



FJÁRMÁLA- STÖÐUGLEIKI

2008

Efnisyfirlit

- 3** *Álit Seðlabanka Íslands*
Ríkjandi aðstæður reyna á viðnámsþrótt bankanna
- 9** *Viðfangsefni, framsetning og samhengi skýrslunnar*
Rammagrein: Greiningar á fjármálastöðugleika 2000-2008 **11**
- 13** *Þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaðir*
Skilyrði á fjármálamörkuðum hafa versnað
Rammagreinar:
Órói á fjármálamörkuðum-orsök og afleiðingar **15**
Gengisbundnar skuldir heimila **24**
Skuldir heimilanna samkvæmt framtalsgögnum **27**
Greiðslubyrði heimila **30**
Mikilvægt að forðast fjármálaáfall **34**
- 37** *Fjármálafyrirtæki*
Fjármögnun og útlánagæði í sviðsljósi
Rammagreinar:
Álagspróf og viðlagæfingar **42**
Tengsl hlutabréfaverðs og gengis krónunnar **48**
Viðaukar:
Útlánaáhætta og mat á viðnámsþrótti stærstu viðskiptabankanna **56**
Skuldatryggingar og verðlagning þeirra **64**
Lausafjárreglur og lausafjárstýring **70**
- 75** *Greiðslu- og uppgjörskerfi*
Traust umgjörð á tímum óvissu
Rammagreinar:
Kjarnareglurnar 10 fyrir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi **77**
Tilmæli Alþjóðagreiðslubankans og tækninefndar fyrir verðbréfauppgjörskerfi **80**
Viðauki:
Uppgjör í erlendum gjaldmiðli **82**

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

Tilgangur ritsins um fjármálastöðugleika er:

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Tryggvi Pálsson, formaður

Arnór Sighvatsson

Guðmundur Kr. Tómasson

Jónas Þórðarson

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

4. rit. 8. maí 2008

Prentun og bókband: Gutenberg

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands

ISSN 1670-5831

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

Merking tákna:

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

Ríkjandi aðstæður reyna á viðnámsþrótt bankanna

Í *Fjármálastöðugleika* fyrir ári var niðurstaða greiningar Seðlabanka Íslands sú að fjármálakerfið væri í meginatriðum traust. Sú niðurstaða er óbreytt.

Atburðarás sem hófst eftir mitt síðasta ár og afleiðingar hennar á alþjóðlegum fjármálamarkaði voru óvæntar. Áhættusækni vék fyrir áhættufælni og ekki sér fyrir endann á óvissu sem birtist m.a. í lausafjárþrengingum og áhyggjum af efnahagshorfum. Seðlabankinn gerði ekki ráð fyrir að veðrabrigðin yrðu svo skörp sem raun ber vitni. Í skýrslu bankans í fyrra var engu að síður varað við hættum sem framundan kynnu að vera. Í niðurstöðukafla skýrslunnar sagði: „Seðlabanki Íslands leggur áherslu á að skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum geta breyst skyndilega til hins verra. Því er rík ástæða til þess að hafa vara á og viðbúnað til þess að mæta erfiðari aðstæðum. Tími lausafjárgnóttar og lágra vaxta sem er óskaumhverfi áhættusækinna fjárfesta kann að breytast fyrr en varir.” Jafnframt sagði: „Ein helsta hættan sem steðjar að íslenskum þjóðarbúskap og fjármálakerfinu um þessar mundir er hröð og óvænt hækkun á erlendum vöxtum og vaxtaálagum.”

Þetta hefur nú komið fram. Í skýrslu þessari er leitast við að meta styrk fjármálakerfisins við þær aðstæður sem nú ríkja.

Þrengingar á alþjóðlegum lánamarkaði ...

Breytingarnar á alþjóðlegum lánamarkaði eru raktar til Bandaríkjanna en rætur vandans liggja víðar og dýpra. Þar var á síðustu árum skapaður markaður með húsnæðislán til lántakenda með mjög takmarkaða greiðslugetu, svokölluð undirmálslán. Fjármálafyrirtæki komu stórum hluta lánanna fyrir í skuldabréfavafningum þar sem bætt var við lánum með hærra lánshæfismat, m.a. skuldabréfaútgáfum íslensku bankanna, og vafningarnir í heild hlutu góðar lánshæfiseinkunnir. Þegar vanskil jukust og fasteignaverð tók að lækka fór að bera á afföllum á þessum vafningum. Í kjölfarið lækkuðu matsfyrirtæki lánshæfiseinkunnir fjölda þeirra. Þegar fjárfestar reyndu að grynna á stöðum sínum í slíkum vafningum þornaði eftirmarkaður upp. Íslenskir bankar fjárfestu lítið í þessum vafningum en hafa orðið fyrir óbeinum áhrifum af völdum þeirra.

Töp af þessum og öðrum áhættusömum fjárfestingum hafa komið illa niður á fjölda banka í Bandaríkjunum og Evrópu. Óvissa um hvaða bankar hefðu mikið undir í slíkri fjárfestingarstarfsemi leiddi til þess að vextir á millibankamörkuðum hækkðu snögglega. Framboð á skammtímalánsfé dróst verulega saman þar sem bankar hömstruðu lausafé og vantreystu hver öðrum í viðskiptum sín á milli. Fjöldi banka hefur orðið að afskrifa háar fjárhæðir sem hefur veikt eiginfjárstöðu þeirra. Margir þeirra hafa þegar orðið að afla nýs eigin fjár og viðbúið er að fleiri eigi eftir að gera slíkt.

Lausafjárþurrð á alþjóðlegum millibankamarkaði á haustmánuðum leiddi til þess m.a. að seðlabankar Bandaríkjanna, Evrópu og Bretlands gripu til ýmissa aðgerða til þess að tryggja bönkum skammtímalánsfé. Einnig hafa stjórnvöld beggja vegna Atlantsála stutt einstök fjármálafyrirtæki og beint eða óbeint ábyrgst innlán umfram þá vernd sem tryggingarsjóðir veita.

... reyna á viðnámsþrótt bankanna

Ársreikningar íslenskra fjármálafyrirtækja fyrir árið 2007, sérstaklega þriggja stærstu bankanna, sýna enn sem fyrr að þeir eru þróttmiklir. Eiginfjárstaða, arðsemi og lausafjárstaða þeirra er viðunandi. Álagspróf Fjármálaeftirlitsins (FME) og Seðlabankans staðfesta þetta. Rekstraruppgjör bankanna fyrir fyrsta fjórðung þessa árs er í samræmi við það mat. Vegna umframeignar í erlendum gjaldeyri urðu þeir ekki fyrir tapi af völdum lækkunar á gengi íslensku krónunnar heldur þvert á móti.

Um helmingur heildareigna samstæðna bankanna er í erlendum dótturfélögum og jafnframt er stór hluti útlána móðurbankanna til erlendra lánþega. Talið er kostur að eignasafn banka og fjármögnun þess séu dreifð. Stóru íslensku bankarnir hafa á síðustu árum aukið umsvif sín erlendis. Þeir eru ekki síður evrópskir bankar en íslenskir og lúta sömu reglum og bankar í Evrópu. Tekjur þeirra eru fjölbreyttar og koma víða að. Í heild afla þrír stærstu bankarnir nú meira en helmings tekna sinna með starfsemi utan Íslands. Það er einnig kostur að þeir hafa farið ólíkar leiðir í sókn sinni. Eignasafn þeirra og fjármögnun er að meginhluta til í Vestur-Evrópu og Norður-Ameríku.

Bankarnir voru á margan hátt vel búnir undir að mæta lausafjárþrengingum og efnahagslegum áhrifum þeirra á starfssvæðum sínum. Að nokkru má rekja það til viðbragða þeirra við andstreyminu sem þeir mættu á fyrri hluta árs 2006 en sá vandi var ekki alþjóðlegur. Nú takast þeir á við lækkun eignaverðs, hækkun fjármagnskostnaðar og takmarkaðan aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum.

Í skýrslunni er ítarlega fjallað um stöðu, áhættu, fjármögnun og viðnámsþrótt bankanna. M.a. eru útlánagæði bankanna metin á grundvelli útlána samstæðna þeirra, þ.e. út frá áhættuflokkun lántakenda erlendis sem hérlandis, og áætlað vænt og óvænt tap. Niðurstaðan er sú að bankarnir séu ágætlega í stakk búnir til að takast á við vaxandi vanskil og útlánatöp. Þau hafa til þessa verið afar lítil. Nauðsynlegt er þó að benda á áhættuþætti sem gætu reynst erfiðir viðfangs við þær aðstæður sem framundan kunna að vera. Á liðnu ári hækkaði hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eigin fé bankanna sem og hlutfall eignarhaldsfélaga í útlánum. Ástæða er til að gefa þeirri þróun gaum. Þá er enn töluvert um útlán með veði í hlutabréfum. Verðmæti veðanna hefur lækkað á síðustu misserum. Lítið hefur þó verið um þvingaðar sölur vegna veðkalla og tryggingarþekja bankanna er rúm samkvæmt upplýsingum Fjármálaeftirlitsins.

Aðlögun í þjóðarbúskapnum íþyngir

efnahagsreikningum heimila og fyrirtækja ...

Skilyrði á helstu markaðssvæðum bankanna eru viðunandi en óvissa hefur aukist. Útlán til innlendra aðila vega léttar í eignasafni fjármála-

fyrirtækja en á árum áður en þau eru enn mikilvægur þáttur þess. Framvinda efnahagslífsins og eignaverðsbreytingar munu hafa áhrif á gæði þessara eigna. Ójafnvægið í þjóðarþúskapnum sem fjallað hefur verið um í *Fjármálastöðugleika* undanfarin ár hefur nú m.a. leitt til snarprar gengislækkunar krónunnar. Hún veikir efnahagsreikning heimila og fyrirtækja sem á undanförunum árum hafa aukið skuldir sínar og tekið á sig gjaldmiðlaáhættu. Mikil verðbólga gerir til muna vandasamara en ella að kljást við samdrátt í efnahagslífinu sem óhjákvæmilega fylgir umtalsverðum afturkipp á eignamörkuðum. Því er brýnt að Seðlabankinn nái verðból gumarkmiðinu svo fljótt sem auðið er og að traust skapist um gjaldmiðilinn.

Aukin gjaldmiðlaáhætta heimila og fyrirtækja sem ekki hafa gjaldeyrstekjur er umhugsunarefni sem og aukin hlutdeild útlána til skuldsettra eignarhaldsfélaga. Engu að síður er það svo að gengisbundnar skuldir heimila eru ekki nema lítil hluti heildarskulda þeirra og miklum meiri hluta gengisbundinna lána bankanna hefur verið veitt til lánþega sem hafa töluverðar eða miklar tekjur í erlendum gjaldeyri. Lánþegar verða því síður fyrir skakkaföllum af völdum lækkunar á gengi krónunnar. Þeir sem ekki njóta slíkra tekna verða ver settir en áður. Það eykur vandann að á sama tíma mun markaðsverð þeirra eigna sem lagðar eru að veði rýrna. Miklu skiptir þó að veðhlutföll í fasteignaveðlánum bankanna lækkuðu á milli ára og eru viðunandi frá sjónarhóli fjármálastöðugleika.

Þrátt fyrir skuldaaukningu hefur hrein eignastaða heimila batnað á undanförunum árum. Greiðslubyrði er á heildina litið vel viðráðanleg ef ráðstöfunartekjur skerðast ekki að marki. Staða margra heimila verður hins vegar erfiðari á næstu árum. Skuldir hinna skuldsettustu meðal þeirra hafa aukist langt umfram meðaltal. Þessi heimili gætu lent í greiðsluerfiðleikum. Margt bendir til þess að húsnaðisverð sé langt yfir langtíma jafnvægi. Því er gert ráð fyrir að raunverð íbúðar- og atvinnuhúsnaðis lækki á næstu árum með auknum fjármagnskostnaði. Velta á húsnaðismarkaði hefur dregist ört saman að undanförunu og raunverð er tekið að lækka.

Fyrirtækin finna nú fyrir hækkun fjármagnskostnaðar sem rýrir stöðu þeirra og þau verða að laga umsvif sín að auknu útlánaaðhaldi bankanna. Að nokkru leyti hefur hærri fjármagnskostnaður fjármálafyrirtækja þegar komið fram í lakari kjörum fyrirtækja og heimila. Þótt fjármálafyrirtæki nái þannig að hluta að endurheimta kostnað sinn og draga úr eigin rekstrarkostnaði skerðir þessi staða óhjákvæmilega samkeppnisstöðu þeirra, sérstaklega á erlendum mörkuðum.

... bankarnir bregðast við ...

Við eðlilegar aðstæður á banki sem hefur viðunandi eiginfjárstöðu ekki að eiga erfitt með að fjármagna starfsemi sína. Vegna óvissu og áhættufælni hefur aðgengi að fjármagni verið takmarkaðra en áður og lánshæfi hefur skerast. Þessar aðstæður hafa meiri áhrif á íslensku bankana en ella þar sem erlend markaðsfjármögnun er stór hluti af skuldum þeirra. Umfangsmikil fjármögnun erlendis kallar á gott láns-hæfismat og traustan orðstír. Allt frá liðnu hausti hafa bankarnir haldið sig frá almennum útgáfum á erlendum lánamarkaði og því leitað annarra leiða.

Þeir hafa brugðist við erfiðleikum í erlendri lánsfjármögnun með því að hægja á vexti útlána, ráðast í einkaútgáfur, auka innlán og draga úr kostnaði. Hætt var m.a. við yfirtökur á erlendum fjármálafyrirtækjum og undið ofan af eignaleigu- og veðlánastarfsemi erlendis sem losar fjármagn til annarra nota. Almennir hefur gengið vel að auka innlán og í lok árs 2007 voru meira en tveir þriðju hlutar innlána þriggja stærstu bankanna frá erlendum aðilum. Nokkrar sveiflur hafa verið í innlánum á ólíkum markaðssvæðum. Skuldatryggingarálag íslensku bankanna sem hækkaði mjög undir lok síðasta árs og framan af yfirstandandi ári lækkaði verulega í apríl sl.

Brýnasta verkefni bankanna í bráð er að tryggja aðgang að erlendu lánsfé og minnka lánsfjárbörf. Þá skiptir traust fjárfesta og innstæðueigenda mjög miklu. Ólíklegt er að skilyrði á alþjóðlegum mörkuðum batni verulega innan tíðar og þegar úr rætist munu fjárfestar sýna meira aðhald og varfærni en áður.

... og stjórnvöld efla úrræði sín

Stjórnvöld, þ.e. ríkisstjórnin, Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn, hafa á undanförunum árum eftt samstarf sitt í viðlagamálum.¹ Jafnframt taka þau þátt í viðtækara samstarfi. Sem dæmi má nefna samnorræna viðlagæfingu sem haldin var í september sl. og þátttöku í nefndum Evrópusambandsins sem vinna að fjármálastöðugleika.

Stjórnvöld í Evrópu hafa skerpt viðbúnað sinn gagnvart aðstæðum sem upp kunna að koma í fjármálafyrirtækjum sem starfa í fleiri löndum en einu. Dæmi um þetta er nýgert samkomulag milli fjármálaráðuneyta, fjármálaeftirlita og seðlabanka Evrópusambandslandanna. Slíkt samstarf er mikilvægt, sérstaklega fyrir smærri löndin þar sem höfuðstöðvar umsvifamikilla banka eru.

Með aðild sinni að Evrópska efnahagssvæðinu nýtur Ísland m.a. þess að starfsskilyrði fjármálafyrirtækja eru sambærileg við það sem gildir innan Evrópusambandsins. Auk þess heldur Ísland ýmsum sérkennum sem skipta máli fyrir efnahagslega framvindu, svo sem hagstæðu skattaumhverfi fyrirtækja, skilvirkri stjórnsýslu og sveigjanleika á vinnumarkaði. Eftirlit skiptir miklu máli og hefur Fjármálaeftirlitið verið eftt. Þá hafa greiðslu- og uppgjörskerfin verið styrkt þannig að hætta á áföllum af tæknilegum toga er í lágmarki og einnig hefur mót- aðilaáhættu verið eytt.

Miklu máli skiptir hve staða ríkissjóðs er sterk. Afgangur hefur verið á fjárlögum og ríkissjóður á verulegar innstæður í Seðlabankanum. Hreinar skuldir ríkissjóðs við útlönd að meðtöldum gjaldeyrisforða eru engar. Gjaldyrisforðinn var tvöfaldaður árið 2006 og eiginfjárstaða Seðlabankans styrkt. Það kemur sér vel í núverandi stöðu og ríkisvaldið hefur lýst yfir vilja til að efla þessa stöðu enn. Um leið verður að gæta þess að skapa ekki freistnivanda.

Því hefur verið haldið fram að íslensku bankarnir séu orðnir of stórir. Það má til sanns vegar færa ef stórfellt fjármálaáfall yrði ekki umflúið og íslensk stjórnvöld stæðu ein að úrlausn áfalls sem tæki til

1. Á heimasíðu Seðlabanka Íslands er að finna m.a. samstarfssamning íslenskra stjórnvalda, samning norrænna seðlabanka (aук sameiginlegrar fréttatilkynningar bankanna) og viðauka í *Fjármálastöðugleika* 2006 um samstarf stjórnvalda.

bankarekstrar hérlandis sem og í öðrum löndum. Að öðru leyti ætti ekki að valda vanda að fyrirtæki velji sér starfsvöll þar sem þeim hentar og nýti hlutfallslega yfirburði, sbr. sjávarútveg og áliðnað, sem einnig eru með umsvif hér á landi langt umfram eigin þarfir landsins. Ísland er fullgildur þátttakandi á innri markaði Evrópusambandsins, þ.m.t. á innri markaðnum fyrir fjármálaþjónustu. Allt frá því að stefnan var mörkuð árið 1992 um innri markað fyrir vörur, þjónustu, fjármagn og vinnuafli hefur verið unnið að því að hann starfi sem ein heild. Hvatt hefur verið til viðskipta milli landa og aukinnar starfsemi yfir landamæri. Hvergi hefur verið hreyft hugmyndum um stærðarmörk á bankakerfi einstakra landa og beinlínis hefur verið lagst gegn fyrirstöðu við kaup erlendra fjárfesta á innlendum bönkum. Í senn má finna dæmi um lönd þar sem höfuðstöðvar banka eru að mestu leyti erlendis, sbr. Eystrasaltslöndin, og um hið gagnstæða, þar sem heima-bankar eru umsvifamiklir í öðrum löndum, sbr. Ísland, Lúxemborg, Holland, Bretland, Danmörku og Írland.

Fjármálakerfið er traust en þörf er á viðbúnaði

Helstu áhættuþættirnir fyrir fjármálakerfið eru tilgreindir í töflu hér á eftir. Þeir eru viðkvæmur gjaldeyrismarkaður og tregt aðgengi að fjármagni sem felur í sér skammtímaáættu. Til lengri tíma litið felst áhættan fremur í áhrifum hærri fjármagnskostnaðar og hættu á rýrnun eignagæða.

Mestu máli skiptir hve vel viðbúið og máttugt fjármálakerfið er til að mæta áföllum, þ.e. hver viðnámsþróttur þess er. Í síðari töflunni eru tilgreindir þættir sem helst treysta viðnámsþrótt fjármálakerfisins. Þeir eru góðar langtímahorfur í íslensku efnahagslífi, viðunandi staða bankanna, traust opinber umgjörð og eftirlit sem og örugg greiðslu- og uppgjörskerfi og ekki síst sterk staða ríkissjóðs. Sömu þættir voru tilgreindir í síðustu skýrslu en staða bankanna hefur veikt frá því sem þá var, einkum vegna minna framboðs lánsfjár á alþjóðamarkaði.

Margt af því sem talið var til áhyggjuefna í síðustu skýrslu hefur þegar komið fram, svo sem lækkun á gengi krónunnar, lækkun hlutabréfaverðs, kólnun fasteignamarkaðar, hækkun vaxtaálags og fleira. Viðbúið er að glíma þurfi við fjölþætta áhættu en lágmarka þarf líkur á fjármálaáfalli sem skaðað gæti afkastagetu efnahagslífsins og lífskjör. Reynsla annarra landa sýnir hve mikilvægt það er.

Á heildina litið er niðurstaða Seðlabankans enn sú að fjármálakerfið sé í meginatriðum traust. Íslenska bankakerfið uppfyllir kröfur sem gerðar eru til þess og stenst álagspróf sem Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn hafa gert.

Tafla 1 Helstu áhættuþættir

Áhætta	Skýring
Gjaldeyrismarkaður	Viðskiptahallinn og hugsanlegar breytingar í vaxtam-unarviðskiptum fela enn í sér hættu á flökki og gengislækkun umfram það sem þegar er orðið. Gjaldeyrismarkaður, bæði stundar- og skiptamarkaður, er háður þremur viðskiptavökum og er fremur grunnur. Bankarnir eru sjálfir vel varðir fyrir lækkun gengis en hluti lánpaga þeirra lítt eða ekki varinn fyrir sveiflum í gengi.
Fjármagnsaðgengi	Vegna markaðsfjármögnunar og óbundinna innlána skiptir láns hæfi bankanna miklu sem og aðstæður á alþjóðlegum mörkuðum. Bankarnir hafa brugðist við breyttum aðstæðum en því þarf að fylgja eftir. Aðgengi að fjármagni er takmarkaðra en áður og láns hæfismat hefur lækkað.
Fjármagnskostnaður	Veruleg hækkun áhættuálags dregur úr hagvexti og eykur viðskiptahalla þjóðarbúsins. Hærrí fjármagns-kostnaður fjármálafyrirtækja skerðir samkeppnisstöðu þeirra og þyngir greiðslubyrði viðskiptamanna.
Gæði eigna bankanna	Verð hlutabréfa og fasteigna hefur lækkað. Gera má ráð fyrir vaxandi afskriftum útlána og annarra eigna. Vanskil og virðisrýrnun voru í lágmarki í lok síðasta árs en aukast óhjákvæmilega á næstu misserum.

Tafla 2 Viðnámsþróttur

Viðnám	Skýring
Efnahagslífið	Efnahagslífið er sveigjanlegt og hefur áður sýnt að það getur tekist á við sveiflur með snarpri aðlögun í einkaneyslu og innflutningi. Fjárfestingar og hagvöxtur hafa verið með mesta móti. Efnahagshorfur eru góðar til lengri tíma lítið.
Staða bankanna	Eiginfjárlutföll bankanna eru viðunandi, afkoma þeirra úr fjölbreyttum rekstri er góð og eignir dreifðar. Lausafjárstaða bankanna hefur verið viðunandi en á hana reynir í ár.
Opinber umgjörð, eftirlit og greiðslukerfi	Umgjörð EES-samningsins gildir sem og viðmið við alþjóðlega staðla um bestu framkvæmd og gagnsæi. Eftirlit með fjármálastarfsemi hefur verið eftt og viðtækt samstarf er við nágrannalönd. Greiðslukerfin uppfylla alþjóðlega viðurkennda staðla.
Staða ríkissjóðs	Staða ríkissjóðs er sterk og afgangur hefur verið á fjárlögum. Hreinar skuldir hans við útlönd að meðtöldum gjaldeyrisforða eru engar.

Viðfangsefni, framsetning og samhengi skýrslunnar

Viðfangsefni skýrslunnar

Skýrslu Seðlabankans um fjármálastöðugleika er ætlað að benda á þá áhættu sem fjármálakerfinu kann að vera búin og meta getu þess til að mæta hugsanlegu áfalli. *Fjármálastöðugleika* 2008 ber að skoða í samhengi við fyrri skýrslur bankans, sbr. yfirlitsmyndina í rammagrein 1.

Framsetning efnis

Leitast er við að setja skýrt fram álit Seðlabankans og það sem markverðast er í greiningunni sem að baki býr. Hér að framan er álit banka-stjórnar birt ásamt yfirlitum sem draga fram mat Seðlabankans á helstu áhættuþáttum og viðnámsþrótti fjármálakerfisins. Í upphafi kaflanna sem á eftir fylgja eru meginatriðin dregin saman í inngangsorðum. Í stuttum rammagreinum og lengri viðaukum er fjallað um afmörkuð efni sem tengjast meginumfjöllun skýrslunnar og styðja hana.

Meginkaflar

Þrír meginkaflar eru burðarstoðir skýrslunnar og þeim fylgja rammar eins og fram kemur í efnisyfirliti. Fyrst er greining á þjóðhagslegu umhverfi og fjármálamörkuðum. Lagt er mat á hugsanlega framvindu alþjóðlegra og innlendra efnahagsmála á næstu árum og áhrif hennar á afkomu og efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja og þar með fjármálakerfið. Jafnframt er fjallað um breytingar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, lausafjárþurrðina og aukna áhættufælni. Síðan er fjallað um stöðu fjármálafyrirtækja, einkum þriggja stærstu bankanna. Greind eru uppgjör viðskiptabanka og sparisjóða og bent á helstu áhættu- og styrkleikamerki í stöðu þeirra. Í þriðja meginkaflanum er gerð grein fyrir nýlegum aðgerðum er miða að því að efla virkni og öryggi greiðslu- og uppgjörskerfa.

Viðaukar

Í *Fjármálastöðugleika* 2008 eru fjórir viðaukar. Viðfangsefni viðaukanna eru útlánagæði stærstu viðskiptabankanna, skuldatryggingarálag íslensku bankanna, lausafjárstýring og uppgjör í erlendum gjaldmiðli.

Útlánaáhætta hefur vaxið undanfarin ár samhliða hratt vaxandi útlánnum. Af þeim sökum er mikilvægt að greina getu bankanna til að mæta útlánatapi. Algengt er að útlánatapi sé skipt í tvennt, vænt og óvænt útlánatap. Vænt útlánatap stærstu viðskiptabankanna var metið með svipuðum hætti og gert var í *Fjármálastöðugleika* 2007. Ennfremur var eiginfjárförf vegna útlánaáhættu áætluð og metinn viðnámsþróttur bankanna til að mæta frekari áföllum tengdum útlánaáhættu. Notast var við gagnagrunna um vænta gjaldfallstíðni en erlendar rannsóknir og Basel II-reglurnar um endurheimtuhlutfall. Niðurstöður voru metnar með hliðsjón af þeim fjárhæðum sem lagðar hafa verið til hliðar til að mæta útlánatöpum, þ.e. afskriftareikningi útlána og eigin fé.

Í viðauka um skuldatryggingarálag íslensku bankanna er leitast við að skoða tæknilegar ástæður þess að skuldatryggingarálag hreyfist

mikið. Skuldatryggingarálagið hefur verið tíðrætt undanfarin misseri. Álag þetta byggist helst á tveimur þáttum, þ.e. líkum á gjaldfalli og endurheimtuhlutfalli. Við álagið er svo bætt sérstöku áhættuálagi fyrir hvert fyrirtæki. Þar sem ofangreindir þættir eru einnig í undirstöðum lánshæfismats ættu að vera skýr tengsl á milli þessara stærða. Þau virðast vera ljós fyrir fjármálafyrirtæki almennt, en eru óskýr hvað varðar íslensku bankana. Af uppgjörum, ársreikningum og lausafjárstöðu íslensku bankanna má ráða að staða þeirra sé almennt góð. Þetta endurspegladist hins vegar ekki í skuldatryggingarálagi þeirra sem hækkaði mjög á fyrstu mánuðum ársins en hefur lækkað á ný.

Lausafjástýring er í brennidepli vegna lausafjárþrenginga á erlendum lánsfjármörkuðum. Á alþjóðavettvangi hefur lausafjárefitirlit ekki þróast með sama hætti og eiginfjárefitirlit en unnið er að endurbótum á reglum og leiðbeinandi tilmælum til fjármálafyrirtækja að því er varðar lausafjástýringu. Farið er yfir helstu aðferðir sem fjármálafyrirtæki nota til lausafjástýringar og helstu kosti og galla hvernar. Því næst er skoðuð vinna alþjóðlegra eftirlitsstofnana og hvernig eftirlitsreglum er háttað. Að lokum er farið yfir lausafjárreglur á Íslandi, lausafjástýringu og nefndar aðgerðir Seðlabanka Íslands til að rýmka fyrir lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja.

Undanfarið ár hefur mikið verið rætt um uppgjör í erlendum gjaldmiðlum. Í því efni er mikilvægt að gera greinarmun á tvennu, annars vegar fjárhagslegu uppgjöri fyrirtækja, þ.e. framsetningu ársreiknings og hins vegar skráningu og uppgjöri hlutabréfa. Ekki eru bein tengsl milli heimildar um fjárhagslegt uppgjör fyrirtækja (framsetningu ársreiknings) og ákvörðunar um skráningu hlutafjár í erlendum gjaldmiðli og uppgjöri viðskipta með hlutabréf þeirra. Ársreikningaskrá veitir félögum heimild til fjárhagslegs uppgjors í öðrum gjaldmiðlum en íslenskri krónu að vissum skilyrðum uppfylltum. Ákvörðun um skráningu hlutafjár í erlendum gjaldmiðli og viðskipti með hlutabréf þeirra er í höndum hluthafafundar hvers félags. Opinberir aðilar hafa ekkert um þá ákvörðun að segja svo fremi að fylgt sé innlendum og erlendum reglum varðandi öryggi og skilvirkni.

Upphaf reglulegrar greiningar Seðlabanka Íslands á fjármálastöðugleika nær aftur til febrúar árið 2000 þegar bankinn birti fyrstu yfirlitsgrein sína um styrk og veikleika fjármálakerfisins í ritinu *Penningamálum* en á árinu 2005 tók við sérítið *Fjármálastöðugleiki*.

Á fjölmiðla- og kynningarfundum í kjölfar útgáfu bankans hefur saga þessara greininga verið rakin. Vitnað hefur verið til lykilorða í niðurstöðum bankans og með merkjum gefið til kynna hvort staða fjármálakerfisins hafi styrkst, veikst eða væri óbreytt frá síðustu greiningu. Við það mat er annars vegar horft til áhættunnar sem fjármálakerfinu kann að vera búin og hins vegar viðnámsþróttar sem það býr yfir. Eins og sjá má í töflunni hér að neðan hafa töluverðar breytingar orðið á mati Seðlabankans sem óhjákvæmilega tengjast sveiflum í þjóðarbúskap og umbreytingu mikilvægra fjármálafyrirtækja og -markaða.

Rammagrein 1

Greiningar á fjármálastöðugleika 2000-2008

Tafla 1 Greiningar á fjármálastöðugleika 2000-2008

2000	feb.	▲	Jákvætt álit en viðvaranir
	nóv.	▼	Ójafnvægi hefur vaxið
2001	maí	▼	Áhætta meiri og geta minni
	nóv.	▼	Verri aðstæður en brugðist við
2002	maí	▲	Jákvæður viðsnúningur
	nóv.	▲	Staðan styrkist en eftirköst
2003	maí	▲	Bati og staðan vel viðunandi
	nóv.	▲	Viðunandi en hefur ekki styrkst
2004	mars	▲	Viðunandi en áhyggjur af útlánum, erlendum skuldum og eignaverði
	sept.	▲	Viðunandi en vaxandi óvissa
2005	apríl	▲	Ójafnvægi en í meginatriðum traust
2006	maí	▼	Vandasöm sigling framundan
2007	apríl	▲	Viðnámsþróttur bankanna hefur styrkst
2008	maí	▼	Ríkjandi aðstæður reyna á viðnámsþrótt bankanna

Skilyrði á fjármálamörkuðum hafa versnað

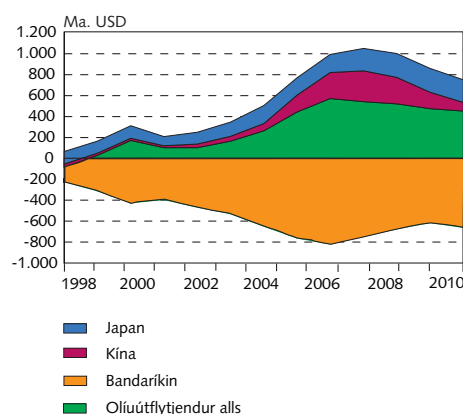
Í Fjármálastöðugleika 2007 var varað við því að íslenskur þjóðarþúskapur væri orðinn næmur fyrir breytingum á alþjóðlegum mörkuðum, m.a. sökum ósjálfbærs viðskiptahalla, hás eignaverðs og mikilla skulda heimila og fyrirtækja. Þróunin undanfarin misseri undirstrikar hve brýn þau varnaðarorð voru. Mikið umframframboð lausafjár í heiminum hefur þurrkast upp að miklu leyti og áhættuálag á vexti snarhækkað. Fjárfestar og fjármálafyrirtæki um heim allan eru orðin áhættufælnari en áður eða mat þeirra á áhættu breytt. Undirmáslánakreppan sem átti uppruna sinn í Bandaríkjunum hefur skapað óvissu víða um heim, m.a. í Evrópu vegna skuldabréfavafninga sem fjármálafyrirtæki þar hafa keypt á undanförunum árum. Áhrifa lausafjárþurrðarinnar og minnkandi áhættusækni gætir nú þegar á Íslandi. Ásamt hækkun stýrivaxta hefur hún leitt til þess að útlánsvextir hafa hækkað skarpt undanfarið ár. Áhrifa þess er nú farið að gæta í þróun eignaverðs. Gengi hlutabréfa hefur lækkað verulega, eftir mikla hækkun fyrri hluta sl. árs. Hækkun húsnæðisverðs, sem var ör fram undir lok sl. árs, hefur stöðvast og velta á húsnæðismarkaði dregist saman. Að samanlögðu hefur hækkun húsnæðisverðs í fyrra og hækkun vaxta á íbúðalánum leitt til þess að húsnæðis kaupmáttur hefur minnkað. Margt bendir til þess að húsnæðisverð sé langt yfir langtíma jafnvægi. Því má gera ráð fyrir að raunverð íbúðar- og atvinnuhúsnæðis lækki á næstu árum með auknum fjármagnskostnaði. Hin alþjóðlega húsnæðisverðbólga er tekin að hjaðna og hefur verðlag húsnæðis lækkað umtalsvert í Bandaríkjunum og nokkrum öðrum löndum. Undanfarið ár hafa skuldir heimila og fyrirtækja haldið áfram að aukast. Fram eftir síðasta ári jókst verðmæti eigna þeirra einnig hröðum skrefum, en horfur eru á að þróun á eignahlið efnahagsreikningsins verði óhagstæð á næstu árum. Aukin greiðslubyrði skulda á sama tíma og atvinna minnkar og kaupmáttur ráðstöfunartekna dregst saman mun að líkindum leiða til greiðsluferfiðleika einhverra hópa skuldara, en lítið hefur verið um slíkt undanfarin ár. Fyrirtæki og einstaklingar sem keyptu hlutabréf með lánsfé kunna að vera í þröngri stöðu. Gengis- og vaxtaáhætta heimilanna jókst á sl. ári vegna aukinnar lántöku í erlendum gjaldmiðlum á breytilegum vöxtum. Gengislækkun krónunnar undanfarna mánuði mun auka vanda þeirra heimila sem hafa tekið mikil lán í erlendum gjaldmiðlum, jafnvel þótt lækkunin verði aðeins tímabundin.

Þjóðhagsleg skilyrði fjármálastöðugleika

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum lakari en fyrir ári

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum hafa versnað töluvert frá útgáfu Fjármálastöðugleika fyrir ári. Líkur á samdrætti í Bandaríkjunum á næstu misserum hafa aukist undanfarna mánuði og gæti hann þegar verið hafinn. Þótt undirliggjandi framboð sparnaðar í heiminum, einkum frá helstu löndum Asíu og olíuútflutningsríkjunum, sé enn mikið eru fyrstu brestirnir í þeirri skipan alþjóðlegra efnahagsmála sem ríkt hefur í u.þ.b. áratug farnir að koma í ljós. Hún felst í því að nýmarkaðs- og olíuútflutningslönd haldi gengi gjaldmiðla sinna lágu og verji andvirði mikils viðskiptaafgangs sem af því leiðir til kaupa á skuldabréfum þróaðra landa og stuðli þannig að lágu alþjóðlegum vöxtum. Stýrivextir í hinum þróuðu löndum heims voru mjög lágir um skeið. Lágir vextir leiddu til þess að fjárfestar sóttu í auknum mæli í áhættusamari fjárfestingu í því skyni að bæta ávöxtun, t.d. nýjar tegundir fjármálagjöfninga (e. structured products) sem sameinuðu háa ávöxtun og hátt láns hæfismat og auðvelduðu bönkum að auka framboð lánsfjár. Undirmáslánakreppuna í Bandaríkjunum og önnur eftirköst hennar má líta á sem afleiðingu tilhneigingar fjár-

Mynd 1
Viðskiptajöfnuður 1998-2010¹
Kína, Bandaríkin, Japan og olíuútflýgjendur

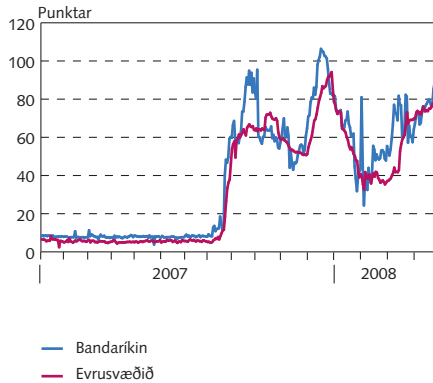


1. Tölur fyrir 2008-2010 eru byggðar á spám.
Heimild: Global Insight.

Mynd 2

Munur á millibankavöxtum og væntum
stýrivöxtum¹

Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 21. apríl 2008

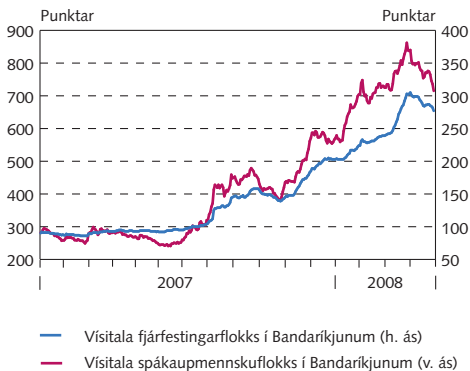


1. Munur á millibankavöxtum og vaxtaskiptasamningum til 3 mánaða.
Heimild: Bloomberg.

Mynd 3

Álag á skuldabréf fyrirtækja¹

Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 21. apríl 2008



1. Álag ofan á ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa.
Heimildir: Merrill Lynch, Reuters EcoWin.

festa til þess að auka hlutdeild áhættusamrar fjárfestingar og útlána á undangengnu lágvaxtatímabili. Nú þegar áhættan hefur birst hefur hún breytt áhættumati fjárfesta. Eftirspurn eftir sumum tegundum skuldabréfavafninga hefur dregist ört saman og bankar hafa þurft að gangast við skuldbindingum sem höfðu staðið utan efnahagsreikninga þeirra. Eftirspurn fjármálafyrirtækja eftir lausu fé og tryggari fjáreignum hefur því aukist.

Óvíst er hve víðtæk áhrifin munu verða. Áhrifin á raunhagkerfið eru enn sem komið er að mestu bundin við Bandaríkin. Í Evrópu hefur smitun átt sér stað í gegnum fjármálakerfið. Seðlabankar hafa gripið til aðgerða í því skyni að koma í veg fyrir alvarlegan lausafjárskort. Á helstu markaðssvæðum íslenskra banka í Evrópu hefur hagvöxtur haldist nokkuð stöðugur, þótt víða hafi hægt á vexti. Meðan áhrif óróans á fjármálamörkuðum verða ekki víðtækari er þess að vænta að afleiðingar hans fyrir starfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja verði að mestu leyti bundin við vanda sem þau standa frammi fyrir við öflun lánsfjár, auk umtalsverðra áhrifa á gengi krónunnar, innlenda eftirspurn og þar með efnahagsreikninga innlendra heimila og fyrirtækja. Verði samdrátturinn í Bandaríkjunum hins vegar djúpur og langdreginn er líklegt að bein áhrif á öðrum markaðssvæðum innlendra fjármálafyrirtækja verði töluverð. Sumir greinendur hafa haldið á lofti svokallaðri aftengingarkenningu (e. decoupling theory). Samkvæmt henni mun hagvöxtur í Evrópu og víða annars staðar ekki verða fyrir verulegum áhrifum af samdrætti í Bandaríkjunum. Bent hefur verið á að vægi Bandaríkjanna í útflutningi t.d. evrusvæðisins sé ekki mjög mikið og að aukin eftirspurn frá nýmarkaðsríkjum geti því bætt upp samdrátt eftirspurnar frá Norður-Ameríku. Aðrir telja að smitun í gegnum fjármálamarkaði muni vega þyngra og leiða til þess að hagvöxtur í heiminum öllum minnki verulega.

Enn mikil óvissa um umfang undirmáslánakreppunnar

Ástandið á alþjóðlegum fjármálamörkuðum einkennist enn af mikilli óvissu um raunverulegt umfang taps af skuldavafningum tengdum undirmáslánum í Bandaríkjunum og öðrum fjármálagjörningum. Rót vandans er aukin vanskil ákveðinna tegunda húsnæðislána, svokallaðra undirmáslána (e. subprime) sem veitt hafa verið húsnæðis kaupendum sem að öllu jöfnu hefðu ekki staðist almennt greiðslumat (sjá rammagrein 1). Vandinn er þó síður en svo takmarkaður við undirmáslánamarkaðinn. Vanskil annarra tegunda lána, t.d. bílalána og kreditkortalána, sem hafa einnig verið notuð sem veð fyrir skuldavafninga, hafa einnig aukist að undanfögnu.

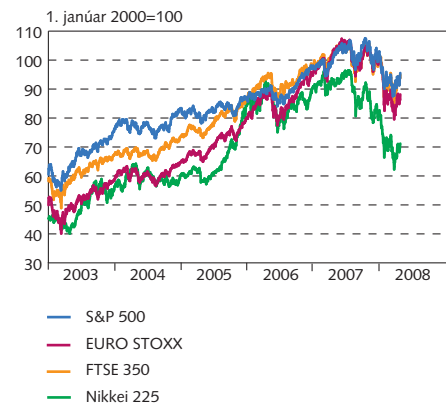
Í fjármálastöðugleikaskýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem kom út í apríl, er því spáð að tap vegna skuldabréfavafninga geti numið um 945 milljörðum Bandaríkjadala. Innan við tíundi hluti áætlaðs taps skýrist af undirmáslánum. Sjóðurinn gerir ráð fyrir að bankar þurfi að taka á sig nær helming tapsins en tryggingarfyrirtæki, lífeyris-, peningamarkaðs- og vogunarsjóðir afganginn. Bankar hafa þegar afskrifað rúmlega 200 milljarða Bandaríkjadala.

Óvissan um umfang áhættusamrar fjárfestingar hefur leitt til tortryggni markaðsaðila um lánshæfi hvers annars. Efasemdir hafa vaknað um virði fjölda fjármálagjörninga sem verðlagðir hafa verið

með aðstoð reiknilíkana. Framboð nýrra tegunda fjármálagjörninga þar sem mörk skammtíma- og langtímafjármögnunar eru óljós hefur aukist mikið á undanförunum árum. Óvissan leiddi til þess að eftirspurn eftir lausu fé og tryggari fjáreignum jókst skyndilega. Fyrir vikið jókst munur á milli stýrivaxta og vaxta á millibankamarkaði (sjá mynd 2). Bilið á milli ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa annars vegar og vaxta á millibankamarkaði eða vaxta skuldabréfa einstaklinga og fyrirtækja hins vegar jókst einnig. Óvissan vegna undirmálsvafninga virðist einnig hafa dregið úr trausti markaðsaðila á lánsþæfiseinkunum matsfyrirtækja. Skuldatryggingar (e. credit default swap, CDS) hafa í mörgum tilvikum hækkað án þess að einkunn matsfyrirtækja hafi breyst. Á þetta ekki síst við um skuldatryggingarálag banka. Sums staðar hefur dregið úr framboði lánsfjárl. Þess eru þó enn lítil merki á evrusvæðinu. Óvissa á fjármálamörkuðum hefur komið fram í verulegri gengislækkun hlutabréfa á flestum mörkuðum frá sumarlokum 2007.

Mynd 4
Hlutabréfaverð

Daglegar tölur 1.janúar 2003 - 18.apríl 2008



Heimild: Reuters EcoWin.

Langvarandi ástand sparnaðar umfram fjárfestingu í heiminum og slaki í peningastefnu efnahagsstórvelda leiddi til mjög lágra vaxta á helstu gjaldmiðlasvæðum heims. Í von um ábatasamari ávöxtun fóru fjárfestar því í auknum mæli að leita í áhættusamari en ábatasamari fjárfestingu en skuldabréf. Í sumum tilvikum fóru þeir ótroðnar slóðir. Vaxandi áhættusækni leiddi til lægra álags á ávöxtunarkröfu áhættusamrar fjárfestingar en tíðkast hafði um langt skeið.

Undirmálslánakreppan í Bandaríkjunum

Meðal þess sem dafnaði í þessu umhverfi í Bandaríkjunum var til-
tölulega nýr markaður með húsnæðislán til lántakenda með mjög
takmarkaða eða óþekkta greiðslugetu, svokölluð undirmálslán (e.
subprime). Þessi lán voru gjarnan veitt á hagstæðum kjörum í upp-
hafi lánstímans, sem fólust m.a. í háu lánsfjárlutfalli, lágum vöxtum
og engum afborgunum af höfuðstól. Vextir hækkuðu síðan í mark-
aðsvexti að viðbættu verulegu álagi eftir ákveðinn tíma og breyttust
eftir það í samræmi við markaðsvexti. Eftir mikla bylgju slíkra útlána
varð veruleg hækkun vaxta í samræmi við skilmála lánanna á sama
tíma og markaðsvextir fóru almennt hækkandi. Um mitt ár 2005
fór að bera á vaxandi vanskilum undirmáslána, margfalt meiri en á
venjulegum húsnæðislánunum.

Undirmáls húsnæðislán nema u.þ.b. 14% af öllum húsnæðis-
lánunum í Bandaríkjunum.¹ Upphaflegir veitendur undirmáslánanna
seldu gjarnan skuldabréfin áfram til fjármálafyrirtækja sem endur-
pökkuðu stórum hluta lánanna í flóknar fjármálaafurðir, svokallaða
skuldabréfavafninga. Með því að pakka þessum ótryggu húsnæðis-
lánunum saman við aðrar undirliggjandi eignir var hægt að fá góðar
einkunnir frá matsfyrirtækjum sem meta áhættu fjármálaafurða. Á
yfirborðinu var því um að ræða traust verðbréf með góða ávöxt-
un. Eftirspurn eftir vafningum, bæði frá fjárfestum innan og utan
Bandaríkjanna, varð því mikil. Þegar fasteignaverð í Bandaríkjunum
tók að lækka og vanskil færðust í aukana fór hins vegar að bera á
miklum afföllum af þessum vafningum. Vegna þess að upphaflegt
lánsfjárlutfall og fasteignaverð var hátt duga undirliggjandi veð
skammt til að tryggja endurheimtu lána sem eru í vanskilum.

1. Í ræðu Ben S. Bernanke á ráðstefnu um samkeppni á bankamarkaði kom fram að um 14% húsnæðis-
islána á fyrsta veðrétti eru undirmálslán og um 8-10% lána til viðbótar eru til lántakenda með skert
greiðsluhæfi (e. near-prime). Sjá nánar Ben S. Bernanke (2007) The Subprime Mortgage Market, 43rd
Annual Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, Illinois, 12.
maí 2007.

Rammagrein 1

Órói á fjármálamörkuðum – orsök og afleiðingar

4. Helsta ástæða þess að bankar fjárfestu í undirmálsvafningum í gegnum sérstaka fjárfestingarsjóði var að þessir sjóðir komu ekki fram á efnahagsreikningi bankanna og því þurftu bankarnir ekki að uppfylla venjulegar lausa- og eiginfjárförður (samkvæmt Basel I) í samræmi við áhættu þeirra. Þegar venjulegar fjármögnunarleiðir þurkduust upp (þ.e.a.s. sjóðirnir gátu ekki lengur fjármagnað sig sjálfir) neyddust viðkomandi fjármálaryrðir þaki til að auka lausafjárstöðu sína til að geta staðið við skuldbindingar gagnvart fjárfestingarsjóðunum. Margir bankar voru því í þeirri ástöðu að mikil óvissa ríkti skyndilega um þeirra eigin lausafjárþörf sem og annarra banka. Það leiddi til þess að mjög dró úr framboði lánsfjár á milli bankamarkaðum. Talsverð óvissa ríkir enn um hvaða bankar eru viðirðir sérstaka fjárfestingarsjóði og hve miklar skuldbindingar vegna þeirra eru.

bönkum ótakmörkuð lán án aukakostnaðar á ríkjandi stýrivöxtum. Bandaríski seðlabankinn greip til svipaðra ráðstafana, en hefur auk þess lækkað stýrivexti sjö sinnum frá því í lok ágúst 2007 um samtals 3,25 prósentur.

Í september neyddist breski seðlabankinn til að aðstoða þarlandan húsnæðislánabanka, Northern Rock, eftir að ljóst var að fjármögnun bankans, sem að mestu leyti var byggð á útgáfu skammtímaskuldabréfa, hafði brugðist. Erfiðleikar í fjármögnun bankans leiddu að lokum til þess að breska ríkisstjórnin tilkynnti í febrúar 2008 að bankinn yrði þjóðnýttur. Hefur það ekki gerst síðan á áttunda áratug síðustu aldar. Um miðjan marsmánuð gerði JP Morgan yfirtökutilboð í fjárfestingarbankann Bear Stearns í kjölfar þess að ljóst var að hann ætti í alvarlegum lausafjárvandræðum og riðaði til falls. Bandaríski seðlabankinn veitti JP Morgan fyrirgreiðslu vegna kaupanna og er það til marks um verulega stefnubreytingu af hálfu seðlabankans að hafa þannig afskipti af starfsemi fjárfestingarbanka.

Undirmálsvafningar þungur baggi á afkomu margra banka

Mörg af stærstu fjármálafyrirtækjum heimsins, þar á meðal Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch og UBS, hafa tilkynnt um afskriftir sem nema tugum milljarða dollara vegna taps á viðskiptum með skuldabréfavafninga tengda undirmálshúsnæðislánum. Hafa þessi töp vegið þungt í afkomu viðkomandi banka á árinu 2007.

Minnkandi hagvöxtur en verðbólguþrýstingur í Bandaríkjunum

Vaxandi líkur eru á að húsnæðislánakreppan og samdráttur í byggingariðnaði í Bandaríkjunum leiði til samdráttar þar á fyrri helmingi ársins. Hagvöxtur yfir árið í heild verður þó, samkvæmt Consensus Forecast, um 1,3%. Húsnæðisverð hafði í febrúar lækkað um 13% á tólf mánuðum og er búist við að það lækki áfram. Minnkandi húsnæðisauður heimila hefur letjandi áhrif á einkaneyslu. Á móti munu aðgerðir stjórnvalda í efnahagsmálum örva eftirspurn og lágt gengi dalsins hefur örvað útflutning.

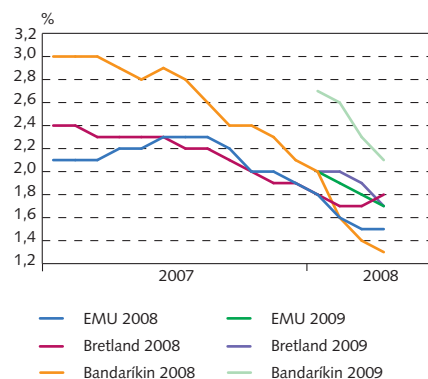
Öflugur en þó ívið hægari hagvöxtur í helstu nýmarkaðsríkjum Asíu, einkum Kína og Indlandi, vegur á móti efnahagslæð í Bandaríkjunum. Þó er búist við að verulega dragi úr vexti heimsframleiðslunnar. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir því að raunvöxtur hennar verði 3,7% árið 2008, eða 1¼ prósentu minni en í fyrra. Sérfræðingar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins telja fjórðungslíkur á að hagvöxtur verði innan við 3%, sem telst efnahagslæð í heimsbúskapnum (e. global recession). Vegna aðstæðna á fjármálamörkuðum eru hagvaxtarspár um þessar mundir háðar meiri óvissu en alla jafna. Líklegra er að hagvöxtur verði minni en spár segja fyrir um en að hann verði meiri.

Þótt hægt hafi á hagvexti jókst verðbólga víðast hvar í heiminum í lok síðasta árs. Hækkun olíu-, hrávöru- og matvælavæðs er meginskýringin. Almenn er búist við að verðbólga haldist mikil í ár, en að úr henni dragi aftur á næsta ári að því gefnu að hjaðnandi hagvöxtur dragi úr hækkun hrávöruverðs. Það veltur þó á því að annarrar umferðar áhrif hækkandi olíu-, matvæla- og hrávöruverðs verði ekki umtalsverð.

Mynd 5

Hagvaxtarspár fyrir evrusvæðið, Bretland og Bandaríkin¹

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í

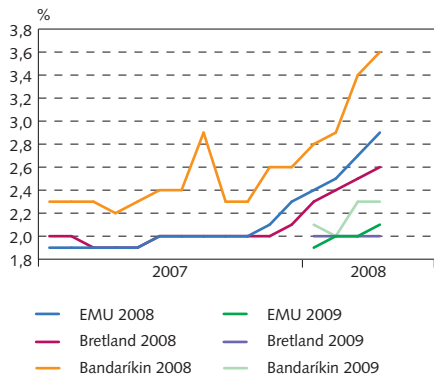


1. Fyrsta spá um hagvöxt ársins 2009 var birt í janúar 2008.
Heimild: Consensus Forecast.

Mynd 6

Verðbólguþáttur fyrir evrusvæðið,
Bretland og Bandaríkin¹

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í

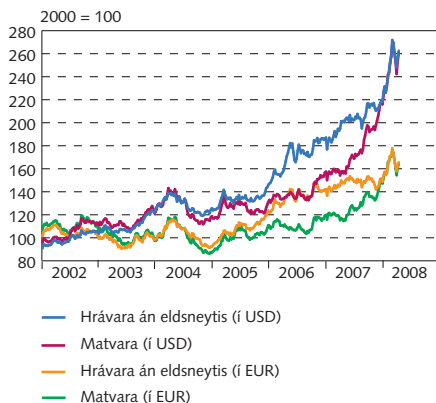


1. Fyrsta spá um verðbólgu ársins 2009 var birt í janúar 2008.
Heimild: Consensus Forecast.

Mynd 7

Hrávöruverð á heimsmarkaði

Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 18. apríl 2008

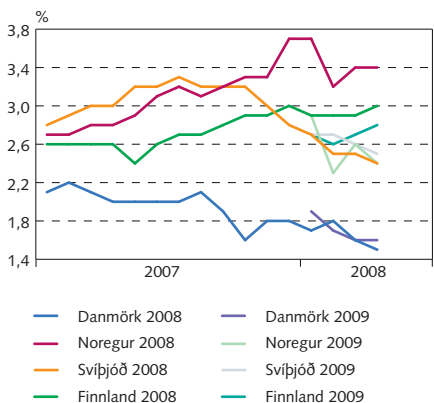


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd 8

Hagvaxtarspár á Norðurlöndunum¹

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í



1. Fyrsta spá um hagvöxt ársins 2009 var birt í janúar 2008.
Heimild: Consensus Forecast.

Undirliggjandi framboð sparnaðar í heiminum er enn mikið en afleiðingar langvarandi ójafnvægis verða æ skýrari

Framvinda efnahagsmála undanfarin ár hefur einkennt af stigvaxandi ójafnvægi í alþjóðlegum viðskiptum. Rót ójafnvægisins liggur m.a. í því að ýmis nýmarkaðs- og olíuútflutningsríki hafa rekið efnahagsstefnu sem byggist á því að halda raungengi gjaldmiðla þeirra lágu eða nafngengi stöðugu gagnvart Bandaríkjadal. Útflutningur þeirra hefur vaxið hröðum skrefum og mikill viðskiptaafgangur myndast. Þá hefur hraður vöxtur þessara nýmarkaðsríkja, með Kína í broddi fylkingar, leitt til mikillar hækkunar olíuverðs og aukið á viðskiptaafgang olíuútflutningsríkja. Afleiðing þessa er að nýmarkaðs- og olíuútflutningsríki hafa safnað miklum gjaldeyrisforða, sem að miklu leyti samanstendur af ríkisskuldabréfum þróaðra ríkja. Forðasöfnunin ásamt lágum stýrivöxtum helstu efnahagsvelda heims héldu langtímavöxtum mjög lágum um langt skeið. Það varð til þess að auka eftirspurn fjárfesta eftir arðsamari en jafnframt áhættusamari fjárfestingarkostum en ríkisskuldabréfum. Fyrir vikið lækkaði álag á grunnvexti einnig. Þessar aðstæður stuðluðu m.a. að lágum sparnaði og mótsvarandi viðskiptahalla í Bandaríkjunum og víðar.

Lengi hafa verið uppi efasemdir um sjálfbærni þessarar tilhögunar og áhyggjur af að afturhvarfi til jafnvægis gætu fylgt ýmis vandamál. Undanfarið ár hafa afleiðingar aukinnar áhættu í kerfinu komið fram. Fyrirtæki og einstaklingar, sem treystu í ríkari mæli á skammtímafjármögnun á lágum vöxtum og reglulega endurfjármögnun fremur en fjármögnun til lengri tíma á föstum vöxtum, standa frammi fyrir hækkandi fjármagnskostnaði þegar áhætta útlánanna kemur betur í ljós. Aðlögun að jafnvægi í heimsbúskapnum er þó aðeins hafin að litlu leyti. Þau ríki sem hafa verið meginuppspretta sparnaðar í heiminum eru það enn. Vaxandi verðbólguþrýstingur t.d. í Kína gæti hins vegar þvingað þau til þess að hverfa frá lággengisstefnunni og hækka vexti í því skyni að halda verðbólgu heima fyrir í skefjum. Hækkun gengis kínversks júans og fleiri gjaldmiðla gæti þá stuðlað að hækkun verðlags í þróuðum ríkjum og leitt til hækkunar vaxta þar þegar eftirspurn eftir innfluttum vörum eykst, útflutningsverðlag hækkar, viðskiptaafgangur minnkar og eftirspurn eftir ríkisskuldabréfum þróaðra ríkja dregst saman. Slík þróun myndi takmarka mjög möguleika seðlabanka í þróuðum löndum heims til þess að mæta erfiðleikum í fjármálakerfinu með tilslökun í peningamálum. Hröð aðlögun af þessu tagi gæti reynst sérstaklega erfið þeim ríkjum sem undanfarin ár hafa búið við mestan viðskiptahalla og eru mjög háð greiðu aðgengi að alþjóðlegum lánsfjármörkuðum.

Skilyrði á helstu athafnasvæðum íslenskra fjármálafyrirtækja eru viðunandi en óvissa hefur aukist

Að frátöldu Íslandi, sem býr við mikinn viðskiptahalla, er ekki líklegt að slík aðlögun í heimsbúskapnum komi sérlega hart niður á öðrum athafnasvæðum íslenskra fjármálafyrirtækja. Efnahagsþróunin á Norðurlöndum hefur verið í þokkalegu jafnvægi og hagvöxtur verið nokkuð góður. Verðbólga hefur hins vegar aukist. Norrænir bankar og efnahagslíf hafa ekki orðið fyrir verulegum skakkaföllum af völdum undirmálslánakreppunnar í Bandaríkjunum. Hins vegar er fasteigna-

verð víða hátt og gæti lækkað á næstu árum, einkum ef skilyrði á fjármálamörkuðum verða áfram erfið. Breskur fasteignamarkaður stendur líklega á tímamótum. Húsnæðisverð er farið að lækka og horfur á áframhaldandi verðlækkun. Sama á við um norræna fasteignamarkaði, t.d. í Danmörku. Lækki húsnæðisverð í þessum löndum mun það að líkindum draga úr vexti einkaneyslu.

Versnandi skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum munu draga úr vexti innanlands í kjölfar mikillar gengislækkunar ...

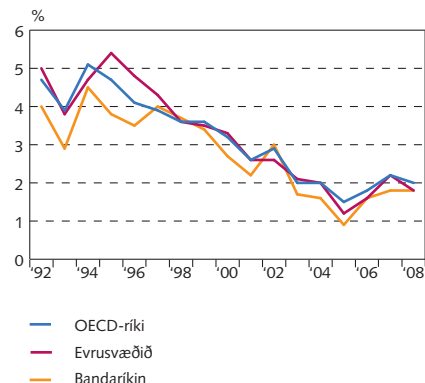
Umskiptin á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa þegar haft töluverð áhrif á íslenska þjóðarbúskapinn. Þau eru þó hvergi nærri komin fram að fullu. Lausafjárgnóttin á alþjóðlegum fjármálamörkuðum undanfarið ár og lágir vextir leiddu til þess að heimili og fyrirtæki gátu um langt skeið vikið sér undan ströngu peningalegu aðhaldi Seðlabankans. Vextir verðtryggðra langtímalána lækkuðu t.d. í 1½ ár eftir að Seðlabankinn hóf hækkun stýrivaxta, bæði vegna aukinnar samkeppni innanlands og hagstæðra fjármálaskilyrða á erlendum mörkuðum. Fyrir vikið þurfti mikla hækkun stýrivaxta til þess að hemja verðbólgu sem eftir á að hyggja dugði ekki til.

Lausafjárgnóttin gegndi lykilhlutverki í að örva innlenda eftirspurn, stuðlaði að hækkun gengis krónunnar og uppsveiflu á húsnæðismarkaði. Hið sama hefur verið uppi á teningnum í öðrum litlum opnum hagkerfum, t.d. Nýja-Sjálandi.¹ Aðstæðurnar hafa nú gjörbreyst. Vextir verðtryggðra langtímalána hækkuðu verulega á sl. ári. Frá því í nóvember 2005, þegar þeir voru enn í lágmarki 4,15%, hafa útlánsvextir Íbúðalánasjóðs og bankanna hækkað verulega. Útlánsvextir Íbúðalánasjóðs eru nú 0,6 prósentum hærri en fyrir innkomu bankanna á íbúðalánamarkaðinn haustið 2004. Vextir verðtryggðra útlána bankanna hafa hækkað enn meira. Eftir að hækkandi áhættuálag leiddi til þess að bankarnir urðu ósamkeppnisfærir við Íbúðalánasjóð á markaði fyrir verðtryggð íbúðaveðlán beindu þeir eftirspurninni í vaxandi mæli að gengistryggðum útlánunum. Erlendur fjármagnsmarkaður hefur að undanfögnu verið því sem næst lokaður og lánsfé sem íslenskum fjármálafyrirtækjum hefur engu að síður tekist að afla sér borið mun hærra álag á grunnvexti en áður. Álag á grunnvexti gengistryggðra útlána bankanna hefur endurspeglað þessa þróun og hækkað í 3-6 prósentur og í sumum tilvikum allt að 7 prósentur. Þessi þróun, harðari skilmálar og almennt vaxandi tregða bankanna til að veita slík lán leiddi til þess að í byrjun þessa árs dró verulega úr íbúðalánum bankanna, sem voru meginuppspretta lánsfjár til heimilanna árin 2004-2007. Íbúðalánasjóður og lífeyrissjóðir hafa að nokkru leyti bætt upp slakann, en ekki að fullu, og með lægri veðmörkum og lánsfjárhæðum en bankarnir miðuðu við áður.

Vegna þess að skammt er liðið frá þessum umskiptum á fjármálamörkuðum eru áhrifin aðeins komin fram að hluta. Verð hlutabréfa hefur fallið um næstum helming frá hámarki um mitt árið 2007 til loka mars í ár en hefur hækkað aðeins síðan. Áhrif þess á þjóðarbúskapinn í heild eru e.t.v. ekki mjög mikil til skamms tíma lítið, en vegna þess að töluvert er um skuldsett hlutabréfakaup geta áhrifin á

Mynd 9

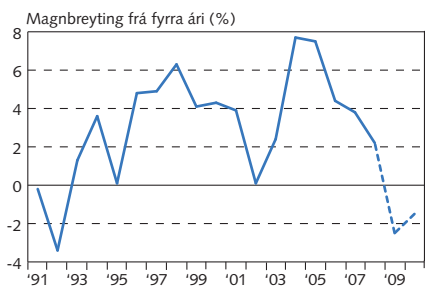
Meðal-langtímaravextir í OECD-ríkjum,¹ Bandaríkjunum og á evrusvæðinu 1992-2008
Ársmeðaltöl vaxta á 10 ára ríkisskuldabréfum. Raunvirt með vísitölu neysliverðs.



1. Vegið meðaltal OECD ríkja, vogir byggðar á vegri landsframleiðslu árið 2000 og kaupmáttarjafnvægisstuðlum (PPP). Tölur fyrir árið 2008 byggjast á spá OECD.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

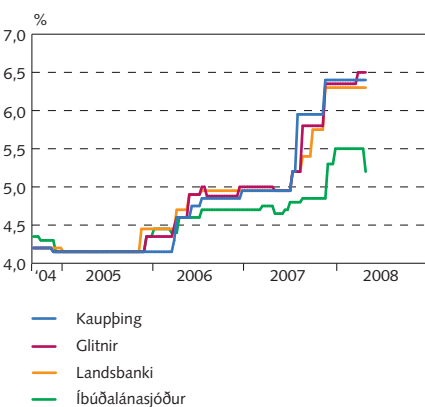
Hagvöxtur 1991-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Verðtryggðir vextir íbúðalána
Lægstu vextir íbúðalána

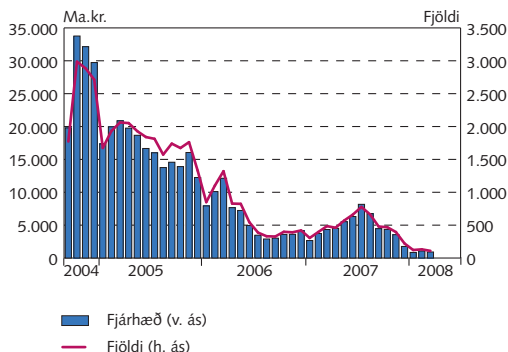


Heimildir: Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá t.d. ræðu Alan Bollard, seðlabankastjóra nýsjálfenska seðlabankans, „Financial stability challenges for small open economies“, 7. mars 2008.

Mynd 12

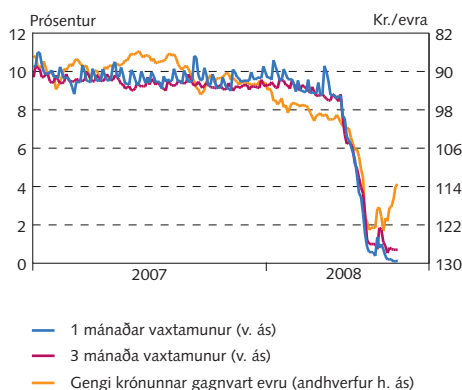
Fjöldi og fjárhæð nýrra verðtryggðra íbúðalána
hjá innlánsstofnunum
September 2004 - mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

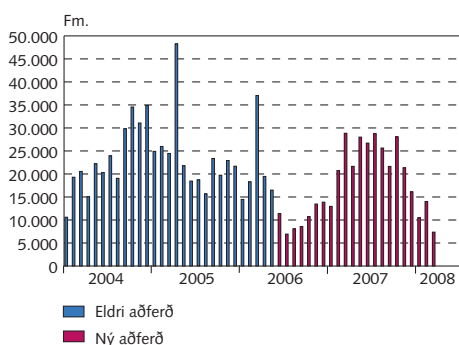
Mismunur afleiddra krónuvaxta á skipta-
samningum og evrópskra millibankavaxta
og gengi krónunnar gagnvart evru
Daglegar tölur 1. ágúst 2007 - 8. apríl 2008



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Velta í viðskiptum með nýtt húsnæði¹
Janúar 2004 - Mars 2008



1. Frá því í júní 2006 hefur verið skráð sérstaklega hjá Fasteignamat
ríkisins hvort um nýtt húsnæði hafi verið að ræða en fyrir þann tíma
var það metið.
Heimild: Fasteignamat ríkisins.

fjármálakerfið orðið mikil þegar frá líður. Einnig má reikna með því að áhrifa lækkunar hlutabréfaverðs muni gæta á fasteignamarkaði. Taki gengi hlutabréfa að lækka á ný má reikna með að áhrifa þess muni gæta á þjóðarþúskapinn í heild.

Þrátt fyrir mikinn viðskiptahalla, sem í fyrri heftum *Fjármála-
stöðugleika* hefur verið bent á sem líklega uppsprettu óstöðugleika í
gengismálum, var krónan tiltölulega stöðug allt fram á yfirstandandi
ár. Í mars féll gengi krónunnar hins vegar hratt og var undir lok mán-
aðarins því sem næst 25% lægra en um áramótin. Lækkun krónunnar
má að miklu leyti rekja til þess að álag á erlend lán fjármálafyrirtækja
snarhækkaði, sem leiddi til þess að vaxtamunur í gjaldeyrisksiptasamn-
ingum bankanna nánast hvarf. Vegna þess að gjaldeyrisksiptamark-
aðurinn hefur verið meginfarvegur vaxtamunarviðskipta leiddi þetta til
þess að verulega dró úr stöðutöku erlendra aðila í krónunni.²

Gengislækkunin mun m.a. leiða til þess að innflutningur dregst
ört saman og halli á vöru- og þjónustuviðskiptum minnkar. Á móti
vega neikvæð áhrif á þáttatekjujöfnuð. Til lengdar mun samdráttur
eftirspurnar leiða til þess, samkvæmt þjóðhagsspá sem birtist í
Peningamálum 2008/1, að vöru- og þjónustujöfnuður kemst u.þ.b. í
jafnvægi, en eftir stendur viðskiptahalli sem er því sem næst 10% af
landsframleiðslu og skýrist af þáttatekjuhalla. Hvort þáttatekjuhallinn
felur í sér frekari þörf fyrir aðlögun í þjóðarþúskapnum veltur á því
hvort verðmæti beinnar fjárfestingar erlendis er umtalsvert meira en
opinber uppgjör gefa til kynna.³ Ef markaðsverðmæti erlendra eigna er
umtalsvert meira en bókfært verð gefur til kynna er ekki víst að mikillar
frekari aðlögunar sé þörf, en mikil óvissa er um hraða aðlögunarinnar
við núverandi aðstæður á fjármálamörkuðum.

... og leiða til umtalsverðrar lækkunar fasteignaverðs ...

Fasteignamarkaðurinn mun að líkindum gegna veigamiklu hlutverki
í aðlögun eftirspurnar að framleiðslugetu. Ef fasteignaverð tæki að
lækka eitthvað í líkingu við það sem gerst hefur í t.d. Bandaríkjunum
undanfarið ár hefði það umtalsverð annarrar umferðar áhrif, eins og
rakið verður síðar. Eftirspurn eftir fasteignum og framboð lánsfjár til
að kaupa þær getur dregist hratt saman og magnað niðursveifluna. Í
síðustu þjóðhagsspá Seðlabankans var reiknað með 30% raunlækkun
húsnæðisverðs fram til ársins 2011.

Fyrstu merki kólnunar á fasteignamarkaði komu fram síðla árs
2007. Velta á húsnæðismarkaði minnkaði verulega á fyrstu mánuðum
þessa árs frá því á haustmánuðum, þ.á m. velta nýs húsnæðis og
verðhækkun stöðvaðist. Nýjum verðtryggðum íbúðalánum bankanna
hefur fækkað mikið. Það sem af er þessu ári hafa verið veitt rúmlega
100 lán á mánuði, samanborið við að meðaltali 490 lán á mánuði á sl.
ári. Meðalfjárhæð lána hefur einnig lækkað.

Hlutfall íbúðafjárfestingar af vergri landsframleiðslu var rúmlega
7% árið 2007, sem er u.þ.b. tvöfalt meira en áður en húsnæðisupp-
sveiflan hófst á tíunda áratug sl. aldar. Því er líklegt að umtalsverður

2. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein III-1, bls. 26-29, í *Peningamálum* 2008/1.

3. Sjá grein Daniels Svavarssonar (2008). „Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda
og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu“, *Peningamál* 2008/1, bls.
89-100.

samdráttur verði, sérstaklega ef erlent vinnuafli fer úr landi og dregur úr fólksfjölgun. Aðeins á Spáni, Danmörku og Írlandi er fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði hlutfallslega meiri. Samdráttur íbúðafjárfestingar myndi hafa töluverð áhrif á hagvöxt og atvinnuleysi.

... sem mun auka á samdrátt í þjóðarbúskapnum á næstu árum

Erfitt er að fullyrða hve mikil áhrif atburðarás af því tagi sem lýst er hér að framan gæti haft á þjóðarbúskapinn í heild. Aðstæður undanfarin ár hafa verið einstakar að mörgu leyti. Aldrei hafa heimili og fyrirtæki verið svo skuldsett, viðskiptahallinn aldrei verið meiri, útlánavöxtur aldrei jafn hraður að raungildi og eignaverð aldrei hærra. Að auki búum við nú við alþjóðlega samþættingu fjármálakerfisins sem á sér ekki fordæmi. Haglíkön sem metin eru við aðrar aðstæður geta því tæpast gefið fyllilega raunhæfa mynd af því sem hugsanlega gæti gerst. Í frávíksdæmi í síðustu *Peningamálum* er gert ráð fyrir því að íbúðafjárfesting dragist saman um helming og verði því hlutfallslega u.þ.b. jafn mikil og fyrir húsnæðisuppsveifluna. Slík þróun myndi augljóslega koma hart niður á byggingargeiranum.

Innlendir lántakendur

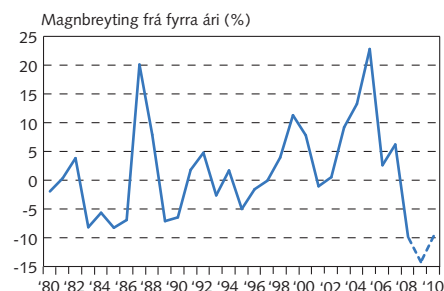
Staða heimilanna verður erfiðari á næstu árum

Eftir tímabil góðæris sem styrkti efnahagsreikninga heimila verulega standa þau nú frammi fyrir aðlögun sem gæti haft umtalsvert bakslag í för með sér. Þróunin á árunum 2004 og 2005 var heimilunum afar hagstæð. Kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst hratt, atvinna fór vaxandi, vextir á lánsfé lækkuðu umtalsvert, framboð lánsfjár til langs tíma jókst og eignaverð hækkaði hratt. Þessi þróun leiddi til þess að efnahagsreikningur heimilanna styrktist, greiðslubyrði minnkaði þrátt fyrir stórauknar skuldir og geta heimila til lántöku gegn veði jókst. Bakslag varð árið 2006, þegar fallandi króna dró úr vexti kaupmáttar, en það reyndist tímabundið og þróunin var í meginatriðum hagstæð allt til loka sl. árs. Eigið fé heimila jókst á ný árið 2007, því að verðhækkun húsnæðis og aukin fjárfesting vó þyngra en hækkun skulda. Þótt vextir hækkuðu verulega í tveimur bylgjum, fyrri hluta árs 2006 og síðari hluta árs 2007, hélt fasteignaverð áfram að hækka hröðum skrefum. Það skýrist af því að kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst hratt í kjölfar mikillar hækkunar launa, lækkunar tekjuskatts og neysluskatta og áframhaldandi aukningar atvinnu. Rekstrarskilyrði heimilanna voru því almennt góð á sl. ári þrátt fyrir hækkun vaxta.

Vaxtahækkunin ásamt hækkun húsnæðisverðs leiddi hins vegar til þess að húsnæðiskaupmáttur heimilanna skrápp verulega saman á sl. ári. Áhrifa þess gætti þó lítið fyrr en undir lok árs, þegar hækkun húsnæðisverðs stöðvaðist. Viðbrögð heimilanna og lánveitenda þeirra við hækkun innlendra vaxta var að auka lántöku í erlendum gjaldmiðlum (sjá rammagrein 2). Með því að beina lánsfjáreftirspurn í gengistryggð lán var skammtímagreiðslubyrði haldið í skefjum á kostnað aukinnar gjaldmiðlaáhættu. Eftir stendur efnahagsreikningur sem er viðkvæmari fyrir gengislækkun en áður, eins og mörg heimili hafa væntanlega fundið fyrir að undanförunu. Að auki hefur hlutdeild lágvaxtagjaldmiðla, einkum japansks jens og svissnesks franka, aukist eftir því sem álag á erlenda millibankavexti hefur hækkað.

Mynd 15

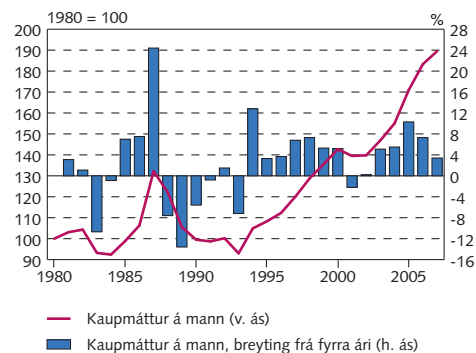
Húsnæðisverð að raunvirði 1980-2010¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

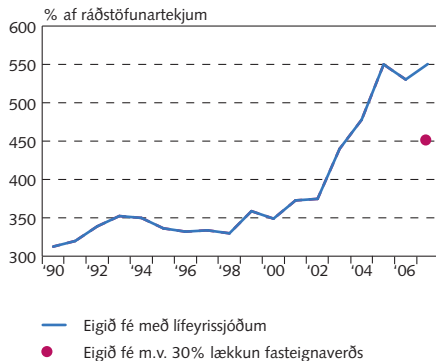
Kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann
1980-2007¹



1. Áætlun fyrir árið 2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 17

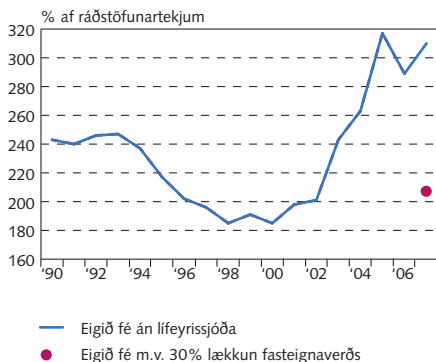
Eigið fé heimilanna með lífeyrissjóðum
1990-2007¹



1. Verðbréfaeign heimila er áætluð sem og ráðstöfunartekjur fyrir árið 2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

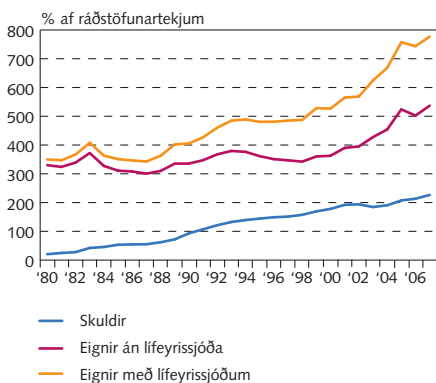
Eigið fé heimilanna án lífeyrissjóða
1990-2007¹



1. Verðbréfaeign heimila er áætluð sem og ráðstöfunartekjur fyrir árið 2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Eignir og skuldir heimilanna 1980-2007¹



1. Lánaflokkun var breytt á árinu 2003. Verðbréfaeign heimila er áætluð sem og ráðstöfunartekjur fyrir árið 2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þótt hrein eignastaða heimila hafi batnað á heildina lítið á undanföllum árum þrátt fyrir mikla skuldaaukningu, er ekki þar með sagt að þau séu almennt betur í stakk búin til að standa af sér áföll en áður. Mikið veltur á því hvernig skiptingu eigna og skulda er háttað. Ágæt rekstrarskilyrði heimilanna hafa á undanföllum árum byggst á háu atvinnustigi, vaxandi ráðstöfunartekjum, hækkandi húsnæðisverði og tiltölulega stöðugu gengi. Líkur á að skuldsett heimili lendi í greiðsluerfiðleikum hafa aukist eftir skarpa gengislækkun krónunnar og spáð er lækkun húsnæðisverðs, vaxandi atvinnuleysi og samdrætti innlendrar eftirspurnar. Hröð skulda- og eignaaukning á undanföllum árum hefur gert efnahagsreikninga þeirra heimila sem tekið hafa aukna áhættu í stað þess að búa í haginn fyrir hugsanlega niðursveiflu viðkvæma fyrir áföllum, á meðan staða annarra heimila hefur batnað verulega.

Miklar sviptingar á eignahlið efnahagsreiknings heimila

Eignir heimila eru miklar og langt umfram skuldir. Verðhækkun íbúða og hlutabréfa og mikil fjárfesting í íbúðarhúsnæði hafa aukið eignir heimilanna verulega undanfarin ár. Eignahlið efnahagsreikningsins er engu að síður viðkvæm fyrir niðursveiflu í þjóðarþúskapnum, sem leitt gæti til raunlækkunar húsnæðisverðs. Horfur eru því á skv. þjóðhagsspá að verðmæti eignanna dragist saman á næstu árum.

Í lok síðasta árs námu eignir heimilanna að frátalinni lífeyriseign u.þ.b. 3.680 ma.kr. og höfðu aukist um 560 ma.kr. frá fyrra ári. Þar af jókst verðmæti fasteigna án innbús og bifreiðaflotans um 366 ma.kr. Hækkun húsnæðisverðs yfir árið 2007 um 15% að nafnvirði skýrir meginhluta hækkunarinnar. Verðmæti bifreiðaflota heimilanna jókst einnig nokkuð.

Verðmæti hlutabréfaeignar heimila hefur hins vegar minnkað á undanföllum misserum. Gengi hlutabréfa reis hratt á fyrri hluta sl. árs, en hækkunin gekk nær öll til baka á árinu og hefur lækkað verulega það sem af er yfirstandandi ári. Áreiðanlegar upplýsingar um hluta-fjáreign heimila liggja ekki fyrir, en ætla má að stór hluti hennar sé í höndum tiltölulega fárra heimila. Hlutabréfaeign heimila kann hins vegar að vera óbein að nokkru leyti, í formi einkahlutafélaga. Sum þeirra eru nokkuð skuldsett. Þegar gengi hlutabréfa fellur mikið getur það leitt til þess að fjármálaþyrskoti sem lánuðu fé til hlutabréfakaupa kalli eftir auknum tryggingum. Hugsanlegt er að það geti í einhverjum tilvikum leitt til þess að skuld sem upphaflega stendur utan efnahagsreiknings heimila endi á efnahagsreikningi þeirra.

Uppsveiflan á húsnæðismarkaðnum virðist nú komin á endastöð. Hækkun íbúðaverðs á sl. ári, þrátt fyrir óhagstæða vaxtaþróun, má líklega rekja til tímabundinna áhrifa skattbreytinga og atvinnu- og launaþróunar sem leiddu til þess að ráðstöfunartekjur jukust hröðum skrefum. Skattbreytingarnar töfðu um skeið aðlögun í þjóðarþúskapnum, en breyta engu um langtímaþvægi á húsnæðismarkaðnum. Þegar áhrif þessara aðgerða fjara út á sama tíma og fjármálaskilyrði versna aukast líkur á umtalsverðu falli húsnæðisverðs.

Eins og fram kom hér að framan var gert ráð fyrir 30% raunlækkun íbúðarverðs á næstu þremur árum í verðbólguþspá Seðlabankans sem kom út 10. apríl sl. Slík lækkun myndi lækka eigið fé

heimilanna að meðtaldri lífeyriseign úr 550% af ráðstöfunartekjum í 445%. Óvissan í slíkum spám er gríðarleg. Raunlækkunin sem gengið er út frá í verðbólguþáttinum yrði þó aðeins í meðallagi, ef miðað er við verðhjöðnunarskeið í kjölfar 24 svipaðra húsnæðisverðbólgu-skeiða sem orðið hafa undanfarna þrjá áratugi í 15 OECD-ríkjum. Í spá Seðlabankans er þó gert ráð fyrir nokkru hraðari verðlækkun en að meðaltali.⁴ Uppsveiflan á húsnæðismarkaði var alþjóðleg og hjöðnun húsnæðisverðs virðist stefna í að verða alþjóðleg einnig. Í mörgum helstu borgum Bandaríkjanna, Bretlands, Norðurlandanna, Nýja-Sjálands og víðar hefur húsnæðisverð þegar lækkað töluvert að undanförmu, t.d. um 13% að meðaltali í Bandaríkjunum á einu ári. Í sumum borgum Bandaríkjanna nalgast raunlækkun á einu ári 20-25%. Einnig er rétt að hafa í huga að sú raunlækkun húsnæðis sem spá Seðlabankans gerir ráð fyrir er ekki meiri en svo að raunverð yrði í byrjun árs 2011 komið í meðaltal árunna 1995-2007.

Ástæður þess að gert er ráð fyrir svo mikilli lækkun raunverðs á skömmum tíma eru margvíslegar. Í fyrsta lagi er undangengin raunhækkun húsnæðis á Íslandi með því mesta sem þekktist, eða 128% á tímabilinu 1997-2008. Í öðru lagi hefur fjarað hratt undan flestum aflvökum uppsveiflunnar sem var drifin áfram af örum vexti ráðstöfunartekna, verulegri lækkun langtímaraunvaxta á árunum 2004-2005, auknu framboði lánsfjár (hærrí upphæðum, meiri veðsetningu og lengri endurgreiðslutíma en áður hafði þekktist) og auknum möguleikum til að endurfjármagna skuldir heimila og skuldsætja eigið fé í húsnæði. Þessir kraftar eru nú á þrotum eða hafa snúist við. Framboð lánsfjár hefur minnkað, vextir hækkað, gengi krónunnar fallið og horfur eru á að atvinna og kaupmáttur ráðstöfunartekna dragist saman. Allt er þetta til þess fallið að draga úr eftirspurn á sama tíma og framboð nýrra fasteigna á markaði er afar mikið. Lækkun raunvirðis fasteigna mun auka á tregðu fjármálafyrirtækja til að veita lán gegn veði í húsnæði. Slakar verðbólguhorfur og miklar verðbólguvæntingar takmarka að auki mjög svigrúm peningastefnunnar til að bregðast við samdrætti í efnahagslífinu.

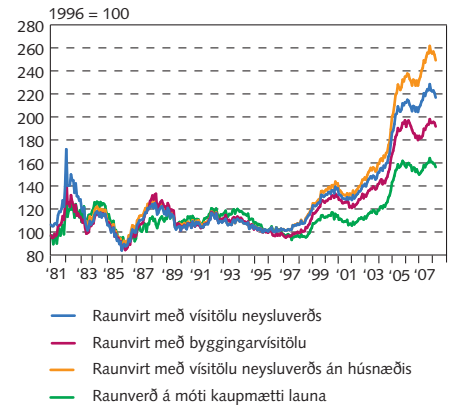
Skuldir heimila og gjaldmiðlaáhætta hafa aukist

Eins og undanfarnir ár jukust skuldir heimilanna verulega á sl. ári. Í lok þess námu þær 1.552 ma.kr. og höfðu aukist um 229 ma.kr. frá fyrra ári eða um tæplega 11% að raunvirði. Hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum hækkaði frá upphafi til loka árs úr 213% í 226%. Í krónum talið var skuldaaukningin jafnvel meiri en á árinu 2005, þegar bylgja aukinnar lántöku og endurfjármögnunar stóð sem hæst. Mestum tíðindum sætir þó að umtalsverður hluti nýrrar lántöku heimilanna í bankakerfinu hefur verið í formi gengistryggðra lána. Fyrir vikið er efnahagsreikningur þeirra orðinn mun næmari en áður fyrir sveiflum í gengi krónunnar. Aukin eftirspurn eftir gengistryggðum lánnum eru viðbrögð við því að vextir verðtryggðra húsnæðisveðlana hafa hækkað verulega undanfarið ár. Aukið vægi gengistryggðra lána felur í sér að raunvaxtabyrðin að gefnu stöðugu gengi hefur aukist minna en ella, þótt endurgreiðslutími erlendu lánanna sé líklega almennt styttri.

Mynd 20

Raunverðlag íbúðarhúsnæðis í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu

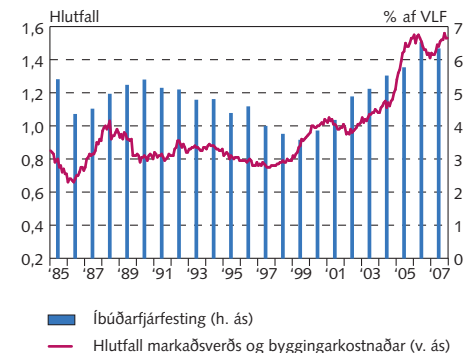
Janúar 1981 - mars 2008



Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 21

Markaðsverð íbúða, byggingarkostnaður og íbúðarfjárfesting 1985-2007¹

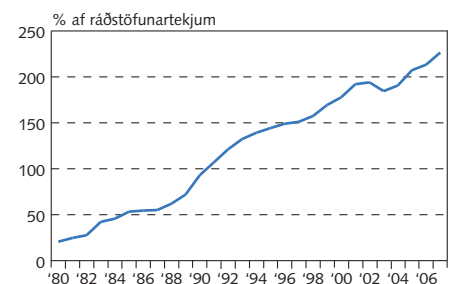


1. Rauða línan sýnir hlutfall vísitalna íbúðaverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu og byggingarkostnaðar, eftir að báðar vísitölur hafa verið staðlaðar á meðaltal árunum 1985-2004.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Mynd 22

Skuldir heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2007¹



1. Lánaflokkun var breytt á árinu 2003. Ráðstöfunartekjur fyrir árið 2007 eru áætlaðar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

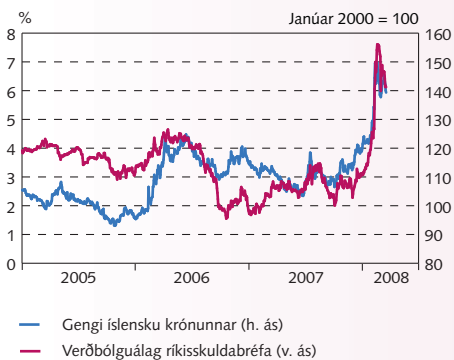
4. Sjá t.d. Goldman Sachs, Global Economics Weekly, 16. apríl 2008.

Rammagrein 2

Gengisbundnar skuldir heimila

Mynd 1

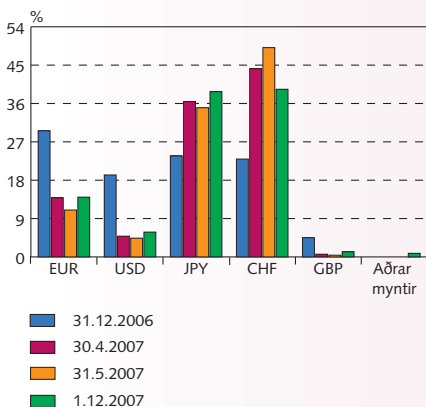
Verðbólguvæntingar og gengi krónunnar¹
Daglegar tölur 4. janúar 2005 - 28. apríl 2008



1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RÍKB 13 0517 og HFF 150914. Gengi krónunnar miðast við vísitölu meðalgengis, viðá viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Myntsamsetning gengistryggðra lána til heimila
Kaupþing, Landsbanki, Glitnir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengisbundnar skuldir heimila hafa aukist mikið á undanförunum fjórum árum en frá mjög lágrí fjárhæð. Í lok ársins 2007 voru þær tæplega 13% af heildarskuldum heimila við lánakerfið. Gengisbundin útlán innlánsstofnana til heimila voru í mars sl. 23% af heildarútlánum til þeirra. Til samanburðar var hlutfallið 4,5% í janúar árið 2004. Skammt er liðið síðan heimilum buðust fyrst slík lán. Í upphafi voru lánin einkum veitt til bifreiðakaupa, en mjög hefur fæst í vöxt undanfarið ár að einstaklingar taki gengisbundin lán til þess að fjármagna kaup á íbúðarhúsnæði. Þegar fjaraði undan samkeppnisstöðu bankanna gagnvart íbúðalánasjóði gat íbúðalánasjóður boðið verðtryggð íbúðalán á lægri vöxtum en bankarnir. Tóku bankarnir þá í vaxandi mæli að veita lán í erlendum gjaldmiðlum. Einnig má ætla að eftirspurn hafi aukist vegna langvarandi verðbólgu.

Gengisbundnum lánum fylgir þrenns konar áhætta: vaxtaáhætta, gjaldmiðlaáhætta og áhætta tengd breytingum á áhættuálagi slíkra lána. Þensla í þjóðarbúskapnum leiddi til aðhaldssamrar peningastefnu hér á landi og aukins vaxtamunar við útlönd á sama tíma og raungengi krónunnar var sögulega hátt. Vaxtamunurinn felur í sér hvata til að taka gengisbundin lán, þrátt fyrir að háu gengi fylgi einnig aukin gjaldmiðlaáhætta. Líkur á gengislækkun krónunnar aukast því hærra sem krónan fer upp fyrir langtíma jafnvægi. Vegna þess að erfitt er að meta hvert jafnvægisraungengið nákvæmlega er, frávik frá jafnvægi eru oft langvarandi og ógerlegt er að tímasetja nákvæmlega aðlögun að jafnvægi, geta auðveldlega skapast væntingar um gengisþróun sem fela í sér vanmat á gjaldmiðlaáhættu.

Gengisbundin lántaka heimila jókst töluvert á árinu 2007 þrátt fyrir gengishækkun krónunnar. Það bendir til þess að heimilin hafi ekki metið það svo að gengisáhætta hefði aukist þrátt fyrir hærra gengi. Gengislækkun krónunnar undanfarna mánuði felur í sér að greiðslubyrði af gengisbundnum lánum hefur hækkað verulega. Einna mest hefur greiðslubyrði aukist af lánum í lágvaxtagjaldmiðlum eins og japönskum jennum og svissneskum frönskum sem kemur sér illa því að lántaka í þeim gjaldmiðlum hefur fæst í vöxt fremur en lántaka í Bandaríkjadöllum og evrum. Í sögulegu samhengi er gengi þessara lágvaxtagjaldmiðla lágt um þessar mundir og gæti því átt eftir að hækka verulega, einkum gengi japanska jensins. Ef gengi krónunnar lækkaði enn frekar á sama tíma og gengi lágvaxtagjaldmiðla hækkaði myndi það hafa mikil áhrif á greiðslubyrði þessara lána. Hækkun vaxta, t.d. í Japan þar sem þeir eru nálægt sögulegu lágmarki, gæti leitt til hækkunar á gengi jensins og lækkunar á gengi krónunnar. Vaxta- og gengisáhættan er því að hluta innbyrðis tengd í þessum tilvikum.

Jafnvel þótt grunnvextirnir héldust áfram lágir er það ekki trygging fyrir því að vextir gengistryggðra lána hækki ekki. Það hefur reyndar þegar gerst. Íslenskir bankar hafa ekki farið varhluta af þeim vanda sem við er að etja á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og áhættuálag þeirra hefur snarhækkað á undanförunum mánuðum. Kjör sem bjóðast á gengistryggðum lánum munu í framtíðinni taka mið af því og vextir jafnvel hækka á útistandandi lánum.

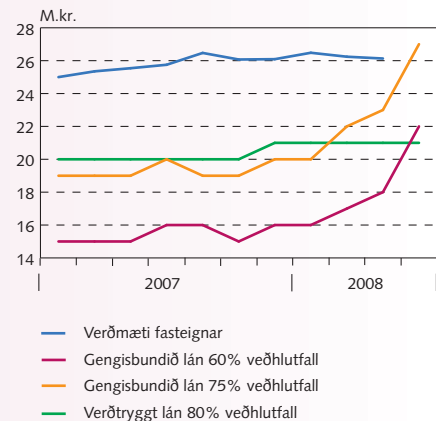
Til að gefa mynd af sveiflum í greiðslubyrði gengistryggðra lána er gagnlegt að skoða dæmi af aðila sem keypti húsnæði á 25 m.kr. í júní á sl. ári. Gert er ráð fyrir að tekið hafi verið lán fyrir 60% af kaupverði eignar og að gjaldmiðlasamsetning lánsins hafi verið eins og fyrir heimilin í heild. Miðað við þessar forsendur og vaxta- og gengisþróun frá því um mitt sl. ár má áætla að mánaðarleg greiðslubyrði af slíku láni hafi í upphafi aprílmánaðar hækkað um 44 þ.kr., úr tæplega 94 þ.kr. í 138 þ.kr. Eftirstöðvar lánsins hefðu þá verið um 6,6 m.kr. hærri en upprunalega lánsfjárhæðin. Ef miðað

er við þróun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu á sama tímabili má gera ráð fyrir að markaðsverð húseignarinnar hafi hækkað um rúmlega 1 m.kr. á þessu tímabili, lánshlutfallið væri þá tæplega 83%, samanborið við 60% í upphafi lánstímans. Þyrfti kaupandi að selja eignina á þeim tíma, t.d. ef hann hefur ekki bolmagn til að standa undir aukinni greiðslubyrði hefði hann tapað stórum hluta af eigin fé sem hann lagði til kaupanna. Hafa ber í huga að gengi krónunnar hefur styrkst frá upphafi aprílmánaðar sem miðað er við í dæminu.

Mynd 3

Samanburður á verð- og gengistryggðum íbúðalánum og þróun verðmætis fasteignar¹

Júní 2007 - apríl 2008



1. Veðhlutföll lána eru miðuð við algeng veðhlutföll við lántöku í júní 2007. Einnig er bætt við útreikningi á gengisbundnu íbúðaláni með 75% veðhlutfalli.

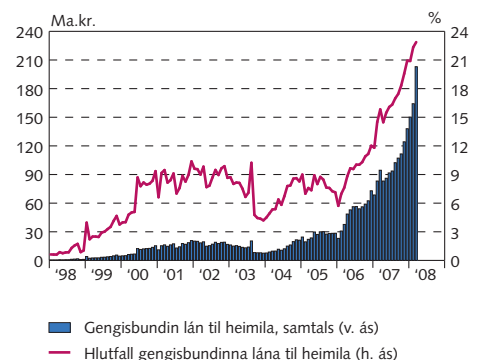
Heimildir: Íbúðalánasjóður, Reuters Ecowin, Seðlabanki Íslands.

Gengislækkunin mun hins vegar snúa þessu við tímabundið.⁵ Að auki hefur álag á vexti gengisbundinna lána hækkað, þótt grunnvextir í helstu lántökugjaldmiðlum séu enn lágir. Eftir gengislækkun krónunnar ætti að öðru óbreyttu að vera mun hagstæðara fyrir heimilin að taka lán í erlendum gjaldmiðlum. Lægra raungengi felur í sér að líkur á því að verð erlendra gjaldmiðla hækki meira en innlent verðlag hafa minnkað. Vandinn er hins vegar sá að mikið hefur dregið úr framboði gengistryggðra lána og kjörin hafa versnað.

Hlutdeild gengisbundinna lána af heildarskuldum heimila við lánakerfið jókst úr 8,4% í lok árs 2006 í tæplega 13% í lok sl. árs og var í lok mars sl. um 23% af skuldum heimilanna við bankakerfið. Hlutdeild verðtryggðra lána minnkaði á sama tíma úr tæplega 83% af heildarskuldum heimila við lánakerfið í 80%. Þótt vægi gengistryggðra lána í heildarskuldum sé enn ekki mjög hátt í samanburði við ýmis lönd í A-Evrópu og víðar, er ljóst að gjaldmiðlaáhætta margra heimila hefur aukist mikið. Fæst þeirra hafa gjaldeyriskjör. Þar sem nánast allur skuldastofn heimilanna er annaðhvort verð- eða gengistryggður og innlent verðlag er mjög næmt fyrir miklum gengisbreytingum, veldur gengislækkun krónunnar umtalsverðri hækkun stofnsins. Lítil hluti launþega fær laun greidd í erlendum gjaldmiðlum og ber því takmarkaða gjaldmiðlaáhattu.

Mynd 23

Gengisbundin útlán innlánsstofnana til heimila og hlutfall þeirra af útlánum innlánsstofnana til heimila

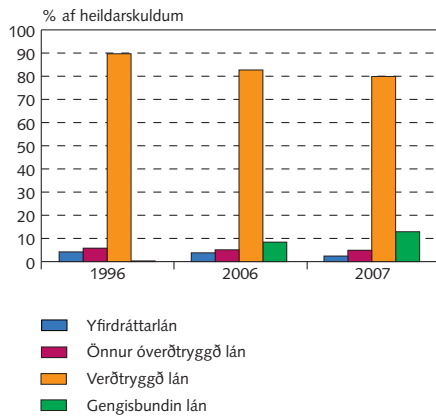


Heimild: Seðlabanki Íslands.

5. Á líftíma láns til 30 ára ætti vaxtamunurinn að vera gengistryggður láni í hag sem nemur áhættuálagi á krónuna. Endurgreiðslutími kann einnig að vera hraðari, en það dregur úr heildarvaxtabyrði lánsins á lánstímanum. Sveiflurnar eru hins vegar mun meiri, bæði vegna breytilegs gengis og breytilegra vaxta. Því skiptir miklu máli að greiðslugeta lántakanda gefi svigrúm til að ráða við sveiflurnar.

Mynd 24

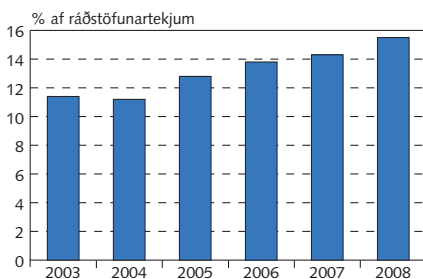
Samsetning skulda heimilanna við lánakerfið
í árslok 1996, 2006 og 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Húsnæðis kaupmáttur hjóna með
meðaltekjur 2003-2008¹



1. Gögn fyrir árið 2008 eru áætluð sem og ráðstöfunartekjur fyrir árið 2007.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Skuldabyrði hinna skuldsettustu jókst meira en annarra

Vaxandi skuldir á móti ráðstöfunartekjum eru ófullkomin vísbending um þá áhættu sem lánakerfinu stafar af skuldsettum efnahagsreikningum. Lengri lán á lægri vöxtum fela í sér að heimilin þola meiri skuldir án þess að greiðslugetu þeirra sé ofboðið. Áhættan er hins vegar fremur háð dreifingu skuldanna en heildarhlutfalli. Upplýsingar um dreifingu skulda á einstaka hópa eru hins vegar aðeins fáanlegar með töf, því að þær eru byggðar á gögnum úr skattframtölum sem aðeins liggja fyrir til ársins 2006 (sjá rammagrein 3). Þessar upplýsingar sýna að þeim sem skulda umfram eignir og tvöfaldar ráðstöfunartekjur fjölgaði hlutfallslega á árinu 2006. Einkum virðist sambýlisfólki með skuldir umfram þrennar ráðstöfunartekjur hafa fjölgað hratt. Fjöldi þeirra sem skulda mest, eða yfir 450% til 600% af tekjum eftir skatt, tvöfaldaðist milli árána 2003 og 2006. Með 600% skuld nálgast greiðslubyrði 40% af tekjum eftir skatta og verður þyngri ef verri kjör eru á hluta skuldanna. Einhverjir kunna að lenda í þessum hópi vegna tímabundinna aðstæðna, t.d. æsku, orlofs eða skammvinnu vanda. Hjá þeim sem ekki geta búist við auknum tekjum eru svona há skuldahlutföll vísbending um umtalsverðar líkur á greiðslufiðleikum.

Áhættan er þó líklega mest hjá þeim sem keyptu húsnæði á sl. ári með mikilli skuldsetningu, þegar raunverð var nálægt hámarki og eftir umtalsverða hækkun vaxta verðtryggðra lána.⁶ Miðað við stöðu krónunnar undanfarinn mánuð gæti andvirði gengisbundins láns sem tekið var til húsnæðis kaupna sl. sumar hafa hækkað sem nemur eigin fé sem kaupandi lagði fram við kaupun (sjá rammagrein 2).

Húsnæðis kaupmáttur minnkaði verulega

Staða fólks sem er að kaupa sína fyrstu íbúð hefur versnað. Vaxtalækkun á íbúðalánum á árunum 2004-2005 hefur gengið til baka og því kemur hækkun meðalverðs húsnæðis um 90% frá árinu 2003 nú af fullum þunga fram í minni húsnæðis kaupmætti, einkum ef gjaldmiðla- og vaxtaáhætta gengistryggðra lána er höfð í huga. Þetta hefur gerst þrátt fyrir öran vöxt ráðstöfunartekna á sl. ári. Á mynd 25 er miðað við meðaltekjur hjóna eftir skatt og kaup á 100 fermetra íbúð, þar sem tekið er húsnæðislán fyrir 80% af kaupverðinu.⁷ Hjá þessum hjónum hefur hlutfall afborgana af ráðstöfunartekjum hækkað úr 11% árið 2003 í 15% árið 2008.⁸ Hlutfallið gæti hækkað frekar ef kaupmáttur ráðstöfunartekna dregst saman og atvinnuleysi eykst.

Hraður vöxtur ráðstöfunartekna en aukin greiðslubyrði

Eftir að hafa minnkað um nokkurra ára skeið jókst greiðslubyrði heimilanna í hlutfalli við ráðstöfunartekjur á sl. ári, þrátt fyrir öran vöxt ráðstöfunartekna (sjá rammagrein 4). Þar gætir einkum áhrifa hærri vaxta á nýjum lánum auk áframhaldandi skuldaaukningar, sem að nokkru leyti endurspeglar hækkun íbúðaverðs. Þorri skulda heimilanna er þó á föstum vöxtum. Aukinni greiðslubyrði er því mjög misskipt

6. Sjá nánar umfjöllun um aukna hættu á neikvæðu eiginfé þegar raunverð húsnæðis er sögulega hátt í grein Guðmundar Guðmundssonar, „Áhætta við hærri veðsetningu íbúðarhúsnæðis“, í *Peningamála* 2005/2, bls. 55-60.

7. Miðað er við verðtryggt jafngreiðslulán til 40 ára og meðalútlánsvexti á hverjum tíma.

8. Ráðstöfunartekjur fyrir árin 2007 og 2008 eru áætlaðar.

Meðalskuldir heimilanna í landinu námu 230% af ráðstöfunartekjum um síðustu áramót. Miðað við 30 ára verðtryggt jafngreiðslulán á 5% vöxtum nemur greiðslubyrði slíkrar skuldar 15% ráðstöfunartekna. Undir venjulegum kringumstæðum telst það viðráðanleg greiðslubyrði. Áhætta lánastofnunar fer hins vegar fremur eftir hag þeirra sem verst eru settir en hag meðalskuldarans. Meðaltalið gefur ófullkomna vísbendingu um útlánaáhættu. Eins og fyrir útgáfu *Fjármálastöðugleika* 2007 leitaði Seðlabankinn til embættis ríkisskattstjóra til að afla gagna um dreifingu eigna og skulda heimilanna úr framtölum. Þessi gögn gera nánari greiningu mögulega, en eru ekki tiltæk fyrr en vinnsla framtala lýkur, 7-12 mánuðum eftir lok framtalsárs.

Sérstaklega voru athugaðir einstaklingar og pör sem bæði telja fram meiri skuldir en eignir¹ og skuldir umfram tvöfaldar tekjur með bótum eftir skatta.² Fjöldi þeirra sést á mynd 1. Þeim fækkaði árið 2005 þrátt fyrir mikla lánaþenslu, enda hækkaði fasteignaverð talsvert meira en skuldir og tekjur á árinu. Það hefur þókað eignum ýmissa upp fyrir skuldir svo að þeir féllu út úr hópnun sem hér er skoðaður. Á árinu 2006 fjölgaði hins vegar einstaklingum í þessum hópi um 18% og pörum um 26%, enda hækkuðu skuldir meira en tekjur og talsvert meira en fasteignaverð.

Skuldir þessara hópa hafa hækkað undanfarin ár. Einkum hafa skuldir para aukist verulega umfram ráðstöfunartekjur, eins og kemur fram á mynd 2. Skuldir skuldsettra einstaklinga virðast ekki hafa aukist umfram ráðstöfunartekjur, en hugsanlegt er að fjölgun í hópi þeirra sem uppfyllir ofangreind skilyrði hafi einkum verið meðal þeirra sem mælast nálægt mörkunum. Hið sama gildir um lækkingu skuldahlutfallsins hjá pörum árið 2006, enda kemur í ljós að ef felld eru út hæfilega mörg pör af þeim sem skulda minnst þannig að skuldugu pörum fjölgi líkt og öllum pörum, hækkar skuldahlutfallið árið 2006 í stað þess að lækka lítillega („hlutfallsleg fjölgun“ í mynd 2). Slíkt greinist ekki í hópi einstaklinga.

Ekki er sjálfgefið að þeir sem skulda umfram eigna- og tekju-mörkin hér að ofan lendi í greiðsluerfiðleikum. Greiðslubyrði af skuld sem er verðtryggt jafngreiðslulán til 30 ára með 4½% vöxtum og nemur tvennum ráðstöfunartekjum er 12% af þeim tekjum, en 15% ef vextir eru 6%. Hvort tveggja er yfirleitt viðráðanlegt. Hins vegar hefur því verið haldið fram að heildargreiðslubyrði sem nemur 30% af ráðstöfunartekjum eða meira auki líkur á greiðslufalli umtalsvert.³ Því er ástæða til að beina sjónum sérstaklega að þeim sem eru enn skuldsettari.

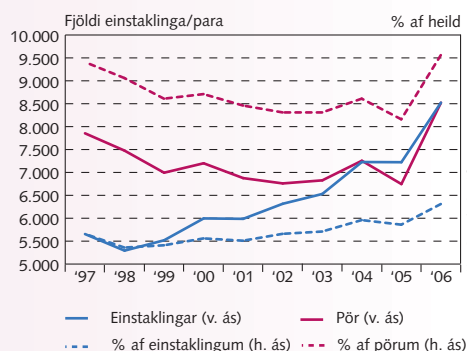
Á mynd 3 sést hlutfall einstaklinga og para sem telja fram skuldir umfram 300%, 450% og 600% af tekjum eftir skatt. Ef reiknað er með 5% raunvöxtum og 30 ára jafngreiðsluláni er samsvarandi greiðslubyrði 20%, 29% og 39% af sömu tekjum. Á myndinni sést að fjölgað hefur umtalsvert í þyngri flokkunum á síðustu árum. Flokkurinn sem skuldar umfram 450% af tekjum hefur vaxið tiltölulega hratt úr 5% í 10% af heildinni og 600% flokkurinn rís upp undir 5% og stækkar verulega 2006, einkum hjá pörum. Það vekur athygli að í þyngri flokkunum eru einstaklingar tiltölulega fleiri

Rammagrein 3

Skuldir heimilanna samkvæmt framtalsgögnum

Mynd 1

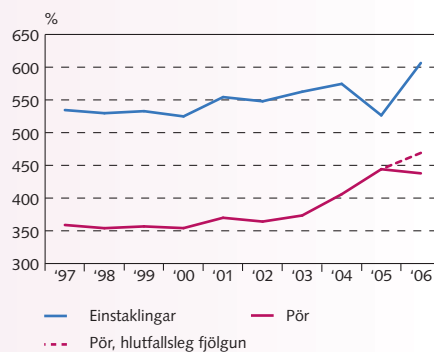
Fjöldi skuldsettra 1997-2006¹



1. Framtöl þeirra sem skulda yfir 100% af eignum og yfir tvöföldum tekjum eftir skatta.
Heimildir: Gögn Ríkisskattstjóra, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Skuldir í hlutfalli við tekjur eftir skatta 1997-2006¹



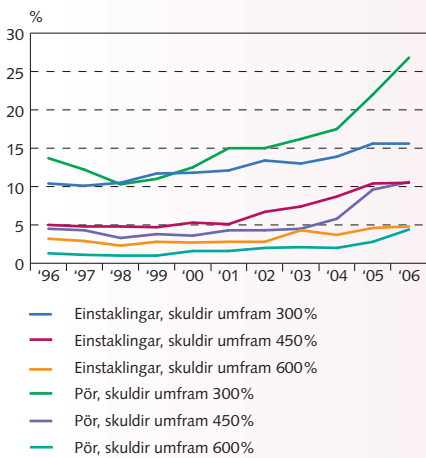
1. Framtöl þeirra sem skulda yfir 100% af eignum og yfir tvöföldum tekjum eftir skatta.
Heimildir: Gögn Ríkisskattstjóra, Seðlabanki Íslands.

1. Hlutabréf eru hér vantalin í eignum. Þau eru talin fram á nafnverði.

2. Eftirleiðis er talað um ráðstöfunartekjur, þótt það sé ekki nákvæm hugtakanotkun. Einnig var litið á þá sem skulduðu meira en 80% af eignum og a.m.k. tvöfaldar tekjur, en við það fjölgaði um innan við 1% í hópnun öll árin. Var fyrri hópurinn því látinn nægja.

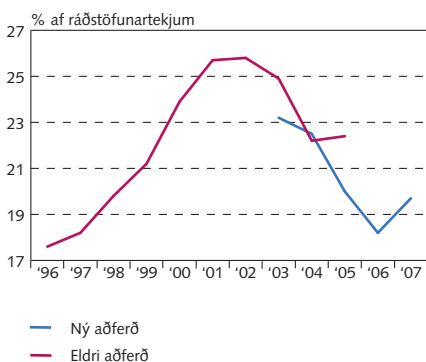
3. Sjá Girouard, N., M. Kennedy og C. André, (2006). "Has the rise in debt made households more vulnerable?" OECD Economics Department Working Paper No. 535, 2006. Birtist sem viðauki í OECD Economic Outlook, desember 2006.

Mynd 3
Hlutfall skuldsettra framteljenda 1997-2006¹



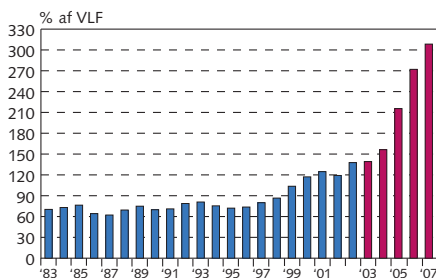
1. Skuldir umfram 300%, 450% eða 600% tekna eftir skatta.
Heimildir: Gögn Ríkisskattstjóra, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26
Greiðslubyrði heimilanna af lánum
1996-2007¹



1. Samkvæmt eldri og nýrri útreikningum Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27
Skuldir fyrirtækja 1970-2007¹



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

en þör. Það kann að stafa af námslánaskuldum og þarfnast nánari athugunar. Allt um það staðfesta framtölin að aukinni skuldsetningu hefur fylgt samsvarandi fjölgun þeirra sem skulda mikið miðað við tekjur og að nokkur og vaxandi hluti framteljenda er orðinn verulega skuldsettur.

og fellur þungt á nýja húsnæðis kaupendur. Gengi krónunnar hélst nokkuð sterkt á sl. ári. Því má ætla að aukin hlutdeild gengistryggðra lána, sem bera lægri raunvexti en verðtryggð lán, hafi vegið nokkuð á móti. Gengislækkun krónunnar hefur hins vegar aukið greiðslubyrði fjölda heimila. Því til viðbótar er rétt að hafa í huga að tölur fyrir árið 2007 eru heildargreiðslur á því ári og endurspeglar því ekki aukna greiðslubyrði innan ársins. Meðaltöl geta einnig gefið villandi mynd af stöðu einstakra hópa. Greiðslubyrði heimila sem eru að kaupa sitt fyrsta húsnæði eða umtalsvert dýrari eignir en þau áttu fyrir hefur aukist mikið einkum vegna hækkunar neysluverðs vísitölunnar.

Viðnámspróttur efnahagsreiknings heimilanna gagnvart áföllum hefur veikt

Framvinda efnahagsmála í fyrra var heimilunum einstaklega hagstæð. Kaupmáttur og atvinna jukust mikið og verð eigna hækkaði. Ef spár um samdrátt í efnahagslífinu ganga eftir mun efnahagsreikningur heimilanna veikjast. Borð er þó fyrir báru hjá meginþorra heimila. Gengislækkunin mun leiða til þess að greiðslubyrði eykst á sama tíma og innlend eftirspurn dregst saman. Fasteignaverð hækkaði í fyrra, þótt ætla megi að þá þegar hafi það verið langt yfir langtíma jafnvægi. Það eykur hættu á hraðri lækkun. Gengislækkun hlutabréfa undanfarið hálft ár kemur hart niður á efnahag þeirra heimila sem hafa stundað skuldsett hlutabréfakaup, en sá hópur er líklega fámennur. Verðbólga hefur aukist mikið í kjölfar gengislækkunar og samkvæmt síðustu spá Seðlabankans verður verðbólgu markmiðinu ekki náð fyrr en á árinu 2010. Því eru horfur á að vextir haldist háir á næstu misserum, þrátt fyrir líkur á samdrætti. Sakir aukinna verðtryggðra skulda og hækkandi hlutfalls gengistryggðra skulda hefur gengislækkunin aukið skuldir heimilanna á sama tíma og verð eigna hefur lækkað.

Vegna þess að meginhluti verðtryggðra skulda heimila er á föstum vöxtum til langs tíma er þorri þeirra í sterkri stöðu til að mæta tímabundnum áföllum, meðan atvinnuleysi leiðir ekki til umtalsverðs

langvarandi tekjumissis. Ef langur endurgreiðslutími hefur verið nýttur til þess að spenna bogann meira en ella miðað við greiðslugetu kann lengd lánanna þó að gera erfitt um vik að bregðast við greiðsluerfiðleikum með því að lengja enn frekar í lánunum. Í sumum tilvikum eru vextir verðtryggðra íbúðalána viðskiptabankanna endurskoðaðir á fimm ára fresti. Vextir verðtryggðra húsnæðislána sem veitt voru haustið 2004 koma því í sumum tilvikum til endurskoðunar á næsta ári. Vaxtabyrðin gæti þýngst ef raunvextir haldast háir.

Efnahagsreikningar fyrirtækja hafa stækkað mikið á undanföllum árum

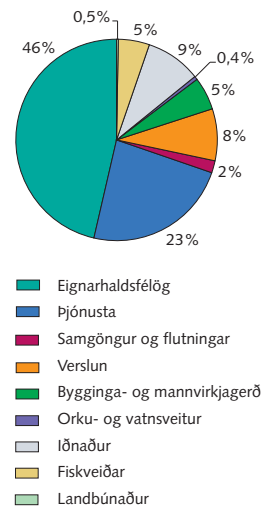
U.þ.b. 70% útlána lánakerfisins og 60% útlána innlánsstofnana til innlendra aðila fara til fyrirtækja. Skuldir fyrirtækja hafa aukist enn hraðar en skuldir heimila eða þrefaldast á fjórum árum. Í lok sl. árs námu þær rúmlega þrefaldri landsframleiðslu Íslands (sjá mynd 27), eftir hækkun sem nam 40% af landsframleiðslu. Eignir fyrirtækja hafa einnig aukist gríðarlega, en meiri óvissa er um þær. Ástæða þess að efnahagsreikningur innlendra fyrirtækja hefur stækkað svo mikið á undanföllum árum er að töluverðu leyti mikil skuldsett kaup hlutafjár í erlendum fyrirtækjum og beinar yfirtökur erlendra fyrirtækja. Íslensk fjármálafyrirtæki hafa gegnt mikilvægu hlutverki við að miðla lánsfé sem aflað hefur verið á alþjóðlegum fjármálamörkuðum til innlendra fyrirtækja sem hafa fjárfest í erlendum fyrirtækjum. Á bak við kaup á erlendu hlutafé og erlendum fyrirtækjum standa í mörgum tilvikum svokölluð eignarhaldsfélög. Stór hluti útistandandi skulda atvinnuvega við bankakerfið eru skuldir eignarhaldsfélaga, sem voru 46% af heildar útistandandi skuldum í mars sl. Mat á gæðum eignasafnsins hlýtur því að velta á stöðu þeirra. Vegna þess að starfsemi eignarhaldsfélaganna er bæði innanlands og erlendis er hins vegar afar erfitt að meta áhrif framvindu innlendra efnahagsmála á stöðu þeirra í heild. Eignarhaldsfélögum hefur fjölgað hratt á undanföllum árum. Í fyrra voru nýskráningar 740 talsins og árleg fjölgun undanfarnir þrjú ár var að meðaltali 36%. Efnahagsreikningar stærstu óskráðu fyrirtækjanna í greininni fyrir árið 2007, sem aflað hefur verið, sýna að hlutfall skulda á móti eigin fé hefur hækkað töluvert hjá eignarhaldsfélögum og að eiginfjárlutfall hefur að sama skapi lækkað töluvert undanfarnir tvö ár.

Annað sem blasir við er aukið vægi gengisbundinna skulda fyrirtækja. Af skuldum fyrirtækja við innlánsstofnanir í marslok voru 67% gengisbundin, en hlutfallið var 62% í sama mánuði ári áður. Aukið vægi gengisbundinna skulda skýrist að töluverðu leyti af erlendra fjárfestingu sem fjármögnuð er með erlendum lánum, en hlutdeild erlendar fjármögnunar virðist einnig hafa aukist mjög hjá fyrirtækjum sem eru ekki í erlendra starfsemi. Þetta á t.d. við um fyrirtæki í þjónustu og byggingar- og mannvirkjagerð. Skuldaaukningin undanfarið ár hefur nánast eingöngu verið í gengistryggðum lánum, en dregið hefur úr verðtryggðum lánum og yfirdráttarlánum. Í þessum greinum hefur nýskráning fyrirtækja einnig verið afar mikil undanfarnir ár.

Mynd 28

Útlán innlánsstofnana til fyrirtækja eftir atvinnugreinum

Mars 2008

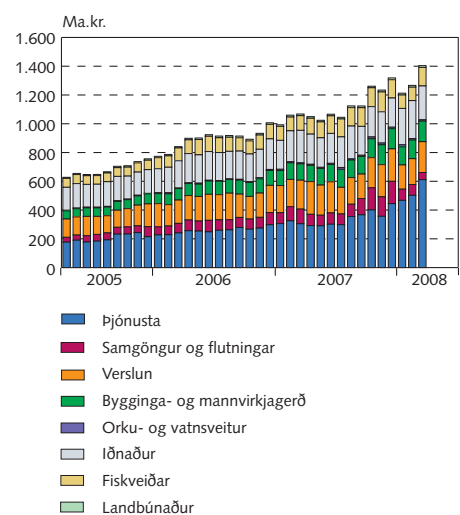


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 29

Útlán innlánsstofnana til fyrirtækja (án eignarhaldsfélaga)

Apríl 2005 - mars 2008



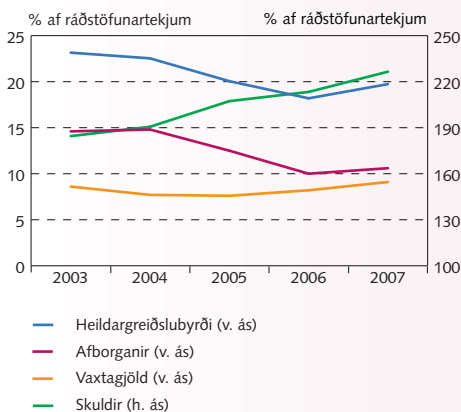
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 4

Greiðslubyrði heimila

Mynd 1

Greiðslubyrði og skuldir sem hlutfall
ráðstöfunartekna 2003-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fyrir útgáfu *Fjármálastöðugleika* árið 2007 var unnið að endurbótum á upplýsingaöflun um efnahagsreikninga og greiðslubyrði heimila á árunum 2003 til 2006.¹ Gögnum um greiddar afborganir og vexti af lánum heimila var safnað frá helstu bönkum og lífeyrissjóðum, en áður hafði einkum verið stuðst við gögn frá Íbúðalánasjóði og Lánasjóði íslenskra námsmanna en byggt á lauslegum áætlunum á greiðslubyrði bankalána og lána lífeyrissjóða. Nú liggja fyrir endurskoðuð gögn fyrir árin 2003 til 2006, auk þess sem upplýsingar hafa borist um árið 2007. Endurskoðuð gögn um afborganir heimila af lánum sýna ívið lægri tölur en þær sem stuðst var við í *Fjármálastöðugleika* 2007. Það má rekja til þess að í eldri gögnum kom fyrir að ekki væri gerður greinarmunur á afborgun og uppgreiðslu lána. Nú hefur verið gengið sérstaklega eftir því að eingöngu sé miðað við afborganir en ekki uppgreiðslur, enda gefur það réttari mynd af greiðslubyrði. Þetta breytir þó ekki meginniðurstöðum varðandi þróun heildargreiðslubyrði á undanförunum árum.

Greiðslubyrði af lánum heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum hækkaði á árinu 2007

Greiðslubyrði heimila sem hlutfall ráðstöfunartekna nam tæplega 20% árið 2007 og hafði aukist úr rúmlega 18% árið áður. Heildarafborganir heimila af lánum á árinu 2007 jukust töluvert frá fyrra ári en þær höfðu verið nokkuð stöðugar frá árinu 2003. Heildarvaxtagreiðslur hafa þó aukist töluvert frá árinu 2005 í takt við hækkanði vexti á nýjum íbúðalánum. Vegna þess að þorri skulda heimila er með föstum vöxtum, eftir endurfjármögnun þeirra með nýjum íbúðalánum á lægri vöxtum og lengri endurgreiðslutíma árin 2004-2005, eru áhrifin á meðalgreiðslubyrði ekki mikil. Aukin greiðslubyrði fellur einungis á þá sem taka ný lán.

Einnig er rétt að hafa í huga að ráðstöfunartekjur heimilanna jukust mikið á árinu 2007 eða um 10% frá fyrra ári. Þrátt fyrir það þyngdist greiðslubyrðin sem hlutfall ráðstöfunartekna. Hins vegar er langt frá því að hækkanin vegi upp fimm prósentna lækkun greiðslubyrði milli áruna 2003 og 2006. Á því tímabili nam raunvöxtur skulda 48% en kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst um 28%.² Það sem réð mestu um þróun greiðslubyrði á tímabilinu er að heimilum gafst kostur á að endurfjármagna stóran hluta útistandandi skulda á lægri vöxtum og með mun lengri endurgreiðslutíma. Það er lenging endurgreiðslutímans sem skiptir þar mestu máli, eins og sést á meðfylgjandi mynd. Hún veldur því að greiðslubyrðin sem hlutfall ráðstöfunartekna var enn nokkru minni í fyrra en árið 2003, þrátt fyrir að vaxtabyrðin hafi aukist milli ára.

Horfur á að greiðslubyrðin þyngist á næstu árum

Þótt staða heimilanna á árinu 2007 hafi verið góð á heildina litið, getur slík heildarmynd dulið undirliggjandi vanda. Breytingar innan ársins 2007 og á fyrstu mánuðum yfirstandandi árs höfðu mikil áhrif á stöðu heimila. Fjármálaleg skilyrði þeirra hafa versnað. Þessi framvinda bitnar fyrst og fremst á nýjum lántakendum og þeim sem á undanförunum árum hafa tekið lán í erlendum gjaldmiðlum. Vandinn þessa hóps kemur að mjög litlu leyti fram í heildartölum ársins 2007. Eftir skuldaförnu síðustu ára er efnahagsreikningur margra heimila viðkvæmari en áður fyrir óvæntum áföllum.

1. Sjá umfjöllun um skuldir, eignir og greiðslubyrði heimila í viðauka 1 bls. 33-39 í *Fjármálastöðugleika* 2007.

2. Miðað er við mat Hagstofu Íslands á ráðstöfunartekjum en fyrir árið 2007 eru þær áætlaðar.

Vaxandi gengisbundnar skuldir í byggingar- og mannvirkjagerð áhyggjuefni

Ástæða er til að veita skuldaþróun í byggingar- og mannvirkjagerð athygli vegna þess að vöxtur í greininni hefur verið mjög mikill undanfarin ár og líklegt er að samdráttur verði á næstu árum. Gengisbundnar skuldir greinarinnar meira en tvöfölduðust á sl. ári, en yfirdráttarlán og verðtryggðar skuldir drögust saman. Svo virðist sem byggingarfyrirtæki hafi flúið háa innlenda vexti og verðbólgu, einkum um miðbik ársins. Frá því að stór hluti hinna gengistryggðu lána var tekinn hefur gengi þeirra gjaldmiðla sem algengastir eru í þessum lánum hækkað um u.þ.b. 40%. Ef verð bæði íbúðar- og atvinnuhúsnaðis lækkar á næstu árum og sala dregst saman gæti aukin greiðslubyrði fyrirtækja í byggingariðnaði valdið vandræðum í rekstri a.m.k. sumra þeirra er fram líða stundir.

Áður hefur verið lýst aðstæðum á íbúðamarkaði, þar sem skýr merki hafa komið fram um kólnun. Kólnun á markaði fyrir atvinnuhúsnaði virðist vera nokkuð á eftir íbúðamarkaðnum. Fyrstu merkin eru þó komin fram. Þinglýstum kaupsamningum á fyrsta fjórðungi ársins fækkaði um 54% miðað við fyrsta fjórðung í fyrra og eru um 46% færri en að meðaltali frá árinu 1995. Í ljósi þess að raunverð atvinnuhúsnaðis hefur á undanförnum árum hækkað meira en verðlag íbúðarhúsnaðis má búast við verulegri lækkun á næstu árum. Fari svo yrdi byggingarfyrirtækjum sem sitja uppi með tregseljanlegar eignir e.t.v. verulegur vandi á höndum.

Þótt margt bendi til þess að staða fyrirtækja í byggingar- og mannvirkjagerð muni versna á næstu árum, benda upplýsingar sem aflað hefur verið frá stærri fyrirtækjum í greininni til þess að töluvert borð hafi verið fyrir báru í efnahagsreikningi flestra þeirra á síðasta ári. Lánsáhættuhlutfall þeirra virðist ekki hafa veikt verulega og hlutfall skulda á móti eigin fé minnkaði t.d. nokkuð. Hið sama á við um fasteignafélög. Það skýrist þó einkum af mikilli verðhækkun sem var meiri en aukning skulda. Auknar skuldir í kjölfar gengislækkunar og fyrirsjáanlegrar verðlækkunar húsnaðis rýrir hins vegar eiginfjárstöðu þeirra.

Gjaldmiðlaáhætta í þjónustugreinum hefur einnig aukist verulega

Að eignarhaldsfélögum frátöldum eru þjónustufyrirtæki stærstu skuldunautar lánakerfisins. Eins og hjá fyrirtækjum í byggingargeiranum hafa skuldir þjónustugeirans ekki aðeins aukist mikið, heldur er nánast allur vöxturinn í gengisbundnum lánum. Hversu mikil áhætta er í því fólgin fyrir gæði eigna bankakerfisins veltur einkum á þrennu: Verðmæti eigna sem standa á móti skuldum, hlutfalli tekna í erlendum gjaldmiðlum og getu þeirra fyrirtækja sem hafa ekki umtalsverðar gjaldeyrstekjur til að velta kostnaði yfir í verðlag. Að auki skiptir umfang varna gegn gjaldeyrisáhættu verulegu máli, a.m.k. til skamms tíma litið. Gjaldeyrisskuldir verslunarfyrirtækja hafa einnig aukist, en þar virðist breytingin hafa gerst nokkru fyrr en hjá öðrum þjónustufyrirtækjum.

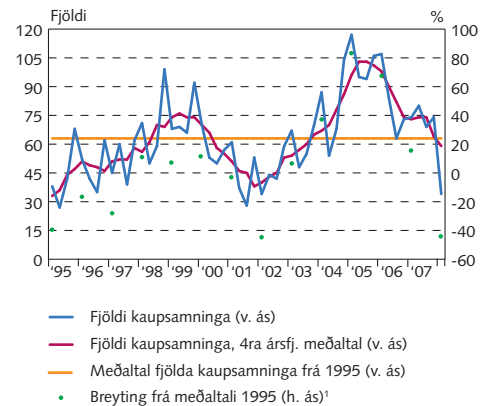
Dregur úr veltu skráðra fyrirtækja og skuldahlutföll hækka

Vandinn við að greina stöðu fyrirtækja felst í því að þótt töluvert ýtarlegar upplýsingar liggi fyrir um skuldahlið efnahagsreiknings þeirra

Mynd 30

Velta með atvinnuhúsnaði

Fjöldi þinglýstra kaupsamninga atvinnuhúsnaðis



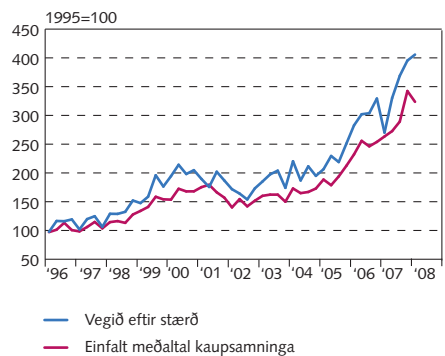
1. Sýnir prósentubreytingu 1. ársfjórðungs hvers árs frá meðaltali fjölda kaupsamninga síðan 1995.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Raunverð atvinnuhúsnaðis á höfuðborgarsvæðinu¹

1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2008



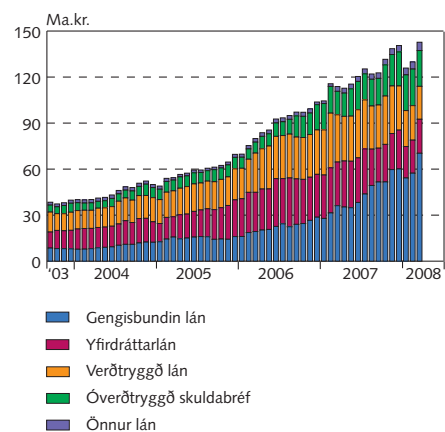
1. Raunvirt með lánsjaravísitölu.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, áætlanir Seðlabanka Íslands.

Mynd 32

Útlán innlánsstofnana til fyrirtækja í byggingar- og mannvirkjagerð

September 2003 - mars 2008

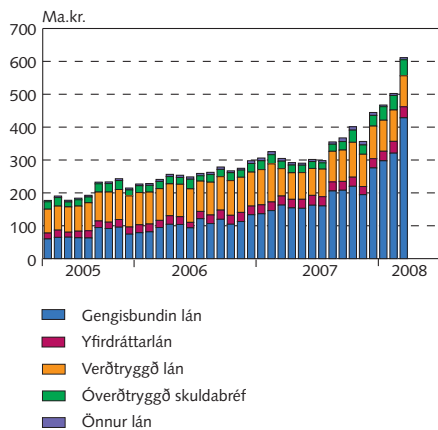


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 33

Útlán innlánsstofnana til þjónustufyrirtækja

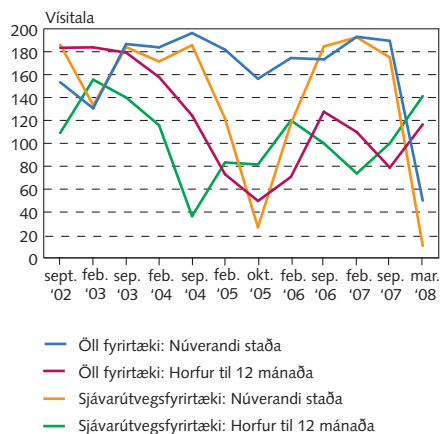
Apríl 2005 - mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 34

Könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum fyrirtækja september 2002 - mars 2008



Heimild: Capacent Gallup.

fást gögn um eignahlið hans ekki fyrr en liðið er á annað ár frá því að uppgjörsári lýkur. Að auki liggur talsverður hluti eigna fyrirtækja oft í óefnislegum eignum sem erfitt er að meta. Fyrir *Fjármálastöðugleika* var aflað efnahagsreikninga nokkurra stórra óskráðra félaga, en heildstæðustu upplýsingarnar fyrir liðið ár eru úr efnahagsreikningum skráðra fyrirtækja. Þær sýna að staða þeirra veiktist nokkuð á sl. ári. Vöxtur þeirra var áfram mikill, en nokkuð dró úr hagnaði, eiginfjárlutfall lækkaði og hlutfall skulda af eigin fé hækkaði. Rekstrartekjur jukust hins vegar hlutfallslega meira en skuldirnar. Almennt virðast skráð atvinnufyrirtæki, sem flest eru útflutningsfyrirtæki eða starfa að miklu leyti erlendis, því standa nokkuð vel. Hins vegar hafa hlutabréf sumra þeirra lækkað verulega frá miðju sl. ári og versnandi fjármálaskilyrði gætu leitt til þess að rekstur þeirra þyngist á næstu árum.

Tafla 1 Vísendingar um rekstur og stöðu skráðra atvinnufyrirtækja

	2007	2006	2005
Veltuaukning, %	26,2	53,5	55,5
Rekstrarhagnaður fyrir fjárlíði (EBITDA), %	8,6	9,1	10,1
Hagnaður, %	1,6	1,7	6,7
Fjármagnsgjöld/velta, %	3,1	4,6	2,2
Veltufé/velta, %	6,7	7,7	7,0
Skuldahlutfall (heildarskuldir/eigið fé)	2,91	2,50	2,35
Heildarskuldir/rekstrartekjur	0,89	1,01	1,01
Vaxtaberandi skuldir/heildareignir, %	53	51	40
Veltufjárlutfall	1,01	1,03	..
Eiginfjárlutfall, %	25,6	28,6	29,8

Mikil óvissa um stöðu fyrirtækja í heild

Þótt mikil óvissa ríki um eignahlið efnahagsreiknings fyrirtækja í heild er ljóst að efnahagsreikningar margra fyrirtækja hafa veikt undanfarna mánuði í kjölfar gengislækkunar krónunnar. Víða er þó töluvert borð fyrir báru. Aukin gjaldmiðlaáhætta í greinum sem hafa ekki miklar gjaldeyristekjur, t.d. í byggingargeiranum, er hins vegar áhyggjuefni. Mikil útlán til svokallaðra eignarhaldsfélaga er einnig óvissuefni. Hið sama má segja um þjónustufyrirtæki sem safnað hafa miklum skuldum á undanförunum árum. Meiri upplýsingaöflun virðist nauðsynleg til þess að meta áhrif þeirra breytinga á samsetningu skulda fyrirtækja við bankakerfið.

Innlendir fjármálamarkaðir

Þröng erlend lausafjárstaða

Eins og rakið er hér að framan hefur ríkt mikill óróleiki á erlendum sem innlendum fjármálamörkuðum frá sl. sumri. Aðgangur innlendra fjármálafyrirtækja að erlendum lánsfjármörkuðum hefur um nokkurt skeið verið takmarkaður og vaxtaálag hærra en áður. Þessar aðstæður ásamt mikilli innlendra eftirspurn eftir erlendum gjaldeyri hafa leitt til þess að bankarnir halda fast í þann erlenda gjaldeyri sem þeim áskotnast. Hátt álag sem bankarnar þurfa að greiða á erlenda grunnvexti leiddi til þess

að vaxtamunur sem bankarnir geta boðið í gjaldeyrisskiptasamningum hefur nánast horfið, eins og þegar hefur verið skýrt og endurspeglar ekki lengur muninn á millibankavöxtum í krónum og erlendum gjaldmiðlum og mikil tregða er til að gera slíka samninga. Erlendir aðilar hika við að verja stöður sínar í gegnum peningamarkaðinn vegna aukinnar mótaðilaáhættu. Þessar aðstæður eru meginástæða þess að gengi krónunnar féll hratt í mars.

Útgáfa framseljanlegra innstæðubréfa

Markaðsbrestur sem leiðir m.a. til lækkunar á gengi krónunnar skapar vanda við framkvæmd peningastefnu og getur leitt til vandamála í fjármálakerfinu ef ekkert er aðhafst. Seðlabankinn taldi því nauðsynlegt að grípa til aðgerða til þess að liðka fyrir viðskiptum á gjaldeyrismarkaði. Meðal þeirra aðgerða sem bankinn hefur gripið til er útgáfa rafrænt skráðra innstæðubréfa sem eru að fullu framseljanleg. Innstæðubréfin hafa gert fjárfestum kleift að verja skortstöður í krónum, halda gnóttstöðum eða taka nýjar. Þannig hafa þau dregið úr þrýstingi til lækkunar á gengi krónunnar á gjaldeyrismarkaði. Kaup á krónum á gjaldeyrismarkaði og fjárfesting þeirra í innstæðubréfum er hliðstæð því að gera skiptasamninga þar sem fjárfestir fær greidda krónuvexti en greiðir erlenda vexti. Útgáfa innstæðubréfanna kemur því að hluta til í staðinn fyrir gjaldeyrisskiptamarkaðinn, sem glímt hefur við lausafjárskort innlendra aðila í erlendum gjaldmiðlum. Innstæðubréfin hafa líka verið góður kostur fyrir erlenda fjárfesta sem hafa takmarkaðar heimildir til að leggja innlán í íslenska banka og sækjast því eftir áhættulausum krónubréfum, sem hafa verið vandfundin vegna þess að flokkar ríkistryggðra skuldabréfa í íslenskum krónum eru smáir. Nú eru útistandandi innstæðubréf að fjárhæð 75 ma.kr.

Með útgáfu innstæðubréfa dregur Seðlabankinn til sín lausafé af krónumarkaði. Upplýsingar frá innlendum og erlendum fjárfestum benda til þess að útgáfan hafi haft jákvæð áhrif á gjaldeyris- og gjaldmiðlaskiptamarkaðinn.

Rýmri reglur um bindiskyldu og veð

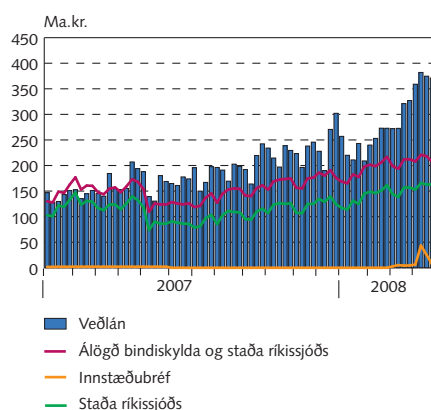
Samhliða breytingum á innstæðubréfum breytti Seðlabankinn reglum um bindiskyldu og veð í viðskiptum við fjármálastofnanir. Tilgangur breytinga á reglum um bindiskyldu var að samræma þær þeim sem gilda hjá evrópska seðlabankanum svo sem verða má. Í nýju reglunum er gert ráð fyrir því að skuldbindingar erlendra útibúa íslenskra banka myndi ekki grunnbindingar. Breytingin léttir talsvert á bindiskyldu þeirra banka sem starfrækja útibú erlendis og eykur þannig lausar eignir í erlendum gjaldmiðlum, en áhrifin á einstakar fjármálastofnanir eru mjög mismunandi.

Lausafjárþróingin hefur enn sem komið er ekki valdið auknu flökti á innlendum peningamarkaði. Innlend fjármálafyrirtæki virðast þó varkárari en áður í viðskiptum sín á milli og meira hefur verið um daglánaviðskipti við Seðlabankann vegna þessa. Bankinn rýmkaði reglur um veð í reglulegum viðskiptum og daglánaviðskiptum í tveimur skrefum í janúar og apríl sl. Skuldabréf í erlendum gjaldmiðlum eru nú samþykkt ef þau uppfylla skilyrði um skráningu, lánshæfismat o.fl. Sértryggð skuldabréf eru einnig samþykkt að uppfylltum ströngum lánshæfisskil-

Mynd 35

Veðlán, innstæðubréf, staða ríkissjóðs og álögð bindiskylda

Vikulegar tölur 3. janúar 2007 - 30. apríl 2008

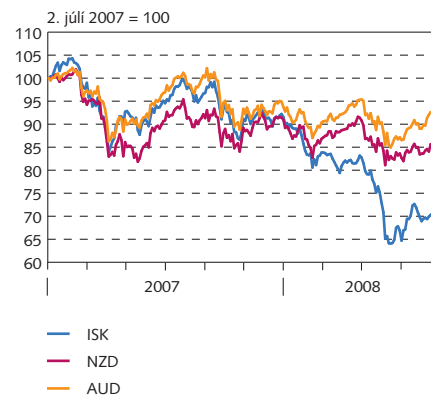


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 36

Gengi japansks jens gagnvart AUD, NZD og ISK

Daglegar tölur 2. júlí 2007 - 30. apríl 2008



Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

yrðum og getur útgefandinn notað eigin bréf. Vart hefur orðið nokk-
urrar aukningar á lausafjárþyrirgreiðslu í kjölfar breytinganna.

Innstæður ríkissjóðs í Seðlabankanum hafa haldið áfram að auk-
ast en greiðsluafkoma ríkisins hefur verið góð. Innstæðurnar sveiflast
nokkuð en leitnin hefur verið í átt til hækkunar.

Krónan undir þrýstingi

Mikil velta hefur verið á gjaldeyrismarkaði á árinu. Krónan lækkaði
mikið í mars, m.a. vegna vanda bankanna á erlendum lánsfjármörk-
uðum sem lamaði gjaldmiðlaskiptamarkaðinn. Hækkun stýrivaxta og
fyrirgreindar aðgerðir Seðlabankans náðu að stöðva fallið og krónan
styrktist nokkuð í apríl.

Hærrí fjármagnskostnaður og takmarkaður aðgangur að lánsfé
hefur leitt til þess að fjárfestar hafa undið ofan af skuldsettum stöðum
á öllum mörkuðum. Þetta kemur glögglega fram á hlutabréfamark-
aði en einnig á gjaldeyrismarkaði. Gengi flestra hávaxtagjaldmiðla,
t.d. íslenskrar krónu, suður afríks rands og ungverskrar forintu hefur
lækkað á sama tíma og gengi lágvaxtagjaldmiðla, t.d. japansks jens og
svissnesks franka, hefur styrkst. Vaxtamunarviðskipti í þessum gjald-
miðlum hafa því skilað umtalsverðu tapi undanfarin misseri.

Bankarnir juku mjög framvirka gjaldeyrisstöðu sína á sl. ári. Staða
bankanna í framvirkum gengisbundnum eignum hefur lítið breyst
undanfarna þrjá mánuði. Fátt bendir til annars en að erlendir aðilar
haldi enn gnóttstöðu í íslenskum krónum. Staðan hefur þó lækkað
sé hún mæld í erlendum gjaldmiðlum. Gjalddeyris kaup innlendra aðila
virðist hafa átt þátt í mikilli lækkun á gengi krónunnar. Margir inn-
lendir aðilar skulda gengisbundin lán. Vegna þröngrar erlendrar lausa-
fjárstöðu er líklegt að innlend fjármálaþyriræki beini lántakendum úr
erlendum lánunum í krónulán.

Rammagrein 5

Mikilvægt að forðast fjármálaáfall

Fjármálaáfall hafa dunið yfir heiminn nokkuð reglulega. Í nýlegri
ritgerð greina Reinhart og Rogoff (2008) einkum fimm tímabil stór-
áfalla sem hafa dunið yfir frá árinu 1800. Áföllin eru m.a. mæld sem
hlutfall ríkja sem ekki gátu greitt eigin skuldir á gjalddaga eða þurftu
að endurskipuleggja endurgreiðslur vegna erfiðleika (sjá mynd 1).
Lán íslenska ríkisins hafa aldrei gjaldfallið.

Mat á afleiðingum fjármálaáfalls er flókið. Það er í raun ill-
framkvæmanlegt fyrir en nokkru eftir að áfallinu lýkur. Allmörg áföll
hafa dunið yfir lönd heimsins á undanförunum áratugum og telur
gagnasafn Alþjóðabankans yfir 160 áföll á síðustu 35 árum. Þetta
gagnasafn getur gefið vísbendingar um kostnað við lausn áfalla og
tekjutap vegna minni hagvaxtar sem fylgir oftast í kjölfarið. Ekki er
í öllum tilvikum til mat á kostnaði við lausn fjármálaáfalls en með-
altal þeirra 56 landa þar sem metinn er kostnaður við lausn áfalls er
14,3% af VLF (staðalfrávik 14,6%). Í 75 löndum hefur verið reynt
að meta hagvaxtartap og er meðaltal þess 19,7% af VLF (stað-
alfrávik 23,3%). Í 30 löndum hefur bæði verið lagt mat á kostnað
við lausn og hagvaxtartap og þar er meðalkostnaður við lausn
áfalls 17,6% af VLF (staðalfrávik 16,4%) og hagvaxtartap 16,6%
af VLF (staðalfrávik 14,3%). Ef þetta væri yfirfært á íslenska hag-

kerfið gæti kostnaður við lausn fjármálaáfalls verið 14-18% af VLF eða 179-230 ma.kr. með afar víðum skekkjumörkum eins og áður er getið og hagvaxtartap í kjölfarið gæti hlaupið á 17-20% af VLF eða 217-256 ma.kr. með áþekktum skekkjumörkum. Með þessum forsendum og fyrirvörum gæti sambærilegt heildartap numið um 400-500 ma.kr. eða 30%-40% af VLF eins árs en myndi dreifast á allmörg ár.

Lækkun gengis gjaldmiðilsins og óhagstæðari vaxtakjör eru fylgifyiskar fjármálaáfalls. Setja má upp dæmi um áhrif gengisbreytinga á erlendar skuldir og eignir íslenska þjóðarbúsins og áhrif vaxtabreytinga á kostnað vegna erlendra lána. Niðurstöður nýlegrar rannsóknar sem birtist í *Peningamálu* 2008/1,¹ benda til þess að fyrstu áhrif 30% gengislækkunar íslensku krónunnar væru að hrein skuldastaða landsins batnaði um 19% af VLF og er þá tekið tillit til áætlaðs markaðsvirðis beinnar fjárfestingar.² Rannsóknin sýnir einnig að ef bókfært virði beinnar fjárfestingar er notað við útreikninginn snýst þetta við, þ.e. að hrein skuldastaða versnar um 14% af VLF. Kostnaður vegna hækkunar vaxta um 1 prósentustig þýðir um 88 ma.kr. hækkun vaxtakostnaðar að meðaltali árin 2008-2012, sem er um 6,9% af VLF. Þetta miðast við tilteknar forsendur um endurgreiðslutíma og breytileika vaxta, þar sem m.a. er gert ráð fyrir að breytingar vaxta komi mjög hratt fram í skammtímaskuldum en dreifist á fjögur ár í tilfelli langtímaskulda. Notaðar eru árslokatalur úr uppgjöri erlendarar stöðu og uppgjöri greiðslujafnaðar.

Það sem hér er sett fram eru í raun ágiskanir sem þó byggjast á mati á áhrifum áfalla erlendis síðustu áratuga og skekkjumörk eru mjög víð. Verði íslenskt hagkerfi fyrir áfalli er óvíst hversu harkalegt það yrði, sem og hvaða aðgerða væri þörf til að leysa það. Á hinn bóginn er engum vafa undirorpið að mikið er í húfi að forðast fjármálaáfall með viðeigandi og tímanlegum viðbrögðum markaðsaðila og stjórnvalda.

Heimildir:

- Daniel Svavarsson, (2008). „Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu,“ *Peningamál* 2008/1, bls. 89-99.
- Dell'Ariccia Giovanni, Detragiache, Enrica og Rajan Raghuram, "The Real Effect of Banking Crises", *IMF Working Paper No. wp/05/63*, október 2004.
- Fryd, Edward J. *The Length and Cost of Banking Crises*, IMF Working Paper, 1999, WP/99/30.
- Klingebeil, Daniela, Laeven, Luc, Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises, *World Bank, Discussion paper No. 428, WDP428*.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2008). "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", *NBER Working Paper No. 13882*.

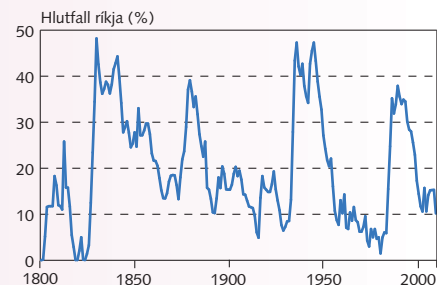
1. Sjá grein Daniels Svavarssonar, (2008).

2. Notaðar eru tölur um hreina stöðu í árslok 2006.

Mynd 1

Skuldir ríkja 1800-2007

Hlutfall ríkja í vanskilum eða endurskipulagningu skulda



Heimild: NBER.

Fjármögnun og útlánagæði í sviðsljósi

Miklar sviptingar hafa verið á fjármálamörkuðum frá því á síðari hluta ársins 2007. Þrátt fyrir það hefur arðsemi eigin fjár bankanna verið góð, eignir þeirra aukist og samþætting starfseminnar hér heima og erlendis haldið áfram. Í árslok 2007 var tæplega helmingur heildareigna samstæðna bankanna í erlendum dótturfélögum. Jafnframt var stór hluti útlána móðurbankanna til erlendra aðila. Þannig hefur tekjustofn bankanna breikkað og áhættan er dreifðari en áður. Útlánaaukning var mikil á síðastliðnu ári og helstu viðmið um útlánagæði í árslok bentu til þess að þau væru vel viðunandi. Þannig voru vanskil enn í sögulegu lágmarki sem og hlutfall afskriftareiknings af útlánum. Reynslan hefur sýnt að mikil og hröð útlánaaukning, eins og verið hefur hin síðari ár, kann síðar að leiða til útlánatapa. Á síðastliðnu ári hækkaði hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eigin fé bankanna. Aukning stórra áhættuskuldbindinga er áhyggjuefni frá sjónarhóli fjármálastöðugleika. Þá er umtalsverður hluti útlána með veði í hlutabréfum sem er varasamt þegar verð á hlutabréfum lækkar. Hlutfall erlendrar markaðsfjármögnunar af skuldum bankanna er hátt og aðgengi þeirra að erlendu lánsfé hefur þrengst til muna. Vegna sviptinga á fjármálamörkuðum hafa bankarnir haldið sig til hlés á erlendum lánamörkuðum, dregið úr útlánum og aukið innlán. Í lok ársins 2007 voru meira en 2/3 innlána frá erlendum aðilum. Mikil erlend fjármögnun undirstrikar mikilvægi lánshæfismats bankanna og orðstírs. Eiginfjár- og lausafjárstaða bankanna hefur verið viðunandi. Góð eiginfjár- og lausafjárstaða er nauðsynleg fyrir stöðugleika fjármálakerfisins.

Miklar sviptingar á fjármálamörkuðum

Miklar sviptingar hafa verið á erlendum og innlendum fjármálamörkuðum frá því á síðari hluta ársins 2007. Fyrri hluti ársins einkenndist af hækkandi hlutabréfaverði og miklu framboði lánsfjár, svipað og verið hafði árin á undan. Á síðari hluta ársins snerist þessi þróun við, hlutabréf tóku að lækka og framboð lánsfjár dróst stórlega saman.

Lausafjárskortur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum

Á árinu 2007 jukust vanskil á bandarískum húsnæðislánunum, svokölluðum undirmáslánunum. Mörg af stærstu fjármálafyrirtækjum heimsins þurftu að afskrifa verulegar fjárhæðir á síðari hluta ársins vegna taps á skuldabréfavafningum tengdum undirmáslánunum. Töpin vógu þungt í afkomu margra erlendra banka á árinu 2007. Íslensku bankarnir höfðu lítið fjárfest í fjármálaafurðum tengdum undirmáslánunum og þurftu því lítið að afskrifa vegna þeirra á árinu 2007. Síðastliðið haust fór að gæta lausafjárskorts á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í kjölfarið fundu íslensku bankarnir fyrir minna framboði lánsfjár og skuldatryggingarálag (e. CDS) þeirra hækkaði. Vegna ástandsins héldu bankarnir sig til hlés á fjármálamörkuðum síðari hluta ársins 2007 en juku innlán. Þá brugðust bankarnir við versnandi markaðsaðstæðum með því að auka upplýsingar til markaðsaðila um starfsemi sína og hægðu á vextinum. Þannig hættu bæði Kaupþing og Landsbankinn við kaup á erlendum fjármálafyrirtækjum og allir bankarnir drógu úr vexti útlána á síðari hluta ársins. Hlutabréfaverð fór ekki varhluta af óróanum á

1. Í þessum kafla er fjallað um samanlagða stöðu samstæðna stærstu viðskiptabanka, stærstu sparisjóða og ýmis lánaþyrntæki.

Tafla 1 Heildareignir erlendra dótturfyrirtækja viðskiptabankanna í árslok 2007¹

Fjárhæðir eru í ma.kr.

Kaupþing banki hf.		Glitnir banki hf.		Landsbanki Íslands hf.	
FI Holding AS	1.395	BNbank ASA	582	Landsbanki Luxembourg	478
Kaupthing UK – Group	677	Glitnir-Lux SA	197	Heritable Bank	157
Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	524	Glitnir Bank Norway ASA	86	Landsbanki Securities UK	47
Kaupthing Sverige AB	195	Glitnir Oyj	43	Kepler Equities	41
Singer & Friedlander Isle of Man Ltd.	56	Glitnir Securities ASA	20	Landsbanki Holding Europe	24
Kaupthing Norge AS	24	Glitnir AB	15	Landsbanki Guernsey Ltd.	21
Norvestia Oyj	16	Glitnir-Norway AS	1	Landsbanki Holding UK	14
K-Invest Holding S.A.	1	Glitnir Marine Finance AS	1	LI investment AB	14
				LI Investment Ltd.	8
				Merrion	7
Erlend dótturfélög, alls	2.888	Erlend dótturfélög, alls	945	Erlend dótturfélög, alls	811
Heildareignir samstæðu	5.347	Heildareignir samstæðu	2.949	Heildareignir samstæðu	3.058
Hlutdeild erlendra dótturfélaga, %	54	Hlutdeild erlendra dótturfélaga	32	Hlutdeild erlendra dótturfélaga	27

1. Þrír stærstu viðskiptabankar. Gengi m.v. sl. áramót. Stærstu dótturfélög, erlend útibú ekki meðalin.
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

fjármálamörkuðum. Hlutabréf flestra fyrirtækja lækkuðu í verði á síðari hluta ársins 2007 og á fyrsta ársfjórðungi 2008. Hlutabréf stærstu bankanna voru þar engin undantekning en verð þeirra lækkaði um 29% til 44% frá því að þau náðu hámarki sumarið 2007 til loka mars síðastliðins. Hlutabréf banka í nágrannalöndunum og margra stórra alþjóðlegra banka lækkuðu samsvarandi eða jafnvel meira. Nánar er fjallað um óróann á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í rammagrein 2 í kaflanum um þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaði.

Áframhald á samþættingu starfseminnar

Uppbygging viðskiptabankanna erlendis og kaup á erlendum fjármálafyrirtækjum ná aðeins nokkur ár aftur í tímann. Árin 2004 og 2005 einkenndust af kaupum íslensku bankanna á stórum erlendum fjármálafyrirtækjum.² Árin 2006 og 2007 einkenndust öðru fremur af samþættingu starfsemi bankanna hér heima og erlendis en minni breytingar urðu á samstæðum þeirra en árin þar á undan.³ Í árslok 2007 var samanlagt 41% heildareigna samstæðna bankanna í erlendum dótturfélögum, sjá nánar í töflu 1.

Áhættan nú önnur og dreifðari

Vegna aukinna umsvifa viðskiptabankanna á erlendri grund og útlána móðurfélaga þeirra til erlendra aðila hefur tekjustofn þeirra breikkað og áhætta er nú önnur og dreifðari en áður var. Þannig hafa tekjur samstæðnanna sem eiga uppruna erlendis vaxið mikið sem og erlendar eignir. Jafnframt hefur viðskiptaupbygging bankanna þriggja erlendis verið mismunandi en það dreifir áhættu. Á árinu 2007 áttu um 58% tekna þeirra uppruna sinn erlendis borið saman við um 48% á árinu 2006. Útlán bankanna til aðila utan Íslands námu um 59% af heild-

2. Árið 2004 keypti Kaupþing banki danska bankann FIH og varð þar með stærsta banka-samstæða Íslands. Árið 2005 bar hæst kaup Glitnis banka á norska bankanum BNbank og kaup Kaupþings banka á breska bankanum Singer & Friedlander.

3. Helstu breytingar árið 2007 voru þær að Glitnir keypti finnska eignastýringarfyrirtækið FIM Group og Landsbankinn keypti breska verðbréfafyrirtækið Bridgewell. Þá seldi Kaupþing starfsemi sína í Færejum og keypti Derbyshire innlánabankann á Mön og Robeco banka í Belgíu sem sérhæfir sig í eignastýringu.

arútlánum til viðskiptamanna í árslok 2007 borið saman við 61% í árslok 2006.⁴ Hlutfall erlendra tekna var hæst hjá Kaupþingi eða 67% og um 73% af útlánum bankans til viðskiptavina voru til aðila utan Íslands, sjá nánar í töflu 2. Vegna breiðari tekjustofns og dreifðari áhættu eru íslensku bankarnir nú síður næmir fyrir innlendum áföllum en fjármálaaleg áföll geta birst með fjölbreyttari hætti en áður var.⁵

Tafla 2 Tekjur og útlán viðskiptabankanna erlendis í árslok 2007¹

	Tekjur erlendis, %	Útlán erlendis, %
Kaupþing banki hf.	67	73
Glitnir banki hf.	55	54
Landsbanki Íslands hf.	46	41
Samtals	58	59

1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Tekjur utan Íslands í hlutfalli af heildartekjum. Útlán til viðskiptamanna utan Íslands í hlutfalli af útlánum til viðskiptamanna.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Lánshæfismat bankanna

Alþjóðleg matsfyrirtæki meta m.a. lánshæfi stóru viðskiptabankanna þriggja, þ.e. Kaupþings banka, Glitnis banka og Landsbanka Íslands. Lánshæfiseinkunnir bankanna eru mjög mikilvægar vegna fjármögnunar þeirra á markaði. Lánshæfiseinkunnir bankanna eru sýndar í töflum 3-5.⁶

Tafla 3 Lánshæfismat Moody's á íslensku viðskiptabönkunum

	Mat kynnt	Til langs tíma	Til skamms tíma	Fjárhagslegur styrkur
Kaupþing banki	Febrúar 2008	A1	P-1	C-
Glitnir banki	Febrúar 2008	A2	P-1	C-
Landsbanki	Febrúar 2008	A2	P-1	C-

Heimild: Bloomberg.

Tafla 4 Lánshæfismat Fitch Ratings á íslensku viðskiptabönkunum

	Mat kynnt	Til langs tíma	Til skamms tíma	Óháð	Stuðningur
Kaupþing banki	Ágúst 2006	A	F1	B/C	2
Glitnir banki	Ágúst 2006	A	F1	B/C	2
Landsbanki	Febrúar 2006	A	F1	B/C	2

Heimild: Bloomberg.

Tafla 5 Lánshæfismat Standard & Poor's á Glitni

	Mat kynnt	Til langs tíma	Til skamms tíma
Glitnir banki	Apríl 2008	BBB+	A2

Heimild: Bloomberg.

4. Útlán til viðskiptamanna undanskilja útlán til fjármálafyrirtækja.

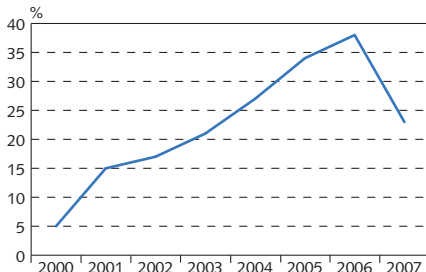
5. Um stórauðin umsvif íslensku bankanna og samanburð við norræna banka var m.a. fjallað í skýrslu norrænu seðlabankanna, Nordic Banking Structures, sem gefin var út í ágúst 2006. Sjá heimasíðu Seðlabanka Íslands, www.seðlabanki.is

6. Mat m.v. lok apríl 2008. Fjallað var ítarlega um lánshæfismat íslensku bankanna í viðauka 2 í kafla um fjármálafyrirtæki í *Fjármálastöðugleika* 2006.

Mynd 1

Arðsemi eigin fjár 2000-2007¹

Hagnaður sem hlutfall af meðalstöðu eigin fjár að frádregnum hagnaði



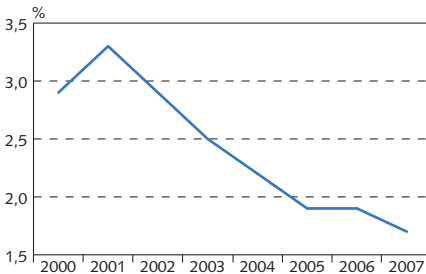
1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Arðsemi árin 2000-2004 skv. eldri reikningsskilareglum.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Vaxtamunur 2000-2007¹

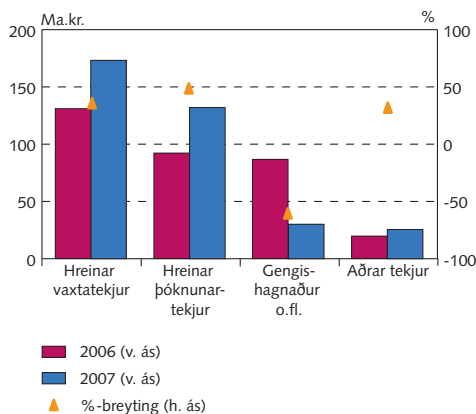
Hreinar vaxtatekjur sem hlutfall af meðalstöðu efnahagsreiknings



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Vaxtamunur 2000-2004 skv. eldri reikningsskilareglum.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Hreinar rekstrartekjur 2006 og 2007¹

1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Stærstu viðskiptabankar Rekstraruppgjör

Kaflaskipt á að baki

Uppgjör bankanna árið 2007 endurspegluðu m.a. breytingar á fjármálamörkuðum hér heima og erlendis. Framan af ári hækkuðu innlend og erlend hlutabréf mikið. Á síðari hluta ársins snerist sú þróun við og þegar upp var staðið höfðu skráð innlend hlutabréf lækkað um 1% en hlutabréf í flestum nágrannalöndunum hækkað lítillega. Á árinu hækkaði ávöxtunarkrafa innlendra verð- og óverðtryggðra skuldabréfa nokkuð og íslenska krónan styrktist. Innlend verðbólga var áfram mikil á árinu eða tæplega 6%. Þá þrengdi mjög að fjármögnun bankanna á 2. árshelmingi eftir langt tímabil lausafjáragnóttar.

Arðsemi var góð

Arðsemi eigin fjár stærstu viðskiptabanka árið 2007 var góð.⁷ Samanlögð arðsemi bankanna nam um 23% og var því vel viðunandi. Góða afkomu þeirra má einkum rekja til aukinna hreinna vaxtatekna í kjölfar útlánaaukningar og mikilla þóknunartekna en gengishagnaður af verðbréfaeign dróst saman frá fyrra ári.

Vaxtatekjur jukust en vaxtamunur lækkaði lítillega

Hreinar vaxtatekjur eru stærsti tekjuliður viðskiptabankanna.⁸ Aðrir helstu tekjuliðir eru þjónustutekjur að frádregnum þjónustugjöldum og gengishagnaður. Árið 2007 námu hreinar vaxtatekjur stærstu viðskiptabanka 173 ma.kr. samanborið við 131 ma.kr. árið 2006 sem er aukning um 32% milli ára. Þrátt fyrir framangreinda aukningu hreinna vaxtatekna lækkaði vaxtamunur lítillega milli ára og var 1,7% árið 2007.⁹ Bankarnir eiga umtalsvert meira af verðtryggðum eignum en skuldum. Umframeignir eru fjármagnaðar með óverðtryggðum vöxtum og þrátt fyrir mikla verðbólgu á árinu leiddu háir óverðtryggðir vextir til lækkunar vaxtamunar. Jafnframt leiddi aukið ójafnvægi í gjaldeyrisjöfnuði til lægri vaxtamunar. Aukin gengisbundin útlán, fasteignaveðlán og útlán erlendra dótturfélaga hafa lækkað vaxtamun bankanna á undanförunum árum.

Gengishagnaður dróst verulega saman

Hreinar þóknunartekjur jukust verulega milli ára.¹⁰ Hreinar þóknunartekjur námu 132 ma.kr. árið 2007 samanborið við 92 ma.kr. árið 2006 og jukust um 43% milli ára. Hlutfallslega mest jukust þóknunartekjur sem uppruna eiga erlendis. Gengishagnaður¹¹ bankanna dróst verulega saman miðað við fyrra ár. Á árinu nam hann 30 ma.kr. samanborið við 87 ma.kr. árið 2006 sem er lækkun um 65%. Hagnaður af hlutabréfastöðum minnkaði og tap var af skuldabréfastöðum en

7. Með stærstu viðskiptaböndum er átt við Kaupþing banka hf., Glitni banka hf. og Landsbanka Íslands hf. Fjallað er um samanlagða stöðu samstæðna stærstu viðskiptabanka nema annað komi fram. Umfjöllun um samanlagða stöðu getur stangast á við stöðu einstakra banka.

8. Vaxtatekjur að frádregnum vaxtagjöldum.

9. Vaxtatekjur að frádregnum vaxtagjöldum (hreinar vaxtatekjur) í hlutfalli af meðaltali niðurstöðu efnahagsreiknings í upphafi og lok árs.

10. Þjónustutekjur að frádregnum þjónustugjöldum.

11. Gengishagnaður (matsbreytingar) og arðstekjur.

bankarnir eiga mikið af skuldabréfum vegna lausafjárstöðu sinnar. Aðrar tekjur stærstu viðskiptabanka jukust nokkuð milli ára og námu samtals 26 ma.kr. árið 2007.¹²

Kostnaðarhlutfall hækkaði en virðisrýrnun var lítil

Á umliðnum árum hefur kostnaðarhlutfall¹³ stærstu viðskiptabanka lækkað ár frá ári, einkum vegna mikillar aukningar rekstrartekna. Síðastliðin tvö ár hefur kostnaðarhlutfallið aftur á móti hækkað og nam 51% árið 2007. Allir bankarnir leggja nú áherslu á að lækka rekstrarkostnað.

Árið 2007 nam virðisrýrnun útlána hjá stærstu viðskiptabönkum 18,6 ma.kr. borið saman við 15,8 ma.kr. framlag árið 2006. Virðisrýrnun útlána í hlutfalli af hreinum vaxtatekjum nam 11% í árslok 2007. Lág virðisrýrnun helst í hendur við lítil vanskil viðskiptamanna.

Grunnaðarkoma bankanna var vel viðunandi

Stöðutaka í verðbréfum er hluti af fjárfestingarbankastarfsemi bankanna en óvarlegt er að gera ráð fyrir að gengishagnaður verði ávallt jákvæður. Ef gengishagnaður hefði verið enginn á síðastliðnu ári hefði arðsemi bankanna fyrir skatta farið úr 27% í 22% og kostnaðarhlutfall þeirra hækkað úr 51% í 55%.¹⁴ Þetta sýnir að án gengishagnaðar hefði rekstrarafkoma bankanna verið vel viðunandi á síðastliðnu ári. Þrátt fyrir framangreint er ljóst að reyna mun á viðskiptalíkan bankanna á næstu misserum vegna versnandi markaðsaðstæðna, þ.m.t. lausafjárskorts á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Útlán

Mikil umsvif í nágrannalöndunum

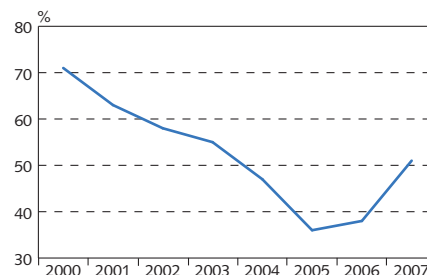
Stærsti hluti eigna viðskiptabankanna eru útlán. Í árslok 2007 námu útlán til viðskiptavina samstæðna stærstu viðskiptabanka 7.302 ma.kr. sem er aukning um 32% frá fyrra ári. Um 59% útlána til viðskiptamanna eru til aðila utan Íslands.

Samkvæmt yfirliti frá Fjármálaeftirlitinu yfir útlán samstæðna viðskiptabankanna til erlendra aðila er stærstur hluti erlendra útlána til aðila á Norðurlöndum. Munar þar mest um danska bankann FIH sem er hluti af samstæðu Kaupþings banka og norska bankann BNbank sem er hluti af samstæðu Glitnis banka. Jafnframt er rúmlega fjórðungur af erlendum útlánunum til lánþega á Bretlandseyjum og vega þar þýngst útlán breska bankans Kaupthing Singer & Friedlander sem er hluti af samstæðu Kaupþings banka. Þá er nokkuð af útlánunum til lánþega í Benelúxlöndunum, aðallega Lúxemborg. Samanlagt eru um 90% af útlánunum viðskiptabankanna til erlendra aðila til lánþega í Evrópu og Norður-Ameríku. Nánar er fjallað um flokkun útlána samstæðna bankanna og útlánagæði í viðauka 1.

Mynd 4

Kostnaðarhlutfall 2000-2007¹

Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum



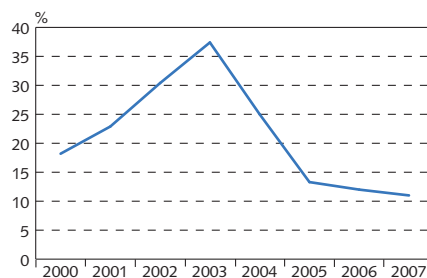
1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Kostnaðarhlutfall 2000-2003 skv. eldri reikningsskilareglum.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Virðisrýrnun útlána 2000-2007¹

Virðisrýrnun sem hlutfall af hreinum vaxtatekjum



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Framlag í afskriftareikning og hreinar vaxtatekjur 2000-2003 skv. eldri reikningsskilareglum.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

12. Hreinar rekstrartekjur samanstanda af hreinum vaxtatekjum, hreinum þóknunartekjum, gengishagnaði og arðstekjum auk annarra tekna. Undir aðrar tekjur falla nettótekjur af váttryggingastarfsemi, hlutdeild í afkomu hlutdeildarfélagum, hagnaður af eignum í sölu-meðferð auk annarra rekstrartekna.

13. Rekstrarkostnaður í hlutfalli af hreinum rekstrartekjum.

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

Rammagrein 1

Álagspróf og viðlagaæfingar

Viðbúnaðarstarf sem unnið er innan Seðlabankans skiptist í grundvallaratriðum í tvennt. Annars vegar snýr það að mati á viðnámsþrótti fjármálafyrirtækja, þ.e. getu þeirra til að standa af sér áföll, og hins vegar miðar starfið að því gera bankann og viðkomandi stjórnvöld betur í stakk búin til að takast á við fjármálaáfall. Viðbúnaðarstarfið lýsir sér meðal annars í gerð viðbúnaðaráætlana, viðlagaæfingum og samvinnu milli stjórnvalda innanlands sem utan.

Viðnámsþróttur - álagspróf

Ein af þeim aðferðum sem Seðlabankinn notar við að meta viðnámsþrótt fjármálafyrirtækja til að mæta áföllum eru svonefnd álagspróf. Álagspróf fela í sér að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja gagnvart áföllum er kannaður með því að áföll eru sviðsett (e. extreme crisis scenario). Niðurstöður álagsprófs eru síðan notaðar til að meta áhrif sviðsettra áfalla á lykilstærðir viðkomandi fyrirtækis. Á síðastliðnu ári hefur þróun álagsprófa innan Seðlabankans beinst að lausafjár- og útlánaáhhættu. Seðlabankinn fær m.a. mánaðarlega upplýsingar um lausafjárstöðu innlánsstofnana samkvæmt lausafjárreglum Seðlabankans.¹ Þá er lausafjárstaða fjármálafyrirtækjanna álagsprófuð og næmnigreind. Fjallað er sérstaklega um álagspróf vegna útlánaáhhættu og mat á viðnámsþrótti stærstu viðskiptabankanna í viðauka 1.²

Þrátt fyrir ágæti álagsprófa draga þau oft fram of einfalda mynd af því hvernig áfall getur haft áhrif á fjármálafyrirtæki. Þau einblína oft á einn þátt eða áhættu í einu en taka ekki tillit til álaga þar sem margir samverkandi þættir hafa áhrif. Því er mikilvægt að halda áfram að þróa álagspróf þannig að þau taki tillit til fleiri þátta. Margir seðlabankar vinna einnig að því að þróa leiðir til að meta áhættu innan fjármálakerfisins í heild í stað þess að einblína á hvert og eitt fjármálafyrirtæki. Þrátt fyrir mikla rannsóknar- og þróunarvinnu eru fá slík líkön fullmótuð.³

Viðbúnaður - viðlagaæfingar

Mat á áhættuþáttum og veikleikum innan fjármálakerfisins getur aldrei eitt og sér verið nægilegur undirbúningur til að bregðast snurðulaust við þeim atburðum sem ógnað geta fjármálastöðugleika. Af þeim sökum tíðkast víða hjá seðlabönkum og fjármálaeftirlitum að halda svokallaðar viðlagaæfingar. Tilgangur þeirra er að kanna og æfa viðbrögð stjórnvalda við sviðsettu fjármálaáfalli. Þær reyna meðal annars á upplýsingaflæði milli stjórnvalda ásamt því að samhæfa vinnu og ákvarðanir í mikilli tímaþröng.

Viðlagaæfingar eru haldnar með reglulegu millibili og tekur Seðlabanki Íslands þátt í þrenns konar viðlagaæfingum. Í fyrsta lagi eru það æfingar þar sem einblínt er á greiðslukerfin með þátttöku þeirra sem vinna við þau daglega. Slík æfing fór síðast fram hér á landi í janúar 2007 en ráðgert er að önnur æfing af þessu tagi verði haldin síðar á þessu ári.⁴ Önnur tegund eru æfingar þar sem horft er á fjármálakerfið í heild og stjórnvöld hér á landi halda sam-eiginlega. Reynir þá meðal annars á það samkomulag sem íslensk

1. Fjallað er sérstaklega um lausafjárreglur og lausafjárstýringu í viðauka 3 bls. 70.

2. Sjá viðauka 1 bls. 56 og viðauka 1, „Mat á útlánaáhhættu viðskiptabankanna“, bls. 62 í *Fjármálastöðugleika* 2007.

3. Sem dæmi um hliðstæður má nefna líkan (e. DSG jafnvægislíkan) sem Goodhart, Sunirand og Tsomocos hafa verið að þróa, sjá nánar: Goodhart Sunirand og Tsomocos, 2006. „A Time Series Analysis of Financial Fragility in the UK Banking System.“ *Annals of Finance*, 2:1-21. Seðlabanki Austurríkis setti fram líkan af millibankamarkaði, útlána- og markaðsáhhættu sjá nánar: Elsinger, H.A. Lehar og M. Summer 2002, *Risk Assessment for Banking Systems*. Englandsbanki hefur byggt á þeirri aðferðafræði sjá: Alessandri, P., P. Gai, S.Kapadia N. Mora, C. Pühr 2007. „A Framework for Quantifying Systemic Stability.“ Bank of England. Áætlað er að líkan Englandsbanka verði tilbúið eftir tvö til þrjú ár.

4. Sjá nánar um æfinguna í *Fjármálastöðugleika* 2007 bls. 75.

stjórnvöld hafa gert um fjármálastöðugleika og viðbúnaðaráætlanir.⁵ Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn gengust fyrir slíkum æfingum árin 2004 og 2006. Í þriðja lagi tekur Seðlabankinn þátt í viðlagæfingum á milli landa. Í september 2007 var haldin samnorræn viðlagæfing sem Fjármálaeftirlitið, fjármálaráðuneytið og Seðlabankinn tóku þátt í fyrir hönd Íslands. Þá tóku sambærileg stjórnvöld frá hinum Norðurlöndunum þátt ásamt seðlabönkum Eystrasaltsríkjanna. Norræna viðlagæfingin var einkar áhugaverð þar sem tækifæri gafst til þess að æfa sviðsmynd af fjármálaáfalli sem nær yfir landamæri (e. cross-border crisis). Stjórnvöld hafa áhuga á því að taka þátt í sam-evrópskri viðlagæfingu á næsta ári.

5. Í febrúar 2006 var gert samkomulag milli forsætisráðuneytisins, fjármálaráðuneytisins, viðskiptaráðuneytisins, Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans. Sjá samkomulagið í heild í *Fjármálastöðugleika* 2006 bls. 94.

Tafla 6 Hlutfallsleg skipting erlendra útlána eftir landssvæðum

Landsvæði	2007, %
Norðurlönd	43
Bretlandseyjar	27
Benelúxlöndin	8
Norður-Ameríka	4
Þýskaland	4
Önnur Evrópulönd	3
Önnur lönd	11
Samtals	100

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Útlánaaukning móðurfélaga bankanna var mikil

Í árslok 2007 námu útlán móðurfélaga viðskiptabankanna 4.857 ma.kr. og jukust um 66% frá fyrra ári. Mikil aukning var í útlánnum móðurfélaganna til erlendra aðila en þau námu 1.843 ma.kr. og jukust um 129% á síðastliðnu ári. Útlán til innlendra aðila námu 3.014 ma.kr. og jukust um 42%. Þar af jukust útlán til innlendra fyrirtækja um 37% á síðastliðnu ári en útlán til heimila jukust um 22%. Þótt útlánaaukning hafi verið mikil hefur hægt á vexti útlána til fyrirtækja og heimila frá fyrra ári, þá sérstaklega fasteignaveðlana.

Tafla 7 Útlán viðskiptabanka¹

	Árslok 2006 ma.kr.	Árslok 2007 ma.kr.	Aukning ma.kr.	Aukning %
Útlán alls	2.924	4.857	1.933	66
Til innlendra aðila	2.120	3.014	894	42
Til atvinnufyrirtækja	1.522	2.087	565	37
Til heimila	538	654	116	22
Til erlendra aðila	804	1.843	1.039	129

1. Þrír stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagastöður.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fasteignaveðlán, veðhlutföll og fastvaxtaáhætta

Frá haustdögum 2004 hafa bankarnir aukið mjög fasteignaveðlán. Verði arðsemi þeirra nægileg munu aukin fasteignaveðlán styrkja stöðu bankanna því að reynslan hefur sýnt að vanskil og afskriftir slíkra lána eru lítil. Afskriftir fasteignaveðlana gætu þó aukist með lækkun fasteignaverðs eða aukinni veðsetningu. Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu hafa veðsetningarhlutföll lækkað. Um 9% af fasteignaveðlánunum móðurfélaga bankanna í árslok 2007 voru með veðhlutfall yfir 90% en samsvarandi hlutfall í árslok 2006 var 16%. Af töflu 8 má enn fremur ráða að hlutfall fasteignaveðlana bankanna með veðhlutfall minna en 70% hafði hækkað úr 42% í lok árs 2006 í 59% í lok árs 2007. Lægri veðsetningarhlutföll minnka líkur á tapi bankanna vegna lækkunar fasteignaverðs. Fasteignaveðlánin eru að jafnaði verðtryggð, bera fasta vexti og eru til allt að 40 ára. Enn sem komið er hafa viðskiptabankarnir ekki nema að hluta fjármagnað fasteignaveðlánin með samsvarandi hætti. Fastvaxtaáhætta þeirra hefur því aukist en slík áhætta var nánast engin fyrir árið 2004. Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu hefðu stærstu viðskiptabankarnir getað tapað um 42 ma.kr. við 1% hækkun markaðsvaxta m.v. stöðu lánabókar móðurfélaganna um síðastliðin áramót. Fastvaxtaáhætta þannig mæld í hlutfalli af eiginfjárgrunni nam 4,3% um síðastliðin áramót en samsvarandi hlutfall í lok árs 2006 var 3,6%. Fastvaxtaáhætta bankanna hefur því aukist milli ára.

Tafla 8 Veðhlutfall útlána viðskiptabankanna til íbúðarhúsnæðis¹

	Árslok 2006, %	Árslok 2007, %
Veðhlutfall 0-50	20	34
Veðhlutfall 50-70	22	25
Veðhlutfall 70-90	34	23
Veðhlutfall 90-100	8	5
Veðhlutfall yfir 100	8	4
Veðhlutfall óþekkt	8	9

1. Þrír stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstölur.

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Tafla 9 Fastvaxtaáhætta viðskiptabanka¹

	Árslok 2006 ma.kr.	Árslok 2007 ma.kr.	Aukning ma.kr.
Tap við 1% hækkun markaðsvaxta	33	42	9
Hlutfall af eiginfjárgrunni, %	3,6	4,3	1,7

1. Þrír stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstölur.

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Gengisbundin útlán til einstaklinga héldu áfram að aukast

Í árslok 2007 námu gengisbundin útlán móðurfélaga viðskiptabankanna 3.452 ma.kr. sem er aukning um 1.663 ma.kr. frá fyrra ári eða 93%. Tæplega helmingur gengisbundinna útlána móðurfélaga viðskiptabankanna er til innlendra aðila. Langstærsti hluti þeirra er til atvinnufyrirtækja en hluti gengisbundinna útlána til einstaklinga hefur vaxið. Þannig jukust gengisbundin útlán til einstaklinga um 69 ma.kr. á síðastliðnu ári eða 114%. Þar sem einstaklingar eru að jafnaði ekki

með gjaldeyristekjur getur skuldsetning þeirra í öðrum gjaldmiðli en íslensku krónunni verið varasöm. Gengisbundin útlán móðurfélaga viðskiptabankanna til erlendra aðila héldu áfram að aukast á síðastliðnu ári og námu í árslok 1.843 ma.kr. sem er 139% aukning frá fyrra ári.

Tafla 10 Gengisbundin útlán viðskiptabanka

	Árslok 2006 ma.kr.	Árslok 2007 ma.kr.	Aukning ma.kr.	Aukning %
Gengisbundin útlán alls	1.789	3.452	1.663	93
Til innlendra aðila	1.018	1.609	591	58
Til atvinnufyrirtækja	936	1.273	337	36
Til heimila	60	129	69	114
Til erlendra aðila	771	1.843	1.073	139

Þrír stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstöður.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Stærstur hluti lántakenda hefur verulegar gjaldeyristekjur

Stærstur hluti lántakenda gengisbundinna útlána hjá móðurfélögum bankanna hefur verulegar gjaldeyristekjur. Í árslok 2007 voru um 70% gengisbundinna útlána og afleiðusamninga til erlendra aðila og um 30% til innlendra aðila. Meðal innlendra aðila voru um 43% útlána og afleiðusamninga til aðila með hærri gjaldeyristekjur en 2/3 af heildartekjum og um 18% til aðila með gjaldeyristekjur á bilinu 1/3 til 2/3 af heildartekjum. Þá voru um 39% útlána og afleiðusamninga til innlendra aðila með gjaldeyristekjur lægri en 1/3 af heildartekjum eða engar gjaldeyristekjur.¹⁵ Hlutfall gengisbundinna útlána og afleiðusamninga til lánþega sem hvað berskjaldaðastir eru fyrir veikingu íslensku krónunnar hækkaði milli ára.¹⁶

Tafla 11 Gengisbundin útlán og afleiðusamningar¹

Skipting eftir aðilum og gjaldeyristekjum	Árslok 2006, %	Árslok 2007, %
Til innlendra aðila	61	30
Engar gjaldeyristekjur eða < 33% af tekjum	34	39
Gjaldeyristekjur 33% til 67% af tekjum	25	18
Gjaldeyristekjur > 67% af tekjum	41	43
Til erlendra aðila	39	70
Samtals	100	100

1. Gengisbundin útlán og afleiðusamningar. Þrír stærstu viðskiptabankar. Móðurfélagstöður.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

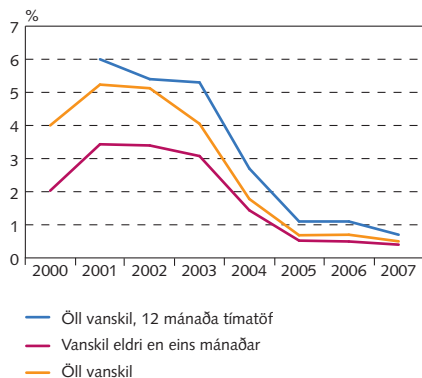
15. Í þessum flokki eru einnig fyrirtæki með sterka markaðsstöðu sem hafa aðstöðu til að velta kostnaði af veikingu íslensku krónunnar út í verðlagið.

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

Mynd 6

Vanskil útlána viðskiptamanna 2000-2007¹

Vanskil sem hlutfall af útlánnum viðskiptamanna

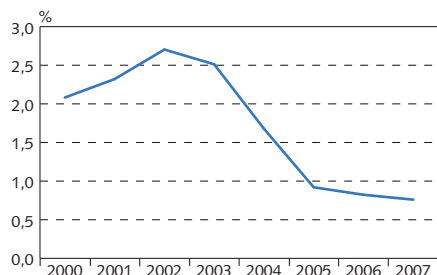


1. Móðurfélög viðskiptabanka.
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd 7

Staða afskriftareiknings 2000-2007¹

Afskriftareikningur sem hlutfall af lokastöðu útlána til viðskiptamanna



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Vanskilahlutfall enn í sögulegu lágmarki

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu nam vanskilahlutfall útlána hjá viðskiptamönnum viðskiptabankanna í árslok 2007 um 0,5%.¹⁷ Vanskilahlutfall útlána hefur ekki verið lægra síðan byrjað var með reglulegum hætti að safna tölum um vanskil í árslok 2000. Fjárhæð heildarvanskila hjá viðskiptamönnum viðskiptabankanna í lok árs 2007 nam tæplega 22 ma.kr. og stóð nær í stað milli ára.¹⁸ Séu vanskil flokkuð eftir tíma sést að lengstu vanskilin og um leið þau alvarlegustu námu um 28% af heildarvanskilum í árslok 2007 sem er nokkur hækkun frá fyrra ári. Þar sem ólíklegt er að ný útlán lendi strax í vanskilum er svonefnt tafið vanskilahlutfall¹⁹ talið gefa góða mynd af vanskilaþróun. Vanskil þannig reiknuð hafa einnig lækkað undanfarin misseri og námu í árslok 2007 um 0,7%. Almenn lækkun hlutfalls vanskila helst í hendur við hagstæð efnahagsleg skilyrði fyrirtækja og heimila. Hagnaður flestra fyrirtækja var góður á síðastliðnu ári og atvinnuástand var óvenju gott. Líklegt er að vanskil hafi náð lágmarki.

Hlutfall afskriftareiknings af útlánnum ekki verið lægra

Fjárhæð afskriftareiknings útlána hjá stærstu viðskiptabönkum nam 56 ma.kr. í árslok 2007 samanborið við 46 ma.kr. í ársbyrjun sem er aukning um 10 ma.kr. eða 22%. Þrátt fyrir framangreinda aukningu hefur afskriftareikningur útlána dregist mjög saman m.v. aukin útlán. Afskriftareikningur útlána hjá stærstu viðskiptabönkum í hlutfalli af útlánnum til viðskiptamanna þeirra nam 0,8% í lok árs 2007 og hefur hlutfallið aldrei verið lægra. Árin 2000 til 2003 var framangreint hlutfall á bilinu 2,1% - 2,7%. Lítil vanskil eiga stærstan þátt í lágrí stöðu afskriftareiknings.

Útlán með veði í hlutabréfum

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu námu útlán samstæðna viðskiptabankanna með veði í hlutabréfum 968 ma.kr. í árslok 2007 eða rúmum 13% af heildarútlánnum til viðskiptamanna. Rúm 92% þessara útlána voru með tryggingarþekju yfir 100% og 46% með tryggingarþekju yfir 150%.²⁰ Bankarnir höfðu því nokkurt borð fyrir báru við lækkun hlutabréfaverðs í upphafi árs. Þegar mikil og almenn lækkun hlutabréfaverðs verður fjölgað veðköllum.²¹ Bankarnir hafa undanfarna mánuði í meira mæli en áður þurft að kalla eftir auknum tryggingum vegna lánveitinga til hlutabréfakaupa. Reynist ekki unnt að leggja fram viðunandi tryggingar er krafist uppgreiðslu lánanna eða gengið að veðunum. Þannig geta fjármálafyrirtæki eignast hlutabréf sem fallið hafa í verði og hætta er á að ef þau eru seld leiði það til

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

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

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

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

21. Ef virði hlutabréfa lækkar niður fyrir áskilið lágmark er krafist aukinna veða, s.k. veðkall.

frekari verðlækkunar. Ef veðsett bréf eru stór hluti þeirra hlutabréfa sem skráð eru í Kauphöll Íslands getur upphafleg lækkun undið upp á sig og haft veruleg áhrif á innlendan hlutabréfamarkað. Síðastliðin áramót voru um 39% hlutabréfa sem eru til tryggingar útlánum skráð í Kauphöll Íslands og námu þau tæpum 17% af markaðsverði allra skráðra hlutabréfa í Kauphöllinni í árslok 2007.

Útlán til fjárfestingarfélaga

Stór hluti útlána með veði í hlutabréfum er til fjárfestingarfélaga. Slík félög fjárfesta í öðrum félögum (fjárfestingar- eða rekstrarfélögum) fyrir skuldir og eigið fé. Skuldsetningin eykur arðsemi eigin fjár í uppsveiflu en magnar tap í niðursveiflu. Hækkun eigin fjár fjárfestingarfélaga hefur verið mikil undanfarin ár samfara mikilli hækkun hlutabréfaverðs og góðri arðsemi fyrirtækja. Þá hafa þessi félög notið hagstæðra lánskjara en hætt er við að þau hafi ekki verið í samræmi við áhættu. Þegar hlutabréfaverð lækkar, eins og gerst hefur undanfarið misseri, lækkar eigið fé fjárfestingarfélaga mun hraðar en rekstrarfélaga. Þannig er útlánaáhætta banka af lánum til skuldsettra fjárfestingarfélaga mun meiri en af lánum til rekstarfélaga.

Hlutfall stórra áhættuskuldbindinga af eigin fé hækkaði

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu námu samanlagðar fjárhæðir stórra áhættuskuldbindinga hjá samstæðum stærstu viðskiptabanka um 931 ma.kr. í árslok 2007 eða um 95% af eiginfjárgrunni þeirra.²² Heildarfjöldi stórra áhættuskuldbindinga í árslok 2007 var 19. Til samanburðar var samtala stórra áhættuskuldbindinga hjá stærstu viðskiptabönkum um 547 ma.kr. í árslok 2006 eða um 59% af eiginfjárgrunni þeirra og heildarfjöldi þeirra var 15. Samanlagðar fjárhæðir stórra áhættuskuldbindinga jukust þannig um 384 ma.kr. milli ára og þeim fjölgaði um fjórar. Þessi breyting milli ára skýrist að nokkru leyti af hækkun á fyrirgreiðslu við einstaka viðskiptamenn ásamt aðilum þeim tengdum sem mynda stórar áhættuskuldbindingar í bókum fleiri en eins banka. Dæmi eru um að sömu viðskiptaaðilar séu jafnframt meðal stærstu hluthafa bankanna.²³ Framangreind aukning stórra áhættuskuldbindinga er því áhyggjuefni út frá sjónarhóli fjármálastöðugleika. Í þessu sambandi má geta þess að Fjármálaeftirlitið hefur á undanförunum árum lagt mikla áherslu í starfi sínu á eftirlit með virkum eignarhlutum, viðskiptum fjármálafyrirtækja við venslaða aðila og eftirlit með stórum áhættuskuldbindingum.

Markaðsverðbréf og gjaldeyrir

Staða markaðsverðbréfa hækkaði

Markaðsverðbréf, afleiður og eignarhlutir í félögum í eigu stærstu viðskiptabanka námu 2.103 ma.kr. í árslok 2007 en það er aukning um 614 ma.kr. frá fyrra ári eða 41%. Stærstur hluti markaðsverðbréfa í eigu viðskiptabankanna eru skuldabréf.

22. Stórar áhættuskuldbindingar eru skuldbindingar (lánveitingar, verðbréfaeign, eignarhlutir, veittar ábyrgðir o.fl.) vegna einstakra viðskiptamanna eða fjárhagslega tengdra aðila sem nema 10% eða meira af eiginfjárgrunni fjármálafyrirtækis.

23. Fjallað var um viðskipti bankanna við stærstu eigendur og stjórnendur í rammagrein 3 í Fjármálastöðugleika 2007.

Rammagrein 2

Tengsl hlutabréfaverðs og gengis krónunnar¹

Pegar mikil aukning varð í stöðutöku í íslensku krónunni í lok árs 2005 með útgáfu svonefndra jöklabréfa jókst hlutdeild krónunnar í alþjóðlegum eignasöfnum. Að sama skapi hefur hröð útrás fjármála-fyrirtækja, mikil innlend eftirspurn eftir lánsfé og greiður aðgangur að erlendu fjármagni leitt til aukinnar erlendra skuldsetninga.

Áhugi erlendra fjárfesta á íslensku efnahagslífi hefur því aukist og alþjóðleg áhrif eiga greiðari leið í innlent fjármálakerfi en áður. Líklegt er því að fylgni íslensku krónunnar og innlands hlutabréfa-verðs hafi aukist þar sem óróleiki á erlendum fjármálamarkaði og neikvæð umræða um íslenskan þjóðarbúskap kann að leiða til veik-ingar krónunnar og lækkunar á virði hlutabréfa.

Í meginatriðum ætti gengi gjaldmiðla að ráðast af núverandi vaxtamun milli innlendra og erlendra vaxta og væntingum um þennan vaxtamun um alla framtíð. Með sama hætti ætti núverandi verð hlutabréfa að ákvarðast af væntu núvirtu tekjuflæði viðkom-andi fyrirtækis. Hækkun innlendra vaxta umfram erlenda, eða vænt-ingar um slíka hækkun, ætti því að styrkja gengi krónunnar á sama tíma og hækkunin yrði til þess að hlutabréfaverð lækkaði þar sem núvirðisþáttur hlutabréfaverðs hækkar. Vaxtahækkunin dregur einn-ig úr innlendri eftirspurn og þannig úr tekjumöguleikum fyrirtækisins að öðru óbreyttu. Styrking gengisins dregur einnig úr samkeppnis-hæfni innlendra útflutnings- og samkeppnisatvinnugreina sem jafnframt ætti að leiða til lækkunar hlutabréfa fyrirtækja í þeim greinum. Almenn ættu því peningastefnuskellir að hafa í för með sér neikvæða fylgni milli gengis gjaldmiðla og verðs hlutabréfa.²

Fylgni gengis gjaldmiðla og verðs hlutabréfa getur hins vegar einnig verið jákvæð. Ef t.d. eru væntingar um uppsveiflu í þjóðarbú-skapnum vænta fjárfestar þess að tekjur fyrirtækja aukist, sem ýtir upp hlutabréfaverði, á sama tíma og þeir vænta þess að viðkomandi seðlabanki hækki vexti sem styrkir gengi innlands gjaldmiðils. Miðað við íslenskar aðstæður gæti jákvæð fylgni einnig endurspeglad væntingar um að lækkun gengis krónunnar muni hafa slæm áhrif á fjármálaleg skilyrði innlendra heimila og fyrirtækja og geri þeim erfitt fyrir að standa skil á lánum í erlendri mynt. Slíkt getur dregið úr væntri arðsemi innlendra fjármálafyrirtækja, sem vega þungt í innlendri hlutabréfavitölu.

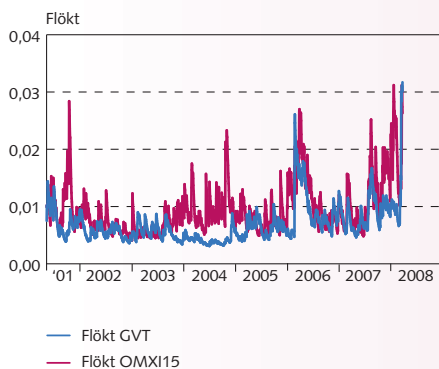
Fylgnin ræðst því alfarið af því hvernig skellum þjóðarbúskap-urinn verður fyrir. Peningastefnuskellir framkalla neikvæða fylgni milli gengishækkana og hækkana hlutabréfaverðs á meðan fram-leiðni- og viðskiptakjaraskellir framkalla jákvæða fylgni.

Til að kanna fylgni gengis krónunnar og innlands hlutabréfa-verðs var notast við gengisvísitölu íslensku krónunnar og OMXI15 hlutabréfavísitöluna (daglega samfellda ávöxtun frá maí 2001 til mars 2008). Til að meta hvernig fylgnistíkinn hefur þróast yfir tíma var metið margvitt kvikt-GARCH líkan.³ Á mynd 1 má sjá mat á flökti gengisvísitölunnar og hlutabréfavísitölunnar OMXI15.⁴ Eins og sjá má koma tímabil þar sem flöktið er töluvert og virðist tengjast aukinni veltu á gjaldeyrismarkaði og aukinni umræðu um íslenskan

Mynd 1

Flökt samfelldrar ávöxtunar
GVT og OMXI15

Daglegar tölur 3. maí 2001 - 31. mars 2008



Heimildir: OMX Nordic Exchange Iceland hf., Seðlabanki Íslands.

1. Þessi grein er byggð á væntanlegri rannsóknarritgerð Bryndísar Ásbjarnardóttur, starfsmanns fjármálasviðs Seðlabanka Íslands, "Dynamic relationship between Stock prices and Exchange Rates in Iceland".
2. Almenna umfjöllun um samspil gengis og hlutabréfa má t.d. finna í Nieh, C., og Lee, C.F. (2001). "Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries". ScienceDirect, og Yang, S., og S. Doong, S. (2004). "Price and Volatility Spillover between Stock Prices and Exchange Rates: Empirical Evidence from the G-7 Countries", *International Journal of Business and Economics*, Vol. 3, 139-153. Þessi áhrif koma fram í þjóðhagslíkani Seðlabankans sjá bls. 74-79 Ásgeir Danielsson, Lúðvík Eliasson, Magnús F. Guðmundsson, Björn A. Hauksson, Ragnhildur Jónsdóttir, Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2006), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Central Bank of Iceland, *Working Paper* nr. 32.
3. Engle, R.F., & Sheppard, K. (2001). Theoretical and Empirical Properties of Dynamic Conditional Correlation Multivariate GARCH. Cambridge: National Bureau of Economic Research, working paper 8554.
4. Flökt er kvaðratrótin af dreifni. Þá er búið að staðla dreifni þannig að flökt sé á bilinu -1 og 1.

fjármálamarkað erlendis. Í febrúar 2006 jókst flókt í gengi krónunnar frá því sem var á árunum 2001-2006 og varð af svipaðri stærðargráðu og flókt hlutabréfavisitölunnar á tímabilinu febrúar 2006 til nóvember 2007.

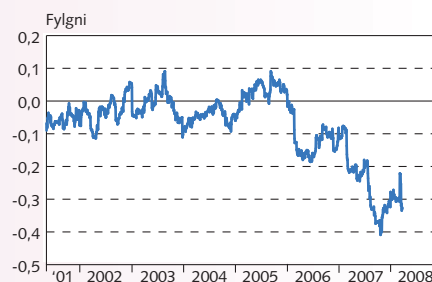
Á mynd 2 má sjá mat á fylgni milli breytinga á gengisvísitölunni og hlutabréfavisitölunni. Þar sem gengisvísitalan mælir verð erlendra gjaldmiðla táknar hækkun hennar að gengi krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum lækki. Neikvæð fylgni eins og á mynd 2 táknar því að jákvæð fylgni sé á milli hækkunar á gengi krónunnar og hækkunar á verði hlutabréfa. Eins og sést á myndinni er fylgnin lítil fram til ársins 2006. Í kjölfar skýrslu matsfyrirtækisins Fitch í febrúar 2006 um neikvæðar horfur varðandi lánshæfi ríkissjóðs virðist þetta þó breytast en þá lækkaði gengi krónunnar á sama tíma og hlutabréfaverð lækkaði. Frá þeim tíma hefur fylgnin smám saman orðið jákvæð og ágerst, sérstaklega eftir að neikvæðar fréttir fóru að berast af efnahagshorfum í Bandaríkjunum á haustmánuðum 2007 en þær höfðu einnig afgerandi áhrif á íslenskan fjármálamarkað.

Þessi jákvæða fylgni er til þess fallin að auka áhættu erlendra fjárfesta sem vilja fjárfesta í íslenskum hlutabréfum og innlendra fjárfesta sem fjármagna slíka fjárfestingu með erlendri lántöku án þess að verja krónustöðu sína. Höggið í kjölfar lækkunar gengis og hlutabréfaverðs verður tvöfalt sem að öðru óbreyttu ætti að auka við áhættuþóknun á innlenda fjármögnun. Jákvæð fylgni sýnir einnig hve slæm áhrif snörp lækkun gengis krónunnar getur haft á fjármálastöðugleika þar sem hún er líkleg til þess að fara saman við verulega lækkun hlutabréfaverðs.

Mynd 2

Fylgni samfelldrar ávöxtunar
GVT og OMXI15

Daglegar tölur 3. maí 2001 - 31. mars 2008



Heimildir: OMX Nordic Exchange Iceland hf., Seðlabanki Íslands.

Gjaldeyrisstaða hélt áfram að aukast

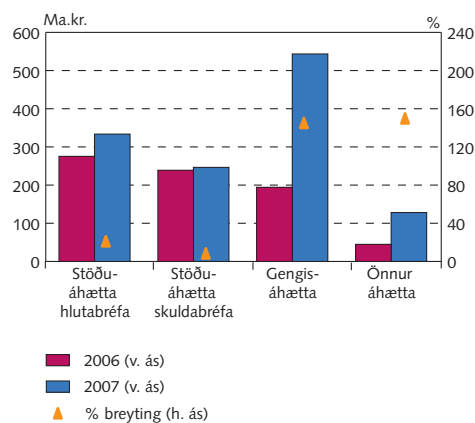
Markaðs- og gjaldeyrisáhætta stærstu viðskiptabanka²⁴ nam 1.252 ma.kr. í árslok 2007 og hækkaði um 498 ma.kr. milli ára. Af markaðsáðhættuliðum er stöðuáhætta hlutabréfa stærst.²⁵ Áhættugrunnur hlutabréfa nam 334 ma.kr. í lok ársins og hækkaði um 21% frá fyrra ári. Stöðuáhætta skuldabréfa hækkaði lítið milli ára og nam 246 ma.kr. í lok ársins. Önnur áhætta í veltubók jókst umtalsvert á síðastliðnu ári og nam 128 ma.kr. í lok ársins. Þar af nam áhætta tengd afleiðum 81 ma.kr. og hækkaði um 83% frá fyrra ári. Gjaldeyrisstaða stærstu viðskiptabanka hélt áfram að aukast á síðastliðnu ári. Áhættugrunnur gjaldeyrisáhættu nam 544 ma.kr. í lok ársins og hækkaði um 349 ma.kr. frá fyrra ári eða 180%. Fram á síðustu ár var gjaldeyrisáhætta bankanna lítil. Stór hluti aukinnar gjaldeyrisstöðu nú er vegna gengisvarna bankanna gegn áhrifum gengisbreytinga á eigið fé og eiginfjárlutfall.

Hlutfallslega stóð eigin áhætta hlutabréfa í stað

Vegna afleiðusamninga sem stærstu viðskiptabankar hafa gert við viðskiptamenn sína er áhætta bankanna af hlutabréfum önnur en bókfærð staða. Þannig nam bókfærð staða hlutabréfa í ársreikningum bankanna 545 ma.kr. í árslok 2007 en að teknu tilliti til afleiðusamninga námu hlutabréf í áhættu bankanna 263 ma.kr.²⁶ Eigin áhætta

Mynd 8

Markaðs- og gjaldeyrisáhætta 2006 og 2007¹



1. Áhætta skv. áhættugrunni eiginfjárreglna. Samstæður stærstu viðskiptabanka.

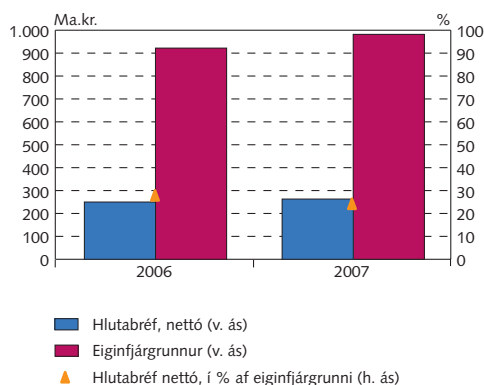
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

24. Markaðs- og gjaldeyrisáhætta metin samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eigið fé fjármálafyrirtækja.

25. Stöðuáhætta er áhætta tengd stöðu fyrirtækis í tilteknum fjármálagæringi og er tilkomin vegna hugsanlegra breytinga á verði viðkomandi gæringa.

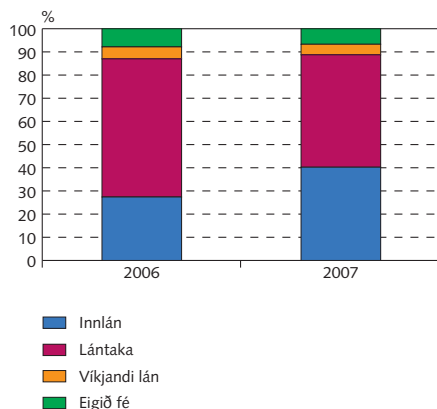
26. Hlutabréf meðal veltufjármuna og fjáreigna á gangvirði skv. IFRS. Eignarhlutir bankanna í hlutdeildarfélögum sem eiga í skráðum og óskráðum félögum ótaldir.

Mynd 9

Áhætta af hlutabréfaeign 2006 og 2007¹

1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar fjármálafyrirtækja, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Samsetning fjármögnunar 2006 og 2007¹

1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

bankanna af hlutabréfum jókst því um 13 ma.kr. milli ára en áhættan mæld í hlutfalli af eiginfjárgrunni stóð í stað og nam 27%.

Afleiðusamningar um hlutabréf

Afleiðusamningar um hlutabréf við viðskiptamenn eru að jafnaði til 3-6 mánaða og oft framlengjanlegir. Með samningunum minnkar markaðsáhætta bankanna af hlutabréfaeign en áhættan er að flestu leyti álíka og um lán með veði í hlutabréfum væri að ræða. Áhætta bankanna kann því að vera vanmetin ef vanefndir verða á afleiðusamningum í kjölfar verðlækkunar hlutabréfa. Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu námu framvirkir samningar samstæðna viðskiptabankanna með veði í hlutabréfum 227 ma.kr. í árslok 2007. Um 94% framvirku samninganna voru með tryggingarþekju yfir 100% en 8% samninganna með tryggingarþekju yfir 150%.²⁷ Um 29% hlutabréfa sem sett eru til tryggingar framvirku samningunum eru skráð í Kauphöll Íslands.

Fjármögnun

Samsetning fjármögnunar

Samanlagt jukust skuldir og eigið fé samstæðna stærstu viðskiptabanka um 34% á síðastliðnu ári. Mikil aukning var á innlánum en þau jukust um rúm 93% á árinu. Verðbréfaútgáfa, sem verið hefur ein helsta fjármögnunarleið viðskiptabankanna, jókst einungis um rúm 7% frá fyrra ári. Lausafjárþurrð og þrengingar á alþjóðlegum lánamörkuðum eru án efa meginástæður minnkandi verðbréfaútgáfu.

Gengisbundin verðbréfaútgáfa

Þrátt fyrir aukningu innlana eru bankarnir enn háðir markaðsfjármögnun. Í árslok 2007 nam lántaka samstæðna stærstu viðskiptabanka 5.137 ma. kr., þar af nam ný verðbréfaútgáfa á árinu 2007 um 1.231 ma.kr. og jókst nánast ekkert frá fyrra ári.²⁸ Framan af ári var aðgengi að lánsfjármagni ágætt og á fyrri hluta árs gáfu viðskiptabankarnir út samtals um 877 ma.kr. eða 71% af heildarfjármögnun ársins. Á seinni hluta árs 2007 námu útgáfur um 354 ma.kr. Þá leituðu viðskiptabankarnir fremur á mið óskráðrar fjármögnunar (e. private placements) og óhefðbundinna markaða vegna erfiðara aðgengis á almennum lánsfjármörkuðum. Það sést best á breytingum á skráðri markaðsfjármögnun, en hún var í lok árs 4.118 ma. kr. eða um 73% af lántökum og víkjandi lánum. Það hlutfall hefur lækkað um 5% frá fyrra ári. Stærstur hluti skráðrar lántöku um áramót var í evrum (45%) og Bandaríkjadöllum (35%) en útgáfa í íslenskum krónum hefur sótt í sig veðrið frá fyrra ári og er nú um 5%. Fjárfestar í Evrópu hafa verið stærstu kaupendur bréfa viðskiptabankanna. Útgáfur í formi evrópskra skuldabréfa með meðallangan líftíma (e. european medium term notes) voru stærstur hluti fjármögnunar ársins og námu um áramót 56% af allri skráðri fjármögnun.

27. Tryggingarþekja gefur til kynna hlutfall markaðsverðmætis hlutabréfa, sem sett eru sem tryggingar framvirkra samninga, af framvirkum samningum með hlutabréfum. Sé tryggingarþekja yfir 100% merkir það að markaðsverð hlutabréfa sé yfir upphæð framvirkis samnings.

28. Verðbréfaútgáfa án bankalána skv. upplýsingum frá þremur stærstu viðskiptaböndum.

Hlutfall lántöku af efnahagsreikningi enn hátt

Á mynd 11 er lántaka íslensku bankanna borin saman við aðra norræna banka með tilliti til stærðar efnahagsreiknings og meðalefistöðvatíma. Þar sést að hlutfall lántöku af efnahagsreikningi íslensku bankanna er enn mun hærra en hjá samanburðarhópi en meðalefistöðvatími lántöku íslensku bankanna er hins vegar sambærilegur. Hann hefur lengst hjá Kauppingi og Landsbanka frá fyrra ári. Stærð kúlnanna sýnir svo að útistandandi fjárhæðir skráðrar lántöku eru lægri hjá íslensku bönkunum en hjá flestum fjármálafyrirtækjum í samanburðarhópnum.

Endurfjármögnunarpörf samstæðna stærstu viðskiptabanka á árinu 2008 er mun minni en á árinu 2007. Skráð lán á gjalddaga árið 2008 námu um síðastliðin áramót um 690 ma.kr. og um 737 ma.kr. árið 2009. Þar af er stærstur hluti hjá móðurfélögum bankanna. Til loka mars síðastliðins hafa viðskiptabankarnir gefið út 383 ma.kr. og nýtt að einhverju leyti til uppgreiðslu eldri lána. Í lok mars voru skráðar lántökur á gjaldaga þessa árs 586 ma.kr. og 927 ma.kr. á árinu 2009.²⁹

Skuldatryggingarálag bankanna hækkaði mjög til loka mars síðastliðins, m.a. vegna versnandi ytri skilyrða og tæknilegra atriða varðandi uppbyggingu skuldaafleiðnamarkaðar en lækkaði aftur ört í apríl. Að öllum líkindum voru skuldabréfaútgáfur viðskiptabankanna notaðar í ófjármagnaða tilbúna skuldabréfavafninga (e. unfunded synthetic collateralized debt obligations). Útgáfunar voru taldar mjög ákjósanlegar eignir þar sem ávöxtunarkrafa þeirra var hærri en annarra fjármálafyrirtækja með sambærilegt lánshæfismat. Nánar er fjallað um skuldatryggingar í viðauka 2.

Samsetning innlána og vöxtur

Á árinu 2006 voru stærstu viðskiptabankarnir gagnrýndir fyrir einsleita samsetningu fjármögnunar og þá sérstaklega lágt hlutfall innlána. Var þá lögð aukin áhersla á söfnun innlána, m.a. með erlendum innlánaafurðum. Afrakstur þessa er að hlutfall innlána af heildarskuldum hefur aukist úr 28% í 40%. Samkvæmt gögnum úr ársreikningum bankanna er stærstur hluti innlána í erlendum gjaldeyri eða rúm 78%, en þar af eru 45% í breskum pundum. Af innlánnum eru um 56% bundin og eru 86% bundin til þriggja mánaða eða skemur. Viðskiptabankarnir juku á árinu framboð sitt af bundnum innlánaafurðum og stefna á frekari lengingu binditíma innlána.

Lausafjárstaða samkvæmt lausafjárreglum Seðlabankans

Þegar erfiðleika tók að gæta á fjármálamörkuðum lækkaði lausafjárhlutfall fjármálafyrirtækja mælt skv. lausafjárreglum Seðlabanka Íslands. Lágmark lausafjárhlutfallsins er 1 skv. reglunum, þ.e. vegnar lausafjáreignir skulu vera jafnar eða umfram vegnar lausafjárskuldir næsta mánuð og næstu þrjá mánuði.³⁰ Lausafjárhlutfall næstu þrjá

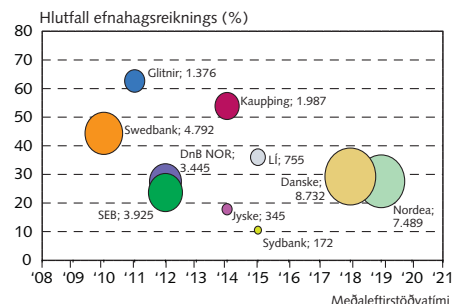
29. Athuga verður að við umreiknun í íslenskar krónur hækkar samtala skráðar lántökur vegna veikingu gengis krónunnar á 1. ársfjórðungi.

30. Bindiskyld fjármálafyrirtæki skila lausafjárskýrslum til Seðlabankans mánaðarlega þar sem tilgreindar eru lausar eignir og skuldir móðurfélaga til næstu 12 mánaða. Bindiskyld fjármálafyrirtæki eru viðskiptabankar, sparisjóðir og aðrar lánastofnanir. Eignum og skuldum er skipt á tímabil og þeim gefið vægi eftir því hversu áhættusamar þær teljast. Að teknu tilliti til vægis, skulu eignir vera umfram skuldir næsta mánuð og næstu þrjá mánuði. Lausafjárhlutfall á því að vera 1 eða hærri. Nánar er fjallað um lausafjárreglu og lausafjárstýringu í viðauka 3.

Mynd 11

Samanburður á fjármögnun banka á Norðurlöndum

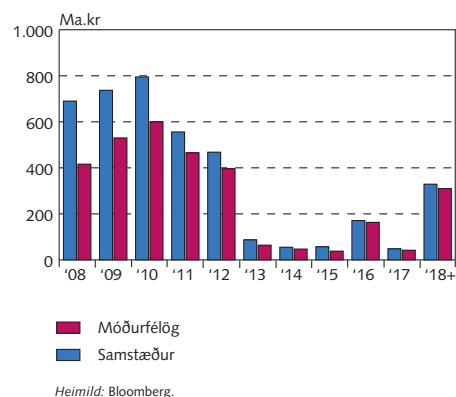
Skráð lántaka umreiknuð í íslenskar krónur með tilliti til heildareigna og meðalefistöðvatíma¹



1. Stærð kúlu táknar umfang markaðsfjármögnunar í ISK. Gengi og upphæðir m.v. 3. janúar 2008. Heimild: Bloomberg.

Mynd 12

Eftirstöðvatími markaðsfjármögnunar Árslok 2007

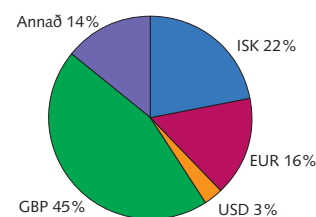


Heimild: Bloomberg.

Mynd 13

Gjaldmiðlasamsetning innlána 2007¹

Innlán til viðskiptavina

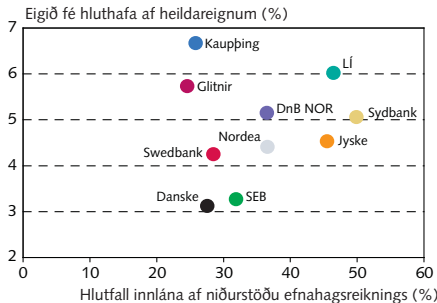


1. Samstæður stærstu viðskiptabanka. Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Samanburður á fjármögnun
banka á Norðurlöndum¹

Hlutfall innlána og eigin fjár af heildareignum

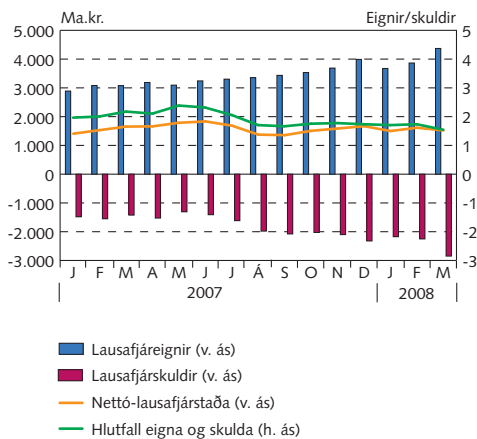


1. Skilgreining eigin fjár skv. Bloomberg.
Heimild: Bloomberg.

Mynd 15

Lausafjárstaða bindiskyldra fjármálafyrirtækja
janúar 2007 - mars 2008¹

0-3 mán.

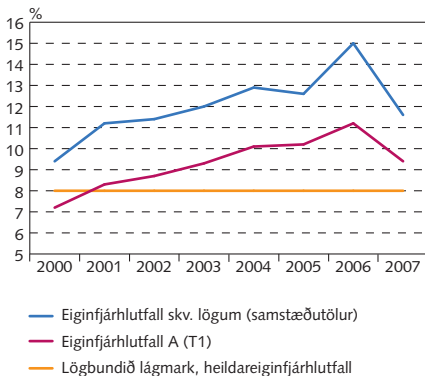


1. Samkvæmt reglum Seðlabankans um lausafjárlutfall.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

Eiginfjárlutföll 2000-2007¹

Eiginfjárgrunnur sem hlutfall af áhættugrunni



1. Samstæður stærstu viðskiptabanka.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

mánuði er enn nokkuð fyrir ofan tilskilið lágmark og var um 1,7 á síðari árhelmingi 2007. Áður hafði lausafjárlutfallið hækkað jafnt og þétt frá lokum árs 2005 og varð hæst 2,4 í maí 2007. Í árslok 2007 námu vegnar lausafjáreignir fjármálafyrirtækja umfram vegnar lausafjárskuldir næstu þrjá mánuði 1.669 ma.kr. sem er 26% hækkan milli ára. Þannig hækkuðu vegnar lausafjáreignir næstu þrjá mánuði um 39% síðastliðið ár og voru í lok ársins 3.991 ma.kr. en lausafjárskuldir jukust um 51% og voru 2.322 ma.kr. í lok ársins. Stærstu eignaliðir voru markaðsbréf og kröfur á erlendar lánastofnanir eins og árið áður. Markaðsbréf jukust um 51% milli ára en kröfur á erlendar lánastofnanir eru svo til jafnmiklar og fyrir ári og höfðu aukist um 2,1%. Stærsti vegni skuldaliður var skuldir við erlendar lánastofnanir og höfðu þær aukist um 98% milli ára. Eini liðurinn sem lækkaði milli ára var verðbréfaútgáfa á markaði og var um áramót 42% lægri upphæð á gjalddaga næstu þrjá mánuði en árið áður. Samanlögð lausafjárstaða fjármálafyrirtækja skv. reglum Seðlabankans er vel varin fyrir breytingum á gengi krónunnar en hrein lausafjáreign er að nánast öllu leyti í erlendum gjaldeyri. Lausafjárstaðan er ólík meðal fjármálafyrirtækja og gerir Seðlabankinn álagspróf á lausafjárstöðu stærstu viðskiptabanka og fylgist með helstu áhættuþáttum hvers banka um sig.

Innri lausafjárreglur bankanna

Auk þess að hlíta reglum Seðlabankans um laust fé marka bankarnir sér innri reglur um laust fé. Innri reglur bankanna eru að jafnaði þrengri en reglur Seðlabankans. Í flestum tilvikum miðast lágmark innri reglna við að nægt laust fé sé til staðar til að mæta skuldbindingum næstu 12 mánuði án aðgengis að mörkuðum. Jafnframt er frádrag eigna í sumum tilfellum meira en reglur Seðlabankans segja til um. Um áramót áttu allir bankarnir laust fé til að mæta skuldbindingum án markaðsaðgengis til næstu 12 mánaða.

Eiginfjárlutföll lækkuðu frá óvenju háum hlutföllum

Bókfært eigið fé stærstu viðskiptabanka nam 710 ma.kr. í lok árs 2007 sem er aukning um 80 ma.kr. frá fyrra ári eða 13%. Undanfarin misseri hafa víkjandi lán viðskiptabankanna aukist mikið. Ör stækkun efnahags hefur kallað á aukið eigið fé en víkjandi lán, að uppfylltum tilteknum skilyrðum, hafa ígildi eigin fjár við útreikning á eiginfjárlutfalli samkvæmt lögum. Í árslok 2007 námu víkjandi lán stærstu viðskiptabanka 481 ma.kr. sem er aukning um 66 ma.kr. frá fyrra ári eða 16%. Tæplega helmingur víkjandi lána í árslok 2007 féll undir eiginfjárlátt A við útreikninga á lögbundnu eiginfjárlutfalli.

Eiginfjárlutfall stærstu viðskiptabanka, skilgreint samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eiginfjárlutfall fjármálafyrirtækja, nam 11,6% í árslok 2007. Hlutfallið lækkaði frá fyrra ári en þá hafði það ekki verið hærra síðan reglur um eiginfjárlutfall voru settar árið 1992. Á liðnu ári hélt eiginfjárgrunnur ekki í við stækkun áhættugrunns. Hagnaður og aukning víkjandi lána juku eiginfjárgrunn en frádráttur vegna viðskiptavildar og eignarhluta í fjármálafyrirtækjum, neikvæður þýðingarmunur og arðgreiðslur lækkuðu eiginfjárgrunninn. Þrátt fyrir lækkan eiginfjárlutfalls bankanna er eiginfjárstaða þeirra viðunandi. Í árslok 2007 stóðust allir bankarnir álagspróf Fjármálaeftirlitsins en

eiginfjárlutföll þeirra lækkuðu á bilinu 0,6% til 1,2% miðað við gefið álag.³¹ Sterk eiginfjárstaða er mikilvæg forsenda fyrir stöðugleika fjármálakerfisins.

Stærstu sparisjóðir og ýmis lánaðafyrirtæki

Sparisjóðirnir eru smáir í samanburði við viðskiptabankana. Þannig nema eignir þeirra innan við tíu af hundraði af eignum stærstu viðskiptabankanna. Þrátt fyrir það gegna sparisjóðirnir mikilvægu hlutverki í samkeppni á innlendum markaði.

Gengishagnaður og vaxtamunur lækkuðu

Á síðastliðnu ári minnkaði arðsemi stærstu sparisjóða.³² Þannig nam samanlögð arðsemi þeirra um 18% borið saman við um 52% arðsemi árið 2006 sem var met. Minni hagnað sparisjóðanna mátti að verulegu leyti rekja til lækkunar gengishagnaðar og annarra tekna, þ.m.t. hlutdeildar þeirra í tapi hlutdeildarfélagi.³³ Undanfarin ár hefur vægi vaxtatekna hjá stærstu sparisjóðum minnkað og vaxtamunur lækkað. Helstu ástæður lækkunar vaxtamunar á síðustu árum eru aukin fasteignaveðlán og fjárbinding í markaðsverðbréfum. Á síðasta ári nam vaxtamunur 1,5% og er nú orðinn lægri en hjá viðskiptabönkunum. Minnkandi vægi vaxtatekna og lágur vaxtamunur hlýtur að vera sparisjóðunum áhyggjuefni því að reynslan hefur sýnt að aðrar rekstrartekjur, einkum gengishagnaður, eru sveiflukenndar. Þrátt fyrir að stöðutaka í verðbréfum geti verið hluti af fjárfestingarbankastarfsemi sparisjóðanna er óvarlegt að gera ráð fyrir að ávallt verði gengishagnaður. Ef gengishagnaður hefði verið enginn á síðastliðnu ári hefði arðsemi sparisjóðanna verið neikvæð.³⁴

Virðisrýrnun hækkaði

Virðisrýrnun útlána hjá stærstu sparisjóðum hækkaði frá fyrra ári. Árið 2007 nam virðisrýrnun útlána um 2,1 ma.kr. og virðisrýrnun í hlutfalli af hreinum vaxtatekjum nam 31% árið 2007 sem er nokkur hækkun frá fyrri árum. Virðisrýrnun útlána sparisjóðanna í hlutfalli af hreinum vaxtatekjum er nokkru hærri en hjá viðskiptabönkunum.

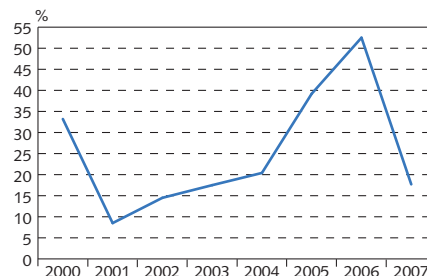
Veruleg útlánaaukning á síðastliðnu ári

Í árslok 2007 námu útlán stærstu sparisjóða til viðskiptamanna 377 ma.kr. og jukust um 37% frá fyrra ári. Um 98% útlána sparisjóðanna til viðskiptamanna eru til innlendra aðila.³⁵ Stærsti hluti útlána til innlendra aðila eru verðtryggð útlán, þ.m.t. fasteignaveðlán til

Mynd 17

Arðsemi eigin fjár 2000-2007¹

Hagnaður sem hlutfall af meðalstöðu eigin fjár að frágæmum hagnaði



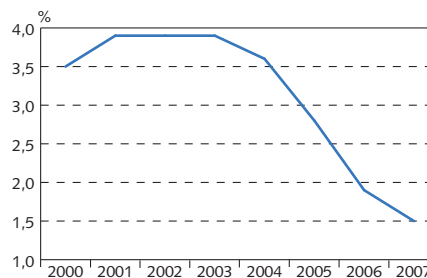
1. Samstæður stærstu sparisjóða.

Heimildir: Ársreikningar stærstu sparisjóða, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Vaxtamunur 2000-2007¹

Hreinar vaxtatekjur sem hlutfall af meðalstöðu efnahagsreiknings



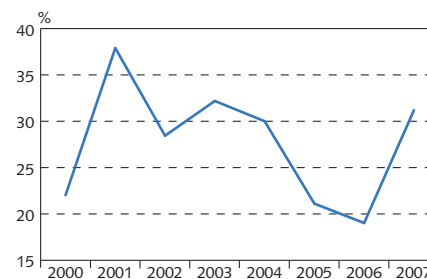
1. Samstæður stærstu sparisjóða.

Heimildir: Ársreikningar stærstu sparisjóða, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Virðisrýrnun útlána stærstu sparisjóða 2000-2007¹

Virðisrýrnun sem hlutfall af hreinum vaxtatekjum



1. Samstæður stærstu sparisjóða.

Heimildir: Ársreikningar stærstu sparisjóða, Seðlabanki Íslands.

31. Sjá nánar á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins www.fme.is.

32. Með stærstu sparisjóðum er átt við Sparisjóð Reykjavíkur og nágrennis, BYR-sparisjóð, Sparisjóðinn í Keflavík og Sparisjóð Mýrasýslu. Fjallað er um samanlagða stöðu samstæðna stærstu sparisjóða nema annað komi fram. Umfjöllun um samanlagða stöðu getur stangast á við stöðu einstakra sparisjóða. Þá kunna áhrif sameiningar sparisjóða að hafa áhrif við útreikning kennitalna og samanburð. Þannig var Sparisjóður Kópavogs reikningsskilalega sameinaður Byr í nóvember 2007 og rekstur sjóðsins frá 1. jan. til 31. okt. ekki innifalinn í ársreikningi Byr. Tekið hefur verið tillit til þessa í umfjöllun um rekstur og efnahag sparisjóðanna.

33. Sumir sparisjóðanna eiga hluti í Kistu fjárfestingarfélagi sem m.a. á eignir í Exista. Kista sýndi verulegt tap á sl. ári vegna lækkunar á gengi hlutabréfa í Exista.

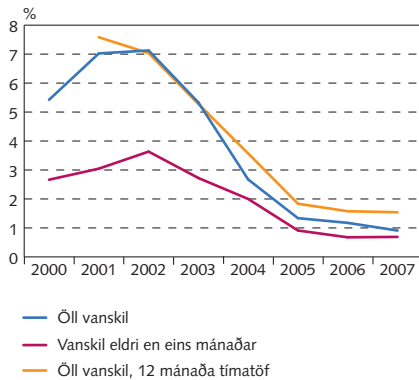
34. Miðað er við að aðrir tekju- og kostnaðarliðir séu óbreyttir. Um er að ræða einföldunarforsendur.

35. Móðurfélagstölur sparisjóðanna.

Mynd 20

Vanskil útlána viðskiptamanna 2000-2007¹

Vanskil sem hlutfall af útlánunum til viðskiptamanna

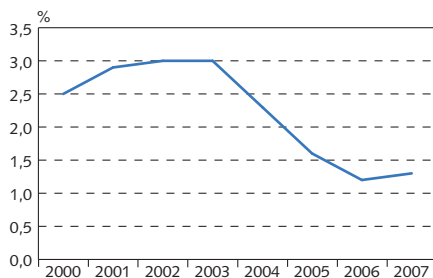


1. Móðurfélög stærstu sparisjóða.
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd 21

Staða afskriftareiknings 2000-2007¹

Afskriftareikningar sem hlutfall af lokastöðu útlána til viðskiptamanna

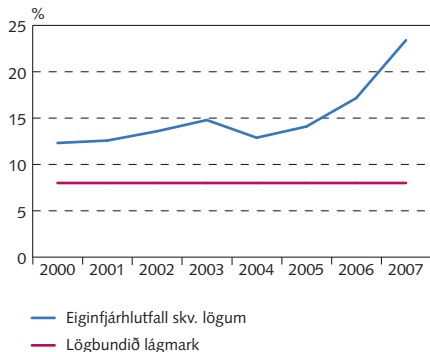


1. Samtæður stærstu sparisjóða.
Heimildir: Ársreikningar stærstu sparisjóða, Seðlabanki Íslands.

Mynd 22

Eiginfjárlutaföll 2000-2007¹

Eiginfjárgrunnur sem hlutfall af áhættugrunni



1. Samtæður stærstu sparisjóða.
Heimildir: Ársreikningar stærstu sparisjóða, Seðlabanki Íslands.

einstaklinga. Verði arðsemi fasteignaveðlana nægjanleg, hófs gætt við veðsetningu og fastvaxtaáhættu haldið í lágmarki ættu aukin fasteignaveðlán að styrkja stöðu sparisjóðanna því að reynslan hefur sýnt að vanskil og afskriftir slíkra lána eru lítil. Nokkur aukning varð á markaðsverðbréfaeign stærstu sparisjóða á síðastliðnu ári. Í árslok 2007 námu markaðsverðbréfaeign og eignarhlutir í félögum 97 ma.kr. og hækkuðu um 15 ma.kr. frá fyrra ári. Stærstur hluti markaðsverðbréfa eru innlend hlutabréf.³⁶ Þá áttu sparisjóðirnir umtalsverða hluti í hlutdeildarfélögum og tengdum félögum.³⁷

Vanskil áfram lítil

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu nam vanskilahlutfall útlána hjá viðskiptamönnum stærstu sparisjóða í árslok 2007 um 0,9%.³⁸ Vanskilahlutfall útlána hefur ekki verið lægra síðan byrjað var með reglulegum hætti að safna tölum um vanskil í árslok 2000. Vanskil viðskiptamanna stærstu sparisjóða eru þó hlutfallslega meiri en viðskiptamanna bankanna. Almenn lækun vanskilahlutfalls helst í hendur við hagstæð efnahagsleg skilyrði fyrirtækja og heimila. Samfara litlum vanskilum hefur afskriftareikningur útlána í hlutfalli af útlánunum dregist saman undanfarin ár. Á síðastliðnu ári hækkaði þó afskriftareikningur útlána í hlutfalli af útlánunum lítilla og nam 1,3%. Lítil vanskil eiga sinn þátt í lágru stöðu afskriftareiknings sem og aukin hlutdeild fasteignaveðlana en þeim fylgir minni tapsáhætta en almennum útlánunum. Þó ber á það að líta að mikil útlánaaukning síðustu misseri kann síðar að leiða til aukinna útlánatapa.

Innlán stærsti hluti fjármögnunar

Öfugt við viðskiptabankana fjármagna sparisjóðirnir sig að mestu leyti á innlendum fjármálamarkaði. Stærsti einstaki hluti fjármögnunar sparisjóðanna er innlán þótt vægi þeirra hafi heldur minnkað hin síðari ár. Í árslok 2007 námu heildarinnlán sparisjóðanna um 239 ma.kr. eða um 43 % af fjármögnun þeirra. Innlán frá viðskiptavinum jukust mikið á síðastliðnu ári eða um 43 %.

Eiginfjárstaða

Eiginfjárlutfall stærstu sparisjóða, skilgreint samkvæmt reglum Fjármálaeftirlitsins um eiginfjárlutfall fjármálafyrirtækja, nam 23,4% í árslok 2007. Eiginfjárstaða stærstu sparisjóða er ólík og þeir því mismunandi vel settir ef til álags kemur á eiginfjárstöðuna.

Ýmis lánaþyrftækni

Eignir ýmissa lánaþyrftækja, annarra en viðskiptabanka og sparisjóða, námu í árslok 2007 um 980 ma.kr.³⁹ Stærsti einstaki aðili í þessum hópi

36. Móðurfélagstöður sparisjóðanna.

37. Til hlutdeildarfélaganna teljast yfirleitt félög þar sem eignarhlutur er á bilinu 20%-50%. Til tengdra félaganna teljast yfirleitt félög þar sem eignarhlutur er á bilinu 0%-20%.

38. Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána. Afskriftareikningur útlána ekki frádreginn. Móðurfélagstöður.

39. Til ýmissa lánaþyrftækja teljast Íbúðalánasjóður, fjárfestingarbankar, eignarleigur, greiðslukortafyrirtæki og fjárfestingarlánasjóðir. Í ágúst 2007 fékk stærsti fjárfestingarbankinn, Straumur-Burðarás, starfsleyfi sem viðskiptabanki. Straumur-Burðarás var því ekki talinn til ýmissa lánaþyrftækja í árslok 2007.

lánaðafyrirtækja er Íbúðalánasjóður en eignir hans námu í árslok 2007 tæplega 2/3 af eignum ýmissa lánaðafyrirtækja. Útlán Íbúðalánasjóðs námu í árslok 2007 um 468 ma.kr. og jukust um 59 ma.kr. frá fyrra ári eða 14%. Þannig jukust útlán Íbúðalánasjóðs á síðastliðnu ári um sama hlutfall og íbúðalán innlánsstofnana. Stærstu lántakendur hjá Íbúðalánasjóði eru heimili með yfir 80% af útlánum sjóðsins. Ýmis lánaðafyrirtæki fjármagna sig að mestu með verðbréfaútgáfu og lántöku enda er þeim ekki heimilt að taka við innlánum. Í árslok 2007 nam verðbréfaútgáfa þeirra um 638 ma.kr. Íbúðalánasjóður var sem fyrr langstærsti útgefandi verðbréfa meðal ýmissa lánaðafyrirtækja. Verðbréfaútgáfa hans nam í árslok um 580 ma.kr. og þar af nam íbúðabréfaútgáfa um 512 ma.kr.

Viðauki 1

Útlánaáhætta og mat á viðnáms-
þrótti stærstu viðskiptabankanna

Útlánasöfn eru stærsti hluti eigna íslenskra banka. Af þeim sökum er mikilvægt að greina getu bankanna til að mæta mögulegu útlánatapi. Algennt er að útlánatapi sé skipt í tvennt, vænt og óvænt útlánatap (e. expected og unexpected loss). Vænt útlánatap er það tap sem bankar gera ráð fyrir og mæta með framlögum í afskriftareikning en óvæntu útlánatapi er hins vegar mætt með eigin fé.

Í *Fjármálastöðugleika* 2007 voru birtar niðurstöður rannsóknar þar sem vænt útlánatap stærstu viðskiptabankanna þriggja, þ.e. Kaupþings, Landsbankans og Glitnis var metið. Niðurstöður þá gáfu til kynna að sú fjárhæð sem þeir höfðu lagt til hliðar á afskriftareikning til að mæta væntu útlánatapi væri nægileg. Að þessu sinni var einnig lagt mat á óvænt útlánatap með einföldu eignasafnslíkani. Áætluð var eiginfjárbörf (e. economic capital) bankanna og viðnámsþróttur þeirra til að mæta útlánatapi var kannaður með álagsprófum.¹ Fyrir matið nú voru fengnar ítarlegri upplýsingar frá stærstu viðskiptaböndkunum um útlánasöfn þeirra á samstæðugrunni í árslok 2007. Niðurstöðurnar benda til þess að sú fjárhæð sem bankar hafa lagt til hliðar til að mæta væntu útlánatapi árið 2008 sé nægjanleg og að eigið fé þeirra dugi til að mæta óvæntu útlánatapi.

Tilgangur þessarar rannsóknar var að líkja eftir útlánaáhöttu bankanna og meta út frá henni viðnámsþrótt þeirra til að mæta útlánatapi og áföllum á útlánasafn. Niðurstaða mats byggð á tiltækum upplýsingum er ávallt háð óvissu. Bankar búa yfir viðtækari upplýsingum um einstök útlán sín og hafa því möguleika á að meta áhöttu útlánasafnsins í heild með mun nákvæmari hætti en hér var unnt.

Hér á eftir er fjallað um mat á útlánatapi og skýrt frá því hvernig dreifing útlánataps skiptist í vænt og óvænt útlánatap. Þá er gerð grein fyrir þeim álagsprófum sem framkvæmd voru og niðurstöður útreikninga kynntar.

Mat á útlánatapi

Útlánatap er það tap sem lánveitandi verður fyrir vegna gjaldfalls lántakanda. Reynst hefur erfitt að smíða heildstætt líkan af útlánaáhöttu þar sem oft á tíðum skortir gögn og óljóst er hvernig nálgá má dreifingu útlánataps. Það líkan sem hér er notað byggir á eignasafnskenningunni (e. portfolio theory) sem lítur til þriggja meginþátta við mat á útlánatapi. Í fyrsta lagi er samsetning útlánasafns viðkomandi banka skoðuð. Þær upplýsingar eru nýttar til að meta líkur á gjaldfalli lántakanda, vænta gjaldfallstíðni (e. expected default frequency), og hversu mikið lánveitandi fær greitt af útistandandi lánum ef til gjaldfalls kemur, endurheimtuhlutfall (e. recovery rate). Hér á eftir verður

1. Byggt var á rannsókn sænska seðlabankans á áhöttu í útlánasafni fjögurra stærstu banka þar í landi. Sjá nánar Sveriges Riksbank (2006), bls. 75-88.

fjallað um hvernig þessir þættir eru metnir og lýst stuttlega hvernig dreifing útlánataps er reiknuð.

Samsetning útlánasafns stærstu viðskiptabankanna

Samsetning útlánasafns er mikilvæg við mat á útlánatapi þar sem líkur á gjaldfalli eru mismiklar eftir því um hvaða land og atvinnugrein er að ræða. Í þessari rannsókn var útlánasafninu skipt eins og sést á mynd 1.

Útlán stærstu viðskiptabankanna jukust um u.þ.b. þriðjung frá árslokum 2006 til ársloka 2007 en hlutfallsleg skipting útlána eftir löndum breyttist tiltölulega lítið milli ára. Á mynd 2 má sjá að stór hluti útlána stærstu viðskiptabankanna er á Íslandi eða 41%, en 16% útlána eru til Bretlands og 14% til Danmerkur.² Dreifing útlánasafns stærstu viðskiptabankanna eftir atvinnugreinum var einnig svipuð nú og í lok árs 2006.³ Ef lítið er á samanlagt útlánasafn þeirra á Íslandi (mynd 3) eru útlán til eignarhaldsfélaga um fjórðungur af útlánasafninu en útlán til einstaklinga tæpur fjórðungur. Útlán bankanna til heimila jukust árið 2004 þegar þeir fóru að veita húsnæðislán, en þau eru um 60% útlána til einstaklinga.

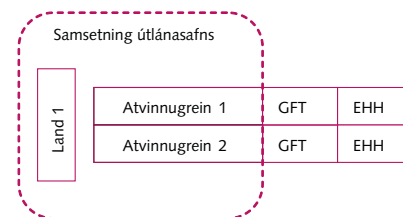
Hátt hlutfall útlána til eignarhaldsfélaga vekur athygli en útlán til þeirra hafa aukist hratt undanfarin ár.⁴ Erfitt er að meta undirliggjandi áhættu eignarhaldsfélaga út frá þeim gögnum sem fyrir liggja. Til dæmis er óljóst hvaða atvinnugreinum þau tengjast í raun og áhætta þeirra getur verið annars eðlis en rekstrarfélaga.⁵ Einnig er líklegt að hluti útlána til þeirra séu með veði í hlutabréfum. Falli hlutabréf hratt í verði gæti það sem endurheimtist ef gjaldfall verður á láni minnkað um leið. Þessir óvissuþættir benda til þess að þau gögn sem fyrir liggja um vanskil eignarhaldsfélaga og notuð eru við mat á útlánatapi endurspegli ekki endilega að fullu þá þróun sem gæti orðið ef aðstæður breytast.

Ólíklegt er að öll útlán innan sömu atvinnugreinar séu jafn áhættusöm. Til þess að taka tillit til þessa var útlánasafni bankanna skipt eftir gæðum útlána. Í *Fjármálastöðugleika* 2007 var útlánum bankanna skipt í þrjá gæðaflokka og gert ráð fyrir dreifingu útlánasafns þeirra þannig að 10% útlána væru í hæsta gæðaflokki, 80% í miðlungsflokki og 10% í áhættusamasta útlánaflokknum.

Að þessu sinni var fyrirtækjum innan hverrar atvinnugreinar skipt í fimm gæðaflokka.⁶ Gæðaflokkunum var skipt þannig að í fyrsta flokki voru 25% fyrirtækja með lægstu væntu gjaldfallstíðnina, í öðrum flokki voru næstu 25% og samsvarandi hluti í flokki þrjú. Í flokki fjögur voru næstu 15% og þau 10% fyrirtækjanna sem höfðu

Mynd 1

Meginþættir við mat á útlánatapi



GFT: Gjaldfallstíðni

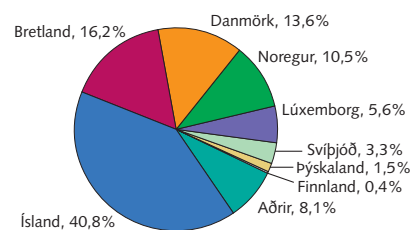
EHH: Endurheimtuhlutfall

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Skipting útlána eftir löndum 2007

Samstæður stærstu viðskiptabankanna

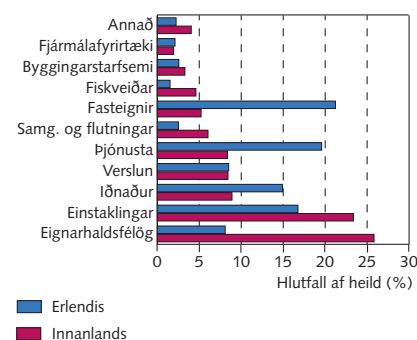


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Skipting útlána eftir atvinnugreinum 2007

Samstæður stærstu viðskiptabankanna



Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Útlánum bankanna var skipt eftir staðsetningu viðskiptavinar.

3. Í *Fjármálastöðugleika* 2007 kemur fram að 37,5% af útlánasafni stærstu viðskiptabankanna tilheyrir fyrirtækjum í þjónustu en hér er hlutfallið 8,4%. Ástæðan fyrir þessum mun er að í fyrra flokkuðust eignarhaldsfélög undir þjónustu en nú er þeim skipað í sérstakan flokk.

4. Aukning útlána til eignarhaldsfélaga undanfarin ár skýrist að hluta af því að nýskráningum eignarhaldsfélaga fjölgaði töluvert meira en nýskráningu í öðrum atvinnugreinum á liðnum árum. Eignarhaldsfélög voru um 21,5% af nýskráðum hluta- og einkahlutafélögum árið 2007 en 6,6% árið 2003. Hagstofa Íslands (2008).

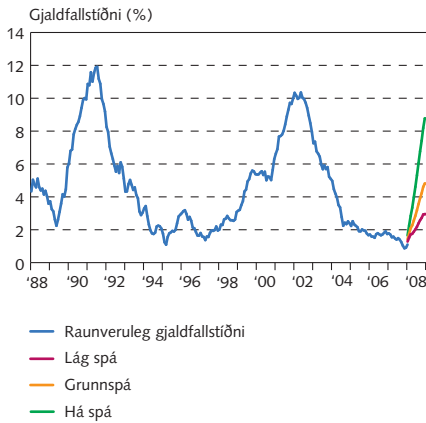
5. Fjallað er nánar um þetta í kafla um fjármálafyrirtæki. Eiginfjárstaða eignarhaldsfélaga getur breyst mun hraðar en rekstrarfélaga við erfið efnahagsskilyrði.

6. Byggt var á gagnagrunnum CreditInfo og KMV Moody's við mat á gæðaflokkum fyrir hverja atvinnugrein innan hvers lands.

Mynd 4

Spá Moody's um vænta gjaldfallstíðni

Fyrir fyrirtæki með lánshæfiseinkunn Baa1 og lægri



Heimild: Moody's.

hæstu væntu gjaldfallstíðnina í flokki 5. Til að taka mið af dreifingu útlánasafns bankanna eftir gæðum var aflað upplýsinga um grófa dreifingu útlánagæða bankanna eftir löndum og hlutfall lánasafns þeirra eftir gæðaflokkum metið út frá þeim upplýsingum.

Vænt gjaldfallstíðni

Vænt gjaldfallstíðni eru líkur á að gjaldfall verði hjá lántakanda. Upplýsingar um vænta gjaldfallstíðni voru fengnar frá fyrirtækjum sem sérhæfa sig í slíku mati, út frá ýmsum upplýsingum um fyrirtæki s.s. ársreikningum, stjórnendum og sögulegri þróun. Vænt gjaldfallstíðni á Íslandi fékkst frá CreditInfo en úr gagnagrunni Moody's KMV fyrir önnur lönd.⁷

Vanskil á Íslandi hafa verið mjög lítil undanfarin ár. Þó er viðbúið að vanskil eigi eftir að aukast vegna óhagstæðra efnahagsskilyrða og væri slíkt í samræmi við alþjóðlega þróun.⁸ Mat Moody's á raunverulegum vanskilum á heimsvísu í árslok 2007 var um 0,91% (sjá mynd 4), en fyrirtækið spáir að gjaldfallstíðni muni hækka snarlega í 4,6% í lok árs 2008.⁹

Endurheimtuhlutfall

Ef gjaldfall verður og ganga þarf að veði ætti útlánatap að vera lítið ef veð sem liggur að baki er gott. Einnig skiptir máli hvar bankinn er í forgangs röð vegna kröfu sem hann á vegna tapaðs útláns. Mat á útlánatapi byggist því einnig á því sem vænta má að endurheimtist af töpuðu útláni.

Upplýsingar um endurheimtuhlutfall fyrir útlánasöfn bankanna voru ekki fyrir hendi. Moody's birtir reglulega samantekt um endurheimtuhlutfall vegna útlána til fyrirtækja sem verða gjaldþrota. Helstu niðurstöður þeirra benda til að endurheimtuhlutfall fyrir útlán tryggð með veðum sé um 50% en endurheimtuhlutfall ótryggðra útlána um 24%-37%.¹⁰ Í Basel II reglunum er m.a. kveðið á um að endurheimtuhlutfall útlána fari eftir eðli tryggingar að baki útláni. Til að mynda er hámarksendurheimtuhlutfall ótryggðra útlána 55% en íbúðalána með veð í fasteign 90%.¹¹ Gert var ráð fyrir að endurheimtuhlutfall væri 55% fyrir önnur útlán en lán með veði í fasteign.

Dreifing útlánataps

Dreifing á útlánatapi banka gefur til kynna hversu mikil áhætta fylgir lánasafni.¹² Eins og áður hefur komið fram má skipta dreifingu á útlánatapi í vænt og óvænt útlánatap (sjá mynd 5). Vænt útlánatap er sú fjárhæð sem bankar gera ráð fyrir að geti tapast og verja sig með því að gjaldfæra afskriftir (liður I í töflu 1). Bankar mæta hugsanlegu

7. Í ár breytti CreditInfo skilgreiningu á gjaldfalli. Áður voru metnar líkur á að fyrirtæki yrðu gjaldþrota eða framkvæmt yrði árangurslaust fjárnám. Nú eru metnar líkur á að fyrirtæki lendi á vanskilaskrá og því er samræmd skilgreining á gjaldfalli á milli þeirra gagnaveita sem notaðar eru.

8. Fjallað er um þróun vanskila í kafla um fjármálafyrirtæki hér á undan.

9. Sjá Moody's Investors Service (2008), bls. 1.

10. Sjá Moody's Investors Service (2008), bls. 9.

11. Sjá International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, (2006) bls. 62-69.

12. Sú forsenda er gefin að dreifing útlánasafns líkist gammadreifingu, sjá mynd 5.

óvæntu útlánatapi, upp að ákveðnum öryggismörkum, með eigin fé og kallast það eiginfjárbörf (liður II í töflu 1). Óvænt tap umfram sett öryggismörk (liður III í töflu 1) er síðan metið með álagsprófum og stýrt með því að dreifa áhættu útlánasafnsins. Hafa verður í huga að útlánatap sem metið er í þessari rannsókn er miðað við niðurstöður heils árs. Bankar laga sig iðulega að breyttum aðstæðum og endurspeglar staða bankanna, svo sem fjármagn í afskriftarreikning í lok árs 2007 því ekki endilega stóðu þeirra yfir árið 2008.

Tafla 1 Vænt og óvænt útlánatap og viðnámsþróttur¹³

	Útlánatap	Viðnámsþróttur
I	Vænt útlánatap	Afskriftareikningur
II	Óvænt útlánatap að 99,9% öryggismörkum	Eigið fé og/eða afskriftareikningur
III	Óvænt útlánatap yfir 99,9% öryggismörkum	Mælt með hönnun sviðsmynda og stýrt með áhættudreifingu

I Vænt útlánatap

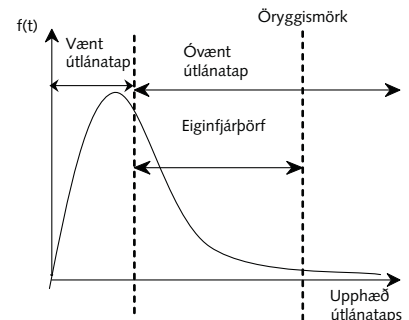
Vænt útlánatap stærstu viðskiptabankanna var metið út frá upplýsingum um útlánasafn þeirra í árslok 2007, vænta gjaldfallstíðni útlána og nálgun á væntu endurheimtuhlutfalli. Sjá má ítarlegri útskýringar á aðferð við mat á væntu útlánatapi í *Fjármálastöðugleika* 2007.¹⁴

II Óvænt útlánatap – eiginfjárbörf

Við mat á óvæntu útlánatapi var líkindadreifing (e. probability distribution) útlánataps viðskiptabankanna metin, þ.e. hvernig líkur á útlánatapi dreifast. Notast var við CreditRisk+ líkanið sem fyrirtækið Credit Suisse Financial Products þróaði.¹⁵ Einn af kostum CreditRisk+ líkansins er að tiltölulegar fáar breytur þarf til að reikna líkindadreifinguna sem er metin út frá samsetningu útlánasafnsins, væntri gjaldfallstíðni og væntu endurheimtuhlutfalli. Gert er ráð fyrir að líkur á gjaldfalli sé slembin breyta og tekur líkanið tillit til staðalfráviks gjaldfallstíðni.¹⁶

Óvænt útlánatap getur orðið allverulegt en líkurnar minnka eftir því sem útlánatap verður meira líkt og líkindadreifingin á mynd 5 gefur til kynna. Þar sem óvænt útlánatap getur orðið ýkja hátt tíðkast að reikna óvænt útlánatap að ákveðnum öryggismörkum. Útlánatap umfram vænt útlánatap að öryggismörkunum telst til eiginfjárþarfar banka. Eiginfjárbörf bankanna var reiknuð miðað við 99,9% öryggismörk í samræmi við innri matsaðferð Basel II-reglnanna. Samkvæmt þessari aðferð eru öryggismörkin nokkurs konar efri mörk á eiginfjár-

Mynd 5
Dreifing útlánataps



f(t): Þéttifall líkindadreifingarinnar

Heimild: Credit Suisse Financial Products.

13. CreditRisk+: A Credit Risk Management Framework (1997), bls. 25.

14. Vænt útlánatap (VU) er reiknað með eftirfarandi formúlu: $VU = NVS * GFT * (1 - EHH)$ þar sem NVS er nafnverð skulda, GFT er gjaldfallstíðni og EHH er endurheimtuhlutfall lána.

15. Hér er stuðst við útgáfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins af líkaninu. Greint er frá því í grein Avesani, R., Liu, K., Mirestean, A. og Salvati, J. (2006). Í þessari rannsókn var líkan 3 notað.

16. Staðalfrávik gjaldfallstíðni var metið út frá raungögnum um vanskil á Íslandi síðastliðin fimm ár og út frá væntri gjaldfallstíðni erlendis fyrir sama tímabil.

þörf bankana og litlar líkur á því að útlánatap verði umfram það. Í fræðilegum skilningi gæti það gerst einu sinni á þúsöld.

Margt bendir til þess að líkön sem þetta hafi vanmetið áhættu eins og þá sem skapast hefur á undanförunum mánuðum. Til dæmis getur samþjöppun í útlánasafni og stórar áhættuskuldbindingar haft mikil áhrif á hugsanlegt útlánatap og tekur CreditRisk+ líkanið ekki fyllilega tillit til þessa. Með skiptingu útlánasafnsins í fimm gæðaflokka nást hins vegar áhrif samþjöppunar að nokkru leyti. Þar sem líkanið nær ekki að endurspegla dreifingu útlánasafnsins að fullu er einnig tekið tillit til stórra fjárfestinga þar sem það gerir ráð fyrir að lán í tilteknum gæðaflokki innan atvinnugreinar gjaldfalli annaðhvort öll eða ekkert.¹⁷

III Óvænt útlánatap – álag á líkanið

Auk þess að meta eiginfjárbörf bankanna voru gerð álagspróf með því að breyta forsendum líkansins, í því skyni að kanna getu bankanna til takast á við snarlega breytt efnahagsskilyrði. Teiknaðar voru upp þrjár sviðsmyndir og áföll byggð á þeim (sjá töflu 2).

Tafla 2 Sviðsmynd af áföllum I-III

Sviðsmynd

Áfall I	Eignarhaldsfélög lenda í tíðari vanskilum, útlánagæði lækka um gæðaflokka, endurheimtuhlutfall lækkar meðal annars vegna niðursveiflu í hlutabréfaverði.
Áfall II	Samdráttur í innlendu efnahagslífi hefur í för með sér að gjaldföll aukast til muna og endurheimtuhlutfall lækkar.
Áfall III	Samdráttur í innlendu og erlendu efnahagslífi.

Æskilegt er að sviðsmynd af áfalli taki mið af þróun meginbreyta líkansins, þ.e. samsetningu útlánasafns, gjaldfallstíðni og endurheimtuhlutfalli, við óhagstæðari efnahagsskilyrði. Nokkuð hefur verið um rannsóknir á samspili þessara þátta og benda niðurstöður þeirra rannsókna m.a. til þess að þegar að kreppir aukist gjaldþrot samhliða lægra endurheimtuhlutfalli.¹⁸ Þau sögulegu gögn sem rannsóknirnar byggjast á eru þó jafnan gjaldfallstíðni og endurheimtuhlutfall á bandarískum skuldabréfamarkaði sem endurspegla líklega ekki íslenskar aðstæður.

Í áfalli I voru könnuð áhrif aukinnar útlánaáhættu vegna útlána til eignarhaldsfélaga. Eins og fram hefur komið hafa útlán til þeirra aukist til muna og undirliggjandi áhætta tengd þeim er óljós. Hluti þessara útlána er tryggður með veði í hlutabréfum og því líklegt að endurheimtuhlutfall lækki samhliða verðlækkun hlutabréfa. Gert var ráð fyrir að gjaldfall aukist hjá eignarhaldsfélögum samhliða lægra endurheimtuhlutfalli.

17. Þegar CreditRisk+ líkanið er notað við mat á líkindadreifingu útlánataps er gert ráð fyrir að vænt gjaldfallstíðni sé slembibreyta sem verður fyrir áhrifum af gammadreifðum kerfisbundnum áhættuþáttum. Í þessari rannsókn er gjaldfall lántaka Poisson-dreift og tekur gildið 0 eða 1. Fylgni milli væntrar gjaldfallstíðni tveggja lántaka myndast einungis vegna þess að vænt gjaldfallstíðni þeirra er háð væntri gjaldfallstíðni áhættuþáttanna. Sjá CreditRisk+ (1997), bls. 33-50, og Avesani ofl. (2006), bls. 5-13.

18. Sjá til dæmis yfirlit Allen og Saunders (2004) og Altman (2006).

Viðnámsþróttur bankanna til að takast á við versnandi efnahags-skilyrði á Íslandi var kannaður í áfalli II. Þá var gert ráð fyrir tíðari gjaldföllum og lægra endurheimtuhlutfalli. Látið var reyna á útlánasafn bankanna hér á landi sem og erlendis í áfalli III, á sambærilegan hátt og í áfalli II.

Niðurstöður

Í þessum lokakafla er fjallað um niðurstöður mats á væntu útlánatapi og eiginfjárbörf stærstu viðskiptabankanna. Þá er gerð næmnigreining á endurheimtuhlutfalli og að lokum kannaður viðnámsþróttur bankanna gagnvart væntu útlánatapi og eiginfjárbörf.¹⁹

I Vænt tap

Líkt og að framan greinir gera bankarnir ráð fyrir væntu útlánatapi og mæta því með afskriftareikningi. Fjárhæð í afskriftareikningum bankanna nam um 0,8% af heildarútlánum þeirra til viðskiptavina í lok árs 2007. Samkvæmt útreikningum var vænt útlánatap 0,8% af heildarútlánum stærstu viðskiptabankanna og því hrekkur fjármagn á afskriftareikningi stærstu viðskiptabankanna til að mæta væntu útlánatapi.

Þar sem töluverð óvissa var við mat á endurheimtuhlutfalli var gerð næmnigreining til að kanna áhrif breytinga hlutfallsins á útreikninga. Mynd 6 sýnir vænt útlánatap stærstu viðskiptabankanna miðað við mismunandi endurheimtuhlutfall. Ef endurheimtuhlutfall lækkar um 10 prósentustig hækkar vænt útlánatap um 0,2 prósentustig. Endurheimtuhlutfall útlána er því þýðingarmikið við mat á útlánatapi.

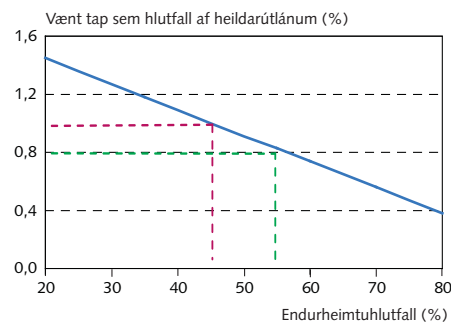
II Óvænt útlánatap – eiginfjárbörf

Verði útlánatap umfram það sem banki hefur ráðgert að mæta með afskriftareikningi, er því mætt með eigin fé. Samkvæmt Basel II-reglunum er eiginfjárgrunni viðskiptabankanna ætlað að vera að lágmarki 8% af áhættugrunni sem samanstendur af útlánaáhættu, markaðsáhættu og rekstraráhættu. Samanlagt eiginfjárlutfall stærstu viðskiptabankanna var tæplega 12% í árslok 2007 en gert er ráð fyrir að 85% af áhættugrunni stærstu viðskiptabankanna heyri til útlána-áhættu. Óvænt útlánatap að 99,9% öryggismörkum og eiginfjárbörf var mælt sem hlutfall af áhættugrunni bankanna.

Niðurstöður gáfu til kynna að samanlagt óvænt útlánatap stærstu viðskiptabankanna væri 6,8% af áhættugrunni. Að frátalinni þeirri fjárhæð sem bankarnir gera ráð fyrir í afskriftareikningi var eiginfjárbörf þeirra sem hlutfall af áhættugrunni 6% (mynd 7). Af þessu má álykta að eigið fé bankanna sé nægilega hátt til að mæta eiginfjárbörf. Þrátt fyrir að bankarnir geti mætt eiginfjárbörf með eigin fé, er viðbúið að þeir þurfi að auka eigið fé sitt í kjölfarið eftir því sem tapið verður meira til að geta mætt lágmarks kröfum um eiginfjárlutfall.

Mynd 6

Vænt tap - næmnigreining á endurheimtuhlutfalli

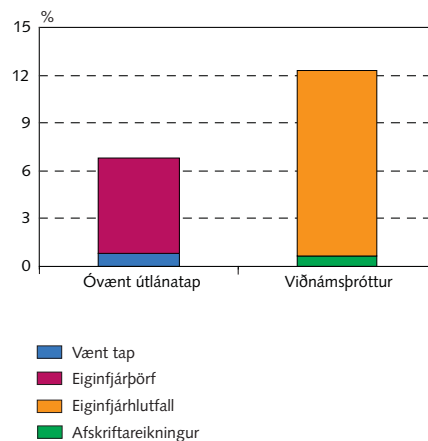


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Útlánatap og viðnámsþróttur

Reiknað vænt útlánatap og eiginfjárbörf borið saman við afskriftareikning og eiginfjárlutfall (Grunnsviðsmynd)

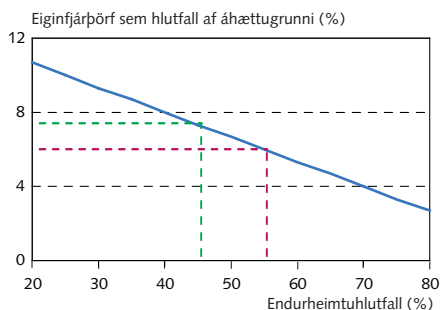


Heimild: Seðlabanki Íslands.

19. Gert var ráð fyrir 55% endurheimtuhlutfalli fyrir safnið í heild og 90% endurheimtuhlutfalli fyrir lán einstaklinga með veð í fasteign nema að annað sé tekið fram. Sjá umfjöllun um endurheimtuhlutfall hér að framan.

Mynd 8

Eiginfjárförð - næmnigreining
á endurheimtuhlutfalli



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Einnig var gerð næmnigreining á endurheimtuhlutfalli fyrir eiginfjárförð. Mynd 8 sýnir eiginfjárförð stærstu viðskiptabankanna fyrir mismunandi endurheimtuhlutfall. Eins og að framan er rakið er eiginfjárförð bankanna vegna útlánaáættu 6% við 55% endurheimtuhlutfall. Lækkaði endurheimtuhlutfall viðskiptabankanna hins vegar um 10 prósentustig yrði eiginfjárförð þeirra vegna útlánaáættu tæp 7,3% og er eigið fé bankanna nægilegt til að mæta því.

III Óvænt útlánatap - álag á líkanið

Til þess að kanna viðnámsþrótt bankanna enn frekar var vænt útlánatap og eiginfjárförð metið fyrir þau áföll sem tilgreind eru í töflu 2 hér að framan. Í áfalli I var gert ráð fyrir að gjaldfallstíðni eignarhaldsfélaga á Íslandi hækkaði verulega, þ.e. gert var ráð fyrir að öll eignarhaldsfélög tilheyrðu gæðaflokkum með hæstu gjaldfallstíðnina (4 og 5) samhliða því að endurheimtuhlutfall vegna lána til þeirra lækkaði um 20 prósentustig. Vænt útlánatap hækkaði frá grunnsviðsmynd um 0,2 prósentustig og eiginfjárförðin um 2,4 prósentustig. Því virðist sem bankarnir geti mætt auknu álagi á eignarhaldsfélögin með eigin fé en auka þarf fjármagn í afskriftareikning til að mæta áfalli sem þessu.

Í áfalli II var gert ráð fyrir að erfiðara væri að endurheimta lán á Íslandi og endurheimtuhlutfallið lækkaði um 20 prósentustig.²⁰ Einnig var gert ráð fyrir tíðari vanskilum og var gjaldfallstíðni hækkuð um helming í öllum gæðaflokkum.²¹ Við það hækkaði vænt útlánatap stærstu viðskiptabankanna um 0,5 prósentustig. Ljóst er að fjármagn í afskriftareikningi bankanna er ekki nægjanlegt við öfgafullar breytingar sem þessar. Eiginfjárförð bankanna sem hlutfall af áhættugrunni hækkaði um 3,3 prósentustig og hafa bankarnir nægt eigið fé til að mæta áfalli sem þessu.

Í áfalli III var gert ráð fyrir sömu breytingum á forsendum og í áfalli II en áfallið látið ná til útlánasafnsins bæði á Íslandi og erlendis. Vænt útlánatap bankanna hækkaði um eitt prósentustig en eiginfjárförð sem hlutfall af áhættugrunni hækkaði um 3,5 prósentustig. Eiginfjárförð bankanna virðist því nægilega hátt til að mæta áfalli II of III en við slíkar aðstæður þyrfti að auka við eigið fé þeirra í kjölfarið, til þess að þeir haldi lögbundnu eiginfjárförðum.

Niðurlag

Helstu niðurstöður af notkun einfalds eignasafnslíkans benda til þess að bankarnir séu ágætlega í stakk búnir til að takast á við aukin vanskil á komandi ári. Samkvæmt matinu hefur framlag í afskriftareikning verið nægilega mikið til að mæta væntu tapi. Einnig má álykta að eiginfjárstaða bankanna sé nógu sterk til þess að mæta auknu útlánatapi þegar álag er sett á líkanið en að þeir þyrftu að auka eigið fé sitt í kjölfarið.

20. Hér er stuðst við Frye (2000), þar er tekið fram að við verulega óhagstæð efnahagskilyrði geti endurheimtuhlutfallið lækkað um allt að 20-25 prósentustig.

21. Höfð var til hliðsjónar spá Moody's um þróun gjaldfallstíðni á heimsvísu sbr. mynd 4 hér að framan. Við gerð áfalla voru hér sett stífari skilyrði en til dæmis í þeirri rannsókn sænska seðlabankans sem hér er að hluta til stuðst við. Þar er gert ráð fyrir að 5% í gæðaflokki 1 fari í neðsta gæðaflokk í sviðmynd 1 og að endurheimtuhlutfallið lækki um 10% í sviðsmynd 2 sjá nánar, Sveriges Riksbank (2006), bls 75-88.

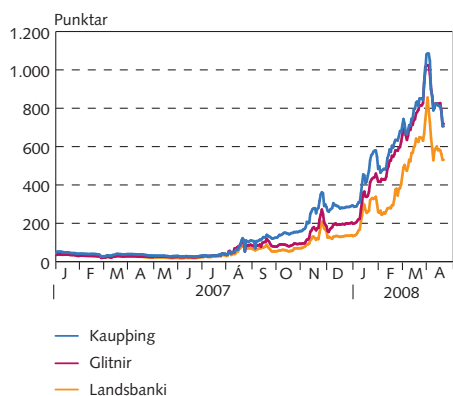
Heimildir

- Allen, Linda og Anthony Saunders, (2004). „Incorporating Systemic Influences Into Measurements: A Survey of the Literature“, *Journal of Financial Services Research* 26 (2), 161-192.
- Altman, Edward I., (2006). „Default Recovery Rates and LGD in Credit Risk Modeling and Practice: An updated Review of the Literature and Empirical Evidence“, Working paper. Vefslóð: <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/>.
- Avesani, R., Liu, K., Mirestean, A. og Salvati, J., (2006). „Review and Implementation of Credit Risk Models of the Financial Sector Assessment Program“, *IMF Working paper* No. 134.
- Basel Committee on Banking Supervision, (2006). „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards“, Bank for International Settlement, júní 2006.
- Credit Suisse, (1997). „CreditRisk+: A Credit Risk Management Framework“, London: Credit Suisse Financial Products.
- Frye, John, (2000). „Collateral Damage Detected“, Federal Reserve Bank of Chicago *Emerging Issue Series*, Október, 1-14.
- Hagstofa Íslands, (2008). „Nýskráningar hlutafélaga og einkahlutafélaga 2003-2007“, Hagtiðindi: Fyrirtæki og umsvif 2008/1.
- Moody's Investors Service, (2008). „Moody's, Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2007.“
- Sorge, Marco, (2004). „Stress-testing Financial Systems: an Overview of Current Methodologies“, *BIS Working Papers* No. 165.
- Sveriges Riksbank, (2006). „Using external information to measure credit risk“, *Financial Stability Report* 2006:1, 75-88.

Mynd 1

Skuldatryggingarálag á fimm ára
forangsútgáfu

Janúar 2007 - apríl 2008



Heimild: Bloomberg.

Viðauki 2

Skuldatryggingar og verðlagning
þeirra

Skuldatryggingarálag íslensku viðskiptabankanna þriggja hefur verið mikið rætt síðustu misseri, einkum tenging þess við verðlagningu á nýjum skuldabréfaútgáfum og líkur á gjaldþroti. Álagið margfaldaðist frá upphafi lausafjárþrenginga á alþjóðlegum lánamörkuðum til loka mars í ár og „Íslandsálag“ er orðið vel þekkt. Hér er leitast við að varpa ljósi á þá þætti sem gætu haft áhrif á skuldatryggingarálag íslensku bankanna.

Hvað er skuldatrygging?

Skuldatrygging (e. credit default swap – CDS) er tvíhliða samningur þar sem kaupandi tryggingarinnar greiðir seljanda hennar fasta þóknun, svokallað skuldatryggingarálag (e. CDS-spread), yfir ákveðið tímabil. Tilgangur kaupanda samningsins er í hefðbundnum skilningi að tryggja eign sína í undirliggjandi skuldabréfaútgáfu þriðja aðila, en útgefandi skuldabréfs tengist í fæstum tilvikum skuldatryggingarsamningi. Við samningsbundinn lánaatburð, sem jafnan er tengdur einhvers konar vanskilum, þarf seljandi að greiða kaupanda fyrirfram skilgreinda fjárhæð. Dæmi um lánaatburði má sjá í töflu 1. Ef engir slíkir atburðir eiga sér stað á gildistíma samningsins mun kaupandinn einfaldlega greiða álagið til samningsloka. Annars þarf seljandi að greiða kaupanda nafnverð undirliggjandi bréfs sem samningurinn vísar til.

Tafla 1 Helstu lánaatburðir skv. skilgreiningu ISDA

- Gjaldþrot
- Gjaldfall á einhverri útgáfu fjármálafyrirtækis
- Endurfjármögnunarferli m.a. vegna
 - breytingar uppgjörsmýntar
 - sameiningar
 - yfirtöku
- Greiðslustöðvun
- Hröðun greiðslna

Heimild: International Swaps and Derivatives Association.

Einnig má nota skuldatryggingu til að taka skortkaupstöðu (e. short call) í ákveðnum útgefanda, þ.e. í stað þess að kaupa skuldabréf útgefanda er hægt að ná fram svipaðri stöðu með því að selja skuldatryggingu á viðkomandi útgefanda. Almennst hefur verið talið að skuldatryggingarálagið væri góð nálgun á kjör undirliggjandi bréfa og því hægt að nota skuldatryggingar til að líkja eftir greiðsluflæði bréfa. Þó er mikilvægur munur á þessu tvennu. Ekki þarf að leggja fram fjármagn í upphafi skuldatryggingar og þannig er hægt að taka vogaða stöðu. Einnig má nota útgáfu sem viðmið þótt líftími sé ekki sá sami. Skuldatryggingar gefa einnig möguleika á að taka skortsölustöðu (e. short put) í ákveðnum skuldara, þ.e. kaupa skuldatryggingu án þess

að eiga undirliggjandi bréf og þannig hagnast um nafnvirði bréfsins ef kemur að lánaatburði.¹

Skuldatryggingar voru upphaflega markaðssettar til að gefa fjárfestum færi á að minnka eiginfjárförf vegna áhættu á greiðslufalli útgefanda skuldabréfs með því að tryggja fjárfestingu sína. Í upphafi var gert ráð fyrir að undirliggjandi bréf yrðu afhent við lánaatburð. Við lok tíunda áratugarins féllu eftirlitsaðilar frá þeirri kröfu vegna ofvogunar (e. overleveraging) á skuldabréfaútgáfum á þeim tíma. Bein tengsl skuldatryggingar og skuldabréfaútgáfu voru þannig rofin. Skuldatryggingar þurfa ekki að vera beintengdar gjaldfalli á stökum bréfum, heldur geta þær verið tengdar lánaatburðum hjá undirliggjandi útgefanda eingöngu.

Hverjir eru helstu áhrifaþættir skuldatryggingarálags?

Verðlagning skuldatrygginga er mjög svipuð verðlagningu skiptasamnings að viðbættum tveimur veigamiklum þáttum, gjaldfallslíkum og endurheimtuhlutfalli.² Við fræðilegan útreikning skuldatryggingarálags hefur breyting þessara þátta mikil áhrif en í reynd eru áhrif þeirra mjög takmörkuð. Ástæða þess er að gjaldfallslíkur og endurheimtuhlutfall er einungis hægt að meta með mikilli tímatöf, en skuldatryggingarálag breytist á hinn bóginn daglega eða jafnvel innan dags. Skuldatryggingarálag á markaði gerir því oftast ráð fyrir að endurheimtuhlutfall sé fast. Gjaldfallslíkur eru svo afleidd stærð af álaginu sjálfu.

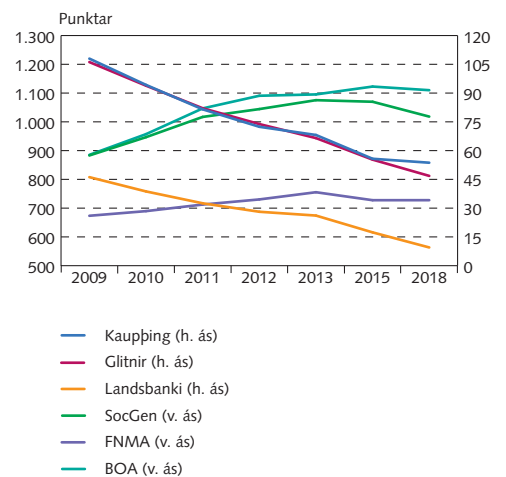
Við eðlilegar markaðsaðstæður má gera ráð fyrir að ferill skuldatryggingarálags vísir upp á við þar sem útgefendur skuldatrygginga krefjast hærri þóknunar fyrir tryggingu til lengri tíma. Afleiddar gjaldfallslíkur aukast þá samkvæmt álaginu. Þó getur komið fyrir að ferill skuldatryggingarálags sé andhverfur (e. inverted) og má af slíkum ferlum draga þá ályktun að markaðsaðilar telji gjaldfallslíkur meiri til skamms tíma og krefjast því hærri þóknunar fyrir skammtímaskuldatryggingar. Þó verður að hafa hugfast hvers vegna fjárfest er í skuldatryggingum til mislangs tíma. Fjárfestar til skamms tíma eru annars vegar þeir sem eiga skuldabréfaútgáfur bankanna og vilja ekki selja bréfin úr safni sínu eða geta ekki selt þau á viðunandi kjörum vegna markaðsaðstæðna. Einnig eru skammtímafjárfestar að loka tilbúnum stöðum sínum í flóknum skuldabréfaafleiðum. Þeirra á meðal eru sér-tækir fjárfestingarsjóðir (e. special purpose vehicles – SPV) sem eru að vinda ofan af tilbúnum ófjármögnum skuldatryggðum skuldabréfavafningum (e. synthetic unfunded collateralized debt obligations) eða sambærilegum skuldabréfaafleiðum.³

Til lengri tíma má hins vegar gera ráð fyrir spákaupmönnum, vogunarsjóðum og fleirum sem vilja eiga viðskipti á dýpri markaði eins og fimm ára skuldatryggingarmarkaðurinn er. Þetta sést á mynd 2 sem sýnir skuldatryggingarálag ýmissa fjármálafyrirtækja frá einu ári til tíu ára. Hnykkur á öllum ferlum í júní 2013, þ.e. á fimm ára samningum, gefur til kynna að þar sé um annars konar stöðutöku en á öðrum tíma-

Mynd 2

Skuldatryggingarferlar fjármálafyrirtækja

31. mars 2008



Heimild: Bloomberg.

1. Sjá einnig umfjöllun í rammagrein 2 í *Fjármálastöðugleika* 2006 bls. 26.

2. Sjá umfjöllun um gjaldfallstiðni og endurheimtuhlutfall í viðauka 1.

3. Nánari umfjöllun um skuldatryggð skuldabréfavafninga má m.a. finna í fjármálastöðugleikaskýrslum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Alþjóðagreiðslubankans frá árinu 2005.

bilum. Skuldatryggingarálagsferill íslensku bankanna er andhverfur og endurspeglar umræðu um aukna fjármögnunar- og lausafjárahættu íslensku bankanna til skamms tíma. Ferlar FNMA (e. Federal National Mortgage Association), Bank of America og Société Générale eru hér sýndir til viðmiðunar þar sem líkur á lánaatburði aukast með tíma.

Verðlagning skuldatrygginga ræðst því ekki eingöngu af undirliggjandi áhættuþáttum heldur einnig dýpt markaðar og ástæðum viðskipta.

Fylgni skuldatryggingarálags og lánsþæfismats

Skuldatryggingarálag er eins konar mælikvarði á áhættu. Seljendur krefjast t.d. hærri álags ef þeir meta útgefanda undirliggjandi skuldaþréfs áhættusaman. Munur á skuldatryggingarálagi útgefenda ræðst því af mati markaðsaðila á rekstri og áhættu hans. Annar mælikvarði á áhættumat markaðsaðila er lánsþæfismat og lánsþæfiseinkunn, en gjaldfallslíkur og endurheimtuhlutfall eiga þar einnig stóran þátt. Því má gera ráð fyrir að sterk tengsl séu á milli skuldatryggingarálags og lánsþæfiseinkunnar við eðlilegar markaðsaðstæður.⁴ Þó er grundvallarmunur á þessum tveimur áhættumatsþáttum og það er tíðni þeirra. Lánsþæfiseinkunn er endurmetin á nokkurra mánaða fresti og jafnvel sjaldnar en skuldatryggingarálag breytist daglega. Því má álykta að skuldatryggingarálag sé eins konar nústaða áhættumats markaðsaðila sem gefi vísbendingar um breytingu á lánsþæfiseinkunn að nokkrum tíma liðnum. Breyting á lánsþæfiseinkunnum staðfestir svo jafnan áhættumat og skuldatryggingarálag.

Viðskipti með skuldatryggingar fara einnig fram á skuldabréfaútgáfur ýmissa landa. Staða álagsins ætti að endurspeglar undirliggjandi áhættuþætti þess lands, sem aftur ætti að endurspeglar í lánsþæfiseinkun þess. Áhættuþættir eru m.a. efnahagslegt ástand, pólitískur stöðugleiki og framleiðni. Þar sem þessir þættir eru einnig undirliggjandi áhættuþættir í rekstri fyrirtækja í landinu ætti að vera jákvæð fylgni milli skuldatryggingarálags lands og fyrirtækja, sérstaklega hjá smáum þjóðum.

Skuldatryggingarálag m.t.t. lánsþæfismats ætti því að gefa nokkuð rétta mynd af áhættumati markaðsaðila á rekstri fyrirtækis, miðað við samanburðarhóp. Þessar stærðir ættu að fylgjast að þrátt fyrir einhverja tímatöf. Ef um útgildi er að ræða er hægt að meta hvort hægt sé að hagnast á viðskiptum með viðkomandi fyrirtæki, þ.e.a.s. verðlagning skuldatrygginga er röng af einhverjum sökum eða hvort breyting á lánsþæfiseinkunn sé á næsta leiti.

Þróun skuldatryggingarálags íslensku bankanna

Áhugi fjárfesta á viðskiptum með skuldatryggingar íslensku bankanna vaknaði eftir stór skuldabréfaútböð árin 2004 og 2005. Stuttu síðar, eða á fyrsta ársfjórðungi 2006, glímdi íslenska fjármálakerfið við ímyndarvanda í kjölfar neikvæðrar umfjöllunar og breytinga á lánsþæfishorfum. Skuldatryggingarálag íslensku bankanna reis hratt og gaf þannig til kynna að íslensku bankarnir væru mjög áhættusamir,

4. Þ.e.a.s. fyrirtæki með sömu lánsþæfiseinkunn ættu að hafa svipað skuldatryggingarálag á sambærilegar útgáfur að viðbættu sérstöku álagi vegna undirstöðuatriða í rekstri.

vel umfram sambærileg fjármálafyrirtæki. Sú áhætta var m.a. rakin til smæðar bankanna og hagkerfisins, hraðrar stækkunar og samsetningar efnahagsreiknings þeirra. Ímyndaráfallið stóð stutt og endurspeglaðist eingöngu í breytingum á skuldatryggingarálagi en ekki lækkuðum lánsþæfiseinkunnum. Þetta áhættumat markaðsaðila sést mjög vel á mynd 3 sem sýnir skuldatryggingarálag m.t.t. lánsþæfiseinkunnar við lok fyrsta fjórðungs ársins 2006. Viðbótarálag, svonefnt „Íslandsálag“ var á bilinu 40-60 punktar og endurspegladið jafnan í kjörum íslensku bankanna við nýjar skuldabréfaútgáfur. Álag annarra fjármálafyrirtækja var gjarnan 10-20 punktar.

Nú, tveimur árum síðar, hefur mikið vatn runnið til sjávar. Skuldatryggingarálag fjármálafyrirtækja hélst svipað og á mynd 3 fram í júní á síðasta ári, en við upphaf undirmálslána- og lausafjávanda hækkandi álagið á heimsvísu. Hækkunina má rekja til hækkunar á verðlagningu áhættu tengdrar fjármálafyrirtækjum vegna afskrifta þeirra á undirmálsþúsnaðislánum og skuldabréfaafleiðum þeim tengdum, svo að ekki sé minnst á lausafjárskort og flóttu í öruggari fjárfestingu. Slíkar aðstæður eru mjög neikvæður áhrifavaldur í rekstri fjármálafyrirtækja og hafa þeim fylgt lækkanir á lánsþæfiseinkun. Íslensku bankarnir eru þar engin undantekning. Eftir sleitulausa hækkunarhrinu komst skuldatryggingarálag hæst í um þúsund punkta sem jafngildi hækkun úr sexföldu í áttfalt meðaltal samanburðarhópsins. Hámarki var náð í lok mars og má sjá hlutfall skuldatryggingarálags við lánsþæfiseinkunn á mynd 4. Hækkun álags íslensku bankanna var mun meiri en samanburðarhóps án þess að afkoma þeirra hafi verið áberandi verri eða þeir hafi sýnt fram á áhættu tengda undirmálslánum eða flóknunum skuldabréfavafningum. Lánsþæfiseinkunnir íslensku bankanna skv. Fitch hafa ekki tekið breytingum á tímabilinu, en Moody's og Standard & Poors hafa lækkað einkunnir á bilinu um eitt til tvö þrep. Á mynd 4 má sjá að flest samanburðarfyrirtækin eru með sambærilegt skuldatryggingarálag m.v. lánsþæfiseinkun. Íslensku bankarnir eru enn útgildi en „Íslandsálagið“ á þessum tíma er mun hærra, jafnvel eftir lækkun á lánsþæfiseinkunnum. Til samanburðar má sjá að fyrirtæki með lánsþæfiseinkunnina BBB hefur lægra álag en nokkur íslensku bankanna. Ef fylgni skuldatryggingarálags og lánsþæfiseinkunnar stenst var þarna högnunartækifæri í sölu á skuldatryggingum íslensku bankanna eða væntanlegar miklar breytingar í undirliggjandi áhættuþáttum og enn frekari lækkunum á lánsþæfiseinkunnum.

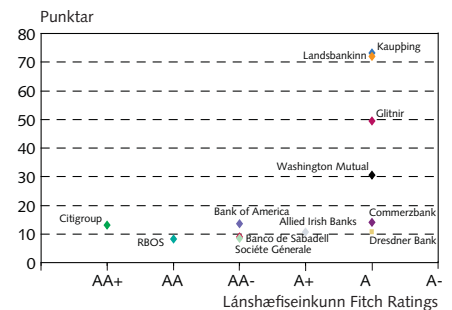
Þessar breytingar skuldatryggingarálags og lánsþæfiseinkunnar endurspeglar m.a. hækkandi gjaldfallslíkur, erfiðari aðstæður á erlendum lánsfjármörkuðum og efnahagsástand á Íslandi upp að vissu marki en útskýra ekki eins mikla og snarpa hækkun og raun bar vitni á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Hluta skýringa á hækkuninni verður því að rekja til tæknilegra vandkvæða á skuldatryggingamarkaði.

Hverjar eru tæknilegar ástæður hækkunar skuldatryggingarálags?

Ástæður mismunar skuldatryggingarálags íslenskra og erlendra fjármálafyrirtækja geta verið af tvennum toga. Annars vegar eru breytingar á undirliggjandi áhættuþáttum í rekstri útgefanda skuldabréfs sem auka líkur á lánaatburði sem aftur hækkar gjaldfallslíkur og/eða lækkar vænt endurheimtuhlutfall. Hins vegar eru tæknilegir þættir á skulda-

Mynd 3

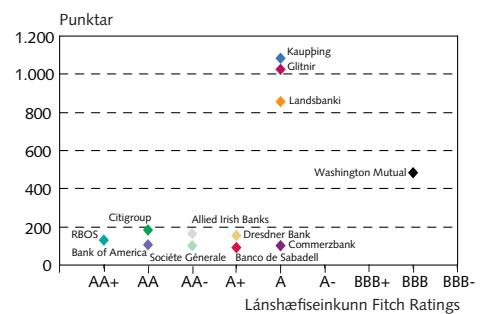
Skuldatryggingar í hlutfalli við lánsþæfismat
31. mars 2006



Heimild: Bloomberg.

Mynd 4

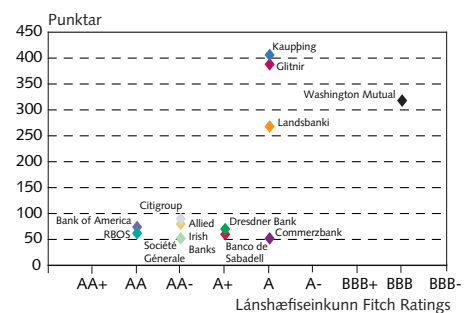
Skuldatryggingar í hlutfalli við lánsþæfismat
31. mars 2008



Heimild: Bloomberg.

Mynd 5

Skuldatryggingar í hlutfalli við lánsþæfismat
6. maí 2008

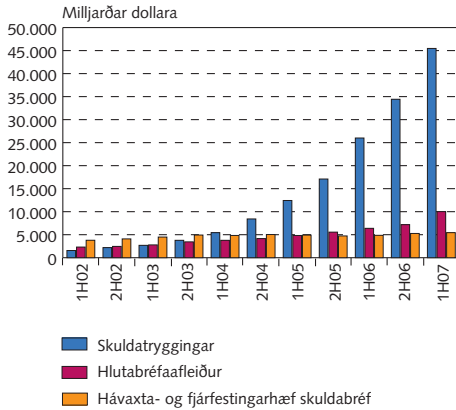


Heimild: Bloomberg.

Mynd 6

Stærð afleiðu- og skuldabréfamarkaða

Útistandandi höfuðstóll afleiðusamninga og markaðsvirði skuldabréfavísitalna



Heimildir: Bloomberg, ISDA, Merrill Lynch.

bréfa- og skuldaafleiðumarkaði sem valda verðbreytingum án þess að undirliggjandi áhættuþættir útgefanda breytist. Umfjöllun um „Íslandsálag“ vegna undirliggjandi áhættuþátta hefur verið mikil. Helstu skýringar sem nefndar hafa verið eru viðskiptalíkan þeirra, lágt hlutfall innlána og skuldsettar yfirtökur ásamt breytingum á lánsþæfismati. Þær ástæður einar og sér geta þó ekki skýrt jafn mikla og skyndilega hækkun skuldatryggingarálags íslensku bankanna og raun ber vitni. Hluti skýringarinnar hlýtur að liggja í tæknilegum atriðum uppbyggingar og virkni skuldaafleiðumarkaðar. Þau tæknilegu atriði sem helst valda bjagaðri verðmyndun á skuldatryggingamarkaði eru:

- *Stærð skuldaafleiðumarkaðar*, en eins og sést á mynd 6 er höfuðstólsupphæð (e. notional amount) skuldaafleiðna margfalt hærri en undirliggjandi útgáfa. Við erfiðar aðstæður á lánsfjármörkuðum mun seljendum trygginga fækka til muna og því verða kaupendur jafnvel að halda samningum út líftíma þeirra. Verð skuldatrygginga hækkar því með minna framboði.
- *Ógagnsæi skuldaafleiðumarkaðar* en viðskipti með skuldaafleiður fara helst fram á óskráðum markaði. Auðvelt er því að hafa áhrif á verðmyndun þar sem eftirlit með kaupum og sölu er lítið.
- *Skilgreining á lánaatburði* er víðari undir skilmálum skuldatrygginga en skilmálum skuldabréfaútgáfna eins og sjá má á töflu 1. Því krefst útgefandi skuldatrygginga hærri umbunar en kaupandi skuldabréfa. Þetta á sérstaklega við nú þegar gjaldfallslíkur aukast á heimsvísu.
- *Grunnur lánamarkaður* með undirliggjandi bréf og/eða skuldatryggingar veldur herra verði á skuldatryggingum. Á Íslandi er mjög grunnur verðbréfalánamarkaður. Því er ekki hægt að taka stöðu í hluta- eða skuldabréfum útgefanda þar sem þau eru ekki í boði á markaði. Því er skuldatryggingamarkaður notaður í staðinn.
- *Stór fjármálfyrirtæki eru að vinda ofan af stöðu sinni í skuldatryggðum skuldabréfavafningum* (e. CDO) vegna endurverðlagningar áhættu og taps á undirmáslánum.

Skuldatryggðir skuldabréfavafningar eru aðeins ein af fáum skuldabréfaafleiðum sem hafa áhrif á skuldatryggingamarkaðinn. Útgáfur íslensku bankanna voru eftirsótt vara inn í skuldatryggða skuldabréfavafninga. Við þær markaðsaðstæður sem ríktu frá upphafi árs 2006 til loka fyrra árshelmingis 2007 skiluðu útgáfur bankanna hærri ávöxtun til fjárfesta miðað við önnur sambærileg fjármálfyrirtæki með sama lánsþæfismati (sbr. mynd 3). Um tíma nutu bankarnir m.a. lánsþæfiseinkunnar Aaa frá Moody's en greiddu þrátt fyrir það töluvert herra verð til fjárfesta. Útgáfurnar voru því ákjósanlegur kostur í forgangshluta skuldatryggðra skuldabréfavafninga. Þar sem framboð á eiginlegum útgáfum var takmarkað voru skuldatryggingar notaðar til að líkja eftir greiðsluflæði þeirra. Þegar vafningarnir fóru halloka vegna vanskila á undirmálshúsnæðislánum og almennu endurmati á áhættu voru þeir endurmetnir af lánsþæfisfyrirtækjum til lækkunar á lánsþæfi. Töp vegna þeirra hafa verið mikil og hafa því stór fjármálfyrirtæki undið ofan af þeim með tilheyrandi viðskiptum á skuldatryggingum.

Vísbendingar skuldatryggingarálags nú

Ýmsar ályktanir hafa verið dregnar af þróun skuldatryggingarálags íslensku bankanna, þá sérstaklega gjaldfallslíkur. Varasamt er að treysta á afleiddar gjaldfallslíkur skuldatryggingarálags. Til dæmis sýna söguleg gögn að mestu gjaldfallslíkur til fimm ára miðað við lánshæfiseinkunnina A hjá Moody's eru 1,12%, sem ætti að endurspeglast í skuldatryggingarálagi að vissu marki.⁵ Í tilfelli íslensku bankanna eru afleiddar gjaldfallslíkur langtum hærra eða um 50% þegar skuldatryggingarálagið var sem hæst. Því má gera ráð fyrir að afleiddar gjaldfallslíkur skuldatryggingarálags í dag endurspegli ekki raunverulegar gjaldfallslíkur.

Munur á kaup- og sölutilboðum gefur vísbendingar um skoðun markaðsaðila á stöðu íslensku viðskiptabankanna. Mikill munur bendir til óvissu markaðsaðila á áhættumati, en slík er einmitt raunin með skuldatryggingar íslensku bankanna.

Frá lokum mars hefur skuldatryggingarálag íslensku bankanna lækkað umtalsvert og er nú aftur orðið rúmlega fimmfalt meðaltal samanburðarhóps (sjá mynd 5 á bls. 67), en á móti kemur að meðaltal samanburðarhópsins hefur nú hækkað úr 13 punktum í 95 punkta. Ef skuldatryggingarálag er enn viðmið um kjör á nýjum skuldabréfaútgáfum er ljóst að slík kjör eru óásættanleg til lengri tíma fyrir íslensku banka.

Fastlega má gera ráð fyrir að hluta hækkunar skuldatryggingarálags víða um heim á fjórða ársfjórðungi 2007 og fyrsta ársfjórðungi 2008 megi rekja til tæknilegra vandkvæða á skuldaafleiðumarkaði ásamt minni vilja fjárfesta til að taka áhættu og skorts á lausu fé. Það bitnaði hart á íslensku bönkunum. Eftir miklar afskriftir erlendra banka vegna skuldabréfavafninga á fyrsta ársfjórðungi er von um að flest kurl séu komin til grafar og töpin fari dvínandi. Þrátt fyrir það er erfitt að meta hvort og þá hvenær jafnvægi náist á skuldaafleiðumarkaði.

Tafla 2 Lánshæfismat Moodys frá ársbyrjun 2006

	<i>Kaupþing</i>	<i>Glitnir</i>	<i>Landsbanki</i>
1. janúar 2006	A1	A1	A2
1. febrúar 2007	A1	A1	A2
24. febrúar 2007	Aaa	Aaa	Aaa
4. október 2007	Aa3	Aa3	Aa3
28. febrúar 2008	A1	A2	A2

Heimild: Bloomberg.

5. Sjá Moody's Investor Service, (2008) Moody's Corporate Default and Recovery Rates, Average cumulative issuer weighted default rates 1920-2007.

Viðauki 3

Lausafjárreglur og lausafjárstýring

Í skugga lausafjárþrenginga beinast sjónir eftirlitsaðila óhjákvæmilega að stýringu og lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja. Undanfarin ár hefur verið lögð mikil vinna í endurbætur á alþjóðlegum reglum um eigið fé, en minni gaumur gefinn að reglum um laust fé þar sem lausafjárgnótt var á fjármálamörkuðum. Sjónir alþjóðlegra eftirlitsaðila¹ beinast nú í auknum mæli að lausafjárstýringu fjármálastofnana og þeirri áhættu sem henni fylgir, þá einkum lausafjáráhættu í fjármögnun (e. funding liquidity risk).² Seðlabanki Íslands í samstarfi við Fjármálaeftirlitið fylgist með lausafjárstöðu innlendra fjármálafyrirtækja.

Aðferðir við stýringu lauss fjár

Viðskiptalíkan fjármálafyrirtækja og –samsteypa er oftast grundvöllur þess hvernig lausafjárstýringu er háttað, enda er það eðli reksturs sem stjórnar því hversu mikið af lausu fé fyrirtæki þarf sér til handa.³ Markmið lausafjárstýringar er þó alltaf að tryggja greiðsluflæði fjármálafyrirtækja þannig að þau geti staðið við skuldbindingar sínar á hverjum tíma með hæfilegum tilkostnaði og að fjármálastöðugleika sé ekki ógnað vegna lausafjárþurrðar fjármálafyrirtækis. Lausafjárstýring getur verið á samstæðugrundvelli eða hjá hverri einingu sérstaklega. Hvort sem stýring fer fram á samstæðugrundvelli eða ekki er hún flokkuð eftir þremur megináðferðum.

1. Safn lausafjáreigna (e. stock approach)

Að stýra lausu fé með safni lausafjáreigna gerir þá kröfu til fjármálafyrirtækis að eiga safn af mjög auðseljanlegum eignum sem hægt er að selja fyrir reiðufé við allar markaðsaðstæður og eru jafnan taldar ígildi lauss fjár. Oftast er um að ræða eignir með stuttan líftíma, minna en 12 mánuði. Meðal þessara eigna teljast reiðufé, ríkisverðbréf, veðhæf bréf til endurhverfra viðskipta við seðlabanka, tryggjar lánalínur með eða án ákvæða um forsendubresti (e. material adverse change clause), skráð verðbréf, verðbréfunarhæft lánasafn banka o.þ.h. Eignirnar eru að jafnaði ekki metnar á fullu verði heldur með frádragi (e. haircut). Safnið er mælt sem hlutfall af heildareignum, skammtímaeignum eða sem hlutfall af hreinu útstreymi fjármagns þar sem eignir í lausafjársafni eru færðar í teljara. Hlutfallið er svo nýtt sem mælikvarði á lausafjáráhættu. Ein af röksemdum fyrir þessari aðferð er að því meira sem banki á af lausafjáreignum, því betur getur bankinn tekist á við alvarleg lausafjáráföll. Matsfyrirtækið Moodys notar svipaða aðferðafræði við mat á fjárhagslegum innri styrk fjármálastofnana.⁴ Lausafjárstýring með safni

1. Meðal annars Alþjóðagreiðslubankinn (BIS) og Bankaaftirlitsnefnd ESB (CEBS).
2. Tekið skal fram að ekki er um að ræða markaðsáhættu lauss fjár (e. market liquidity risk) sem á við þegar stofnanir geta ekki losað stöðu sína í eignum án þess að hafa áhrif á verðlagningu þeirra.
3. Fjármálafyrirtæki eru hér skilgreind í eftirfarandi starfsemi: verðbréfavíðskiptum (e. securities), bankastarfsemi (e. banking) eða váttryggingastarfsemi (e. insurance). Fjármálasamsteypur (e. conglomerates) eru með starfsemi í a.m.k. tveimur af þessum þremur þáttum.
4. Sjá skýrslu Moody's Investor Service – Bank Financial Strength Ratings 2007.

lausafjäreigna hentar helst fjármálafyrirtækjum í verðbréfavíðskiptum eða blönduðum rekstri þar sem líftími eigna og skulda er til skemmri tíma en árs og mikið flökt í eignaverði.

2. Tímabelti (e. mismatch approach)

Stýring lauss fjár með notkun tímabelta gerir ráð fyrir að laust fé sé metið eftir eiginlegum líftíma (e. maturity) þess, en eingöngu innstreymi frá lausafjäreignunum er notað á móti útstreymi vegna lausafjárskuldbindinga, án tillits til safns lausafjäreigna s.s. reiðufjár. Lausafjárinnstreymi á móti –útstreymi er því næst flokkað eftir mismunandi tímabilum og lausafjárstaða banka er metin fram í tímann með því að nota hreina reiðufjárstöðu á hverju tímabili. Lausafjárinnstreymi er metið með frádragi og gert er ráð fyrir ádrætti á útlánaskuldbindingar fjármálafyrirtækis.

3. Blönduð aðferð (e. mixed approach)

Þegar blönduð aðferð er notuð við lausafjárstýringu eru lausafjäreignir til skamms tíma ásamt innstreymi fjármagns notað til að vega upp á móti útstreymi til lengri og skemmri tíma. Þannig er reynt að ná helstu kostum fyrrnefndra tveggja aðferða. Beita þarf frádragi á lausafjäreignir og innstreymi fjármagns eftir mat á aðgengi að hverri eign. Bankar og váttryggingafyrirtæki nota helst þessa aðferð.

Eftirlitsreglur varðandi stýringu lauss fjár

Hægt er að flokka eftirlitsreglur um laust fé á svipaðan máta og stýringu, þ.e. megindlegar (e. quantitative), eigindlegar (e. qualitative) og blandaðar reglur. Undir megindlegu eftirliti er fjármálafyrirtækjum skylt að standa skil á og viðhalda reglubundnu lágmarki s.s. hlutfalli eigna og skulda, sem þá er fyrirfram ákveðið af eftirlitsaðila viðkomandi lands. Þar sem fjármálafyrirtæki eru mörg hver fjölþjóðleg geta þau þurft að uppfylla mismunandi lágmarkskröfur um laust fé, því lausafjáreftilit með dótturfélögum og/eða útibúum er hjá gistiríki (e. host country). Til mælingar er gjarnan notuð einhver ofangreindra þriggja aðferða til stýringar lauss fjár. Undir eigindlegum reglum metur eftirlitsaðili innri lausafjárreglur fjármálafyrirtækis og byggir skýrsluskil á þeim. Blandað eftirlit sameinar ofangreindar tvær aðferðir.

Vorið 2007 lét bankaeftirlitsnefndin (CEBS) gera könnun meðal aðildarríkja⁵ um hvernig eftirliti með lausu fé væri háttað. Flest ríki nota blandaðar eftirlitsreglur. Þó var hægt að sjá hvort eigindlegar eða megindlegar aðferðir voru ríkjandi, þannig notar þriðjungur ríkja eigindlegar reglur en tveir þriðju ríkjanna nota megindlegar. Stærstur hluti aðildarlanda notar sömu lausafjárreglur fyrir öll fjármálafyrirtæki, óháð rekstri eða rekstrarformi. Flest ríki fylgjast með lausafjárstöðu samstæðna.

Þessi fjölbreytni reglna um lausafjáreftilit felur í sér áhættuþætti og hindranir fyrir fjölþjóðlegar fjármálastofnanir. Samstarf eftirlitsaðila í heima- og gistiríki er mjög mikilvægt þegar um milliríkjastarfsemi fjármálafyrirtækja er að ræða því mismunandi reglur og lágmark geta

5. Aðildarríki eru lönd í ESB og EES. Könnunina má finna á http://www.c-ebs.org/advice/documents/CfA_8_LiquidityStockTakesurvey.pdf

vegið þungt í kostnaði við lausafjárstýringu. Í þessu tilliti hefur verið bent á ókosti meginlegra reglna. Með meginlegum reglum getur einnig verið hætta á að laust fé lokist inni hjá móður- eða dótturfélagi milli landa þar sem meginlegar reglur geta hindrað frjálst streymi lauss fjár frá móður- til dótturfélags (e. ringfencing). Mismunur milli reglna getur valdið auknum kostnaði við lausafjárstýringu og jafnvel lausafjárþurrð í verstu tilfellum. Helsti kostur eigindlegra eftirlitsreglna er sveigjanleiki þeirra m.t.t. starfsemi fjármálastofnunar. Galli eigindlegra eftirlitsregla er sá að samræmt eftirlit og gagnasöfnun er erfiðari.

Aðgengi að tryggu fjármagni er brýnt í lausafjárþurrð. Því er þörf á að seðlabankar samræmi veðhæfa eignaflokka sem hægt er að setja sem tryggingu. Það gerir fjármálafyrirtækjum kleift að halda samræmdan eignagrunn fyrir mörg lönd. Stærð fjármálafyrirtækja er einnig markverður þáttur í mótun eftirlitsreglna, smærri fjármálafyrirtæki innan EES nota reglur eftirlitsaðila til stýringar lauss fjár þar sem starfsemi þeirra er mun einfaldari og jafnvel ekki fjölþjóðleg. Því myndu eigindlegar reglur auka kostnað þessara fyrirtækja til muna. Að lokum má einnig benda á að við endurskoðun og samræmingu á reglum verður fjármálastöðugleiki hvers lands ávallt að vera í fyrirrúmi fremur en kostnaður fyrirtækja við lausafjárstýringu.

Reglur Seðlabanka Íslands

Núgildandi reglur um lausafjárhlutfall lánastofnana voru að stofni til settar árið 1999 að fyrirmynd reglna þýska seðlabankans og síðast endurskoðaðar árið 2006.⁶ Reglurnar má flokka sem meginlegar reglur eftir blandaðri fyrirmynd. Nú eru 42 fyrirtæki sem skila mánadjarlega lausafjárfirlitum til Seðlabanka Íslands, en þau má flokka á eftirfarandi vegu:

Tafla 1 Bindiskylda fjármálafyrirtækja

Sparisjóðir	21
Viðskiptabankar	5
Lánafyrirtæki	9
Greiðslumiðlanir	3
Önnur starfsemi	4

Þetta er breiður hópur sem er í mismunandi rekstri. Eins og gefur að skilja er því krefjandi að sníða reglur að þörfum markaðarins og fyrirtækja, en af umfjöllun um tegundir lausafjárstýringar má sjá að núverandi reglur henta fyrirtækjunum misvel. Einnig á umfang fjárstýringar í starfsemi fyrirtækis stóran þátt í hversu veigamikinn þátt lausafjárstýring fær.

Hjá þremur stóru viðskiptabönkunum er unnið eftir innri reglum sem eru mun strangari en reglur Seðlabanka Íslands. Vegna fjölþættrar starfsemi þeirra hentar safn lausafjáreigna eða blönduð aðferð viðskiptabönkunum betur en tímabeltisaðferðin. Sparisjóðir og lánafyrirtæki í einfaldari rekstri hafa tímabeltisútreikninga í fyrirrúmi þar sem

6. Sjá m.a. umfjöllun í *Fjármálastöðugleika* 2007, bls. 81.

greiðsluflæði þeirra byggist fremur á reglubundnara inn- og ústreymi greiðslna. Að sama skapi mætti áætla að á Íslandi myndu eigindlegar eftirlitsreglur henta stærri viðskiptabönkum en meginlegar hjá smærri sparisjóðum og öðrum fjármálafyrirtækjum. Líklegt er að sú vinna sem nú fer fram á vegum alþjólegra eftirlitsaðila varðandi lausafjárreglur muni hafa áhrif á frekari mótun reglnanna sem hér gilda.

Í janúar síðastliðnum rýmkaði Seðlabanki Íslands reglur um veðhæfar eignir til endurhverfra viðskipta.⁷ Sú endurskoðun var liður í aðgerðum bankans til samræmis því sem annars staðar gerist. Í lok mars breytti Seðlabankinn ennfremur reglum um bindiskyldu, veðlán og innstæðubréf. Þær aðgerðir voru liður í aðgerðum bankans til að liðka fyrir viðskiptum á fjármálamörkuðum.

Fjármálaeftirlitið birti í janúar síðastliðnum leiðbeinandi tilmæli um bestu framkvæmd við lausafjárstýringu fjármálafyrirtækja. Tilmælin gilda eftir því sem við á bæði fyrir móðurfélög og samstæður fjármálafyrirtækja og er fyrst og fremst beint að viðskiptabönkum, sparisjóðum og lánaðum fyrirtækjum. Tilmælin leysa af hólmi leiðbeinandi tilmæli nr. 2/2004, um framkvæmd á lausafjárstýringu gengisbundinna liða hjá fjármálafyrirtækjum.

Heimildir:

- Basel Committee on Banking Supervision, (2000). „*Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations*“, The Bank for International Settlements, febrúar 2000.
- Basel Committee on Banking Supervision, (2006). „*The management of liquidity risk in financial groups*“, The Bank for International Settlements, maí 2006.
- European Central Bank, (2007). „*EU Banking Structures*“, European Central Bank, október 2007.
- Institute of International Finance, (2007). „*Principles of Liquidity Management*“, Institute of International Finance, mars 2007.
- Moody's Investors Service, (2007). „*Bank Financial Strength Ratings: Global Methodology*.“ Moody's Investor Service, febrúar 2007.

7. Sbr. breytingar á reglum nr. 35/2008 birtar þann 14. janúar 2008.

Greiðslu- og uppgjörskerfi

Greiðslumiðlun, traust umgjörð á tímum óvissu

Tekinn hefur verið í notkun búnaður í stórgreiðslukerfi Seðlabankans, sem auðveldar þátttakendum að stýra greiðslufyrirmælum til samræmis við laust fé á hverjum tíma. Greiðslufyrirmæli umfram tiltekin mörk fara nú í biðröð þar til að fjárstýring viðkomandi þátttakanda hefur heimilað framkvæmd þeirra og minni líkur eru því á höfnun greiðslufyrirmæla vegna ónógra heimildarmarka. Á sama tíma hefur verið unnt að lækka heildarfjárhæð uppgjörstrygginga. Reglur Seðlabankans um greiðslukerfi frá árinu 2003 komu til endurskoðunar og voru aðlagðar breyttum markaðsaðstæðum. Gjaldskrá stórgreiðslukerfisins hefur verið endurskoðuð og standa þátttökugjöld nú undir öllum kostnaði við rekstur kerfisins. Undanfarin ár hefur aukin áhersla verið lögð á viðbúnaðarmál á vettvangi greiðslumiðlunar og viðbúnaðaræfingar verið haldnar.

Síðustu mánuði hefur mikið verið rætt um uppgjör fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli. Það hvort framsetning ársreikninga fyrirtækja er í heimagjaldmiðli eða ekki hefur engin áhrif á greiðslumiðlun. Skráning hlutabréfa þeirra og viðskipti með þau tengist hins vegar greiðslumiðluninni þar sem peningalegt uppgjör verðbréfa fer fram í gegnum stórgreiðslukerfi Seðlabankans. Undanfarna mánuði hefur verið unnið markvisst að aðlögun uppgjörsmála til samræmis við þarfir markaðarins og innan ramma alþjóðlega viðurkenndra reglna. Í viðauka 1 er gerð ítarleg grein fyrir forsendum skráningar hlutabréfa í erlendra mynt, hlutverki Seðlabankans og alþjóðlegum kröfum sem gerðar eru til verðbréfauppgjörskerfa. Í rammagrein 2 er jafnframt að finna yfirlit yfir helstu tilmæli Alþjóðagreiðslubankans og CPSS/IOSCO fyrir verðbréfauppgjörskerfi.

Íslensk greiðslu- og uppgjörskerfi

Hér á landi eru starfrækt þrjú kerfislega mikilvæg greiðslukerfi. Stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands er stærsta og þýðingarmesta greiðslukerfi landsins. Öll greiðslufyrirmæli 10 m.kr. eða hærri fara í gegnum stórgreiðslukerfið. Hver einstök greiðslufyrirmæli eru gerð upp um leið og innstæða á reikningi leyfir (e. real-time gross settlement). Smærri greiðslur fara í gegnum jöfnunarkerfi (JK-kerfi) Fjölgreiðslumiðlunar (FGM) og uppgjör milli þátttakanda (fjármála-fyrirtækja) fer fram á grundvelli jöfnunar (e. netting) sem fer fram í gegnum stórgreiðslukerfi Seðlabankans. Í verðbréfauppgjörskerfinu er sambærileg aðferðafræði notuð og í JK-kerfi þ.e. greiðslufyrirmæli milli þátttakanda eru jöfnuð og niðurstaðan gerð upp í stórgreiðslukerfinu. Afhending verðbréfa fer fram um leið og gengið er frá greiðslu milli kaupanda og seljanda bréfanna.

Stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands - biðraðakerfi

Flest stórgreiðslukerfi hafa yfir að ráða stýribúnaði sem miðar að því að auðvelda þátttakendum að stýra greiðslufyrirmælum og nýta laust fé með sem hagkvæmustum hætti. Slíkur búnaður gerir þátttakendum kleift að para saman væntar inn- og útborganir og tímasetja þær með tilliti til mikilvægis. Stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands hefur ekki haft yfir slíkum búnaði að ráða. Á árinu 2007 var hins vegar tekinn í notkun búnaður sem auðveldar þátttakendum að stjórna útborgunarfyrirmælum sínum til samræmis við laust fé á hverjum tíma. Þátttakendur geta nú ákveðið að greiðslufyrirmæli í stórgreiðslukerfinu, sem eru umfram tiltekin mörk, fari í biðröð og komi ekki til afgreiðslu fyrr en fjárstýring

viðkomandi þátttakanda hefur heimilað hana. Þótt þessi búnaður sé ófullkomnari en í nýjustu gerðum storgreiðslukerfa, stuðlar hann engu að síður að bættri fjárstýringu, dregur úr líkum á að þátttakendur fari út fyrir heimildarmörk sín og að greiðslufyrirmælum sé hafnað.

Gjaldskrá storgreiðslukerfisins var endurskoðuð í desember 2007 og tók ný gjaldskrá gildi í ársbyrjun 2008. Bankastjórn Seðlabanka Íslands ákvað að frá og með árinu 2008 skuli þáttökugjöld standa undir kostnaði við rekstur greiðslukerfisins.¹

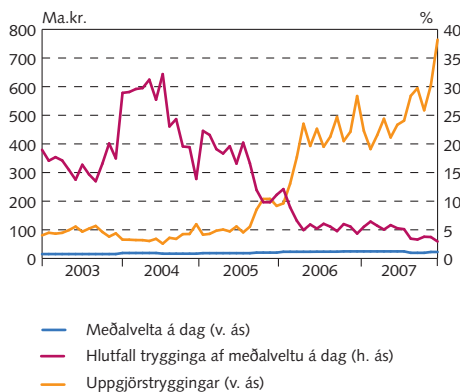
Breytingar á jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar

Fyrri hluta árs 2007 voru virkjaðir í jöfnunarkerfinu sjálfvirkir heimildarlásar, sambærilegir þeim sem eru í storgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands. Jafnframt var ákveðið að fjölga uppgjörum í kerfinu. Endanlegt uppgjör jöfnunarkerfisins fer nú fram í gegnum storgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands fyrir opnun þess að morgni og aftur síðdegis eftir lokun storgreiðslukerfisins. Hefur þessi breyting reynst vel. Uptaka heimildarlásanna gekk einnig vel. Heimildarlásar í storgreiðslu- og jöfnunarkerfi koma í veg fyrir að þátttakendur fari út fyrir veittar heimildir sem eru nú jafnframt að fullu tryggðar. Til að draga úr fjárbindingu vegna trygginga í jöfnunarkerfinu var einnig gerð breyting á nettunarfyrirkomulagi í jöfnunarkerfinu og tekin upp marghliða jöfnun (e. multilateral netting) í stað tvíhliða jöfnunar (e. bilateral netting) áður. Til að auka enn frekar rekstraröryggi jöfnunarkerfisins og draga úr líkum á að heimildarlásar færu á utan opnunartíma storgreiðslukerfisins var ákveðið að flytja hluta af ónýttum tryggingum storgreiðslukerfisins yfir í jöfnunarkerfið til hækkunar á heimildarmörkum á þeim tíma sem storgreiðslukerfið er lokað.

Eina breytingin sem gerð var á gjaldskrá jöfnunarkerfisins var hækkun færslugjalda úr 2,45 kr. í 2,65 kr. fyrir hverja færslu í jöfnunarkerfinu. Færslugjald í RÁS-kerfinu (færsluhirðing debet- og kreditkorta) lækkaði hins vegar á sama tíma úr 3,45 kr. í 3,20 kr. fyrir hverja færslu.²

Mynd 1

Meðalvelta á dag í storgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og uppgjörstryggingar
Staða í lok mánaðar janúar 2003 - desember 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Uppgjörstryggingar í greiðslukerfum

Uppgjörstryggingar eru mikilvægur þáttur í að treysta örugga og skilvirka starfsemi fjármálakerfisins ef til þess kemur að fjármálafyrirtæki getur ekki efnt uppgjörsskuldbindingu sína í greiðslukerfum. Tryggingarfjárhæðir ákvarðast af umsömdum heimildum fjármálafyrirtækja á hverjum tíma, en veittar heimildir bæði í storgreiðslu- og jöfnunarkerfinu eru nú að fullu tryggðar. Tryggingarfjárhæðir í storgreiðslukerfinu námu alls 24,6 ma.kr. í ársbyrjun 2007 en voru 18,6 ma.kr. í árslok 2007. Lækkunin er rakin til virkari fjárstýringar þátttakenda sem kemur fram í lægri tryggingarþörf. Uppgjörstryggingar í jöfnunarkerfinu voru 5,9 ma.kr. í byrjun árs 2007, en voru 4,5 ma.kr. í árslok. Þessi lækkun skýrist fyrst og fremst af breyttu fyrirkomulagi jöfnunar.

1. Nánari upplýsingar um gjaldskrá storgreiðslukerfisins er að finna á heimasíðu bankans www.sedlabanki.is.

2. Nánari upplýsingar um gjaldskrá jöfnunar- og RÁS-kerfa er að finna á heimasíðu Fjölgreiðslumiðlunar www.fgm.is.

- I. Greiðslukerfi á að byggja á traustum lagalegum grunni í þeirri lögsögu sem þau starfa í.
- II. Reglur og aðferðir eiga að gera þátttakendum kleift að skilja til fullnustu áhrif greiðslukerfisins á hvers konar fjárhagslega áhættu sem verður til vegna þátttöku í kerfinu.
- III. Í greiðslukerfinu eiga að vera skýrar aðferðir vegna stýringar á greiðslufallsáhættu og lausafjáraðhættu sem eiga að tilgreina ábyrgðarsvið rekstraraðila kerfisins og þátttakenda og hvetja þá með viðeigandi hætti til að stýra og halda þessum tegundum áhættu í skefjum.
- IV.² Greiðslukerfi ætti að tryggja tímanlegt lokauppgjör samdægurs, helst á eðlilegum afgreiðslutíma í síðasta lagi í lok dags.
- V.² Fjölhliða greiðslujöfnunarkerfi eiga að lágmarki að geta tryggt með tímanlegum hætti lok daglegs uppgjörs þótt sá aðili sem hefur stærstu neikvæðu greiðslustöðuna sé ófær um greiðslu.
- VI. Eignir sem notaðar eru til uppgjörs ættu helst að vera í formi kröfu á seðlabanka. Ef aðrar eignir eru notaðar ætti greiðslufallsáhætta þeirra að vera lítil sem engin og lausafjáraðhætta lítil sem engin.
- VII. Greiðslukerfi eiga að tryggja að öryggi og áreiðanleiki rekstrar sé ávallt mikill og til ættu að vera varaleiðir/aðferðir sem hægt er að grípa til við að ljúka daglegri vinnslu.
- VIII. Greiðslukerfi eiga að veita greiðslumiðlunarþjónustu sem er hagnýt og hagkvæm fyrir notendur.
- IX. Greiðslukerfi eiga að hafa hlutlægar og opinberar aðgangsglurur sem leyfa jafnan og óhindraðan aðgang.
- X. Stjórnunaraðferðir greiðslukerfis eiga að vera skilvirkar, ábyrgar og sýnilegar.

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

2. Stefna ætti að því að greiðslukerfi geri meiri kröfur en þessar tvær reglur fela í sér.

Rammagrein 1

Kjarnareglurnar 10 fyrir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi¹

Reglur Seðlabanka Íslands um greiðslukerfi

Seðlabanki Íslands gaf árið 2003 út sérstakar reglur um stórgreiðslukerfið annars vegar og jöfnunarkerfi hins vegar. Þessar reglur voru endurskoðaðar á árinu 2007 og aðlagðar breyttum markaðsaðstæðum.³

Viðbúnaðaræfing greiðslukerfa

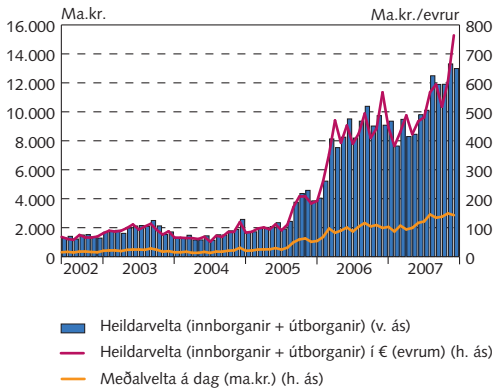
Í byrjun árs 2007 fór fram sérstök viðbúnaðaræfing fyrir greiðslukerfi (sjá nánari umfjöllun um fyrirkomulag æfingarinnar í *Fjármálastöðugleika* 2007 bls. 75). Haustið 2007 fór síðan fram viðamikil samnorren viðbúnaðaræfing þar sem líkt var eftir fjármálaáfalli og mögulegri úrvinnslu þess. Hluti þessarar æfingar tók til greiðslukerfa. Gert er ráð fyrir að haldin verði sérstök viðbúnaðaræfing fyrir greiðslukerfi síðar á þessu ári.

3. Nýjar reglur bankans fyrir stórgreiðslukerfið eru nr. 312/2007 og reglur bankans um jöfnunarkerfi eru nr. 313/2007. Sjá nánar heimasíðu bankans www.sedlabanki.is.

Mynd 2

Heildarvelta í stórgreiðslukerfi
Seðlabanka Íslands

Staða í lok mánaðar júní 2002 - desember 2007

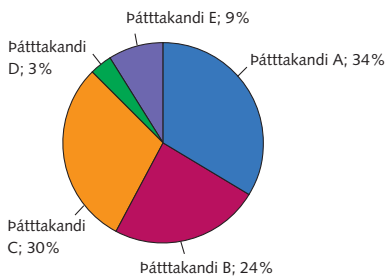


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Hlutdeild þátttakenda í stórgreiðslukerfi
árið 2007

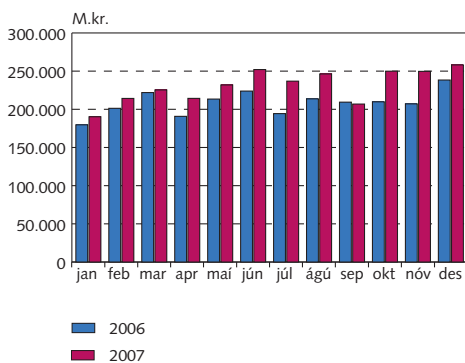
Fjöldi færslna - hlutdeild



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Jöfnunarkerfi FGM



Heimildir: Seðlabanki Íslands, FGM.

Velta í greiðslukerfum

Stórgreiðslukerfið

Heildarvelta inn- og útborgana í stórgreiðslukerfinu árið 2007 nam 125.702 ma.kr. Það svarar til 10.475 ma.kr. meðaltalsveltu á mánuði og 511 ma.kr. á dag.⁴ Til samanburðar nam heildarvelta inn- og útborgana 98.430 ma.kr. á árinu 2006. Veltan í stórgreiðslukerfinu jókst því um tæp 28% á milli ára. Séu hins vegar einungis frumútgefin greiðslufyrirmæli frá þátttakendum lögð til grundvallar mati á heildarveltu kerfisins, nam hún tæpum 62.799 ma.kr. á árinu 2007 eða 5.233 ma.kr. að meðaltali á mánuði og 255 ma.kr. á dag.⁵ Dagleg heildarvelta reiknuð á þennan hátt svarar til 20% vergrar þjóðarframleiðslu árið 2007, en 40% ef miðað er við heildarveltu inn- og útborgana. Á mynd 2 má sjá veltupróunina í stórgreiðslukerfinu eftir mánuðum og mynd 3 sýnir hlutdeild einstakra þátttakenda í veltunni.

Heildarfærslufjöldi í stórgreiðslukerfinu nam á árinu 2007 rúmlega 388 þúsundum. Þá eru taldar bæði útborganir og innborganir af reikningum þátttakenda. Til samanburðar nam færslufjöldinn rúmlega 319 þúsundum árið á undan (inn- og útborganir) og jókst færslufjöldinn því um 21,6% á milli ára. Séu hins vegar einungis taldar útborganir, þ.e. fjöldi greiðslufyrirmæla út af reikningum þátttakenda nam heildarfærslufjöldinn rúmlega 195 þúsund færslum árið 2007. Ef skoðuð er dreifing færslufjöldans á sama tíma eftir mánuðum voru fæst greiðslufyrirmæli gefin út í apríl en flest í ágúst og nóvember. Meðaltalsfjárhæð útgefinna greiðslufyrirmæla frá þátttakendum í stórgreiðslukerfinu á árinu 2007 nam rúmlega 322 m.kr.

Uppitími kerfisins var 99,92% á árinu 2007. Upp komu níu tilvik um frávik.

Jöfnunarkerfið

Heildarvelta í jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar jókst um tæp 11% á milli árána 2006 og 2007. Heildarveltan nam 2.776 ma.kr. árið 2007 samanborið við 2.504 ma.kr. árið á undan og eru þá meðtaldar bæði inn- og útborganir af reikningum þátttakenda. Mest var veltan í desember 2007 og nam þá rúmum 258 ma.kr. og minnst í janúar um 190 ma.kr. Þetta var sambærilegt veltumynstur við árið á undan. Meðaltalsmánaðarvelta ársins 2007 var um 231 ma.kr. eða um 7,6 ma.kr. að meðaltali á dag alla daga ársins, jafnt virka daga sem helgidaga. Velta um helgar og á öðrum frídögum er þó að jafnaði tiltölulega lítil þannig að meðaltalsvelta á virkum dögum er mun hærri. Heildarfærslufjöldi í jöfnunarkerfinu á árinu 2007 nam rúmum 72 milljónum færslna samanborið við tæpar 69 milljónir færslna árið 2006. Fjölgun færslna nemur því tæpum 5% á milli ára. Meðaltalsfjárhæð á færslu var kr. 38.556 árið 2007 samanborið við kr. 36.466 árið á undan.

4. Dagleg meðalvelta í stórgreiðslukerfinu miðast við þá daga sem kerfið er opið.

5. Þ.e. einungis eru teknar útborganir af reikningum þátttakenda. Innborganir á reikninga þátttakenda eru ekki taldar með í veltunni.

Verðbréfauppgjörskerfið

Á síðasta ári voru færð rúmlega 125 þúsund verðbréfavíðskipti í gegnum VS-kerfi Verðbréfaskráningar að verðmæti um 2.314 ma.kr. Víðskiptum fjölgaði um 3% frá fyrra ári og veltan jókst um 82%. Árið 2006 voru færð tæplega 122 þúsund verðbréfavíðskipti og nam veltan 1.273 ma.kr. Til viðbótar ofangreindum tölum koma utankauphallarvíðskipti sem m.a. taka til breytinga á eignfærslu svo sem vegna dánarbúa og fleira.

Þróun á vettvangi erlendra greiðslumiðlunar

Target – Target2

Verið er að taka í notkun nýtt storgreiðslukerfi Seðlabanka Evrópu (ECB) og gert er ráð fyrir að það verði að fullu komið í notkun á hausti komanda. Nýja kerfið, Target2, sem er miðlægt sameiginlegt storgreiðslukerfi allra evrulandanna verður eitt af stærstu greiðslukerfum heims. Nokkur íslensk fjármálafyrirtæki eru með til skoðunar að gerast beinir aðilar að þessu greiðslukerfi fyrir tilstuðlan Seðlabanka Finnlands í tengslum við áform um uppgjör verðbréfavíðskipta í evrum. Ef til slíkrar aðildar kemur, nýtist storgreiðslukerfið ekki einungis til peningalegs uppgjors í tengslum við víðskipti þeirra með verðbréf í evrum. Kerfið mun jafnframt nýtast fjármálafyrirtækjum í tengslum við gjald-eyrsvíðskipti með evrum og leiða til aukins öryggis og hagkvæmni.

Target2-Securities

ECB hefur uppi áform um að þróa nýtt verðbréfauppgjörskerfi, Target2-Securities og á peningalegt uppgjör verðbréfavíðskiptanna að tengjast nýja storgreiðslukerfinu Target2. Vinna við þetta kerfi er enn á frumstigi. Undirliggjandi ástæða þessara áfoma er það sjónarmið að núverandi fyrirkomulag verðbréfauppgjors sé fremur ógagnsætt og flókið og standi í vegi fyrir aukinni skilvirkni og hagkvæmni.

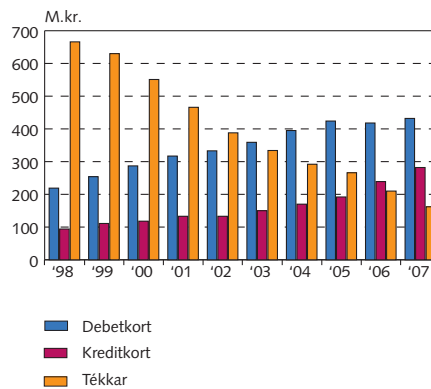
SEPA

Aðilar að SEPA (e. Single Euro Payments Area) verkefninu eru 31 ríki í Evrópu sem eru auk 27 aðildarríkja Evrópusambandsins Ísland, Liechtenstein, Noregur og Sviss. Um er að ræða samstarfsverkefni um rafræna greiðslumiðlun í evrum. Markmiðið er að samræma framkvæmd greiðslumiðlunar í evrum óháð því hvort greiðslan er milli þátttakenda innan eins og sama ríkis eða yfir landamæri. Kostnaður við greiðslumiðlunina á einnig að vera sá hinn sami óháð því hvar móttakandi greiðslunnar er staðsettur svo framarlega sem hann er innan SEPA-svæðisins. Verkefninu er skipt í þrjá áfanga, SEPA-millifærslur, SEPA-beingreiðslur og SEPA-samhæfðir greiðslumiðlar s.s. greiðslukort. Fyrsti áfanginn, SEPA-millifærslur tók gildi þann 28. janúar sl. og gert er ráð fyrir að næsti verkþáttur, SEPA-beingreiðslur, verði virkjaður haustið 2009.

Mynd 5

Debetkort, kreditkort og tékkar

Velta 1998-2007

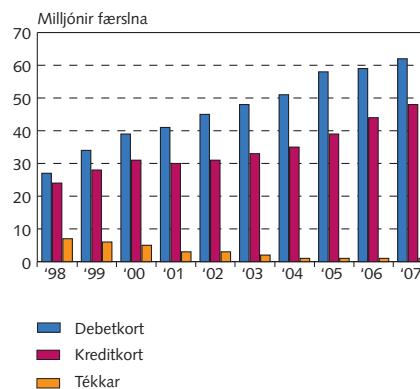


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Debetkort, kreditkort og tékkar

Færslufjöldi 1998-2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 2

Tilmæli Alþjóðagreiðslubankans og tækninefndar fyrir verðbréfauppgjörskerfi¹

80

FJÁRMÁLASTÖÐUGLEIKI
2008

Í nóvember 2001 settu Alþjóðagreiðslubankinn og tækninefnd fram 19 tilmæli sem varða starfsemi verðbréfauppgjörskerfa. Tilmælin eru tilgreind hér að neðan en þau eru sett fram í þeim tilgangi að draga úr áhættu í kerfunum, auka skilvirkni þeirra og vernda fjárfesta.

Tilmæli 1: Lagaleg umgjörð (e. Legal framework)

Verðbréfauppgjörskerfi ætti að byggja á traustum, skýrum og gagnsæjum lagaheimildum í eigin lögsögu.

Tilmæli 2: Staðfesting viðskipta (e. Trade confirmation)

Viðskipti á milli beinna markaðsaðila skulu staðfest eins fljótt og verða má í kjölfar viðskipta og ávallt innan sama dags (T+0). Þegar óbeinir markaðsaðilar eiga í hlut (s.s. stofnanafjárfestar) skulu viðskiptin einnig staðfest eins fljótt og verða má, helst á viðskiptadegi (T+0) en eigi síðar en á næsta viðskiptadegi (T+1).

Tilmæli 3: Uppgjör (e. Settlement cycles)

Uppgjör verðbréfaviðskipta skal fara fram innan tilskilinna tíma-marka eins fljótt og unnt er. Endanlegt uppgjör skal fara fram í síðasta lagi þremur dögum eftir að staðfesting um viðskipti liggur fyrir (T+3). Leggja skal mat á kosti þess að stytta uppgjörstíma og kostnað því samfara.

Tilmæli 4: Milligönguaðilar (e. Central counterparties, CCPs)

Meta ætti hagkvæmni þess að nýta þjónustu milligönguaðila. Þar sem slík tilhögun er viðhöfð skal milligönguaðilinn stýra undirliggjandi áhættu með virkum hætti.

Tilmæli 5: Lán verðbréfa (e. Securities lending)

Hvetja ætti til lánaviðskipta með verðbréf (eða samninga um endurhverf viðskipti eða sambærilegt fyrirkomulag) til að flýta uppgjöri verðbréfaviðskipta. Takmarkanir sem koma í veg fyrir lánaviðskipti með verðbréf ætti að fella úr gildi.

Tilmæli 6: Verðbréfamiðstöðvar (e. Central securities depositories, CSDs)

Verðbréf ætti að skrá sem rafbréf og vista í verðbréfamiðstöð eftir því sem kostur er.

Tilmæli 7: Afhending gegn greiðslu (e. Delivery versus payment, DvP)

Verðbréfamiðstöðvar ættu að draga úr greiðslufallsáhættu með því að tengja saman afhendingu verðbréfa og peninga.

Tilmæli 8: Tímamörk efndaloka í uppgjöri (e. Timing of settlement finality)

Efndalok verðbréfaviðskipta skulu eiga sér stað fyrir lok uppgjörsdags. Til að draga úr áhættu ætti uppgjörið að fara fram innan dagsins eða í rauntíma þar sem slíkt er talið nauðsynlegt.

Tilmæli 9: Áhættustýring verðbréfamiðstöðva vegna vanefnda þátttakanda til að mæta greiðsluskuldbindingu við uppgjör (e. CSD risk controls to address participants' failures to settle)

Verðbréfamiðstöðvar sem veita þátttakendum lán innan dags, þ.m.t. þær sem reka jöfnunarkerfi, ættu að taka upp áhættustýringu sem að lágmarki tryggir tímanlegt uppgjör viðskipta þó að sá þátttakandi sem er með hæstu greiðsluskuldbindinguna sé ófær um að mæta skuldbindingu sinni. Hámarksöryggi næst ef samið er um hámarksheimildir sem eru að fullu tryggðar.

1. Committee on Payment and Settlement Systems (2001), „Recommendations for securities settlement systems“, Bank for International Settlements (BIS) og tækninefnd International Organization of Securities Commission (IOSCO).

Tilmæli 10: Handbært fé til peningauppgjörs (e. Cash settlement assets)

Eignir sem notaðar eru til fjárhagslegra efndaloka verðbréfaviðskipta ættu ekki að fela í sér neina eða mjög takmarkaða greiðslufalls- eða lausafjárahættu. Ef efndalok viðskiptanna eru ekki tryggð með kröfu á seðlabanka þarf að huga sérstaklega að vernd þátttakenda að því er varðar greiðslufalls- og lausafjárahættu tengda þeim fjármunum sem liggja til grundvallar peningalegu uppgjöri.

Tilmæli 11: Rekstraröryggi (e. Operational reliability)

Greina skal og lágmarka rekstraráhættu í uppgjörsferlinu með þróun og notkun viðeigandi eftirlitskerfa, stýringa og verkferla. Verðbréfauppgjörskerfin þurfa að vera áreiðanleg, örugg og hæf til aðlögunar að breytingum. Koma ætti á viðbúnaðaráætlunum og varaleiðum til að bregðast við brestum í rekstrarumhverfinu, þannig að unnt sé að ljúka verðbréfauppgjöri innan tilsettra tímamarka þótt til rekstrartruflana komi.

Tilmæli 12: Verndun verðbréfa viðskiptavina (e. Protection of customers' securities)

Vörsluaðilar verðbréfa ættu að taka upp reikningsskila- og vörsluaðferðir sem tryggja örugga vernd verðbréfaeigna viðskiptavina sinna. Nauðsynlegt er að verðbréf viðskiptavina njóti varnar gagnvart kröfum lánardrottna á hendur vörsluaðila bréfanna.

Tilmæli 13: Stjórnunarhættir (e. Governance)

Stjórnunarhættir hjá verðbréfamiðstöðvum og milligönguaðilum ættu að uppfylla kröfur um vernd almannahagsmuna og styðja hagsmuni eigenda og notenda.

Tilmæli 14: Aðgangur (e. Access)

Verðbréfamiðstöðvar og milligönguaðilar ættu að skilgreina með hlutlægum hætti og birta opinberlega skilyrði fyrir þátttöku í verðbréfauppgjörskerfinu. Þátttökuskilyrði skulu vera sanngjörn og opin.

Tilmæli 15: Skilvirkni (e. Efficiency)

Samtímis því að tryggja rekstraröryggi ættu verðbréfauppgjörskerfi að uppfylla þarfir notenda um hagkvæmni í rekstri.

Tilmæli 16: Boðskiptaferlar og staðlar (e. Communication procedures and standards)

Verðbréfauppgjörskerfi ættu að styðjast við viðeigandi alþjóðlega boðskiptaferla og staðla til þess að auðvelda skilvirkt uppgjör verðbréfaviðskipta milli landa.

Tilmæli 17: Gagnsæi (e. Transparency)

Verðbréfamiðstöðvar og milligönguaðilar ættu að veita markaðsaðilum fullnægjandi upplýsingar til að þeir geti greint og metið undirliggjandi uppgjörsáhættu og kostnað við uppgjörið.

Tilmæli 18: Setning reglna og eftirlit (e. Regulation and oversight)

Verðbréfauppgjörskerfi skulu lúta gagnsæju og skilvirku regluverki, eftirliti og yfirsýn. Samstarf ætti að vera á milli seðlabanka og verðbréfaeftirlitsaðila eða annarra þar til skipaðra yfirvalda.

Tilmæli 19: Áhætta í millilandaviðskiptum (e. Risks in cross-border links)

Verðbréfamiðstöðvar sem eiga aðild að verðbréfaviðskiptum á milli landa ættu að haga rekstri með þeim hætti að dregið sé verulega úr áhættuþáttum tengdum uppgjöri yfir landamæri.

Viðauki 1

Uppgjör í erlendum gjaldmiðli

Ársreikningur í erlendum gjaldmiðli – skráning hlutabréfa í erlendum gjaldmiðli

Undanfarið ár hefur mikið verið rætt um uppgjör í erlendum gjaldmiðlum. Í því efni er mikilvægt að gera greinarmun á tvennu, annars vegar fjárhagslegu uppgjöri fyrirtækja, þ.e. framsetningu ársreiknings og hins vegar skráningu og uppgjöri hlutabréfa. Oft er rætt um þessa þætti í sama orði eins og um tengda hluti sé að ræða, en svo þarf ekki að vera. Fyrri atriðið varðar m.a. mælingu á afkomu og fjárhagslegri stöðu félaga og framsetningu þeirra tölulegu stærða sem liggja til grundvallar. Í tilviki fjármálafyrirtækja varðar þetta jafnframt stýringu á lausu fé, samsetningu eigin fjár, gjaldeyrisjöfnuð og miðlun peningastefnu Seðlabanka Íslands sem endurspeglast í gegnum banka og sparisjóði sem eiga viðskipti við Seðlabankann. Ársreikningaskrá veitir félögum heimild til uppgjors í öðrum gjaldmiðlum en krónu að vissum skilyrðum uppfylltum. Seðlabanki Íslands hefur ekkert með ákvörðun í þessu máli að gera, annað en að láta í té álit sitt við Ársreikningaskrá þegar fjármálafyrirtæki eiga í hlut.

Síðara atriðið varðar skráningu hlutabréfa og annarra rafrænna bréfa í erlendum gjaldmiðli og peningalegt uppgjör þeirra. Núgildandi íslensk lög heimila hlutafélögum sem fengið hafa samþykki fyrir skráningu á skipulögðum verðbréfamarkaði að ákveða hlutafé sitt í erlendum gjaldmiðli. Ákvörðun um það tekur hlutahafafundur hvers félags. Ársreikningaskrá eða aðrir opinberir aðilar hafa ekkert um þá ákvörðun að segja. Heimild Ársreikningaskrár um uppgjör fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli (framsetningu ársreiknings) og skráning hlutafjár þeirra í erlendum gjaldmiðli er ekki eitt og hið sama. Skynsamlegt er þó fyrir þau fyrirtæki sem hafa fengið heimild til þess að halda bókhald og birta ársreikninga í erlendum gjaldmiðli að skrá hlutafé í þeim sama gjaldmiðli, enda sé hann starfrækslugjaldmiðill. Þannig verður síður misræmi milli hlutabréfaverðs á markaði og efnahagslegrar stöðu og rekstrar, eins og hún birtist í reikningsskilum að svo miklu leyti sem upplýsingar í reikningsskilunum hafa áhrif á það verð. Forsenda þessa er þó sú að kauphallarviðskipti geti af tæknilegum ástæðum farið fram í erlendum gjaldmiðli. Lausn á því máli er nú í sjónmáli. Á hinu er að sjálfsögðu ekki þörf og væri raunar villandi að skrá hlutafé fyrirtækis í erlendum gjaldmiðli en reikningsskil gerð í íslenskum krónum enda starfrækslugjaldmiðill fyrirtækisins. Heimildin til þess að skrá hlutafé í erlendum gjaldmiðli ætti því aðeins að ná til þeirra fyrirtækja sem hafa uppfyllt skilyrði laga um heimild til að halda bókhald og semja reikningsskil í erlendum gjaldmiðli. Núgildandi regluverk virðist hins vegar vera rýmra.

Forsendur fyrir skráningu hlutabréfa í erlendum gjaldmiðli

Í lögum nr. 131/1997 eru ekki sett nein skilyrði fyrir að rafrænt skráð verðbréf í erlendum gjaldmiðli séu skráð í íslenskri verðbréfamiðstöð.

En þrátt fyrir að löggjafinn hafi heimilað skráningu hlutabréfa og annarra verðbréfa í erlendum gjaldmiðum, er ekki skýrt kveðið á um hvernig peningalegt uppgjör þeirra skuli fara fram. Lögin kveða svo á að Seðlabanki Íslands skuli taka við innlánnum frá reikningsstofnunum sem aðild eiga að innlendri verðbréfamiðstöð og annast efndalok viðskipta þeirra með rafbréf. Þetta felur í sér að efndalok verðbréfa-viðskipta hér á landi fara nú fram fyrir tilstuðlan Verðbréfaskráningar Íslands annars vegar og Seðlabanka Íslands hins vegar. Seðlabanki Íslands annast peningalegt uppgjör verðbréfavíðskiptanna en getur aðeins gert það í eigin gjaldmiðli. Ef Seðlabankinn ætti að gera upp í öðrum gjaldmiðli þyrfti hann ávallt að hafa ótakmarkað aðgengi að viðkomandi erlendum gjaldmiðli til þess að ýrustu alþjóðlegu kröfum um öryggi á vettvangi greiðslumiðlunar væri fullnægt eins og nánar verður vikið að hér á eftir. Greiðslukerfi í hverju landi fyrir sig miðast við heimagjaldmiðil þess lands sem í hlut á hverju sinni, en gera yfirleitt ekki ráð fyrir greiðslumiðlun í öðrum gjaldmiðlum.

Viðskipti með verðbréf

Uppgjör verðbréfavíðskipta felur í raun í sér tvíþætta aðgerð og mælt er til að báðir þættir uppgjörsins fari fram samtímis þ.e. afhending verðbréfa gegn greiðslu. Annars vegar er um að ræða flutning rafrænna verðbréfa frá seljanda yfir til kaupanda og hins vegar samhliða flutning peninga frá kaupanda yfir til seljanda. Að því er uppgjör verðbréfavíðskipta varðar, þarf að gæta þess að peningalegt uppgjör undirliggjandi viðskipta geti farið fram með jafn öruggum hætti og flutningur þeirra rafrænu verðbréfa sem í hlut eiga þannig að efndalok víðskiptanna séu tryggð.

Peningalegt uppgjör verðbréfavíðskipta í erlendum gjaldeyri

Í lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er ekkert sem beinlínis bannar að Seðlabankinn geti annast peningalegt uppgjör verðbréfavíðskipta í erlendum gjaldmiðlum. Hins vegar eru engin fordæmi fyrir því að seðlabankar annist með sambærilegum hætti efndalok víðskipta í öðrum gjaldmiðli en sínum eigin. Ástæðan er að aðgengi seðlabanka að öðrum gjaldmiðli en heimagjaldmiðli er takmarkað og það felur í sér áhættu sem aðeins verður eytt með beinni eða óbeinni aðkomu þess seðlabanka sem er útgefandi viðkomandi gjaldmiðils. Þessi sama áhætta á að sjálfsögðu ekki síður við um alla víðskiptabanka og er að jafnaði mun meiri en þegar seðlabankar eiga í hlut. Alþjóðlegar reglur kveða svo á að ávallt skuli leitast við að efndalok greiðslufyrirmæla séu tryggð með fjármunum seðlabanka. Þetta felur í sér að nota skuli stórgreiðslukerfi seðlabanka eftir því sem við á hverju sinni, sé þess kostur. Ef önnur greiðslukerfi eru notuð, hvort heldur um er að ræða stórgreiðslu- eða smágreiðslu-/jöfnunarkerfi, skal endanlegt uppgjör þeirra kerfa fara fram fyrir tilstuðlan stórgreiðslukerfis þess seðlabanka sem er útgefandi viðkomandi gjaldmiðils. Það er algjört lykilatriði að til þess að uppgjör greiðslufyrirmæla geti farið fram í erlendum gjaldmiðli þarf sá banki sem annast og ábyrgist endanlegt uppgjör víðskiptanna að hafa öruggt aðgengi að þeim gjaldmiðli sem gert er upp í. Ef þetta skilyrði væri ekki uppfyllt hefði það óhjákvæmilega í för með sér aukna uppgjörshættu. Uppgjörsferlið þarf jafnframt að uppfylla

tilmæli Alþjóðagreiðslubankans (BIS) og tækninefndar (IOSCO) um verðbréfauppgjörskerfi sem getið er í rammagrein 2.

Alþjóðlegar kröfur fyrir verðbréfauppgjörskerfi

BIS og IOSCO gáfu í nóvember 2001 út sérstök tilmæli er varða verðbréfauppgjörskerfi.¹ Tilmælin varða gerð, starfsemi og eftirlit með verðbréfauppgjörskerfum sem ætlast er til að framfylgt sé í þeim tilgangi að draga úr áhættu í þeim, auka skilvirkni og vernda fjárfesta. Tilmæli BIS og IOSCO tilgreina helstu tegundir áhættu og aðgerðir til að verjast einstökum áhættuþáttum. Stærstu einstöku áhættuþættirnir eru annars vegar greiðslufallsáhætta þ.e. áhættan af því að mótaðili muni ekki gera upp kröfu á uppgjörssdegi og hins vegar lausafjár-áhætta þ.e. áhættan af því að mótaðili muni ekki gera kröfu upp að fullu þegar hún verður gjaldkræf heldur einhvern tíma eftir gjalddaga. Á tímum lausafjárskorts og óvissu á fjármálamarkaði beinist athyglin enn frekar að undirliggjandi áhættuþáttum og stýringu þeirra.

Í skýrslu BIS eru sett fram 19 tilmæli ásamt skýringum um lágmarksstaðla sem verðbréfauppgjörskerfi ættu að uppfylla. Tilmælunum er ætlað að ná til uppgjörskerfa fyrir hvers kyns verðbréf. Í tilmælunum og skýringum við þau er fjallað um lagaramma fyrir kerfið, innri reglur, áhættustýringu, hagkvæmni, stjórnun, þátttökuskilyrði, gagnsæi og eftirlit. Tilmælin ná til einstakra kerfa sem og tenginga milli kerfa yfir landamæri. Helstu aðilar sem tilmælin varða eru verðbréfamistöðvar, seðlabankar, kauphallir, milligönguaðilar, vistunaraðilar, verðbréfafyrirtæki og fjárfestar.

Hvernig getur peningalegt uppgjör verðbréfaviðskipta í erlendum gjaldmiðli þá farið fram?

Eins og áður hefur komið fram hafa hluthafafundir nokkurra skráðra íslenskra félaga veitt heimild til að skrá hlutafé sitt í erlendum gjaldmiðli. Einkum er í því efni horft til evru. Verðbréfaskráning Íslands hefur lýst yfir áhuga á að geta veitt viðskiptavinum sínum nauðsynlega þjónustu þannig að þær fyrirætlanir mættu ná fram að ganga. Ef Verðbréfaskráning getur ekki veitt þá þjónustu eða ef hún er ekki samkeppnisfær að því er verð og þjónustu varðar, eiga fyrirtækin að sjálfsögðu þann kost að flytja skráningu hlutabréfa sinna til erlends aðila og láta verðbréfauppgjör fara fram erlendis. Eins og þegar hefur komið fram eru núverandi ákvæði laga með þeim hætti að Seðlabanka Íslands ber að eiga aðkomu að peningalegu uppgjöri verðbréfaviðskipta hér á landi. Seðlabanki Íslands getur hins vegar ekki rækt þetta hlutverk sitt þegar um er að ræða uppgjör í öðrum gjaldmiðli en heimagjaldmiðli sínum eins og þegar hefur verið lýst.

Að mati Seðlabankans er því ekki önnur leið fær en að fela seðlabanka á evrusvæði peningalegt uppgjör verðbréfaviðskipta í evrum. Verðbréfaskráning Íslands hefur átt viðræður við Seðlabanka Finnlands um að annast slíkt uppgjör, en bankinn hefur um nokkurt skeið annast peningalegt uppgjör verðbréfaviðskipta í evrum fyrir sænsku verð-

1. Committee on Payment and Settlement Systems (2001), „Recommendations for securities settlement systems“, Bank for International Settlements (BIS) og tækninefnd International Organization of Securities Commission (IOSCO). Sjá nánar rammagrein 2.

bréfaskráninguna (*VärdePappersförvarare och Clearings-organisation, VPC*). Þetta kom til þar sem sænski seðlabankinn (Sveriges Riksbank), ákvað að gerast ekki aðili að hinu nýja stórgreiðslukerfi evrulandanna, Target2.

Seðlabanki Finnlands lýsti yfir áhuga á að taka að sér peningalegt uppgjör verðbréfavíðskipta í evrum sem skráð yrðu hér á landi í framhaldi af upptöku nýja stórgreiðslukerfisins Target2. Nú er unnið að undirbúningi þessa nýja fyrirkomulags sem felur m.a. í sér ýmsa aðlögun kerfa hjá Verðbréfaskráningu og þátttakendum. Gert er ráð fyrir að víðskipti hefjist haustið 2008. Nýja fyrirkomulagið hefur einnig í för með sér að þau íslensku fjármálafyrirtæki sem taka þátt munu fá aðild að stórgreiðslukerfi evrulanda, Target2. Þau eiga þess kost að hagnýta sér það kerfi til greiðslumiðlunar í evrum og ekki einungis til uppgjörs verðbréfavíðskipta. Þetta nýja stórgreiðslukerfi er eitt það fullkomnasta sem völ er á og ætti notkun þess m.a. að draga verulega úr greiðslufallsáhættu tengdri gjaldeyrisvíðskiptum með viðkomandi gjaldmiðil.

Nefndarskipun

Víðskiptaráðherra skipaði í desember 2007 nefnd til að yfirfara lagaákvæði er varða uppgjör innlendra verðbréfa sem skráð eru í erlendum gjaldmiðli. Nefndin lauk störfum í febrúar 2008. Niðurstaða nefndarinnar fól í sér tillögu um breytingu á lögum þannig að peningalegt uppgjör verðbréfavíðskipta í erlendri mynt fari fram fyrir tilstuðlan verðbréfamístöðvar á sama tíma sem tryggt verði aðgengi að viðkomandi gjaldmiðli með jafngildum hætti og lög nr. 90/1999 kveða á um.

Hlutverk Seðlabanka Íslands við uppgjör í erlendum gjaldmiðli

Eins og áður hefur komið fram hefur Seðlabanki Íslands að jafnaði tvíþættu hlutverki að gegna á vettvangi greiðslumiðlunar þ.e. rekstrar stórgreiðslukerfisins annars vegar og yfirsýnar og eftirlitshlutverks hins vegar. Þegar um greiðslumiðlun og uppgjör í erlendum gjaldmiðli er að ræða á Seðlabanki Íslands ekki lengur beina aðild að greiðslumiðluninni og ber ekki ábyrgð á uppgjöri þeirrar greiðslumiðlunar. Sú ábyrgð flyst í þessu tilviki yfir til þess banka sem tekur að sér peningalegt uppgjör verðbréfavíðskiptanna. Seðlabanki Íslands hefur eftir sem áður með höndum yfirsýnar- og eftirlitshlutverk í samvinnu við FME á uppgjöri verðbréfavíðskipta í erlendum gjaldmiðli sem skráð eru hér á landi. Seðlabankanum ber einnig í samræmi við ákvæði laga nr. 90/1999 að gera tillögu til víðskiptaráðherra um samþykki á nýjum greiðslu- og uppgjörskerfum og/eða fyrirhuguðum breytingum á gildandi fyrirkomulagi.

