

Stöðugleiki fjármálakerfisins¹

Viðunandi staða en áhyggjur af útlánnum, erlendum skuldum og eignaverði

Niðurstaða greiningar Seðlabankans er að staða mikilvægustu fjármálafyrirtækja og markaða sé tiltölulega traust. Þjóðhagsleg skilyrði eru á heildina litið góð og hafa litið breyst frá síðustu greiningu á fjármálastöðugleika. Helstu áhyggjuefnin eru útlánaþensla, sem að mestu er fjármögnuð erlendis, og hátt eignaverð. Stutt er síðan síðasta greining bankans á stöðugleika fjármálakerfisins var birt en margt hefur borið til tíðinda. Athygli hafa vakið skuldsett kaup á skráðum sem óskráðum félögum og eru þau viðskipti ein skýringin á mikilli útlánaaukningu banka. Þessi viðskipti hafa þrýst upp verði nokkurra skráðra fyrirtækja, þ.m.t. fjármálafyrirtækja, og sú spurning verður áleitnari hver áhrifin yrðu ef hlutabréfaverð lækkar á ný. Hækkun raunverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu hefur stöðvast í bili a.m.k. en veruleg verðlækkun er ósennileg í bráð. Þróun eignaverðs er mikilvæg þegar fjármálastöðugleiki er metinn og hefur jafnframt áhrif á framvindu peningamála, einkum við þær aðstæður sem nú ríkja. Hjöðnun hlutabréfa- og fasteignaverðs gæti eitthvað hamlað gegn hugsanlegri openslu næstu ára. Mesta áraunin fyrir stöðugleika fjármálakerfisins og peningastefnuna væri ef lækkun eignaverðs yrði samtímis hægari aukningu ráðstöfunartekna eða jafnvel samdrætti að loknum stórframkvæmdum.

Engin algild skilgreining er á fjármálastöðugleika en almennt má segja að í hugtakinu felist að mikilvægustu fjármálafyrirtæki og markaðir starfi tiltölulega hnökralaust. Tvennt þarf til að svo sé, annars vegar að mikilvægustu fjármálafyrirtækin séu traust í þeim skilningi að yfirgnæfandi líkur séu á að þau geti staðið við skuldbindingar sínar án truflana eða utanaðkomandi aðstoðar, og hins vegar að mikilvægustu markaðir séu traustir þannig að markaðsaðilar geti átt viðskipti snurðulaust og á verði sem endurspeglar grundvallarmarkaðskrafta og breytist ekki verulega til skamms tíma án tilverknaðar þeirra. Í þessari greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins er fjallað með skýrari hætti en áður um stöðugleika markaða. Dregin eru fram nokkur einkenni innlendra

markaða, bæði veikleikar og styrkleikar, og vikið að aðstæðum á erlendum lánsfjármörkuðum.

Greiningar Seðlabankans á stöðugleika fjármálakerfisins eru birtar hálsárslega í *Peningamálum*. Á liðnum árum hafa birtingardagarnir verið snemma í maí og nóvember ár hvert en nú hefur verið ákveðið að í ár verði þeir í mars og september. Af þeirri ástæðu er stutt síðan síðasta greining bankans birtist. Umfjöllunin sem var í nóvemberhefti *Peningamála* 2003 stendur óhöggðu í öllum meginatriðum þrátt fyrir að margt athyglisvert hafi komið fram síðan þá.

Í kjölfar greiningar bankans á stöðugleika fjármálakerfisins í nóvember sl. hélt bankastjórn fundi m.a. með stjórnendum viðskiptabankanna og stærsta sparisjóðsins. Á fundunum ítrekaði bankastjórnin áhyggjur sínar af hraðri aukningu útlána og mikilli erlendra fjármögnun til skamms tíma. Bankastjórnin sá ástæðu til að fylgja sjónarmiðum sínum eftir með

1. Í þessari grein eru notaðar tölulegar upplýsingar sem tiltækar voru þann 3. mars 2004.

bréfi til viðmælenda sinna dagsettu 18. desember 2003 sem síðar var gert opinbert.

Meginniðurstaða greiningarinnar sem hér birtist er sú að staða fjármálamarkaða og mikilvægustu fjármálafyrirtækja sé tiltölulega traust og viðnámsþróttur þeirra til að mæta áföllum sé viðunandi. Á hinn bóginn er fyrirsjáanleg áraun framundan vegna stórframkvæmda næstu árin og við bætist hætta vegna yfirspenntra eignamarkaða, þ.e. fyrir fasteignir og innlend hlutabréf. Fasteignaverð virðist þegar hafa náð hámarki en verð skráðra hlutabréfa hefur hækkað verulega það sem af er þessu ári eftir methækkunir í fyrra. Athygli hefur vakið á hlutabréfamarkaði að fjárfesting banka og skuldsett kaup fárra fjárfesta eru einkennandi á meðan lífeyrissjóðir og almennir hluthafar hopa samhliða afskráningu félaga. Skráðum félögum í Kauphöll Íslands fækkaði á síðasta ári og sú þróun hefur haldið áfram. Vaxandi líkur eru á svo nefndri leiðréttingu eignaverðs en lækkun þess veldur minnstum skaða á tímum hækkingar ráðstöfunartekna. Lækkun eignaverðs myndi draga úr eftirspurn og stuðla að auknu jafnvægi í þjóðarþúskapnum m.v. núverandi aðstæður. Mesta áraunin fyrir fjármálakerfið væri ef samtímis kæmi til umtalsverðrar lækkunar eignaverðs og stöðunar eða samdráttar í ráðstöfunartekjum að loknum stórframkvæmdum.

Í nóvember 2003 var á þessum vettvangi lögð áhersla á mikilvægi þess að hugað væri að stöðugleika fjármálakerfis við mótnun efnahagsstefnu, einkum við þær aðstæður sem framundan væru. Þannig væri brýnt að stefnan í ríkisfjármálum legði ekki of þunga byrði á stefnuna í peningamálum, því að það gæti grafið undan fjármálalegum stöðugleika. Yrði ekki gripið tímanlega til aðhaldsaðgerða sem ætlað væri að tryggja verðlagsstöðugleika gæti það grafið undan stöðu heimila og fyrirtækja á tíma stóriðjuframkvæmda og leitt til erfiðari aðlögunar að þeim loknum.

Vöxtur innlendra útlána hefur aukist hratt að undanfögnu. Í heild jukust innlend útlán innlánsstofnana á 12 mánuðum til loka janúar sl. um 23,4% sem er meira en samrýmst getur stöðugleika verðlags og efnahagslífs til frambúðar. Nærtækt er að líta til áhranna 1998 til 2001 og afleiðingar mikils útlánavaxtar sem átti sér þá stað. Vanskil og útlánatap jukust í kjölfarið og um tíma þrengdi að erlendri fjármögnun banka og sparissjóða. Samdráttarskeiðið og áraunin á fjármálakerfið er nú að baki en að hluta til má þakka það tiltölulega hagstæðum efnahagslegum

skilyrðum og þess vegna snöggum bata að fjármálafyrirtæki urðu ekki fyrir meiri skakkaföllum en raun bar vitni.

Hlutfallsleg aukning útlána innlánsstofnana hefur verið einna mest til erlendra lánþega² en þó hafa gengisbundin lán til innlendra aðila aukist mikið eða um 47% á síðustu 12 mánuðum.³ Langt er frá að öll þessi gengisbundnu útlán séu til innlendra fyrirtækja og einstaklinga sem hafa tekjur í erlendum gjaldeyri eða verji sig fyrir gengisáhættu með öðrum hætti. Í þessu felst sérstök áhætta fyrir lántakendur og lánveitendur.

Viðskiptabankar og sparissjóðir hafa fjármagnað starfsemi sína í auknum mæli með erlendum lánum og námu þau í lok janúar sl. 727 ma.kr. Tæpur helmingur þessarar fjárhæðar fellur í gjalddaga á tímabilinu til loka janúar 2005, þannig að endurfjármögnunarpörf bankanna verður afar mikil á þessu ári. Einnig má benda á að sú þróun að einstakar skuldabréfaútgáfur í erlendum gjaldmiðlum hafa orðið sífellt stærri eykur á endurfjármögnunaráhættuna. Á fyrstu mánuðum þessa árs hafa viðskiptabankarnir þegar gefið út nokkrar stórar skuldabréfaútgáfur innan MTN-ramma sem lýst er aftar í greininni. Mikilvægt er að viðskiptabankarnir hafa náð að breikka hóp fjárfesta og lengt lánstíma í erlendri fjármögnun á síðustu misserum.

Á síðustu tveimur árum hafa aðstæður á erlendum mörkuðum verið með hagstæðasta móti fyrir skuldabréfaútgáfur íslenskra banka. Að hluta er skýringa að leita í lánsfjáröflun á nýjum mörkuðum. Engu að síður er óvarlegt að treysta því að aðstæður verði ávallt jafn hagstæðar og nú er. Reynslan sýnir annað. Breyttar aðstæður á erlendum skuldabréfamarkaði sem og breytt afstaða lánveitenda til aðstæðna hér á landi gætu þrengt fjáröflunarmöguleika frá því sem nú er.

Matsfyrirtæki og alþjóðlegar efnahagsstofnanir hafa ítrekað beint sjónum sínum að erlendum skuldum Íslands, ekki síst miklum skammtímaskuldum. Hið opinbera og Seðlabankinn hafa bætt stöðu sína en staða annarra hefur versnað á síðustu árum. Mikilvægt er að bankarnir nýti þau tækifæri sem gefast á

2. Útlán innlánsstofnana til erlendra aðila jukust um ríflega 96% á 12 mánuðum til loka janúar 2004.

3. Breytt lánaflökkun kann að hafa haft einhver áhrif á tölur, sjá ramma-grein 1 á bls. 37.

næstu misserum til að styrkja stöðu sína enn frekar með því að gæta hófs í útlánunum og jafnvægis í fjármögnun.

Á Íslandi eru nokkrir skipulagðir markaðir. Kauphöll Íslands hefur á tæpum tveimur áratugum náð að byggja upp vel starfandi verðbréfamarkað. Millibankamarkaður með gjaldeyri var settur á fót árið 1993 og millibankamarkaður með krónur árið 1998. Árið 2001 bættist síðan við millibankamarkaður með gjaldeyris-skriptasamninga. Laga- og regluumhverfi markaða hefur verið mótað á nokkrum árum og telst gott. Rekstraröryggi er í nokkuð góðu lagi en helstu veikleikar íslenskra markaða eru smæð þeirra og fæð markaðsaðila.

Aðstæður og horfur í þjóðarbúskapnum og ytri skilyrði

Aðeins rúmlega fjórir mánuðir eru liðnir frá því að síðasta úttekt á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika var birt, en sem fyrr segir eru slíkar úttektir venjulega gerðar á hálfis árs fresti. Ekki hefur orðið grundvallarbreyting á þjóðhagslegum forsendum fjármálalegs stöðugleika á þeim tíma. Hér á eftir er því farið fremur stuttlega yfir sviðið, en athyglinni fyrst og fremst beint að því sem helst hefur breyst frá útgáfu síðustu greiningar og að öðru leyti vísað til fyrri úttekta.

Alþjóðleg skilyrði fjármálastöðugleika áfram góð og önnur ytri skilyrði svipuð og í nóvember

Í *Peningamálum* 2003/4 var bent á að innlend fjármálafyrirtæki eigi mikið undir því að ekki verði

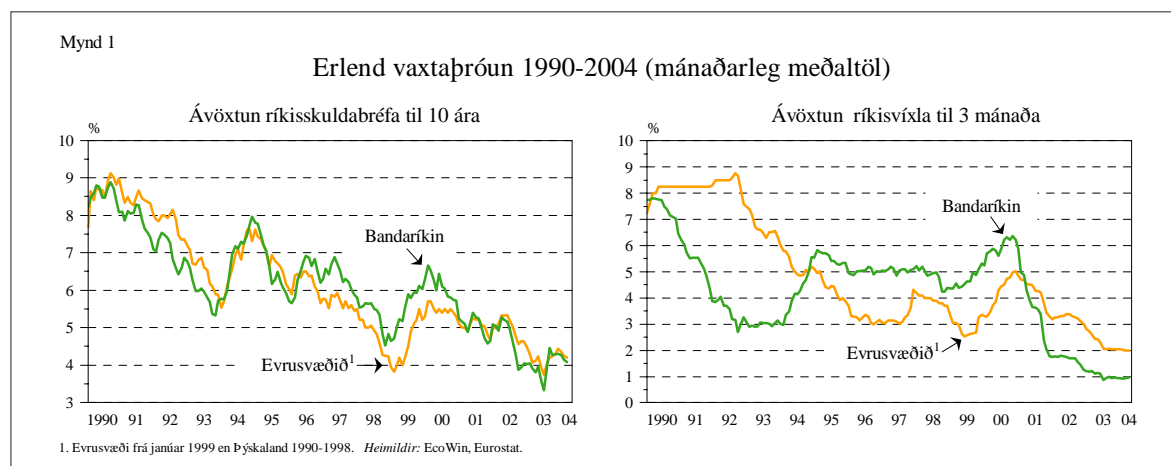
snöggar breytingar á vöxtum erlendis í ljósi neikvæðrar skammtímastöðu þeirra, en þá höfðu langtíma vextir hækkað nokkuð frá sögulegu lágmarki um miðbik ársins. Síðan hafa langtíma vextir hins vegar ekki breyst mikið og útlit er fyrir að þeir muni haldast tiltölulega stöðugir enn um sinn. Batinn í heimsbúskapnum heldur áfram, af nokkrum þrótti í Bandaríkjunum og víða í Asíu, en hægar í Evrópu. Verðbólga er lítil og heldur á undanhaldi í Evrópu. Líkur á snarpri hækkun skammtíma vaxta eru því ekki miklar.

Gengi Bandaríkjadals hefur lækkað enn frekar frá því í nóvember, einkum gagnvart evru. Í febrúar síðastliðnum var gengi evru gagnvart Bandaríkjadal að meðaltali rúmlega 8% herra en í október, tæplega fjórðungi herra en í desember 2002 og 48% herra en í október 2000. Þessar miklu gengissveiflur geta auðvitað falið í sér umtalsverða áhættu fyrir fyrirtæki með óvarða gjaldmiðlaáhættu í einstökum gjaldmiðlum, en líklega hefur lækkun dalsins á heildina litið fremur komið fyrirtækjum til góða vegna tiltölulega hás hlutfalls skulda í Bandaríkjadal.

Ekki hafa orðið umtalsverðar breytingar í ytri skilyrðum frá því í nóvember. Útflutningsverð sjávarafurða hefur þó heldur látið undan síga, en álverð hækkað eins og hráefnaverð almennt í heiminum. Eldsneytisverð hefur verið nokkuð stöðugt í evrum þótt það hafi heldur hækkað í Bandaríkjadöllum.

Viðskiptahalli var áfram mikill á síðari helmingi sl. árs

Viðskiptahalli er meðal vísbendinga um aðstæður sem hugsanlega gætu grafið undan stöðugleika fjár-



málakerfisins. Í *Peningamállum* 2003/4 var á það bent að viðskiptahalli hefði aukist verulega á öðrum fjórðungi ársins. Mikill halli var einnig á síðari helmingi ársins. Á árinu öllu nam viðskiptahallinn u.þ.b. 5½% af áætlaðri landsframleiðslu. Rúmlega þriðjung hallans má rekja til vöruviðskipta og samsvaraði aukinn innflutningur fjárfestingarvöru u.þ.b. 4/5 hlutum vöruviðskiptahallans á síðasta ári. Einnig má reikna með að hallinn á þjónustujöfnuði tengist að nokkru leyti virkjanaf framkvæmdum. Lægð í sjávarútvegi, sem binda má vonir við að sé tímabundin, og öðrum vöruútlutningi átti einnig hlut að máli.

Að því marki sem viðskiptahallinn skýrist af aukinni fjárfestingu, tímabundinni lægð í útflutningi eða jafnvel aðlögun stofns varanlegra neyslugæða að væntum meiri vexti ráðstöfunartekna, er ekki ástæða til að ætla að hann muni grafa undan gengisstöðugleika í náinni framtíð. Hluta hallans sem tengist virkjunarframkvæmdum verður auðvelt að fjármagna og hann hverfur þegar framkvæmdum lýkur. Samkvæmt uppfærðum spám sem kynntar eru hér að framan mun hallinn aukast enn frekar á næstu árum og nema 8% af landsframleiðslu árið 2005. Reiknað er með að innflutningur fjárfestingarvöru o.fl. í tengslum við virkjunarframkvæmdir muni nema u.þ.b. helmingi hallans. Hvort harkalegrar aðlögunar er að vænta, líkt og árin 2001 og 2002, ræðst af því hversu vel tekst að koma í veg fyrir umtalsverða ofpenslu meðan á framkvæmdum stendur. Enn er of snemmt að fullyrða um það.

Horfur um stöðugleika verðlags á næstunni áfram góðar en mikið veltur á gengisþróun

Þrátt fyrir öran vöxt eftirspurnar hefur ekki orðið grundvallarbreyting á verðlagshorfum næstu tvö árin, ef tekið er mið af uppfærðri verðbólguþá sem kynnt er hér að framan. Sem fyrr gætir þó aukinnar óvissu að spátímabilinu loknu vegna vaxandi þunga stórfamkvæmda, eins og lýst hefur verið áður. Nauðsynlegt er að horfa töluvert lengra fram á veginn þegar lagt er mat á hættu sem gæti steðjað að fjármálakerfinu. Hugsanlegt er að sterkt gengi á framkvæmdatím- anum leiði til þess að áhrifanna gæti ekki fyrr en gengi krónunnar lækkar á ný af einhverjum ástæðum.

Hækkun raunverðs íbúða á höfuðborgarsvæðinu hefur stöðvast í bili en veruleg verðlækkun ósennileg í bráð

Útlán fjármálafyrirtækja eru gjarnan tryggð með veði í fasteignum, auk þess sem þau eiga sjálf umtalsverðar fasteignir eða hlutdeild í fasteignafélögum. Af þeim sökum og vegna þess að lækkun eignaverðs tengist oft áföllum á efnahag heimila og fyrirtækja, sem í sjálfu sér valda auknum vanskilum, gæti skyndileg verðlækkun skaðað efnahag fjármálafyrirtækja. Hátt fasteignaverð eykur hættu á verðfalli.

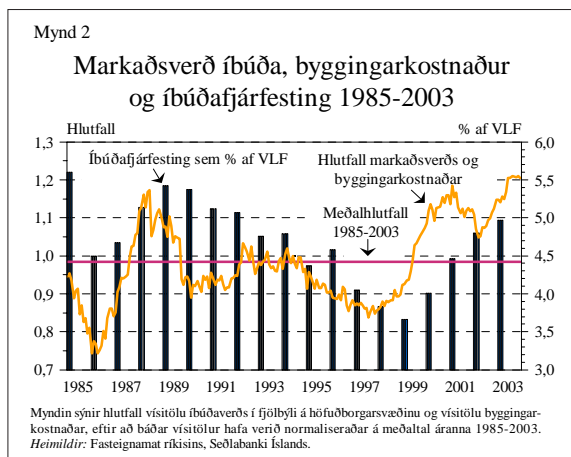
Raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu virðist hafa náð hámarki sl. haust, í bili a.m.k. Þær ófullkomnu vísbendingar sem til eru um raunverð atvinnuhúsnæðis benda til að raunverð hafi lækkað á ný á síðasta fjórðungi liðins árs, eftir nokkra hækkun á þriðja ársfjórðungi.⁴ Eftir sem áður er verðið hátt í sögulegu samhengi. Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika er minni hækkun íbúðaverðs um þessar mundir fremur jákvæð, því að eftir því sem fasteignaverð rís hærra yfir langtímajafnvægi eykst hættu á miklu verðfalli síðar, sem gæti skaðað efnahag heimila og fyrirtækja verulega. Að raunverð íbúða sé hætt að hækka þýðir þó aðeins að áhættan sé hætt að aukast, en ekki að hún sé ekki lengur til staðar ef skyndilegar breytingar yrðu í þjóðarþúskaðum.

Tvennt gæti stutt þá skoðun að aðeins sé um tímabundið hlé á hækkun íbúðaverðs að ræða. Í fyrsta lagi er líklegt að lausir kjarasamningar hafi leitt til þess að fasteignakaupum hafi verið frestað, því að lausir samningar fela í sér óvissu um tekjur heimilanna í næstu framtíð. Í öðru lagi er hugsanlegt að fyrirhugaðar skipulagsbreytingar á húsnæðismarkaði hafi svipuð áhrif, enda hafa þær verið þannig kynntar að þær muni leiða til lægri vaxta á íbúðalánunum.

Meðan hagvöxtur er með ágætum, atvinnuhorfur góðar og kaupmáttur eykst, virðist lítil ástæða til að hafa áhyggjur af verðfalli íbúðarhúsnæðis. Líklegt er hins vegar að aðhaldsaðgerðir á næstu árum og hugsanleg offjárfesting í íbúðarhúsnæði eftir að hlutfall íbúðaverðs og byggingarkostnaðar hefur verið

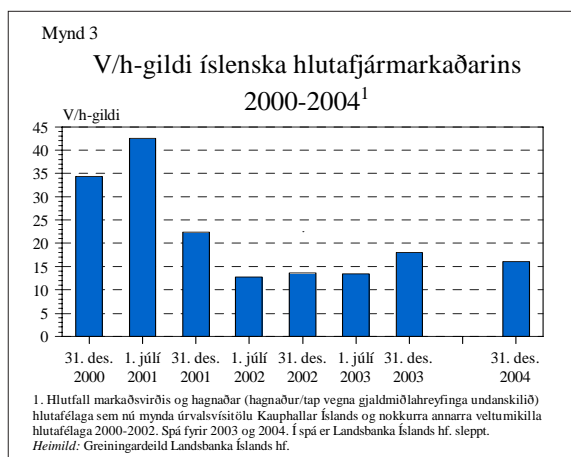
4. Hugsanlegt er að hækkunin á þriðja ársfjórðungi, sem mátti rekja til verðhækkunar skrifstofuhúsnæðis, hafi fremur endurspeglad gæði þess húsnæðis sem þá var selt og keypt en raunverulegar verðbreytingar og hitt að kaupunum fylgdu hagstæðir leigusamningar. Ástæða er til að undirstrika að vegna þess hve sundurleitt atvinnuhúsnæði er að gerð er erfitt að setja saman óbjagaða verðvísitölu. Slíkar tilraunir verður að líta á sem gróft mat fremur en nákvæma mælingu.

óvenjuhátt um nokkurt skeið gæti kallað fram verðfall einhvern tíma á næstu fimm árum. Um þá hættu sem heimilunum stafar af þessu er fjallað nánar hér á eftir.



Gengi hlutabréfa hækkaði um þriðjung frá októberlokum til febrúar

Í nóvember sl. var lýst ákveðnum efasemdum um að hækking hlutabréfaverðs undanfarið ár stæði föstum fótum í hagnaðarhorfum og vaxtarmöguleikum íslenskra fyrirtækja. Þótt verðið virtist ekki úr takti við söguleg v/h-gildi,⁵ kynni hækkingin e.t.v. að tengjast uppstokkun á eignarhaldi og í sumum tilvikum togstreitu um völd. Síðan þá hefur verið hlutabréfa haldið áfram að hækka. Frá októberlokum 2003 til loka



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

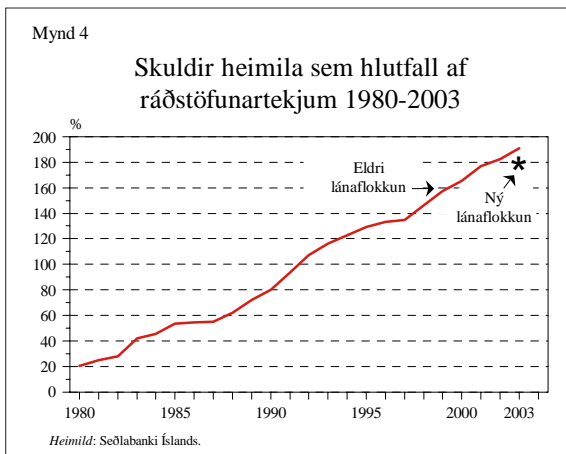
febrúar sl. hækkaði úrvals vísitalan um þriðjung. Í nóvemberskýrslunni var þess getið að þótt verð hlutabréfa hefði hækkað mjög á liðnu ári væru v/h-hlutföll enn nokkuð nærri sögulegu meðaltali. Síðan þá hefur verið hlutabréfa á þennan mælikvarða hækkað töluvert, en hlutfallið er enn mun lægra en á árunum 2000 og 2001, ef miðað er við tólf mánaða hagnað fyrirtækjanna. Hafa ber í huga að v/h-gildi eru mjög næm fyrir skammtímasveiflum í hagnaði fyrirtækja og breytingu væntinga um vöxt þeirra. V/h-gildi nokkurra fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöllinni eru mun hærri en meðtal markaðarins, en það felur í sér væntingar um öran vöxt þessara fyrirtækja. Um hann ríkir hins vegar ætíð mikil óvissa.

Tiltölulega fáir virðast standa á bak við aukna eftirspurn eftir innlendum hlutabréfum, því að lífeyrissjóðir virðast hafa haldið að sér höndum og fremur leitað á erlenda markaði. Að verulegu leyti virðist vera um skuldsett hlutabréfakaup að ræða með þátttöku innlendra lánastofnana. Mikil en oft á tíðum óljós eignatengsl þeirra sem standa á bak við þessi viðskipti fela í sér hættu á keðjuverkun, ef einhverjir þeirra sem keypt hafa hlutabréf fyrir lánsfé lenda í erfiðleikum við að standa við skuldbindingar sínar og verð bréfanna lækkar. Þessi einkenni þróunar á hlutabréfamarkaði að undanförmu, þ.e.a.s. að fá fyrirtæki skuli standa á bak við hækkingu úrvals vísitölu, að fáir kaupendur eigi hlut að máli, að innbyrðis tengsl þeirra séu veruleg og loks að töluvert virðist kveða að skuldsettum hlutabréfakaupum, gefa tilefni til að gæta aukinnar varúðar í viðskiptum með hlutabréf. Í ljósi þess hve íslenski hlutabréfamarkaðurinn er grunnur ætti verð hlutabréfa að endurspeglar aukna áhættu sem af því stafar og v/h-hlutföll því sennilega almennt að vera lægri en á dýpri mörkuðum.

Heimilin

Í nóvemberúttektinni var komist að þeirri niðurstöðu að staða heimilanna væri tiltölulega traust, a.m.k. til fárra ára litið. Samspil hárrar og vaxandi skuldastöðu og íbúðaverðs sem ætti sér vart fordæmi síðan á verðbólguárunum í byrjun níunda áratugarins – þegar hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum var aðeins brot af því sem nú er – væri þó áhyggjuefni, en talið var ólíklegt að greiðslubyrði af háum skuldum yrði alvarlegt vandamál nema kaupmáttur ráðstöfunar-

tekna drægist saman, atvinnuleysi ykist eða vextir hækkðu stórlega. Þessi niðurstaða er enn í gildi. Skuldir heimilanna hafa haldið áfram að aukast frá því að síðasta úttekt var gerð, en eignir þeirra hafa einnig aukist og jafnvel meira en skuldirnar á síðasta ári. Skuldaaukningin sl. ár virðist að miklu leyti tengjast íbúðakaupum. Samanburður er þó ekki fyllilega áreiðanlegur því að nýlega var tekið upp nýtt flokkunarkerfi útlána sem hefur í för með sér lækkun á stofni útlána sem flokkaður er sem skuldir heimila. Þessum breytingum er lýst nánar í rammagrein á bls. 37. Þar sem sambærilega flokkun er ekki að hafa fyrir fyrri tímabil, eru nýjustu tölur um skuldir heimilanna ekki fyllilega samanburðarhæfar við fyrri tímabil. Með því að fylgja niðurstöðum eldri flokkunar má þó áætla að útlán til heimilanna hafi aukist um u.þ.b. 13% á tólf mánuðum til ársloka 2003. Miðað við hina nýju flokkun lækkar hlutfall skulda heimilanna af ráðstöfunartekjum hins vegar úr 191% í 180%. Þetta breytir þó ekki í grundvallaratriðum fyrri ályktunum um þróun skulda heimilanna.



Uppfærð þjóðhags- og verðbólguþá, sem kynnt er hér á undan, bendir til stöðugrar atvinnu og lítillar verðbólgu næstu tvö árin, þótt hún verði farin að rísa undir lok tímabilsins ef ekkert verður að gert.

Áhyggjur af skuldastöðu heimilanna stafa, sem fyrir segir, einkum af því að verð húsnaðis sem lagt er að veði sem trygging fyrir endurgreiðslu stórs hluta skulda einstaklinga er orðið afar hátt og líklegt til að falla, a.m.k. að raungildi, ef afturkippur kemur í efnahagslífið. Íbúðarhúsnaði margra heimila er orðið afar veðsett, sem ráða má af því að undanfarin þrjú ár

hafa heildarskuldir heimila numið u.þ.b. 90% af kostnaðarverði alls íbúðarhúsnaðis í landinu skv. þjóðarauðsmati, þar af íbúðalán 65%. Þar sem einstaklingar eru misjafnlega skuldugir má leiða líkur að því að töluverður hópur eigi sem næst fullveðsettar eignir.

Frá árinu 1999 hefur Íbúðalánasjóði verið heimilt að veita viðbótarhúsnaðislán sem geta numið allt að 25% af kaupverði og haft í för með sér veðhlutfall allt að 90% af kaupverði. Á árunum 1999-2003 voru veitt samtals u.þ.b. 10 þúsund viðbótarlán, en það undirstrikar að hópur íbúðareigenda sem hefur veðsett eignir sínar því sem næst að fullu er nokkuð stór. Enn fremur hefur þorri allra íbúðalána sem veittur hefur verið undanfarin ár verið til 40 ára. Lengri lánstími leiðir til þess að eignamyndun fyrstu árin eftir húsnaðis kaup verður afar hæg, en það leiðir til þess að líkur á að íbúðaverð falli einhvern tíma niður fyrir fjárhæð eftirstöðva lánsins aukast. Tölfræðileg greining á sveiflum íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu frá árinu 1983 bendir til að miðað við 30 ára endurgreiðslutíma séu að jafnaði fjórðungs til þriðjungs líkur á að slíkt gerist á lánstímanum. Ef tekið er tillit til þess að íbúðaverð er um þessar mundir í sögulegu hámarki virðist neikvæð eiginfjárstaða einhvern tíma á líftímanum næsta örugg. Verðsveiflur á íslenskum íbúðamarkaði virðast vera u.þ.b. í meðallagi í alþjóðlegu samhengi og ýmis dæmi eru um töluvert meiri verðsveiflur, t.d. á Norðurlöndum fyrir rúmum áratug. Þau undirstrika að verðmæti sem næst fullveðsettrar íbúðar getur fallið langt niður fyrir andvirði eftirstöðva áhvilandi lána. Verðtrygging og afar afturhlaðin greiðslubyrði, sem stafar af verðtryggingu og jafngreiðsluformi lánanna, leiðir enn fremur til þess að íbúðareigandinn getur átt von á því að sitja uppi með neikvætt eigið fé í langan tíma.

Bent hefur verið á í fyrri úttektum (sjá t.d. *Peningamál* 2003/2) að viðkvæmni íslenskra heimila gagnvart verðbólgu sé sérstaklega mikil, því að ólíkt flestum löndum í svipaðri stöðu sé meginhluti skulda íslenskra heimila verðtryggður. Fari verðbólga úr böndum þannig að beita þurfi harkalegum aðhalds- aðgerðum til að ná henni niður á ný gæti slíkt leitt til snarprar lækkunar íbúðaverðs á sama tíma og greiðslubyrði þyngist og ráðstöfunartekjur skreppa saman. Verðtrygging þorra skulda heimilanna gerir þau viðkvæm gagnvart áföllum í þjóðarbúskapnum, einkum ef þau koma í kjölfar ofpensluskeiðs og leiða

Tafla 1 Nokkur tímabil eignaverðbólgu og -hjöðunar í ýmsum löndum

Land/svæði	Tímabil	Fjöldi ára	Meðalhækkun húsnæðisverðs (%)	Uppsöfnuð raunhækkun (%)	Lækkun 4 árum eftir uppsveiflu (%)	Hlutfall hækkunar sem gekk til baka (%)
Írland	1996-1999	4	16,1	189	?	?
Ísland	1997-2003	7	5,5	45	?	?
Finnland.....	1987-1989	3	16,3	57	-46	127
Noregur.....	1985-1987	3	13,0	44	-31	102
Danmörk.....	1983-1986	4	10,4	48	-26	81
Svíþjóð	1987-1989	3	10,5	35	-26	98
Bretland	1986-1989	4	14,1	69	-25	62
Japan.....	1986-1990	5	11,9	76	-25	57 ¹
New Hampshire.....	1984-1988	4	14,6	72	-25	60
Connecticut.....	1983-1988	6	11,8	95	-24	50
Massachusetts.....	1983-1987	5	15,3	104	-19	38
New Jersey	1984-1989	5	12,6	81	-19	42
Rhode Island.....	1985-1988	4	16,1	82	-17	38
Spánn.....	1986-1991	5	18,4	133	-16	27
New York.....	1982-1988	7	10,2	98	-13	26
Ítalía.....	1989-1991	3	14,9	52	-12	36

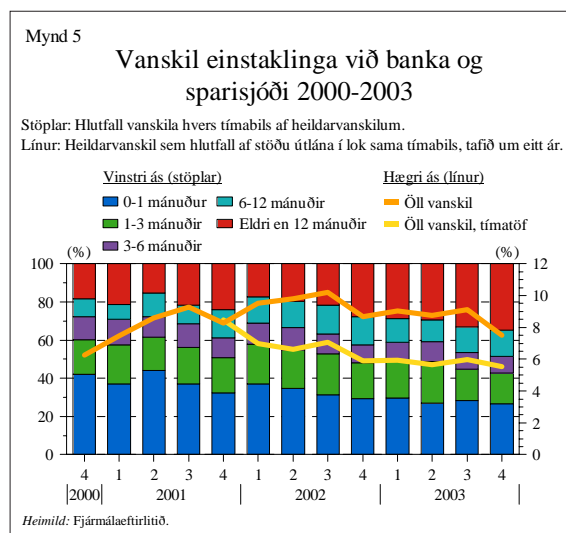
1. Þess ber að gæta að mun stærri hluti hækkunar japansks fasteignaverðs hefur nú gengið til baka, enda hefur landverð lækkað í níu ár samfleytt. Heimildir: Ireland: Selected Issues and Statistical Appendix, *IMF Staff Country Report* No. 00/99 og Seðlabanki Íslands.

til verðbólgu og kaupmáttarrýrnunar. Áföll við slíkar aðstæður gætu leitt samtímis til gengislækkunar og tímabundið aukinnar verðbólgu og lækkunar íbúðaverðs, a.m.k. að raunvirði. Íslenskum heimilum kemur hins vegar til góða að meginhluti skulda þeirra er á föstum vöxtum.

Í bili virðist raunhækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu hafa stöðvast. Eins og fyrr var getið er þó of snemmt að fullyrða hvort einungis er um tímabundið hlé að ræða sem tengist óvissu á vinnumarkaði og fyrirhuguðum breytingum á lánum Íbúðalánasjóds. Ef hjöðnun íbúðaverðs er óhjákvæmileg gæti verið heppilegra að hún hæfist meðan sæmilegur þróttur er í efnahagslífinu fremur en á samdráttarskeiði sem gæti fylgt í kjölfarið. Það myndi hamla gegn þensluáhrifum þeirrar bylgju stórframkvæmda sem framundan er og draga úr hættu á að verðfall húsnæðis magni samdrátt að framkvæmdatímabilinu loknu.

Dregið hefur úr heildarvanskilum, en alvarlegum vanskilum fjölgað

Heildarvanskil einstaklinga við banka og sparisjóði sem hlutfall af útlánnum náðu hámarki í lok þriðja

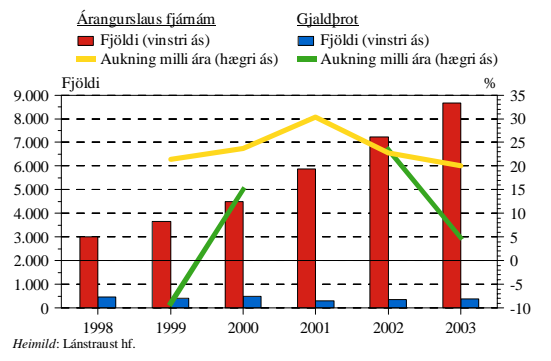


fjórðungs ársins 2002. Á árunum 2001 og 2002 hækkaði hlutfallið fyrstu þrjá fjórðunga árunna, en í fyrra hélst það nokkuð stöðugt. Lækkun hlutfallsins má þó að nokkru leyti rekja til mikils vaxtar útlána á árinu 2003, og nokkur tími líður jafnan frá því að lán er veitt þar til að lán lendir í vanskilum. Hærra hlutfall nýrra útlána hefur lækkað hlutfall vanskila. Með því að setja vanskilastöðuna í hlutfall við stöðu útlána í lok ársins á undan má taka tillit til þessa. Á þennan mælikvarða hafa heildarvanskil einstaklinga einnig heldur dregist saman frá árinu 2002, en minna. Að jafnaði voru vanskil á árinu 2003 alvarlegri en árið áður, þ.e.a.s. stærri hluti vanskila var eldri en tólf mánaða. Því gæti enn verið eitthvert útlánatap í vændum hjá bönkum og sparisjóðum á þessu ári.

Árangurslausum fjárnámum hjá einstaklingum fjölgaði um 20% á milli árunna 2002 og 2003. Fjöldinn gefur aðeins grófa vísbendingu um umfang vandamála sem gætu leitt til endanlegs útlánataps, en upplýsingar skortir um þær fjárhæðir sem eru í húfi. Lítið er um að slík mál séu tekin til formlegrar gjaldprotameðferðar. Gjaldþrotáurðurir eru hlutfallslega fáir miðað við árangurslaus fjárnám og á árinu 2003 fjölgaði þeim aðeins lítillega. Fjölgun árangurslausra fjárnáma og aukning í alvarlegum vanskilum er íhugunarefni í ljósi þess að hin ytri skilyrði

Mynd 6

Fjöldi árangurslausra fjárnáma og gjaldþrotáurðurða – einstaklingar 1998-2003



fyrir rekstur heimilanna, t.d. vöxtur ráðstöfunartekna, atvinnuþróun, vaxtaþróun og verðlagsstöðugleiki hafa verið heimilunum fremur hagstæð að undanförunu. Hugsanlegt er að um tafir eftirköst sviptinga árunna á undan sé að ræða, enda náði atvinnuleysi hámarki á sl. ári. Einnig má líta á þessa þróun sem vísbendingu um að greiðslubyrði af sívaxandi skuldum sé farin að sliga efnahag fleiri heimila, jafnvel í þokkalega góðu árferði.

Rammagrein 1 Ný flokkun útlána og markaðsverðbréfa

Í september 2003 var tekin upp ný aðferð við flokkun útlána og markaðsverðbréfa hjá lánastofnunum. Í stað þess að áður voru einstök útlán og markaðsverðbréf flokkuð handvirkt á atvinnugreinar er flokkunin nú sjálfvirk. Hún fer þannig fram að skrár lánastofnanna eru samkeyrðar við fyrirtækjaskrá sem inniheldur atvinnugreinarnúmer fyrirtækja samkvæmt ÍSAT-95 staðlinum.

Þessi nýja aðferð hafði ýmsar breytingar í för með sér. Þar ber fyrst að nefna breytingu á skuldum einstaklinga (heimila). Í nýju flokkuninni færast á heimili öll viðskipti sem skráð eru á kennitölur einstaklinga, einnig þótt um sé að ræða rekstur fyrirtækis sem áður hefði hugsanlega verið færður á viðkomandi atvinnugrein. Ástæðan er sú að í sjálfvirku flokkuninni er ekki

unnt að greina á milli þess hvort lán er til einkaneyslu eða fyrirtækjarekstrar ef hvort tveggja er skráð á kennitölu viðkomandi einstaklings. Þótt leiða megi líkur að því að sífellt færri reki fyrirtæki á eigin kennitölu eru eflaust einhver brögð að því enn, einkum ef um er að ræða smærri rekstur.

Loks ber að nefna breytingu samfara nýrri flokkun sem lækkaði skuldir heimilanna allnokkuð. Íbúðalánasjóður flokkaði áður öll sín útlán á einstaklinga með þeim rökum að það væru þeir sem að lokum greiddu af lánunum, hver svo sem upphaflegur lántakandi væri. Samkvæmt nýju flokkuninni færast lánin á þann sem skráður er skuldari á hverjum tíma. Rúm 11% af útlánunum Íbúðalánasjóðs færast á aðra en einstaklinga, þ.e. sveitarfélög, byggingarverktaka og aðrar atvinnugrein-

Tafla 1 Innlend útlán og markaðsskuldabréf bankakerfisins 30. september 2003

M.kr.	Ný lána-flokkun	Eldri lána-flokkun	Mis-munur
Ríkissjóður og ríkisstofnanir..	5.542	12.910	-7.368
Bæjar- og sveitarfélög.....	13.620	16.533	-2.913
Fjármálastofnanir, aðrar en bankar.....	170.537	131.525	39.012
Fyrirtæki.....	566.540	594.453	-27.913
Landbúnaður.....	6.245	15.200	-8.955
Sjávarútvegur/fiskveiðar.....	48.844	136.261	-87.417
Verslun o.fl.....	126.232	100.381	25.851
Iðnaður.....	143.932	77.865	66.067
þ.a. vinnsla landbúnaðar-afurða.....	4.439	-	4.439
þ.a. vinnsla sjávarafurða...	84.885	-	84.885
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð ¹	38.435	25.418	13.017
Samgöngur.....	16.835	14.745	2.090
Raforpumál/veitur.....	2.574	2.560	14
Þjónustustarfsemi.....	183.444	222.024	-38.580
Einstaklingar ²	174.604	208.041	-33.437
Íbúðalán.....	-	25.869	-
Annað.....	-	182.171	-
Óflokkað.....	18.991	-	18.991
Útlán og markaðs-skuldabréf alls.....	949.833	963.462	-13.629

1. Var áður tveir liðir: byggingarverktakar íbúða og aðrir byggingarverktakar. 2. Ekki er lengur gerður greinarmunur á íbúðalánum einstaklinga og öðrum lánum þeirra.

ar. Í lok september sl. voru útlán Íbúðalánasjóðs til einstaklinga 380 ma.kr. og til annarra aðila 48 ma.kr. samkvæmt nýrri lánaflokkun.

Lækkun varð á lánum til landbúnaðar í nýrri lána-flokkun vegna þess að nú færast vinnsla landbúnaðar-afurða á iðnað og sala þeirra á verslun, en hvort tveggja færðist áður á landbúnað. Hliðstæð breyting varð í sjávarútvegi. Auk þess má gera ráð fyrir að í báðum greinum hafi atvinnurekstur verið skráður á einstaklingskennitölu sem nú færast á heimili.

Af heildarfjárhæð innlendra útlána og markaðs-verðbréfa bankakerfisins í lok september 2003 voru 2% eða 19 ma.kr., sem ekki reyndist unnt að flokka á atvinnugreinar. Þetta eru fyrirtæki sem í fyrirtækjaskrá falla undir flokk 97000 (engin starfsemi) og flokk 98000 (ótilgreind starfsemi).

Í töflunni hér að neðan má sjá samanburð á nýrri og eldri flokkun á innlendum lánum og markaðsskuldabréfum bankakerfisins 30. september 2003. Skýring á því að niðurstöðutalan er ekki hin sama er sú að útlán til erlendra aðila höfðu áður verið ranglega flokkuð á innlenda aðila.

Fyrirtækin

Framlegð skráðra fyrirtækja yfirleitt góð

Framlegð skráðra fyrirtækja á sl. ári var svipuð og reiknað var með í síðustu greiningu í nóvember og framlegð sjávarútvegsfyrirtækja var eitthvað betri en reiknað var með, þrátt fyrir að mörgu leyti væru erfið rekstrarskilyrði. Hagnaður eftir skatta var nokkru minni, en það má rekja til minni gengishagnaðar en árið áður.

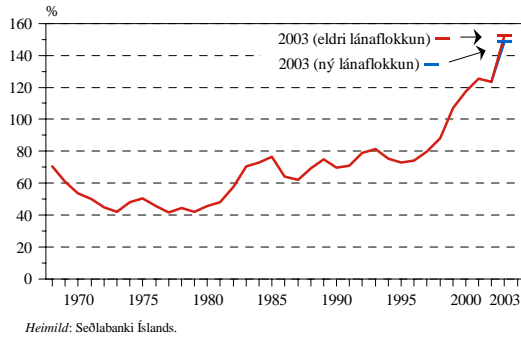
Mikill vöxtur í gengisbundnum skuldum fyrirtækja

Á síðasta ári tóku skuldir fyrirtækja að hækka á ný eftir hlé árið 2002, þegar fjárfesting dróst saman og gengishækkun krónunnar lækkaði stofn gengisbundinna skulda í krónum talið. Frá því að síðasta úttekt var birt hefur bætt enn frekar í útlánavöxtinn. Þess

ber þó að geta að breytingar á flokkunarkerfi útlána leiða til þess að nýjustu og eldri tölur eru ekki fyllilega sambærilegar, eins og greint er frá í rammagrein. Samkvæmt útlánaflokkun lánakerfis voru skuldir atvinnuveganna 973 ma.kr. í árslok 2002 en 1.186 ma.kr. í lok sl. árs. Breytt útlánaflokkun innlánsstofnana veldur því að skuldirnar í lok sl. árs voru u.þ.b. 20 ma.kr. lægri en ella. Eigi að síður hækkar hlutfall skulda fyrirtækja af landsframleiðslu verulega og er áætlað að það hafi hækkað úr 124% í ríflega 149% af landsframleiðslu liðins árs, eða 152% ef miðað er við eldri flokkun. Miðað við hana nam vöxturinn u.þ.b. 20%. Líklega lætur nærri að aukning gengisbundinna skulda nemi u.þ.b. 70% aukningarinnar. Því er sýnt að næmni fyrirtækja fyrir gengisbreytingum hefur aukist.

Mynd 7

Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1968-2003



Umhugsunarefni er hve hratt skuldir fyrirtækja hafa vaxið á liðnu ári. Þá er ekki síður skoðunarvert að ekki verður séð að skuldaaukningin tengist fjármunamyndun nema að litlu leyti. Að því er best verður séð dróst almenn fjármunamyndun atvinnuveganna saman á síðasta ári. Fremur virðast auknar skuldir fyrirtækja tengjast skuldsettu yfirtökum, meðal annars í tengslum við afskráningu hlutafélaga, og tengjast því einnig mikilli hækkun eignaverðs á undanförunum misserum. Ef eitthvað er, virðist sem tilefni skuldaaukningarinnar geri hana áhættumeiri en ella m.t.t. fjármálastöðugleika.

Veruleg fjölgun árangurslausra fjárnáma bendir til að gjaldþrotáurskurðum muni fjölga á næsta ári

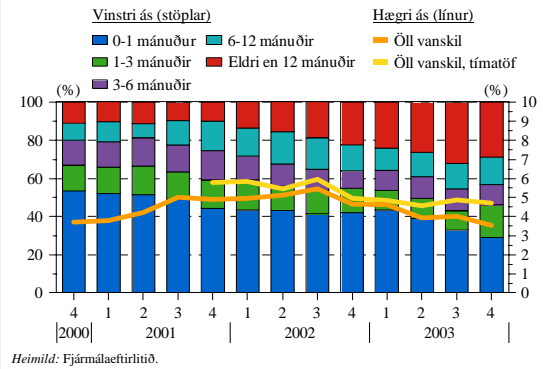
Upplýsingar um vanskil fyrirtækja benda til svipaðrar stöðu og við síðustu úttekt, þegar tekið hefur verið tillit til hins mikla útlánvaxtar. Eins og hjá heimilunum virðist mega rekja lækkingu hlutfalls vanskila af útlánum til þess hve mikið útlán til fyrirtækja jukust í fyrra. Ef miðað er við útlán í upphafi árs var hlutfall vanskilalána hins vegar nokkuð stöðugt á árinu 2003. Hlutfall alvarlegra vanskila lækkaði lítillega á síðasta fjórðungi ársins, eftir að hafa farið vaxandi um nær tveggja ára skeið. Tölur um vanskil ber að túlka af varfærni, því að breytt var um vinnubrögð við vinnslu vanskilaupplýsinga hjá einum viðskiptabankanna á árinu eins og fjallað er um í kaflanum um fjármálafyrirtæki.

Þegar síðasta úttekt á fjármálastöðugleika var gerð virtist sem nokkuð hefði hægt á fjölgun árangurslausra fjárnáma. Á síðasta fjórðungi ársins virðist sú þróun hins vegar hafa snúist við. Árangurslausum

Mynd 8

Vanskil fyrirtækja við banka og sparisjóði 2000-2003

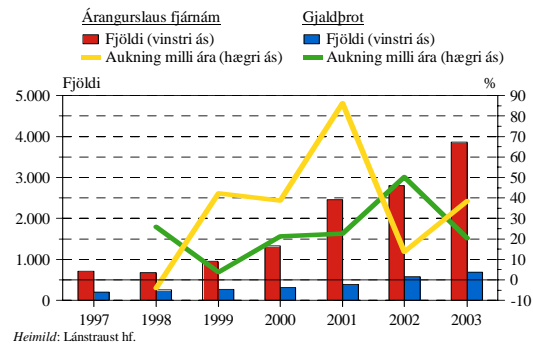
Stöplar: Hlutfall vanskila hvers tímabils af heildarvanskilum.
Línur: Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána í lok sama tímabils, tafið um eitt ár.



fjárnámum hjá fyrirtækjum fjölgaði um 40% á milli árunna 2002 og 2003. Fjölgunin var í reynd álíka mikil og milli árunna 2000 og 2001, þótt hún væri hlutfallslega minni. Gjaldþrotáurskurðum fjölgaði um 20%. Miðað við fjölda árangurslausra fjárnáma má búast við að gjaldþrotáurskurðum fjölgi enn frekar á árinu 2004.

Mynd 9

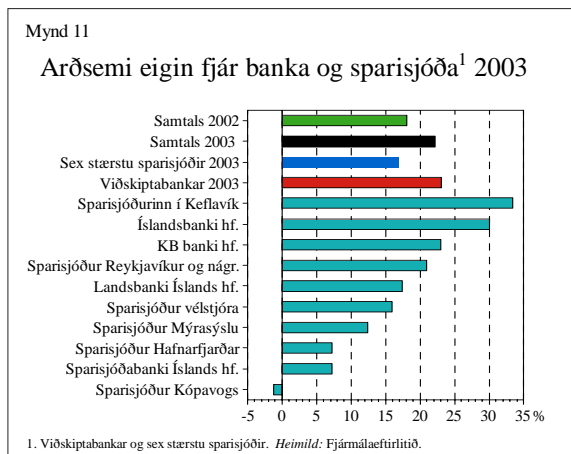
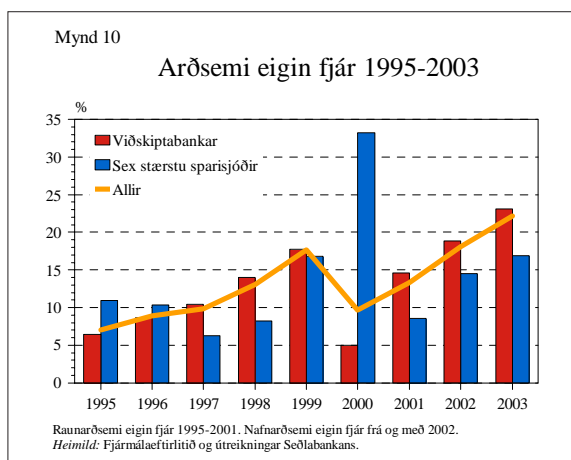
Fjöldi árangurslausra fjárnáma og gjaldþrotáurskurða – fyrirtæki 1997-2003



Fjármálafyrirtækin

Arðsemi fjármálafyrirtækjanna aldrei verið meiri ...

Í heildina jókst arðsemi⁶ viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna enn á árinu 2003 en í upphafi ársins var frekar búist við minni hagnaði en á árinu 2002.⁷ Eftir því sem leið á árið varð ljóst að arðsemi bankanna yrði með mesta móti. Heildarhagnaður viðskiptabankanna fjögurra var um 16,5 ma.kr. (nær eingöngu þeir þrír stærstu) á síðasta ári en heildarhagnaður sex stærstu sparisjóðanna var 2,3 ma.kr.



6. Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af vagnu meðaltali eigin fjár yfir tímabilið að frádrögnum hagnaði tímabilsins.

7. Spár greiningardeilda fjármálafyrirtækja í upphafi ársins 2003.

Skilgreiningar

Viðskiptabankar:

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

Sex stærstu sparisjóðir:

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

... sem að miklu leyti má rekja til annarra þátta en hefðbundinnar viðskiptabankastarfsemi

Hreinar vaxtatekjur viðskiptabankanna jukust um 24,5% á milli árána 2002 og 2003 og urðu riflega 31 ma.kr. Vaxtatekjurnar sjálfar jukust um 3% en vaxtagjöldin drógust saman um 8%. Samdráttur varð aðallega í vaxtatekjum og gjöldum sem reiknast af kröfum á aðrar lánastofnanir en tiltölulega lítil breyting varð á öðrum liðum. Vaxtamunur⁸ viðskiptabankanna í heild stóð þó í stað á milli ára en það má rekja til mikillar aukningar heildarfjármagns á árinu sem fjallað er um síðar. Starfsemi viðskiptabankanna erlendis hefur vaxið að undanfögnu og gera má ráð fyrir að um 16%–20% af hreinum vaxtatekjum viðskiptabankanna hafi komið af erlendri starfsemi á árinu 2003.⁹ Vaxtamunur sex stærstu sparisjóðanna lækkaði aðeins á árinu 2003. Vaxtagjöldin drógust saman en vaxtatekjurnar stóðu því sem næst í stað og því jukust hreinar vaxtatekjur en heildarfjármagn sparisjóðanna jókst sem leiddi til lækkunar vaxtamunarins.

Hreinar þóknunartekjur viðskiptabankanna jukust um 37% á árinu 2003 en þó sýnu mest hjá KB banka.¹⁰ Hreinar þóknunartekjur ársins 2003 námu riflega 19 ma.kr. Auknar þóknunartekjur má aðallega rekja til tekna af miðlun verðbréfa og fyrirtækjaráðgjöf. Gera má ráð fyrir að a.m.k. 25% af hreinum

8. Vaxtatekjur að frádrögnum vaxtagjöldum sem hlutfall af meðaltali niðurstöðu efnahagsreiknings í upphafi og lok tímabils.

9. Þetta má lesa beint út úr kynningu á ársreikningi KB banka hf. en erfiðara er að áætla þetta fyrir hina viðskiptabankana. Gæta þarf vel að skilgreiningunni á erlendum aðila. Að nokkru leyti er um íslenska lögáðila að ræða sem stofnað hafa félög erlendis. Því ber að túlka með varúð þessa útreikninga og þá sem fylgja í næstu málsgreinum.

10. Um 56% frá árinu 2002.

þóknatekjum viðskiptabankanna hafi komið frá erlendra starfsemi þeirra á árinu 2003.¹¹

Gengishagnaður af annarri fjármálastarfsemi jókst um 162% á árinu 2003 og varð um 16,6 ma.kr. á árinu öllu. Um 61% eða ríflega 10 ma.kr. af þessum lið var hagnaður af stöðu í veltuhlutabréfum. Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2003/4 jókst staða viðskiptabankanna í hlutabréfum mikið á síðasta ári og nánar verður komið að því síðar í greiningunni. Um 30% af hagnaðinum voru vegna skuldabréfa í veltubók en afgangurinn var vegna gengishagnaðar af gjaldeyrisviðskiptum. Athuga verður að þótt um 16,6 ma.kr. séu bókfærðir í gengishagnað, á eftir að draga frá fjármögnunarkostnaðinn vegna verðbréfastöðunnar¹² og að ekki var nema hluti þessa hagnaðar innleystur um áramótin. Ef litið er á einstaka ársreikninga virðist hlutabréfaeign Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. aðallega liggja í innlendum fyrirtækjum en samkvæmt kynningu sem fylgdi með ársreikningi KB banka hf. mátti rekja um 50% af ríflega 10 ma.kr. gengishagnaði bankans til annarra landa en Íslands.¹³ Einnig liggur stærsti hluti eignar KB banka hf. í veltubók hlutabréfa í öðrum hlutabréfum en skráð eru í Kauphöll Íslands hf.

Svipaða sögu er að segja af afkomu sex stærstu sparisjóðanna; tekjur af hefðbundinni inn- og útlánastarfsemi voru þar mikilvægastar en einnig var góð afkoma af veltubókum sparisjóðanna.

Tekjur af hefðbundinni viðskiptabankastarfsemi, þ.e. inn- og útlánastarfsemi hafa verið og munu að öllum líkindum verða áfram í framtíðinni stærsta stöðuga tekjulind viðskiptabankanna. Á síðari árum hefur afkoma bankanna orðið háðari afkomunni af veltubók verðbréfa, miðlun verðbréfa og ráðgjöf til fyrirtækja. Að því er varðar veltubók skuldabréfa lækkaði ávöxtunarkrafa skuldabréfa sem skráð eru í Kauphöll Íslands á árinu 2003 og ef litið er á skuldabréfavísitölur Kauphallarinnar var hækkun þeirra á bilinu 7,5% til 14% eftir tegundum skuldabréfa.

11. Þetta hlutfall var um 50% fyrir KB banka hf.

12. Gera má ráð fyrir að gengishagnaður af veltubók hlutabréfa lækki um 2,5 ma.kr. vegna fjármögnunarkostnaðar og verði því 7,5 ma.kr. Þessi fjármögnunarkostnaður er bókfærður sem vaxtagjöld og skeykkir því niðurstöðuna þegar hinn svokallaði vaxtamunur er reiknaður út. Fjármögnunarkostnaður vegna veltubókar skuldabréfa var sennilega af svipaðri stærðargráðu eða ríflega 3 ma.kr. en bókfærður gengishagnaður af veltubók skuldabréfa var um 5 ma.kr.

13. Þar af var stærsti hlutinn rakinn til Bretlands eða um 3,4 ma.kr.

Ávöxtunarkrafan lækkaði frekar á fyrstu vikum 2004. Hvort ávöxtunarkrafan lækkar meira á árinu ræðst af ýmsu, m.a. vaxtaákvörðunum Seðlabanka Íslands, skráningu skuldabréfanna í alþjóðlegu uppgjörskerfi og áhuga erlendra fjárfesta.

Afar ólíklegt verður að telja að jafn mikil hækkun hlutabréfa verði á árinu 2004 eins og varð á árinu 2003 en þá hækkaði úrvalsvísitala Kauphallar Íslands hf. um ríflega 56%. Í *Peningamálum* 2003/4 var þeirri spurningu velt upp hvort hækkun á hlutabréfamarkaði væri umfram efnahagslegar forsendur. Ekkert einhlítt svar er við þessari spurningu en í þeirri greiningu var bent á að fá fyrirtæki væru á bak við hækkunina auk þess sem v/h-hlutfall skráðra fyrirtækja á þeim tíma væri ekki óeðlilega hátt í sögulegum og alþjóðlegum samanburði. Eins og bent er á hér að framan hefur úrvalsvísitala Kauphallarinnar hækkað um þriðjung frá því greiningin var gerð í lok október á sl. ári og til 3. mars 2004. Aukin stöðutaka viðskiptabankanna í innlendum hlutabréfum að undanförunum kann því að orka tvímælis þegar litið er til smæðar markaðarins og þess að hömlur eru á því hversu miklar skuldbindingar fjármálafyrirtæki má hafa gagnvart einstökum fyrirtækjum og tengdum aðilum, þ.e. samanlagðri eign í hlutabréfum og útlánunum til einstaks fyrirtækis. Þetta gæti mögulega skapað hættu fyrir afkomu einstakra fjármálafyrirtækja og hugsanlega smitað yfir í fjármálakerfið allt. Hætta á hagsmunaárekstri er einnig fyrir hendi ef fjármálafyrirtæki á bæði stóra eignarhluta í fyrirtæki og er um leið viðskiptabanki þess. Hér ber að hafa í huga að meira er orðið um stórar fyrirtækjasamsteypur á innlendum markaði og oft er erfitt að gera sér grein fyrir eignatengslum á milli einstakra fyrirtækja.

Útrás bankanna og/eða þátttaka í annarri starfsemi en hefðbundinni viðskiptabankastarfsemi virðast því m.a. vera leiðirnar í þessu samhengi ef ætlun þeirra er að stækka. Útrásin á undanförunum árum hefur ekki alltaf verið til fjár og einnig eru dæmi þess að fjármálafyrirtækin hafi dregið sig út úr rekstri sem ekki sneri að hefðbundinni bankastarfsemi. Stækkun efnahagsreikningsins ætti þó ekki að vera keppikefli ein og sér heldur hljóta arðsemismarkmið ávallt að vera í fyrirrúmi ásamt góðum skilningi á áhættunni sem felst í rekstrinum og skynsamlegri stýringu hennar.

Ef reynt er að draga saman mögulega stærðargráðu hagnaðar bankanna sem upprunninn er erlend-

is á árinu 2003 væri hægt að áætla að um 15%–20% hagnaðarins kæmu af erlendri starfsemi eða um 2,5–3,3 ma.kr. af 16,5 ma.kr. hagnaði.¹⁴ Hvort sem þetta er nærri lagi eður ei er ljóst að umsvif viðskiptabankanna erlendis eru að færast í aukana. Það verður þó alltaf erfitt að gera sér grein fyrir uppruna hagnaðar þar sem ýmsar leiðir eru færar hjá fyrirtæki sem starfar í mörgum löndum til að bókfæra tekjur í einu landi þótt uppruni þeirra sé í öðru landi.

Framlag á afskriftareikning og endanlega töpuð útlán jukust verulega á milli ára ...

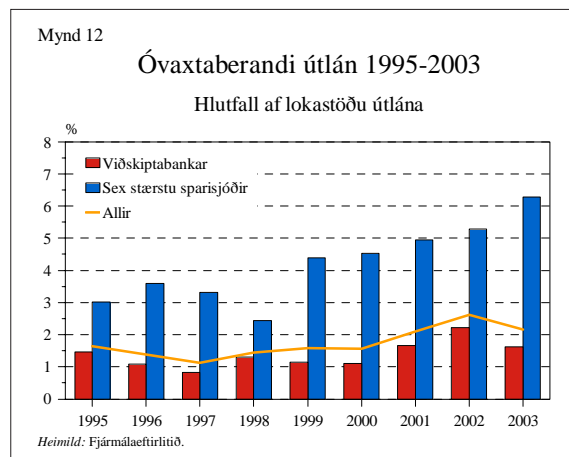
Framlag viðskiptabankanna á sérstakan afskriftareikning útlána jókst um 45% á árinu 2003, eða um 3,6 ma.kr. Einnig lögðu viðskiptabankarnir ríflega 1,5 ma.kr. á almennan afskriftareikning útlána á árinu 2003 sem er aukning um 342% á milli ára. Aukið framlag á almennan afskriftareikning má m.a. rekja til aukinna útlána viðskiptabankanna á árinu 2003 sem jukust um 34,5%. Aukningu framlaga á sérstakan afskriftareikning má mögulega rekja til þess að nýir eignaraðilar komu að rekstri Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. auk þess sem Búnaðarbankinn sameinaðist Kaupþingi banka hf. á árinu. Nýir eigendur hafa beitt öðrum mælistikum á útlánasafn þessara banka en það leiddi til aukinna afskriftaframlaga. Að því marki sem þetta er skýringin ætti framlagið á sérstakan afskriftareikning útlána að dragast saman á árinu 2004 að öllu öðru óbreyttu. Hjá sex stærstu sparissjóðunum jókst framlagið á sérstakan afskriftareikning um 27% á milli ára en tekið var út af almennum afskriftareikningi útlána (neikvætt framlag) þrátt fyrir að útlán sex stærstu sparissjóðanna hafi aukist um 3,7% á árinu 2003.

Endanlega töpuð útlán jukust um 28% á árinu 2003 hjá viðskiptabönkunum og námu ríflega 6,5 ma.kr. Á árinu 2002 höfðu endanlega töpuð útlán tekið mikinn kipp er þau jukust um ríflega 103% frá árinu 2001. Framlag á afskriftareikning ætti að veita ákveðið forspárgildi hvað varðar endanlega töpuð útlán í framtíðinni. Töluvert útlánatap var á árinu 2003 og gera má ráð fyrir að það ætti síst að minnka á þessu ári. Hjá sex stærstu sparissjóðunum jukust endanlega töpuð útlán um 67% og hafði tapast um 2,1 ma.kr. í árslok 2003.

14. Gera má ráð fyrir að um 20%–25% af hreinum rekstrartekjum banka komi erlendis frá. Einnig má gera ráð fyrir að stór hluti rekstrarjalds og framlags í afskriftareikning sé vegna innlestrar starfsemi.

Mikil samkeppni virðist ríkja um útlán til fyrirtækja, einkum hinna stærri og traustari. Samkeppnin í útlánunum til þessara aðila hefur leitt til þess að áhættuálag á grunnvexti útlána hefur lækkað og spurningar vakna um hvort það endurspeglir lengur mögulegt útlánatap. Athyglisvert er einnig að erlendir bankar virðast hafa dregið úr beinum lánveitingum til íslenskra fyrirtækja. Í stað þeirra koma gengisbundin lán innlendu viðskiptabankanna. Að því marki sem erlendu bankarnir draga sig út úr þeirri hörðu samkeppni sem ríkir um viðskipti stærri fyrirtækja með tilheyrandi lækkuð vaxtaálag verður sú spurning áleitinn hvort þessi þróun sé staðfesting á að áhættan í útlánunum sé of lágt metin.

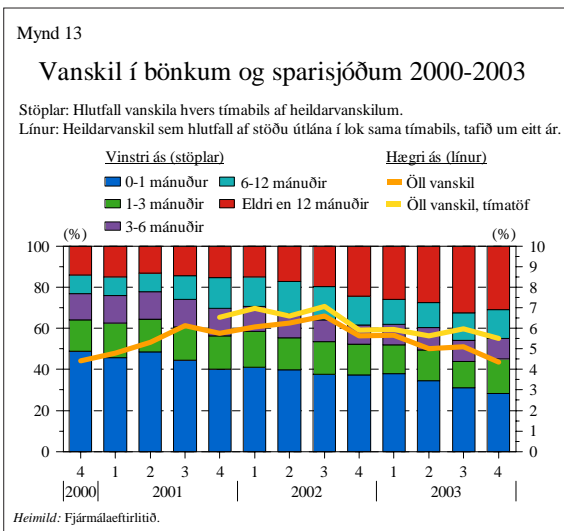
Hlutfall óvaxtaberandi útlána¹⁵ af lokastöðu útlána hjá viðskiptabönkunum lækkaði á árinu 2003 niður í svipað gildi og á árinu 2001. Það verður að teljast góðs viti að þetta hlutfall lækkaði aftur en það hafði hækkað stöðugt frá árinu 2000 og náð hámarki á árinu 2002. Ekki er sömu sögu að segja af sex stærstu sparissjóðunum; þar hækkaði þetta hlutfall enn á árinu 2003 og var 6,3% í árslok 2003 og hefur því hækkað stöðugt hjá þeim frá árinu 1998. Þessi þróun auk mikils útlánataps er áhyggjuefni og virðist sem útlánasafn sex stærstu sparissjóðanna sé töluvert verra að gæðum en viðskiptabankanna.



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

... og vanskil virðast enn vera nokkur

Hlutfall alvarlegra vanskila, þ.e. vanskila sem voru eldri en tólf mánaða, af heildarvanskilum hjá viðskiptabönkum og sparisjóðum jókst á árinu 2003 eins og sjá má á mynd 13. Hlutfall heildarvanskila af lokastöðu útlána hefur þó lækkað frá lokum þriðja fjórðungs 2002 þegar það náði hámarki.¹⁶ Reyndar náði krónutala heildarvanskila einnig hámarki þá og var um 49,5 ma.kr. Í árslok 2003 námu heildarvanskil við viðskiptabanka og sparisjóði ríflega 41 ma.kr.¹⁷ Á árinu 2003 jukust útlán viðskiptabanka einnig mjög mikið og því gæti það gefið ranga mynd af stöðu mála að taka hlutfall vanskila í lok eins tímabils af útlánum í lok sama tímabils. Ólíklegt er að ný útlán fari strax í vanskil og því var skoðað hlutfall vanskila af lokastöðu útlána einu ári áður. Þetta hlutfall lækkar mun minna á árinu 2003 eins og sjá má á mynd 13. Annað vandamál við túlkun vanskilatalnanna er að þær eru ekki að fullu samanburðarhæfar á milli tímabíla þar sem bætt vinnubrögð eins viðskiptabankans leiddu til þess að skilgreind vanskil þeirra jukust töluvert án þess þó að um raunverulega aukningu hafi verið að ræða. Að öllu óbreyttu ætti framlag á afskriftareikning að dragast saman á þessu ári þar sem ætla má að gripið hafi verið til sérstakra aðgerða til að grisja útlánasafn bankanna á síðasta ári. Ef þróun vanskila er skoðuð er þó ekki víst að öll kurl séu

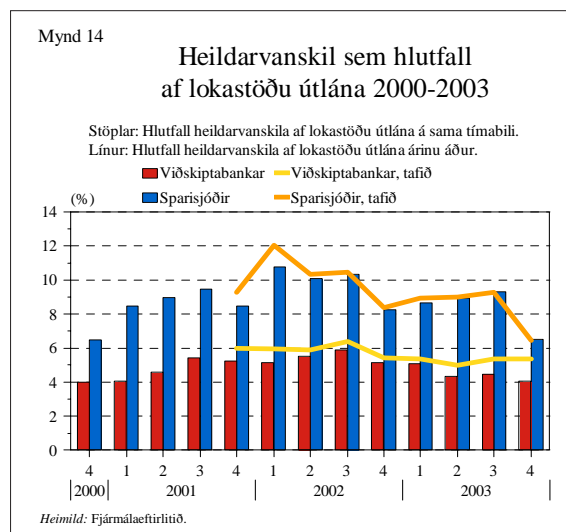


16. Gögnin ná aftur til ársloka 2000.

17. Athuga verður að vanskil minnka yfirleitt alltaf á fjórða ársfjórðungi.

kominn til grafar og enn kunna að vera forsendur fyrir því að afskriftir útlána gætu orðið nokkrar á árinu 2004, sérstaklega ef lítið er til þess að hlutfall alvarlegra vanskila jókst enn.

Á mynd 14 má sjá heildarvanskil sem hlutfall af lokastöðu útlána annars vegar hjá viðskiptabönkum og hins vegar hjá sparisjóðum. Þetta hlutfall er alltaf hærra hjá sparisjóðunum og þróunin var svipuð hjá bönkum og sparisjóðum á tímabilinu sem er til skoðunar. Á fjórða fjórðungi ársins 2003 virðist þó verða töluvert breyting og dregur allverulega saman með þeim hvort heldur sem lítið er á hlutfallið með eða án tafar. Þetta má að nær öllu leyti rekja til þess að hlutfall sparisjóðanna lækkar á fjórða fjórðungi og má sennilega tengja það að einhverju leyti því að endanlega afskrifuð útlán sex stærstu sparisjóðanna hafa aldrei verið meiri en á síðasta ári. Einnig er áhugavert að sjá að þetta hlutfall í árslok 2003 fyrir viðskiptabanka og sparisjóði er mjög svipað því sem það var í árslok 2000 áður en afskriftir útlána jukust fyrir alvöru.



Kostnaðarhlutfallið lækkaði almennt

Kostnaður ársins 2003 jókst töluvert en þó minna en tekjurnar. Þetta leiddi til þess að kostnaðarhlutfall¹⁸ viðskiptabankanna lækkaði almennt. Í fyrri úttektum á stöðugleika fjármálakerfisins hefur komið fram að þessi mælikvarði er langt frá því að vera gallalaus.

18. Rekstrargjöld sem hlutfall af rekstrartekjum.

Rekstrargjöld viðskiptabankanna hækkuðu um ríflega 35% á árinu 2003 en aukningin var þó mest hjá KB banka hf. þar sem rekstrargjöldin á árinu 2003 jukust um 48%. Aukinn kostnað má m.a. rekja til afkomutengdra launagreiðslna og kostnaðar vegna breytinga í kjölfar samruna og yfirtöku hjá bæði Íslandsbanka hf. og núverandi KB banka hf. Einnig lækkaði kostnaðarhlutfallið hjá sex stærstu sparisjóðunum á árinu 2003 þrátt fyrir að rekstrargjöld þeirra ykjust um 7%.

Gera má ráð fyrir að samlegðaráhrif af samrunum sem urðu á síðasta ári séu ekki að fullu komin inn í rekstur bankanna. Að öðru óbreyttu ættu rekstrargjöldin ekki að aukast mikið á árinu 2004 og því ætti kostnaðarhlutfallið að geta lækkað enn meira.

Heildarfjármagn viðskiptabankanna jókst mjög ...

Eignir viðskiptabankanna hækkuðu um ríflega 39% á árinu 2003 og námu tæplega 1.500 ma.kr. í árslok og jukust því um 420 ma.kr. Þetta er mikill vöxtur á einu ári sem bæði má rekja til innri vaxtar og ytri. KB banki hf. keypti nokkur erlend félög og sameinaði rekstrinum á árinu 2003 auk þess sem Íslandsbanki hf. sameinaðist Sjóvá-Almennum tryggingum hf. Eignir sex stærstu sparisjóðanna jukust um 7% á sama tíma og voru um 147 ma.kr. í árslok 2003.

... sem rekja má til aukningar útlána, ...

Af 420 ma.kr. aukningu eigna viðskiptabankanna má rekja ríflega 257 ma.kr. til aukinna útlána (61%) sem samsvarar um 35% útlánsvexti á árinu 2003. Ný flokkun útlána og markaðsbréfa var tekin upp á seinni hluta síðasta árs og er helstu breytingum nánar lýst í rammagrein á bls. 37. Töluvert minni útlánavöxtur var hjá sex stærstu sparisjóðunum en þar jukust útlánin um 3,7%.

Útlán allra innlánsstofnana¹⁹ jukust á árinu 2003 um 25,6%. Um 19% aukning varð í útlánunum til innlendra aðila en ríflega 118% til erlendra aðila. Útlán innlánsstofnana innanlands til heimila jukust um 15,4% á síðasta ári en jukust til fyrirtækja um 30,3%.

Ekki er hægt að henda nákvæmlega reiður á því í hvað útlánin fóru. Ekki virðist þó mikið hafa verið um fjárfestingu í fastafjármunum hjá fyrirtækjum á síðasta ári samanborið við fyrri ár. Aftur á móti hefur

verið talsverð hækkun á eignaverði, hvort sem um er að ræða verðbréf eða fasteignir. Rakið hefur verið hér að framan hversu mikil hækkun úrvalsvisítölnunnar hefur verið að undanförmu og hversu fá fyrirtæki hafi aðallega verið um að ræða. Hluti af útlánunum banka og sparisjóða hefur farið í að fjármagna þessa hækkun. Afskráningar félaga í Kauphöllinni hafa verið nokkrar á síðustu árum en þó aldrei fleiri en á síðasta ári eða 18. Í nokkrum tilfellum var um skuldsetta yfirtöku að ræða. Einnig skiptu stórir eignarhlutar í skráðum og óskráðum fyrirtækjum um eigendur á síðasta ári. Líklegt er að fjármálafyrirtækin hafi að einhverju leyti fjármagnað þessi viðskipti. Telja verður víst að þessi lán fjármálafyrirtækjanna séu að einhverju leyti með veðum í hlutabréfum eigenda eða eignum fyrirtækjanna. Ef um verðlækkun hlutabréfa yrði að ræða gæti það leitt til útlánataps fjármálafyrirtækjanna. Einnig hafa umsvif fasteignafélaga og eignarhaldsfélaga aukist á síðari árum. Þetta er yfirleitt mjög fjármagnsfrækur rekstur þar sem fjárfestingar eru að mestu leyti fjármagnaðar með lánsfé. Að lokum má nefna að íslenskir bankar hafa í auknu mæli tekið að sér endurfjármögnun erlendra skulda stærri fyrirtækja hér á landi auk þess sem þeir hafa fylgt viðskiptavinum sínum eftir í fjárfestingu þeirra erlendis. Á síðasta ári má nefna að bankarnir tóku m.a. þátt í sambankaláni til Landsvirkjunar²⁰ og Pharmaco hf. ásamt erlendum bönkum. Aðeins í þessum tveimur lánunum var um 45 ma.kr. að ræða í heildina. Bankarnir eru því einnig farnir að lána til fyrirtækja sem áður fengu nær eingöngu lánað hjá erlendum bönkum.

... aukinnar stöðu í verðbréfum ...

Um 91 ma.kr. má rekja til aukinnar stöðu í verðbréfum²¹ á árinu 2003 og þá einna helst skuldabréfum en staða viðskiptabankanna í þeim jókst um ríflega 51 ma.kr. Bókfærð heildarstaða viðskiptabankanna í verðbréfum var ríflega 254 ma.kr. í árslok 2003. Staða bankanna í verðbréfum var þó aðeins að hluta til þeirra eigin staða. Um 158,5 ma.kr. voru í skuldabréfavelutubók viðskiptabankanna í árslok 2003 en þar af var ríflega 101 ma.kr. staða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna eða um 64%. Um 89,5 ma.kr. voru í hlutabréfavelutubók viðskiptabank-

19. Móðurfélags en ekki samstæðu.

20. Veltulán.

21. Bæði í veltu- og fjárfestingarbók.

anna í árslok 2003 og þar af var um 15,5 ma.kr. staða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna eða ríflega 17%. Eigin staða viðskiptabankanna í verðbréfum í árslok 2003 var því um 138 ma.kr.²² Í *Peningamálum* 2003/4 var gerð úttekt á stöðu viðskiptabankanna í verðbréfum m.v. sex mánaða uppgjör þeirra og ljóst er að staða þeirra hafði heldur aukist í árslok 2003 sem hvort heldur má teljast til almennrar hækkunar á verðbréfamörkuðum eða aukinnar eignar. Sem hlutfall af eigin fé hefur staða viðskiptabankanna í hlutabréfum heldur verið að aukast á undanföllum árum og því má sjá að fjárfestingarbankastarfssemi er sífellt að verða mikilvægari tekjulind fyrir bankana eins og fjallað hefur verið um áður.

Staða sex stærstu sparissjóðanna í markaðsskuldabréfum lækkaði aðeins á árinu 2003 og var um 11 ma.kr. í árslok. Staða þeirra í hlutabréfum lækkaði aftur á móti aðeins og var í árslok 2003 um 5,5 ma.kr.

... og aukinna krafna á aðrar lánastofnanir sem og hærrí viðskiptavildar

Ríflega 48 ma.kr. má rekja til aukinna krafna viðskiptabankanna á svokallaðar aðrar lánastofnanir og námu þær um 131 ma.kr. í árslok 2003. Að lokum má rekja um 15 ma.kr. til aukningar í bókfærðri viðskiptavild viðskiptabankanna á árinu 2003 og nam hún í árslok 2003 ríflega 19 ma.kr. Hér er yfirleitt um yfirverð að ræða sem myndast hefur við samruna og yfirtökur bankanna á undanföllum árum.

Fjármögnun erlendis jókst samhlíða ...

Fjármálafyrirtæki hafa nokkrar leiðir til að fjármagna umsvif sín. Á árinu 2003 varð mesta aukningin í gengisbundinni verðbréfaútgáfu og þá aðallega í formi MTN-skuldabréfaútgáfu.²³ Samkvæmt peningamálayfirlitum Seðlabankans jókst verðbréfaútgáfa viðskiptabankanna um ríflega 290 ma.kr. á árinu 2003 og þar af voru ríflega 285 ma.kr. gengisbundnir. Ef litið er á samstæðuuppgjör viðskiptabankanna fyrir árið 2003 var aukning verðbréfaútgáfunnar um 308 ma.kr. Ef gert er ráð fyrir svipuðu hlutfalli gengisbundinnar verðbréfaútgáfu eins og í peningamálayfirlitunum voru um 302 ma.kr. af verðbréfaútgáfu viðskiptabankanna samkvæmt ársuppgjöri gengisbundnir. Þetta er ríflega 130% aukning á

22. Þ.e. eigin staða í veltubók auk stöðu í fjárfestingarbók.

23. MTN – Medium Term Note. Sjá umfjöllun í viðauka.

einu ári. Önnur lántaka dróst saman um 31 ma.kr. á sama tímabili.

Hjá sex stærstu sparissjóðunum varð lítil breyting á erlendri fjármögnun á milli árunna 2002 og 2003.

Síðasta ár var hagstætt fyrir íslensku bankana að mörgu leyti og ekki síst að því er varðar tiltölulega auðvelt aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum og hagstæð kjör. Samkvæmt umfjöllun um erlenda markaði hér að neðan eru ekki horfur á að breyting verði á því á þessu ári. Helsta hætta íslensku bankanna væri ef þetta aðgengi myndi þrengjast til muna eða hverfa. Afar ólíklegt er að það gerist en markaðir geta orðið fyrir ýmsum sveiflum og framboð fjármagns á þeim þurrkast upp með tiltölulega skömmum fyrirvara. Einnig er aðgengi íslensku bankanna mjög undir lánshæfiseinkunn þeirra komið. Með því að lengja lánstíma erlendra lána sem bankarnir taka og jafnvel taka ekki mjög stór einstök lán draga bankarnir úr endurfjármögnunaráhættu sinni. Annað sem íslensku bankarnir verða að huga að í tíma er hvaða áhrif nýjar eiginfjárreglur samkvæmt Basel-II komi til með að hafa á lánveitingar erlendra aðila til þeirra en fjallað hefur verið um þetta í fyrri greiningum um stöðugleika fjármálakerfisins. Nánar er fjallað um erlenda skuldsetningu viðskiptabanka og sparissjóða í viðauka.

... aukningu innstæðna ...

Innstæður í viðskiptabönkum jukust einnig töluvert á árinu 2003. Þær hækkðu um 83,5 ma.kr. á árinu 2003 sem er ríflega 23% aukning. Mesta aukningin varð á tékkareikningum og verðtryggðum innstæðum. Innstæður hjá sex stærstu sparissjóðunum hækkðu um 14,6 ma.kr. sem er ívið minna hlutfallslega en hjá bönkunum, eða um 22%.

Það er fagnaðarefni að sjá innstæður í bankakerfinu aukast en ein af afleiðingum þessarar aukningar mun þó hafa bein áhrif á afkomu innlánsstofnana á fyrsta fjórðungi þessa árs. Þá þurfa þær að leggja aukna fjárhæð, eða 466 m.kr., inn í Tryggingasjóð innstæðueigenda og fjárfesta til að sá sjóður ná lögbundnu lágmarki.

Ef litið er á hlutfall innstæðna af heildarfjármagni hjá viðskiptabönkunum og sex stærstu sparissjóðunum hefur það hlutfall breyst nokkuð í árunna rás. Árið 1995 voru innstæður ríflega helmingur heildarfjármagns en í árslok 2003 hafði þetta hlutfall lækkað niður í ríflega þriðjung.

Rammagrein 2 Umsagnir matsfyrirtækjanna um íslenska fjármálakerfið á árinu 2003*

*Standard & Poor's 16. desember 2003 (A+/A-1+)***
Hreinar skuldir þjóðarbúsins við útlönd eru mjög miklar eða sem svarar til 272% af heildarútlutningstekjum (e. Current Account Receipts) árið 2003. Útstreymi fjármagns frá lífeyrissjóðum vegna fjárfestingar þeirra erlendis til að breikka fjárfestingargrunn sinn eykur þrýsting á greiðslujöfnuðinn. Þrátt fyrir hraða minnkuð viðskiptahallans og mikla styrkingu gjaldeyrisforðans hefur erlend lausafjárstaða þjóðarbúsins aðeins batnað lítillega og verður í fyrirsjáanlegri framtíð ein sú veikasta í samanburði við aðrar þjóðir sem hafa lánshæfismat.

Ábyrgðir og skuldbindingar utan fjárlaga eru að minnka. Ójafnvægi í fjármálageiranum hafði verið umtalsvert vegna útlánabenslu. Áhættu gættir enn vegna mikilla erlendra skuldbindinga og óstöðugs gengis. Á móti kemur að strangari varúðarreglur og bætt eftirlit ásamt betri rekstrarvisbendingu og bættri afkomu hafa styrkt fjármálakerfið frá því sem var í upphafi áratugarins.

Hugsanleg hækkun lánshæfiseinkunnar ríkissjóðs á skuldbindingum í erlendri mynt er háð frekari styrkingu fjármálakerfisins auk skynsamlegrar efnahagsstjórnar á komandi tímabili. Hins vegar gæti verulega verri erlend skuldastaða eða efnahagslegt ójafnvægi af völdum stórförum leitt til þess að horfur yrðu endurskoðaðar til lækkunar. (Fréttatilkynning Standard & Poor's frá 16.12.2003).

*Moody's 5. júní 2003 (Aaa/P-1)***

Umbætur á öllu fjármálaeftirliti ættu að leiða til þess að bankarnir geta fylgst betur með útlánunum. Með tilkomu ákveðnari afskriftastefnu og hækkunar eiginfjárlutfalls bankanna munu áhættuþættir fjármálakerfisins minnka, þrátt fyrir að erlend skammtímalán séu mikil. Áframhaldandi hagræðing í bankakerfinu, eins og samruni Kaupþings banka og Búnaðarbanka, mun auka samkeppni á bankamarkaði. Aukin vaxtabyrði heimilanna ætti að halda í skefjum eftirspurn eftir lánsfé. (Moody's Analysis May 2003, bls. 3).

Annað áhyggjuefni eru umfangsmiklar erlendar skuldir bankakerfisins. Íslenskum bönkum er heimilt að hafa opnar stöður í erlendri mynt upp að allt að 30% af eigin fé sem verður að teljast talsverð áhætta. Hins

vegar skal litið til þess að allt regluhverfi fjármálakerfisins hefur styrkst verulega, og að stærstu viðskiptavinir bankanna sem taka gengisbundin lán hafa gjarnan tekjur í erlendum gjaldeyri. Þess má geta að eignir bankanna rýrnuðu aðeins lítils háttar þrátt fyrir miklar sveiflur á gengi íslensku krónunnar. (Moody's Analysis May 2003, bls. 5).

*Fitch Ratings í lok mars 2003 (AA-/F1+)***

Fitch Ratings telja varhugavert í hversu miklum mæli bankarnir hafa fjármagnað innlenda lánsfjárþörf með erlendri lántöku. Hins vegar er bent á að það sé takmörkunum háð hversu háar opnar erlendar stöður bankarnir geta haft en gengisáhættan er þó enn fyrir hendi þegar innlendir lántakendur taka erlend lán án þess að hafa erlendar tekjur. (Sovereign Report Iceland Fitch Ratings 2003, bls. 9-10).

Sérfræðingar Fitch Ratings hafa áhyggjur af miklum hreinum erlendum skuldum þjóðarbúsins en vekja athygli á því að ekki sé óeðlilegt að ríki, þar sem aldurssamsetning er hagstæð og góður arður býðst af fjárfestingu, búi við neikvæða hreina skuldastöðu við útlönd. Með hliðsjón af smæð hagkerfisins hefur Ísland þó gengið lengra í þessa átt en sambærileg hagkerfi eins og Ástralía og Nýja-Sjáland. Íslenska þjóðarþúið hefur ólíkt þessum tveimur ríkjum aukið erlendar skuldir sínar til að fjármagna hlutabréfakaup. (Sovereign Report Iceland Fitch Ratings 2003, bls. 1).

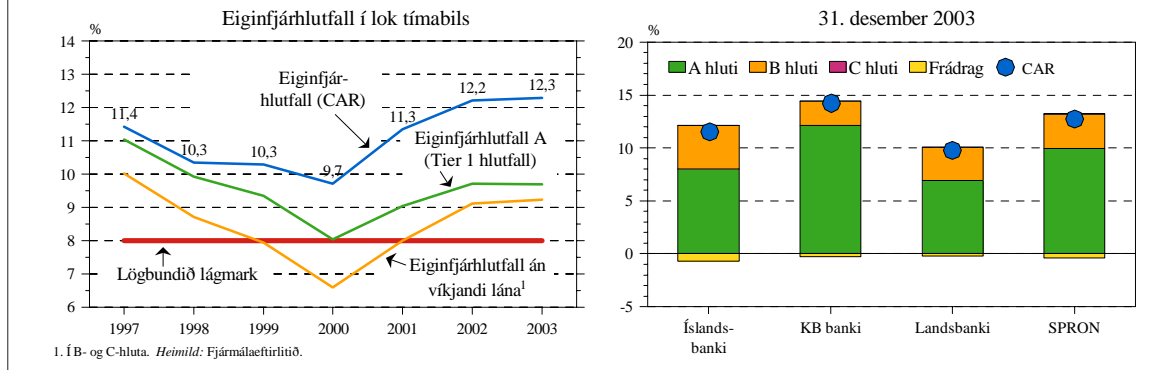
Erlend skuldastaða er helsta hindrunin fyrir bættu lánshæfismati. Hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins gæti lækkað hraðar og lánshæfismatið hækkað ef lífeyrissjóðir drægu úr sókn sinni í erlend hlutabréf. (Sovereign Report Iceland Fitch Ratings 2003, bls. 1).

* Í umsögn um lánshæfi ríkissjóðs.

** Lánshæfiseinkunn ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli.

Mynd 15

Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða 1997-2003



... auk þess sem nýtt eigið fé var gefið út

Allir viðskiptabankarnir að Sparisjóðabanka Íslands hf. undanskildum gáfu út nýtt hlutafé á árinu 2003. Þetta nýja hlutafé var m.a. notað sem endurgjald í samrunum og kaupum á öðrum fyrirtækjum. Eigið fé viðskiptabankanna jókst um ríflega 27 ma.kr., eða ríflega 37%, aðallega vegna hagnaðar á árinu og yfirverðs á nýju hlutafé sem gefið var út. Þessi upphæð mun lækka eitthvað aftur þar sem eftir er að greiða út arð vegna ársins 2003.

Aukning heildarfjármagns viðskiptabankanna að upphæð 420 ma.kr. var því að þremur fjórðu fjármögnuð með lánsfé. Þróunin er reyndar að einhverju leyti misjöfn á milli viðskiptabankanna en greinilegt er að vogun bankanna jókst töluvert á síðasta ári sem útheimtir mikinn aga og góða áhættustýringu af þeirra hálfu.

Eiginfjárlutfall stóð í stað frá fyrra ári

Lögbundið eiginfjárlutfall viðskiptabankanna í heild stóð því sem næst í stað frá árslokum 2002 til ársloka 2003 og var ríflega 12%. Hlutfallið er þó misjafnt hjá viðskiptabönkunum og er það lægst hjá Landsbanka Íslands hf. eða 9,9% en hæst hjá KB banka hf. og Sparisjóðabanka Íslands hf. eða ríflega 14%. Eiginfjárlutfall sex stærstu sparisjóðanna hækkaði á árinu 2003 og var í árslok um 14,8%. Við útgreiðslu arðs á fyrsta ársfjórðungi þessa árs mun hlutfallið lækka hjá bönkum og sparisjóðum.

Þótt eiginfjárlutfallið stæði nánast í stað, hækkaði áhættugrunnur viðskiptabankanna töluvert á árinu 2003 sem m.a. má rekja til aukinna útlána og verðbréfaeignar. Áhættugrunnurinn hækkaði um 33,5% á

heildina lítið hjá viðskiptabönkunum en hækkunin var þó mest hjá Landsbanka Íslands hf. eða um 57%. Áhættugrunnur sex stærstu sparisjóðanna hækkaði einnig á árinu 2003 en þó töluvert minna en hjá viðskiptabönkunum eða um 10,5%.

Landsbanki Íslands hf. og Íslandsbanki hf. gáfu út víkjandi lán á árinu 2003 en að öðru leyti var lítið um nýjar útgáfur víkjandi lána.

Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða var tiltölulega sterkt í lok árs 2003 og hafa þeir því meira borð fyrir báru en oft áður.

Erlendir markaðir

Útgáfa á alþjóðlegum skuldabréfamarkaði hefur gengið vel ...

Útgáfa á alþjóðlegum skuldabréfamarkaði hefur gengið vel það sem af er árinu. Óvissa um þróun vaxta hefur þó aðeins dregið úr þrótti á markaðnum. Sérstaklega á það við um lengri útgáfur, a.m.k. miðað við það sem vænst var í upphafi árs, og hafa því fjárfestar leitað eftir styttri og öruggari bréfum. MTN-markaðurinn hefur verið líflegur. Á það sérstaklega við um opinberar útgáfur ríkja, fjármála fyrirtækja og fjölþjóðastofnana. Breytingar á vöxtum og gengi gjaldmiðla hafa leitt til samdráttar í útgáfu sem tengist afleiðum þar sem uppsagnarákvæði lána hafa verið nýtt í minna mæli og hefur það dregið úr veltu. Mikil eftirspurn hefur verið eftir verðbréfum útgefenda með góða lánsþæfiseinkunn og lága áhættuvögun (skv. eiginfjárreglum BIS). Bankar hafa notið góðs af þessu þar sem fjárfestar hafa sóst eftir vaxtaálagi umfram það sem ríkisskuldabréf gefa. Fyrirtæki

hafa dregið úr útgáfu og því hafa fjárfestar sóst eftir bréfum fjármálafyrirtækja sem eru í raun svipuð eign og fyrirtækjabréf.

... og vaxtaálag dróst saman á árinu 2003

Vaxtaálag dróst saman á árinu 2003 m.a. vegna væntinga um að hagkerfi heimsins væru að taka við sér. Átti það sérstaklega við um vaxtaálag fyrirtækja, en þau áttu erfitt um vik á árunum 2001 og 2002. Fyrirtæki nýttu tækifærið á síðasta ári til endurfjármögnunar og því hefur verið minna framboð af þess háttar bréfum það sem af er 2004. Jafnframt virðast fyrirtæki hafa minni þörf fyrir fjármagn enda fer fjárfesting þeirra hægt af stað þar sem næg framleiðslugeta virðist vera til staðar. Hins vegar virðist fjármögnun vegna samruna og yfirtöku vera aftur að taka við sér eftir lögð. Slík fjármögnun er yfirleitt stór í sniðum og eykur veltu á markaði.

Bankar hafa áfram þörf fyrir aukið fjármagn m.a. vegna endurnýjunar lána, lána til einstaklinga og fjármögnunar fasteignaviðskipta. Lánstími fjármögnunar banka hefur verið í styttra lagi og hafa þeir nýtt sér markað fyrir lán með breytilegum vöxtum í Evrópu, þar sem 3–5 ára útgáfa hefur verið mikil. Útgáfa ríkja og fjölþjóðastofnana hefur jafnframt gengið vel á þessum lánstíma.

Síðasta ár og það sem af er þessu ári hefur verið hagstætt fyrir íslenska banka. Þeir njóta þar góðrar lánshæfiseinkunnar og lágrar áhættuvogunar og lögðu áherslu á útgáfu styttri bréfa en þó hefur hún verið að lengjast á síðustu mánuðum. Íslandsbanki hf. er með hæstu lánshæfiseinkunn íslenskra banka. Nýjar eiginfjárreglur gætu haft áhrif á lánskjör banka þegar kemur að því að ný viðmið verði tekin upp.

Sambankalán

Markaður fyrir sambankalán hefur verið góður og hagkvæmur útgefendum og er það einkum vegna þess að lausafjárstaða banka virðist vera traust. Bankar hafa verið að auka eignir sínar, en eru viðkvæmir fyrir lánshæfi í fjárfestingu sinni. Þátttaka banka í sambankalánnum hefur gjarnan tengst eflingu viðskiptasambanda, þ.e. að bankar vonast til að fá viðskipti á öðrum sviðum fjármálastarfsemi sem búbot. Íslenskir bankar hafa um langt skeið verið reglulega á lánamarkaði. Á síðustu árum hefur skuldabréfaútgáfa þeirra aðallega verið á MTN-markaðnum og

hefur hún að miklu leyti komið stað beinnar fjármögnunar þeirra með sambankalánnum. Mest ber á tveggja til fimm ára útgáfum. Íslensku bankarnir nota nú sambankalán í auknum mæli sem ódregnar lánsheimildir í tengslum við víxlaútgáfu (svokölluð ECP útgáfa – European Commercial Paper).

Innlendir markaðir

Rekstraröryggi Kauphallarinnar og Verðbréfaskráningar er mikið ...

Regluumgjörð Kauphallarinnar er mjög traust, byggð á grundvelli reglna Evrópusambandsins og reglum sem mótaðar eru af NOREX-samstarfinu. Reglurnar eru sambærilegar við reglur helstu markaða í hinum vestræna heimi. Kauphöll Íslands er fjárhagslega stöndugt fyrirtæki²⁴ og hefur yfir að ráða þróuðu og traustu viðskiptakerfi sem er í notkun í stærstu kauphöllum Norðurlandanna. NOREX er samband kauphallanna í Stokkhólmi, Kaupmannahöfn, Ósló og Kauphöll Íslands. Kauphöllin í Helsinki, sem á kauphallirnar í Tallinn og Riga ásamt eignarhlut í kauphöllinni í Vilnius, er að verða þátttakandi í NOREX. Vætanlega verður skrifað undir samninga fyrir lok mars 2004 og viðskiptakerfið SAXESS tekið upp næsta haust. Í framhaldinu er þess vænst að kauphallirnar í Eystrasaltslöndunum taki einnig upp sameiginlega viðskiptakerfið. Kauphöllin í Færeyjum hefur samið um náð samstarf við Kauphöll Íslands. NOREX-samstarfið snýr að rekstri sameiginlegs viðskiptakerfis (SAXESS) og svipaðri regluumgjörð. Sameiginlegt viðskiptakerfi eykur mjög öryggi í viðskiptum þar sem margir aðilar taka þátt í rekstri og skipta með sér kostnaði. Viðskiptaumhverfið er að fullu tölvuvætt og frágangur viðskipta er það einnig að mestu leyti. Rekstraröryggi viðskiptakerfisins er mikið og við fjölgun sæsímastrengja til landsins var bætt úr helsta áhyggjuefninu sem hefur verið símasambandið við hinar kauphallirnar.

Verðbréfaskráning Íslands er starfrækt í samræmi við lög um rafræna skráningu verðbréfa. Stofnun Verðbréfaskráningar var mikið framfaraspor sem hefur sparað þjóðfélaginu stórfé sem áður fór í umsýslu pappírsvérðbréfa. Tilkoma Verðbréfaskráningar jók

24. Hagnaður Kauphallarinnar eftir skatta á árinu 2003 var ríflega 36 m.kr. af ríflega 363 m.kr. rekstrartekjum. Eigið fé hennar í árslok var um 180 m.kr. af um 250 m.kr. heildarfjármagni.

einnig verulega öryggi í viðskiptum, auk þess sem uppgjör urðu til muna öruggari. Kauphöll Íslands og Verðbréfasráning Íslands eru eign eins félags, Eignarhaldsfélags Verðbréfaþings hf.

... en helstu veikleikar eru smæð markaðar, fæð verðbréfaflokka og markaðsaðila

Smæð markaðarins, takmarkaður fjöldi virkra verðbréfaflokka og fáir markaðsaðilar eru helstu veikleikar Kauphallarinnar. Þótt velta hennar á síðasta ári hafi verið um 1.578 ma.kr. er markaðurinn þó agnarsmár á heimsvísu. Á árinu 2003 var hlutdeild 15 veltumestu hlutabréfa fyrirtækja með 83% heildarveltunnar en hlutabréf 6 þessara fyrirtækja hafa nú verið afskráð. Á árinu 2003 voru 12 flokkar skuldabréfa með 87% af allri veltu. Í 57% tilfella skráðra skuldabréfaflokka urðu engin viðskipti á síðasta ári. Ljóst má vera að fáir virkir flokkar verðbréfa takmarka starfsemi verðbréfamarkaðarins og litrófið er fremur fábreytt. Kauphallaraðilar á árinu 2003 voru 19 en hlutdeild þriggja stærstu aðilanna²⁵ í hlutabréfaviðskiptum var 80% og hlutdeild í öðrum viðskiptum var um 71-77%. Þegar aðilar að markaði og virkir flokkar verðbréfa eru fáir er ávallt hættu á að samkeppni verði áfátt og verðmyndun brotakernd.

Fleiri krónur að elta færri fjárfestingarkosti

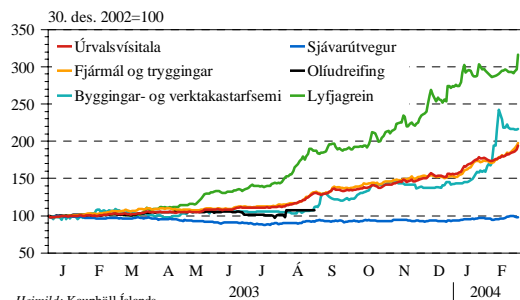
Átján félög voru afskráð úr Kauphöllinni á árinu 2003. Ýmsar ástæður lágu að baki en aldrei hafa jafn mörg félög verið afskráð á einu ári. Hinir nýju eigendur eru einatt fjárfestingarfélög sem sum eru skráð á markaði. Engu að síður er afleiðingin sú að valkostum hefur fækkað til milliliðalausrar eignar almennra hluthafa í skráðum atvinnufyrirtækjum. Þetta dregur að einhverju leyti úr gegnsæi íslensks hlutabréfamarkaðar. Eftir því sem skráðum félögum fækkar beinist einnig fjárfesting lífeyrissjóða og verðbréfasjóða að færri félögum vegna þeirra reglna sem um sjóðina gilda og fjárfestingarstefnu þeirra. Samkvæmt fjárfestingarstefnu er blönduðum verðbréfasjóðum gert að hafa hluta eigna sinna í skráðum innlendum hlutabréfum og sumir þeirra eiga að fylgja samsetningu úrvalsvísitölu Kauphallar Íslands. Þegar skráðum félögum fækkar færir eftirspurn yfir á þau félög sem eftir eru. Athyglisvert er að lífeyrissjóðirnir

25. Kaupþing banki hf. og Búnaðarbanki Íslands hf. taldir saman allt árið.

Mynd 16

Nokkrar atvinnugreina vísitölur Kauphallar Íslands 2003-2004

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 27. febrúar 2004



seldu innlend hlutabréf á síðasta ári umfram kaup. Alls var hrein sala rúmir 7 ma.kr. en endurmat vegna hækkandi hlutabréfaverðs um 27 ma.kr.

Seðlabankinn starfrækir þrjá millibankamarkaði, ...

Þrjú millibankamarkaðir eru starfræktir af Seðlabanka Íslands. Reglur eru í gildi en smæð og fæð markaðsaðila eru helstu veikleikar. Reglur um millibankamarkaði eru settar af bankanum og eiga sér stoð í lögum um bankann. Mótun reglna hefur verið á herðum Seðlabankans og í nánu samráði við aðila að þeim. Viðskipti fara fram um síma eða viðskiptakerfi Reuters. Upplýsingamiðlun fer fram í upplýsingakerfi Reuters. Rekstraröryggi er þökkalegt og batnaði mikið þegar sæsímastrengjum til landsins fjölgaði. Símbalanir hafa stöku sinnum hamlað virkni millibankamarkaðanna.

... með gjaldeyri, ...

Aðilar að gjaldeyrismarkaði eru þrjú og er markaðurinn því brothættur og erfitt getur verið að bregðast við bilunum hjá einstökum aðilum. Velta gjaldeyrismarkaðar á síðasta ári var rúmlega 1.185 ma.kr. Þótt þetta sé tiltölulega há fjárhæð er talsverður hluti hennar tilkominn vegna hringrásar sama fjármagns. Erfitt er að áætla umfang raunverulegra viðskipta en geta má þess að Seðlabanki Íslands keypti á síðasta ári rúmlega 43 ma.kr. á þessum markaði og jafnaði sú fjárhæð út 2/3 þess sem stærsti aðilinn seldi nettó inn á markaðinn. Nokkur reynsla er fyrir því á gjaldeyrismarkaði að hann er mjög næmur fyrir breytingum. Seðlabankinn hefur komið að þessum markaði og um nokkurt skeið hefur hann verið tilbúinn til að grípa

inn í viðskipti ef mjög stórar færslur eiga sér stað og dregur það nokkuð úr sveiflum.

... með krónur...

Aðilar að millibankamarkaði með krónur eru 6 og þar af eru 3 mjög stórir en umsvif hinna eru mun minni. Á millibankamarkaði með krónur geta aðilar tekið lán hjá öðrum markaðsaðilum eða veitt þeim lán. Lánin eru ótryggt og aðilar semja sín á milli um lánalínur sem byggjast á áhættumati. Þetta hefur í nokkrum tilvikum valdið stíflum á markaði þar sem allar lánalínur hafa fyllst og engin úrræði hafa verið til að losa um stíflurnar. Þetta ástand er þeim mun líklegra þegar kreppir að í lausafjárstöðu heildarinnar og er ljóst að leita þarf leiða til úrbóta. Ef þessi markaður væri studdur tryggingum (veðum) væri ólíklegt að stíflur mynduðust. Velta á millibankamarkaði með krónur var 585 ma.kr. á síðasta ári.

... og með gjaldeyrisskiptasamninga

Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga var stofnsettur til að auka fjölbreytni og leysa úr hnútum í lausafjármyndun. Aðilar að þessum markaði eru þeir sömu og að gjaldeyrismarkaði. Reynslan af honum hefur verið góð, sérstaklega þegar þröngt var um laust fé. Á síðasta ári var veltan 110 ma.kr. en árið á undan var veltan 177 ma.kr. en það var fyrsta heila starfsár markaðarins.

Samspil millibankamarkaða og verðbréfamarkaðar

Þótt millibankamarkaðir séu ekki formlega tengdir Kauphöllinni koma þar oft fram áhrif af viðskiptum. Kaup hlutabréfa eða skuldabréfa sem fjármögnuð eru með erlendum lánum koma oftast strax fram á gjaldeyrismarkaði þar sem breyta þarf erlendu fé í innlent. Sama gæti átt sér stað ef um umtalsverðar sölur er að ræða til erlendra aðila. Þessi áhrif geta myndað keðjuverkun þar sem hærra gengi hvetur aðila til erlendra lántöku til að fjárfesta í innlendum verðbréfum. Áhrifin geta einnig orðið þveröfug, þ.e. lægra verð rýrir veð sem gæti leitt til uppgreiðslu lána, kaupa á gjaldeyri og lækkunar á gengi krónunnar.

Greiðslu- og uppgjörskerfi

Þróun greiðslukerfa

Hér á landi eru starfrækt tvenns konar greiðslukerfi sem jafnframt eru uppgjörskerfi, þ.e. stórgreiðslu-

kerfi Seðlabanka Íslands og jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar hf. (FGM). Uppgjör vegna verðbréfavíðskipta fer jafnframt fram í gegnum fyrrnefnda kerfið. Þátttakendur í kerfunum eru viðskiptabankar, sparisjóðir og Seðlabankinn. Reiknistofa bankanna (RB) sinnir hugbúnaðarþjónustu fyrir bæði kerfin en Seðlabankinn hefur milligöngu um uppgjör í þeim.

Stórgreiðslukerfi Seðlabankans var tekið í notkun í desember 2000. Kerfið gerir endanlega upp einstök greiðslufyrirmæli að fjárhæð 10 m.kr. eða hærra um leið og innstæða á reikningi greiðanda leyfir, þ.e. um er að ræða brúttóuppgjör í rauntíma. Stórgreiðslukerfið færir þannig greiðslufyrirmæli yfir stórgreiðslumörkum beint á viðskiptareikninga þátttakenda í Seðlabankanum eða af þeim.

Jöfnunarkerfi FGM (Fjölgreiðslumiðlunar hf.) annast jöfnun uppsafnaðra greiðslufyrirmæla sem eru lægri en 10 m.kr. milli þátttakenda. Rauntímajöfnunarstöður milli þátttakenda í kerfinu eru sýnilegar þannig að þeir geta fylgst með og stýrt áhættu vegna greiðslumiðlunarinnar. Viðskiptamenn hafa aðgang að peningum sem lagðir eru inn á reikninga um leið og innborganir fara fram. Þátttakendur semja um gagnkvæmar heimildir vegna innbyrðis jöfnunarstöðu og leggja fram tryggingar fyrir uppgjöri á hæstu skuldastöðu. Þá geta þátttakendur lagt laust fé inn á sérstaka reikninga til þess að mæta tímabundnu ójafnvægi í innbyrðis greiðslustöðu. Uppgjör fer fram á stórgreiðslureikningum þátttakenda í Seðlabankanum kl. 17.00.

Frá árinu 2001 hefur Seðlabankinn unnið að því í nánú samstarfi við Fjölgreiðslumiðlun hf., Reiknistofu bankanna og lánastofnanir að þróa greiðslukerfin til samræmis við svonefndar tíu kjarnareglur Alþjóðagreiðslubankans fyrir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi. Í þeirri vinnu hefur verið lögð áhersla á að skýra hæfi og ábyrgð stjórnenda og þátttakenda í greiðslukerfum. Uppgjörferlar hafa verið endurskoðaðir m.t.t. efnadaloka greiðslna og tímasetningar uppgjör. Áhættustýring hefur verið eflað með því að skilgreina áhættuþætti, gera skuldastöðu sýnilega, koma á áhættueftirliti, takmarka skuldastöðu og krefjast uppgjörstrygginga. Þá hefur verið farið yfir fyrirkomulag eftirlits, upplýsingagjafar og viðbúnaðaráætlana.

Mikilvægur þáttur í þessari vinnu hefur verið setning reglna um meginþætti í starfsemi greiðslu-

kerfa og hafa þær verið í undirbúningi frá árinu 2002. Hinn 20. október 2003 setti Seðlabankinn reglur um greiðslukerfi, annars vegar reglur um stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands nr. 788/2003 og hins vegar reglur um starfsemi jöfnunarkerfa nr. 789/2003. Reglurnar tóku gildi 1. nóvember 2003. Reglurnar eru settar á grundvelli laga um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001. Þær útfæra jafnframt ákvæði í lögum um öryggi greiðslufyrirmæla í greiðslukerfum nr. 90/1999, en þau lög byggjast á tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 98/26/EB frá 19. maí 1998 um endanlegt uppgjör í greiðslukerfum og uppgjörskerf-

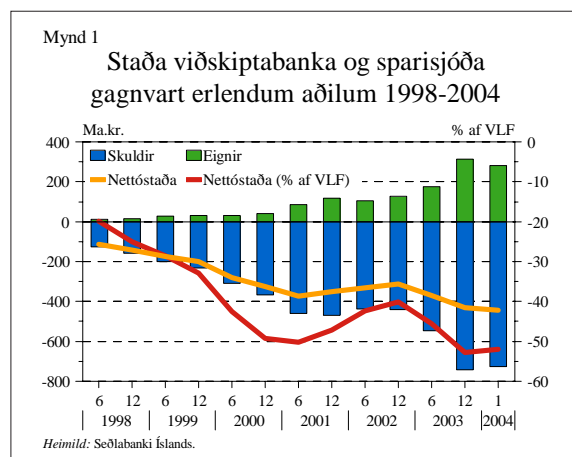
um fyrir verðbréf. Meginmarkmið reglnanna er að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og auka réttaröryggi og gegnsæi í starfsemi slíkra kerfa.

Á árinu 2003 var lokið við að breyta hugbúnaði fyrir greiðslukerfin til þess að þau uppfylltu hinar nýju reglur. Í lok ársins var gengið frá viðurkenningu kerfanna og tilkynningu þeirra til Eftirlitsstofnunar EFTA í samræmi við lög nr. 90/1999. Þar með hafa stórgreiðslukerfið og jöfnunarkerfið öðlast viðurkenningu sem lögmæt greiðslukerfi hér á landi sem og á öllu Evrópska efnahagssvæðinu.

Viðauki – Erlendar skuldir banka og sparisjóða og kerfisbreytingar

Hrein erlend staða banka og sparisjóða versnaði töluvert á undanförunum árum

Í umfjöllun um erlendar skuldir viðskiptabanka og sparisjóða hefur vakið athygli hversu hratt skuldastaðan hefur vaxið á síðustu árum og hversu skammvinnt lánsféð er. Erlendar eignir hafa einnig aukist sem þýðir að hrein skuldastaða hefur vaxið minna en verg staða. Aðgreining í hreina og verga stöðu skiptir máli þegar fjallað er um fjármálastöðugleika þannig að ekki nægir að fylgjast eingöngu með skuldum umfram eignir. Eðlismunur er á eignum og skuldum og áhættustig þeirra er mismunandi. Erlendar skuldir banka og sparisjóða eru útgefin skuldabréf og bankalán en eignirnar eru útlán til erlendra lántakenda, innstæður erlendis auk hlutabréfa og annarra verðbréfa.



Eins og sjá má af súluritinu voru heildarskuldir ríflega 742 ma.kr. í lok liðins árs en hrein staða erlendra skulda hafði vaxið úr um 201 ma.kr. í árslok 1999 í um 430 ma.kr. í desember sl. Sem hlutfall af vergri landsframleiðslu fór hrein skuldastaða úr 33% í 53% á sama tímabili. Þessu mikla innstreymi erlends fjár hefur verið ráðstafað til gengisbundinna útlána til innlendra og erlendra fyrirtækja en að litlu leyti til heimila en 4,1% af útlánnum innlansstofnana til heimila voru gengisbundin í árslok 2003. Eftir því sem gengisbinding útlána eykst verður algengara að slík lán séu veitt til innlendra aðila sem hafa ekki gjaldeyrstekjur. Því fylgir sérstök áhætta. Með regl-

um Seðlabankans um gjaldeyrisjöfnuð er séð til þess að heildarupphæðir gengisbundinna eigna og skulda eru nánast í jafnvægi hjá bönkum og sparisjóðum. Sú regla dregur úr beinni gengisáhættu banka og sparisjóða en hið sama á ekki við um viðskiptamenn þeirra.

Nánari greining erlendar stöðu þriggja stærstu viðskiptabankanna

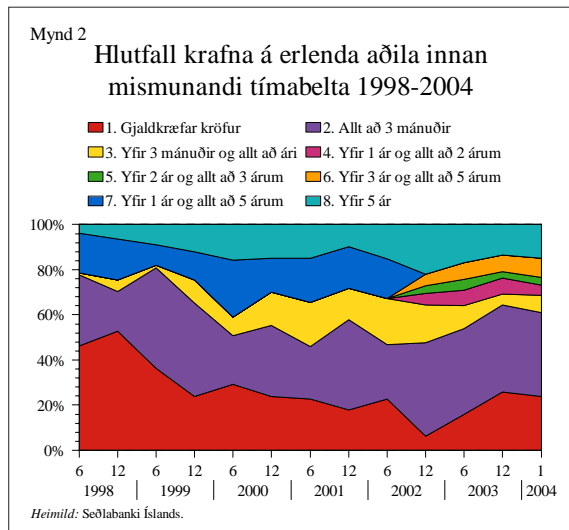
Ef litið er á árið 2003 í heild sinni er ljóst að kröfur erlendra aðila á banka og sparisjóði jukust mikið á árinu eða um ríflega 69%. Kröfur banka og sparisjóða á erlenda aðila á sama tímabili jukust þó enn meira hlutfallslega, eða um 148%. Þrátt fyrir það hefur hrein erlend staða á árinu 2003 versnað eins og sjá má á mynd 1.

En í hvaða bókhaldsliðum ætli hafi orðið mesta breytingin á síðasta ári? Til að kanna það voru tölur úr eftirstöðvaskýrslum, peningamálayfirlitum og lausafjáryfirlitum þriggja stærstu viðskiptabankanna bornar saman og reynt að sjá hver þróunin var. Í samanburðinum voru tölur Kaupþings banka hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. sameinaðar vegna erlendu stöðunnar í árslok 2002 og bornar saman við tölur fyrir KB banka hf. þann 31. desember sl. Á síðasta ári var Glitnir hf. sameinaður Íslandsbanka hf. og ýmis minni innlend fjármálafyrirtæki gengu kaupum og sölum sem gætu haft áhrif á þennan samanburð auk þess sem KB banki hf. keypti nokkur erlend fjármálafyrirtæki. Ekki var reynt að lagfæra fyrir þessum atriðum. Einnig eru þær skýrslur sem notaðar eru sem grunnur fyrir samanburðinn ekki samanburðarhæfar í öllum tilfellum en ættu þó að gefa ágæta heildarmynd.

Kröfur viðskiptabankanna á erlenda aðila jukust töluvert á árinu 2003 ...

Kröfur banka og sparisjóða á erlenda aðila jukust um ríflega 186 ma.kr. frá árslokum 2002 til ársloka 2003. Ef eingöngu er litið á viðskiptabankana þrjá var aukningin u.þ.b. sú sama. Eftirstöðvatími krafna banka og sparisjóða stýttist aðeins á árinu 2003 en á mynd 2 má sjá hlutfall krafna innan mismunandi tímabelta. Ef skoðaðar eru breytingar á einstökum eignaliðum hjá viðskiptabönkunum þremur skýra

útlán til erlendra aðila um 36% (67 ma.kr.) af aukningunni og innstæður í erlendra mynt ríflega 34% (64 ma.kr.). Annar stór eignaliður sem jókst á árinu voru innstæður í íslenskum krónum í erlendum bönkum, þær skýra ríflega 16% aukningar krafna á erlenda aðila (30 ma.kr.).¹

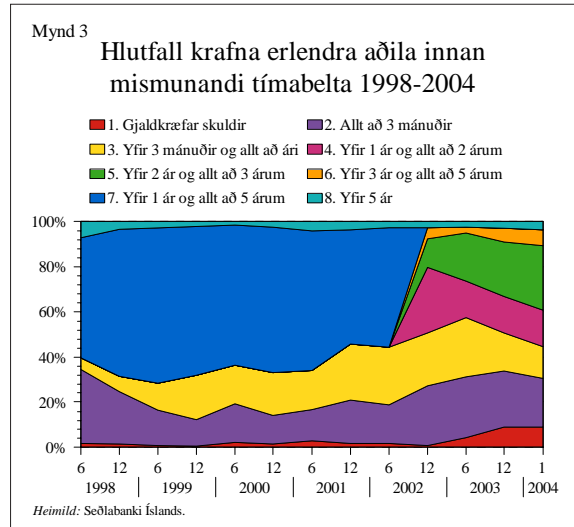


... en kröfur erlendra aðila á viðskiptabankana jukust þó enn meira

Kröfur erlendra aðila á banka og sparisjóði jukust um ríflega 303 ma.kr. frá árslokum 2002 til ársloka 2003. Kröfur á þrjá stærstu viðskiptabankana jukust um 305 ma.kr. á sama tímabili. Aðeins lengdist í eftirstöðvatíma erlendra krafna eins og sést á mynd 3. Ef litið er á breytingar á einstökum skuldaliðum hjá viðskiptabönkunum þremur er það einn liður sem yfirgnæfir aðra. Þetta er gengisbundin erlend verðbréfaútgáfa til lengri tíma en eins árs. Hún jókst um ríflega 207 ma.kr. á liðnu ári og skýrir ríflega 68% af aukningu krafna erlendra aðila. Reyndar verður að líta á þessa aukningu í samhengi við skuldaliðinn löng lán vegna endurlána sem dróst saman um ríflega 83 ma.kr. Eins og áður hefur verið fjallað um má skýra aukninguna í verðbréfaútgáfunni með aukinni MTN-útgáfu bankanna og svo virðist sem skuldabréfaútgáfa í þessu formi sé að ryðja burt beinum erlendum lántökum bankanna að verulegu leyti. Einnig varð töluverð aukning í gengisbundinni

1. Athugið að erlendum aðili gæti í sumum tilfellum verið erlent dótturfélag viðkomandi banka.

erlendra verðbréfaútgáfu til skemmri tíma en eins árs en hún jókst um 78 ma.kr. á liðnu ári.



Hvað er MTN-skuldabréfaútgáfa?

Algengt er að útgefendur á skuldabréfamarkaði í Evrópu hafi gengið til samninga á grundvelli svokallaðs European Medium Term Note (EMTN)-útgáfuramma sem hægt er að nýta við útgáfu skuldabréfa. Til að öðlast rétt til útgáfu skuldabréfa á grundvelli MTN-ramma þarf útgefandi að sammingsbinda sig til að uppfylla ákveðin skilyrði við útgáfu, auk þess sem markaðurinn gerir kröfu um lánshæfismat viðurkennds matsfyrirtækis. Í samningi um útgáfu er m.a. kveðið á um hámarksfjárhæð heildarútgáfu, hóp miðlara auk allra almennra atriða að því er varðar þær skuldbindingar sem bréfin eru til staðfestingar á. Útgáfuramminn miðar þannig að því að lágmarka skrifinnsku og auka hraða við útgáfu og viðskipti með skuldabréf fyrirtækja og ríkja. Útgáfa sem byggist á slíkum samningi gefur færi á auknum sveigjanleika við lánsfjáröflun, sparar kostnað við útgáfu og gefur aðgang að breiðari hópi fjárfesta en áður. Einkum munar þar um aukinn aðgang að stofnanafjárfestum.

Á undanförunum árum hafa þrjú viðskiptabankar, ríkissjóður og Landsvirkjun gefið út skuldabréf á grundvelli slíkra samninga. Landsvirkjun reið á vaðið um vorið 1998, FBA hf. fylgdi á eftir ári síðar, viðskiptabankarnir þrjú hófu útgáfu á árunum 2000 til 2002 og ríkissjóður gerði samning um útgáfu í mars 2001. Þess má þó geta að ríkissjóður hafði gert

Tafla 1 MTN-útgáfur íslenskra aðila¹

	<i>Ríkis- sjóður</i>	<i>Lands- virkjun</i>	<i>Íslands- banki hf.</i>	<i>FBA hf.</i>	<i>Landsbanki Íslands hf.</i>	<i>Búnaðarbanki Íslands hf.</i>	<i>KB banki hf.</i>
Heimild til útgáfu	1.500 USD	1.000 USD	2.500 EUR	1.500 EUR	1.500 USD	1.000 EUR	2.000 EUR
Útistandandi	1.027 USD	912 USD	2.262 EUR	71 EUR	1.602 USD	145 EUR	1.369 EUR
Fyrsti samningur	6. mars '01	19. maí '98	23. mars '00	24. febr. '99	28. apr. '00	9. júlí '02	24. júní '03
Síðast endurskoðaður	28. maí '03	12. ág. '03	22. júlí '02	1. mars '00	19. febr. '04	.	.
Fyrsta útgáfa	6. mars '01	10. júlí '98	12. apr. '00	30. mars '99	maí '02	okt. '02	júlí '03
Síðasta útgáfa	12. maí '03	22. mars '04	11. mars '04	31. jan. '00	10. mars '04	20. febr. '03	17. febr. '04
Stærsta útgáfa	250 EUR	150 EUR	350 EUR	60 USD	400 EUR	75 EUR	500 EUR
Lengsta útgáfa	10 ár	30 ár	20 ár	5.16 ár	30 ár	10 ár	10 ár
Stysta útgáfa (dagar)	913	730	362	1.827	183	540	183
Fjöldi útgáfna í gangi	7	27	59	3	31	5	16

Upphæð og fjöldi útgáfna í sérhverjum gjaldmiðli

EUR	977 (6)	550 (14)	1.786 (33)	.	1.559 (21)	135 (4)	1.165 (12)
USD	100 (1)	310 (11)	328 (7)	60 (1)	.	.	101 (2)
JPY	.	1.700 (1)	17.000 (8)	3.000 (2)	19.200 (6)	.	5.000 (1)
GBP	.	.	183 (4)	.	25 (1)	.	30 (1)
CAD	.	.	48 (3)	.	7 (1)	.	.
HKD	.	.	200 (1)	.	50 (1)	100 (1)	.
CZK	.	.	500 (1)	.	.	.	500 (1)
ISK	.	670 (1)	550 (2)	.	.	.	6.000 (3)
SEK	.	.	.	.	.	.	300 (1)
NOK	.	.	.	.	100 (1)	.	.

1. Allar fjárhæðir eru taldar í milljónum. Upplýsingar frá Reuters þann 3. mars 2004. Hér inni eru einnig útgáfur sem samið hefur verið um en koma ekki til greiðslu fyrr en síðar í mars.

samning um MTN-ramma árið 1987 í tengslum við samning um ECP útgáfu. Almennir hefur MTN-útgáfa íslenskra aðila þótt heppnast afar vel og hefur hún farið vaxandi með hverju ári. Viðskiptabankarnir þrír hafa til samans um 7 ma. evra útgáfuheimild og er heimild Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. hæst eða 2,5 ma. evra hjá hvorum bankanum um sig. Ríkissjóður og Landsvirkjun eru með um 2 ma. evra útgáfuheimild til samans. Í töflu 1 má sjá nánari upplýsingar um MTN ramma bankanna, ríkisins og Landsvirkjunar.² Í töflunni má sjá að enn eru til staðar skuldabréf útgefin innan MTN-ramma FBA hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Þessum römmum hefur verið lokað, þ.e. ekki er hægt að gefa út fleiri skuldabréf innan þeirra en um 215 m. evra eru útistandandi.

Stærsta staka útgáfan sem íslenskur aðili hefur gefið út er 500 m. evra útgáfa KB banka hf. í júlí sl. en í mars var Landsbanki Íslands hf. með skuldabréfaútgáfu að nafnvirði 400 m. evra sem er næststærsta útgáfan. Landsbanki Íslands hf. og Landsvirkjun hafa gefið út lengstu skuldabréfaútgáfur íslenskra aðila sem nú eru í kerfinu eða til 30 ára. Landsbanki Íslands hf. er þó einnig með stystu útgáfuna ásamt KB banka hf. en þær eru til 183 daga.

Íslandsbanki hf. er með fjölbreyttustu gjaldmiðla-samsetninguna í MTN-útgáfu sinni en bankinn á úti-standandi bréf í átta gjaldmiðlum, KB banki hf. er ekki langt undan en bankinn á útistandandi bréf í sjö gjaldmiðlum. Íslandsbanki er einnig með flestar útgáfurnar en m.v. fyrirliggjandi upplýsingar þann 3. mars voru þær um 59.

Um 80% útgáfunnar innan MTN-rammans eru í evrum. Um 17,5% útgáfunnar hjá ríki og Landsvirkjun eru í Bandaríkjadöllum en ekki nema um

2. Taflan er byggð á upplýsingum frá Reuters (MTNINDEX). Eitthvert misræmi getur verið á milli þeirra upplýsinga sem þarna eru skráðar inn og raunveruleikans. Ætti þó ekki að breyta heildarmyndinni.

Tafla 2 Hlutfall gjaldmiðla í skulda-
bréfaútgáfum skv. MTN-ramma

%	Viðskipta- bankar	Ríkið og Landsvirkjun
EUR.....	78,3	81,4
USD.....	6,6	17,5
JPY.....	5,5	0,7
GBP.....	6,0	.
CAD.....	0,6	.
HKD.....	0,6	.
CZK.....	0,5	.
ISK.....	1,3	0,4
SEK.....	0,5	.
NOK.....	0,2	.

6,6% hjá viðskiptabönkunum. Um 6% af útgáfu viðskiptabankanna er í pundum og um 5,5 í jennum. Þrátt fyrir að gjaldmiðlasamsetning útgáfunnar sé með þessum hætti þarf hún alls ekki að endurspeglan endanlega gjaldmiðlasamsetningu skuldbindinga þessara aðila þar sem hægt er að breyta þeim með afleiðusamningum.

Í töflu 3 má sjá hversu mikið svigrúm er eftir til útgáfu skuldabréfa innan MTN-rammans. Kerfið er byggt þannig upp að heimildin til útgáfu er föst tala, annaðhvort í evrum eða Bandaríkjadöllum. T.d. er heimild ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum, ef ríkissjóður gefur út skuldabréf í evrum er upphæðinni breytt yfir í Bandaríkjadali á krossgengi þess tíma sem

skuldabréfið er gefið út. Þetta er gert fyrir allar útgáfur sem gefnar eru út í öðrum gjaldmiðli en Bandaríkjadöllum. Svigrúmið til lántöku ræðst svo af útgáfuheimildinni og uppsafnaðri útgáfu á krossgengi hvers tíma. Miðað við þessa útreikninga höfðu allir aðilar enn svigrúm í mars til aukinnar útgáfu. Útgáfuheimildina má þó hækka við endurnýjun samninga.

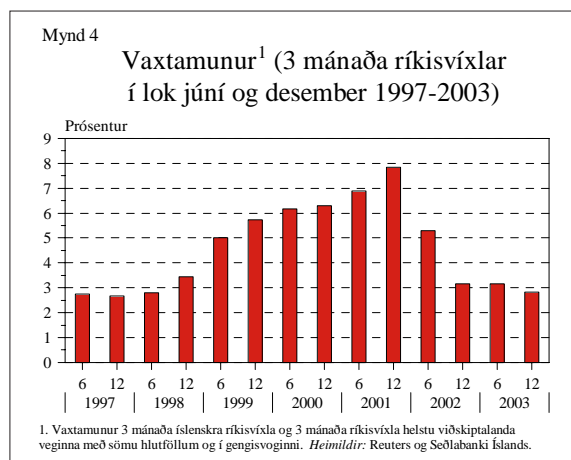
Hvatinn liggur m.a. í vaxtamun sem þó hefur farið lækkandi á síðustu misserum ...

Vaxtamunur milli íslensks og erlends fjármagnsmarkaðar er með þeim hætti að til lengri tíma lítið hafa innlendir vextir verið hærri en erlendir. Þetta gefur erlendri skuldaförnu hreyfiafl; svo hefur lengi verið og verður væntanlega áfram um langa hríð. Aðgengi íslenskra banka og sparissjóða að erlendum lánsfjármörkuðum er með besta móti og hefur aldrei verið betra en á liðnum tveimur árum. Með rúmu aðgengi að erlendri fjármögnun hafa bandar og sparissjóðir valið að bjóða gengisbundin lán í víðtækari tilgangi og til fleiri hópa lántakenda en áður þekktist. Sem dæmi má nefna að samningar eignaleigufyrirtækja til bifreiða- og vélakaupa eru nú að meirihluta til gengisbundnir. Þá bjóðast nú fasteignaveðlán að hluta til eða að öllu leyti í erlendri mynt. Hafa ber í huga að fjármálaþjónusta í formi kórfulána og afleiðusamninga til að draga úr gengisáhættu getur gert erlendar lántökur auðveldari og áhættuminni, ef viðskiptamenn kjósa að nýta sér þessa möguleika.

Tafla 3 Svigrúm til útgáfu innan MTN-ramma hjá íslenskum aðilum¹

Útistandandi skv. REUTERS	Ríkissjóður	Landsvirkjun	Íslandsbanki hf.	FBA hf.	Landsbanki Íslands hf.	Búnaðarbanki Íslands hf.	KB banki hf.	Samtals
EUR.....	822	730	2.262	71	1.758	145	1.369	7.156
USD.....	1.027	912	2.826	88	2.001	181	1.710	8.745
<i>Heimild til útgáfu</i>								
EUR.....	1.201	801	2.500	1.500	2.500	1.000	2.000	11.501
USD.....	1.500	1.000	3.123	1.874	3.123	1.249	2.498	14.367
<i>Svigrúm til lántöku</i>								
EUR.....	379	70	238	Lokað	742	Lokað	631	2.061
USD.....	473	88	297	Lokað	1.122	Lokað	789	2.770
<i>Útistandandi skv. útreikningum SÍ²</i>								
EUR.....	1.057	819	2.518	70	1.758	145	1.444	7.810
USD.....	1.320	1.023	3.145	88	2.196	181	1.804	9.757

1. Allar fjárhæðir eru taldar í milljónum. Upplýsingar frá Reuters þann 3. mars 2004 og útreikningar Seðlabankans.
2. Gengi þann 1. mars 2004 (www.oanda.com).



Á tímabilinu 1997-2001 fór vaxtamunur við útlönd hækkandi en frá árslokum 2001 hefur hann lækkað á ný og er hann um þessar mundir álíka mikill og í upphafi tímabilsins. Þróun vaxtamunar við útlönd getur tæplega verið eina skýringin á þeirri aukningu erlendra skulda sem orðið hefur á síðustu árum. Á hinn bóginn er líklegt að næmi fyrirtækja fyrir vöxtum og vaxtamun hafi aukist samhliða síaukinni opnun hagkerfisins, markaðsvæðingu og samkeppni.

... og ýmsum kerfisbreytingum

Á síðustu árum hafa orðið margháttuð kaflaskil á fjármálamarkaði. Kerfisbreytingar og nýbreytni í þjónustu hafa haft tilhneigingu til að auka erlenda skuldastöðu og breyta þeirri áhættu sem lánastofnanir og þjódarbuíð búa við. Lánastofnanir, fyrirtæki og heimili hafa beint og óbeint tekið erlendan gjaldeyri inn í efnahagsreikninga sína í stað íslenskrar krónu.

Mikilvægt er að hafa í huga nokkrar breytingar sem hafa átt sér stað á liðnum 5 árum og snúa að bönkum og sparisjóðum:

1. Lánveitingar til erlendra aðila.
2. Fjárfesting í erlendum markaðsverðbréfum.
3. Útrás íslenskra banka með stofnun útibúa og dótturfélaga erlendis.
4. Útrás íslenskra fyrirtækja með kaupum á erlendum fyrirtækjum en fjármögnun frá íslenskum viðskiptabönkum.
5. Þátttaka íslenskra banka í sambankalánum með erlendum bönkum.
6. Tilkoma fasteignafélaga og annarra eignarhaldsfélaga sem fjármagna sig að hluta til með erlendum lánum.
7. Eignarleigusamningar eru nú að meirihluta til með erlendri fjármögnun.
8. Íbúðaveðlán boðin með gengisbindingu.
9. Lánshæfismat fyrir stærstu viðskiptabankana.
10. Aðgengi íslenskra banka að djúpum markaði fyrir útgefnar skuldaviðurkenningar (MTN, ECP) í skjóli lánshæfismats.

Afleiðingarnar eru ýmsar

Þessi þróun hefur þegar haft víðtækar afleiðingar. Rúmt er um laust fé til gengisbundinna útlána og gengisáhætta lántakenda fer vaxandi. Varðandi stjórn peningamála og fjármálastöðugleika má m.a. nefna að áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á heildarlánsfjárefnirspurn verða minni en ella. Þetta á einkum við gagnvart fyrirtækjum. Það gerir notkun peningastjórnunar til sveiflujöfnunar torveldari. Möguleiki peningastefnu til að ákvarða til lengdar verðbólguþig í innlendri mynt breytist hins vegar ekki. Einnig er vert að hafa í huga að úrræði Seðlabankans til lausafjáraðstoðar verða takmarkaðri. Svigrúm bankans til aðstoðar með lausafjárþyrirgreiðslu til lánastofnunar sem ekki er í eiginfjárvanda er nánast án takmarkana í íslenskum krónum en er verulega takmarkað ef lausafjárdandinn birtist í erlendum gjaldeyri.