

Lánstraust Íslendinga í útlöndum

Lánsfjáröflun ríkissjóðs styðst við lánshæfismat erlendra fyrirtækja. Einkunnir þeirra hafa hækkað á liðnum árum og skipa honum í flokk með traustum lántakendum á heimsvísu. Allir helstu markaðir standa ríkissjóði opnir. Lánshæfiseinkunn myndar umgjörð um vaxtakjör lántakanda sem ráðast af markaðsskilyrðum á hverjum tíma. Á undanförunum árum hefur lántökukostnaður ríkissjóðs lækkað jafnt og þétt í takt við hækkað lánshæfismat. Ríkið er að jafnaði hæst metni lántakandinn í hverju landi. Kjör á lánum ríkissjóðs mynda því viðmiðun fyrir aðra lántakendur. Íslenskir bankar og atvinnufyrirtæki hafa notið góðs af bættem kjörum ríkissjóðs og þjóðarþúið hefur sparað sér umtalsverðar vaxtagreiðslur til erlendra lánveitenda.

Lánstraust Íslands byggist á styrk þjóðarbúskaparins, innviðum hagkerfisins, sköpunarmætti í atvinnulífi, sveigjanleika og horfum um hagvöxt í framtíðinni. Fullyrða má að Íslendingar njóta öruggrar skilvísí sinnar. Staða Íslands á alþjóðamörkuðum ræðst einnig af þróun þýðingarmikilla fjármálaþátta á borð við skuldastöðu gagnvart útlöndum.

Á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gegna matsfyrirtæki því hlutverki að greina áhættu í fjármála- viðskiptum og greina þannig sauði frá höfrum í viðskiptalífínu. Í þessari grein verður fjallað um starfsemi matsfyrirtækja og einkunnagjöf og álit þessara fyrirtækja á ríkissjóði Íslands og íslenskra banka sem lántakenda á alþjóðlegum markaði.

1. Störf og starfshættir matsfyrirtækja²

Undanfarna tvo áratugi eða svo hafa umsvif matsfyrirtækja vaxið að mun í takt við aukin fjármálaviðskipti á alþjóðamörkuðum. Fjármála-markaðir hafa gerst æ margbreytilegri. Sífellt bætast við ný við-

skiptasvið og þátttakendum á markaði fjölgar að sama skapi. Þetta hefur leitt af sér vaxandi eftirspurn eftir samræmdum upplýsingum um lántakendur og mat á áhættu í lánessamningum. Fjárfestar, bankar og aðrar fjármálastofnanir standa frammi fyrir því að sérhverri fjárskuldbindingu fylgir hætta á greiðslu- vanefndum. Hversu mikil er sú áhætta og hvernig ber að bregðast við henni? Til að svara því þarf að kynna sér hagi hvers lántakanda og meta horfur á, að staðið verði við samninga. Slík athugun kallar á fé og fyrirhöfn sem skapar grundvöll fyrir sérhæfingu í að meta áhættu í fjármálaviðskiptum.

Kjarninn í starfi matsfyrirtækja felst í því að meta lánshæfi lántakenda og birta niðurstöður opinberlega. Hugtakið lánshæfi má skilgreina á þann veg að það feli í sér líkur á því að lántaki standi við skuldbindingar um greiðslur samkvæmt ákvæðum lánessamnings.³ Lánshæfið er notað til að lýsa horfum á að lántaki efni skuldbindingar sínar. Enda þótt bregða megi mælistiku á hugtakið lánshæfi að einhverju marki kallar það engu að síður á huglægt mat, t.d. mat á vilja ríkisstjórnar til að efna lánessamninga gerða af fyrri stjórnvöldum. Lánshæfi og lánstraust ræðst og af við-

1. Höfundur er framkvæmdastjóri alþjóðasviðs Seðlabanka Íslands. Birni G. Ólafssyni, Ingimundi Friðrikssyni, Jóni Þ. Sigurgeirssyni og Vilhjálmí Bjarnasyni er þakkaður yfirllestur og gagnlegar ábendingar. Hagfræðinemunum Sigurði Elí Haraldssyni og Úlf Viðari Níelssyni er þökkuað aðstoð við gagnaöflun. Höfundur ber einn ábyrgð á greininni.

2. Sjá yfirlitgrein Cantors og Packers (1994).

3. Orðið lántaki getur í þessari grein jafnt átt við útgefanda skuldabréfs sem aðila að lánessamningi. Lánessamningur getur á sama hátt jafnt átt við samning um skuldabréfaútgáfu.

- Uppruni Moody's er rakinn til þess að maður að nafni John Moody hóf árið 1909 að gefa út mat á skuldabréfum járnbrautarfélaga vestanhafs og síðar tók hann að meta skuldabréf almenningsveitna og iðnfyrirtækja.
- Fyrirtækið Standard & Poor's varð til með sameiningu tveggja fyrirtækja 1941, Poor's Publishing Company og Standard Statistics Company, sem hófu að gefa út lánshæfismat 1916 og 1922. Af öðrum fyrirtækjum á þessu sviði ber hæst fyrirtækið Fitch sem á undanförunum árum hefur sameinast fyrirtækjunum IBCA og Duff & Phelps.

horfi til framvindu mála á ókominni tíð. Þá koma til skjalanna þættir sem getur reynst erfitt að mæla.

Upphaf matsstarfsemi í Bandaríkjunum er rakið til miðrar 19. aldar, en þá stofnaði maður að nafni Louis Tappan fyrirtæki í New York sem ætlað var að meta getu kaupmanna til að standa í skilum. Var framtakið andsvar við fjárhagskreppu sem reið yfir 1837 með tilheyrandi vanefndum á lánasamningum. Bandarísku fyrirtækin Moody's Investors Service og Standard & Poor's Corporation (oft einungis nefnd Moody's og S&P) standa fremst meðal þeirra sem um þessar mundir starfa að áhættumati á alþjóðlegum markaði.

Störf matsfyrirtækja hafa á tíðum verið gagnrýnd fyrir ýmsar sakir. Sumum hefur þótt sem matsfyrirtæki leggi um of áherslu á bandarísk sjónarmið og þau hafi átt bágð með að skilja lánshæfi lítilla lántakenda. Hafa fyrirtækin brugðist við þessu með því að gerast alþjóðleg í störfum, opna svæðisskrifstofur víða um heim og færa sig nær lántakendum. Á undanförunum árum hafa matsfyrirtækin jafnframt sætt nokkurri gagnrýni fyrir frammistöðu sína í tengslum við Asíukreppuna 1997, Rússland 1998 og Brasilíu 1999. Því hefur verið haldið fram að fyrirtækin hafi ekki séð Asíukreppuna fyrir og að þau hafi magnað hana með því að lækka einkunnir Asíuríkja í kreppunni miðri. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur dregið saman yfirlit um hve seint fyrirtækin brugðust við þegar þau lækkuðu umræddar einkunnir.⁴ Sést

4. Sjá skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (1998), box 2.13, bls. 52.

þar að ekkert Suðaustur-Asíuland var lækkað á árinu 1996 og á fyrri hluta 1997 nema Tæland sem Moody's lækkaði í apríl 1997. Í kreppunni voru Indónesía, Kórea og Tæland lækkuð niður fyrir fjárfestingarflokk. Matsfyrirtækin hafa svarað gagnrýni á þann veg að finna megi viðvörunarorð í skýrslum en þau séu sett fram með varkárum hætti til að auka ekki líkur á að fjármálakreppa skelli á fyrir það eitt að matsfyrirtæki segi hana í aðsigi.

Enda þótt niðurstöður matsfyrirtækja geti verið umdeildar leggja bankar og fjármálastofnanir á borð við lífeyrissjóði, tryggingafélög og fjárfestingarsjóði um heim allan lánshæfiseinkunnir til grundvallar við ákvarðanir um útlán og verðbréfa kaup.

Mat á lántakendum beindist upphaflega einkum að atvinnufyrirtækjum og síðar jafnframt að ríkjum, sveitarfélögum og fjármálastofnunum. Að formi til birtist matið í lánshæfiseinkunn ásamt greinargerð. Viðtekið er að birta jafnframt framtíðarhorfur um einkunnina, og geta þær eðli málsins samkvæmt verið stöðugar, jákvæðar eða neikvæðar. Með því að vextir og afborganir greiðast á komandi tíð felur lánshæfiseinkunn í sér afstöðu til framtíðarinnar, en er ekki bundin við fortíð og líðandi stund.

2. Yfirlit um lánshæfiseinkunnir og merkingu þeirra

Lánshæfiseinkunnir falla í tvo meginflokk, fjárfestingarflokk (e. investment grade) og spákaupmennskuflokk (e. speculative grade). Matsfyrirtækin nota eilítið mismunandi einkunnakerfi, en á milli þeirra ríkir samsvörun eins og sýnt er í 1. töflu.

Matsfyrirtæki selja þjónustu sína fjárfestum sem vilja glöggva sig á lánshæfi einstakra lántakenda og útgefenda verðbréfa. Lántakendur greiða matsfyrirtækjum þóknun fyrir störf sín. Slíkt fyrirkomulag styðst við það sjónarmið að lánshæfiseinkunn geti greitt götu lántakanda inn á markað og hugsanlega lækkað vaxtakostnað. Svo kann að virðast sem fyrirkomulag, þar sem lántakendur greiða fyrir þjónustu matsfyrirtækja, sé hvatning til þess að fyrirtækin veiti viðskiptavinum sínum hærri lánshæfiseinkunnir en efni standi til. Á móti þessu kemur að orðstír matsfyrirtækja er undir því kominn að einkunnir þeirra séu raunhæfar og fullnægi gæðakröfum fjárfesta.

Áður en matsfyrirtæki birtir lánshæfiseinkunn um nýjan lántakanda fara venjulega fram ítarlegar við-

1. tafla Lánshæfiseinkunnir til langs tíma¹

Einkunnir í fjárfestingarflokki			Einkunnir í spákaupmennskuflokki		
S&P og Fitch	Moody'	Merking einkunnar	S&P og Fitch	Moody'	Merking einkunnar
AAA	Aaa	Hæsta einkunn, afburðagóð bréf	BB+	Ba1	Greiðslur líklegar, en óvissar
			BB	Ba2	
			BB-	Ba3	
AA+	Aa1	Há einkunn, mjög góð bréf	B+	B1	Mikil áhætta
AA	Aa2		B	B2	
AA-	Aa3		B-	B3	
A+	A1	Einkunn í góðu meðallagi, mikil greiðslugeta	CCC+		Yfirvofandi hætta á vanskilum eða í vanskilum
A	A2		CCC	Caa	
A-	A3		CCC-		
BBB+	Baa1	Miðlungseinkunn, viðunandi greiðslugeta	C	Ca	Komið í gjaldprot eða vanskil
BBB	Baa2		D	D	
BBB-	Baa3				

1. Nánari skýringar á lánshæfiseinkunnum er að finna í viðauka.

ræður milli aðila í því skyni að bregða ljósi á hagi lántakanda og hæfi hans til að standa við fyrirhugaða fjárskuldbindingu.⁵ Sérstök nefnd, skipuð starfsmönnum matsfyrirtækis, tekur ákvörðun um mat eftir að hún hefur fjallað um tillögu um einkunn sem gerð er af hálfu sérfræðings fyrirtækisins í málefnum lántakans. Einkunnin er fyrst kynnt lántaka og síðan opinberlega. Lántaki hefur yfirleitt átt þess kost að koma á framfæri við matsfyrirtækið öllum helstu atriðum sem máli skipta og stuðlað gætu að sem hæstri einkunn. Matsfyrirtækin gefa á stundum út einkunnir fyrir aðila þótt ekki hafi verið farið fram á lánshæfismat.

Enda þótt lánshæfiseinkunnum hafi í fyrstu einkum verið ætlað að skapa almennar vísbendingar fyrir fjárfesta, sem áttu þess ekki kost að kanna sjálfir hagi lántakanda, hafa einkunnir smátt og smátt fengið aukið vægi. Þannig hafa margir stofnanafjárfestar á borð við verðbréfasjóði og lífeyrissjóði gert lánshæfiseinkunnir matsfyrirtækja að viðmiðun í fjárfestingarstefnu og starfsreglum. Að sama skapi sjást lánshæfiseinkunnir iðulega í fjármálasamningum af margvíslegu tagi milli lántaka og fjárfesta og í opinberu regluverki.

Í drögum Baselnefndarinnar á sviði bankaeftirlits að nýjum reglum um eigið fé viðskiptabanka er meðal annars gert ráð fyrir að kröfum séu gefnar áhættuvogir eftir lánshæfiseinkunn skuldara.⁶ Sem dæmi má nefna að kröfur á ríkissjóði og seðlabanka fá vog 0% ef skuldari hefur lánshæfiseinkunn á bilinu AAA til AA- og vog 20% ef einkunnin er á bilinu A+ til A- (miðað við einkunnakerfi S & P eða hliðstæða einkunn hjá öðrum viðurkenndum matsfyrirtækjum). Bönkum er gert við lánveitingar að leggja fé til hliðar í samræmi við áhættuvog. Verður lánsfé því þeim mun dýrara sem áhættuvog er hærri.

Notendur lánshæfiseinkunna, hvort sem þeir eru fjárfestar, eftirlitsstofnanir eða aðrir, vænta þess að þær séu traustar viðmiðanir þegar bera þarf saman ólíka kosti við lánveitingar eða verðbréfakaup. Jafnframt þurfa einkunnir að gefa til kynna bein líkindi þess að tiltekin fjárkrafa verði greidd. Athuganir byggðar á gögnum Moody's og Standard & Poor's sýna að lánshæfiseinkunnir þessara fyrirtækja gefa góða mynd af mismunandi lánsáhættu, enda reynast vanskil hafa verið því minni sem lánshæfiseinkunnir eru betri. Má sem dæmi nefna nýlega athugun Moody's á vanskilum á skuldbindingum bandarískra

5. Moody's Investors Service: *Moody's Rating Process*, 1989, Standard & Poor's: *International Debt Rating Services*.

6. Sbr. Basel Committee on Banking Supervision, *The New Basel Capital Accord*, Consultative Document, janúar 2001.

2. tafla Hlutfallsleg vanskil fyrirtækja eftir einkunnum 1970-2000

Einkunn	Árafjöldi frá útgáfu einkunnar				
	1	5	10	15	20
Aaa	0,00	0,12	0,67	1,37	1,77
Aa	0,02	0,31	0,83	1,45	2,24
A	0,01	0,45	1,43	2,65	4,30
Baa	0,14	1,82	4,56	8,01	11,27
Ba	1,27	11,23	20,76	29,87	36,50
B	6,16	27,92	44,57	52,83	54,52
Fjárfestingarflokkur	0,05	0,82	2,21	3,98	5,90
Spákaupmennskufll.	4,15	18,56	29,46	37,83	43,40
Öll fyrirtæki	1,30	5,67	8,96	11,81	14,24

Heimild: Moody's Investors Service: Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers: 2000, febrúar 2001.

fyrirtækja.⁷ Áreiðanleika lánshæfismats má m.a. sjá af hlutfallslegum vanskilum fyrirtækja í einstökum einkunnaflokkum eftir því hve langur tími er liðinn frá því að einkunnin var gefin (sjá 2. töflu, Hlutfallsleg vanskil fyrirtækja eftir einkunnum 1970-2000).

Eins og sjá má af töflunni eru eins árs vanskil nánast engin í einkunnaflokkunum A og hærri. Taflan sýnir jafnframt hvernig vanskil vaxa þegar tímaviðmiðun lengist. Í einkunnaflokknum AAA mælast innan við 1% vanskil á tíu ára tímabili. Vanskilahlutfall í A-flokki mælist 1,4% á tíu árum. Taflan sýnir, að vanskil vaxa jafnan með lægri lánshæfiseinkunn, en sú regla er þó ekki án undantekninga.

Lánshæfiseinkunnir ríkja njóta jafnan nokkurrar athygli, enda eru þau oftlega meðal stærstu lántakenda á alþjóðamörkuðum og einkunnir þeirra mynda þak sem aðrir lántakendur frá sama landi komast yfirleitt ekki upp fyrir. Ríki afla sér lánshæfiseinkunnar af sömu ástæðum og aðrir lántakendur. Þau vilja skapa sér aðgang að lánamörkuðum og lækka vaxtakostnað. Hinn almenni skuldabréfamarkaður í

Bandaríkjunum (Yankee-markaðurinn sem svo er nefndur) krefst þess í reynd að skuldabréfaútgáfur séu studdar lánshæfiseinkunnum fyrirtækjanna Moody's og Standard & Poor's. Bandaríkjamarkaður er því í raun lokaður öðrum en þeim sem hafa fengið einkunn viðurkenndra matsfyrirtækja. Ísland óskaði haustið 1993 eftir formlegu mati af hálfu Moody's og Standard & Poor's til að opna sér leið inn á þennan markað til að undirbúa skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs sem fram fór snemma árs 1994. Áður höfðu fyrirtækin gefið langtímaeinkunnir án þess að sérstaklega hafi verið um það beðið. Útgáfa ríkissjóðs á víxlum á alþjóðlegum markaði hafði á hinn bóginn stuðst við skammtímaeinkunnir sem leitað var eftir seint á níunda áratugnum.

Þá hefur færst í vöxt á undanförunum árum að gefnar séu lánshæfiseinkunnir tengdar skuldbindingum í eigin gjaldmiðli ríkja. Þetta á sér rætur í aukinni spurn alþjóðlegra fjárfesta eftir skuldabréfum gefnum út í heimagjaldmiðli útgefenda auk hinna alþjóðlegra gjaldmiðla. Almennt má gera ráð fyrir að lánshæfiseinkunnir fyrir skuldabréf ríkja í innlendri mynt séu hærri en einkunnir fyrir útgáfur í erlendri mynt (sjá 3. töflu: Langtímaeinkunnir fyrir skuldbindingar nokkurra ríkja í erlendri mynt og heimamynt).

Stjórnvöld hafa á ýmsan hátt betri skilyrði til að standa við skuldbindingar í heimamynt en í erlendri mynt, enda hafa þau skattlagningarvald og jafnvel færi á útgáfu peninga ef í harðbakka slær. Þrátt fyrir þetta geta ríkisverðbréf í innlendri mynt ekki talist laus við áhættu.⁸

Árið 1919 tók Moody's að meta lánshæfi ríkja. Á því ári birti fyrirtækið álit á lánshæfi landa á borð við Bretland, Frakkland, Ítalíu, Japan og Kína. Á fyrstu áratugum aldarinnar blómstruðu alþjóðleg skuldabréfaviðskipti, og á árinu 1929, rétt í þann mund sem heimskreppan skall á, voru af hálfu Moody's gefnar út lánshæfiseinkunnir fyrir ríkissjóði um 50 landa. Þessi starfsemi þurrkaðist út með heimskreppunni, og eftir heimsstyrjöldina síðari datt starfsemi alþjóðlegra skuldabréfamarkaða upp fyrir. Það var ekki fyrr en á áttunda áratugnum að markaðirnir tóku að glæð-

7. Moody's Investors Service: *Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers*: 2000, febrúar 2001. Athugun Moody's er reist á gögnum um liðlega 4900 lántakendur. Frá 1970 hafa að meðaltali 3,45% útgefenda í spákaupmennskuflokkum lent í vanskilum á móti 0,05% í fjárfestingarflokkum. Af síðustu 80 árum hafa verið 28 ár þar sem komið hefur til vanskila í fjárfestingarflokkum. Á þessu tímabili komu fram vanskil hjá tveimur fyrirtækjum með lánshæfiseinkunn í fjárfestingarflokkum.

8. Sjá Moody's Special Comment: *Rating Domestic-Currency Government Debt*, 10. desember 1992. Þar er því hafnað að ríkisverðbréf í innlendri mynt séu áhættulaus og m.a. nefnd sem dæmi um vanskil á innlendum skuldbindingum þvingaðar skuldbreytingar ríkissjóða Argentínu og Brasilíu 1989 og breyting á fyrirkomulagi verðtryggingar af hálfu Brasilíu 1986.

3. tafla Langtímaeinkunnir fyrir skuldabréf nokkurra ríkja í erlendri mynt og heimamynt

Ríki	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Í erlendri mynt	Í innlendri mynt	Í erlendri mynt	Í innlendri mynt	Í erlendri mynt	Í innlendri mynt
<i>I. Fjárfestingarflokkur</i>						
Ástralía.....	AA+	AAA	Aa2	Aaa	AA	AAA
Austurríki.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Danmörk.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AA+	AAA
Frakkland.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Þýskaland.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Mön.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Lúxemborg.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Holland.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Nýja-Sjáland.....	AA+	AAA	Aa2	Aaa		
Noregur.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Singapúr.....	AAA	AAA	Aa1	Aaa	AA+	AAA
Svíþjóð.....	AA+	AAA	Aa1	Aaa	AA	AAA
Sviss.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Bretland.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Bandaríkin.....	AAA	AAA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Belgía.....	AA+	AA+	Aa1	Aa1	AA-	AA-
Finnland.....	AA+	AA+	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Ísland.....	A+	AA+	Aa3	Aaa	AA-	AAA
Írland.....	AA+	AA+	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Japan.....	AA+	AA+	Aa1	Aa2	AA+	AA+
Spánn.....	AA+	AA+	Aa2	Aa2	AA+	AA+
Ítalía.....	AA	AA	Aa3	Aa3	AA-	AA-
Portúgal.....	AA	AA	Aa2	Aa2	AA	AA
Tékkland.....	A-	AA-	Baa1	A1	BBB+	A
Hong Kong.....	A+	AA-	A3	Aa3	A+	AA+
Ísrael.....	A-	AA-	A2	A2	A-	A+
Malta.....	A	AA-	A3	A3	A	AA-
Ungverjaland.....	A-	A+	A3	A1	A-	A+
Pólland.....	BBB+	A+	Baa1	A2	BBB+	A+
Grikkland.....	A	A	A2	A2	A-	A-
Kórea.....	BBB	A	Baa2	Baa1	BBB+	A
Suður-Afríka.....	BBB-	A-	Baa3	Baa1	BBB-	BBB+
Króatía.....	BBB-	BBB+	Baa3	Baa1	BB+	BBB
Indland.....	BB	BBB	Ba2	Ba2	BB+	BBB-
<i>II. Spákaupmennskuflokkur</i>						
Brasilía.....	BB-	BB+	B1	B1	BB-	B+
Perú.....	BB-	BB+	Ba3	Baa3	BB-	BBB-
Búlgaríja.....	B+	BB-	B2	B1	B+	BB
Líbanon.....	B+	BB-	B1	B1	B+	B+
Paragvæ.....	B	BB-	B2	B1		
Argentína.....	B	B	B2	B2	B+	B+
Rúmenía.....	B-	B	B3	Caa1	B	B
Rússland.....	B-	B-	B3	B3	B	B-
Tyrkland.....	B-	B-	B1	B3	B+	B

Heimildir: Standard & Poor's: Sovereign Ratings, 18. maí 2000, Moody's Investors Service: Global Credit Research, Ratings List, 8. maí 2001, Fitch IBCA: Sovereign Review, apríl 2001.

ast lífi að nýju. Um miðjan níunda áratuginn voru þó ekki nema fimmtán erlend ríki sem tóku lán á bandarískum markaði og öfluðu sér lánshæfiseinkunna í því skyni. Þessi ríki voru í hópi þeirra sem telja má traustustu lántakendur sem völ er á. Önnur ríki með öflugan efnahag gátu aflað lánsfjár til langs tíma á hinum svonefnda Evró-markaði (e. Euro-market)⁹, þar sem lánshæfiseinkunn er ekki nauðsynlegt skilyrði fyrir skuldabréfaútgáfu. Enn önnur ríki, sem e.t.v. bjuggu við lakara lánstraust, öfluðu erlends lánsfjár með því að taka bankalán eða selja skuldabréf í lokuðum útgáfum, ætluðum völdum hópi fjárfesta sem ekki gerðu kröfu um lánshæfiseinkunn.

Því fer fjarri að lánveitingar til ríkja séu lausar við áhættu. Á liðinni öld kvað mest að erlendum lántökum af hálfu ríkissjóða á þriðja tug aldarinnar og svo undanfarin ár. Í heimskreppunni skall á alda vanefnda í alþjóðlegum lánasamningum, og um hálfur þriðji tugur landa rataði á tímabilinu fram til 1935 í vanskil á skuldabréfum gefnum út á alþjóðlegum markaði. Á Bandaríkjamarkaði kvað í kreppunni jafnvel rammar að vanefndum á skuldabréfum ríkja á hlutfallslegan mælikvarða en vanefndum af hálfu bandarískra fyrirtækja. Í fjárhæðum talið höfðu um 70% af skuldum ríkja, sem stofnað var til í Bandaríkjunum á árabílinu 1926-29, ratað í vanskil við lok árs 1937. Á sama mælikvarða höfðu fram til ársins 1944 aðeins orðið vanskil á um 30% af skuldum bandarískra fyrirtækja sem stofnað var til milli 1926 og 1929. Vanskil ríkja í kreppunni komu mörgum í opna skjöldu. Þeirra á meðal var Moody's, en meirihluti vanskilaríkja hafði árið 1929 lánshæfiseinkunn í fjárfestingarflokki hjá því fyrirtæki.¹⁰

Reynsla síðari tíma gefur til kynna að ennþá sé áhættusamt að lána ríkjum. Rannsókn gerð af hálfu Standard & Poor's, sem tók til skuldbindinga 201 ríkis í innlendri mynt og erlendri, leiddi í ljós að vanskil höfðu orðið hjá þrjátíu ríkjum á tímabilinu 1975-99 (sjá 4. töflu, Vanskil í lánasamningum ríkja 1975-99 samkvæmt athugun Standard & Poor's).

Vanskil á lánnum ríkja hafa reynst misjafnlega algeng eftir því hvers kyns skuldin er. 4. tafla sýnir að vanskil á erlendum skuldbindingum (28 talsins)

hafa verið algengari en vanskil á innlendum lánnum (8 talsins). Vanskilin hafa ýmist stafað af því að nýir valdhafar hafa haft lánaskuldbindingar forvera sinna að engu, eins og í Rússlandi, eða vanskil hafa orðið í tengslum við efnahagsaðgerðir til að vinna bug á óðaverðbólgu, eins og í Argentínu og Brasilíu.

Af fyrrgreindum 30 skiptum, þar sem vanskil urðu á erlendum lánaskuldbindingum, voru 28 vegna skuldbreytinga í bönkum, og bendir Standard & Poor's á að um vanskil hafi verið að ræða þar eð kröfuhafar hafi á endanum tapað fé í tengslum við skuldbreytingarnar. Taflan sýnir einnig vanskil af hálfu sjö landa á skuldabréfaútgáfum í erlendri mynt.

Matsfyrirtækjum er sérstakur vandi á höndum við að ætla á um hversu mikils trausts einstök ríki kunna að vera verð, enda er lánshæfiseinkunnum fyrirtækjanna ætlað að endurspegla getu og jafnframt vilja stjórnvalda til að greiða af lánnum hins opinbera á tilsettum tíma. Það er því ekki að furða þótt fyrirtækin greini oftlega á um hversu mikils trausts einstök lönd kunni að vera verð og birti einkunnir þar sem allmiklu munar milli fyrirtækjanna. Í 3. töflu má finna ýmis lönd þar sem fyrirtækjum ber ekki saman. Nærtæk dæmi eru Ástralía, Síle og Nýja-Sjáland.

Þrátt fyrir að auðvelt sé að benda á dæmi þess að matsfyrirtæki greini á um einstök lönd á það sér eðlilegar skýringar. Slíkur munur verður því algengari sem landið stendur neðar í einkunnaskalanum og álitæfni varðandi lánshæfið eru fleiri. Lánshæfi ríkja er tiltölulega nýtt svið þar sem matsfyrirtækin eru sumpart að feta ókunna stigu. Lántakendur af þessu tagi eru ekki mjög margir, a.m.k. ekki í samanburði við fjölda annarra lántakenda sem flestir hverjir eru atvinnufyrirtæki. Þar að auki er vafalaust á ýmsan hátt erfiðara að meta lánshæfi ríkja en fyrirtækja, enda þarf til að koma mat á vilja stjórnvalda til að halda í heiðri skuldbindingar ríkisins. Í slíku mati verður að fara út fyrir svið hagfræðinnar og beita huglægu mati á stjórnsmálakerfi, þjóðfélagsgerð og tengsl landsins út á við.¹¹

Helstu forsendur við lánshæfismat ríkja eru reist-

9. Með þessu hugtaki er átt við hinn alþjóðlega fjármagnsmarkað, sem liggur utan gjaldmiðilslögsögu einstakra ríkja, og má ekki rugla saman við hinn sameiginlega evrumarkað Evrópusambandsins.

10. Cantor og Packer (1995).

11. Því má bæta við að kröfuhafi kann að eiga á hættu að verða fyrir meira tapi í vanskilum af hálfu ríkis en fyrirtækis, enda stendur hann yfirleitt mun lakar að vígi við að ganga að eignum skuldara í fyrra tilfellingunni. Munur á fyrirtækjum og ríkjum sem lántakendum er ræddur fræðilega m.a. af Bulow og Rogoff (1989).

4. tafla Vanskil ríkja samkvæmt athugun Standard & Poor's, 1975-1999

<i>Útgefandi</i>	<i>Langtíma láns hæfi í innl. og erl. mynt</i>	<i>Skuld í innlendri mynt</i>	<i>Skuld í erlendri mynt</i>	<i>Skuld við banka í erlendri mynt</i>
Slóvenía	AA/A	.	.	1992-96
Síle	AA/A-	.	.	1983-90
Kúveit	A+/A	1990-91	.	.
Egyptaland	A-/BBB-	.	.	1984
Pólland	A/BBB	.	.	1981-94
Krótía	BBB+/BBB-	1993-96	.	1992-96
Trínidad og Tóbagó	BBB+/BBB-	.	.	1988-89
Úrúgvæ	BBB+/BBB-	.	.	1983-85, 1988, 1990-91
Filippseyjar	BBB+/BB+	.	.	1983-92
Suður-Afríka	BBB+/BB+	.	.	1985-87, 1989, 1993
El Salvador	BBB+/BB+	1981-96	.	.
Panama	BB+/BB+	.	1987-94	1983-96
Mexíkó	BBB+/BB	.	.	1982-90
Argentína	BBB-/BB	1982, 1989-90	1989	1982-93
Kostaríka	BB+/BB	.	1984-85	1981-90
Marokkó	BBB/BB	.	.	1983, 1986-90
Perú	BBB-/BB	.	.	1976, 1978, 1980, 1983-97
Jórdanía	BBB-/BB-	.	.	1989-93
Bólivía	BB+/BB-	.	1989-97	1980-84, 1986-93
Brasilía	BB-/B+	1986-87, 1990	.	1983-94
Venesúela	NR/B+	1995-97, 1998	1995-97	1983-88, 90
Dómíníska lýðveldið	SD/B+	1981-99	.	1982-94
Paragvæ	BB-/B	.	.	1986-92
Jamaíka	B+/B	.	.	1978-79, 1981-85, 1987-93
Tyrkland	NR/B	.	.	1978-79, 1982
Rúmenía	B/B-	.	.	1981-83, 1986
Cookseyjar	B-/B-	.	.	1995-98
Indónesía	B-/CCC+	.	.	1998-99
Pakistan	B/SD	.	1999	1998-99
Rússland	CCC/SD	1998-99	1998-99	1991-97

Einkunnir miðast við 17. desember 1999. NR-Not rated. SD-Selective default (kröfuhöfum mismunað). Heimild: Standard & Poor's.

ar á vilja og getu þeirra til að standa í skilum.¹² Vilji ríkisstjórnar til að greiða skuldir fyrri valdhafa greinin ríki frá öðrum lántakendum og mætti kalla stjórn málaáhættu.

Vilji til að standa í skilum er metinn á grundvelli:

- Stjórnkerfis landsins
- Þjóðfélagsgerðar
- Samskipta við umheiminn

12. Um forsendur við mat á láns hæfi ríkja sjá nánar grein höfundar, Ólafur Ísleifsson (1993).

Geta ríkis til að standa í skilum ræðst af mörgum þáttum. Meðal þeirra eru:

- Þjóðartekjur og hagskipulag
- Hagvaxtarskilyrði
- Sveigjanleiki í ríkisfjármálum
- Skuldabyrði hins opinbera
- Stöðugleiki í verðlagsmálum
- Sveigjanleiki í greiðslujöfnuði
- Erlendar skuldir og laust fé

Athugun Cantors og Packers 1996 á lánshæfiseinkunnum um 50 landa sýndi að lánshæfiseinkun einstakra landa má að verulegu leyti skýra með fimm þáttum.¹³ Þessir þættir eru:

- Þjóðartekjur á mann
- Erlendar skuldir í hlutfalli við VLF
- Verðbólgu saga landsins
- Þróunarstig í efnahagsmálum
- Skilvísi

Í rannsókn þessari var land talið með iðnríkjum samkvæmt flokkun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Þetta atriði reyndist forsenda fyrir að komast í flokkana AA eða AAA. Skilvísi var ákvörðuð með því að engin vanskil hefðu orðið á tímabilinu frá 1970. Ekkert vanskilaland reyndist hafa fengið hærri einkun en BBB.

3. Lánshæfiseinkunnir fyrir Ísland

Ísland nýtur mikils trausts sem lántaki á alþjóðlegum markaði. Sést það glögglega af lánshæfiseinkunnum sem birtast í 5. töflu. Af þremur helstu matsfyrirtækjum heims gefa tvö einkun í AA-flokki fyrir lán ríkissjóðs í erlendri mynt og í AAA-flokki fyrir lán í íslenskum krónum. Aðrir íslenskir lántakendur njóta góðs af háum lánshæfiseinkunnum ríkissjóðs.

Lánshæfiseinkunnir á skammtímabréfum

Erlend matsfyrirtæki gefa Íslandi lánshæfiseinkunnir til skamms tíma. Einkunnir voru upphaflega gefnar út

13. Sjá Cantor og Packer (1996).

5. tafla Lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs 2001

	Í erlendri mynt		Í innlendri mynt	
	Til langs tíma	Til skamms tíma	Til langs tíma	Til skamms tíma
Moody's	Aa3	P-1	Aaa	P-1
Standard & Poor's	A+	A-1+	AA+	A-1+
Fitch	AA-	F1+	AAA	-

í tengslum við útgáfu ríkissjóðs á víxlum á Evrópumarkaði¹⁴. Moody's gefur ríkissjóði hæstu skammtímaeinkun sem auðkennd er með tákni P-1. Standard & Poor's gefur ríkissjóði lánshæfiseinkun í hæsta flokki sem auðkennd er með tákni A-1+. Sama gildir um Fitch sem gefur ríkissjóði sína hæstu einkun, F1+. Umræddar einkunnir lýsa því álitu fyrirtækjanna að ríkissjóður sé traustur útgefandi bréfa á skammtímamarkaði. Lánshæfiseinkunnirnar eru í reynd forsenda fyrir útgáfu á víxlamörkuðum austan hafs og vestan. Engum blöðum er um það að fletta, að skammtímaeinkunnir Moody's og Standard & Poor's og síðar Fitch hafa stuðlað að því að tryggja hagstæð kjör á skammtíma víxlum ríkissjóðs, sem gefnir hafa verið út á Evrópumarkaði allt frá 1986.

Breytingar á lánshæfiseinkunnum ríkissjóðs

Í tengslum við undirbúning skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs á bandarískum markaði snemma árs 1994 var leitað eftir því við Moody's og Standard & Poor's að fyrirtækin gæfu út lánshæfiseinkun fyrir Ísland. Áður höfðu fyrirtækin birt lánshæfiseinkunnir til langs tíma, þ.e. A af hálfu Standard & Poor's og A2 af hálfu Moody's. Síðla árs 1993 áttu fulltrúar fyrirtækjanna viðræður við fulltrúa stjórnvalda hér á landi. Fyrirtækin kynntu álit sitt snemma árs 1994, og staðfestu bæði fyrirtækin einkunnir sínar.¹⁵

Standard & Poor's reið á vaðið og kynnti lánshæfiseinkun fyrir Ísland með tilkynningu í janúar 1994

14. Ríkissjóður hefur gert tvo samninga um víxlaútgáfu ríkissjóðs á alþjóðamarkaði. Gildandi samningur um víxlaútgáfu á evrópumarkaði var gerður 1995. Auk þess að kveða á um hækkun á leyfilegri útgáfufjárhæð í 500 milljónir dala fól samningurinn í sér ýmis nýmæli, m.a. heimild fyrir ríkissjóð til að gefa út víxla í öðrum myntum en bandaríkjadala sem áður var eina útgáfumyntin. Með nýjum samningi sem öðlast gildi á árinu 2001 getur ríkissjóður jafnframt gefið út víxla á bandarískum víxlamarkaði fyrr allt að 500 milljónir bandaríkjadala.

15. Álit Moody's og Standard & Poor's á þessum tíma er rakið í grein höfundar, Ólafur Ísleifsson (1995).

þar sem birt er langtímaeinkunnin A og skammtímaeinkunnin A-1. Moody's gerði grein fyrir niðurstöðu sinni um lánsþæfiseinkunnina A2 fyrir Ísland í tilkynningu í janúar 1994.

Myndirnar sem fyrirtækin drógu upp af hagskilyrðum hér á landi reyndust í meginatriðum áþekkar hvor annarri. Fyrirtækin sögðu kost og löst á landinu. Þau viðurkenndu styrk efnahagslífsins eins og hann birtist í háum þjóðartekjum á mann, og þau bentu á lýðræðishefð og festu í stjórnmalalífi. Þau fóru viðurkenningarorðum um vaxtarmegin atvinnulífsins og árangur stjórnvalda við hagstjórn sem birtist í lítilli verðbólgu og bættum jöfnuði í utanríkisviðskiptum. Þau luku lofsorði á skipulagsumbætur í efnahagslífinu, m.a. aukið frjálsræði á fjármálamörkuðum, opnun efnahagslífsins og fráhrarfi frá miðstýringu að markaði í auknum mæli. Á hinn bóginn lýstu þau áhyggjum af einhæfu atvinnulífi sem er háð viðkvæmum auðlindum hafsins og stendur stöðug hætta af áföllum vegna breytinga á náttúruskilyrðum og ytri markaðsaðstæðum. Fyrirtækin töldu erlendar skuldir standa landinu fyrir þrífum.

Lánsþæfiseinkunnir Íslands tóku fyrst breytingum á árinu 1996 þegar Standard & Poor's reið á vaðið og tilkynnti í marsmánuði að fyrirtækið hefði hækkað einkunn á erlendum langtímaskuldbindingum um eitt þrep úr A í A+. Um leið hækkaði fyrirtækið einkunn fyrir skammtímaskuldbindingar úr A-1 í A-1+ sem er hæsta einkunn sem fyrirtækið gefur fyrir skammtímalán. Jafnframt tilkynnti fyrirtækið að það hefði gefið einkunnina AA+ fyrir innlend skuldabréf ríkissjóðs til langs tíma. Í tilkynningu fyrirtækisins var sagt að hækkun lánsþæfismats endurspegladi bættu hagstjórn og styrka stjórn á auðlindum sjávar.¹⁶

Moody's tilkynnti mánuði síðar að fyrirtækið hefði ákveðið að endurskoða mat sitt á lánsþæfi Íslands¹⁷ og í júní sama ár var matið hækkað um eitt þrep úr A2 í A1. Í tilkynningu Moody's var vísað til árangurs af skipulagsbreytingum stjórnvalda við að skapa jafnvægi í þjóðarbúskapnum.¹⁸ Vísað var til lítils ríkishalla, lágrar verðbólgu, stöðugs gengis og frjálsra viðskipta, markaðsvæðingar og aukins frjálsræðis í fjármálalífi.

16. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 15. mars 1996.

17. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 11. apríl 1996.

18. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 26. júní 1996.

Árið 1997 steig Moody's frekari skref við að hækka lánsþæfiseinkunn Íslands. Í apríl tilkynnti fyrirtækið að það teldi horfur um lánsþæfiseinkunnina jákvæðar og vísaði til árangurs við að draga úr ríkisskuldum með virkri hagstjórn og fyrir áhrif bættara skilyrða í þjóðarbúskapnum.¹⁹

Í lok júlí tilkynnti Moody's um hækkun á lánsþæfismati Íslands.²⁰ Hækkunin nemur einu þrepi en með nýrri einkunn Aa3 fluttist Ísland loks í AA-flokk. Jafnframt var gefin lánsþæfiseinkunnin Aaa fyrir skuldir ríkissjóðs í íslenskum krónum. Einkunn í AA-flokki lýsir traustum lántaka sem aðeins að litlu leyti stendur að baki allrasterkustu aðilum með einkunnina AAA. Í frétt Moody's sagði að hækkun lánsþæfismats endurspegladi horfur á aukinni fjölbreytni í íslensku efnahagslífi vegna verkefna í stóriðju og ferðaþjónustu. Stjórnvöld hafi ráðist í skipulagsumbætur og fylgt stefnu sem stuðlar að auknu jafnvægi í efnahagslífinu. Stjórnvöld hafi náð góðum tókum á nýtingu fiskimiða. Víðtækar umbætur hafi styrkt stöðir efnahagslífsins og stuðlað að hagvexti, tekjuaukningu, atvinnuuppbyggingu og bætri samkeppnisstöðu út á við. Opinber fjármál hafi styrkst, greiðslubyrði lána lækkað og verðbólga haldist lág. Moody's tók fram í tilkynningu sinni að brýnt væri að gæta að jafnvægi í hagstjórn til að koma í veg fyrir ofpenslu og óhóflega söfnun erlendra skulda.

Parf ekki að fara mörgum orðum um hve mikilvægur áfangi hafði náðst á þessum tímamótum þegar Ísland færðist í AA-flokk lánsþæfismats fyrir lán í erlendri mynt. Hlaut landið þar með faglega viðurkenningu sem einn af traustustu lántakendum á alþjóðlegum markaði. Á hinn bóginn er vert að geta þess að á þessum tíma fékk íslenska ríkið lán á erlendum markaði á kjörum sem voru sambærileg við kjör lántakenda í AA-flokki. Markaðurinn hafði því í reynd hækkað lánsþæfismatið fyrir sitt leyti á undan matsfyrirtækjunum.²¹

19. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 13. mars 1997.

20. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 31. júlí 1997.

21. Þessi reynsla virðist í samræmi við nýlega athugun á sambandi lánsþæfiseinkunna og lánskjara sem birt er í grein Steiners og Heinke (2001). Yfirgripsmikil rannsókn þeirra gefur til kynna að lækkun á lánsþæfismati hefur merkanleg neikvæð áhrif á lánskjör en hækkun lánsþæfismats leiðir ekki til breytingar á lánskjörum. Þetta skýrist meðal annars af því að fjárfestar leggja meira upp úr slæmum fréttum en góðum.

Matsfyrirtækið Fitch kemur til skjalanna

Haustið 1999 óskaði Seðlabanki Íslands að matsfyrirtækið Fitch gæfi út lánshæfismat fyrir ríkissjóð. Fitch er eitt þekktasta fyrirtækið í sinni grein á eftir Moody's og Standard & Poor's og hafa ríkissjóðir nágrannalanda í auknum mæli fært sér í nyt þjónustu þess. Fitch á sér að nokkru rætur í Evrópu og býr að sérstakri reynslu við að meta lánshæfi banka og fjármálafyrirtækja.

Talið var að það gæti orðið til að styrkja stöðu ríkissjóðs sem útgefanda skuldabréfa á evrópskum markaði ef fyrir lægi lánshæfismat Fitch til viðbótar við mat hinna fyrirtækjanna tveggja. Fjölgun fjárfesta sem líta á Ísland sem vænlegan fjárfestingarkost getur leitt til lækkunar á lántökukostnaði og til sparnaðar fyrir ríkissjóð. Ennfremur er á það að líta að í drögum að nýjum reglum um eiginfjárstöðu lánastofnana á vegum Basel-nefndarinnar um bankaefirlit er gert ráð fyrir að kröfur séu metnar eftir lánshæfiseinkunnum alþjóðlegra matsfyrirtækja eins og áður er getið. Í skýrsludrögum var gert ráð fyrir mati fyrirtækisins Fitch auk Moody's og Standard & Poor's.

Fulltrúar fyrirtækisins komu til viðræðna við fulltrúa íslenskra stjórnvalda í desember 1999. Fyrsta skýrsla Fitch um Ísland birtist tveimur mánuðum síðar²² og veitti Fitch íslenska ríkinu lánshæfiseinkunnina AA- fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt. Fyrir skuldbindingar í innlendri mynt var veitt hæsta einkunn AAA. Meginforsendur mats Fitch voru að horfur í íslenskum þjóðarbúskap hafi batnað meðal annars vegna breytinga á innviðum hagkerfisins.

Þessi lánshæfiseinkunn Fitch er hliðstæð einkunn sem matsfyrirtækið Moody's hefur gefið íslenska ríkinu. Hún styrkir ríkissjóð sem lántakanda sem hlýtur tvær einkunnir í AA-flokki á móti einni einkunn S&P í A-flokki. Þetta leiðir af sér 0% áhættuvog fyrir Ísland en annars gæti átt við 20% áhættuflokkur með tilsvarendi aukakostnaði við lánsfjáröflun á erlendum markaði.

Atriði sem vega þungt í lánshæfismati um þessar mundir

Öll matsfyrirtækin þrjú sendu frá sér skýrslur um

Ísland snemma árs 2001.²³ Moody's og Fitch tilkynntu að þau hefðu staðfest lánshæfismat sitt fyrir Ísland og horfur um einkunnir væru stöðugar. Bæði fyrirtækin bentu á verulega bættu skuldastöðu opinbera geirans. Fyrirtækin sögðu þessa staðfestu stjórnvalda í hagstjórn hafa lagt grunn að öflugum hagvexti, stöðugleika og miklum lífskjarabata á liðnum árum.

Fitch benti á að mikill viðskiptahalli hafi verið fjármagnaður að mestu með lántökum einkageirans. Þetta þýðir að há skuldahlutföll hafi hækkað og bankakerfið orðið viðkvæmara fyrir skyndilegri niðursveiflu í efnahagslífinu. Ísland verði því áfram viðkvæmt fyrir breyttum markaðshorfum í ljósi þess að gjaldeyrisforðinn nemi aðeins 31% af erlendum skammtímaskuldum. Þetta hlutfall kunni þó að ýkja hættuna á vandræðum því að Seðlabankinn hafi ónotaða lánsmöguleika svarandi til 850 milljóna Bandaríkjadala sem megi nota ef í harðbakkann slær. Samt yrði ekki litið fram hjá þeim möguleika að gengi krónunnar verði fyrir áframhaldandi þrýstingi.

Moody's tók í sama streng og varaði við því að miklum hagvexti hafi fylgt alvarlegt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem gæti grafið undan efnahagslegum stöðugleika á komandi tíð. Miklar erlendar lántökur banka og fyrirtækja yrðu þyngri í skauti vegna um það bil 10% lækkunar á gengi krónunnar árið 2000. Þetta veki ugg um afkomu þessara fyrirtækja ef gengið lækkar frekar á komandi misserum.

Þrátt fyrir þessi varnaðarorð lagði Moody's áherslu á að geta íslenskra stjórnvalda til að greiða erlendar skuldir samræmist lánshæfiseinkunnni Aa3 um þessar mundir. Aðgangur að erlendu lánsfé hjá erlendum bönkum og norrænum seðlabönkum er mjög góður og skilvísí er ekki dregin í efa. Af þessum ástæðum voru taldar horfur á óbreyttri lánshæfiseinkunn þrátt fyrir áhyggjur af erlendri stöðu og hugsanlegum erfiðleikum í greiðslujöfnuði eða gjaldeyrisátlum.

Líkt og hin matsfyrirtækin tvö staðfesti Standard & Poor's lánshæfismat sitt fyrir Ísland og tilkynnti niðurstöðu sína í frétt sem gefin var út 21. mars 2001. Einkunn fyrir langtímaskuldir í erlendri mynt er áfram A+. Framtíðarhorfur um einkunnina voru stöð-

22. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 3. febrúar 2000.

23. Skýrslur Fitch, Moody's og Standard & Poor's eru allar birtar á heimasíðu Seðlabanka Íslands. Bankinn sendi frá sér frétt við útkomu hverrar skýrslu og eru þær dagsettar 8. febrúar, 26. febrúar og 23. mars 2001.

ugar en voru áður taldar jákvæðar. Þetta er eina dæmi þess að matsfyrirtæki hafi kippt að sér hendinni við mat á lánsþæfi Íslands.

Í frétt sinni lýsir fyrirtækið áhyggjum, líkt og Moody's og Fitch, yfir vaxandi viðskiptahalla og nefnir einnig hraða skuldasöfnun erlendis sem tvo meginþætti þessarar breytingar á horfum um lánsþæfiseinkunn. Viðskiptahallinn nam 10% af landsframléiðslu árið 2000 og erlendar skuldir þjóðarþúsins námu þá 265% af útflutningstekjum. Að auki hefur komið til útstreymi gjaldeyris sem nemur 2% af landsframléiðslu vegna beinnar erlendar fjárfestingar og kaupa íslenskra lífeyrissjóða á erlendum verðbréfum. Með því að eiginfjárlutföll og afskrifaframlög hafa lækkað hefur bankakerfið orðið viðkvæmara fyrir ytri skellum.

Standard & Poor's tekur undir jákvæða umfjöllun Moody's og Fitch um afgang á rekstri hins opinbera er nam 2,9% af landsframléiðslu árið 2000 og búist er við sama hlutfalli á árinu 2001.

Fyrirtækið tók fram í frétt sinni að lánsþæfismatið myndi styrkjast ef dregið yrði úr útlánaaukningu og viðskiptahalla um leið og viðhaldið væri afgangi í ríkisfjármálum. Einkavæðing ríkisbanka myndi einnig styrkja lánsþæfiseinkunnir. Einkavæðingu mætti nota til að draga að erlenda fjárfestingu sem gæti dregið úr þrýstingi á greiðslujöfnuð og eftt viðnámsþrótt bankakerfisins. Einnig yrði talið jákvætt ef drægi úr núningi milli stefnu í peningamálum og gengismálum. Standard & Poor's sagði að svokölluð hörð lending með vandræðum í fjármála-geiranum og/eða tilslökun í ríkisfjármálum gæti grafið undan lánsþæfismatinu.

Matsfyrirtækin hafa á undanförunum árum vikið í skýrslum að mikilli erlendri skuldabyrði og veikri erlendri lausafjárstöðu. Glöggd dæmi um þetta er að finna í frétt Standard & Poor's síðla árs 1999.²⁴ Þar er hrein erlend skuldastaða borin saman við útflutning og erlend fjármögnunarpörf (reiknuð sem viðskiptahalli auk afborgana af erlendum langtímalánum og erlendra skammtímaskulda) borin saman við gjaldeyrisvarasjóð. Sagði fyrirtækið samanburðinn Íslandi óhagstæðan borinn saman við önnur lönd með lánsþæfismatið A og AA. Fyrirtækið sagði þessa stöðu geta skapað vanda ef skyndileg breyting

yrði á trausti bankakerfisins eða viðskiptahallinn minnkaði ekki.

Lánsþæfismat fyrir íslenska banka

Erlend matsfyrirtæki hafa í vaxandi mæli beint sjónum sínum að íslenskum bönkum og njóta viðskiptabankarnir þrír allir lánsþæfismats þessara fyrirtækja við erlenda lánsfjáröflun. Eftirfarandi atriði eru talin skipta mestu við mat á bönkum:

- Rekstrarumhverfi
- Eignarhald og stjórn
- Verðmæti sérstöðu (e. franchise value)
- Möguleikar til tekjuöflunar
- Áhætta og áhættustýring
- Fjármagnsskipan banka
- Stjórnun

Almennt má bera þessa þætti saman við helstu atriði sem ráða úrslitum við mat á lánsþæfi atvinnufyrirtækja, en þau eru almennt talin þessi:

- Mat á ríkinu, þjóðhagslegir þættir
- Horfur í atvinnugreininni
- Regluverk í greininni, einkavæðing
- Stjórnun fyrirtækisins
- Rekstrarstaða
- Fjárhagsstaða
- Einstakir þættir sem snerta fyrirtækið og skuldaþræf þess (t.d. málssókn, tengsl við móðurfélag)
- Aðgangur að lausu fé

Moody's hefur undanfarin ár birt skýrslu um horfur fyrir bankakerfið í heild sinni. Í nýlegri skýrslu²⁵ fer fyrirtækið jákvæðum orðum um stöðu banka sem það telur hafa almennt batnað, að vaxtarfæri séu góð og árangur hafi náðst við að draga úr kostnaði. Moody's lýsir því álitum að lán sem ólíklegt er að innheimtist séu innan viðunandi marka og varúðarfærslur fullnægjandi. Íslenskir bankar búi við sérstaka áhættu vegna mikilla lána til sjávarútvegs.

Í skýrslunni lýsir Moody's því eindregna álitum að sterkar líkur séu á stuðningi hins opinbera verði

24. Sbr. frétt frá Seðlabanka Íslands 15. desember 1999.

25. Moody's Investors Service: *Iceland, Banking System Outlook*, desember 2000.

6 tafla. Lánshæfi íslenskra banka¹

	<i>Mat Moody's á íslenskum bönkum í árslok 2000²</i>	<i>Mat Fitch á íslenskum bönkum í febrúar 2001³</i>
Íslandsbanki-FBA	A2/P-1 C	A/F1 C
Landsbankinn	A3/P-2 D+	A/F1 C
Búnaðarbankinn	A3/P-2 D	-

1. Standard & Poor's metur ekki lánshæfi íslenskra banka. 2. Einkunn fyrir fjárhagslegan styrk sýnir stöðu banka an tillits til hugsanlegrar aðstoðar ríkisins eða annarra. Merking tákna er sem hér segir: A afburðasterk staða, B sterk staða, C góð staða, D viðunandi staða, E veik staða. 3. Auk tilgreindra einkunna í töflu gaf Fitch bönkunum stuðningseinkunnina 2. Stuðningseinkunn er gefin á bilinu 1-5 og lýsir mati á hvort banki fengi stuðning og frá hverjum. Einkunnin 2 merkir að stuðningur ríkisins þyki líklegur.

bankakerfið fyrir áfalli og eins megi búast við að banki sem rati í vandræði fái aðstoð frá yfirvöldum bankamála. Af þessum orðum í tilvitnaðri skýrslu Moody's virðist mega draga þá ályktun að líkur á opinberri aðstoð hafi úrslitaáhrif á lánshæfiseinkunnir íslenskra banka.

Samskipti við alþjóðleg matsfyrirtæki

Seðlabanki Íslands fer með samskipti við alþjóðleg matsfyrirtæki fyrir hönd ríkissjóðs og annast alþjóðasvið bankans daglega framkvæmd. Mikil áhersla er lögð á greiða miðlun upplýsinga og traust í samskiptum. Ýmsar upplýsingar falla til með reglubundnum hætti. Þar á meðal er árstíðabundið efni á borð við þjóðhagsáætlun og fjárlagafrumvarp. Matsfyrirtækjum er sent efni til fróðleiks eftir því sem til fellur og upplýsingar eftir þörfum, til dæmis ef eitthvað óvenjulegt er á seyði sem kallar á sérstakar skýringar. Haldnir eru fundir með fulltrúum matsfyrirtækja sem eiga yfirgripsmiklar viðræður hér á landi yfirleitt árlega. Miklu skiptir að matsfyrirtæki hafi traust á upplýsingum. Leitast er við að leggja fram frumheimildir

og frumgögn og að fulltrúar matsfyrirtækja hitti að máli sérfræðinga á hverju sviði sem við er að fást. Sérstök áhersla er lögð á að fulltrúar matsfyrirtækja eigi beinan aðgang að ráðamönnum til að heyra milli-liðalaust túlkun á stefnu stjórnvalda og ráðagerðum um aðgerðir á komandi tíð. Reynslan sýnir að best er að segja góðar fréttir jafnt og slæmar jafnskjótt og þær gerast en sá er munurinn á að góðar fréttir skýra sig yfirleitt sjálfar. Mest eru samskiptin við sérfræðing hvers fyrirtækis sem settur hefur verið til að fylgjast með landinu. Ríður á miklu að sá hafi færi á að kynna sér sem gerst mál varðandi framvindu efnahagsmála og þróun á vettvangi stjórn mála. Þessi fulltrúi ber upp tillögu um breytingu á lánshæfismati og þarf að geta sannfært samstarfsmenn sína innan fyrirtækisins um réttmæti tillögunnar. Sérfræðingurinn hefur í þessu efni engin vopn sterkari en þau sem honum kunna að hafa verið lögð í hendur. Óhætt mun að segja að Seðlabanka Íslands hafi ásamt fulltrúum annarra stjórnvalda hér á landi tekist að byggja upp gott faglegt samband við matsfyrirtækin þar sem ríkir gagnkvæmt traust og hreinskiptni á báða bóga.

4. Lokaorð

Matsfyrirtækin Moody's, Standard & Poor's og Fitch skipa Íslandi á bekk meðal traustustu lántakenda á alþjóðavettvangi. Fyrirtækin telja gjaldeyrisáhættu tengda landinu til langs tíma vera ívið meiri en í flestum iðnríkjum, m.a. vegna smæðar þjóðarbúsins og tiltölulega einhæfrar útflutningsframleiðslu.

Ísland hefur treyst stöðu sína á alþjóðamarkaði á undanförmum árum. Einkunnir alþjóðlegra matsfyrirtækja staðfesta gott álit sem Ísland hefur öðlast sem fullgildur aðili á alþjóðlegum lánamarkaði. Lánshæfiseinkunnir Íslands fela í sér gæðaviðurkenningu gagnvart erlendum fjárfestum og skapa færi á aukinni hagsæld á komandi tímum.

Tilvitnanir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Capital Markets Report, september 1998.
- Basel Committee on Banking Supervision, *The New Basel Capital Accord*, Consultative Document, janúar 2001.
- Jeremy Bulow og Kenneth Rogoff: Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?, *American Economic Review*, mars 1989.
- Richard Cantor og Frank Packer: Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Economics and finance, Federal Reserve Bank of New York. Vol. 1, Nr. 3, júní 1995.
- Richard Cantor og Frank Packer: The Credit Rating Industry, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*. Vol. 19, Nr. 2, sumar-hausthefti 1994.
- Richard Cantor og Frank Packer, Determinants and Impact of Sovereign Debt Credit Ratings, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1996.
- Ólafur Ísleifsson: Lánshæfi og lánstraust, *Fjármálatíðindi*, XL, 2, 1993.
- Ólafur Ísleifsson: Lánstraust á alþjóðlegum markaði, *Fjármálatíðindi*, XLII, 2, 1995.
- Steiner M. og Heinke V. G.: Event Study Concerning International Bond Price Effects of Credit Rating Actions, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 6, Nr. 2, apríl 2001.
- Moody's Investors Service: *Moody's Rating Process*, 1989.
- Moody's Special Comment: *Rating Domestic-Currency Government Debt*, 10. desember 1992.
- Moody's Investor Service: Moody's Assigns A2 Ratings to Notes of Republic of Iceland, New York, 31. janúar 1994.
- Moody's Investors Service: *Corporate Bond Defaults and Default Rates 1970-1994*, janúar 1995.
- Moody's Investors Service: *European Money Markets Guide*, desember 1995.
- Moody's Investors Service: *Global Ratings Guide*, desember 1995.
- Moody's Investors Service: *Iceland, Banking System Outlook*, desember 2000.
- Moody's Investors Service: *Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers: 2000*, febrúar 2001.
- Standard & Poor's: *International Debt Rating Services* (án ártals).
- Standard & Poor's: *Debt Rating Definitions*, júní 1992.
- Standard & Poor's: Iceland's first Yankee issue rated 'A' by S&P, New York, 20. janúar 1994.
- Standard & Poor's Counterparty ratings guide: Sovereign Defaults; Clouds on the Horizon, fyrsti árfjórðungur 2000.
- Standard & Poor's Credit Analysis Service: *Local Currency Debt Ratings Criteria: An Update*, nóvember 1994.
- Standard & Poor's Sovereign Reports: *Sovereign Ratings*, október 1995.

Viðauki

Skýringar á lánshæfiseinkunnum

MOODY'S

Fjárfestingarflokkur

AAA

Bréf í hæsta gæðaflokki með lægstu áhættu. Vaxtagreiðslur eru sérstaklega stöðugar og höfuðstóll öruggur. Breytingar á þáttum sem tryggja gæði þessara bréfa eru taldar mjög ólíklegar til að hafa áhrif á sterka stöðu þeirra.

Aa

Bréf metin í Aa-flokki teljast mjög góð að öllu leyti. Langtímaáhætta kann að virðast nokkru meiri en hjá bréfum í Aaa-flokki.

A

Skuldabréf með einkunnina A eru gædd mörgum hagstæðum eiginleikum sem prýða góða fjárfestingu, og mega slík bréf teljast í góðu meðallagi. Aðstæður sem stuðla að öryggi höfuðstóls og vaxta eru taldar viðunandi, en jafnframt eru fyrir hendi þættir sem gætu leitt til aukinnar áhættu einhvern tíma í framtíðinni.

Baa

Bréf í þessum flokki teljast í meðallagi. Öryggi vaxtagreiðslna og höfuðstóls virðist viðunandi um þessar mundir, en ákveðnir þættir eru taldir ótraustir eða þeim er ábótavant þegar til langs tíma er litið.

Spákaupmennskuflokkur

Ba

Bréf með þessa einkunn hafa einkenni spákaupmennsku; framtíð þeirra er ekki talin vera trygg. Greiðslur vaxta og höfuðstóls eru óvissar bæði á slæmum tímum og góðum.

B

Þessi bréf skortir almennt helstu einkenni eftirsóknarverðrar fjárfestingar. Horfur á greiðslu vaxta og höfuðstóls sýnast takmarkaðar þegar litið er fram á veginn.

Caa

Bréf með þessa einkunn hafa slaka stöðu. Þessi bréf kunna að vera í vanskilum eða fyrir hendi þættir sem gera greiðslu vaxta og höfuðstóls óvissa.

Ca

Þessi einkunn felur í sér spákaupmennsku á háu stigi. Bréf í þessum gæðaflokki eru oft í vanskilum eða hafa aðra alvarlega vankanta.

C

Lægsta einkunn skuldabréfa. Sérlega slakar horfur framundan.

Ath. Moody's notar tölustafina 1, 2 og 3 innan hvorrar einkunnar frá Aa til og með Caa. Tölustafurinn 1 gefur til kynna að skuldbindingin er í betra lagi innan viðkomandi einkunnaflökks, 2 segir skuldbindinguna í meðallagi og 3 gefur til kynna neðstu stöðu innan viðkomandi einkunnaflökks.

STANDARD & POOR'S

Fjárfestingarflokkur

AAA

Framúrskarandi bréf með lægstu áhættu og sérlega mikla greiðslugetu.

AA

Skuldabréf með einkunnina AA eru aðeins að litlu leyti frábrugðin albestu bréfum. Geta skuldara til að standa við skuldbindingu sína er mjög mikil.

A

Einkunnin lýsir miklu hæfi til að greiða vexti og endurgreiða höfuðstól, enda þótt hæfið sé í meira mæli talið undirorpið óhagstæðum breytingum á aðstæðum og hagskilyrðum en á við um hærri einkunnir.

BBB

Bréf með viðunandi getu til að standa í skilum og takmarka áhættu. Óhagstæðar breytingar á aðstæðum og hagskilyrðum fela í sér aukin líkindi til að rýra getu skuldara til að standa í skilum.

Spákaupmennskuflokkur

BB

Bréf ólíklegri til að lenda í vanskilum en bréf neðar í spákaupmennskuflokki. Mjög mikil óvissa um efndir skuldbindinga komi til óhagstæðra breytinga á aðstæðum eða hagskilyrðum.

B

Bréf líklegri til vanskila en bréf í BB-flokki, en skuldari hefur þó getu til að standa við fjárhagslegar skuldbindingar sínar um þessar mundir. Neikvæðar breytingar í efnahagslegu umhverfi munu þó líklega rýra getu skuldara og vilja til að standa í skilum.

CCC

Hætta er á vanskilum og væntingar um endurgreiðslu skuldbindinga háðar hagstæðu efnahagslegu umhverfi. Gæti neikvæðra breytinga á skilyrðum er ólíklegt að skuldari standi í skilum.

CC

Bréf í þessum flokki eru í mjög viðkvæmri stöðu gagnvart vanskilum.

C

Vanskil eru mjög líkleg og gjaldþrot kann að vera yfirvofandi.

D

Bréfin eru í vanskilum.

FITCH

Fjárfestingarflokkur

AAA

Hæsta mögulega einkunn samfara lágstu mögulegu lánsáhættu. Þessi einkunn er aðeins gefin ef ræðir um sérstaklega sterka stöðu til að standa tímanlega við fjárhagslegar skuldbindingar.

AA

Þessi einkunn gefur til kynna mjög litlar væntingar um lánsáhættu og lýsir mjög sterkri stöðu til að standa tímanlega við fjárhagslegar skuldbindingar. Þessi einkunn er ekki verulega viðkvæm gagnvart fyrirsjáanlegum atburðum.

A

Lág lánsáhætta og sterk staða til að standa tímanlega við fjárhagslegar skuldbindingar. Getan til að standa í skilum kann að vera viðkvæmari gagnvart breytingum á aðstæðum eða hagskilyrðum en hjá hærri einkunnum.

BBB

Þessi einkunn merkir að eins og sakir standa sé lánsáhætta lág. Getan til að standa í skilum er talin viðunandi. Hins vegar eru breytingar á aðstæðum og hagskilyrðum líklegar til að skerða greiðslugetu. Þetta er lágsta einkunn sem gefin er í fjárfestingarflokki.

Spákaupmennskuflokkur

BB

Möguleiki á að vaxandi áhættu, sérstaklega fyrir tilstilli efnahagslegra breytinga. Hins vegar kunna aðrir þættir að leiða til að fjárhagslegar skuldbindingar verða uppfylltar.

B

Gefur til kynna töluverða lánsáhættu samfara takmörkuðu öryggi. Fjárhagslegar skuldbindingar eru í skilum um þessar mundir, en framtíðargreiðslur eru háðar því að efnahagslegt umhverfi haldist hagstætt.

CCC, CC, C

Við þessar einkunnir eru vanskil raunhæfur möguleiki og geta til að standa við skuldbindingar eru algerlega háðar áframhaldandi hagstæðum skilyrðum. Einkunnin CC merkir að vanskil virðast líkleg. Einkunnin C gefur til kynna yfirvofandi vanskil.

DDD, DD, D

Einkunnir í þessum flokki eru byggðar á horfum um endurheimt skuldar að hluta eða öllu leyti við endurskipulagningu eða uppgjör við kröfuhafa. Horfur eru mjög óvissar en DDD gefur til kynna um 90-100% endurheimtu á útistandandi skuldum. Einkunnin DD gefur til kynna mögulega endurheimtu á bilinu 50-90%, en D gefur möguleika á endurheimtu minna en 50% af útistandandi skuldum.