftirmarkaði með húsbref ætti að auki ekki að hafa áhrif á efnahag heimilanna nema í gegnum skuldabréfaeign þeirra. Þótt nokkuð hafi þrengt að fjármálalegum skilyrðum fyrirtækja með vaxtahækkunum erlendis og hér heima og styrkingu gengis krónunnar er ljóst að ekki hafa orðið miklar breytingar á fjármálalegum skilyrðum í heild enn sem komið er.

Heimilin

Í síðustu tveimur úttektum á fjármálastöðugleika hefur staða heimilanna verið talin tiltölulega traust til skamms tíma litið, en miklar og ört vaxandi skuldir á sama tíma og íbúðaverð hefur verið í sögulegu hámarki taldar hættumerki til lengri tíma litið. Ástæða þess að staða heimilanna hefur verið talin nokkuð traust til skamms tíma litið er að litlar líkur virðast á tekjubresti meðan tímabil mikilla framkvæmda gengur yfir á næstu þremur árum. Líkur á bakslagi gætu hins vegar aukist að því loknu. Ekki hafa heldur verið merki um veruleg vanskil einstaklinga í bankakerfinu er bent gætu til erfðrar stöðu, þótt fjöldi árangurslausra fjárnáma geti gefið vísendingu um hið gagnstæða, eins og fjallað verður nánar um síðar.

Fátt bendir til annars en að fyrri greining á stöðu heimilanna eigi í meginatriðum enn við rök að styðjast. Kaupmáttur launa heldur áfram að aukast frá fyrra ári þótt verðbólguuppsveiflan undanfarna mánuði hafi höggvið nokkurt skarð í hann. Atvinnuhorfur verður að telja almennt góðar, þótt atvinnuleysi hafi reyndar þokast upp á við að teknu tilliti til árstíma. Skammtímavextir hafa hækkað nokkuð í takt við stýrivexti Seðlabankans, en á móti koma ódýrari íbúðalán en áður voru í boði. Skammtímastaðan virðist því nokkuð traust. Sem fyrr er það hins vegar samspil vaxandi skulda, sem enn sér ekki fyrir endann á, og hás íbúðaverðs sem er megináhyggjuefnið.



Skuldir einstaklinga jukust hratt í fyrra en heldur hefur hægt á vextinum í ár

Eftir samfellda skuldaaukningu í hartnær aldarfjórðung jukust skuldir íslenskra heimila með mesta móti á árinu 2003, eða um rúm 15%. Áætlað er að í árslok hafi þær numið u.þ.b. 180% af ráðstöfunartekjum og 96% af landsframleiðslu. Framangreind skuldahlutföll eru reiknuð miðað við endurbætta lánaflökkun, sem olli nokkurri lækkun frá fyrri áætlunum, en breyting milli ára er reiknuð með því að draga frá áætluð áhrif þess að flokkun útlána var breytt í september árið 2003.⁸ Það sem af er ári hefur skuldaaukningin haldið áfram, en þó heldur hægar en í fyrra. Frá áramótum til júníloka jukust skuldir einstaklinga um 5%. Virðist vöxtur skulda einstaklinga

8. Með breytingunni fluttust 93 ma.kr. skuldir af heimilunum yfir á fyrirtæki og hið opinbera.

undanfarna mánuði að mestu leyti bundinn við íbúðalán, sem bera tiltölulega hóflega vexti miðað við annað lánsfé og endurgreiðast á löngum tíma.

Nýlega hófu innlánsstofnanir og a.m.k. einhverjir lífeyrissjóðir að bjóða íbúðalán á sambærilegum kjörum og Íbúðalánasjóður. Ólíkt lánnum Íbúðalánasjóðs eru kaup á húsnæði ekki forsenda lánveitingar. Líklegt er að þessi nýja samkeppni hraði uppgreiðslum eldri íbúðalána sem bera hærri vexti, t.d. húsbrefalána og lífeyrissjóðslána.⁹ Jafnframt mun hún auðvelda einstaklingum að fjármagna neyslu með því að lækka eigið fé sem bundið er í húsnæði. Ekkert er því til fyrirstöðu að tekin séu hærri lán en þau sem greidd eru upp ef veðrymi er fyrir hendi, og ef lánstími er lengdur um leið og vextir lækka er hugsanlegt að einstaklingar geti útvegað fé til einkaneyslu án þess að auka greiðslubyrði sína til skamms tíma. Töluverðan vaxtamun þarf þó í mörgum tilvikum til að lántökukostnaður vegi ekki upp sparnaðinn. Ef að líkum lætur mun þessi nýjung ýta undir frekari skuldasöfnun heimila. Einnig má vænta þess að ef vaxtastig er lægra til lengri tíma litið muni það draga úr eignamyndun lífeyrissjóða.

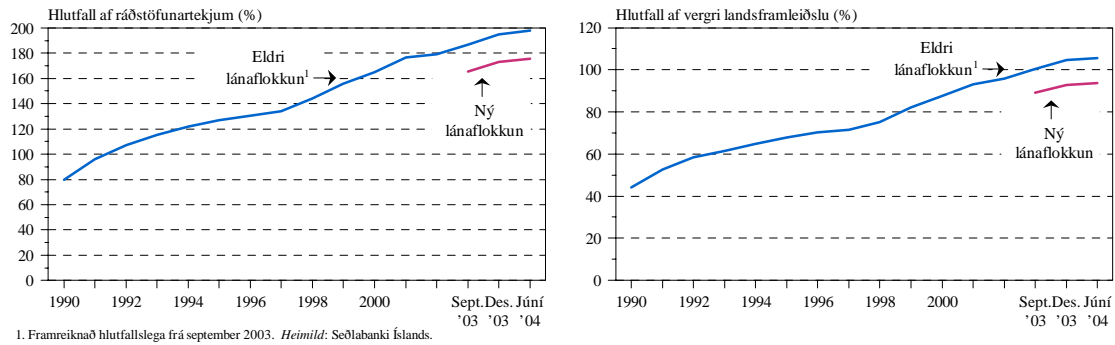
Eru miklar skuldir heimilanna hættumerki?

Enn eitt sögulegt hámark skulda heimilanna gefur til efni til að fara á ný yfir aðferðir og gögn um skuldir og eignir heimila sem stuðst er við þegar lagt er mat á þjóðhagslegar forsendur fjármálastöðugleika. Viðfangsefni greiningar á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika snýst yfirleitt ekki um að spá fyrir um vandamál eða kreppuástand í nálægri framtíð heldur greina aðstæður sem við sérstök skilyrði gætu valdið fjármálakerfinu skakkaföllum. Vandinn við slíka greiningu felst ekki síst í því að ójafnvægi getur magnast á löngum tíma og valdið því að fjármálakerfið verður berskjaldaðra en ella án þess að alvarleg eftirköst komi fram fyrir en einhver áföll dynja yfir löngu seinna. Slík hægfara mögnun getur staðið árum eða jafnvel áratugum saman, stundum sem hluti af alþjóðlegu ferli, áður en afleiðinganna verður vart í fjármálalegum óstöðugleika. Stofnanir sem ber að hafa eftirlit með stöðugleika fjármálakerfisins standa frammi fyrir þeim vanda að erfitt er að meta það hvenær berskjöldun einstakra geira fjár-

9. Í sumum tilfellum hafa vextir eldri íbúðalána einnig verið lækkaðir.

Mynd 4

Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum eða vergri landsframleiðslu 1990-2004

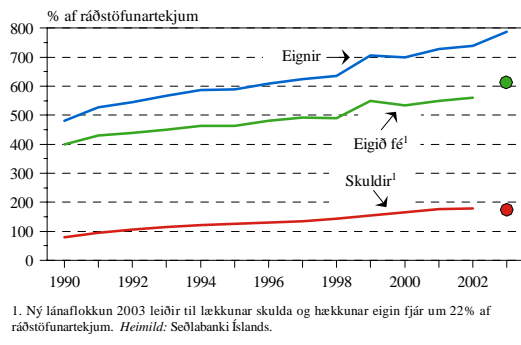


málakerfisins eða þjóðarbúsins alls verður að raunverulegu en ekki aðeins hugsanlegu vandamáli. Viðvaranir sem endurteknar eru með reglulegu millibili árum saman án þess að nokkuð markvert gerist kunna að glata trúverðugleika sínum. Þar með er þó ekki sagt að þær hafi verið rangar. Þær kunna jafnvel að eiga nokkurn þátt í því að afstýra vandanum. Þetta er hollt að hafa í huga þegar fjallað er um vaxandi skuldir íslenskra heimila og lagt mat á hugsanlegar afleiðingar þeirra fyrir heilbrigði fjármálakerfisins er fram líða stundir.

Hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum er notað sem mælikvarði á viðkvæmni efnahags einstaklinga fyrir áföllum vegna þess að það gefur vísbendingu um hve stórum hluta tekna sem þeir hafa til ráðstöfunar á hverjum tíma þarf að verja til greiðslu vaxta og afborgana síðar. Eftir því sem hlutfall óumflýjanlegra – til skamms tíma litið – skuldbindinga er hærra miðað við tekjur aukast líkur á að einstaklingar geti lent í erfiðleikum við að standa við skuldbindingar sínar, t.d. þegar tekjur dragast saman. Hlutfallsleg greiðslubyrði fjárskuldbindinga einstaklinga ræðst þó ekki aðeins af skuldastofni, heldur einnig af vöxtum, verðtryggingu, líftíma lána og öðrum skuldbindingum sem ekki verða auðveldlega umflúnar. Hér á landi er þó meginhluti fjárskuldbindinga einstaklinga vegna eigin húsnæðis. Þegar lagt er mat á greiðslubyrði til lengri tíma þarf einnig að skoða hversu öruggar eða sveiflukenndar tekjur einstaklinga eru. Þá kemur til álita hversu auðveldlega einstaklingar geta breytt skilmálum skuldbindinga sinna á hverjum tíma, t.d. með því að lengja endurgreiðslutímann eða velta áfram skammtímalánum.

Mynd 5

Eignir, skuldir og eigið fé heimila 1990-2003



Frekar en að líta á hlutfall skuldastofns á móti tekjum er auðvitað einnig hægt að afla upplýsinga um greiðslubyrðina beint. Þær upplýsingar liggja þó ekki fyrir nema að hluta. Því verður að beita grófum áætlunum sem hvort sem er byggja á stærð og samsetningu skuldastofns. Um þær áætlanir er fjallað nánar hér á eftir, en fyrst er vikið nánar að skuldahlutföllum. Loks er rétt að hafa í huga að dreifing skulda skiptir máli ekki síður en heildarskuldbyrðin. Sama skuldbyrði getur því verið misáhættusöm, eftir því á hve margar herðar hún fellur.

Upplýsingar um greiðslubyrði eru brotakenndar en hún virðist afar há

Eins og getið var um hér að framan má einnig meta skuldaáhættu heimilanna á grundvelli upplýsinga sem aflað hefur verið um greiðslubyrðina beint. Gögn um hana eru strjál héraendis og talsverður vandi

Rammagrein 1 Skuldir heimilanna í alþjóðlegum samanburði

Skuldir íslenskra heimila eru háar en ekki hæstar í alþjóðlegum samanburði

Eins og fram hefur komið veitir stofn skuldar ófullkomnar upplýsingar um hversu mikla byrði hann leggur eða gæti hugsanlega lagt á framtíðartekjur einstaklinga. Hlutfall sem er hátt í sögulegum eða alþjóðlegum samanburði gæti þó verið hættumerki. Um aldarfjórðungs skuldasöfnun íslenskra heimila verður ekki fjölyrt frekar að þessu sinni, en sjónum beint að stöðu íslenskra heimila í samanburði við önnur lönd. Slíkur samanburður er þó ekki síður vandmeðfarinn. Staða Íslands í samfélagi þjóðanna gefur ekkert endanlegt svar við spurningunni um hvort hætta stafi af mikilli skuldsetningu einstaklinga. Aðrar þjóðir hafa einnig gengið í gegnum tímabil skuldasöfnunar á undanförunum árum. Þjóðarbúskapur þeirra kann því einnig að hafa orðið berskjaldaðri en áður.

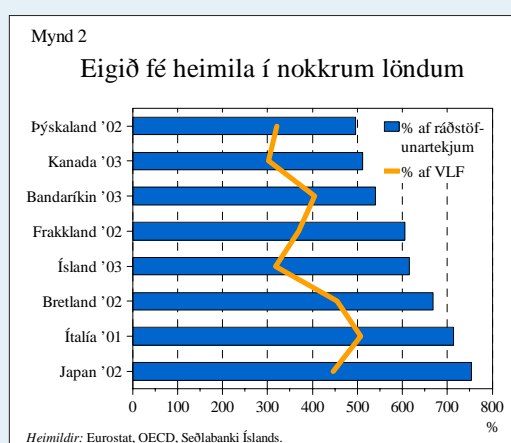
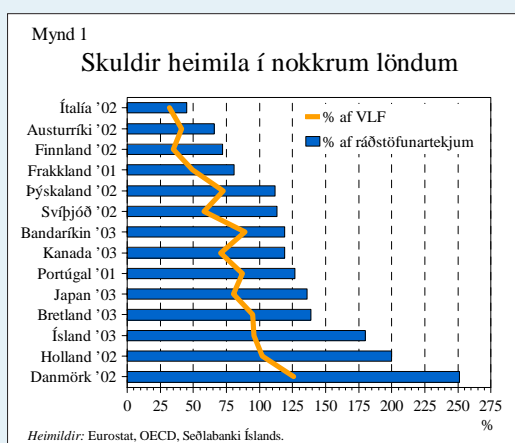
Stærð opinbera geirans, íbúðaeign, lífeyrissjóðir og aldur þjóðar skýra hátt skuldahlutfall að nokkru leyti

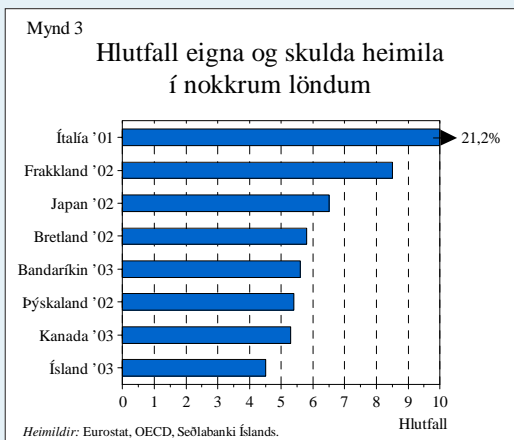
Skuldir íslenskra heimila eru með því hæsta sem gerist í samanburðarlöndum, hvort heldur sem miðað er við ráðstöfunartekjur eða landsframleiðslu. Á mynd 1 eru sýnd skuldahlutföll heimila í nokkrum löndum. Ísland er þriðja hæst í þessum hópi, á báða mælikvarða, en minni munur er á skuldum Íslendinga og næstu þjóða fyrir neðan ef miðað er við landsframleiðslu. Ýmsar skýringar á háum skuldum íslenskra heimila miðað við ráðstöfunartekjur koma til greina. Í löndum þar sem

opinberi geirinn er stór eru ráðstöfunartekjur minni sem nemur hærri tekjusköttum. Eðlilegt er að hlutfall skulda á móti ráðstöfunartekjum sé herra á Íslandi en t.d. í Japan eða Bandaríkjunum. Hlutfall skulda af landsframleiðslu er hins vegar óháð sköttum.

Önnur skýring á miklum skuldum heimila á Íslandi er hve hátt hlutfall húsnæðis er í eigu íbúa. Hér á landi er liðlega 80% húsnæðis í eigu íbúa samanborið við t.d. tæplega 70% í Bretlandi, 55% í Frakklandi og liðlega 40% í Þýskalandi, en þar er einmitt hvað lægst hlutfall húsnæðis í eigu íbúa í hinum vestræna heimi. Fjölskyldur sem búa í leiguhúsnæði borga húsaleigu í stað vaxta og afborgana af íbúðalánnum. Fjárhagslegar skuldbindingar þeirra eru ekki endilega minni og e.t.v. litlu auðveldara að komast undan þeim, t.d. með því að minnka við sig húsnæði, en skuldbindingum íbúðar-eigenda.

Ef mikil íbúðaeign skýrir hátt hlutfall skulda felur það í sér að heimilin eiga að öllum líkindum töluverðar eignir á móti skuldunum. Ef eignirnar eru seljanlegar og verðmætari en skuldirnar leiða tímabundnir greiðsluferðleikar síður til vanda í fjármálakerfinu. Gróft mat á eigin fé heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur eða landsframleiðslu í nokkrum ríkjum má sjá á mynd 2 og hlutfall eigna og skulda á mynd 3. Þar lendir Ísland neðar en ýmsar stórþjóðir sem heimildir eru auðfengnar um, en stendur sumum þeirra þó ekki langt að baki.





Í tölum um skuldir hér á landi og þó einkum um eignir heimilanna er ýmislegt aðeins lauslega áætlað. Með þeim fyrirvara er hlutfall eigin fjár af landsframleiðslu ekki úr takti við það sem gerist meðal helstu efnahagsveldanna. Þar munar verulega um íslensku lífeyrissjóðina, en inneignir hjá lífeyrissjóðum og tryggingafélögum eru taldar með eigin fé í tölum af þessu tagi. Hér ber þó að hafa í huga að andvirði lífeyris- eignar verður ekki notað til uppgreiðslu skulda ein-

staklings í vanskilum. Hins vegar felur lífeyriseign í sér tryggingu fyrir framtíðartekjustreymi og dregur úr þörf fyrir eigið fé í formi skuldlítis húsnæðis í lok starfsævinnar. Einstaklingar með góð lífeyrisréttindi geta því leyft sér meiri skuldsetningu þegar dregur að lokum starfsævinnar en ella. Þetta kann að skýra hvers vegna hollensk, dönsk og íslensk heimili eru meðal þeirra skuldsettustu. Þessi lönd búa öll við öflug lífeyrisherfi.

Þriðja skýringin á skuldum íslenskra heimila er að Íslendingar eru að meðaltali yngri en samanburðarþjóðirnar og má telja víst að það dragi niður hlutfall eigin fjár af landsframleiðslu og hækki skuldir.

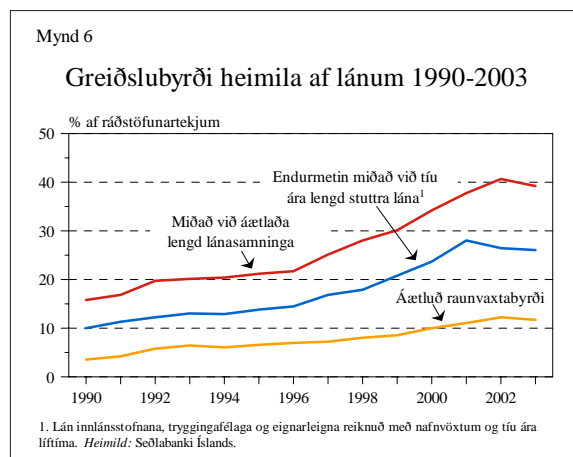
Loks er þess að geta að samkvæmt þeirri skilgreiningu á ráðstöfunartekjum sem hér hefur verið notuð á undanförunum árum eru fjármagnstekjur taldar með en vaxtagjöld koma til frádráttar. Þegar skuldir einstaklinga aukast hækkar því hlutfallið bæði vegna þess að teljarinn stækkar og nefnarinn minnkar.¹

1. Eðlilegra virðist að deila með þeim tekjum sem eru til ráðstöfunar til að standa undir vaxtabyrðinni.

að túlka þau, ekki síst vegna óvissu um raunverulega greiðslubyrði skammtímalána. Skýrasta dæmið eru sennilega yfirdráttarlán, sem formlega séð hafa ekki ákveðinn endurgreiðslutíma og bjóða við eðlilegar aðstæður afar sveigjanlegan greiðsluhraða, en kunna þó að vera afturkallanleg. Þótt skoða megi endurgreiðsluhraða skammtímalána frá ýmsum sjónar-

hornum er eigi að síður ljóst að greiðslubyrði af lánnum heimilanna hefur vaxið með aukinni skuldsetningu. Lenging formlegs eftirstöðvatíma lána annarra en húsnæðislána og lífeyrissjóðslána frá árinu 1990 úr rúmlega tveimur árum í tæp þrjú ár hefur þó unnið nokkuð á móti. Miðað við formlegan endurgreiðslutíma virðist greiðslubyrði af heildarlánnum heimilanna eigi að síður hafa vaxið úr 15% af ráðstöfunartekjum árið 1990 í tæp 40% á síðustu árum.

Að jafnaði velta heimilin hins vegar töluverðum hluta skammtímalána á milli ára. Hversu næm áætluð greiðslubyrði er fyrir breytileika raunverulegs endurgreiðslutíma sést á því að ef reiknað er með 10 ára virkri meðallengd skammtímalána allan tímann, má áætla að greiðslubyrðin hafi aukist úr um 10% af ráðstöfunartekjum árið 1990 í ríflega fjórðung.¹⁰ Þetta virðast trúverðugri tölur en hinar fyrrnefndu en þó afar háar t.d. með tilliti til þess að greiðslubyrði



10. Endurgreiðslutími lána Íbúðalánasjóðs hefur einnig lengst á síðustu árum. Vegna þess að upplýsinga um arboranir af lánnum Íbúðalánasjóðs er aflað beint frá sjóðnum ætti sú þróun að endurspeglast í þessum tölum.

bandarískra heimila af lántökum er talin hafa verið um 13% af ráðstöfunartekjum á síðasta ári. Aftur þarf að hafa í huga að í Bandaríkjunum eru tekjur hins opinbera um 31% af landsframleiðslu á móti 46½% hér árið 2003; að liðlega 80% húsnæðis er í eigu íbúa hér á landi á móti um 70% í Bandaríkjunum, og að hvers kyns leiguform á bifreiða- og bátaveign er visast algengara þar en hér. Reyndar er slík útleiga svo útbreidd að bandaríski seðlabankinn hefur víkkað út greiðslubyrðarhugtakið og safnar nú einnig upplýsingum um leigugreiðslur af bifreiðum, íbúða- og heimilistryggingum, fasteignagjöldum og margs konar sammingsbundnum og ófrávikjanlegum greiðslum heimilanna, hvort sem þær tengjast afborgunum og vöxtum af lánum eða einhvers konar leigugreiðslum. Að viðbættum lánagreiðslum fer heildarhlutfall þessara föstu greiðslna yfir 18% hjá heimilunum í heild og í 31% hjá þeim sem búa í leiguhúsnæði, en einungis 15,7% hjá þeim sem búa í eigin húsnæði.

Þótt raunverulegur endurgreiðslutími sé lengri en hinn formlegi og greiðslubyrði sem því nemur léttari kann hinn formlegi endurgreiðslutími að skipta verulegu máli við tiltekna aðstæður. Þegar efnahagur einstaklinga er undir verulegum þrýstingi kann hinn formlegi lánstími skyndilega að verða bindandi þegar hver lánastofnun reynir að tryggja eigin hag með því að neita að velta áfram skammtímalánum, afturkalla yfirdráttarheimildir o.s.frv. Þorri skulda einstaklinga er þó til langs tíma og í eigu þolinmóðra lánveitenda, sem að mestu leyti hafa trygg veð fyrir kröfum sínum.

Ef til vill felst meginhættan af vaxandi skuldum ekki fyrst og fremst í hættu á vanskilum margra heimila sem endað gætu sem töpuð útlán í fjármálakerfinu. Algengara er að útlán til fyrirtækja og atvinnuhúsnæðis valdi miklum töpum. Mikill hluti skulda einstaklinga er til mjög langs tíma og fyrir þeim eru að miklu leyti traust veð. Verði tekjufall hjá stórum hluta heimila, t.d. sakir atvinnuleysis, eða dragist kaupmáttur ráðstöfunartekna saman af völdum verðbólgu geta miklar skuldir hins vegar magnað samdrátt eftirspurnar sem af því hlýst, sérstaklega ef eignaverð hefur verið hátt, og það síðan valdið vanda í öðrum geirum, t.d. í verslun og þjónustu, byggingariðnaði eða framleiðslu fyrir innanlandsmarkað. Að því er íslenska þjóðarbúskapinn áhrærir er það kostur að nokkuð stór hluti þessara afleiddu áhrifa kemur fram utanlands og veldur sem því nemur minni sveiflum á innlendum vinnumarkaði.

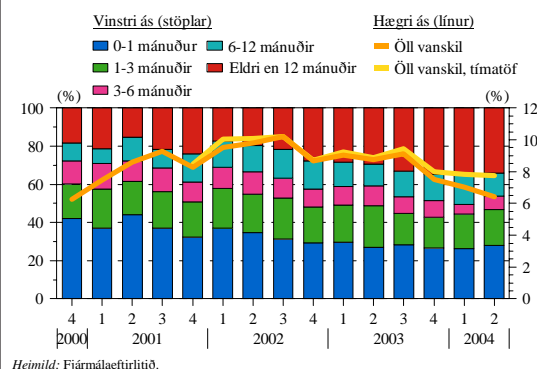
Skuldastaða einstaklinga hefur áhrif á sjálfvirka sveiflujöfnun í þjóðarbúskapnum. Heimili í rúmri fjárhagsstöðu eru væntanlega líklegri til að mæta tímabundinni niðursveiflu með lántöku eða hægari sparnaði en heimili sem skulda mikið eða hafa með öðru móti ráðstafað miklum hluta tekna sinna í sammingsbundnar greiðslur. Þess vegna verka stöndug heimili líkt og fyrirmyndarríkissjóðir sem reknir eru með afgangi í góðæri en leyfa sér halla á samdráttarskeiðum.¹¹

Mynd 7

Vanskil einstaklinga við banka og sparisjóði, ársfjórðungslegar tölur 2000-2004

Stöplar: Hlutfall vanskila hvers tímabils af heildarvanskilum.

Línur: Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána í lok sama tímabils, tafið um eitt ár.



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Árangurslausum fjárnámum fjölgar enn

Árangurslausum fjárnámum hjá einstaklingum hefur fjölgað verulega á síðustu misserum. Þau voru 8.688 á öllu síðasta ári og hafði fjöldi þeirra þá næstum þrefaldast yfir fimm ára tímabil. Þessari þróun virðist langt frá því að vera lokið því að þau voru 6.441 fyrstu sex mánuði þessa árs.

Fjöldi árangurslausra fjárnáma er aðeins önnur hlið málsins. Skortur á upplýsingum um fjárhæðir sem liggja til grundvallar fjárnámsbeiðnunum kemur í veg fyrir að hægt sé að alhæfa um umfang vandamálsins. Ekki er um að ræða sambærilega fjölgun gjaldþrotáurðurða en þeir voru 386 á árinu 2003 og 173 á fyrstu sex mánuðum þessa árs. Bendir það til

11. Reyndar er ekki óalgengt að opinberi geirinn lendi í svipaðri stöðu og heimili með miklar sammingsbundnar greiðslur þegar útgjöld eru bundin með lögum eða langtímasamningum, t.d. um heilbrigðismál, almannatryggingar og rekstur skóla. Hið opinbera hefur þó spil uppi í erminni sem heimilin hafa ekki, sem er skattlagningarvald í framtíðinni.

Rammagrein 2 Skuldir heimilanna og fyrirhuguð rýmkun húsnæðislána

Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá því í maí 2003 er svohljóðandi áhersluliður um húsnæðismál: „...haldið verði áfram endurskipulagningu á húsnæðismarkaði í samræmi við markmið um Íbúðalánasjóð. Lánshlutfall almennra íbúðalána verði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna, að ákveðnu hámarki. Leigumarkaður íbúðarhúsnæðis verði eflur.“

Markmiðið um rýmkun lánsréttar hefur ekki verið útfært, en nú er líklegt að dragi til tíðinda eftir að eftirlitsstofnun EFTA felldi í ágúst úrskurð um að starfsemi Íbúðalánasjóðs og hugmyndir um breytingar á henni samræmdust reglum hins evrópska efnahagssvæðis.

Til skoðunar hafa verið hugmyndir um að hækka lánshlutfall Íbúðalánasjóðs úr 65%-70% í 90% og hækka hámarkslán um allt að helming. Á móti kæmi til álita að stytta hámarkslánsstíma úr 40 árum í 30 og auka á kröfur um veð fyrir lánunum. Lánsréttur hefur reyndar þegar verið aukinn í 90% af kaupverði að því er áhrærir viðbótarlán fyrir tekjulægri lántakendur. Á árinu 2003 virðist tæpur þriðjungur lántakenda hafa tekið a.m.k. einhver viðbótarlán. Nýleg lækkun vaxta viðbótarlána ýtir undir eftirspurn eftir þeim.

Áhrif umræddra breytinga koma til viðbótar skuldaaukningu heimilanna undir núgildandi reglum. Skuldaaukning af völdum breytinganna virðist við lauslegar athuganir verða tiltölulega hófleg, eða á bilinu 2%-5%. Hún nær hámarki að fáum árum liðnum en síðan dregur úr áhrifum hennar þegar stytting lánsstímans fer að segja til sín. Jafnframt er áætlað að meðalvextir nýrra lána heimilanna lækki tímabundið um u.þ.b. ¼ úr prósentu vegna breyttrar lánasamsetningar.

Athuganir á sambandi neyslu, íbúðaverðs og íbúðafjárfestingar við tekjur, vexti og skuldir benda til þess að slík lækkun vaxta og greiðari aðgangur að lánsfæ auki neyslu og hækki íbúðaverð til skamms tíma, þótt aukin skuldsetning dragi úr neyslu almennt og geti virkað til lækkunar íbúðaverðs til lengri tíma. Með hækkingu íbúðaverðis eykst hvati til íbúðabygginga. Fyrirhugaðar breytingar á húsnæðislánum munu að líkindum auka þenslu eða vega gegn samdrætti þegar þær koma til framkvæmda. Hagvöxtur er áætlaður ¼ prósentu meiri en ella fyrsta árið og fara áhrifin hratt minnkandi eftir það. Gera má ráð fyrir að breytingarnar auki möguleika heimilanna á að ganga á eigið fé

sem bundið er í íbúðum til þess að fjármagna neyslu, líkt og virðist hafa gerst hér á landi og víðar um heim nýlega. Til lengri tíma yrði einkaneysla hins vegar ½ prósentu minni en án breytinga, vegna áhrifa af aukinni skuldsetningu. Áhrif á verðbólgu eru talin nema um ¼ prósentu fyrsta árið og endast heldur lengur en hagvaxtaráhrifin.

Þótt ekki sé búist við að fyrirhugaðar breytingar valdi straumhvörfum, auka þær skuldir heimila sem þegar eru orðnar háar. Vaxandi hluti þeirra er í formi verðtryggðra jafngreiðslulána, sem fela í sér afar hægar afborganir af raunvirði höfuðstóls framan af lánsstíma. Þar sem íbúðaverð og fasteignamat er sveiflukennt, getur skapast vandi ef verðmæti eignar fellur niður fyrir þau veðmörk sem áskilin eru í lánasamningum. Athuganir benda til þess að verulegar líkur séu á enn meiri áföllum þegar skuldsetning er mikil, þ.e. að verðmæti eignar geti farið niður fyrir áhvílandi kröfur. Þessar líkur eru auk þess afar viðkvæmar fyrir breytingum á lánshlutföllum, þegar þau eru á annað borð orðin há og þær vaxa að mun ef íbúð er keypt þegar íbúðarverð er hátt. Ef íbúð er keypt með jafngreiðsluláni sem nemur 80% af verðmæti hennar, sýna útreikningar að líkurnar á að verð hennar falli niður fyrir áhvílandi lán geta aukist úr litlu eða engu ef hún er keypt á 0-10% lægra verði en langtímameðaltal, upp í 20-65% ef íbúðin er keypt á 10-20% yfir meðalverði til lengri tíma. Hækkun lánshlutfallsins upp í 90% eykur líkurnar á veðþrengingum upp í 10-35% ef keypt er 0-10% undir meðalverði og upp í 80-90% ef keypt er 10-20% yfir meðalverði. Þessi metna hætta stafar annars vegar af hægum afborgunum jafngreiðslulána og hins vegar af því að fasteignaverð er sveiflukennt. Allsterkt samband er milli breytinga á rauntekjum og fasteignaverði. Rauntekjur heimilanna sveiflast þó minna en fasteignaverð, auk þess sem þeir sem kaupa íbúðir með mikilli skuldsetningu eru yfirleitt tiltölulega ungir og með hækkingu tekjur. Loks hafa heimilin talsverða möguleika á að draga úr neyslu þegar harðnar í ári. Þessi þrjú atriði valda því að líkur á að íbúðarkaupandi geti ekki staðið við greiðsluskuldbindingar eru trúlega minni en líkur á að verðmæti íbúðarinnar rekist á veðmörk. Líkur á veðkreppu og næmi þeirra fyrir lánshlutfallinu eru þó umhugsunar-efni þegar stefnt er að 90% almennu lánshlutfalli og

raunverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu er meira en 20% hærra en meðaltal síðustu 10 ára.

Ef þær breytingar á húsnæðislánum, sem rætt er um, koma til framkvæmda að mestu eða til fulls, er líklegt að greiðslugeta lántakenda verði helst það sem takmarkar

íbúðakaup. Þá er afar mikilvægt að greiðslumatið verði styrkt til muna, því að ekki verður fram hjá því litið að þegar fleiri tækifæri gefast til að taka lán fjölgar einnig tækifærum til að reisa sér hurðarás um öxl.

Þess að þrátt fyrir fjölgun árangurslausra fjárnáma sé umfang þeirra ekki nægilega mikið til að það svari kostnaði að stíga næsta skref gagnvart skuldunauti, sem er gjaldþrotameðferð, nema vitað sé að ekkert fáist upp í kröfur. Í því samhengi má benda á að kostnaður vegna tryggingargjalds í gjaldþrotameðferð getur verið á þriðja hundrað þúsund krónur.

Þessi mikla fjölgun árangurslausra fjárnáma skýrist trúlega m.a. af eftirfarandi: Öll meðferð slíkra mála er mun skilvirkari nú en áður. Stórir aðilar sérhæfa sig í innheimtuþjónustu fyrir fyrirtæki og ferlið frá vanskilum til árangurslauss fjárnáms því styttra. Fyrirtækin sýna minni biðlund gagnvart vanskilum og fara fyrr af stað með aðgerðir til að geta afskrifað tapaðar kröfur. Einnig hefur úrvinnsla mála sumra sýslumannsembættu orðið skilvirkari.

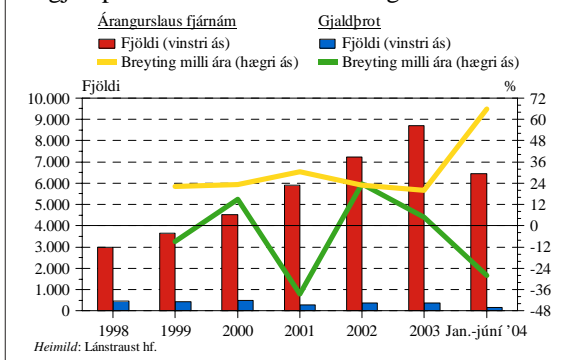
fyrstu sýn, er fjölgun árangurslausra fjárnáma óheillavænleg, sérstaklega í ljósi þess að fjölgunin á sér stað þrátt fyrir að uppgangur sé í efnahagslífinu.

Fyrirtækin

Áframhaldandi skuldaaukning fyrirtækja

Í úttektum á stöðugleika fjármálakerfisins undanfarin ár hefur athyglin ekki síður beinst að langvarandi aukningu skulda fyrirtækja en heimila. Í lok sl. árs námu skuldir fyrirtækja 144% af landsframleiðslu, ef miðað er við endurbætta lánaflokkun sem gefur nokkru lægra hlutfall en eldri lánaflokkun.¹² Skuldaaukningin hefur haldið áfram það sem af er ári og um mitt þetta ár gæti hlutfallið lauslega áætlað hafa numið u.þ.b. 154% af landsframleiðslu ársins, ef miðað er við síðustu hagvaxtarspá Seðlabankans. Ætla má að þáttur hlutafjárkaupa með skuldsetningu sé nokkur í þessari aukningu. Fjármunamyndun atvinnuveganna í fyrra var þó töluvert meiri en talið var í síðustu skýrslu og skýrir útlánaaukninguna að hluta. Vöxtur gengistryggðra skulda fyrirtækja hefur verið sérstaklega ör og nam hann í fyrra u.þ.b. þriðjungi.

Mynd 8 Fjöldi árangurslausra fjárnáma og gjaldþrotáurskurða – einstaklingar 1998-2004

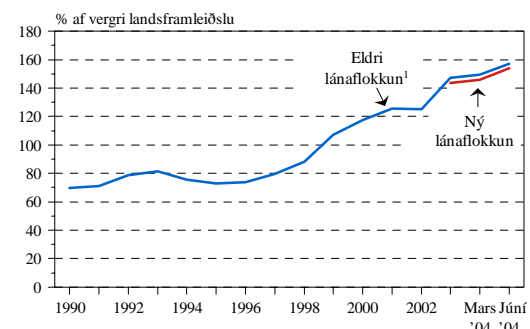


Til viðbótar hefur aldurssamsetning viðskiptavina margra fyrirtækja breyst. Hlutdeild yngstu aldersflokka hefur sífellt aukist. Eignalítlum reikningshöfum sem skulda lágar fjárhæðir hjá fyrirtækjum hefur þannig fjölgað sem gæti útskýrt fjölgun árangurslausra fjárnáma.

Þótt þessar skýringar bendi til þess að hættan fyrir efnahag heimilanna og þar með stöðugleika fjármálakerfisins sé einhverju minni en virðast kann við

Mynd 9

Skuldir fyrirtækja 1990-2004



1. Framreiknað hlutfallslega frá september 2003. Heimild: Seðlabanki Íslands.

12. Gerð var grein fyrir breytingum á flokkun útlána í *Peningamálum* 2004/1.

Frá síðustu áramótum hafa gengistryggðar skuldir við banka, sparisjóði og fjárfestingarlánasjóði aukist um 15%, þ.e.a.s. árs hraði vaxtarins hefur verið svipaður og á síðasta ári.

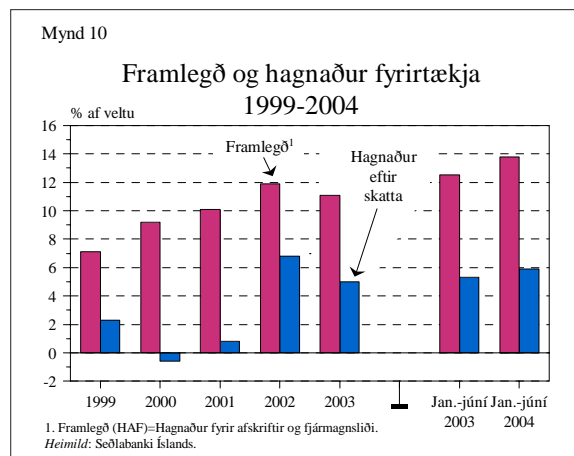
Fyrirtækin hafa orðið berskjaldaðri gagnvart gengis- og vaxtabreytingum, en góð framlegð eykur þol þeirra

Sé horft til fyrirtækja í heild er ljóst að næmi þeirra fyrir áföllum, ekki síst breytingum á gengi krónunnar og vaxtabreytingum fer vaxandi. Afkoma þeirra fyrirtækja sem upplýsingar liggja fyrir um á þessu ári sýnir hins vegar að sem stendur er töluvert borð fyrir báru í rekstri flestra þeirra til þess að

standa undir greiðslubyrði sem af þessum skuldum stafar. Framlegð fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöllinni var með ágætum á fyrri helmingi ársins, eða að meðaltali um 14%. Í sjávarútvegi var framlegðin 23%, en hann sýnir jafnan betri afkomu fyrri hluta ársins.

Þrátt fyrir góða afkomu sjávarútvegsfyrirtækja er ástæða til að beina sjónum sérstaklega að þeim af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi hefur hagnaður þeirra eftir skatta minnkað töluvert, þrátt fyrir aukna framlegð, sem að hluta má rekja til háskuldfalls skulda í evrum. Í öðru lagi er eftirtektarvert að hlutfall skulda af eigin fé hefur hækkað verulega frá lokum sl. árs. Þar námu tvöföldu eigin fé í lok sl. árs en tvisvar og hálfu sinni um mitt yfirstandandi ár. Dæmi eru um yfirtökur með skuldsetningu, sem fela í sér að seljendur fá greitt andvirði hlutar síns með fé sem aflað er með því að skuldsetja viðkomandi fyrirtæki og lækka þar með eigið fé þess. Yfirtökur af þessu tagi, ef mikið er um þær, geta aukið viðkvæmni greinarnar fyrir ytri áföllum.

Sjávarútvegsfyrirtæki hafa á undanföllum mánuðum orðið fyrir nokkrum skakkaföllum sakir hækkanandi olíuverðs, sem ekki koma fyllilega fram í uppgjöri fyrir hluta ársins. Eldsneytiskostnaður er umtalsverður þáttur í kostnaði útgerðarinnar. Haldist verðið hátt gæti afkoman því versnað töluvert síðari hluta ársins. Einnig er ljóst að töluverðir erfiðleikar eru fyrir hendi í vissum greinum sjávarútvegs, t.d. rækjuveiðum, og raungengi er í hærra lagi.¹³



Tafla 1 Skuldahlutföll skráðra fyrirtækja eftir atvinnugreinum¹

Í lok tímabils	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Júní 2004
Öll fyrirtæki	1,9	1,9	2,1	2,3	2,3	1,7	1,8	3,0
Sjávarútvegur	1,8	1,8	1,9	2,6	2,6	2,0	2,0	2,5
Iðnaður	1,5	1,7	1,8	1,5	1,4	1,4	1,6	1,8
Olíudreifing	1,4	1,2	1,1	1,7	1,7	1,3	.	.
Fiskútflutningur	5,0	4,9	4,4	5,3	5,0	5,0	5,7	6,3
Flutningar	1,9	1,8	1,8	2,3	1,4	1,3	1,7	2,3
Upplýsingatækni	2,8	2,9	2,3	1,8	1,4	1,1	1,0	1,0
Ýmis fyrirtæki	1,6	2,3	2,8	1,9	2,0	1,5	1,4	1,8

1. Heildarskuldir sem hlutfall af eigin fé. Heimild: Seðlabanki Íslands.

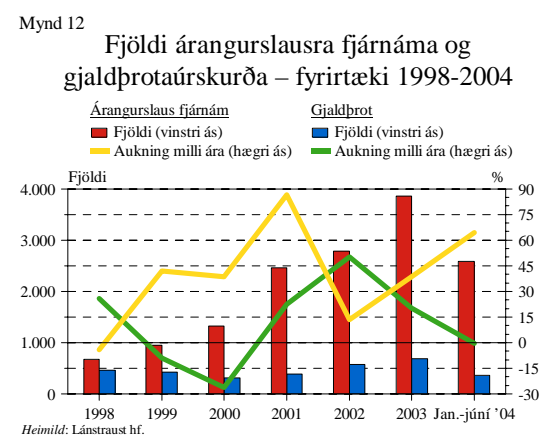
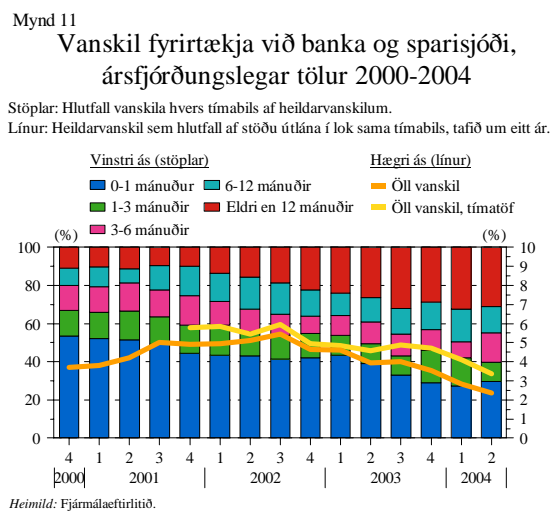
13. Afkoma sjávarútvegs að undanföllum átti, burt séð frá skuldsettum yfirtökum, að veita greininni nokkra vörn fyrir áföllum á næstunni. Afkoman getur þó auðveldlega breyst ef nokkur áföll ríða yfir samtímis.

Lækkun afurðaverðs um 10% fæli lauslega áætlað í sér að framlegð útgerðar minnkaði um 6% af tekjum og hækki olíuverð í 50 dali á tunnu og haldist þar lækkaði hún um 3% til viðbótar.

Veruleg fjölgun árangurslausra fjárnáma hjá fyrirtækjum

Árangurslausum fjárnámum hjá fyrirtækjum fjölgaði verulega á fyrstu sex mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra, eða um 64%. Var fjölgunin einna mest á fyrsta fjórðungi ársins en á öðrum fjórðungi ársins dró heldur úr henni. Fjölgun árangurslausra fjárnáma á undanförunum misserum má að einhverju leyti rekja til fjölgunar einkahlutafélaga og að nokkru leyti eiga sömu skýringar við og getið var í umfjölluninni um heimilin.

Miðað við fjölgun árangurslausra fjárnáma í fyrra og á undanförunum árum hefði mátt búast við að gjaldprotum í ár myndi fjölga. Sú hefur ekki orðið raunin. Fyrstu sex mánuði ársins voru þau álíka mörg og á sama tíma í fyrra, eða ríflega helmingur af fjölda



síðasta árs alls. Ástæða er til að fylgjast grannt með þróun næstu mánaða, en þá ætti að koma í ljós hvort fjölgun árangurslausra fjárnáma endurspeglar almennt vaxandi rekstrarerfiðleika smærri fyrirtækja eða fremur breytta starfshætti og gagnaöflun.

Fjármálafyrirtækin

Hámarkinu náð í arðsemi fjármálafyrirtækja?

Arðsemi¹⁴ viðskiptabankanna hefur sjaldan eða aldrei verið meiri en á fyrri helmingi þessa árs. Arðsemi sex stærstu sparisjóðanna á fyrri helmingi ársins var einnig að jafnaði mjög góð. Mikla arðsemisaukningu viðskiptabankanna á fyrri helmingi ársins mátti rekja að mestu leyti til hagnaðar af verðbréfeign, helst hlutabréfum.¹⁵ Úrvalsvisitala Kauphallar Íslands hækkaði t.d. um 40% á fyrstu sex mánuðum ársins og frá lokum júní til 10. september sl. hafði hún hækkað um ríflega 19%.

Skilgreiningar

Viðskiptabankar:

Íslandsbanki hf., KB banki hf., Landsbanki Íslands hf. og Sparisjóðabanki Íslands hf.

Sex stærstu sparisjóðir:

Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis, Sparisjóður Hafnarfjarðar, Sparisjóður veltstjóra, Sparisjóðurinn í Keflavík, Sparisjóður Kópavogs og Sparisjóður Mýrasýslu.

Arðsemi viðskiptabankanna fjögurra fyrir skatta á fyrri helmingi ársins var að meðaltali ríflega 55% á ársgrundvelli en ef enginn gengishagnaður hefði orðið af veltubók verðbréfa hefði arðsemin orðið um 26,5% að öllu öðru óbreyttu.¹⁶ Ef enn lengra er gengið og liðurinn tekjur af hlutabréfum og öðrum eignarhlutum auk liðarins ýmsar rekstrartekjur eru

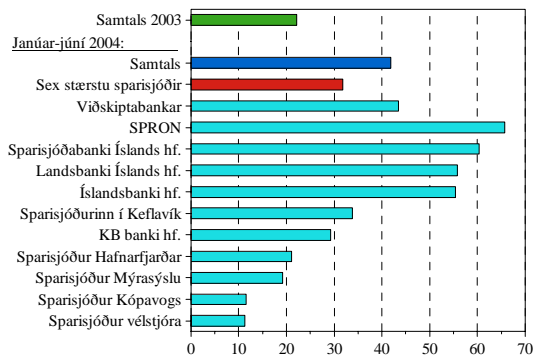
14. Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af meðaltali eigin fjár við upphaf og lok tímabils að frádrögnum hagnaði tímabilsins. Reiknað á ársgrundvelli.

15. Hjá KB banka hf. var gengishagnaðurinn mestur af skuldabréfastöðu bankans. Sá hagnaður byggist þó að töluverðu leyti á markaðsverðmæti breytilegs skuldabréfs í Bakkavör Group hf. sem eins og staðan er í dag byggist á hlutabréfaverði Bakkavarar Group hf.

16. Hér má benda á að gengishagnaður af veltubók verðbréfa er yfirleitt að miklu leyti óinnleystur.

Mynd 13

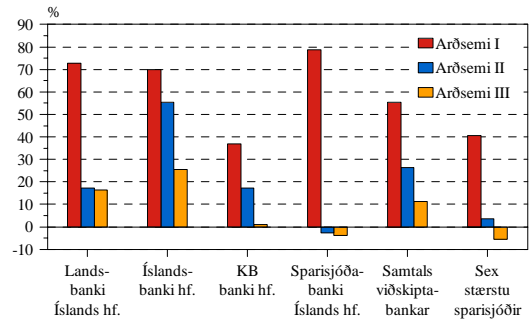
Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða (eftir skatt) á fyrri ársþelmingi 2004



Heimild: Árs- og ársþlutareikningar banka og sparisjóða.

Mynd 14

Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða (fyrir skatt) á fyrri ársþelmingi 2004



Arðsemi I: Hagnaður fyrir skatt sem hlutfall af meðalstöðu eigin fjár á tímabilinu. Reiknað á ársgrundvelli. Arðsemi II: Arðsemi I að frádrögnum hagnaði af veltubók verðbréfa. Arðsemi III: Arðsemi II að frádrögnum tekjum af hlutabréfum og öðrum eignarhlutum auk ýmissa rekstrartekna. Heimild: Árs- og ársþlutareikningar banka og sparisjóða.

dregnir frá hagnaði fyrir skatta hefði arðsemin að meðaltali orðið ríflega 11% að öllu öðru óbreyttu. Hjá sex stærstu sparisjóðunum var arðsemi fyrir skatt á fyrri þelmingi ársins ríflega 40% en lækkar niður í 3,7% þegar hagnaður af veltubók er frá skilinn að öllu öðru óbreyttu. Samkvæmt þessu má draga þá ályktun að arðsemi viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna á fyrri þelmingi ársins hefði verið töluvert lakari ef ekki hefði komið til hagfelld verðþróun á verðbréfamörkuðum.¹⁷ Þetta hlýtur að vera visst umhugsunarefni fyrir stjórnendur og hluthafa þessara fyrirtækja.

Eins og fjallað var um í úttekki á stöðugleika fjármálakerfisins í mars sl. kemur vaxandi hluti tekna viðskiptabankanna erlendis frá. Eins og framvindan hefur verið að undanförmu má gera ráð fyrir að sá hluti fari vaxandi.¹⁸ Útrásin ætti að skjóta fleiri stöðum undir rekstur bankanna, gera þeim auðveld-

ara að fylgja viðskiptavinum sínum á erlenda markaði og auka áhuga og þekkingu erlendra aðila á íslenskum fjármálamarkaði og afurðum, en eins og bent hefur verið á í fyrri úttekki er nauðsynlegt að láta arðsemi ráða því hvar fæti er niður dregið en ekki sé eingöngu um útrás að ræða, útrásarinnar vegna. Í viðauka á bls. 55 eru hugleiðingar um áhrif útrásar íslensku bankanna á viðfangsefni Seðlabanka Íslands.

Ef ekki verður um óvænta niðursveiflu á verðbréfamörkuðum að ræða er ljóst að hagnaður viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna verður enn meiri í ár en á síðasta ári. Erfitt verður þó að ná viðlíka arðsemi á næstu árum og mikilvægt er að útrásin gangi vel og engin óvænt áföll verði í innlenda rekstrinum til að afkoman verði viðunandi á komandi misserum. Einnig er vert að hafa í huga að með tilkomu íbúðalána banka og sparisjóða á áþekktum kjörum¹⁹ og hjá íbúðalánasjóði gæti dregið eitt-hvað úr vaxtamun lánastofnana þar sem nú myndast tækifæri fyrir einstaklinga að endurfjármagna eldri óhagstæðari bankalán á betri kjörum.

Almennt jókst kostnaður ...

Kostnaðarhlutfall, þ.e. rekstrargjöld sem hlutfall af rekstrartekjum, lækkaði hjá öllum viðskiptabönkunum og flestum af sex stærstu sparisjóðunum á fyrstu sex mánuðum ársins þrátt fyrir að kostnaður hafi að

17. Hér verður að gera nokkra fyrirvara, m.a. eru útgjöldin að nokkru tengd afkomunni, t.d. afkomutengdar launagreiðslur og kaupréttur starfsmanna. Einnig er töluverður fjármögnunarkostnaður vegna verðbréfastöðunnar.

18. Við kaup KB banka hf. á danska bankanum FIH mun efnahagur KB banka hf. ríflega tvöfaldað og um þrjú fjórðu tekna hans koma erlendis frá. Íslandsbanki hf. hefur gert yfirtökutilboð í norska Kredittbanken en efnahagur hans var ríflega 37 ma.kr. í lok júní sl. Á kynningu á ársþlutauppgjöri Landsbankans í júlí sl. kom fram í máli Sigurjóns Þ. Árnasonar, bankastjóra Landsbanka Íslands hf., að Landsbankinn hefði fjárhagslega getu til að fjárfesta fyrir ríflega einn milljarð evra (90 ma.kr.) og að ætla mætti að mikill hluti þeirrar fjárfestingar yrði erlendis.

19. Háð vissum skilyrðum.

jafnaði vaxið samanborið við sama tímabil í fyrra.²⁰ Aukinn kostnað má m.a. rekja til afkomutengdra launagreiðslna.

... og tiltekt í útlánasafni er að ljúka

Framlag viðskiptabankanna á sérstakan afskriftareikning útlána nam ríflega 5 ma.kr. á fyrstu sex mánuðum ársins²¹ samanber ríflega 10,1 ma.kr. á öllu síðasta ári. Framlag Landsbanka Íslands hf. og Íslandsbanka hf. sem hlutfall af lokastöðu útlána í júní dróst saman á fyrstu sex mánuðum ársins²² samanborið við lok árs 2003. Framlag KB banka hf. sem hlutfall af lokastöðu útlána í júní hækkaði aftur á móti en ein af skýringum þess samkvæmt upplýsingum bankans var að verið var að ljúka endurskoðun á útlánasafni bankans eftir samrunann á síðasta ári. Því má gera ráð fyrir að þetta hlutfall dragist eitthvað saman á seinni hluta ársins. Staða á afskriftareikningum útlána (sérstökum og almennum) sem hlutfall af lokastöðu útlána í lok júní lækkaði hjá viðskiptabönkunum eftir að hafa staðið svo til í stað á milli ársanna 2002 og 2003.²³ Þetta skýrist að mestu leyti af útlánaaukningunni að undanfögnu og því lækkar hlutfallið sem slíkt, því að ólíklegt er að leggja þurfi strax sérstaklega til hliðar vegna nýrra útlána.²⁴ Staða afskriftareikninga hjá sex stærstu sparisjóðunum lækkaði aðeins á fyrstu sex mánuðum ársins, þ.e. framlag á afskriftareikninga var lægra en endanlega töpuð útlán. Samkvæmt þessum niðurstöðum virðast bankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir ekki gera ráð fyrir sambærilegu útlánatapi og verið hefur að undanfögnu, en hafa ber þó í huga skýringuna að ofan um ný útlán.

Endanlega töpuð útlán viðskiptabankanna í lok júní námu um 4,5 ma.kr. samanborið við ríflega 6,5 ma.kr. á öllu síðasta ári. Þar sem eitthvað er að draga úr framlagi á afskriftareikninga viðskiptabankanna auk þess sem vanskil, 30 daga og eldri, í viðskiptabönkunum samkvæmt upplýsingum Fjármálaeftirlits-

ins drógust enn saman á öðrum fjórðungi ársins má gera ráð fyrir að hægi á útlánatapi bankanna og það minnki að öllu óbreyttu á næsta ári. Útlánaaukningin á síðasta ári og það sem af er þessu ári hefur þó verið afar mikil, eins og fjallað er um hér að aftan, og í slíku umhverfi er hætta á að lánað sé til lánþega sem geta ekki staðið við skuldbindingar sínar síðar sem svo leiði til útlánataps fyrir lánveitendurna.

Hlutfall óvaxtaberandi útlána²⁵ af lokastöðu útlána hjá viðskiptabönkunum lækkaði enn á fyrri helmingi ársins og var um 1,3% samanborið við ríflega 1,63% í lok árs 2003. Niðurstaðan virðist því vera sú að gæði útlána viðskiptabankanna hafi frekar aukist á fyrstu sex mánuðum ársins. Hér er vissulega um ánægjulega þróun að ræða en þó verður að hafa í huga að útlánavöxturinn hefur verið töluvert mikill að undanfögnu þannig að ekki er hægt að fjölyrða um gæði nýju útlánanna enn sem komið er. Eins og fjallað var um í síðustu greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins í mars virðist sem gæði útlánasafns sex stærstu sparisjóðanna, á þennan mælikvarða, séu töluvert verri og þótt staðan hafi örlítið batnað í lok júní var þetta hlutfall enn miklu hærra en hjá viðskiptabönkunum eða 6,2%.

Efnahagsreikningur bankanna bólgnadi enn út ...

Vöxtur efnahagsreiknings viðskiptabankanna hélt ótrauður áfram á fyrstu sex mánuðum ársins og nam um 280 ma.kr., eða 18,8%, samanborið við 420 ma.kr. vöxt á öllu síðasta ári.²⁶ Eignir viðskiptabankanna í lok tímabilsins voru tæpir 1.768 ma.kr. Hér er um mikla eignaaukningu að ræða á skömmum tíma. Til samhengis má benda á að heildareignir viðskiptabanka á Íslandi voru ríflega 222 ma.kr. fyrir um áratug. Vöxtur sex stærstu sparisjóðanna á fyrstu sex mánuðum ársins nam um 10,6 ma.kr. og voru heildareignir þeirra í lok tímabilsins ríflega 157 ma.kr. og höfðu því vaxið um 7,7% á fyrstu sex mánuðum ársins. Vöxtur sparisjóðanna var mun minni en viðskiptabankanna sem er eðlilegt enda færri leiðir færar sparisjóðum í þeim efnunum.

20. Í fyrri greiningum á stöðugleika fjármálakerfisins hefur komið fram að þessi mælikvarði, kostnaðarhlutfall, er langt frá því að vera gallalaus.

21. Framlag á almennan afskriftareikning á fyrri helmingi ársins nam um 930 m.kr.

22. Reiknað á ársgrundvelli.

23. Hafði náð lágmarki árið 2000, þegar það var um 2,1%. Í lok júní sl. var það um 2,2%.

24. Nema þá inn á almenna afskriftareikninginn.

25. Útlán sem sérstakar afskriftir hafa verið færðar fyrir að frádregnum sérstökum afskriftareikningi en að viðbættum öðrum vaxtafrystum útlánunum.

26. Stóru viðskiptabankarnir þrjú áttu nær alla þessa aukningu eða 279 ma.kr.

... og meginhlutann mátti rekja til aukinna útlána ...

Af þeim 280 ma.kr. sem eignir viðskiptabankanna jukust um á fyrri helmingi ársins nam aukning útlána ríflega 195,5 ma.kr. Hafa útlán því aukist um 19,5% frá upphafi árs og er það svipuð aukning og á síðari helmingi ársins 2003. Útlán sex stærstu sparisjóðanna jukust um 9,6 ma.kr. frá áramótum, eða um ríflega 9%.

Vöxtur útlána innlánsstofnana²⁷ frá áramótum til loka júní var um 15%, 139 ma.kr., en tólf mánaða vöxtur útlána til sama tíma var um 31%. Af heildarútlánnum innlánsstofnana í lok júní var hlutur innlendra aðila 85%. Útlán innlánsstofnana til innlendra aðila jukust um ríflega 11,5% frá áramótum til loka júní, eða 94 ma.kr. Þar af jukust útlán til fyrirtækja²⁸ um ríflega 17% á meðan útlán til einstaklinga stóðu nærri því í stað. Útlánaaukning til erlendra aðila á sama tíma var um 39,6%, eða 45 ma.kr.

Samkvæmt lánaflokkun innlánsstofnana var mesta aukningin á fyrri helmingi ársins í innlendum útlánnum til þjónustugeirans, eða um 46%. Undir þjónustu falla m.a. innlend eignarhaldsfélög sem hafa fjárfestingu að meginmarkmiði. Miklar hræringar hafa átt sér stað á íslenskum fjármálamarkaði á síðustu mánuðum þar sem eignarhald á fyrirtækjum hefur breyst töluvert og oftar en ekki hafa eignarhaldsfélög komið að þeim viðskiptum. Því er ekki ólíklegt að mikill hluti þeirra 88,2 ma.kr. sem útlán til þjónustugeirans jukust um á fyrri helmingi ársins hafi farið til fjármögnunar á þeim viðskiptum. Líklegt er að mikill hluti útlána sem notaður er til að fjármagna skuldsett kaup eða yfirtökur á fyrirtækjum sé með veði í viðkomandi fyrirtækjum. Því er mikilvægt að þessi fyrirtæki skili viðunandi arðsemi til að standa undir skuldsetningu eigendanna og gæði útlána innlánsstofnana haldist.

Næstmest útlánaaukning í krónum talið var til erlendra aðila. Eins og komið hefur fram í fyrri úttektum teljast viðskipti íslenskra ríkisborgara sem eiga eignarhaldsfélög með lögheimili erlendis til erlendra viðskipta. Útlán sem flokkuð eru á erlenda aðila gætu því hæglega skilað sér aftur inn á íslenskan fjármagnsmarkað. Erfitt er að segja til um umfang slíkra viðskipta en þó má ætla að töluverður hluti útlána innlánsstofnana til erlendra aðila sé ætlaður til fjár-

mögnunar viðskipta á erlendum mörkuðum. Með aukinni útrás bankanna má jafnvel gera ráð fyrir að enn meiri kraftur verði í útlánnum til erlendra aðila á næstunni. Um 31% útlána viðskiptabankanna í lok júní sl. var til lánþega utan Íslands og var KB banki hf. með hæsta hlutfallið eða ríflega 46% og með kaupnum á FIH A/S er þetta hlutfall sennilega orðið nær 80%.²⁹

Ný íbúðalán banka og sparisjóða munu að öllum líkindum leiða til aukinna útlána af hálfu þessara stofnana til einstaklinga sem koma þá í stað útlána Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Ekki er skilyrði að þessi lán séu til íbúðakaupa heldur að lánin hvíli á fyrsta veðrétti. Með þessu móti eru viðskiptabankarnir og sparisjóðir komnir í beinni samkeppni við Íbúðalánasjóð en áður hefur verið. Lán með veði í fasteign eru með tryggustu útlánnum og hefur verið bent á, m.a. af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, að þessi lán vanti að miklu leyti í útlánasafn íslenskra banka, en þau ættu að öllu jöfnu að stuðla að auknum stöðugleika þeirra. Kapp er þó best með forsjá og huga verður vel að fjármögnun og útlánaeftirliti. Staða Íbúðalánasjóðs gæti einnig veikst og afkoma lífeyrissjóða orðið rýrari.

... og aukinnar stöðu í verðbréfum

Viðskiptabankarnir juku stöðu sína í verðbréfum á fyrri helmingi ársins sem nam 55 ma.kr., mest í hlutabréfum, 36 ma.kr. Heildarstaða í verðbréfum,³⁰ hlutum í hlutdeildarfélögum og tengdum félögum á efnahagsreikningi viðskiptabankanna var samtals orðin um 320 ma.kr. í lok fyrri hluta ársins eða ríflega 18% af heildareignum.

Staðan í veltubók skuldabréfa jókst um 18 ma.kr. á fyrri helmingi ársins og var ríflega 176 ma.kr. í lok júní en um 114 ma.kr. voru mótstaða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna eða 64% af stöðunni. Viðskiptabankarnir bættu töluvert við veltubókarstöðu sína í hlutabréfum á sama tíma og jókst hún um 40% í ríflega 125 ma.kr., þar af voru ríflega 36 ma.kr. mótstaða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna. Hluta þessarar aukningar má skýra með verðhækkunum á verðbréfamörkuðum, t.d. hækkaði úrvalsvisítalan um 40% á sama tíma. Mótstaða bankanna í

27. Aðallega viðskiptabankar og sparisjóðir. Í þessum tölum er um útlán móðurfélags að ræða en ekki samstæðu.

28. Annarra en fjármálafyrirtækja.

29. Míðað við sex mánaða uppgjör KB banka hf. og FIH A/S.

30. Bæði í veltubók og fjárfestingarbók.

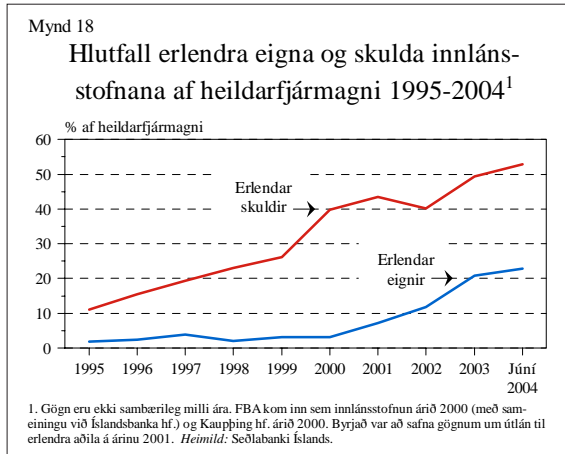
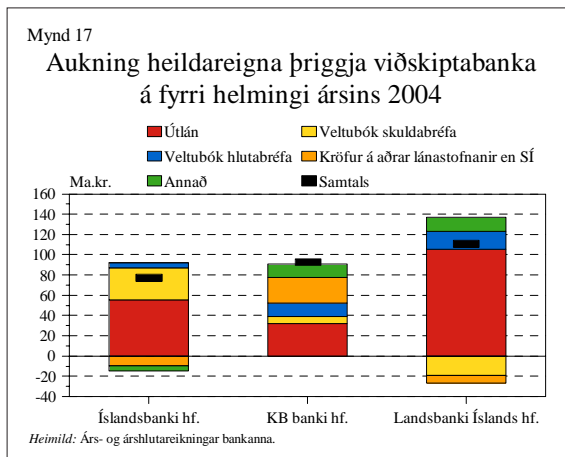
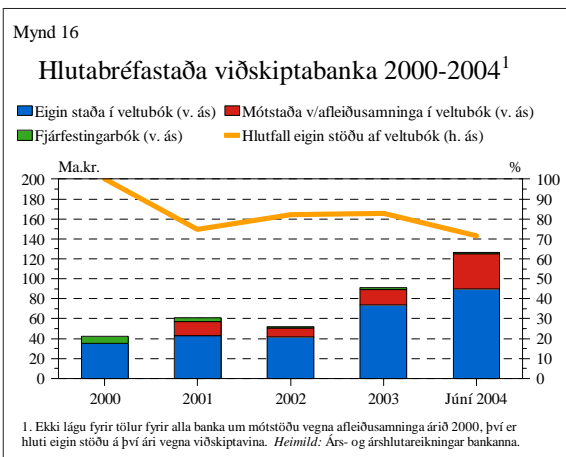
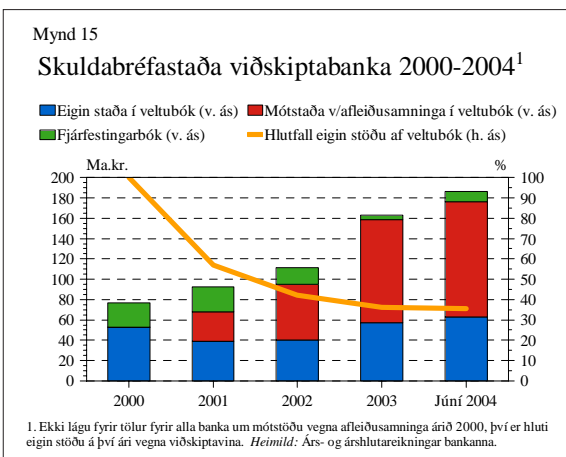
verðbréfum vegna afleiðusamninga viðskiptamanna hefur aukist mikið á undanförunum árum, t.d. hefur mótstaða vegna afleiðusamninga þar sem skuldabréf eru undirliggjandi nær fimmfaldast frá árinu 2000 og tífaldast þar sem hlutabréf eru undirliggjandi eign. Eins og bent hefur verið á í fyrri greiningum ætti svigrúmið til að hefja afleiðuviðskipti á skipulegum markaði að vera til staðar og því tímaspurning hvenær innlend fjármálafyrirtæki gera þetta að alvöru.

Fjármögnunin var að mestu gengisbundin

Samkvæmt peningamálayfirlitum Seðlabanka Íslands voru ríflega þrjár fjórðu af aukningu heildarfjármagns innlánsstofnana á fyrri helmingi ársins í erlendri mynt. Um 60% aukningarinnar voru fjármögnuð með gengisbundinni verðbréfaútgáfu. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri greiningum á stöðugleika fjármála-

kerfisins er mikilvægi erlendra lánamarkaða fyrir innlánsstofnanir, og þá sérstaklega viðskiptabankana, afar mikið og fer síst minnkandi samkvæmt þessum tölum.

Í fyrsta skipti fór vægi erlendra skulda innlánsstofnana af heildarfjármagni yfir 50% í lok árs 2003 og jókst enn frekar á fyrstu sex mánuðum þessa árs.³¹ Hlutfall erlendra eigna af heildareignum hefur einnig vaxið á undanförunum árum og var um 23% í lok júní sl.



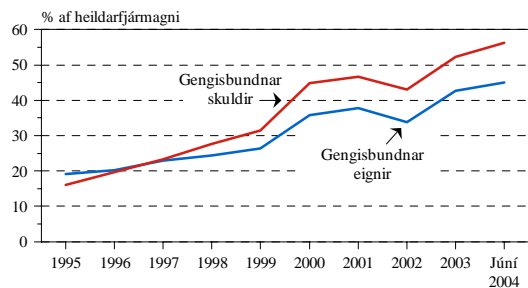
Munurinn er að sjálfsögðu minni ef skoðaðir eru gengisbundnir liðir en ekki eingöngu erlendir liðir. Muninn á gengisbundnum eignum og skuldum innan efnahags má að miklu leyti rekja til afleiðusamninga sem þessar stofnanir hafa gert við viðskiptavina sína.

31. Miðað er við peningamálayfirlit Seðlabanka Íslands.

Mun fleiri viðskiptavinir eru í stöðu með íslensku krónunni en á móti henni. Til að verja sig þurfa stofnanirnar að mynda skuld í erlendu myntinni sem kemur fram á efnahagsreikningi þeirra en afleiðusamningurinn er utan efnahags. Til að mynda voru gengisbundnar eignir innlánsstofnana í lok júní um 766 ma.kr. en gengisbundnar skuldir ríflega 953 ma.kr., þ.e. 187 ma.kr. hærri. Á sama tíma var hrein eignastaða viðskiptabankanna þriggja í gjaldeyri vegna afleiðusamninga um 120 ma.kr.

Mynd 19

Hlutfall gengisbundinna eigna og skulda innlánsstofnana af heildarfjármagni 1995-2004¹



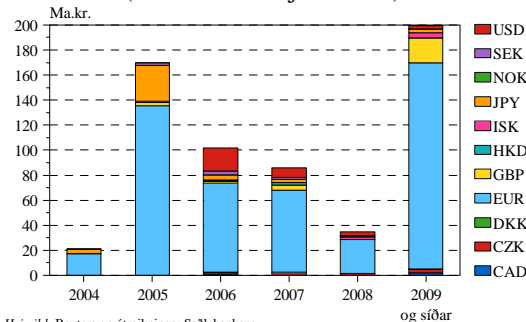
1. Gögn eru ekki sambærileg milli ára. FBA kom inn sem innlánsstofnun árið 2000 (með samningu við Íslandsbanka hf.) og Kaupþing hf. árið 2000. Byrjað var að safna gögnum um útlán til erlendra aðila á árinu 2001. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og fjallað var um hér að ofan jukust heildareignir viðskiptabankanna um 280 ma.kr. á fyrri helmingi ársins. Þessi aukning var aðallega fjármögnuð með erlendra verðbréfaútgáfu og lántöku. KB banki hf. gaf t.d. út stærstu skuldabréfaútgáfu sem íslenskur banki hefur staðið fyrir innan MTN-skuldabréfarammans í maí sl. að andvirði 600 m. evra auk þess sem bankinn gaf út víkjandi skuldabréf í júní að andvirði 450 m. evra.³² Endurfjármögnun viðskiptabankanna innan MTN-skuldabréfarammans fyrir árið 2004 virðist að mestu vera lokið en miðað við úti-standandi fjárhæð skuldabréfa innan MTN-rammans í lok júní sl. þarf að endurfjármagna um 170 ma.kr. (2 ma. evra) á næsta ári. Á fyrstu sex mánuðum þessa árs gáfu viðskiptabankarnir út skuldabréf innan MTN-rammans að andvirði um 295 ma.kr. (3,5 ma. evra) og virðist sú útgáfa hafa gengið vel.

Í fyrri greiningum hefur verið bent á hversu mikil aukning hefur orðið í erlendra skammtímalántöku

Mynd 20

Eftirstöðvatími MTN-útgáfu viðskiptabanka (miðað við lok júní 2004)

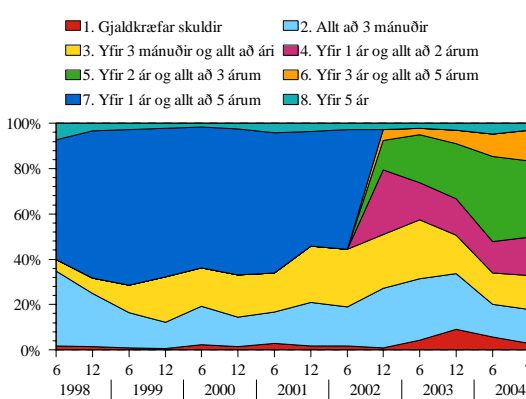


Heimild: Reuters og útreikningar Seðlabankans.

banka og sparisjóða. Ánægjuleg þróun hefur orðið að því er það varðar í ár en hlutfall skammtímakrafna erlendra aðila af heildarkröfum þeirra á innlenda banka og sparisjóði lækkaði úr um 51% í árslok 2003 niður í um 33% í lok júlí sl.³³ Mest aukning fjárhæða hefur orðið á tímabilinu 2–3 ár en þó hefur einnig orðið aukning á tímabilinu 3–5 ár. Ekki er þó eingöngu nóg að horfa til þess að lenging hefur orðið í lántíma að því er varðar erlenda lántöku. Nauðsynlegt er út frá áhættusjónarmiðum að tímalengd fjármögnunar sé sem næst því sem verið er að fjármagna á eignahlið og því í raun mikil-

Mynd 21

Hlutfall krafna erlendra aðila innan mismunandi tímabelta 1998-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

32. M.a. til að fjármagna kaupin á danska bankanum FIH.

33. Hér er um eftirstöðvatíma að ræða en ekki miðað við upphaflegan lántíma, en þar er þróunin jafnvel enn hagstæðari.

Rammagrein 3 Besta framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða

Á miðju ári 2004 var að frumkvæði Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins settur á fót viðræðuhópur með fulltrúum framangreindra aðila og þriggja stærstu viðskiptabankanna þar sem skipst var á skoðunum um lausafjárstýringu erlendra liða. Viðræðuhópurinn komst að niðurstöðu um tiltekin atriði um viðmið varðandi bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða og eru þau tilgreind hér að neðan. Fjármálaeftirlitið hefur í hyggju að setja leiðbeinandi tilmæli sem byggjast á þessari vinnu og voru drögin birt í umræðuskjali nr. 3/2004 á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins þann 10. september sl. Fjármálfyrirtæki hafa frest til 30. september nk. til að koma með athugasemdir. Vonir standa til að þessar tillögur geri lausafjárstýringu gengisbundinna liða gegnsæri og leiði til aukins trúverðugleika. Betra samræmi ætti að verða á milli banka að því er varðar þá þætti sem þarf að horfa til og Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn geta fengið auknar upplýsingar auk þess sem það ætti að auðvelda eftirlit Fjármálaeftirlitsins með lausafjárstýringu gengisbundinna liða.

- *Skipulag og ábyrgð.* Skipulag og ábyrgð lausafjárstýringar þurfa að vera skýr í stjórnskipulagi banka.
- *Stefna.* Æðstu stjórnendur þurfa að marka stefnu um lausafjárstöðu og lausafjárstýringu. Sérstaklega skal mörkuð stefna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða.¹
- *Um fjöllun æðstu stjórnenda.* Stjórn, æðstu stjórnendur og aðrir sem málið varðar, s.s. eigna- og skuldastýringarnefnd eða álíka, skulu fjalla reglulega um lausafjárstýringu.

1. Um skilgreiningu á gengisbundnum liðum visast til 1. mgr. 2. gr. reglna Seðlabanka Íslands um gjaldeyrisjöfnuð nr. 387/2002.

vægara að slíkum jöfnuði sé náð. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið efndu í sumar til viðræðna við sérfræðinga stærstu viðskiptabankanna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Í rammagrein 3 er birt sú niðurstaða sem þessi vinnuhópur var sammála um að stuðli að bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Þann 10. septem-

- *Viðmið.* Sérhver banki skal að lágmarki setja sér viðmið um hlutfall auðseljanlegra eigna í erlendum gjaldeyri og ádráttarlána (þ.e. því sem fjárstýring hefur yfir að ráða) á móti greiðsluflæði erlendra skuldbindinga til a.m.k. eins mánaðar. Jafnframt skulu sett viðmið um hreina stöðu gengisbundinna liða innan mismunandi tímabelta.
- *Dagleg stýring.* Fylgjast þarf daglega með erlendri lausafjárstöðu, bæði innan einstakra gjaldmiðla og í heild, og reikna út viðmið bankans þar að lútandi.
- *Erlend fjármögnun.* Við erlenda fjármögnun þarf með reglubundnum hætti að leggja mat á aðgengi að mismunandi tegundum fjármagns (aðgengi að skuldabréfamarkaði, víxlamarkaði, lánamarkaði, peningamarkaði o.s.frv.). Í því sambandi ætti að leggja áherslu á gott láns hæfismat, dreifingu fjárfesta og fjárfestahópa. Jafnframt þarf að huga að viðhaldi viðskiptasambanda.
- *Varaleiðir.* Huga þarf að varaleiðum í fjármögnun, þ.e. tegundum varaleiða og fjárhæðum. Huga þarf að seljanleika eigna sem varaleið í fjármögnun.
- *Álagspróf.* Reglulega skal meta erlenda lausafjárstöðu á grundvelli mismunandi forsendna (scenarios). Meta skal sérstaklega endurgreiðslur frá aðilum sem tekið hafa gengisbundin lán en hafa ekki tekjur í erlendum gjaldmiðlum.
- *Gengisbundin útlán.* Halda skal sérstaklega utan um umfang gengisbundinna eigna/útlána til aðila sem hafa ekki tekjur í erlendum gjaldmiðlum.
- *Móðurfélag og samstæða.* Ef fjárstýring er miðlæg, þ.e. á samstæðugrunni, skulu framangreind atriði, þ.m.t. viðmið, gilda um samstæðu og móðurfélag.

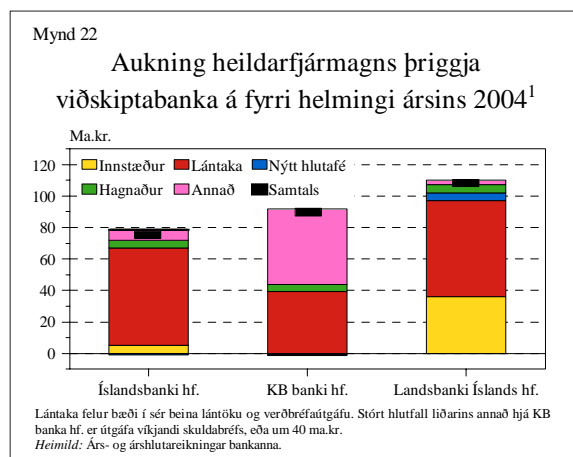
ber sl. birti Fjármálaeftirlitið á heimasíðu sinni drög að leiðbeinandi tilmælum um þetta efni í umræðuskjali nr. 3/2004.

Fjármögnun allra bankanna byggðist þó ekki eingöngu á lántökum. Innstæður jukust töluvert hjá Landsbanka Íslands hf. auk þess sem bankinn gaf út nýtt hlutafé að nafnvirði 600 m.kr. í mars sl. KB

banki hf. gaf einnig út nýtt hlutfé í júlí sl. að nafnvirði ríflega 5,5 ma.kr. sem kemur inn á þriðja ársfjórðungi.³⁴

Eiginfjárlutfall hækkaði

Lögbundið eiginfjárlutfall viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna hækkaði á fyrstu sex mánuðum ársins. Þessa hækkun má að miklu leyti rekja til sterkrar eiginfjárstöðu KB banka hf. en eins og kom fram hér að framan gaf bankinn út víkjandi skuldabréf að andvirði um 40 ma.kr. Á heildina litið er eiginfjárstaða viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna tiltölulega sterk um þessar mundir og enginn þeirra undir 10% eiginfjárlutfalli. Svigrúmið til vaxtar er því enn töluvert.



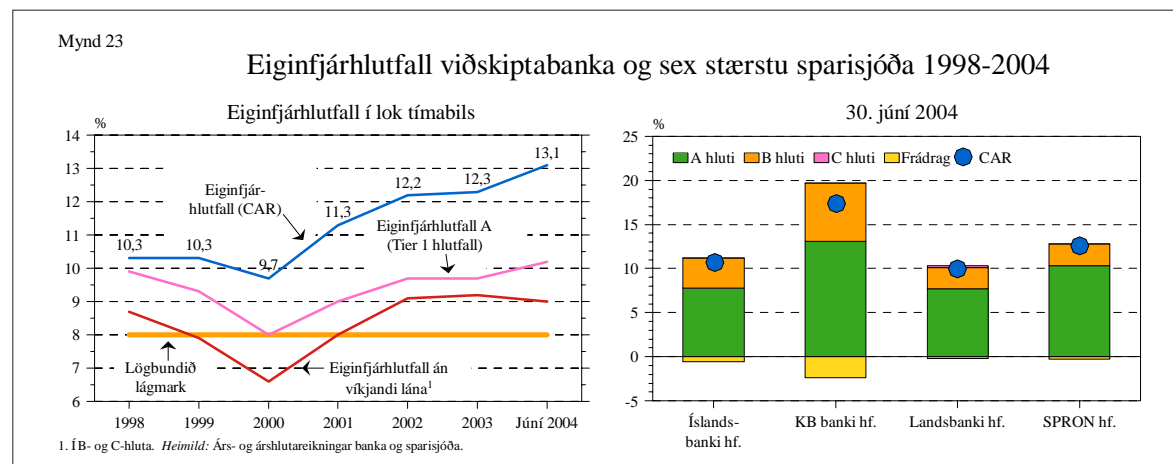
Innlendir markaðir

Útgáfa íbúðabréfa í Euroclear

Íslenskur verðbréfamarkaður er smár og þótt prýðilega hafi tekist til með stofnun Verðbréfaskráningar Íslands hefur hún ekki mikinn sess meðal erlendra fjárfesta. Samstarf við Clearstream á vormánuðum bætti nokkuð úr gagnvart erlendu fjárfestunum. Ákvörðun Íbúðalánasjóðs um að gefa íbúðabréf út í Euroclear-verðbréfaskráningarmiðstöðinni var einnig tvímælalaust jákvæð fyrir alþjóðleg tengsl innlenda verðbréfamarkaðarins. Útfærslan var þó lítt útfærð og kynnt í upphafi. Í tengslum við skráningu íbúðabréfa í Kauphöll Íslands gerðist Deutsche Bank AG London aðili að kauphöllinni. Engin reynsla er komin af þeirri aðild en líklegt er að hún styrki rekstur kauphallarinnar og auki fjölbreytni aðildar.

Norex stækkar

Kauphallirnar á Norðurlöndunum hafa í fjölda ára unnið saman að ýmsum málum er varða rekstur verðbréfamarkaða og hafa með því miðlað reynslu og náð að vinna sameiginlega að ýmsum hagsmunamálum. Þetta samstarf þróaðist síðan í Norex sem tók upp sameiginlegt viðskiptakerfi og samræmði reglugjörð og má telja samstarfið einstakt á alþjóðavísu. Kauphöllin í Helsinki og kauphallir Eystrasaltsríkjanna bættust í Norex-hópinum á árinu. Með því hefur náðst sameiginlegt markaðssvæði yfir nokkur lönd sem styrkir innviði hvers lands fyrir sig og eykur



34. M.a. til að fjármagna kaupin á danska bankanum FIH, markaðsverð þessa var um 40 ma.kr.

verulega hagkvæmni kauphallarrekstrar. Viðskiptakerfi kauphalla eru dýr og viðhald og þróun slíkra kerfa er tæplega á færi smárra kauphalla. Með Norex-samstarfinu hafa kauphallirnar á Norðurlöndunum nú aðgang að fullkomnu og þróuðu viðskiptakerfi. Fjölgun aðila víkkar út rekstrargrunn og bætir einnig við þekkingu á slíkum kerfum, auk þess sem sameiginlegt kerfi í jafnmörgum löndum gefur samstarfinu aukið vægi á alþjóðlegum vettvangi.

Útboð KB banka

Í tengslum við kaup KB banka á danska bankanum FIH var ákveðið að auka hlutfé KB banka til að fjármagna kaupin. Útboðið náði til hluthafa og var mjög stórt á íslenskan mælikvarða eða tæplega 40 ma.kr. sem er um 4% af landsframleiðslu. Útboðið gekk hnökralaust fyrir sig og styrkir það þá skoðun að markaðurinn hér á landi sé að þroskast og ráði nú við verkefni af þessari stærðargráðu. Viðskipti af þessari stærð reyna á þanþol greiðslukerfa og miðlun fjár milli aðila. Uppgjör fór fram án vandkvæða og aðilar virtust vera meðvitaðir um áhrif þess á eigið fjárstreymi og sá þess stað í endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann.

Breyting á verðbréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs

Meiri háttar uppstokkun var gerð á verðbréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs í byrjun júlí þegar gefinn var út nýr flokkur verðbréfa, íbúðabréf, en samtímis voru boðin skipti á nokkrum eldri flokkum húsbreifa og húsnæðisbréfa. Verðbréfaútgáfa Íbúðalánasjóðs hefur á undanförunum árum myndað kjölfestu innlends skuldabréfamarkaðar og því var mikilvægt að vel tækist til. Um síðustu áramót var kynnt skýrsla nefndar sem fjármálaráðherra skipaði með samþykki félagsmálaráðherra árið 2002. Frumvarp um breytingu var lagt fram á Alþingi í febrúar og var það samþykkt í maí. Knappari tími gafst því til undirbúnings en æskilegt hefði verið en á heildina litið gekk breytingin þó tiltölulega greiðlega fyrir sig. Skammur frestur til skipta, takmörkuð upplýsingagjöf og langur tími sem fór í að skrá bréfin í verðbréfamíðstöð voru helstu annmarkarnir og má sem dæmi nefna að Seðlabankinn þurfti að grípa til sérstakra ráðstafana varðandi tryggingar í viðskiptum lánastofnana við bankann vegna þess að ekki var hægt að veðsetja bréf Íbúðalánasjóðs í verðbréfamíðstöð í rúmlega viku. Ekki er að sjá að nauðsynlegt hafi verið að ætla svo nauman tíma til þessara breytinga sem gert var.

Erlendir markaðir

Alþjóðlega fjármálakerfið hefur styrkst en töluverð óvissa framundan

Alþjóðlega fjármálakerfið hefur styrkst undanfarið í takt við bætta horfur og almennan efnahagsbata í heiminum. Fjármálakerfið virðist hafa náð góðum bata eftir undangengna efnahagslægd sem hófst um það leyti sem eignabóla tæknibréfa sprakk. Markaðir virðast jafnframt vera betur búnir en oft áður undir að aðlagast því vaxtahækkunarferli sem hafið er í Bandaríkjunum. Auk þess er staða fjármálafyrirtækja sterk um þessar mundir. Hins vegar eru óvissuþættir til staðar, sem tengjast breytti peninga- og fjármála-stefnu, efnahagsþróun og öryggismálum.

Viðtækur efnahagsbati, hvetjandi peninga- og fjármálastefna og bætt staða fyrirtækja hafa haldið uppi verði hlutabréfa og leitt til minnkandi vaxtaálags undanfarin misseri, bæði á mörkuðum þróaðra ríkja og nýmarkaðsríkja.

Á síðustu mánuðum hefur hækkandi vaxtaumhverfi vegna aðhaldssamari peningastefnu valdið óvissu og á öðrum ársfjórðungi hækkaði ávöxtunarkrafa skuldabréfa, en hefur lækkað á ný. Eftir mörg ár verulega hagstæðra skilyrða á skuldabréfamörkuðum hefur róðurinn þungst vegna aukinnar óvissu. Þrátt fyrir versnandi skilyrði hefur ríkt stöðugleiki á helstu mörkuðum. Talið er að efnahagsumhverfið, markvissari áhættustýring hjá mörgum lánastofnunum og fyrirsjáanlegt vaxtahækkunarferli bandaríska seðlabankans hafi einkum hjálpað til við aðlögunina.

Gera má ráð fyrir að peninga- og fjármálastefna á næstu mánuðum verði helsti áhrifavaldur á fjármála-mörkuðum þegar dregur úr örvandi áhrifum á efnahagslífið. Markaðsaðilar einblína nú á þróun efnahagsbatans og áhrif hans á vaxtastig og verðmat eigna, þar sem yfirvöld hafa lagt áherslu á að þau muni grípa strax til aðgerða ef stöðugleika er ógnað. Væntingar gætu því breyst hratt.

Fram til þessa hefur lítill verðbólguþrýstingur slegið á væntingar um að vaxtahækkunarferlið verði bratt í Bandaríkjunum og Evrópu. Þrátt fyrir að kjarnaverðbólga hafi verið lítil, hafa olíu- og önnur hrávöruverð hækkað mikið. Markaðsaðilar gera ráð fyrir að langtímaverðbólga verði lítil, en ekki er hægt að taka það sem gefið, sérstaklega ef framleiðslulaki í helstu iðnríkjunum heldur áfram að minnka. Í sumum tilvikum hafa yfirvöld einnig áhyggjur af að

verðbólur séu til staðar í ákveðnum geirum, sérstaklega á fasteignamarkaði. Jafnframt hefur lágt vaxtaumhverfi undanfarin misseri hvatt til aukinnar áhættusækni ýmissa fjárfesta. Þetta hefur leitt til aukinnar skuldsetningar og verulegrar fjölgunar vögunarsjóða.

Aðrir áhættuþættir sem gætu haft áhrif á fjármálamarkaði eru meðal annars að enn ríkir mikið ójafnvægi í greiðslujöfnuði ýmissa ríkja t.d. á milli Bandaríkjanna og ýmissa Asíuríkja. Þetta þráláta ójafnvægi getur leitt til óstöðugleika á gjaldeyrismörkuðum og haft neikvæð áhrif á eignaverð. Þessi hættu gæti t.d. verið fyrir hendi ef hægir verulega á hagvexti í Kína.

Einnig má nefna ótryggt stjórnmálaástand í Mið-Austurlöndum og áframhaldandi hryðjuverkaógn. Síðustu mánuði hefur þessi óvissa að einhverju leyti leitt til herra olíuverðs. Hætta er á að enn frekari hækkun olíuverðs hægi á efnahagsstarfsemi og setji þrýsting á greiðslujöfnuð þeirra ríkja sem háð eru miklum olíuinnflutningi. Einnig eru líkur á að dragi úr áhættusækni fjárfesta, vaxtaálag aukist og eignaverð lækki.

Að lokum má nefna að hækkun vaxta hefur á stundum leitt til þess að skilyrði til fjármögnunar nýmarkaðsríkja versna verulega með tilheyrandi vandræðum á fjármálamörkuðum. Á móti kemur að hagvöxtur hefur verið mikill í nýmarkaðsríkjum á undanförunum árum og skynsamleg endurfjármögnun hefur átt sér stað hjá sumum þeirra og dregur það úr líkum á erfiðleikum. Hins vegar er ljóst að mörg nýmarkaðsríki eru enn verulega skuldsett.

Útgáfa íslensku bankanna á erlendum mörkuðum hefur gengið ágætlega

Skuldabréfaútgáfa íslensku bankanna á markaði hefur gengið mjög vel í ár. Vegur íslensku bankanna hefur vaxið á markaði á undanförunum misserum og virðist kaupendahópur íslenskra bankabréfa hafa breikkað verulega bæði að því er varðar fjölda fjárfesta og landfræðilega dreifingu. Stærstur hluti útgáfu íslensku bankanna í ár hefur verið á markaði með skuldabréf í evrum sem bera fljóttandi vexti (FRN-markaði). Sá markaður hefur verið öflugur það sem af er árinu. Þessi útgáfa hefur farið fram undir EMTN-útgáfuramma bankanna. Það sem helst einkennir þróunina á síðasta ári er að íslensku bankarnir hafa gefið út skuldabréf til lengri tíma en áður hefur tíðkast, stærð einstakrar útgáfu hefur vaxið og kjör

batnað. Bankarnir hafa jafnframt nýtt EMTN-útgáfur sínar til að gefa út lægri fjárhæðir sem á stundum hafa verið tengdar afleiðum.

Íslensku bankarnir hafa einnig látið nokkuð til sín taka á markaði fyrir fjölbankalán á árinu. Sú útgáfa hefur gengið vel enda markaðurinn verið hagstæður að undanförunu m.a. þar sem alþjóðlegir bankar hafa haft ofgnótt lauss fjár. Sama þróun einkennir lántökur bankanna á þessum markaði, þ.e. lánstími hefur lengst, fjárhæðir í einstökum samningum hækkað og kjör batnað. Íslensku bankarnir hafa að hluta til nýtt fjölbankalánin sem óádreigna lánsheimild eða nokkurs konar baktryggingu fyrir ECP-víxlaútgáfu. Umfang ECP-útgáfu íslensku bankanna hefur verið nokkuð stöðugt í heild það sem af er árinu.

Ein af forsendum þess hversu vel erlend fjármögnun hefur gengið hjá íslensku bönkunum er láns-hæfiseinkunn þeirra. Íslandsbanki hf., KB banki hf. og Landsbanki Íslands hf. eru metnir af láns-hæfismatsfyrirtækinu Moody's Investors Service en auk þess metur einnig láns-hæfismatsfyrirtækið Fitch Ratings Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. Fyrstur íslenskra banka til að fá láns-hæfismat var Íslandsbanki hf., næst kom Fjárfestingarbanki atvinnulífsins hf. sem svo sameinaðist Íslandsbanka hf. árið 2000. Í kjölfarið komu Landsbanki Íslands hf. í febrúar 1998 og Búnaðarbanki Íslands hf. í júní 1999 sem svo sameinaðist Kaupþing banka hf. árið 2003. Láns-hæfiseinkunn íslensku bankanna til langs tíma í erlendri mynt hjá Moody's liggur á bilinu A1-A3 en skammtímaeinkunnin er P-1 hjá þeim öllum. Láns-hæfiseinkunn Fitch vegna Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. er sú sama fyrir þá báða eða A til langs tíma í erlendri mynt og F1 til skamms tíma. Á því tímabili sem íslensku bankarnir hafa verið metnir af láns-hæfismatsfyrirtækjum hafa þeir farið í gegnum einkavæðingu, samruna og yfirtökur bæði innanlands og utan. Sem stendur er láns-hæfiseinkunn KB banka hf. til skoðunar vegna mögulegrar hækkunar en danski bankinn FIH sem KB banki hf. er að kaupa var með einkunnirnar A1/P-1 hjá Moody's.

Erlend fjármögnun íslensku bankanna hefur því gengið vel það sem af er þessu ári. Lánstíminn er lengri og kjör hafa batnað. Mikilvægi erlendra láns-fjármarkaða og þá sérstaklega skuldabréfamarkaðar fyrir bankana er orðið afar mikið og vandkvæði í endurfjármögnun, ef t.d. markaðsaðstæður versna eða breyting yrði á láns-hæfi, gæti skapað lausafjár-

vanda. Engin merki eru hins vegar um slíkt þar sem lánsfjármarkaðir virðast vera djúpir og lánsþæfi bankanna traust. Í *Peningamállum* 2004/1 var bent á að svigrúm Seðlabanka Íslands til aðstoðar með lausafjárþingreiðslu til lánastofnunar sem ekki er í eiginfjárvanda er nánast án takmarkana í íslenskum krónum en er verulega takmarkað ef lausafjávandinn birtist í erlendum gjaldeyri.

greiðslukerfum. Traustar veðtryggingar þurfa að vera til staðar komi til þess að lánastofnun geti ekki eftt uppgjörsskuldbindingu sína í lok dags. Fullnægjandi uppgjörstryggingar í greiðslukerfum eru því afar mikilvægar til að treysta örugga starfsemi fjármála-kerfisins.

Í byrjun árs 2003 námu uppgjörstryggingar allra lánastofnana í stórgreiðslukerfinu samtals 15,3 ma.kr.

Tafla 2 Lánshæfismat íslensku bankanna

	<i>Upphaflegt</i>	<i>Dagsetning</i>	<i>Núverandi</i>	<i>Dagsetning¹</i>	<i>Horfur</i>
Íslandsbanki hf.					
Moody's ²	A3/P-2/D+	desember 1997	A1/P-1/B-	apríl 2003	Stöðugar
Fitch ³	A/F1/C/2	febrúar 2001	A/F1/C/2	febrúar 2001	Stöðugar
KB banki hf.					
Moody's ²	A3/P-2/D	júní 1999	A2/P-1/C+	desember 2003	Endurskoðun
Landsbanki Íslands hf.					
Moody's ²	A3/P-2/D	febrúar 1998	A3/P-1/C	febrúar 1998	Jákvæðar
Fitch ³	A/F1/C/2	maí 2001	A/F1/C/2	maí 2001	Stöðugar

1. Dagsetning þegar viðkomandi banki fékk þá langtímaeinkunn sem hann var með í ágúst 2004.

2. Moody's: Langtímaeinkunn/skammtímaeinkunn/fjárhagslegur styrkur.

3. Fitch: Langtímaeinkunn/skammtímaeinkunn/óháð einkunn/stuðningseinkunn.

Greiðslukerfin

Góð reynsla af nýjum reglum

Í október 2003 setti Seðlabanki Íslands nýjar reglur um starfsemi greiðslukerfa hér á landi, þ.e. reglur um stórgreiðslukerfi Seðlabankans nr. 788/2003 og reglur um starfsemi jöfnunarkerfa nr. 789/2003. Reglurnar skýra hlutverk og ábyrgð Seðlabankans, lánastofnana og annarra aðila sem koma að greiðslu- og uppgjörferlinu. Þær kveða á um skilyrði fyrir þátttöku í kerfunum, ferli greiðslusendinga og uppgjör, ýmis rekstrarleg atriði og áhættustýringu. Þær skapa jafnframt lagalegan grundvöll fyrir samningum Seðlabankans og lánastofnana um tryggingar fyrir uppgjöri í kerfunum. Seðlabankinn telur að reglur þessar hafi reynst vel og aukið réttaröryggi og gegn- sæi að því er varðar starfsemi kerfanna.

Uppgjörstryggingar

Seðlabankinn hefur frá miðju ári 2002 unnið að því í nánú samstarfi við lánastofnanir að ávallt verði full- nægjandi veðtryggingar fyrir heimildum þeirra í

og í jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar hf. (FGM) 1,3 ma.kr. Í byrjun árs 2004 námu tryggingar í stórgreiðslukerfinu samtals 19 ma.kr. og í jöfnunarkerfi FGM 0,9 ma.kr. Tryggingafjárhæðir voru endurskoðaðar á miðju ári 2004 og nema nú 16,6 ma.kr. í stórgreiðslukerfinu og 3,2 ma.kr. í jöfnunarkerfi FGM.

Skráning Seðlabankans á hæstu daglegu skuldastöðu hvefarr lánastofnunar í greiðslukerfunum er lögð til grundvallar endurskoðun á fjárhæð uppgjörstrygginga. Lánastofnunum er óheimilt að fara út fyrir heimildir sem samræmast tryggingum. Lánastofnanir leitast við að haga fjárstýringu þannig að draga megi úr fjárbindingu vegna uppgjörstrygginga. Þá hefur Seðlabankinn stuðlað að lægri fjárbindingu með því að lækka stórgreiðslumörk, sameina bindireikninga og stórgreiðslureikninga og hvetja lánastofnanir til að senda greiðslufyrirmæli til stórgreiðslukerfisins eingöngu með rafrænum hætti. Góð samvinna við lánastofnanir hefur leitt til þess að það heyrir nú til algerra undantekninga að lánastofnun fari út fyrir heimild sína í stórgreiðslukerfinu.

Þessi góði árangur gerir væntanlega kleift að breyta megi stórgreiðslukerfinu þannig að hafna megi sjálfkrafa greiðslufyrirmælum sem myndu leiða til þess að farið yrði út fyrir heimildir. Slík breyting gæti jafnvel orðið að veruleika á næsta ári.

Rekstraráhætta í greiðslukerfum

Á undanförmum árum hefur Seðlabankinn einkum beint sjónum sínum að takmörkun lagaáhattu, greiðslufallsáhattu, lausafjáraáhattu og uppgjör-áhattu í greiðslukerfum. Með þeim breytingum sem gerðar hafa verið á greiðslukerfum hér á landi telur bankinn að verulegur árangur hafi náðst í að takmarka þessa áhættuþætti. Seðlabankinn telur að nú sé bæði tækifæri og þörf á að huga vel að stjórnun rekstraráhattu í greiðslukerfunum. Ljóst er að Seðlabankinn þarf að eiga náið samstarf við Reiknistofu

bankanna og FGM í þessu verkefni enda er rekstur á búnaði kerfanna að mestu á vegum Reiknistofunnar. Seðlabankinn gæti sett opinberar reglur er gerðu formlegar kröfur um stjórnun rekstraráhattu, t.d. að því er varðar áhættumælingar, prófanir og upplýsingagjöf. Bankinn telur hins vegar að það myndi leiða til meiri árangurs ef samkomulag næðist um sameiginleg markmið og samstarf í þessu verkefni. Til greina kæmi að gerður yrði samningur við rekstraraðila þar sem áhersla yrði lögð á meðvitund hans um og þekkingu á rekstraráhattu, gegnsæi í virkni og starfsemi kerfanna, áhættumælingar og prófanir, upplýsingaskipti og viðbúnað. Slíkur samningur gæti orðið grundvöllur að nánari útfærslu í þessum efnum þar sem tekið yrði tillit til breytilegra aðstæðna.

Viðauki Alþjóðavæðing fjármálakerfisins krefst sífelldrar aðlögunar í starfsemi Seðlabanka Íslands.

Alþjóðavæðing bankanna hefur leitt til breyttra vinnubragða í Seðlabankanum og aukinna samskipta við innlenda sem erlenda samstarfsaðila og frekari breytinga er þörf. Nefna má nokkur viðfangsefnanna sem Seðlabanki Íslands stendur frammi fyrir:

- Hugsanlegt endurmat á varúðarreglum bankans. Samkvæmt heimildum í lögum bankans setur hann reglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð lánastofnana sbr. lýsingu á bls. 83. Þessar varúðarreglur eiga aðeins við um innlendar lánastofnanir, þ.e. móðurfélög en ekki samstæðu. Engar sérstakar takmarkanir eru í gildi um viðskipti innan samstæðu sem geta haft áhrif á efndir þessara varúðarreglna.
- Umfangsmeiri greining á fjármálastöðugleika. Íslenska fjármálakerfið er orðið berskjaldaðra fyrir áföllum sem eiga upptök sín á erlendum mörkuðum. Efla þarf greiningu áhættuþátta sem þessu tengjast. Sem dæmi um viðbrögð við þessari þróun má nefna að seðlabankar á Norðurlöndunum skiptast nú reglulega á upplýsingum um stöðugleika fjármálakerfisins í heimalöndum sínum vegna þess að einstakir bankar starfa nú í fleiru en einu Norðurlandanna. Slíkt upplýsingaflæði er orðið mikilvægt en áður fyrir greiningu fjármálastöðugleika á Íslandi.
- Aðlögun í söfnun tölfraðilegra gagna. Eftir því sem viðskipti verða alþjóðlegri verður vandasamara að safna og meta tölfraðileg gögn lánastofnana. Svo að dæmi sé tekið er upplýsingum um lánveitingar til erlendra aðila ekki nægilega vel skipt niður eftir löndum, atvinnugreinum og öðrum þáttum. Eins getur verið óvíst hvort viðskipti ber að telja innlend eða erlend. Því hefur reynst erfiðara en áður að meta hversu mikill hluti útlánaþenslu hefur bein áhrif á íslenskt hagkerfi.
- Aukin þörf á að vaka stöðugt yfir framvindunni og rækta sambönd. Atburðarásin er orðin hröð og breytingar tíðar og á stundum getur verið erfitt að ráða í hvert fjármálamarkaðir og stofnanir stefna. Reglulegar samræður við lykilaðila á markaði eru snar þáttur í starfsemi seðlabanka en sjaldan

nefndur. Styrking tengsla bankans við aðra seðlabanka er af sama toga sem og samskipti við matsfyrirtæki, Alþjóðdagjaldeyrisjóðinn, OECD o.s.frv. Eftir því sem erlendar skuldir og eignir þjóðarbúsins vaxa eykst mikilvægi upplýsingagjafar og reglulegra samskipta við þessa aðila.

- Viðunandi gjaldeyrisforði Seðlabankans. Seðlabankinn þarf jafnan að ráða yfir viðunandi gjaldeyrisforða og stuðla þar með að traustri lausafjárstöðu hagkerfisins út á við. Trúverðugleiki og greiður aðgangur að fjármagnsmörkuðum eru mikilvægir þættir í þessu samhengi.
- Lánveitingar til þrautavara og áfallastjórnun yrðu erfiðari viðfangs ef til kæmi. Aðstæður og atburðir sem upp gætu komið í fjármálakerfinu eru flóknari og umfangsmeiri en áður. Einnig hefur þeim fjölgað sem e.t.v. yrði að eiga samskipti við bæði innanlands og utan. Í þessu sambandi má nefna að ef banki á Norðurlöndunum þarfnast lánveitingar til þrautavara og hefur aðsetur í fleiri en einu landanna getur samkomulag seðlabanka á Norðurlöndunum um viðbrögð við fjármálaáföllum¹ átt við.
- Aukin sérfræðiþörf innan Seðlabankans. Bankinn þarf á sérfræðingum að halda með þekkingu á því viðskiptaumhverfi sem alþjóðleg fjármálafyrirtæki starfa í og á þeim lögfræðilegu ágreiningsatriðum sem upp geta komið.

Mikilvægt er að geta metið og skilgreint helstu áhættuþætti til að viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins. Það sem hins vegar gerir áhættumat erfitt er að setja í samhengi ólíklega atburði og áhrif þeirra á hagkerfið. Þegar banki teygir anga sína til margra landa, verða möguleg áhrif á innlent hagkerfi óljósari. Í þessu samhengi er því mikilvægt að geta gert sér grein fyrir helstu áhættuþáttum sem snúa að bönkum. Við útfærslu á eiginfjárhlutfalli skv. Basel II-staðlinum verður tekið á útlánaáhættu, markaðsáhættu og rekstraráhættu, en óljósara virðist hvernig taka eigi á

1. www.seðlabanki.is/uploads/files/Afallasamkomulag.pdf

lausafjárahættu. Þar að auki fullyrða sumir sérfræðingar að það sé lausafé sem ver banka og stöðugleika fjármálakerfisins fyrir óvæntum atburðum en ekki eiginfjárlutfall þeirra eitt og sér.² Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið (FME) fylgjast reglulega með lausafjárlutfalli íslenskra banka. Þegar starfsemi íslenskra banka er orðin umtalsverð á erlendri grund geta Seðlabankinn og FME átt erfitt með að sjá fyrir lausafjárskort í bankakerfinu sem t.d. erlendur dótturbanki gæti valdið. Að þessu leyti gæti reynst erfiðara að koma í veg fyrir lausafjávanda í eigin hagkerfi.

Samkvæmt lögnum um fjármálafyrirtæki, sbr. t.d. 104. gr., gilda mörg varúðarákvæði laganna, þ.m.t. ákvæði 83. gr. um laust fé, bæði fyrir einstök fjármálafyrirtæki og samstæðu fjármálafyrirtækja og dótturfyrirtækja. Í reglum um stórar áhættuskuldbindingar fjármálafyrirtækja sem byggðar eru á tilskipun 2000/12 er gert ráð fyrir að ekki sé hámark á skuldbindingum milli móður- og dótturfélaga enda séu viðkomandi félög í samstæðu. Í þessu sambandi má benda á að samkvæmt núgildandi ákvæðum í Danmörku er ekki hámark á áhættuskuldbindingum frá móðurfélagi til dótturfélags, enda séu félögin innan samstæðu, en hins vegar er óheimilt að lána frá dótturfélagi til móðurfélags nema með samþykki danska fjármálaeftirlitsins. Nefnd á vegum viðskiptaráðuneytis er að vinna að innleiðingu ákvæða tilskipunar 2002/87 um viðbótareftirlit með fjármálasam-

steypum í íslenskan rétt þar sem ákvæði tilskipunarinnar eiga að taka gildi eigi síðar en í ársbyrjun 2005. Í þessari tilskipun er m.a. sérstakt ákvæði um viðbótareftirlit með viðskiptum milli fyrirtækja innan fjármálasamsteypu. Innleiðing á slíku ákvæði í íslensk lög og reglur mun stuðla að því að efla eftirlit með starfsemi fjármálafyrirtækja yfir landamæri.

Samvinna Seðlabankans og FME þarf að vera virk og aðlagast alþjóðavæðingu bankakerfisins. Samvinnan er skilgreind og mótuð í samstarfssamningi Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins.³ Erend útrás íslenskra banka kallar í sjálfu sér ekki á grundvallarbreytingar á samstarfi Seðlabankans og FME. Samráð og margháttuð upplýsingaskipti samkvæmt samningnum eru til staðar en búast má við auknum samskiptum og viðleitni til að formbinda samstarf við seðlabanka og fjármálaeftirlit í löndum þar sem dótturbankar og útibú íslenskra banka hafa aðsetur.

Þau málefni sem hér hafa verið nefnd eru mikilvæg fyrir virkni og öryggi fjármálakerfisins. Íslenska fjármálakerfið hefur hleypt heimdraganum, verður sífellt alþjóðlegra í starfsemi sinni og ríkisrekstur viðskiptabanka hefur verið aflagður. Þjóðin og atvinnulífið búa nú við kvikara fjármálakerfi en áður var. Seðlabankinn lagar starfsemi sína að þessum aðstæðum í samræmi við hlutverk sitt samkvæmt lögum.

2. C.A.E. Goodhard (2004), „Some New Directions for Financial Stability”, *Per Jacobsson Lecture*, bls. 10-11.

3. www.seðlabanki.is/uploads/files/SamstarfssamningurSIFME.pdf