



FJÁRMÁLA- STÖÐUGLEIKI

2016 • 1

Efnisyfirlit

- 3 *Formáli seðlabankastjóra*
Forsendur stöðugleika fjármálakerfisins hafa en batnað
- 5 *Horfur og helstu áhættuþættir*
- 7 *I Efnahagslegt umhverfi*
Órói á erlendum mörkuðum - aukin umsvif innanlands
- 13 *II Ytri staða þjóðarbúsins*
Ríflægur viðskiptaafgangur og bætt erlend skuldastaða
Rammagreinar: Fjárfesting lífeyrissjóða erlendis 18
Fjármagnshreyfingar erlendra aðila 19
- 23 *III Rekstur og eigið fé*
Sterk eiginfjárstaða og innleiðing eiginfjárauka
Rammagrein: Tilmæli fjármálastöðugleikaráðs um virkjun eiginfjárauka 29
- 31 *IV Fjármögnun og laust fé*
Aukin markaðsfjármögnun viðskiptabankanna
- 39 *V Eignir fjármálakerfisins*
Eftirspurn lánsfjármagns að taka við sér
Rammagrein: Fjármálasveiflan á Íslandi 44
- 47 *VI Heimili og fyrirtæki*
Staða heimila og fyrirtækja hefur batnað umtalsvert á liðnu ári
Rammagreinar: Einfalt líkan fyrir skuldir heimilanna 57
Lækkun höfuðstóls verðtryggðra húsnæðislána 59
- 61 *Viðaukar*
Viðauki I: Uppgjör slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja 61
Viðauki II: Þjóðhagsvarúð á Norðurlöndum og í Eystrasaltlöndum 67
Viðauki III: Eignir fjármálakerfisins - Tölur 70
Viðauki IV: Kjarnamælikvarðar fjármálastöðugleika fyrir þrjá stærstu viðskiptabankana 71
Viðauki V: Erlendur samanburður 72

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

Tilgangur ritsins um fjármálastöðugleika er:

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Sigríður Benediktsdóttir, formaður

Gerður Ísberg

Guðmundur Kr. Tómasson

Harpa Jónsdóttir

Herdís Klausen

Jónas Þórðarson

Rannveig Sigurðardóttir

Tómas Örn Kristinsson

Þorsteinn Þorgeirsson

Þórarinn G. Pétursson

18. rit. 20. apríl 2016

Prentun og bókband: Oddi ehf.

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands

ISSN 1670-5832, prentuð útgáfa

ISSN 1670-8148, vefútgáfa

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

Merking tákna:

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

Formáli seðlabankastjóra

Forsendur stöðugleika fjármálakerfisins hafa enn batnað

Í þessu hefti *Fjármálastöðugleika* er að vanda að finna greiningu á þeim þáttum sem geta haft áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins hér á landi. Þessir þættir snúa aðallega að alþjóðlegu og innlendu efnahagsumhverfi, eignum og skuldum þjóðarbúsins, heimila, fyrirtækja og fjármálastofnana, og starfsemi og virkni markaða.

Þegar ritið *Fjármálastöðugleiki* var gefinn út fyrir um ári síðan var talið að forsendur stöðugleika hefðu haldið áfram að batna samfara efnahagsbata, lækkun skulda heimila og fyrirtækja í hlutfalli við tekjur, betri ytri stöðu þjóðarbúsins og auknum fjárhagslegum styrk fjármálafyrirtækja. Fyrirhuguð losun fjármagnshafta fól þó í sér verulega áhættu þar sem mikið af innlendum eignum erlendra aðila voru fastar bak við höft og greiðslujafnaðarvandinn því óleystur. Af þessum ástæðum var lögð áhersla á að varðveita viðnámsþrótt þjóðarbús og fjármálakerfis í aðdraganda losunar fjármagnshafta.

Niðurstaða þeirrar greiningar sem birtist í þessu riti er að undirstöður stöðugleika fjármálakerfisins hafi enn styrkst. Þar vegur þyngst að niðurstaða hefur fengist í uppgjöri búa föllnu bankanna sem samrýmist efnahagslegum og fjármálalegum stöðugleika. Stærstu hindruninni fyrir almennri losun fjármagnshafta hefur því verið rutt úr vegi. Með því að uppfylla stöðugleikaskilyrði með framsali krónueigna búanna, umbreytingu gjaldeyrisinnlána þeirra í bankakerfinu í lengri lán og endurgreiðslu ríkisfyrirgreiðslu sem tengdist stofnun nýju bankanna, var greiðslujafnaðaráhættu af slitum búanna eytt. Aðgerðin hafði það í för með sér að hreinar erlendar skuldir þjóðbúsins lækkuðu um sem nemur fimmtung af landsframleiðslu. Skuldir ríkissjóðs munu einnig lækka verulega í framhaldinu. Þessi niðurstaða hefur þegar skilað sér í auknu trausti á Íslandi og hækkun lánsrhæfismats ríkissjóðs.

Fleira styður þá niðurstöðu að forsendur fjármálastöðugleika hafa batnað. Efnahagsbatinn hefur haldið áfram og fer enn sem komið er saman við nokkuð gott jafnvægi í þjóðarbúinu og aukinn viðnámsþrótt hjá heimilum og fyrirtækjum. Skuldir einkageirans í hlutfalli við landsframleiðslu hafa lækkað áfram og eru þær á þann mælikvarða komnar niður á svipað stig og um aldamótin. Eiginfjárstaða bankanna hefur styrkst enn frekar og fjölbreytni í fjármögnun þeirra hefur aukist.

Áhætta í fjármálakerfinu um þessar mundir tengist einkum næstu skrefum í losun fjármagnshafta, óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum og vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum.

Útboði aflandskróna fylgir áhætta en hún er töluvert minni en áhætta sem tengdist uppgjöri búa föllnu bankanna. Um lægri fjárhæðir er að tefla auk þess sem góð niðurstaða við uppgjör slitabúanna og kaup Seðlabankans á gjaldeyri undanfarin misseri draga úr greiðslujafnaðarvanda sem fylgir losun fjármagnshafta, þ.m.t. á svokallaðar aflandskrónur. Eigi að síður er mikilvægt að næstu skref að losun fjármagnshafta takmarki greiðslujafnaðaráhættu og fjármálaóstöðugleika án þess að grafa undan orðspori og lánsrhæfismati. Áhætta tengd almennri losun hafta á innlenda aðila er hins vegar að sumu leyti ólík áhættu af slitum fallinna fjármálafyrirtækja og aflandskrónulausnum, því ekki er hægt að stýra niðurstöðunni með sömu nákvæmni. Á móti kemur að útstreymi gjaldeyris verður að erlendum fjáreignum Íslendinga sjálfra.

Undirbúningur fyrir almenna losun fjármagnshafta á innlenda aðila hefur miðað að því að draga úr líkum á óskipulegum fjármagnsflótta. Eðlilegt útlæði sem miðar að því að breyta eignasamsetningu heimila, fyrirtækja og lífeyrissjóða verður hins vegar ekki vandamál. Eftir því sem þjóðarbúið og fjármálakerfið stendur sterkar því minni eru líkur á fjármagnsflótta. Að því leyti verða aðstæður til losunar fjármagnshafta vart betri en nú. Reyndar er orðið mjög brýnt að hefja losun gagnvart innlendum aðilum þar sem höftin

valda vaxandi bjögun í þjóðarbúskapnum eins og birtist m.a. í gengishækkunarþrýstingi og hækkun eignaverðs. Þá er fjármagnsinnflæði hafið sem eykur enn á bjögunina og gerir losun fjármagnshafta brýnni en ella.

Í þessu ljósi er mikilvægt að lokið verði við umbætur á regluverki sem ætlað er að draga úr áhættu í fjármálakerfinu við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga. Þar má sérstaklega nefna möguleika á að hamla á móti erlendum lántökum innlendra aðila sem ekki hafa tekjur eða eignir í erlendum gjaldmiðlum. Lagafrumvarp sem heimilar Seðlabankanum að takmarka þess háttar lántökur í því skyni að varðveita fjármálastöðugleika liggur nú fyrir Alþingi. Mikilvægt er að heimildin verði lögfest áður en fjármagnshöft eru losuð á innlenda aðila. Þá eru til skoðunar tæki sem Seðlabankinn gæti notað til að hamla á móti óhóflegu fjármagnsinnstreymi vegna vaxtamunaviðskipta. Eins og reynslan sýnir getur slíkt fjármagnsinnstreymi bæði dregið úr virkni peningastefnunnar og grafið undan fjármálastöðugleika.



Horfur og helstu áhættuþættir

Áhættan í fjármálakerfinu hefur minnkað frá útgáfu *Fjármálastöðugleika* síðasta haust, einkum vegna nauðasamninga fallinna fjármálafyrirtækja. Uppgjör slitabúanna með nauðasamningum eyddi mögulegum neikvæðum áhrifum slitanna á gengi og fjármálastöðugleika. Fjármagnsinnflæði hefur aukist mjög, en hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans námu um 350 ma.kr. á síðustu 12 mánuðum. Mikilvægt er að nægur gjaldeyrisforði sem fjármagnaður er innanlands sé til staðar þegar næstu skref eru stigin við losun fjármagnshafta, en útbóðs vegna aflandskróna er að vænta á næstunni og í kjölfar þess verður unnt að byrja að losa fjármagnshöft af innlendum aðilum. Aukið innflæði gjaldeyris, jákvæður vaxtamunur við útlönd og hagstæð efnahagsþróun hafa skapað góð skilyrði til losunar fjármagnshafta án umtalsverðra áhrifa á fjármálastöðugleika.

Bætt staða heimila og fyrirtækja

Heildarskuldir einkageirans í hlutfalli við landsframleiðslu drógust saman árið 2015 og í lok árs voru þær svipaðar og um aldamótin. Lækkunin á hlutfallinu er öðru fremur drifin áfram af aukinni landsframleiðslu. Skuldir heimila og fyrirtækja við innlenda aðila jukust að raunvirði á milli ára í fyrsta skipti frá falli fjármálakerfisins. Mjög hefur hægt á samdrætti skulda heimila að teknu tilliti til ráðstafana stjórnvalda í skuldamálu og raunvöxtur skulda fyrirtækja var 6%, sem er nokkuð yfir hagvexti. Vanskil einstaklinga og fyrirtækja dragast enn saman. Hjá stóru viðskiptabönkunum nam 90 daga vanskilahlutfall útlána 1,7% í lok árs en hæst fór það í 18% í lok árs 2010.

Hrein eign heimila er rúmlega fimmfalt hærri en árlegar ráðstöfunartekjur og hækkun íbúðaverðs samhliða lækkun skulda hefur leitt til þess að veðsetningarhlutfall íbúðarhúsnæðis er lægra en það hefur verið á síðustu áratugum. Bætt staða heimila eykur svigrúm til aukinnar skuldsetningar á næstu misserum.

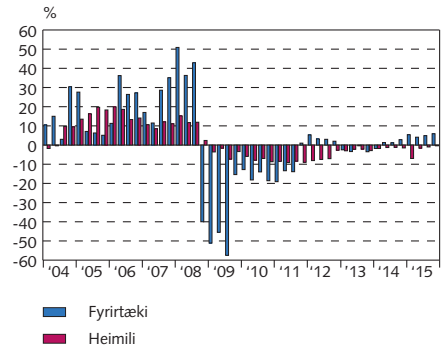
Staða fyrirtækja hefur einnig batnað. Fjárfesting jókst um 30% á síðasta ári og var almenn atvinnuvegafjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu svipuð og þegar hún hefur verið mest síðustu tvo áratugi. Eftirspurn fyrirtækja eftir nýju lánsfé jókst á árinu, en skuldir fyrirtækja við innlenda aðila jukust um 6% að raunvirði. Útlán til fyrirtækja í ferðapjónustu eru orðin 10% af útlánasafni viðskiptabankanna. Afkoma ferðapjónustunnar er meðal annars háð gengi krónunnar. Gengið hefur haldist nokkuð stöðugt á undanförunum árum vegna viðskiptaafgangs fjármagnshafta og inngripa Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði. Óvissa um þróun gengis í kjölfar losunar fjármagnshafta eykur því útlánaáhættu bankanna.

Markaðsfjármögnun bankanna eykst en stilla þarf arðgreiðslum í hóf
Stóru viðskiptabankarnir voru gerðir upp með miklum hagnaði á síðastliðnu ári. Um tveir þriðju hlutar hagnaðarins stöfuðu af einskíptisliðum. Grunnrekstur bankanna styrktist milli ára. Endurskipulagningu eignasafna er nær lokið og í náinni framtíð ættu virðisbreytingar útlána því að verða neikvæðar sem nemur hreinni virðisrýrnun útlána.

Breytingar urðu á fjármögnun stærstu viðskiptabankanna í kjölfar nauðasamninga gömlu bankanna. Lengt hefur verið í erlendri fjármögnun og innlán í eigu slitabúanna í íslenskum krónum voru greidd út að mestu vegna greiðslu stöðugleikaframlags. Markaðsfjármögnun bankanna jókst á síðasta ári. Vöxtur var í útgáfu sértryggðra skuldaþréfa og lántökur bankanna á erlendum lánsfjármörkuðum hafa ekki verið meiri frá stofnun þeirra. Óróleiki á erlendum mörkuðum og aukið áhættuálag á verðbréf banka í kjölfar slakra uppgjóra stórra banka erlendis árið 2015 samhliða lakari horfum um hagvöxt í heim-

Mynd 1

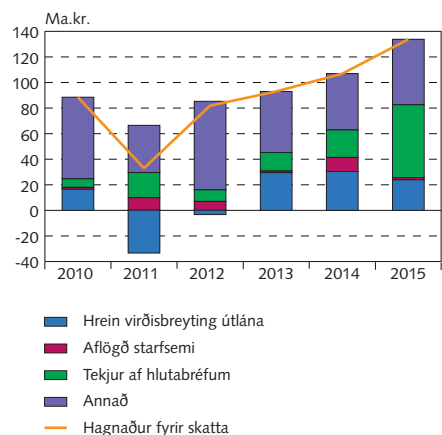
Ársbreyting raun skulda heimila og fyrirtækja¹
2004-2015



1. Miðað við heildarskuldir við innlend fjármálafyrirtæki auk markaðsfjármögnunar innanlands. Án skuldaáðgerða stjórnvalda.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Hagnaður fyrir skatta og óreglulegar tekjur og matsliðir hjá stóru viðskiptabönkunum¹

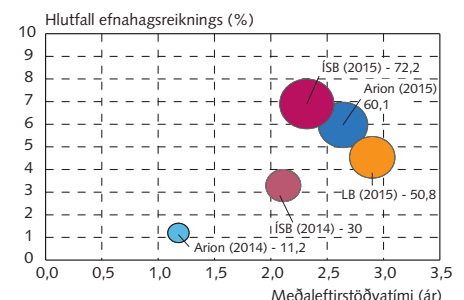


1. Samstæður. Óreglulegar tekjur og matsliðir; tekjur af hlutabréfum, aflagðri starfsemi og virðisbreytingum. Tekjur af hlutabréfum árin 2014 og 2015 innhalda tekjur vegna sölu og virðisbreytinga stærstu hlutedildarféлага. Annað; aðrir tekjulíðir að fráðregnum rekstrarkostnaði.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka, FME, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

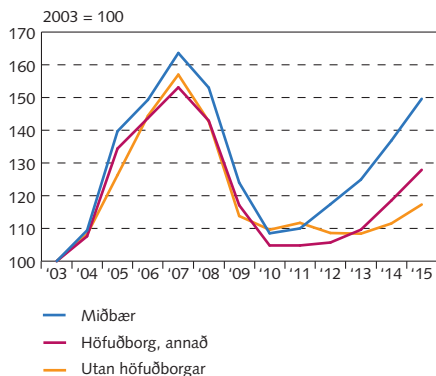
Samanburður á erlendri fjármögnun banka¹

Skráð erlend fjármögnun með tilliti til heildareigna og meðaleftirstöðvatíma²



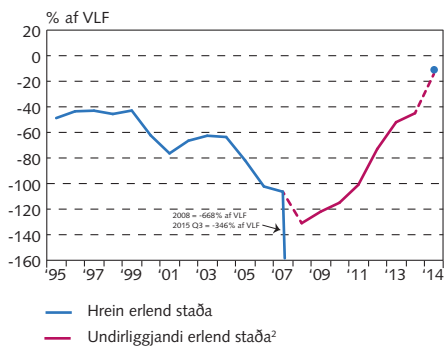
1. Stóru viðskiptabankarnir þrír. 2. Stærð kúlu táknar umfang erlendar fjármögnunar í ma.kr.
Heimildir: Nasdaq á Íslandi, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Raunverð íbúðarhúsnæðis¹

1. Vísitala fermetraverðs á föstu verðlagi
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

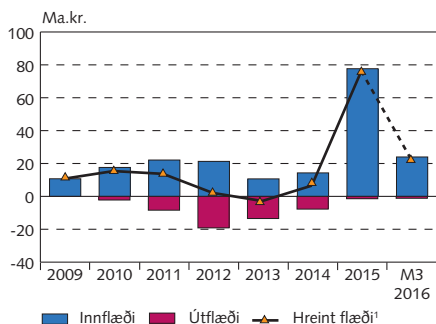
Hrein erlend staða þjóðarbúsins¹

1. Í lok árs 2015 gengu slitabú fallinna fjármálfyrirtækja til nauðasamninga. Við það var stór hluti af skuldum þeirra afskrifaður. Enginn munur var því á hreinni erlendra stöðu og undirliggjandi erlendra stöðu í lok árs 2015.
2. Að teknu tilliti til áhrifa uppgjörs ILST í slitameðferð miðað við jafna skiptingu á eignum til almennra kröfuhafa fram til Q4 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Nýfjárfesting erlendra aðila á Íslandi

Verðlag mars 2016



1. Hrein nýfjárfesting er mismunur á innflæði og útflæði.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

inum gætu þó haft áhrif á aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum á næstu misserum.

Viðskiptabankarnir uppfylla allir lausafjárkröfur Seðlabankans en sveiflur hafa verið í lausafjárhlutfalli bankanna á undanfönum mánuðum meðal annars í tengslum við uppgjör bóa í slitum. Við greiðslu á arði þarf að taka tillit til lausafjárstöðu bankanna og samsetningar lauss fjár þeirra. Stór hluti lausra eigna bankanna eru skuldbindingar sem tengjast endurreisn bankakerfisins, sem eingöngu er unnt að umbreyta í reiðufé með veðlánaviðskiptum við Seðlabankann. Sérstaklega er vert að benda á að eiginfjárframlag ríkisins er í formi skuldabréfs með gjalddaga 2018. Unnt er að nýta arðgreiðslur bankanna til ríkisins til að lækka þessa skuld og varðveita þannig sjóðsstöðu bankanna og um leið draga úr endurfjármögnunaráhættu ríkisins vegna þessa gjalddaga.

Hækkandi eignaverð og vaxandi spenna í þjóðarbúskapnum

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um tæp 7% árið 2015 á föstu verðlagi og um prósentu í viðbót á fyrstu tveimur mánuðum ársins. Í lok árs 2015 var fermetraverð íbúðarhúsnæðis miðsvæðis í Reykjavík 38% hærra en þegar það var lægst fyrir fimm árum. Verðhækkun húsnæðis virðist ekki vera drifin áfram af aukinni skuldsetningu heimila. Mikilvægt er þó að heimild til að setja þak á veðhlutföll í þjóðhagsvarúðarskyni sé til staðar áður en skuldadrifin hækkun á fasteignaverði hefst en lagafrumvarp með slíkri heimild liggur nú fyrir Alþingi.

Skýr merki eru um aukna spennu í innlendum þjóðarbúskap með vaxandi hættu á að fjármálalegt ójafnvægi fylgi í kjölfarið. Samhliða hækkun húsnæðisverðs hefur hlutabréfaverð hækkað verulega. Þjóðarútgjöld jukust um 6,3% að raunvirði á síðasta ári, kaupmáttaraukning hefur sjaldan verið meiri og horfur eru á að hagvöxtur verði rúmlega 4% í ár. Viðvarandi jákvæður viðskiptajöfnuður, endurgreiðslur og afskriftir skulda og uppgjör slitabúanna hafa bætt erlenda stöðu frá árinu 2009 sem nemur rúmlega einni landsframleiðslu og var hrein erlend staða þjóðarbúsins einungis neikvæð um 14,3% í lok árs 2015.

Fjármagnsinnflæði eykst ...

Hreint innstreymi fjármagns um nýfjárfestingarleiðina nam 76 ma.kr. í fyrra sem er vísbending um aukna trú erlendra aðila á íslenskt efnahagslíf og aðgerðaáætlun um losun fjármagnshafta. Aukin nýfjárfesting á skuldabréfamarkaði hefur leitt til lækkunar langtímavaxta en vaxtaferill ríkisbréfa er nánast flatur. Þegar fram í sækir geta lágir langtímavextir leitt til minni sparnaðar og aukinnar skuldsetningar ríkis, fyrirtækja og heimila. Aukin skuldsetning eykur hættu á því að viðsnúningur í fjármagnsflæði ógni fjármálastöðugleika. Erfitt er að spá fyrir um þróun fjárfleðis erlendis frá en miðað við lága vexti erlendis og jákvæða efnahagsþróun innanlands má búast við auknu flæði fjármagns til landsins.

... en mikilvægt er að það auki ekki kerfisáhættu

Seðlabankinn hefur innleitt varúðarreglur til að vinna gegn óæskilegum áhrifum af óhóflegu innflæði fjármagns á viðnámsþrótt innlendra banka. Enn er hættu á að fjármagnsinnflæði hafi neikvæð áhrif á stöðu sveitarfélaga, fyrirtækja og heimila vegna lántöku í erlendum gjaldmiðlum sem ekki er tengd við tekjur eða eignir í erlendum gjaldmiðlum. Lagafrumvarp sem heimilar Seðlabankanum að takmarka slíkar lánveitingar til að varðveita fjármálastöðugleika hefur verið lagt fram á Alþingi. Mikilvægt er að sú heimild verði lögfest fyrir losun fjármagnshafta. Einnig er þörf á að þróa svokölluð fjárstreymistæki sem meðal annars væri mögulegt að nýta til að minnka skammtímaávinning erlendra fjárfesta á innlendum verðbréfamörkuðum.

I Efnahagslegt umhverfi

Órói á erlendum mörkuðum – aukin umsvif innanlands

Vísitölur helstu hlutabréfamarkaða lækkuðu töluvert í byrjun ársins og áhættufærni fjárfesta virðist hafa aukist. Fjármagn hefur streymt frá nýmarkaðsríkjum í öruggari fjárfestingu í þróuðum ríkjum. Ávöxtunarkrafa á löngum ríkisbréfum hefur lækkað og seðlabankavextir eru nú orðnir neikvæðir á Evrusvæðinu, í Danmörku, Svíþjóð, Sviss og Japan. Heimsmarkaðsverð olíu hefur lækkað á ný og gengi gjaldmiðla nýmarkaðsríkja hefur haldið áfram að veikjast. Hlutabréfaverð banka í Bandaríkjunum leiddi lækkanir þar í upphafi ársins en evrópskir og japanskir bankar lækkuðu enn meira í verði. Hagvaxtarspá Alþjóðgjaldeyrissjóðsins fyrir heiminn í ár hefur enn á ný verið lækkuð og stendur í 3,2% nú í apríl. Hagvöxtur á Íslandi var 4% í fyrra samkvæmt fyrstu tölum Hagstofunnar. Innlend eftirspurn jókst um 6% en þrátt fyrir mikinn vöxt útflutnings á síðasta ári var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt. Ávöxtunarkrafa erlendrar útgáfu ríkisins hefur lækkað aðeins á árinu en hún hefur sveiflast í kringum 1,5% álag á bandarískar og þýskar útgáfur. Skuldir ríkissjóðs hafa lækkað m.a. þar sem hluti stöðugleikafamlags þrotabúanna hefur verið nýttur til að greiða skuldir ríkissjóðs. Í fyrra var meiri velta á fjármálamörkuðum en árið áður. Fasteignaverð hefur haldið áfram að hækka á miklum hraða, einkum á höfuðborgarsvæðinu. Vaxtaferill ríkisbréfa er nú nokkurn veginn flatur eftir hækkun skammtímavaxta síðasta vor á sama tíma og langtímavextir lækkuðu. Hlutabréfaverð hækkaði mikið í fyrra. Seðlabankinn hefur haldið áfram öflugum inngrípum á gjaldeyrismarkaði og hefur nýtt innflæði gjaldeyris til þess að byggja upp gjaldeyrisforða en þrátt fyrir það hefur krónan styrkst.

Erlend efnahagsmál og fjármálamarkaðir

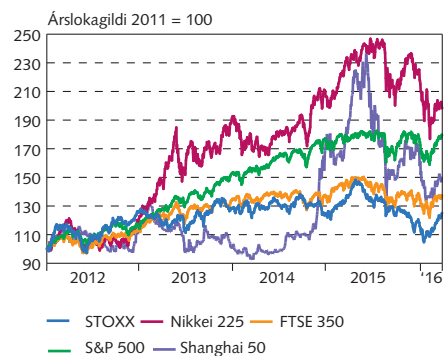
Töluvert umrót hefur verið á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum undanfarið. Um áramótin lækkaði hlutabréfaverð á helstu mörkuðum mikið þegar ljóst var að enn hægði á efnahagslífinu í Kína. Það jók áhyggjur af horfum í öðrum nýmarkaðsríkjum. Hlutabréfavisitalan í Sjanghæ lækkaði um 21% á fyrstu 4 vikum ársins og vísitölur á helstu hlutabréfamörkuðum lækkuðu einnig. Nikkei-vísitalan japanska lækkaði um rúm 10% á sama tíma og helstu markaðsvísitölur í Evrópu, Bretlandi og Bandaríkjunum lækkuðu um 5% til 8%. Þessar lækkanir gengu að miklu leyti til baka í febrúar og mars, þó aðeins að hálfu leyti í Kína.

Bandaríska VIX-vísitalan mælir flókt á hlutabréfaverði en það er vísending um áhættufærni fjárfesta. Hún hækkaði nokkuð í upphafi ársins og er það til vitnis um óróleikann sem jókst á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Vísitalan reis þó ekki jafn hátt og síðastliðið sumar, en þá hækkaði hún einnig samhliða lækkun hlutabréfaverðs í Kína og dvinandi hagvexti þar í landi.

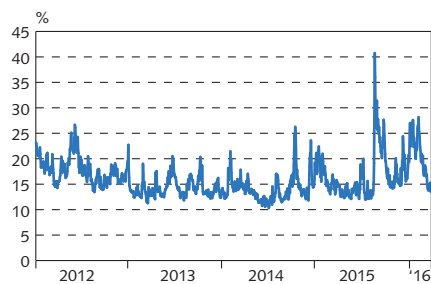
Bandaríski seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur í 0,5% um miðjan desember. Þetta var fyrsta breytingin á stýrivöxtum í Bandaríkjunum í sjö ár og fyrsta skrefið í átt að eðlilegra vaxtastigi. Til að byrja með virtust ekki verða mikil viðbrögð á mörkuðum.

Stýrivextir í Bretlandi eru enn 0,5% og hafa þeir verið óbreyttir síðan í mars 2009. Japanski seðlabankinn lækkaði í lok janúar vexti á innstæðum banka umfram reglubundnar innstæður og eru þeir nú neikvæðir. Stýrivextir evrópska seðlabankans voru lækkaðir í 0% í mars en þeir höfðu verið 0,05% frá því í september 2014. Á sama tíma voru vextir á innlánsreikningum til einnar nætur í bankanum lækkaðir í -0,4% en þeir urðu fyrst neikvæðir í júní 2014. Hugmyndin

Mynd I-1
Hlutabréfavisitölur

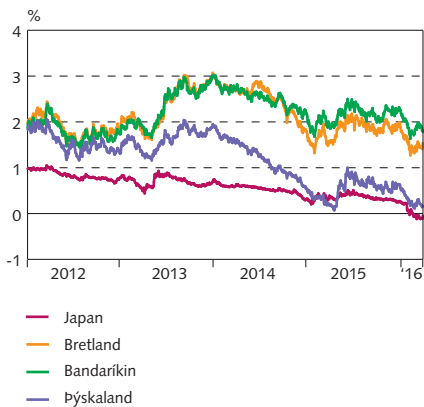


Mynd I-2
Vix-vísitalan: flókt á framvirkum hlutabréfasamningi í Bandaríkjunum



Mynd I-3

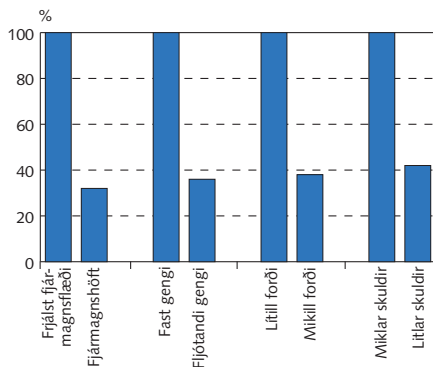
Ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa



Heimild: Macrobond.

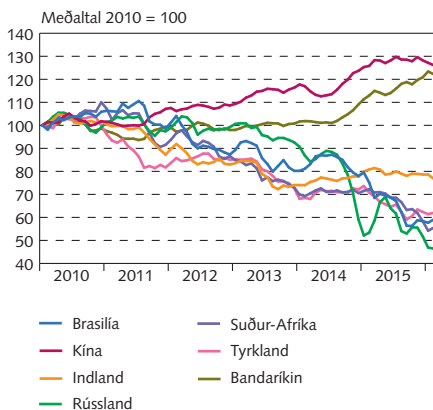
Mynd I-4

Skýringarmáttur ytri þátta á breytingum á innstreymi fjármagns



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd I-5

Gengi gjaldmiðla¹1. Nafngengisvísitölur Alþjóðagreiðslubankans.
Heimild: Macrobond.

með neikvæðum seðlabankavöxtum er að hvetja banka til að lána út peninga frekar en að geyma þá á reikningum í seðlabönkum, örva þar með hagkerfið og sporna við hættunni á verðhjöðnun. Seðlabankarnir í Svíþjóð, Sviss og Danmörku eru einnig með neikvæða vexti á innlánnum banka og í Svíþjóð hafa vextir í endurhverfum viðskiptum verið neikvæðir í rúmt ár.

Ávöxtunarkrafa á tíu ára ríkisskuldabréfum hefur haldið áfram að lækka í Þýskalandi og Bretlandi og var aðeins 0,2% og 1,5% í þessum löndum í lok mars, sem er svipað og hún var þegar hún varð lægst vorið 2015. Ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa í Bandaríkjunum er einnig lág, eða 1,8% og í námunda við það sem hún fór lægst í lok árs 2012. Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa til tíu ára í Japan hefur einnig haldið áfram að lækka jafnt og þétt undanfarin 5 ár og hún féll undir núllið í kjölfar þess að seðlabankinn í Japan innleiddi neikvæða stýrivexti í janúar sl.

Hægt hefur á fjármagnsflæði til nýmarkaðsríkja undanfarin ár samhliða versnandi hagvaxtarhorfum þar og auknum líkum á hækkandi vöxtum í Bandaríkjunum. Í fyrra dróst hreint innstreymi fjármagns til nýmarkaðsríkja saman hraðar en áður þar sem við aukið útstreymi innlendra aðila bættist minna innstreymi fjármagns frá erlendum aðilum. Skýrist það meðal annars af auknu hlutverki sjóðasöfnunar lífeyrissjóða sem dreifa áhættu með því að fjárfesta í öðrum löndum. Vöxtur erlendra eigna umfram erlendar skuldir undanfarin ár hefur dregið úr gjaldmiðlamisræmi í þjóðhagsreikningum margra ríkja, þótt enn sé nokkurt misræmi til staðar innan ákveðinna geira. Sveiflur í fjárstreymi hafa reynst tempraðri í löndum þar sem opinberar skuldir eru litlar, meiri skorður eru á fjármagnsflæði og gjaldeyrisforði er meiri (sjá rammagrein II-2).¹

Gengi hefur haldið áfram að veikjast í nýmarkaðsríkjum og sérstaklega gagnvart Bandaríkjadal. Kínverska renminbíð tók einnig að veikjast gagnvart dalnum í fyrra en hafði fram að því skorið sig nokkuð úr og styrkt gagnvart Bandaríkjadal frá því 2010 og fram á síðasta ár. Frá því í desember 2015 hefur gengi renminbís verið miðað við viðskiptavog en fram að því var horft til Bandaríkjadals.

Olíuverð lækkaði áfram á seinni hluta síðasta árs og í upphafi þessa árs fór hráolíuverð á heimsmarkaði niður fyrir 30 dali á tunnu. Lækkun olíuverðs stafar af samspili framboðs- og eftirspurnarþátta. Mikið framboð má m.a. rekja til olíuvinnslu í Bandaríkjunum með nýjum aðferðum hjá skuldsettum fyrirtækjum sem kunna að hafa aukið framleiðslu til þess að geta staðið í skilum með afborganir lána.² Lækkun olíuverðs, renminbís og gjaldmiðla annarra nýmarkaðsríkja endurspeglar áhyggjur af versnandi hagvaxtarhorfum í heiminum. Samhengi er milli þessarar þróunar, styrkingar Bandaríkjadals og lækkunar langtímavaxta í þróuðum hagkerfum þar sem fjárfestar draga úr sparnaði í nýmarkaðsríkjum og beina honum frekar í öruggari eignir í þróaðri ríkjum.

Viðvarandi lágir vextir og framhald lækkunar markaðsvaxta hafa einnig valdið áhyggjum á mörkuðum um afkomuhorfur fjár-

1. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook, apríl 2016.

2. Alþjóðagreiðslubankinn, Quarterly Review, mars 2016.

málafyrirtækja.³ Hlutabréfaverð banka, einkum evrópskra og japanskra, hefur lækkað á árinu og leitt lækkun hlutabréfavísitalna. Skuldtryggingarálag evrópskra banka hækkaði einnig umtalsvert í byrjun ársins. Tap varð af rekstri nokkurra stórra banka í Evrópu á síðasta ársfjórðungi í fyrra. Líkur á erfiðu rekstrarumhverfi banka til nokkurra ára hafa aukist með neikvæðum stýrivöxtum og flatari vaxtaferlum og það olli áhyggjum fjárfesta af því að ekki yrði af vaxta-greiðslum á víkjandi skuldabréfum banka. Verð hlutabréfa í bönkum í Evrópu, Japan og Bandaríkjunum hefur lækkað mikið undanfarið og leitt lækkanir á hlutabréfamörkuðum. Í mars var hlutabréfaverð í Deutsche Bank, Santander og Unicredit um 45% til 50% lægra en ári áður.

Hagvaxtarhorfur á heimsvísu

Enn er búist við því að hagvöxtur á heimsvísu haldi áfram að aukast lítið eitt á næstu árum þótt spár hafi ítrekað verið lækkaðar. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir nú ráð fyrir 3,2% hagvexti í heiminum í ár og 3,5% á næsta ári.

Hægt hefur á hagvexti í Kína og mældist hann aðeins 6,9% í fyrra sem er lægra en verið hefur í tvo áratugi. Útflutningur Kína hefur dregist mikið saman og þar hefur jafnframt hægt verulega á fjárfestingu. Fjárstreymi til Kína hefur dregist saman og útlæði aukist. Því hefur verið mætt að miklu leyti með lækkun gjaldeyrisforða sem dróst saman um 300 ma. Bandaríkjadala frá ágúst 2015 til febrúar 2016.

Hagvöxtur á Evrusvæðinu hefur aukist undanfarnin ár og var um 2% á ársgrundvelli á fjórða ársfjórðungi í fyrra sem er svipað og í Bandaríkjunum og Bretlandi. Enn hægði á hagvexti í Japan í lok árs 2015 en hann hélt þó jákvæður þriðja ársfjórðunginn í röð.

Búskapur þjóðarinnar

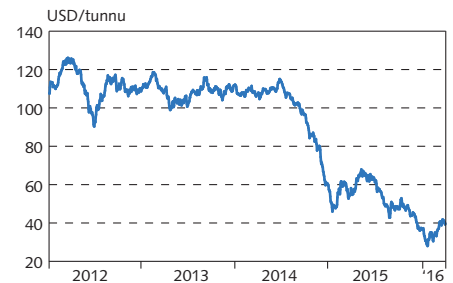
Innlend eftirspurn

Þjóðarútgjöld jukust mikið í fyrra. Framlag einkaneyslu, samneyslu og fjárfestingar til hagvaxtar var 6%. Innflutningur jókst mun meira en útflutningur í fyrra og framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um 2%. Seðlabankinn mat það svo er *Peningamál* komu út í febrúar að framleiðslulaki sem verið hefur viðvarandi síðan 2009 hafi nú snúist í spennu.

Raungengi, viðskiptakjör og útflutningur

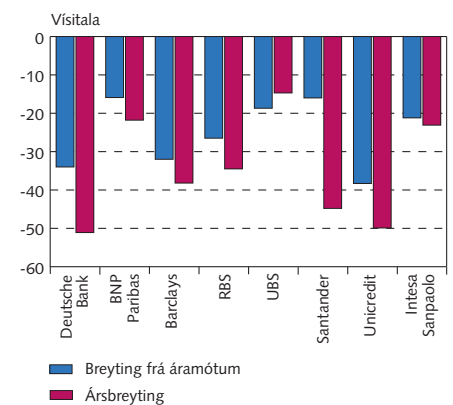
Raungengið hefur haldið áfram að styrkjast undanfarna mánuði. Í lok árs 2015 var það um það bil tæpum þremur prósentum undir meðaltali árána 1980 til 2014 og nánast jafnt meðaltali síðustu 25 ára. Krónan styrktist töluvert síðastliðið sumar og hefur haldið áfram að styrkjast. Í lok mars var hún tæplega 9% sterkari en fyrir ári miðað við viðskiptavog og um 5% sterkari gagnvart evrunni. Viðskiptakjör hafa batnað töluvert síðustu misseri og vegið á móti áhrifum af sterkara raungengi. Bætt viðskiptakjör styðja við afgang af utanríkisviðskiptum. Mikill viðskiptaafgangur hefur verið nýttur til þess að greiða niður skuldir þjóðarbúsins og jafnframt byggja upp gjaldeyrisforða (sjá kafla II).

Mynd I-6
Heimsmarkaðsverð olíu, Brent
1. janúar 2012 - 31. mars 2016



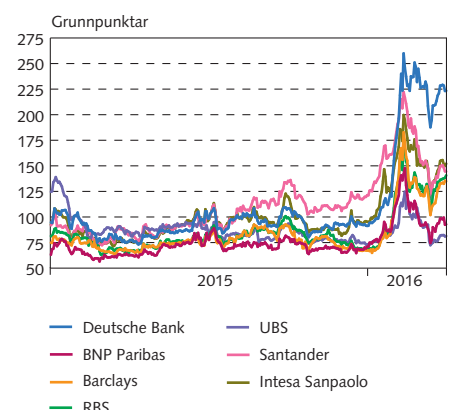
Heimild: Macrobond.

Mynd I-7
Verð hlutabréfa í evrópskum bönkum
M.v. 31. mars 2016



Heimild: Bloomberg.

Mynd I-8
Munur á skuldtryggingarálagi almennra og víkjandi bréfa
1. janúar 2015 - 31. mars 2016

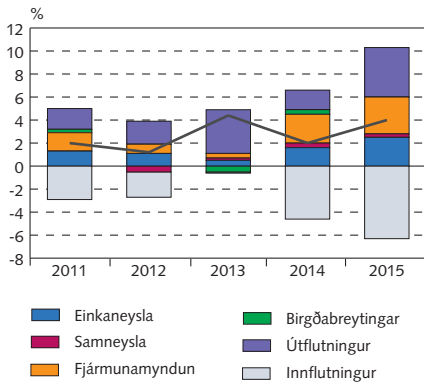


Heimild: Bloomberg.

3. Alþjóðagreiðslubankinn, Quarterly Review, mars 2016.

Mynd I-9

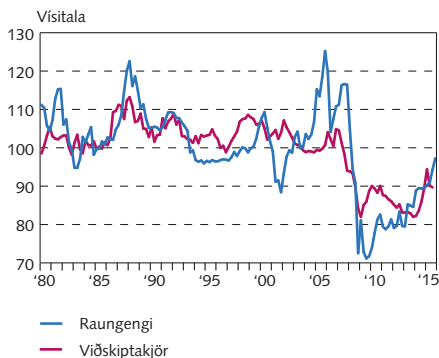
Framlag ráðstöfunarþátta þjóðhagsreikninga til hagvaxtar 2011-2015



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd I-10

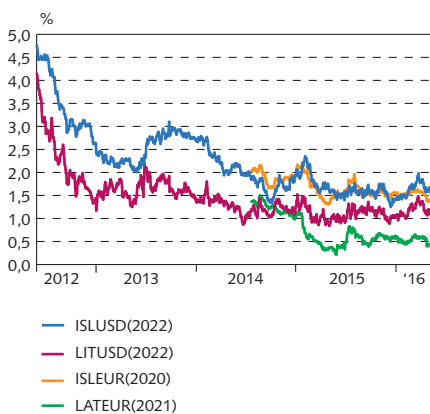
Raugengi og viðskiptakjör



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Vaxtamunur ríkisskuldabréfa¹



1. Munur ávöxtunarkröfu íslenskra og bandarískra ríkisskuldabréfa á gjalddaga 2022, lítháskra og bandarískra á gjalddaga 2022, íslenskra og þýskra á gjalddaga 2020 og lettneskra og þýskra á gjalddaga 2020.
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Vöxtur peningamagns

Peningamagn M3 hefur vaxið nokkuð hratt undanfarin ár og var ársvöxturinn á fjórða ársfjórðungi 2015 um 7,5% þegar búið er að leiðrétta fyrir áhrifum vegna föllnu bankanna. Peningamagn í eigu þeirra sem krafist er aukinnar bindingar á hefur aukist enn hraðar á síðustu árum en sú þróun snérist við í byrjun þessa árs þegar bú föllnu bankanna gengu á peningalegar eignir sínar er þau greiddu ríkinu stöðugleikaframlag. Þegar leiðrétt er fyrir áhrifum vegna eigna föllnu bankanna var ársvöxtur peningamagns í umferð um 7,1% á fjórða ársfjórðungi 2015.

Ávöxtunarkrafa erlendarar útgáfu ríkisins

Vaxtamunur skuldabréfaútgáfu íslenska ríkisins í Bandaríkjadöllum og bandarískra bréfa með sambærilegan líftíma hefur lækkað mjög frá því að skuldabréfin voru fyrst gefin út. Vaxtamunurinn jókst þó aðeins í byrjun árs þegar fjármagn leitaði á ný úr nýmarkaðsríkjum og í öruggari ávöxtun í bandarískum skuldabréfum. Ávöxtunarkrafa bandarískra ríkisskuldabréfa með gjalddaga árið 2022 var rúm 2% í lok árs 2015 en lækkaði niður fyrir 1,4% snemma í febrúar. Undanfarið hefur krafa þessara bréfa verið í námunda við 1,6% en krafan á íslensku bréfunum er um það bil 3,2%. Sama hreyfing er á vaxtamun lit-háískra skuldabréfa með sambærilegan gjalddaga þar sem rekja má tímabundna hækkun álags í byrjun ársins fyrst og fremst til lækkunar kröfunnar á bandarísku bréfunum. Vaxtamunur evrubréfa ríkisins með gjalddaga 2020 og samsvarandi þýskra ríkisskuldabréfa hefur verið nokkuð stöðugur undanfarið ár en hefur þó aðeins minnkað síðustu vikunnar. Vaxtamunur íslenskrar útgáfu og lettneskra ríkisskuldabréfa í evrum hefur verið mjög stöðugur undanfarna mánuði. Standard & Poor's hækkaði lánsþæfismat ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli í BBB+ í janúar og Fitch staðfesti sömu einkunn.

Skuldastaða ríkissjóðs

Skuldastaða ríkissjóðs hefur lækkað nokkuð í hlutfalli við landsframleiðslu síðastliðin ár (mynd I-12). Skuldir ríkissjóðs námu alls 1330 ma.kr. í lok febrúar og voru komnar niður í 65% af vergri landsframleiðslu um síðustu áramót sem er lækkun um 11% af VLF frá því ári áður. Í byrjun marsmánaðar voru greiddir 25 ma.kr. af stöðugleikaframlagi föllnu bankanna inn á skuldir ríkissjóðs sem fóru við það niður í 1306 ma.kr. og má gera ráð fyrir frekari lækkun skulda ríkisins vegna stöðugleikaframlagsins á næstunni.

Innlendir markaðir

Í fyrra jókst velta á mörkuðum. Mest veltuaukning varð hlutfallslega á gjaldeyrismarkaði eða 85% og hefur hún þrefaldast á tveimur árum. Þá jókst velta á hlutabréfamarkaði í fyrra um 42%, um 30% á skuldabréfamarkaði og um 24% á fasteignamarkaði.

Fasteignamarkaður

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um tæp 9% árið 2015 og um prósentu í viðbót á fyrstu tveimur mánuðum ársins. Í fyrra var fermetraverð íbúðarhúsnæðis miðsvæðis í Reykjavík 38% hærra á föstu

verðlagi en þegar það var lægst fyrir fimm árum og aðeins 8,6% lægra en í hámarki árið 2007. Fermetraverð á föstu verðlagi hefur einnig hækkað nokkuð hratt undanfarið í öðrum hverfum höfuðborgarsvæðisins og er þar að jafnaði 22% hærra en fyrir fimm árum en er þó enn 16,5% undir fyrra hámarki. Íbúðaverð utan höfuðborgarsvæðisins hefur nú hækkað undanfarin tvö ár mælt á föstu verðlagi en það er enn fjórðungi undir því sem það reis hæst fyrir átta árum. Skuldir heimila að teknu tilliti til skuldaaðgerða stjórnvalda dragast enn saman og voru í lok janúar tæplega 83% af landsframleiðslu. Svo lágt hlutfall sást síðast árið 1999. Hækkun íbúðaverðs samfara lækkun skulda hefur leitt til aukins veðrýmis á fasteignum og því er ljóst að svigrúm er fyrir hendi hjá heimilum til að auka við skuldsetningu. Mikilvægt er að heimild til þess að setja þak á veðhlutföll í þjóðhagsvarúðarskyni sé til staðar ef á þarf að halda en slíkt frumvarp liggur fyrir þinginu nú.

Skuldabréfamarkaður

Sveiflur voru á innlendum skuldabréfamarkaði árið 2015. Framan af ári fór ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hækkanði, í kjölfar mikils söluprýstings sem myndaðist vegna óvissu við gerð kjarasamninga. Viðsnúningur varð síðan á ávöxtunarkröfu ríkisbréfa á seinni hluta ársins sem rekja má til tilkynningar ríkisstjórnar um aðgerðaáætlun til losunar fjármagnshafa. Í kjölfar tilkynningarinnar hækkuðu matsfyrirtækin Moody's, Fitch og Standard & Poor's láns hæfismat ríkissjóðs, enda ljóst að skuldir ríkissjóðs myndu lækka samhliða greiðslu stöðugleikaframlags slitabúa föllnu bankanna. Hækkun láns hæfismatsins skapaði mikinn kaupáhuga erlendra fjárfesta á löngum, óverðtryggðum ríkisbréfum. Vaxtaróf ríkisbréfa flattist því út um mitt árið og vart hefur mátt merkja mun á ávöxtunarkröfu milli skammtíma og langtíma ríkisbréfa undanfarna mánuði. Bjartari horfur um innlenda hagþróun, ásamt því að vextir eru nú hærri en í helstu viðskiptalöndum landsins, juku þannig eftirspurn erlendra aðila eftir ríkisbréfum.

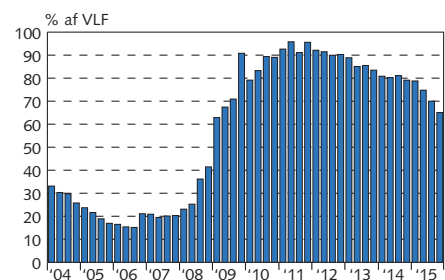
Hlutabréfamarkaður

Úrvalsvísitala Kauphallar Íslands, OMX18, lækkaði um það bil um eina prósentu á fyrsta fjórðungi ársins. Vísitalan lækkaði í upphafi árs líkt og markaðir víða erlendis gerðu á sama tíma. Lækkun OMX18 gekk þó til baka á nokkrum vikum en erlendir markaðir hafa víða lækkað meira. Úrvalsvísitalan hækkaði um 43,2% árið 2015 en í lok mars var hún aðeins 0,3% yfir árslokagildi 2015. Skráð félög í lok ársins voru 17 og markaðsvirði þeirra nam um 1029 ma.kr. samanborið við 674 ma.kr. í upphafi 2015. Engin ný félög voru skráð á markað á fyrsta fjórðungi ársins en alls voru þrjú félög skráð í fyrra, Síminn og fasteignafélögin Reitir og Eik.

Gjaldeyrismarkaður

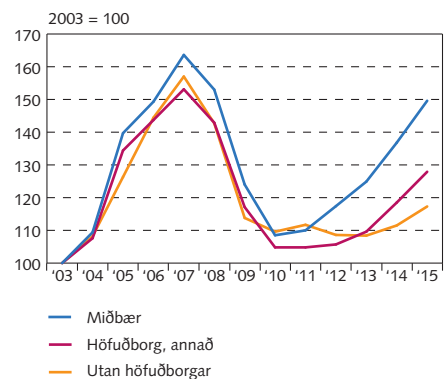
Krónan styrktist um 1,7% á fyrsta fjórðungi ársins miðað við vísitölu meðalgengis og var 9% sterkari í lok fjórðungsins en á sama tíma í fyrra. Á síðasta ári styrktist krónan um 7,9% og flókt gengisvísitölunnar var svipað milli ára. Mikil inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði drógu úr gengisflókti en á fyrsta fjórðungi keypti bankinn gjaldeyri

Mynd I-12
Skuldir ríkissjóðs



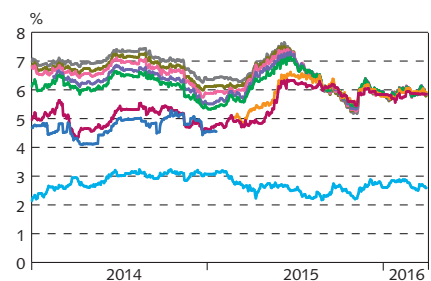
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd I-13
Raunverð íbúðarhúsnæðis¹



1. Vísitala fermetraverðs á föstu verðlagi.
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14
Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa



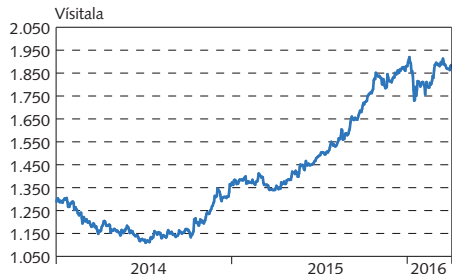
RIKB 15 0408
RIKB 16 1013
RIKB 17 0206
RIKB 19 0226
RIKB 20 0205
RIKB 22 1026
RIKB 25 0612
RIKB 31 0124
RIKS 21 0414

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15

Úrvalsvisitala íslenska hlutabréfamarkaðarins OMXI8

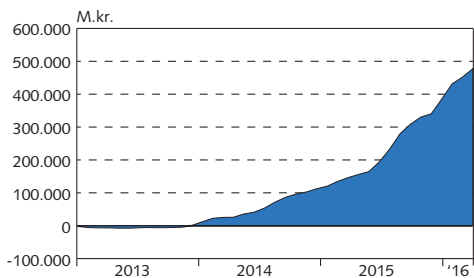
1. janúar 2014 - 31. mars 2016



Heimild: Nasdaq á Íslandi.

Mynd I-16

Uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans frá janúar 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

fyrir 96,9 ma.kr. samanborið við 33,7 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Alls keypti Seðlabankinn jafnvirði 272,4 ma.kr. í gjaldeyri í viðskiptum á millibankamarkaðinum árið 2015, sem nemur um 12,5% af vergri landsframleiðslu ársins. Tilgangur gjaldeyriskaupanna var að veða á móti styrkingu krónunnar vegna mikils innstreymis gjaldeyris og jafnframt að byggja upp öflugan gjaldeyrisforða. Rými til gjaldeyriskaupa hefur verið nokkuð mikið síðustu ár þar sem þörf hefur verið á að byggja upp forða sem fjármagnaður er í krónum innanlands fyrir losun fjármagnshafta. Það svigrúm hefur nú minnkað. Jafnframt hefur bankinn getað stýft gjaldeyriskaupin til að takmarka áhrif kaupanna á peningamagn í umferð, m.a. með sölu á eignum ESÍ.

Um mitt ár 2015 tók að streyma inn erlent fjármagn í gegnum nýfjárfestingarleiðina (sjá kafla II). Þessi áhugi er meðal annars vegna jákvæðs vaxtamunar við útlönd og minnkandi óvissu hér á landi þar sem losun fjármagnshafta virðist í sjónmáli. Fjármagn hefur einnig streymt inn vegna jákvæðra þjónustuviðskipta.

Millibankamarkaður með krónur

Velta á millibankamarkaði með krónur var heldur meiri en árið á undan. Tæpur helmingur viðskipta á millibankamarkaði var til einnar nætur en rúmur helmingur til viku. Engin viðskipti voru til lengri tíma. Á fyrstu mánuðum þessa árs hefur veltan verið heldur meiri en á sama tíma árið 2015. Vextir á millibankamarkaði hafa verið í neðri helmingi vaxtagangsins um nokkurt skeið, að jafnaði 0,25 prósentum frá gólfu hans.

II Erlend staða þjóðarbúsins

Ríflegur viðskiptaafgangur og bætt erlend skuldastaða

Horfur eru um áframhaldandi jákvæðan viðskiptajöfnuð á komandi árum, aðallega vegna batnandi viðskiptakjara og aukinna útflutningstekna af ferðapjónustu. Samningsbundin afborgunarbyrði innlendra aðila virðist tiltölulega viðráðanleg í samhengi við viðskiptajöfnuð ársins 2015 og bætt aðgengi innlendra aðila að erlendum lánsfjármörkuðum. Í lok árs 2015 samþykktu íslenskir dómstólar nauðasamninga slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja. Greiðsla stöðugleikaframlags og aðrar mótvægisáðgerðir gerðu það að verkum að áhættu vegna uppgjors slitabúanna fyrir greiðslujöfnuð og fjármálastöðugleika var eytt. Erlendar skuldir þjóðarbúsins lækkuðu í kjölfarið og hrein erlend staða þjóðarbúsins var neikvæð um 14,3% í lok árs. Staðan hefur ekki verið betri síðan á sjöunda áratug síðustu aldar. Á árinu streymdi inn mikill erlendir gjaldeyrir, meðal annars vegna fjölgunar erlendra ferðamanna en jafnframt vegna aukinna kaupa erlendra fjárfesta á löngum ríkisskuldabréfum og hlutabréfum innlendra félaga. Seðlabankinn hefur því haft ágætt rými til að byggja upp gjaldeyrisforða sem auðveldar losun fjármagnshatta. Með auknu innflæði, jákvæðum vaxtamun og hlutfallslega hagstæðri efnahagsþróun hér á landi hafa skapast góð skilyrði til losunar fjármagnshatta.

Hrein erlend staða ekki betri í marga áratugi

Undir lok árs 2015 gengu slitabú fallinna fjármálafyrirtækja til nauðasamninga. Við það batnaði undirliggjandi erlend staða þjóðarbúsins um rétt rúmlega 20 prósentur og er nú neikvæð um 14,3% af landsframleiðslu. Staðan hefur ekki verið betri frá sjöunda áratug síðustu aldar. Greiðsla búanna á stöðugleikaframlagi bætti erlendu stöðuna um 17 prósentur. Fjallað er um uppgjör slitabúanna í viðauka I. Við nauðasamningana voru skuldir umfram eignir afskrifaðar svo að upplýsingar um eignir og skuldir samkvæmt alþjóðlegum stöðlum gefa nú á ný rétta mynd af stöðunni.¹

Hrein erlend staða þjóðarbúsins í hlutfalli við landsframleiðslu er nú áþekkt og fyrir lönd eins og Síle, Bretland og Frakkland. Strax eftir fall fjármálakerfisins eða í lok árs 2008 er áætlað að undirliggjandi staða hafi verið áþekkt stöðu Grikklands og Kýpur í dag eða neikvæð um u.þ.b. 130% af landsframleiðslu. Hún hefur aftur á móti batnað hratt á undanförunum árum en staða margra samanburðarríkja hefur ýmist versnað eða staðið í stað. Af 115 prósentu bata á hreinni erlendu stöðu má rekja um það bil 40 prósentu bata til viðskiptaafgangs og hagvaxtar á tímabilinu. Afganginn má rekja til afskrifta og endurskipulagningar skulda og fleiri þátta.

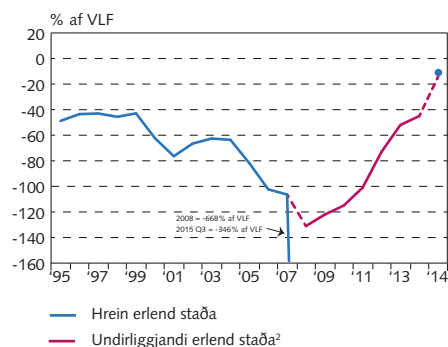
Viðskiptajöfnuður

Árið 2015 mældist viðskiptajöfnuðurinn jákvæður um 108 ma.kr. eða 4,9% af landsframleiðslu og lækkaði um 0,1 prósentu milli ára. Vöruskiptajöfnuðurinn hefur verið neikvæður síðastliðin tvö ár en í fyrri var hann neikvæður um 36 ma.kr., 1,6% af landsframleiðslu, meðal annars vegna kröftugs vaxtar innflutnings á seinni hluta árs

1. Frá árslokum 2008 hefur hrein erlend staða þjóðarbúsins reiknuð eftir alþjóðlegum stöðlum gefið ranga mynd af erlendu stöðunni, þar sem hún innihélt skuldir innlánsstofnana í slita-meðferð á kröfuvirði sem ljóst var að yrðu aldrei greiddar nema að hluta. Því hefur verið miðað við svokallaða undirliggjandi erlendu stöðu, þar sem tekið er tillit til áætlaðra áhrifa af uppgjöri þrotabúanna þar til í lok árs 2015.

Mynd II-1

Hrein erlend staða þjóðarbúsins¹

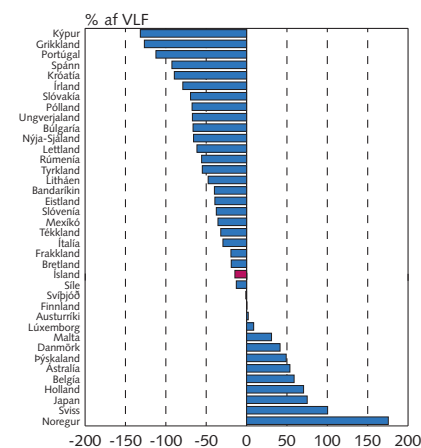


1. Í lok árs 2015 gengu slitabú fallinna fjármálafyrirtækja til nauðasamninga. Við það var stór hluti af skuldum þeirra afskrifaður. Enginn munur var því á hreinni erlendu stöðu og undirliggjandi erlendu stöðu í lok árs 2015.
2. Að teknu tilliti til áhrifa uppgjors ILST í slita-meðferð miðað við jafna skiptingu á eignum til almennra kröfuhafa fram til Q4 2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

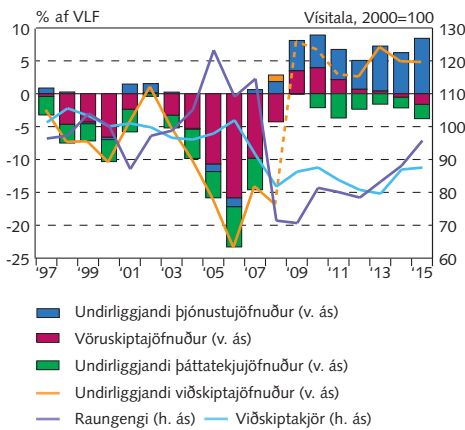
Hrein erlend staða¹



1. Miðað er við stöðu á Q3 2015 nema fyrir Ísland (Q4 2015), Króaíu og Lúxemborg (Q2 2015) og Bandaríkin, Síle, Japan, Mexíkó, Nýja-Sjáland, Swiss og Tyrkland (Q4 2014).
Heimildir: Eurostat, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-3

Undirliðir undirleggjandi viðskiptajafnaðar, raungengi og viðskiptakjör¹

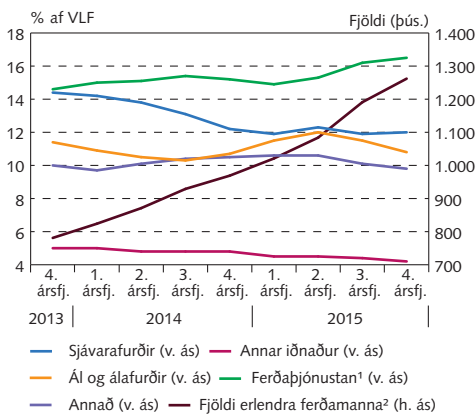


1. Leiðrétt er fyrir áhrifum ILST í slitameðferð á þáttatekjur og sömuleiðis áhrifum óbeint mældrar fjármálþjónustu ILST í slitameðferð á þjónustujöfnuð frá Q4 2008. Þá eru rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Tímabilið 2009-2012 var þáttatekjujöfnuður einnig leiðréttur fyrir áhrifum Actavis vegna ónákvæmra gagna á tímabilinu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

Niðurbrot á útfluttri vöru og þjónustu

Fjögurra fjórðunga hlaupandi summa

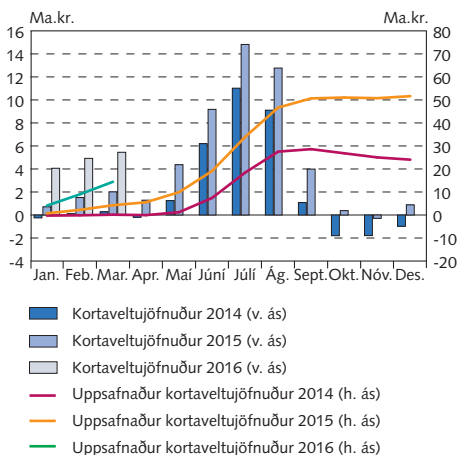


1. Tekjur af erlendum ferðamönnum á Íslandi og tekjur íslenskra flugfélaga af því að flytja erlenda farþega hvort sem það er til og frá Íslandi eða annars staðar. 2. Fjöldi erlendra ferðamanna um Flugstöð Leifs Eiríkssonar. Heimildir: Ferðamálastofa, Hagstofa Íslands.

Mynd II-5

Kortaveltujöfnuður¹

Verðlag 2016



1. Kortaveltujöfnuður sýnir mismun úttektar greiðslukorta erlendra aðila hér á landi og úttekt greiðslukorta innlendra aðila erlendis. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

2015. Mikill straumur ferðamanna hefur haldið uppi þjónustujöfnuðinum og þar með viðskiptajöfnuði einnig en þáttatekjur hafa verið neikvæðar sem fyrr. Þjónustujöfnuður var jákvæður um 186 ma.kr. á árinu eða 8,4% af landsframleiðslu en hlutfallið jókst um 2,2 prósentur milli ára. Samanlagðar voru þáttatekjur og rekstrarframlög neikvæð um 2,2% af landsframleiðslu samanborið við 1,6% árið 2014.

Útflutningstekjur vegna ferðamanna aukast

Undanfarnir tvö ár hafa tekjur af ferðaþjónustu aukist í hlutfalli við landsframleiðslu en aðrir liðir eins og verðmæti útfluttra sjávarafurða og útflutts áls og álafurða hefur ýmist dregist saman eða staðið í stað. Erlendir ferðamenn sem fóru um Flugstöð Leifs Eiríkssonar fjölguðu úr 969 þús. talsins árið 2014 í 1.262 þús. árið 2015 eða um 30% milli ára. Ef aðeins er litið á fjölgun yfir sumarmánuðina (júní-ágúst) fjölgaði þeim um 24% en fjölgun á öðrum mánuðum var mun meiri eða um 34%. Ferðamannastraumurinn verður því jafndreifðari yfir árið. Á fyrstu þremur mánuðum ársins 2016 hefur erlendum ferðamönnum fjölgað um 35% milli ára. Ferðamenn í mars 2016 voru fleiri en í júní fyrir tveimur árum.

Áætlað er að á árinu 2015 hafi útflutningsverðmæti ferðaþjónustunnar numið 364 ma.kr. eða tæplega 17% af landsframleiðslu og 31% af heildarútflutningi vöru og þjónustu. Til samanburðar var það tæplega 15% af landsframleiðslu í lok árs 2013 og um 26% í hlutfalli við heildarútflutning.

Fjölgun erlendra ferðamanna hefur leitt til jákvæðs kortaveltujafnaðar undanfarnir ár. Árið 2015 var kortaveltujöfnuður jákvæður um 51 ma.kr. eða um það bil tvöfalt meiri en árið á undan. Í janúar og febrúar var hann jákvæður um 9 ma.kr. en fram til ársins 2014 hefur jöfnuðurinn iðulega verið neikvæður fyrstu tvo mánuði ársins.

Gjaldeyriforði Seðlabanka Íslands

Rými til gjaldeyriskaupa hefur verið nokkuð mikið síðustu ár þar sem þörf hefur verið á að byggja upp og styrkja gjaldeyrisforða fyrir losun fjármagnshafna. Í lok mars var gjaldeyrisforðinn 735 ma.kr. og nam sá hluti forðans sem fjármagnaður er innanlands 396 ma.kr. Miðað við stöðuna í mars hafði gjaldeyrisforði fjármagnaður innanlands aukist um 341 ma.kr. milli ára en ekki er langt síðan staða hans var neikvæð. Seðlabankinn hefur fram til þessa stýft gjaldeyriskaupin til að takmarka áhrif kaupanna á peningamagn í umferð, m.a. með útgáfu á innstæðubréfum og með sölu á eignum Eignasafns Seðlabanka Íslands (ESÍ).

Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði námu 272 ma.kr. árið 2015, en þau voru 111 ma.kr. árið á undan. Fyrstu þrjú mánuði ársins 2016 hefur bankinn keypt erlendan gjaldeyri á markaði fyrir 97 ma.kr. Bætt hefur í forðann vegna viðskipta bankans á gjaldeyrismarkaði og endurheimta ESÍ í erlendum gjaldeyri. Á móti kemur hefur bankinn notað hluta af forðanum til uppgreiðslu erlendra lána ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands og útgreiðslur í tengslum við nauðasamninga slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja.

Forðastaðan er nú sögulega sterk en sem fyrr segir nemur gjaldeyrisforði fjármagnaður innanlands 396 ma.kr. Jafnframt var hlutfall gjaldeyrisforða og skammtímaskulda um 138% í lok árs 2015 ef horft

er til strangari skilgreiningar á hlutfallinu sem endurspeglar mögulega stöðu við losun fjármagnshafta. Þá eru skammtímakrónueignir í eigu erlendra aðila sem eru á gjalddaga innan 12 mánaða taldar með erlendum skammtímaskuldum. Miðað er við að hlutfallið sé að lágmarki yfir 100% en til samanburðar var hlutfallið rétt undir því marki fyrir tveimur árum. Aðrir mælikvarðar á forðastöðu gefa jafnframt til kynna að forði hafi styrkst.

Gjaldeyrisforði sem fjármagnaður er innanlands hefur aukist og minnkað verulega erlenda lausafjáráhættu þjóðarbúsins. Vegna munar á milli ávöxtunar forðans erlendis og innlendra vaxta hefur forðinn hins vegar neikvæð áhrif á afkomu Seðlabankans. Miðað við stöðuna í lok árs nam neikvæður vaxtamunur á gjaldeyrisjöfnuði bankans 18 ma.kr. á ársgrundvelli líkt og kom fram í ræðu seðlabankastjóra á ársfundi Seðlabanka Íslands.²

Greiðslujöfnuður þjóðarbúsins

Greiðslujafnaðarvandi þjóðarbúsins síðustu ár hefur einkum verið af tvennum toga. Annars vegar hefur aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum til að endurfjármagna erlendar skuldir verið takmarkað. Hins vegar hafa tekjur þjóðarbúsins í erlendum gjaldmiðlum ekki verið nægar til að leysa út á skömmum tíma mögulega hvikular innlendar krónueignir í höndum erlendra aðila, bæði kröfuhafa föllnu fjármála-fyrirtækjanna og aflandskrónueigenda.

Aðgengi innlendra aðila að erlendu lánsfjármagni hefur batnað mikið að undanförmu og ekki stafar veruleg hættu lengur af endurgreiðsluferli innlendra aðila af erlendum skuldum. Mikilvægt skref í því var samningur um lengingu á hinu svokallaða Landsbankaskuldabréfi sem var gerður í lok árs 2014. Nú hefur vandi vegna slita föllnu fjármála-fyrirtækjanna verið leystur (sjá viðauka I), en um leið og ljóst varð að lausn vandans væri á næsta leiti hækkaði láns hæfiseinkunn íslenska ríkisins sem er nú BBB+.

Eftir stendur að leysa þarf vanda krónueigna í höndum erlendra fjárfesta eða svokallaðra aflandskróna í höftum en hætt er við að þeim verði skipt yfir í erlendan gjaldeyri við losun fjármagnshafta.

Afborgunarbyrði erlendra lána viðráðanleg

Jákvæður undirliggjandi viðskiptajöfnuður og betri aðgangur að erlendum lánsfjármörkuðum hefur gert innlendum aðilum kleift að greiða upp skuldir við erlenda aðila. Á árinu 2015 lauk Seðlabanki Íslands við að gera upp erlendar skuldir sínar meðal annars við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn og íslenska ríkið forgreiddi lán frá pólska ríkinu, greiddi niður Avens-skuldabréfið og forgreiddi tiltekna flokka erlendra markaðsskuldabréfa.³ Í janúar greiddi ríkið svo upp barnalánið svokallaða.⁴ Erlendar skuldir ríkisins voru 292 ma.kr. í lok mars sl. og eru þær nú allar erlend markaðsskuldabréf. Þá hafa einstök sveitar-

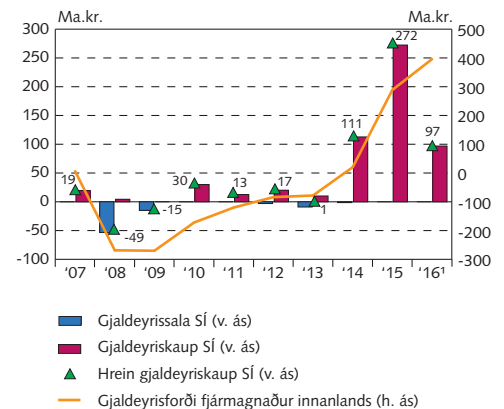
2. Sjá ræðu Mús Guðmundssonar seðlabankastjóra: <http://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn---EN/Speeches/MG%20%20%C3%A1%20fundarr%C3%A6%20%202016%20LOKA.pdf>

3. Sjá ítarlegri umfjöllun um forgreiðslur ríkisins á erlendum skuldum í kafla um ytri stöðu þjóðarbúsins í *Fjármálastöðugleika* 2015/2.

4. Sjá umfjöllun um barnalánið í *Markaðsupplýsingum* Lánamála ríkisins: <http://www.lanamal.is/GetAsset.ashx?id=8444>.

Mynd II-6

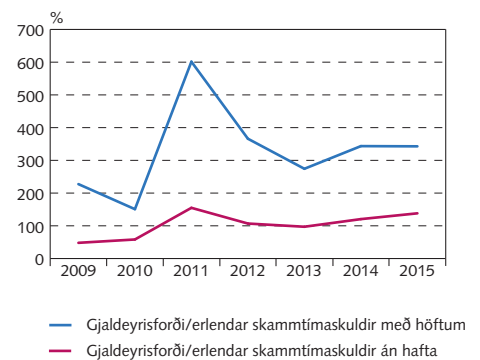
Viðskipti Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði



1. Forði í lok mars 2016 og gjaldeyrisviðskipti SÍ janúar - mars 2016. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7

Gjaldeyrisforði/erlendar skammtímaskuldir¹

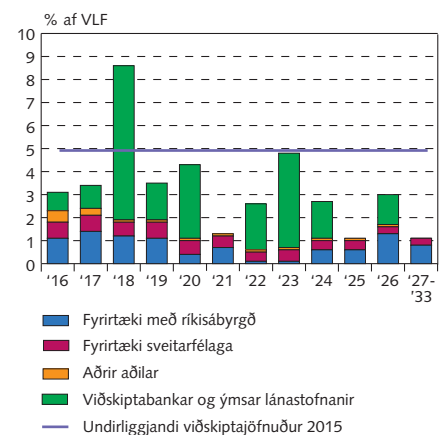


1. Skammtímaskuldir við undirliggjandi erlenda aðila í erlendum gjaldmiðlum og íslenskum krónum (án innlána í erlendum gjaldmiðlum, 100% binding skv. lausafjárreglum Seðlabanka Íslands). Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8

Samningsbundin afborgunarbyrði erlendra skulda annarra en ríkissjóðs¹

Afborganir af erlendum langtímalánum og skuldum í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana

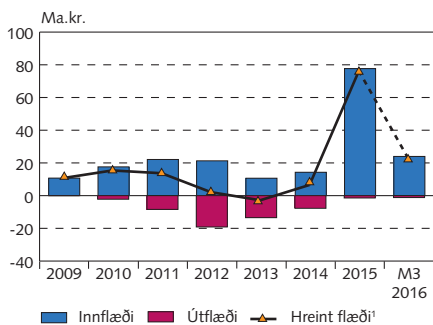


1. Miðað við stöðu í lok árs 2015 en gengi 24. feb. 2016 auk erlendra útgáfa viðskiptabanka á Q1 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, fjárhagsupplýsingar Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf., Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9

Nýfjárfesting erlendra aðila á Íslandi

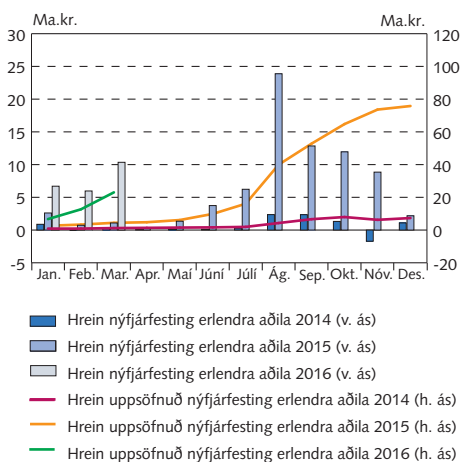
Verðlag mars 2016



1. Hrein nýfjárfesting er mismunur á innflæði og útflæði.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Hrein nýfjárfesting erlendra aðila á Íslandi¹

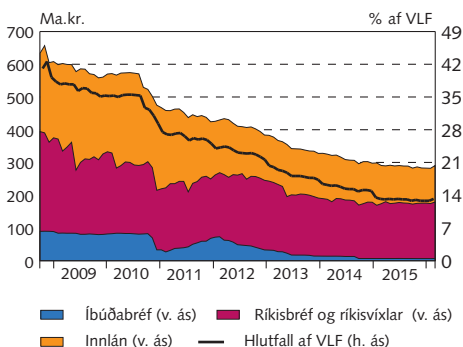


1. Hrein nýfjárfesting er mismunur á innflæði og útflæði vegna nýfjárfestingar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Aflandskrónur¹

Október 2008 - febrúar 2016



1. Króneignir í eigu erlendra aðila fastar í höftum. Leiðrétt fyrir nýfjárfestingu í ríkisskuldabréfum á tímabilinu. Mögulega er um vanmat að ræða vegna útflæðis nýfjárfestingar. Seðlabankinn vinnur um þessar mundir að því að bæta gögn um útflæði þannig að hægt sé að taka tillit til þess.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

félög lokið við greiðslu eftirstöðva lána við erlenda aðila. Fyrirtæki sveitarfélaga og fyrirtæki með ríkisábyrgð eru þó enn með tæplega 340 ma.kr. lán við erlenda aðila.

Skuldir viðskiptabanka og ýmissa lánastofnana, sem aðallega eru skuldir stóru viðskiptabankanna þriggja, við erlenda aðila voru 355 ma.kr. í lok árs 2015. Skuldir viðskiptabankanna með fastan greiðsluferil jukust nokkuð við samþykkt nauðasamninga slitabúa fallinna fjármála-fyrirtækja, þar sem innlánnum búanna í erlendum gjaldeyri var breytt í markaðsskuldabréf til meðallangs tíma og samið um lengdan afborgunarferil. Algengt er að viðskiptabankar fjármagni sig til þriggja ára og því eru afborganir þeirra árið 2018 umtalsverðar. Það má þó gera ráð fyrir að viðskiptabankar hafi greiðan aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum og geti því endurfjármagnað skuldir sínar. Að auki er litið svo á að endurfjármögnunaráhætta af skuldum ríkissjóðs sé hverfandi við eðlilegar aðstæður enda urðu skuldirnar til við að fjármagna gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands sem varðveittur er í erlendum eignum. Við mat á mögulegri endurfjármögnunaráhættu þjóðarbúsins er því eðlilegt að horfa fram hjá endurgreiðsluferli viðskiptabanka og ríkissjóðs.

Ef litið er á samningsbundna afborgunarbyrði annarra innlendra aðila en ríkissjóðs og viðskiptabanka næstu fimm árin (2016-2020) er ljóst að endurfjármögnunaráhættan er tiltölulega lítil en þá eru árlegar samningsbundnar afborganir að meðaltali 1,9% af landsframleiðslu yfir tímabilið eða 3 prósentum lægri en undirliggjandi viðskiptajöfnuður árið 2015, sem var 4,9% af landsframleiðslu. Nokkuð gott aðgengi innlendra aðila að erlendum lánsfjármörkuðum eykur líkur á endurfjármögnun lána og dregur því enn frekar úr mögulegri áhættu af samningsbundnum afborgunum. Samningsbundin afborgunarbyrði innlendra aðila virðist því tiltölulega viðráðanleg ef sett í samhengi við viðskiptajöfnuð ársins 2015 og bætt aðgengi innlendra aðila að erlendum lánsfjármörkuðum.

Fjármagnsinnflæði erlendra aðila eykst

Fjárfesting erlendra aðila hér á landi jókst á sl. ári en um mitt ár 2015 tók að streyma inn erlent fjármagn í gegnum nýfjárfestingarleiðina og nam hreint innflæði ársins 76 ma.kr. Heildarinnstreymi fjármagns í gegnum nýfjárfestingarleiðina að teknu tilliti til útflæðis frá því að hún var kynnt til sögunnar í október 2009 nemur 145 ma.kr. að raunvirði. Frá miðju ári 2015 hefur nýfjárfesting fyrst og fremst beinst að löngum ríkisskuldabréfum eða um 70% af heild. Um fjórðungur af innstreyminu hefur verið fjárfestur í hlutabréfum, þar af var einungis um þriðjungur í skráðum bréfum. Aukin fjárfesting erlendra aðila er meðal annars til komin vegna jákvæðs vaxtamunar við útlönd og minnkandi óvissu hér á landi þar sem losun fjármagnshafta virðist í sjónmáli. Af tölum um nýfjárfestingu fyrstu þriggja mánaða ársins 2016 virðist ekkert lát á innflæðinu. Sjá rammagrein II-2 þar sem meðal annars er fjallað um áhættu er getur stafað af sveiflum í fjármagnsflæði til og frá landinu.

Krónueignir í höftum standa í stað milli ára

Krónueignir erlendra aðila, svokallaðar aflandskrónur sem bundnar eru í höftum, námu um 290 ma.kr. í lok febrúar 2016 eða 13% af

landsframleiðslu. Aflandskrónur stóðu því í stað milli ára, enda var síðasta gjaldeyrisútböð Seðlabanka Íslands haldið í febrúar árið 2015 og vaxtagreiðslur streyma út um leið og þær berast.

Seðlabankinn breytti endurfjárfestingarheimildum aflandskrónueigenda í mars árið 2015 á þá leið að þeim er nú einungis heimilt að fjárfesta í ríkisvxlum þegar bréf þeirra eru á gjalddaga eða að leggja fjármunina inn á innlánsreikning. Við það jókst eign erlendu aðilanna lítillega í innlánnum en flestir hafa þó valið þann kost að fjárfesta í ríkisvxlum. Í lok febrúar voru aflandskrónur um 95 ma.kr. í innlánnum hjá innlendum viðskiptabönkum, 153 ma.kr. í ríkisskuldabréfum en einungis 20 ma.kr. í ríkisvxlum. Fjárfesting í ríkisskuldabréfaflokknum RIKB 16 og RIKB 19 nam samanlagt um 102 ma.kr. nokkuð jafnskipt milli flokka. Fyrirnefndu skuldabréfin eru á gjalddaga í október á þessu ári. Í kjölfar gjalddagans má ætla að öðru óbreyttu að um 72% af aflandskrónum verði annaðhvort á innlánsreikningum eða í ríkisvxlum.

Ef aflandskrónum er bætt við afborgunarferil erlendra skulda þjóðarbúsins er ljóst að greiðslur til erlendra aðila aukast nokkuð, sérstaklega árið 2016. Þó er ekki víst að allir aflandskrónueigendur hafi áhuga á að flytja fjármunina úr landi, til dæmis er ákveðinn hluti aflandskróna í eigu íslenskra einstaklinga með lögheimili erlendis sem teljast af þeim sökum erlendir aðilar. Ef horft er fram hjá þeim er umfang aflandskróna engu að síður slíkt að talið er nauðsynlegt að grípa til aðgerða til að tryggja farsæla losun fjármagnshafta.

Losun fjármagnshafta í auglýs

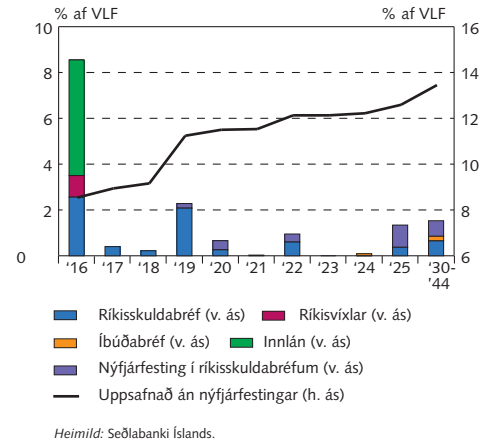
Til stendur að draga úr hugsanlegum greiðslufjarðarvanda sem hlotist getur af aflandskrónum með útböði. Samkvæmt áætlun um losun fjármagnshafta eru næstu skref að hefja losun á innlenda aðila. Erfitt er að festa reiður á væntanlegt fjármagnsútlæði innlendra aðila vegna áhuga á frekari áhættudreifingu eignasafna við losun fjármagnshafta. Þó má leiða líkur að því að fjárfesting innlendra aðila erlendis í þeim tilgangi að dreifa áhættu eignasafna sé nokkuð næm fyrir gengi krónunnar, en það dregur úr áhættu sem fylgir slíku fjármagnsflæði. Lífeyrissjóðirnir hafa þegar fengið sérstaka heimild til að flytja út fjármagn til fjárfestingar í erlendum eignum, samanlagt 30 ma.kr. frá miðju ári 2015. Því hefur dregið úr uppsafnaðri fjárfestingarþörf þeirra erlendis sem því nemur, sjá rammagrein II-1.

Við losun fjármagnshafta og batnandi stöðu þjóðarbúsins getur myndast áhætta, svo sem óhóflegt innflæði fjármagns. Aukist innflæði vegna nýfjárfestingar með svipuðum hætti og undanfarið ár kemur það til með að hafa áhrif á innlenda eignamarkaði. Innflæðið sem þegar hefur átt sér stað hefur til að mynda leitt til þess að langtíma-vextir á ríkisskuldabréfum hafa lækkað og er vaxtaferill ríkisbréfa nú nánast flatur. Þegar fram í sækir geta lágir langtíma-vextir leitt til minni sparnaðar og aukinnar skuldsetningar ríkis, fyrirtækja og heimila. Aukin skuldsetning getur leitt til þess að afleiðingar af viðsnúningi í fjármagnsflæði til landsins verði alvarlegri en ella. Líkt og kemur fram í kafla V er aukinnar skuldsetningar enn ekki farið að gæta að nokkru marki. Aukið veðrymi heimila vegna hækkandi eignaverðs og hraðrar uppgreiðslu lána sem og bætt eiginfjárstaða fyrirtækja býr þó í haginn fyrir aukna skuldsetningu.

Mynd II-12

Skammtímakrónueignir erlendra aðila

Nafnverð í febrúar 2016

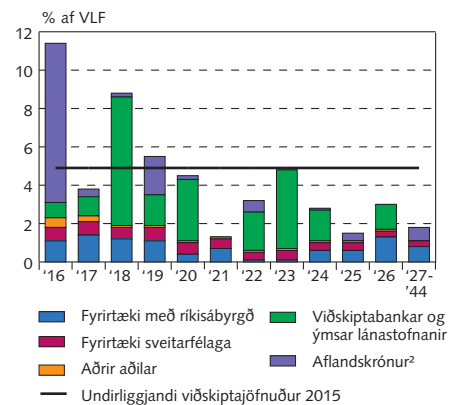


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

Samningsbundin afborgunarbyrði erlendra skulda annarra en ríkissjóðs¹

Afborganir af erlendum langtímalánum og skuldum í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana



1. Miðað við stöðu í lok árs 2015 en gengi 24. feb. 2016 auk erlendra útgáfna viðskiptabanka á Q1 2016. 2. Miðað er við stöðu aflandskróna í febrúar 2016.

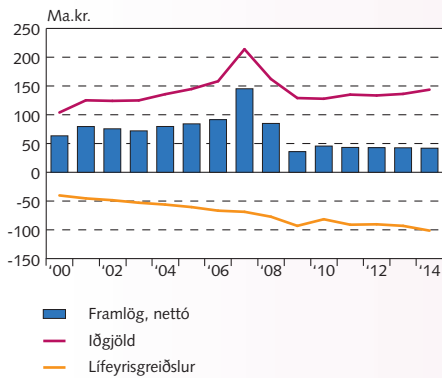
Heimildir: Hagstofa Íslands, fjárhagsupplýsingar Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf., Seðlabanki Íslands.

Rammagrein II-1

Fjárfesting lífeyrissjóða erlendis

Mynd 1

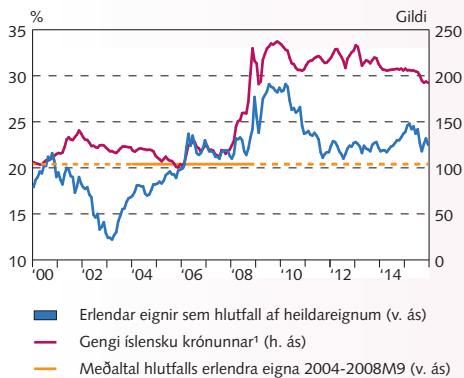
Iðgjöld, lífeyrisgreiðslur og nettó framlög í lífeyrissjóði¹



1. Allar tölur eru á raunvirði m.v. verðlag ársins 2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Erlendar eignir lífeyrissjóðanna



1. Viðskiptavog þröng, 1%.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Íslenskir lífeyrissjóðir, sem og aðrir innlendir aðilar, hafa allt frá setningu fjármagnshaftanna haft heimild til að endurfjárfesta fjármuni sem þeir áttu erlendis 28. nóvember 2008, svo framarlega sem endurfjárfestingin á sér stað innan sex mánaða frá því að losað er um eignir. Til viðbótar hafa lífeyrissjóðirnir haft heimild til að efna þegar gerða samninga. Fjármagnshöftin koma hins vegar í veg fyrir að lífeyrissjóðirnir fjárfesti erlendis umfram þetta.

Í júní 2015 tilkynntu stjórnvöld uppfærða áætlun um losun fjármagnshafta. Þar voru lögð fram markmið til að draga úr uppsafnaðri fjárfestingarþörf innlendra aðila í erlendum eignum. Eitt af þeim var að rýmka fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða í erlendum gjaldmiðlum. Þá var gert ráð fyrir að lífeyrissjóðir fengju að fjárfesta erlendis sem nemur 10 ma.kr. á ári, til viðbótar við núverandi heimildir, til ársins 2020 eða sem nemur um fjórðungi af hreinu innstreymi í lífeyrissjóðina á tímabilinu. Miðað við framangreinda heimild næðu lífeyrissjóðirnir að minnsta kosti að viðhalda hlutfalli erlendra eigna í eignasafni sínu.

Á miðju ári 2015 veitti Seðlabanki Íslands lífeyrissjóðum og öðrum vörsluaðilum séreignarlífeyrissparnaðar undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál til að fjárfesta í fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri sem nemur 10 ma.kr. eða til jafns við ofangreint markmið. Heimildina mátti nýta á seinni árhelmingi 2015. Vegna gjaldeyrisinnstreymis á síðastliðnu ári og samþykktar nauðasamninga fallinna fjármálafyrirtækja, sem dró verulega úr óvissu um þróun greiðslujafnaðar, skapaðist aukið svigrúm til frekari veitingar undanþágu. Seðlabankinn veitti því sömu aðilum undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál til að fjárfesta erlendis sem nemur 20 ma.kr., sem dreifist yfir fyrstu fjóra mánuði ársins 2016.

Sem fyrr segir eiga framangreindar heimildir að draga úr uppsafnaðri fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna erlendis við losun fjármagnshafta og fjölga möguleikum þeirra til áhættudreifingar. Ef litið er á erlendar eignir lífeyrissjóðanna í hlutfalli við heildareignir þeirra er ljóst að frá árinu 2011 hafa þeir náð að viðhalda hlutfallinu og gott betur. Hlutfallið var 22,5% í lok árs 2015 en um 21,7% í lok árs 2011 þrátt fyrir styrkingu krónunnar á síðustu tveimur árum sem nemur 10,8%. Frá falli fjármálakerfisins hefur hlutfallið alltaf verið yfir meðaltali tímabilsins 2004 til september 2008. Sjá má á mynd 2 að upp úr 2003 juku lífeyrissjóðirnir hlutfall erlendra eigna sinna fram til ársins 2006 en eftir það og fram til fjármálaáfallsins virðist aukning í hlutfalli erlendra eigna í eignasafninu hafa haldist í hendur við þróun gengis íslensku krónunnar. Frá árinu 2011 hefur hlutfall erlendra eigna farið hæst í 24,8% af heildareignum, þ.e. í mars árið 2015. Vegna hás hlutfalls hlutabréfa af erlendum eignum, ríflega 90%, er ljóst að þróun erlendra hlutabréfamarkaða hefur veruleg áhrif á hlutfall erlendra eigna af heildareignum lífeyrissjóða.

Frjálst flæði fjármagns stuðlar að verðmætasköpun og velferð þjóða, m.a. með aukinni samkeppni á fjármagnsmörkuðum heima fyrir sem og dýpkun þeirra. Einnig leiðir það til betri nýtingar framleiðsluþátta og aukinnar áhættudreifingar. Þá getur ábati þess verið sérstaklega mikill ef erlendir aðilar kjósa að fjárfesta í langtíma fjárfestingarverkefnum sem stuðla að auknum hagvexti til framtíðar.

Fjármagnsflæði getur þó verið óstöðugt en rannsóknir sýna að fjárfesting erlendra aðila helst nokkuð vel í hendur við óvissu á fjármálamörkuðum. Þá eykst fjármagnsflæði þegar óvissa er lítil og vaxtarmöguleikar eru miklir.¹ Þegar svo óvissa eykst, líkt og í fjármálaáfallinu 2008, er hætt við að straumhörfvörð verði í fjármagnsflæði frá erlendum aðilum eða skyndileg stöðvun á því (e. sudden stop). Samhliða getur orðið fjármagnsflótti (e. capital flight) þar sem innlendir aðilar flytja fjármagn úr landi í auknum mæli telji þeir óvissu heima fyrir meiri en erlendis. Skyndilegt útfærslu fjármagns getur haft afdrifarík áhrif á efnahag landsins, s.s. vegna áhrifa gengisveikningar á efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja og áhrifa á innlenda eignamarkaði. Áhrifin geta orðið sérstaklega mikil í kjölfar tímabils mikils innflæðis og ódýrs erlends fjármagns. Heimilum og fyrirtækjum sem líta á það sem viðvarandi ástand hættir til að skuldsætja sig um of, jafnvel í erlendum gjaldmiðlum með lágum vöxtum án tillits til gjaldeyrísáhættunnar sem af því stafar. Efnahagsreikningar geta því verið veikir fyrir vegna endurfjármögnunaráhættu þegar kemur að viðsnúningi erlends fjármagns. Liður í því að viðhalda fjármálastöðugleika í landinu er því að vinna gegn óæskilegum áhrifum af óhóflegu fjármagnsflæði til og frá landinu sem getur magnað hagsveifluna, samanber opinbera stefnu um fjármálastöðugleika.²

Hreint flæði getur gefið misvísandi vísbendingar

Ef aðeins er horft til hreins flæðis fjármagns til og frá landinu, innflæðis erlendra aðila umfram útfærslu innlendra aðila (gula línan á myndum 1 og 3), sem vísi að áhættu vegna fjármagnsflæðis er mögulegt að hættan sé vanmetin. Aukin kerfisáhætta getur verið fólgin í auknu fjármagnsflæði án þess að breytingar á hreinu fjármagnsflæði séu umtalsverðar. Fjármagnsflæði innlendra aðila frá landinu getur til dæmis myndað mótvægi við mikilli aukningu í innflæði erlendra aðila sem fjárfest er í auðseljanlegum eignum. Óhóflegt innflæði erlendra aðila í skammtímafjárfestingu myndar yfir tíma verulega áhættu. Eins og sjá má á mynd 3 skapaði útfærslu innlendra aðila að miklu leyti mótvægi við innflæði erlendra aðila á tímabilinu 2003-2006. Því dugar hreint flæði eitt og sér skammt sem mælikvarði á áhættu vegna fjármagnsflæðis.

Þegar innflæði erlendra aðila er orðið óvenjulega mikið er talað um bylgju innflæðis (e. surge/bonanza), sjá skyggða gráa svæðið á mynd 1, en þar er óhóflegt flæði fjármagns skilgreint sem tvöfalt staðalfrávik í breytingu á fjármagnsflæði milli ára.³ Skyggðu svæðin á mynd 1 virðast ná vel utan um þróunina á tímabilinu og hættuna sem skapaðist af því mikla magni erlends fjármagns sem streymdi inn í landið. Á uppgangsárunum frá því í lok árs 2003 til upphafs árs 2006 flæddi inn erlent fjármagn og svo skyndilega út aftur tveimur

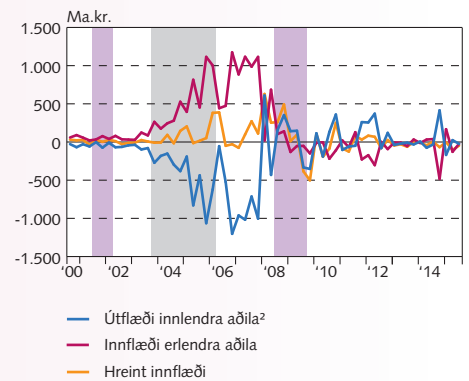
Rammagrein II-2

Fjármagnshreyfingar erlendra aðila

Mynd 1

Fjármagnsflæði¹

Innflæði erlendra aðila sem vísir að óhóflegu fjármagnsflæði

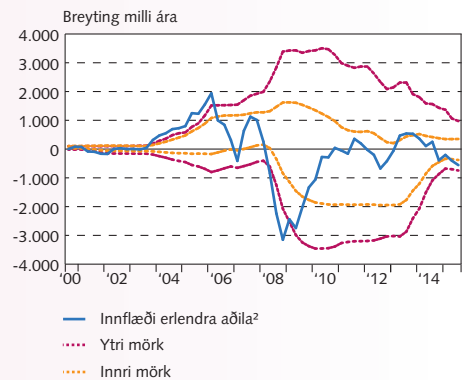


1. Gráa skyggða svæðið sýnir tímabil aukins innflæðis fjármagns erlendra aðila og fjólubláa skyggða svæðið sýnir skyndilegt stopp, þar sem notast er við hlaupandi meðaltal og staðalfrávik sem viðmið fyrir óhóflegt flæði. 2. Útfærslu er sýnt með neikvæðu formerki.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Óhóflegt fjármagnsflæði erlendra aðila¹



1. Fjármagnsflæði er skilgreint sem óhóflegt þegar árleg breyting þess fer út fyrir eitt staðalfrávik umfram hlaupandi meðaltal (innri mörk) að því gefnu að það fari út fyrir tvöfalt staðalfrávik (ytri mörk) þann tíma sem það er fyrir utan innri mörkin. 2. Breyting í samtölu innflæðis erlendra aðila síðustu fjóra ársfjórðunga milli ára.

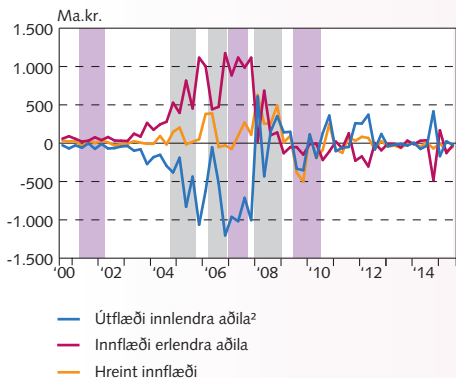
Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Forbes, K. J., og Warnock, F. E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251.
- Sjá tilgang og markmið fjármálastöðugleikaráðs: <https://www.fjarmalaraduneyti.is/fjarmalastodugleiki/nr/18668>
- Sjá skilgreiningar á bylgju fjárfærslu og skyndilegri stöðvun innflæðis í Forbes, K. J., og Warnock, F. E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251. Skilgreining á bylgju fjármagns er þegar breyting á árlegu innflæði erlendra aðila er orðin meira en tvöfalt staðalfrávik umfram hreyfanlegt meðaltal á breytingum í árlegu innflæði. Þá er upphaf bylgjunnar skilgreint sem tímamarkurinn þegar breytingin verður umfram eitt staðalfrávik, að því gefnu að hún fari út fyrir tvöfalt staðalfrávik í kjölfarið.

Mynd 3

Fjármagnsflæði¹

Hreint flæði sem vísir að óhóflegu fjármagnsflæði

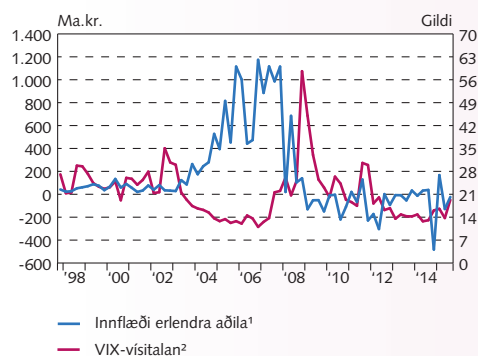


1. Gráa skyggða svæðið sýnir tímabil aukins hreins innflæðis fjármagns og fjólubláa skyggða svæðið sýnir skyndilegt stöpp, þar sem notast er við hlaupanði meðaltal og staðalfrávik sem viðmið fyrir óhóflegt flæði. 2. Útflæði er sýnt með neikvæðu formerki.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Fjármagnsflæði erlendra aðila og markaðsóvissa



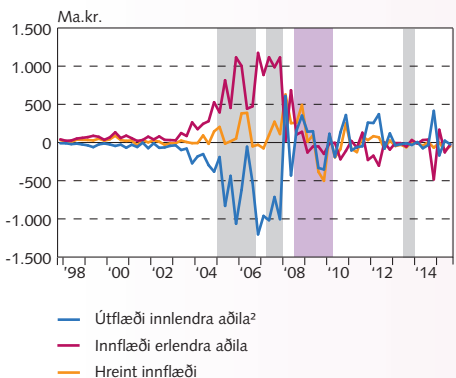
1. Jákvaett innflæði erlendra aðila sýnir að erlendir aðilar eignast meira af innlendum eignum. 2. VIX-vísitalan er algengur mælikvarði á markaðsóvissu í heiminum.

Heimildir: Federal Reserve Bank of St. Louis, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Fjármagnsflæði¹

Innflæði erlendra aðila sem vísir að óhóflegu fjármagnsflæði



1. Gráa skyggða svæðið sýnir tímabil aukins innflæðis fjármagns erlendra aðila og fjólubláa skyggða svæðið sýnir skyndilegt stöpp, þar sem notast er við 25% af landsframleiðslu sem viðmið fyrir óhóflegt flæði. 2. Útflæði er sýnt með neikvæðu formerki.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

árum síðar, þ.e. þegar óvissa innanlands og á alþjóðlegum fjármála-mörkuðum tók að aukast, sbr. þróun VIX-vísitölunnar (mynd 4).⁴ Ef aðeins hefði verið horft á hreint fjármagnsflæði sem vísi að hættu sem skapast getur af flæði til og frá landinu, hefðu varúðarmerkin kviknað mun seinna.

Ef litið er til tímabilsins strax í kjölfar fjármálaáfallsins gefur mælikvarðinn hreint fjármagnsflæði til kynna mögulegan innflæðisvanda (sjá mynd 3). Raunin varð hins vegar mikill útflæðisvandi vegna skyndilegra straumhvarfa í flæði frá erlendum aðilum, eins og sjá má á útflæði erlendra aðila. Sá vandi leiddi til verulegrar lækkunar á gengi íslensku krónunnar og setningar fjármagnshafta sem komu í veg fyrir frekara fjármagnsútflæði.

Möguleg önnur viðmið fyrir óhóflegt fjárstreymi

Í framangreindum útreikningum þar sem lagt er mat á bylgju innflæðis og straumhvörf fjármagns er notast við hreyfanlegt meðaltal og staðalfrávik til að ákvarða hvenær flæðið telst óhóflegt.⁵ Því litast mörkin af nýjstu gagnapunktunum í aðdraganda fjármálaáfallsins, sem getur gert það að verkum að sveiflur í fjármagnsflæði sem undir venjulegum kringumstæðum þættu óhóflegar mælast ekki sem slíkar. Dregur það úr notagildi framangreindrar aðferðafræði sem vísi að óhóflegu fjárstreymi. Því er einnig æskilegt að miða við önnur viðmið um óhóflegt flæði eins og ákveðið hlutfall af landsframleiðslu. Ef miðað er við að fjárstreymi teljist óhóflegt fari fjárhæð breytingar í fjárstreymi milli ára upp fyrir 25% af landsframleiðslu fæst mjög svipuð niðurstaða og að ofan þegar litið er til flæðis erlendra aðila.⁶ Þá hefst bylgja innflæðis fjármagns erlendra aðila í upphafi árs 2004 sem varir nánast óslitið til loka árs 2007. Tímabil bylgjunnar varir því lengur en samkvæmt fyrri aðferðafræðinni, þó með tveggja fjórðunga hléi, og hefst einum fjórðungi seinna. Tímabil aukins útflæðis hefst á öðrum ársfjórðungi árið 2008 eða sama tíma og samkvæmt fyrri aðferðafræði en varir tveimur fjórðungum lengur. Þá má merkja tímabil aukins innflæðis í lok árs 2013 en það varir aðeins í tvo ársfjórðunga og því ef til vill ekki um bylgju að ræða.

Samsetning flæðisins skiptir máli

Samsetning innflæðis erlendra aðila skiptir miklu máli varðandi hættu á skyndilegu útflæði fjármagns. Mynd 7 sýnir samsetningu fjármagnsinnstreymis erlendra aðila frá árinu 1995. Í framangreindri greiningu væri til að mynda hægt að horfa á innflæði erlendra aðila án flæðis vegna beinnar fjárfestingar þar sem það er almennt talið nokkuð stöðug fjárfesting og hættur á skyndilegu útflæði vegna þess því minni.⁷ Frá aldamótum til ársins 2006 var langmestur straumur inn í landið í formi verðbréfa. Stór hluti af því innflæði var vegna kaupa á skuldaskjölum útgefnum af innlendum aðilum, til dæmis innlendum viðskiptabönkum. Einnig má nefna mikið innflæði í aðra fjárfestingu eins og seðla og innstæður, til dæmis

- VIX-vísitalan mælir vænt flókt S&P-500-vísitölunnar samkvæmt verðlagningu á valréttum tengdum henni. Fari vísitalan yfir 30 er það merki um óvissu á mörkuðum en tímabil þar sem vísitalan er undir 20 benda til þess að óvissa sé minni.
- Í samræmi við aðferðafræði í Forbes, K. J., og Warnock, F. E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251.
- Ekki liggur fræðileg rannsókn að baki því hvaða hlutfall eigi að miða við og er það hér stillt af þannig að það nái örugglega að gefa merki um óhóflegt innflæði í upphafi árs 2004, til samræmis við fyrri aðferðafræði. Það er efni til frekari rannsókna að ákvarða hvert sé æskilegt hlutfall af landsframleiðslu. Til þess að um bylgju sé að ræða þarf breytingin að vera fyrir utan mörkin í samfelld fleiri en einn ársfjórðung.
- Eins og sjá má á mynd 7 hefur innflæði vegna beinnar fjárfestingar aftur á móti verið lítið á undanförunum árum. Ef undanskilja á beina fjárfestingu þyrfti þó ætíð að horfa til hennar sérstaklega.

vegna innlánasöfnunar innlendra viðskiptabanka erlendis. Innflæði í ríkisskuldabréf og aðra áhættulitla fjárfestingu getur verið vegna vaxtamunarviðskipta, þar sem erlendir aðilar taka lán í lágvaxtalandi og fjárfesta á móti í öruggum eignum í hávaxtalandi í þeim tilgangi að græða á vaxtamuninum. Um er að ræða áhættumikla spákaupmennsku þar sem alla jafna er fjárfest til skamms tíma. Fjármagn þetta er því hvískult og eykur hættuna á straumhvörfum. Fjárfesting erlendra aðila til skamms tíma er um leið skammtímaskuld innlends aðila. Þegar óvissa eykst og straumhvörf verða getur reynst erfitt að endurfjármagna erlendu skammtímaskuldina. Við þær aðstæður geta straumhvörf leitt til fjármálaáfalls sem hefur oft á tíðum í för með sér verulega neikvæð áhrif á kjör alls almennings.

Til að meta mögulega áhættu vegna fjármagnsflæðis verður framvegis meðal annars horft til umfangs fjármagnsinnflæðis erlendra aðila og samsetningar þess. Miðað við þróun þess vísis að undanfögnu er ekki hægt að sjá að hér streymi inn óhóflegt fjármagn erlendis frá þrátt fyrir aukin kaup seðlabankans á gjaldreyri, aukinn vaxtamun við útlönd og hóflega óvissu innanlands og erlendis. Aðrir þættir hafa enda áhrif á flæði fjármagns, til dæmis efnahagsleg umsvif og lausafjárstaða í heiminum og skorður við fjármagnsflutningum.⁸ Árið 2015 nam hreint innflæði erlendra aðila í gegnum nýfjárfestingarleiðina þó 76 ma.kr. eða um 3,4% af landsframleiðslu, sjá kafla II. Þetta sýnir væntanlega aukna trú erlendra aðila á íslensku efnahagslífi og aðgerðaáætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta. Erfitt er að spá um þróun fjárfelæðis erlendis frá í framtíðinni en miðað við lága vexti erlendis og jákvæða efnahagsþróun innanlands má búast við auknu flæði til landsins. Þó má búast við ákveðnu útlæði við losun fjármagnshafta.

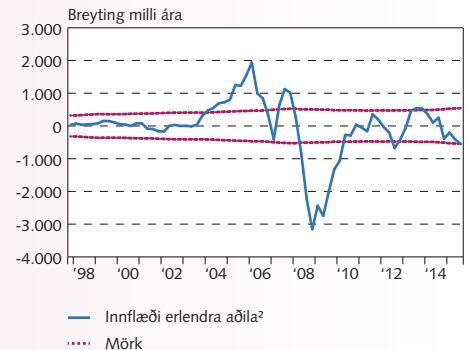
Í ritinu *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft* sem Seðlabankinn gaf út árið 2012 er fjallað um þær varúðarreglur sem þurfa að vera til staðar áður en höft á fjármagnshreyfingar verða losuð að fullu.⁹ Þegar er búið að innleiða stóran hluta af nauðsynlegum umbótum sem nefndar voru í ritinu, sér í lagi þær er snúa að bankakerfinu.¹⁰ Út af stendur að setja hömlur á erlendar lánveitingar til óvarinna aðila, þ.e. aðila sem ekki eru með tekjur eða eignir í erlendum gjaldmiðlum. Án slíkra reglna er hætt við því að efnahagsreikningar bankanna geti stækkað óhóflega með erlendri fjármögnun sem veitt er áfram sem lán til innlendra aðila sem hvorki hafa tekjur né eignir í erlendum gjaldmiðlum. Slíkt getur veikt verulega viðnámsþrótt fjármálakerfisins, fyrirtækja og heimila með tilheyrandi áhrifum á fjármálastöðugleika. Frumvarp til laga liggur fyrir á Alþingi sem innifelur reglusetningarheimild fyrir Seðlabankann til að takmarka lán til óvarinna aðila þannig að varðveita megi fjármálastöðugleika. Einnig er eftir að þróa stýritæki til að draga úr óhóflegum sveiflum í flæði fjármagns. Dæmi um valkosti sem eru í boði í þeim efnum eru sérstök bindiskylda á innflæði eða skattur. Fjárstremistækin auk þeirra reglna sem þegar hafa verið innleiddar eða eru í frumvarpi á Alþingi hafa það að markmiði að vinna gegn óæskilegum áhrifum af óhóflegu fjármagnsflæði erlendra aðila sem getur magnað kerfisáhættu, innlenda hagsveiflu og fjármálasveifluna. Fjallað er um þróun fjármálasveiflunnar í rammagrein V-1.

8. Forbes, K. J., og Warnock, F. E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251.

9. Sjá: [http://sedlabanki.is/library/Skraarsafn/S%20C3%A9rrit/S%20C3%A9rrit%20nr%20%206%20Var%20C3%BA%20C3%B0arreglur%20-%20Copy%20\(1\).pdf](http://sedlabanki.is/library/Skraarsafn/S%20C3%A9rrit/S%20C3%A9rrit%20nr%20%206%20Var%20C3%BA%20C3%B0arreglur%20-%20Copy%20(1).pdf)

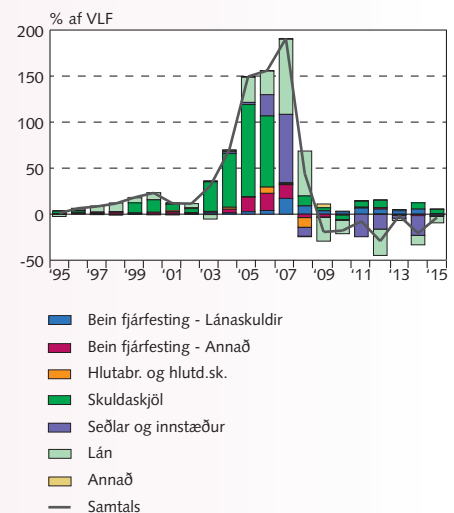
10. Sjá rammagrein „Varúðarreglur eftir fjármagnshöft“ í *Fjármálastöðugleika 2015/1*.

Mynd 6
Óhóflegt fjármagnsflæði erlendra aðila¹



1. Fjármagnsflæði er skilgreint sem óhóflegt þegar árleg breyting þess er meiri en 25% af landsframleiðslu í tvo eða fleiri ársfjórðunga í röð.
 2. Breyting í samtölu innflæðis erlendra aðila síðustu fjóra ársfjórðunga milli ára.
- Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7
Samsetning fjármagnsflæðis erlendra aðila



1. Árið 2015 leiðrétt fyrir óreglulegum einkisþilðum, t.d. áhrifum uppgjörs fallinna fjármálafyrirtækja.
- Heimild: Seðlabanki Íslands

III Rekstur og eigið fé¹

Sterk eiginfjárstaða og innleiðing eiginfjáruka

Á síðastliðnu ári voru stóru viðskiptabankarnir gerðir upp með miklum hagnaði. Reiknuð arðsemi jókst frá fyrra ári og kostnaður sem hlutfall af heildareignum stóð í stað. Umtalsverður hluti hagnaðar stafaði af tímabundnum liðum, svo sem uppfærslu og sölu eignarhluta í félögum og virðishækkunum útlána, en jafnframt jukust hreinar vaxta- og þóknunartekjur milli ára. Nú er endurskipulagningu eignasafna nær lokið og í náinni framtíð munu virðisbreytingar útlána verða neikvæðar sem nemur hreinni virðisrýrnun útlána. Framangreint mun að öðru óbreyttu hafa veruleg áhrif á rekstrarniðurstöðu bankanna. Eiginfjárstaða stóru viðskiptabankanna hélt áfram að styrkjast á árinu 2015 og eiginfjárlutföll þeirra héldust há. Nú er nýhafin innleiðing eiginfjáruka. Ljóst er að framtíðarfyrirkomulag bankakerfisins, eignarhald og eiginfjárstaða verða til umræðu næstu misserin.

Stóru viðskiptabankarnir voru gerðir upp með umtalsverðum hagnaði á síðasta ári. Samanlagður hagnaður þeirra eftir skatt nam tæpum 107 ma.kr. borið saman við rúman 81 ma.kr. árið áður. Enn eitt árið settu margvíslegir matsliðir og óreglulegir tekjuliðir mark sitt á ársuppgjörin, eins og nánar er greint frá hér að neðan. Horfa ber á rekstrarniðurstöður og kennitölur með hliðsjón af því.

Grunntekjur jukust

Á árinu 2015 nam samanlögð reiknuð arðsemi eigin fjár 16,8% og arðsemi heildareigna var 3,5% sem er töluverð aukning frá fyrra ári. Í norrænum samanburði var arðsemi heildareigna íslensku bankanna há en algengt var að arðsemi heildareigna norrænna banka lægi á bilinu 0,4-0,7%.² Á árinu 2015 námu hreinar vaxtatekjur 87 ma.kr. og jukust um 10% á milli ára. Vaxtatekjur jukust um 7% en vaxtagjöld um 3%. Samanlagður reiknaður vaxtamunur var 2,9% og jókst um tæpar 0,2 prósentur. Aukning vaxtaberandi eigna jók vaxtamuninn auk þess sem bankarnir greiddu niður dýra fjármögnun. Samanlagt verðtryggingarmisvægi eigna og skulda hjá stóru viðskiptabönkunum er umtalsvert. Verðbólga á samanburðarárinu 2014 var nokkru minni en áætlanir bankanna gerðu ráð fyrir sem leiddi til minni vaxtamunar það ár. Vaxtamunur íslensku bankanna er umtalsvert hærri en vaxtamunur norrænna banka. Á árinu 2015 námu hreinar þóknartekjur viðskiptabankanna um 34 ma.kr. og jukust um 3,9 ma.kr. milli ára eða 13%. Mest jukust þóknarnir af greiðslumiðlun og kortum og þóknarnir af eignastýringu jukust umtalsvert. Þrátt fyrir aukningu hreinna vaxta- og þóknunartekna lækkaði vægi þeirra af rekstrartekjum. Þannig námu grunntekjur sem hlutfall af rekstrartekjum 58% sem er lækkun um 6 prósentur milli ára.³ Ástæða lækkunarinnar er mikil aukning tekna af fjármálastarfsemi og annarra rekstrartekna.

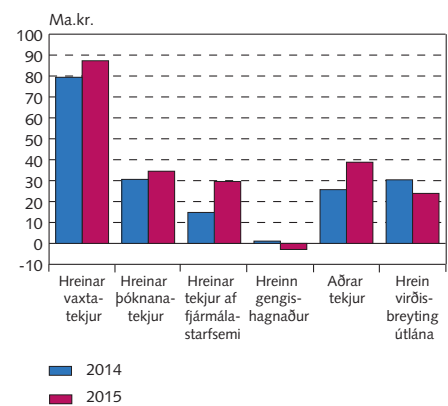
1. Umfjöllun í þessum kafla byggist á samstæðuuppgjörum þriggja stærstu viðskiptabanka árið 2015 og samanburðartölum fyrir 2014. Fjallað er um samanlagða stöðu viðskiptabankanna nema annað komi fram. Þannig getur umfjöllun um samanlagða stöðu stangast á við stöðu einstakra banka.

2. Heimild norræns samanburðar í kaflanum er Bankscope, sjá viðauka V.

3. Grunntekjur (hreinar vaxta- og þóknunartekjur) í hlutfalli af rekstrartekjum, án tekna af aflagðri starfsemi.

Mynd III-1

Rekstrartekjur stóru viðskiptabankanna¹



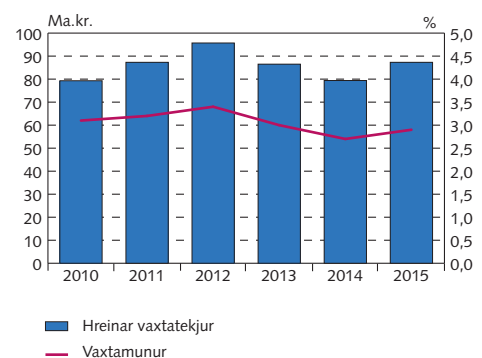
1. Samstæður.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd III-2

Hreinar vaxtatekjur og vaxtamunur stóru viðskiptabankanna¹

Hreinar vaxtatekjur í hlutfalli af meðalstöðu heildareigna

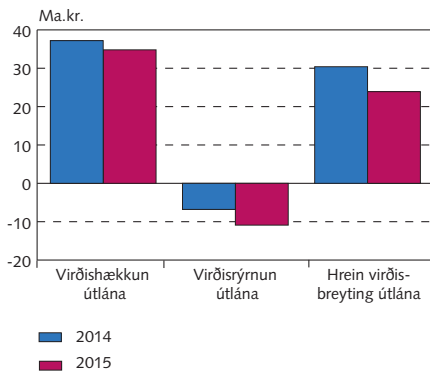


1. Samstæður.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd III-3

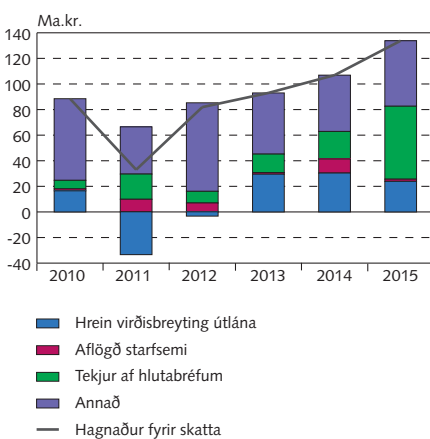
Tekjur og gjöld stóru viðskiptabankanna vegna virðisbreytinga útlána¹



1. Samtæður.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd III-4

Hagnaður fyrir skatta og óreglulegar tekjur og matsliðir hjá stóru viðskiptaböndunum¹



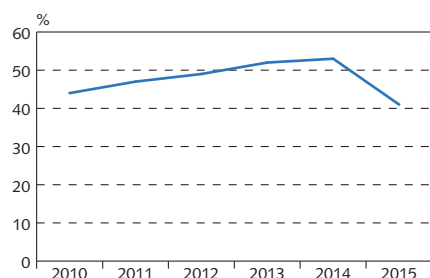
1. Samtæður. Óreglulegar tekjur og matsliðir; tekjur af hlutabréfum, aflagðri starfsemi og virðisbreytingum. Tekjur af hlutabréfum árin 2014 og 2015 innhalda tekjur vegna sölu og virðisbreytinga stærstu hlutdeildarféлага. Annað, aðrir tekjulíðir að fráregnum rekstrarkostnaði.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka, FME, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Kostnaðarhlutfall stóru viðskiptabankanna¹

Rekstrarkostnaður, að teknu tilliti til stærstu óreglulegu liða, í hlutfalli af rekstrartekjum, án virðisbreytinga útlána og aflagðrar starfsemi



1. Samtæður.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Virðisaukning útlána enn umtalsverð

Hrein virðisaukning útlána var umtalsverð á árinu 2015 eða 23,9 ma.kr. Virðishækkun útlána nam tæpum 35 ma.kr., einkum vegna bakfærðrar virðisrýrnunar vegna bættra útlánagæða. Virðislækkun útlána nam 10,9 ma.kr. og jókst um 4,1 ma.kr. milli ára, m.a. vegna virðisrýrnunar útlána til fyrirtækja í þjónustu tengdri olíuleit. Frá árinu 2009 nema hreinar virðisbreytingar útlána, án gjaldfærslna vegna skilyrtra skuldabréfa og tekjufærslna í gegnum vaxtatekjur, um 198 ma.kr., sjá nánar í töflu III-1. Almennt má segja að fyrirtækjaútlán hafi verið virðishækkuð en útlán til einstaklinga virðislækkuð. Í náinni framtíð munu virðisbreytingar útlána snúast úr því að vera jákvæðar, eins og verið hefur undanfarin ár, í það að verða neikvæðar sem nemur hreinni virðisrýrnun útlána. Slíkt mun að öðru óbreyttu hafa veruleg áhrif á rekstrarniðurstöðu bankanna.

Tafla III-1 Tekjur og gjöld stóru viðskiptabankanna vegna virðisbreytinga útlána

M.kr.	2014	2015	Samtals 2009-2015
Stóru viðskiptabankarnir			
Virðishækkun útlána	37.186	34.835	506.892
Virðisrýrnun útlána	-6.799	-10.940	-309.249
Virðisbreyting skilyrtra skuldabréfa	0	0	-128.591
Heildaráhrif á tekjur	30.387	23.895	69.052
Hagnaður ársins	81.081	106.717	468.526

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka, FME, Seðlabanki Íslands.

Miklar tekjur af eignarhlutum í félögum

Á síðastliðnu ári námu hreinar tekjur bankanna af fjármálastarfsemi 29,6 ma.kr. og tvöfölduðust milli ára. Langstærsti hluti tekna af fjármálastarfsemi var af hlutabréfum eða um 25 ma.kr. Hagnaður af hlutabréfum var að stórum hluta söluhagnaður og uppfærsla á eignarhlutum til markaðsvirðis í kjölfar skráningar á markaði auk þess sem almenn ávöxtun hlutabréfa var góð þar sem OMXI8-hlutabréfavísitalan hækkaði um 43% á árinu. Aðrar tekjur bankanna námu um 39 ma.kr., þ.m.t. ýmsar tekjur af hlutdeildarfélögum, sem er umtalsverð hækking milli ára. Tekið saman námu tekjur vegna hlutabréfa, sölu og virðisbreytinga stærstu hlutdeildarféлага og tekjur af aflagðri starfsemi tæpum 59 ma.kr. Séu þær tekjur lagðar við tekjur vegna uppfærslu útlána námu óreglulegar tekjur og matsliðir um 62% af heildarhagnaði fyrir skatta.

Þróun kostnaðarhlutfalla

Samanlagður rekstrarkostnaður bankanna nam 77 ma.kr. á síðastliðnu ári og hækkaði um 3% milli ára.⁴ Kostnaður í hlutfalli af rekstrartekjum nam 42% og lækkaði frá fyrra ári.⁵ Grunntekjur bankanna jukust töluvert milli ára auk þess var kostnaðarhlutfallið mjög lítið af auknum tekjum af fjármálastarfsemi og öðrum tekjum af hlutdeildarfélögum. Vegna aukinna grunntekna lækkaði kostnaður sem

4. Rekstrarkostnaður án bankaskatts.

5. Rekstrartekjur að undanskildum tekjum vegna virðisbreytinga útlána og aflagðrar starfsemi.

hlutfall af hreinum vaxta- og þóknunartekjum um 4 prósentur milli ára. Kostnaður sem hlutfall af heildareignum nam 2,5% og stóð í stað milli ára. Rekstrarkostnaður sem hlutfall af heildareignum hjá íslensku bönkunum er hár í samanburði við norræna banka.

Rúmlega helmingur rekstrarkostnaðar bankanna er launakostnaður. Samanlagður launakostnaður nam um 42,5 ma.kr. og jókst milli ára um rúmlega 4%. Hækkun launakostnaðar skýrist m.a. af áhrifum kjarasamninga, gjaldfærslum vegna starfslokasamninga og yfirtökum á sparisjóðum. Þá námu gjaldfærslur tveggja viðskiptabanka vegna árangurstengdra launa 977 m.kr. Á móti kom að starfsmönnum bankanna hélt áfram að fækka. Fram hefur komið hjá bönkunum að áfram verði unnið að hagræðingu og dregið úr kostnaði.

Grunnrekstur stærstu viðskiptabanka

Með nokkurri einföldun má skipta rekstrartekjum viðskiptabanka í þrennt, þ.e. grunntekjur, tekjur af fjármálastarfsemi og aðrar tekjur. Undir grunntekjur falla hreinar vaxta- og þóknunartekjur. Tekjur af fjármálastarfsemi samanstanda að jafnaði af samanlögðum hagnaði eða tapi af veltufjáreignum og fjáreignum tilgreindum á gangvirði auk gjaldeyrishagnaðar eða –taps. Aðrar tekjur samstanda af þeim tekjum sem eftir standa. Kostnaði mætti svo skipta í reglulegan kostnað og óreglulega kostnaðarliði en sú skipting verður alltaf matskennd. Undanfarin ár hafa rekstraruppgjör stærstu viðskiptabankanna markast af óvenjumörgum matsliðum og reiknuðum stærðum auk uppfærslna á eignarhlutum í félögum. Sem dæmi innihéldu hreinar vaxtatekjur á árunum eftir fjármálaáfallið yfirfærð afföll vegna yfirtekinnna útlána og sveiflur innan liðarins virðisbreyting útlána hafa verið verulegar. Þá hefur uppfærsla á eignarhlutum í félögum síðastliðin misseri að hluta verið færð á aðra tekjuliði en tekjur af fjármálastarfsemi. Framangreint hefur endurspeglast í arðsemi og öðrum kennitölum bankanna. Við þessar aðstæður getur reynst erfitt að meta grunnrekstur eingöngu út frá birtum tölum í ársreikningum.

Meðfylgjandi tafla sýnir reiknaðan grunnrekstur árin 2014 og 2015 sem settur er fram í tveimur sviðsmyndum, líkt og í *Fjármálastöðugleika 2015-1*. Rétt er að taka fram að forsendur fyrir sviðsmyndum grunnrekstrar verða alltaf umdeilanlegar. Sviðsmyndirnar gera ekki ráð fyrir skattgreiðslum. Reiknuð arðsemi miðast því við arðsemi fyrir skatt og aflagða starfsemi. *Sviðsmynd I* miðast við 3% reiknaðan vaxtamun, 1% hreina virðislækkun útlána, þóknunartekjur samkvæmt ársreikningi auk helmings annarra rekstrartekna samkvæmt ársreikningi.⁶ *Sviðsmynd II* miðast við 2,8% reiknaðan vaxtamun, 0,8% hreina virðislækkun útlána og þóknunartekjur samkvæmt ársreikningi. Sviðsmynd II er því töluvert þrengri en sviðsmynd I. Í báðum sviðsmyndunum er rekstrarkostnaður ársins leiðréttur fyrir stærstu óreglulegu liðum.⁷ Til samanburðar var vaxtamunur árin 2010 til 2012 á bilinu 3,1% til 3,4% en sá vaxtamunur stafaði meðal annars af innlausn affalla vegna yfirtekinnna eigna. Árin 2013 til 2015 hefur vaxtamunurinn verið á bilinu 2,7% til 3%. Sviðsmyndirnar miða

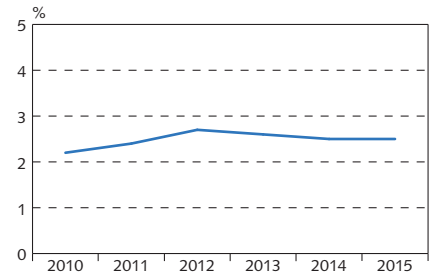
6. Árið 2015 voru aðrar tekjur leiðréttar fyrir sölu og virðisbreytingum stærstu hlutdeildarfélagi.

7. Frekari upplýsingar um sviðsmyndirnar er að finna í *Fjármálastöðugleika 2015-1*.

Mynd III-6

Kostnaður í hlutfalli af heildareignum stóru viðskiptabankanna¹

Rekstrarkostnaður, að teknu tilliti til stærstu óreglulegu liða, í hlutfalli af heildareignum



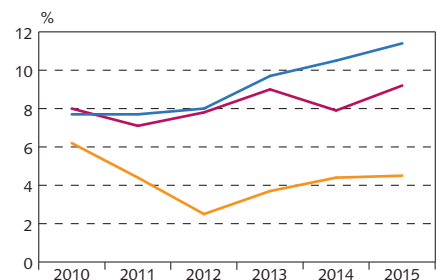
1. Samstæður.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd III-7

Arðsemi grunnrekstrar af eigin fé¹

Norrænn samanburður



— Hópur I, sex stærstu bankarnir
— Hópur II, meðalstórir bankar
— Hópur III, þrjár stærstu íslensku bankarnir

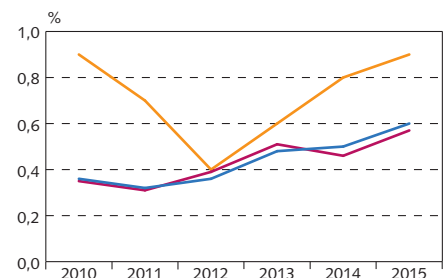
1. 20 norrænir bankar. Hópur III eru þrjár stærstu íslensku bankarnir m.v. sviðsmynd II.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka, Bankscope, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd III-8

Arðsemi grunnrekstrar af heildareignum¹

Norrænn samanburður

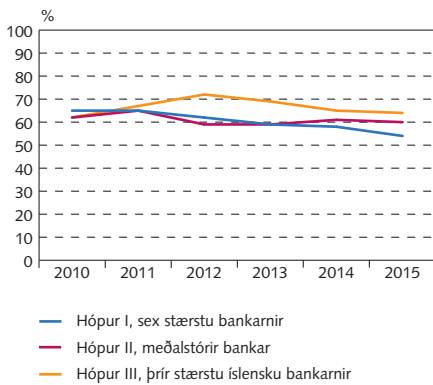


— Hópur I, sex stærstu bankarnir
— Hópur II, meðalstórir bankar
— Hópur III, þrjár stærstu íslensku bankarnir

1. 20 norrænir bankar. Hópur III eru þrjár stærstu íslensku bankarnir m.v. sviðsmynd II.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka, Bankscope, útreikningar Seðlabanka Íslands.

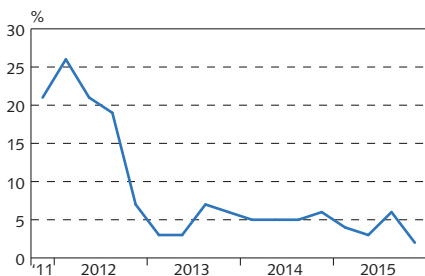
Mynd III-9
Rekstrarkostnaður í hlutfalli af grunntekjum¹
Norrænn samanburður



1. 20 norrænnir bankar. Hópur III eru þrjár stærstu íslensku bankarnir m.v. sviðsmynd II.
Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka, Bankscope, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Mynd III-10
Gjaldeyrisóðfnumður stóru viðskipta-
bankanna¹

Misvægi gengisbundinna eigna og skulda í hlutfalli af eiginfjárgrunni



1. Móðurfélög.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

virðisryrnun útlána við 1% og 0,8%. Erfitt er að meta virðisryrnun. Til framtíðar fer virðisryrnun eftir þróun samsetningar útlánasafns bankanna og árferðis. Sem dæmi gæti virðisryrnun lækkað ef hlutfall íbúðalána af heildarútlánnum eykst en virðisryrnun slíkra lána er almennt lægri en almennra útlána.

Tafla III-2 Sviðsmyndir grunnrekstrar stærstu viðskiptabanka

Rekstrarreikningar og kennit.: M.kr.	2015 Uppgjör	2015 Sviðsm. I	2015 Sviðsm. II	2014 Uppgjör	2014 Sviðsm. I	2014 Sviðsm. II
Hreinar vaxtatekjur	87.326	91.784	85.665	79.398	88.497	82.597
Hrein virðisbreyting útlána	23.895	-20.791	-16.633	30.387	-19.358	-15.487
Hreinar þóknunartekjur	34.495	34.495	34.495	30.628	30.628	30.628
Hreinar tekjur af fjármálast.	26.684	0	0	15.853	0	0
Aðrar tekjur	37.118	7.918	0	14.755	7.378	0
Rekstrargjöld	-77.386	-77.029	-77.029	-75.115	-73.915	-73.915
Skattur	-27.101	0	0	-25.794	0	0
Hagnaður af aflagðri starfsemi	1.686	0	0	10.969	0	0
Hagnaður	106.717	36.377	26.498	81.081	33.230	23.823
Arðsemi eigin fjár	16,8%	6,1%	4,5%	14,0%	6,0%	4,4%
Arðsemi heildareigna	3,5%	1,2%	0,9%	2,7%	1,1%	0,8%
Kostnaður í % af hreinum vaxta- og þóknunartekjum	64%	61%	64%	68%	62%	65%
Kostnaður í % af heildareignum	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabankanna, útreikningar Seðlabanka Íslands.

Metinn grunnrekstur bankanna þróaðist til betri vegar

Reiknuð arðsemi eigin fjár og heildareigna m.v. sviðsmynd I næmi 6,1% og 1,2% árið 2015. Sé miðað við sviðsmynd II næmi reiknuð arðsemi eigin fjár og heildareigna 4,5% og 0,9%.⁸ Við samanburð sviðsmynda I milli áráanna 2015 og 2014 sést að árið 2015 batnaði grunnrekstur töluvert vegna hærri þóknunartekna og jafnframt hækkuðu hreinar vaxtatekjur töluvert vegna aukinna heildareigna og aðrar tekjur hækkuðu lítillega. Á móti kemur aukin virðisryrnun útlána vegna útlánaaukningar og hærri rekstrarkostnaður. Arðsemi m.v. sviðsmynd I var því meiri árið 2015 en árið 2014. Samanburður sviðsmynda II milli áráanna 2015 og 2014 segir sömu sögu. Af framan- greindu má draga þá ályktun að grunnrekstur bankanna hafi þróast til betri vegar á síðastliðnu ári.

Erlendur samanburður

Við samanburð á grunnrekstri íslensku viðskiptabankanna við norræna banka er miðað við fyrrgreinda sviðsmynd II fyrir íslensku banka og sambærilega liði úr ársreikningum fyrir aðra norræna banka.⁹ Arðsemi grunnrekstrar eigin fjár norrænna stórbanka (hópur I) árin 2010 til 2015 var 7,7% til 11,4% en arðsemi meðalstórra norrænna banka (hópur II) var á bilinu 7,1% til 9,2%. Reiknuð grunnarðsemi íslensku bankanna m.v. sviðsmynd II (hópur III) var 2,5% til 6,2% á tímabilinu og fór minnkandi til og með árinu 2012 en jókst árin 2013 til 2015. Meginskýring minni arðsemi eigin fjár íslensku bankanna er mun hærri eiginfjárstaða þeirra en annarra norrænna banka. Sé arðsemi grunn-

8. Arðsemi fyrir skatta og aflagða starfsemi.

rekstrar heildareigna bankanna skoðuð snýst dæmið við, þ.e. reiknuð arðsemi íslensku bankanna m.v. sviðsmynd II er meiri en arðsemi annarra norrænna banka. Arðsemi grunnrekstrar heildareigna norrænna stórbanka (hópur I) var á bilinu 0,3% til 0,6% á tímabilinu og arðsemi meðalstórra norrænna banka (hópur II) var svipuð. Reiknuð grunnarðsemi íslensku bankanna m.v. sviðsmynd II (hópur III) var 0,4% til 0,9% á tímabilinu og fór minnkandi til og með árinu 2012 en jókst árin 2013 til 2015. Ein skýring meiri arðsemi heildareigna íslensku bankanna kann að vera lægra hlutfall íbúðalána af heildareignum. Hvort sem litið er til arðsemi eigin fjár eða heildareigna stendur eftir lækkun reiknaðrar grunnarðsemi íslensku bankanna m.v. sviðsmynd II árin 2010-2012 en hækkan síðastliðin þrjú ár.

Kostnaður sem hlutfall af grunnrekstrartekjum norrænna stórbanka (hópur I) var á bilinu 59% til 65% á tímabilinu og kostnaðarhlutfall meðalstórra norrænna banka (hópur II) var svipað. Kostnaður sem hlutfall af reiknuðum grunnrekstrartekjum hjá íslensku bönkunum m.v. sviðsmynd II (hópur III) nam á bilinu 62% til 72% á tímabilinu og fór hækkan til og með árinu 2012 en lækkaði síðastliðin þrjú ár. Frá 2013 til 2015 jukust metnar grunntekjur um 12% en kostnaður, að teknu tilliti til helstu óreglulegu gjalda, hækkaði um 4%.

Gjaldeyris- og verðtryggingarmisvægi

Á síðasta ársfjórðungi 2015 lækkaði samanlagður gjaldeyrisójöfnuður stóru viðskiptabankanna, hvort sem horft er til fjárhæða eða hlutfalls af eiginfjárgrunni, en gjaldeyrisójöfnuður einstakra banka þróaðist mismunandi. Samanlagt verðtryggingarmisvægi stóru viðskiptabankanna jókst lítillega í fjárhæðum árið 2015 en lækkaði í hlutfalli af eiginfjárgrunni. Þannig var misvægi verðtryggðra eigna og skulda hjá bönkunum jákvætt um 307 ma.kr. í árslok 2015 borið saman við 304 ma.kr. misvægi í árslok 2014 en í hlutfalli af eiginfjárgrunni nam lækkanin 2 prósentum. Sem fyrr er verðtryggingarójöfnuður bankanna misjafn, Landsbankinn var með hæsta ójöfnuðinn sem nam 64% af eiginfjárgrunni, ójöfnuður Arion banka nam 49% af eiginfjárgrunni en verðtryggingarójöfnuður Íslandsbanka nam 20% af eiginfjárgrunni.

Sterk eiginfjárstaða og innleiðing eiginfjáruka

Eiginfjárstaða stóru viðskiptabankanna hélt áfram að styrkjast á árinu 2015 og eiginfjárhlutföll þeirra héldust há. Samanlagt eiginfjárhlutfall þeirra nam 28,2% og lækkaði um 0,3 prósentur milli ára, en eiginfjárhlutfall A nam 27,4% og hækkaði um 1,2 prósentur.¹⁰ Eiginfjárgrunnur stóru viðskiptabankanna nam um 670 ma.kr. í lok síðastliðins árs og hækkaði um 31 ma.kr. milli ára eða 5%. Uppistaða eiginfjárgrunnsins er hlutafé og uppsafnaður rekstrarhagnaður en víkjandi lán í eiginfjárgrunni námu einungis 3% og lækkuðu milli ára, einkum vegna uppgreiðslna. Bankarnir beita staðalaðferð (e. standardised approach) við útreikning á áhættugrunni útlána- og markaðsáhættu en grundvall-

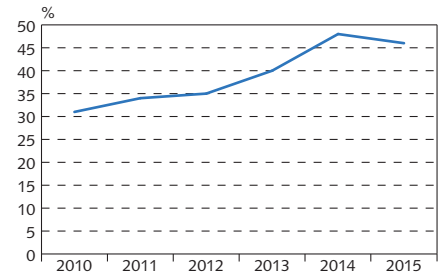
9. 20 norrænum bönkum var skipt upp í tvo hópa, hópur I innihélt sex stærstu norrænu bankana og hópur II samanstóð af öðrum meðalstórum bönkum. Heimild: Bankscope. Í hópi III voru þrjú stærstu íslensku bankarnir m.v. sviðsmynd II.

10. Eiginfjárhlutfall skilgreint samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki og reglum Fjármálaeftirlitsins um áhættugrunn. Eiginfjárþáttur A (e. Tier I) samanstendur af hlutafé, óráðstöfuðu eigin fé o.fl. auk frádráttarliða, sbr. 84. gr. laga um fjármálafyrirtæki.

Mynd III-11

Verðtryggingarmisvægi stóru viðskiptabankanna¹

Misvægi verðtryggðra eigna og skulda í hlutfalli af eiginfjárgrunni

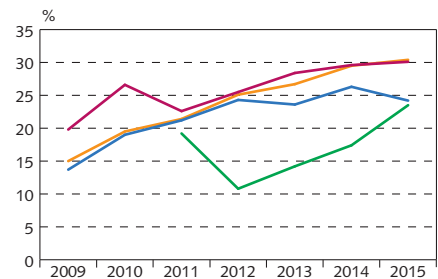


1. Samstæður.

Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

Mynd III-12

Eiginfjárhlutföll viðskiptabankanna¹



— Arion banki hf.
— Íslandsbanki hf.
— Landsbankinn hf.
— Kvika banki hf.

1. Samstæður. Eiginfjárgrunnur sem hlutfall af áhættugrunni. Eiginfjárhlutfall fyrir MP banka 2009-2014. Heimildir: Ársreikningar viðskiptabanka.

araðferð (e. basic indicator approach) við útreikning á rekstraráhættu. Útlánaáhætta er stærsta áhætta bankanna og nam rúmlega 85% af áhættugrunni, samanborið við 82% af áhættugrunni 2014.

Vegna sterkrar eiginfjárstöðu stóru viðskiptabankanna og góðs rekstrarhagnaðar árið 2014 greiddu þeir út tæplega 46 ma.kr. arð á árinu 2015 eða sem nam 56% af hagnaði fyrra árs. Nú áforma tveir af stóru viðskiptabönkunum að greiða út arð vegna hagnaðar ársins 2015 sem samsvarar tæpum 39 ma.kr. eða sem nemur um 50% af hagnaði hjá Íslandsbanka og um 78% af hagnaði hjá Landsbankanum. Þá hefur Landsbankinn auk þess heimild til kaupa á allt að 10% af eigin hlutabréfum en slík kaup jafngilda arðgreiðslu. Á árinu 2015 hélt eigið fé stærstu viðskiptabankanna í hlutfalli af skuldum áfram að hækka. Í árslok nam skuldsetningarhlutfall þeirra 27% (bókfært eigið fé sem hlutfall af skuldum) borið saman við 26% í árslok 2014.

Í byrjun árs 2016 beindi fjármálastöðugleikaráð því til Fjármálaeftirlitsins að settir yrðu þrjú eiginfjárukar; eiginfjáruki vegna kerfislega mikilvægra fjármálfyrirtækja, eiginfjáruki vegna kerfisáhættu og sveiflujöfnunarauki en verndunarauki sem tók gildi um síðustu áramót krefst ekki tilmæla frá fjármálastöðugleikaráði.¹¹ Nánar tiltekið lutu tilmæli fjármálastöðugleikaráðs að því, 1) að settur verði 2% eiginfjáruki á kerfislega mikilvæg fjármálfyrirtæki frá 1. apríl 2016. 2) að settur verði á eiginfjáruki vegna kerfisáhættu sem nemur 3% af áhættuvegnum innlendum eignum á kerfislega mikilvægar innlánsstofnanir frá 1. apríl 2016. Eiginfjáruki vegna kerfisáhættu á aðrar innlánsstofnanir fari stighækkandi. 3) að settur verði 1% sveiflujöfnunarauki á öll fjármálfyrirtæki og að hann taki gildi 12 mánuðum frá ákvörðun Fjármálaeftirlitsins.¹² Hinn 1. mars 2016 tók Fjármálaeftirlitið ákvörðun í samræmi við tilmæli fjármálastöðugleikaráðs. Til eiginfjáruka er einungis heimilt að telja eiginfjárliði sem teljast til eiginfjárþáttar A. Ekki er útlit fyrir að ákvörðun um gildi eiginfjárukanna muni krefjast eiginfjárukningar hjá stóru viðskiptabönkunum. Nánar er fjallað um eiginfjárukana í rammagrein III-1.

Nýverið eignaðist ríkissjóður allt hlutfé Íslandsbanka og á því ráðandi hlut í tveimur af þremur stærstu viðskiptabönkunum. Ljóst er að framtíðarfyrirkomulag bankakerfisins, eignarhald og eiginfjárstaða verða til umræðu næstu misserin.

11. Ákvæði laga um fjármálfyrirtæki, nr. 161/2002, um verndunarauka komu til framkvæmda 1. jan. 2016 og getur gildi verndunaraukans hæst orðið 1% fram til 1. júní 2016 og 1,75% frá 1. júní 2016 fram að 1. jan. 2017 og 2,5% eftir það.

12. Kerfislega mikilvæg fjármálfyrirtæki eru Arion banki hf., Íslandsbanki hf. og Landsbankinn hf. eins og skilgreint var á fundi fjármálastöðugleikaráðs í apríl 2015. Kerfislega mikilvægar innlánsstofnanir eru Arion banki hf., Íslandsbanki hf. og Landsbankinn hf. Aðrar innlánsstofnanir eru Kvika banki hf., Sparisjóður Austurlands hf., Sparisjóður Höfðhverfinga ses., Sparisjóður Strandamanna ses. og Sparisjóður Suður-Pingeyinga ses. 1% sveiflujöfnunaraukinn nær til allra fjármálfyrirtækja nema þeirra sem eru undanskilin eiginfjárukanum skv. 4. mgr. 84. gr. d laga nr. 161/2002, um fjármálfyrirtæki. Eiginfjárukarnir taka til framangreindra aðila á samstæðugrunni. Sjá nánar í fréttatilkynningu fjármálastöðugleikaráðs, dags. 25. janúar 2016, um fyrsta fund nefndarinnar árið 2016.

Í kjölfar fyrsta fundar fjármálastöðugleikaráðs (FSR) ársins 2016 beindi ráðið þeim tilmælum til Fjármálaeftirlitsins (FME) að lagðir yrðu sérstakir eiginfjárukar á íslensk fjármálafyrirtæki. Tilmælin kváðu á um virkjun þriggja eiginfjáruka: eiginfjáruka fyrir kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki, eiginfjáruka vegna kerfisáhættu¹ og sveiflujöfnunarauka. Eiginfjárukarnir hafa hver sitt hlutverk en öllum er ætlað að styrkja viðnámsþrótt fjármálafyrirtækja og draga þannig úr áhættu í fjármálakerfinu. Tilmæli FSR byggðust á greiningu og tillögum kerfisáhættunefndar en unnin var ítarleg greining til rökstuðnings virkjunar hvers eiginfjáruka.² FME staðfesti tilmæli FSR þann 1. mars síðastiðinn og taka eiginfjárukarnir allir gildi innan árs og í samræmi við tilmælin.

Eiginfjáruki á kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki

Til kerfislega mikilvægra fjármálafyrirtækja teljast þau fjármálafyrirtæki sem, vegna stærðar eða eðlis starfsemi sinnar, geta haft umtalsverð neikvæð áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins og á raunhagkerfið.

Hætta er á að kerfislega mikilvægum fjármálafyrirtækjum fylgi freistnivandi sem birtist í aukinni áhættusæknri. Byggist freistnivandinn á þeirri trú að lendi fyrirtækið í fjárhagserfiðleikum muni yfirvöld hlaupa undir bagga með því til að forða stærra tjóni í fjármálakerfinu og takmarka neikvæð áhrif á raunhagkerfið. Þó að yfirlýst ríkisábyrgð sé ekki fyrir hendi, geta þó verið væntingar um slíka ábyrgð. Til að veða á móti mögulegum neikvæðum áhrifum kerfislega mikilvægra aðila á fjármálakerfið er lagður sérstakur eiginfjáruki á kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki. FSR staðfesti kerfislegt mikilvægi Arion banka, Íslandsbanka, Landsbankans og Íbúðalánasjóðs í apríl 2015.³ Greining að rökstuðningi virkjunar eiginfjárukans byggðist á viðmiðunarreglum EBA og gaf greiningin skýr merki um kerfislegt mikilvægi bankanna þriggja og Íbúðalánasjóðs, en allir þessir aðilar voru langt yfir lágmarks viðmiði samkvæmt viðmiðunarreglunum.⁴ FSR lagði til að eiginfjáruki vegna kerfislegs mikilvægis væri lagður á viðskiptabankana þrjá, en ákvæði um eiginfjáruka í lögum gilda ekki um Íbúðalánasjóð. Tilmæli FSR gerðu ráð fyrir að eiginfjárukinn yrði 2%, sem jafnframt er hámarks gildi eiginfjárukans samkvæmt lögum.

Eiginfjáruki vegna kerfisáhættu

Tilgangur eiginfjáruka vegna kerfisáhættu er að koma í veg fyrir eða takmarka áhrif af langtíma, ósveiflutengdri kerfisáhættu sem fjármálakerfið getur staðið frammi fyrir og getur haft alvarlegar, neikvæðar afleiðingar á fjármála- og raunhagkerfið.⁵ Ísland býr við lítið og opið hagkerfi með sinn eigin gjaldmiðil og alþjóðlegur samanburður sýnir að breytileiki í hagstærðum er mun meiri hér en í nágrannalöndum okkar. Fábreytni gæti í bæði auðlindagrunni og atvinnulífi Íslands auk þess sem samþjöppun er mikil. Áföll sem afmarkast við ákveðnar atvinnugreinar geta því haft hlutfallslega mikil áhrif á hagkerfið. Mikill breytileiki í hagstærðum eykur óvissu og gerir rekstrarumhverfi heimila og fyrirtækja erfiðara. Þetta

1. Einnig nefndur kerfisáhættuauki.

2. Rökstuðning að baki eiginfjárukana má finna á heimasíðu fjármálastöðugleikaráðs ásamt tilmælum ráðsins: <https://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/fyrsti-fundur-fjarmalastodugleikarads-arid-2016>

3. Fjármálastöðugleikaráð (2015). Viðmið um ákvörðun um kerfislega mikilvæga eftirlitskylda aðila. <https://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/nr/19269>

4. European Banking Authority (2014). Guidelines: On the criteria to determine the conditions of application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs), (EBA/GL/2014/10).

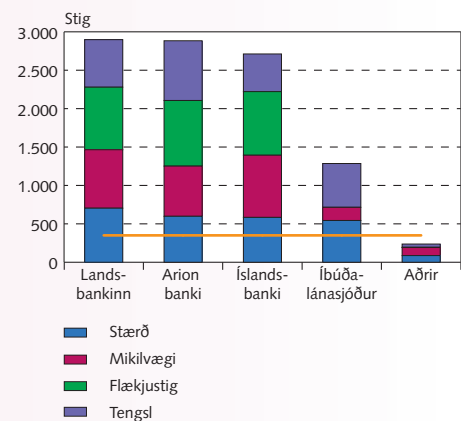
5. 2. mgr. 84. gr. b laga um fjármálafyrirtæki, nr. 161/2002.

Rammagrein III-1

Tilmæli fjármálastöðugleikaráðs um virkjun eiginfjáruka

Mynd 1

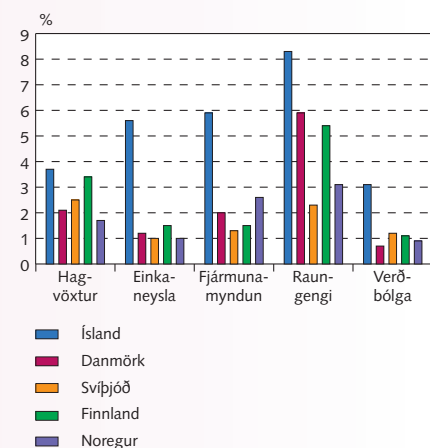
Niðurstöður mats á kerfislegu mikilvægi fjármálafyrirtækja¹



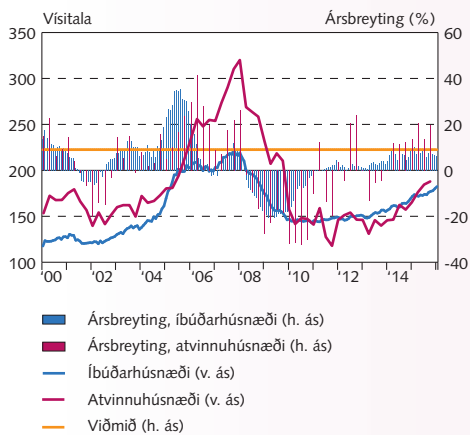
1. Gula línan sýnir 350 stiga viðmið sem mælt er með af EBA. Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd 2

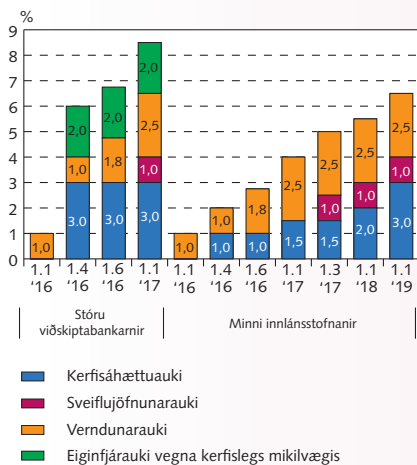
Staðalfrávik nokkurra hagstærða á Norðurlöndunum



Heimildir: Eurostat, Hagstofan, World Bank, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Húsnæðisverð¹

1. Vísitölur húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu, raunvirtar með vísitölu neysluverðs. Raunverð atvinnuhúsnæðis er meðaltal iðnaðar-, verslunar- og skrifstofuhúsnæðis. Övissa er veruleg vegna fárra ósamleitra mælinga. 9% viðmið byggist á alþjóðlegum rannsóknum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Innleiðing eiginfjáruka á Íslandi¹

1. Myndin sýnir aðeins þá ársfjórðunga þar sem breyting verður á gildi eins eða fleiri eiginfjáruka.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

endurspeglast í auknum breytileika í gjaldþrotum og vanskilum, sem ennfremur eykur útlánaáhættu fjármálafyrirtækja. Mikla fylgni má merkja milli breytinga í einkaneyslu og gjaldþrotatíðni fyrirtækja, en breytileiki í einkaneyslu er til dæmis um fjórfalt meiri hér á landi en á hinum Norðurlöndunum.

FSR lagði til að 3% eiginfjáruki vegna kerfisáhættu yrði lagður á allar innlánsstofnanir á Íslandi. Eiginfjárukinn nær einungis til innlendra áhættuskuldbindinga, enda er sú áhætta, sem kerfisáhættuaukanum er ætlað að mæta, afmörkuð við íslenskt hagkerfi. Eiginfjárukinn tekur strax fullt gildi á þær stofnanir sem skilgreindar eru sem kerfislega mikilvægar. Fyrir aðrar stofnanir verður eiginfjárukinn stighækkandi og verður 1% af áhættuvegnum innlendum eignum 1. apríl 2016, 1,5% frá 1. janúar 2017, 2% frá 1. janúar 2018 og 3% frá 1. janúar 2019.

Sveiflujöfnunarauki

Megintilgangur sveiflujöfnunaraukans er að auka viðnámsþrótt fjármálakerfisins og milda þar með fjármálasveiflur. Er eiginfjárukinn byggður upp samhliða vexti í kerfisáhættu en jafnframt er honum aflétt ef áhætta raungerist og/eða niðursveifla verður í fjármálakerfinu. Við mat á gildi sveiflujöfnunaraukans er litið til þess hvort kerfisáhætta tengd fjármálasveiflunni sé að byggjast upp.

Við mat FSR er einna helst horft til þeirra kjarnavisa sem ráðið hefur skilgreint fyrir fyrsta millimarkmið um fjármálastöðugleika.⁶ Þeir eru m.a. raunvöxtur skulda heimila og fyrirtækja og raunverðshækkun íbúða- og atvinnuhúsnæðis. Með hliðsjón af öðrum vísam, sem líta til þróunar ráðstöfunartekna, veltu á húsnæðismarkaði, verðþróunar hlutabréfa og ástands fjármálakerfis og –markaða að öðru leyti, má sjá að fjármálaleg uppsveifla er þegar hafin. Auknar ráðstöfunartekjur heimila, aukin veðrymi vegna hækkandi eignaverðs og lægri skulda og jákvæðar spár um þróun hagstærða gefa jafnframt til kynna að skuldavöxtur geti orðið hraður í náninni framtíð.

Með vísan til greiningar á ofangreindum vísam mæltist FSR til þess við Fjármálaeftirlitið að 1% sveiflujöfnunarauki verði lagður á íslensk fjármálafyrirtæki. Tóku tilmælin einnig mið af eignfjárstöðu fjármálakerfisins, en vegna sterkrar stöðu er talið ólíklegt að krafan um sveiflujöfnunaraukann muni halda aftur af útlánum fjármálafyrirtækja með óæskilegum hætti. Gildi sveiflujöfnunaraukans verður endurmetið ársfjórðungslega og vænta má þess að krafan verði hækkuð síðar í takti við stöðu fjármálasveiflunnar.

Niðurlag

Í ljósi sterkrar eignfjárstöðu íslenska fjármálakerfisins er þess vænt að þær auknu eignfjárkröfur sem felast í tilmælum FSR muni ekki reynast íþyngjandi. Sé miðað við nýjustu birtu tölur um eignfjárstöðu úr árs- og árschlutareikningum innlánsstofnana, verður nauðsynleg eignfjárukning fyrir fyrsta ársfjórðung 2017 einungis um hálfur milljarður króna, sem er óveruleg upphæð í stóra samhenginu.

6. Fyrsta millimarkmið fjármálastöðugleika lýtur að því að vinna gegn óhóflegum útlána-vexti, skuldsetningu og ójafnvægi á eignamörkuðum. Sjá ákvörðun FSR hér: <https://www.fjarmalaraduneyti.is/fjarmalastodugleiki/fundargerdir/nr/19482>.

IV Fjármögnun og laust fé

Aukin markaðsfjármögnun viðskiptabankanna

Breytingar hafa orðið á fjármögnun stærstu viðskiptabankanna eftir uppgjör í tengslum við nauðasamninga gömlu bankanna. Lengt hefur verið í erlendri fjármögnun þeirra og innlán í eigu slitabúanna í íslenskum krónum voru greidd út að mestu vegna greiðslu stöðugleikaframlags. Fjármögnun viðskiptabanka og sparisjóða samanstendur enn að mestu leyti af innlánum en markaðsfjármögnun hefur þó aukist á undanförunum árum. Á síðasta ári voru mestu útgáfur bankanna á erlendum lánsfjármörkuðum frá stofnun þeirra og hafa kjör farið batnandi en stærstu bankarnir þrír komust í fjárfestingarflokk sl. sumar þegar Standard & Poor's veitti bönkunum öllum lánshæfismatseinkunnina BBB-. Óróleiki á erlendum mörkuðum og aukið áhættuálag á banka almennt gæti hins vegar haft áhrif á aðgengi íslensku bankanna að erlendum fjármögnunarmörkuðum á næstu misserum. Bankarnir fjármagna fasteignalánasöfn sín í auknum mæli með sértryggðum útgáfum og hefur hlutfall sértryggðra bréfa af heildarfjármögnun bankanna aukist. Bankarnir þurfa á hverjum tíma að hafa lausar eignir á móti hluta skuldbindinga í samræmi við lausafjárreglur Seðlabankans en mikilvægt er að bankarnir gæti þess að arðgreiðslur og útlánavöxtur taki mið af lausafjárstöðunni.

Breytingar á fjármögnun banka á árinu

Innlán og eigið fé

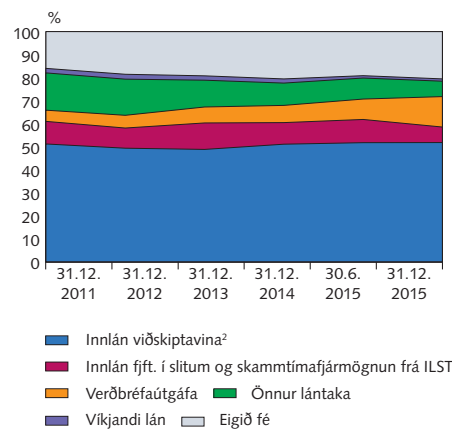
Nauðasamningar slitabúa gömlu bankanna fólu í sér breytingar á fjármögnun starfandi viðskiptabanka. Innlán slitabúanna í íslenskum krónum voru tekin út en lengt var í hluta innlána í erlendum gjaldmiðlum með útgáfu skuldabréfa og bindingu innlána til langs tíma. Innlán fjármálafyrirtækja í slitameðferð voru rúmlega 7% af fjármögnun viðskiptabankanna í lok 2014 en voru í árslok 2015 orðin 5%, þau héldu áfram að lækka fyrstu tvo mánuði ársins og voru í lok febrúar rúm 3%.

Fjármögnun viðskiptabanka og sparisjóða hér á landi samanstendur þó sem fyrr að mestu af innlánum. Hlutfall innlána viðskiptavina var um 52% af heildarfjármögnun viðskiptabankanna í árslok 2015 og hélst nær óbreytt á milli ára. Hlutfall innstæðna erlendra aðila af öllum innstæðum lækkaði um 1 prósentu á sl. ári og var í árslok 2015 um 6% af öllum innstæðum hjá bönkunum, mestur hluti þeirra var í krónum eða um 92%. Hlutfall innlána viðskiptavina af útlánum stóru viðskiptabankanna er áþekkt og hjá norrænum viðskiptabönkum af svipaðri stærðargráðu en hlutfall eigin fjár af fjármögnun er þó hærra hjá íslensku bönkunum (mynd IV-3).

Eigið fé viðskiptabankanna var um 21% af fjármögnun þeirra í árslok 2015 og hefur hækkað um eina prósentu frá því ári áður. Víkjandi lán lækkuðu um 1 prósentu en Arion banki greiddi á síðasta ári 20 ma.kr. af 30 ma.kr. víkjandi láni frá ríkinu og nema víkjandi lán eftir það 1% af fjármögnun bankanna. Bankarnir greiddu allir arð árið 2015 vegna hagnaðar undangengins árs. Landsbankinn greiddi mest eða 23,7 ma.kr. en Arion banki greiddi 12,8 ma.kr. og Íslandsbanki 9 ma.kr. Tveir bankanna hafa tilkynnt um fyrirhugaðar arðgreiðslur í ár sem nema samtals tæpum 39 ma.kr. Íslandsbanki hefur samþykkt arðgreiðslu sem nemur 50% af hagnaði ársins 2015 eða 10,3 ma.kr. og Landsbankinn sem nemur 78% af hagnaði fyrra árs eða um 28,5 ma.kr. Auk þess var samþykkt á aðalfundi Landsbankans heimild til kaupa á eigin hlutabréfum sem nemur 10% af hlutafé í bankanum

Mynd IV-1

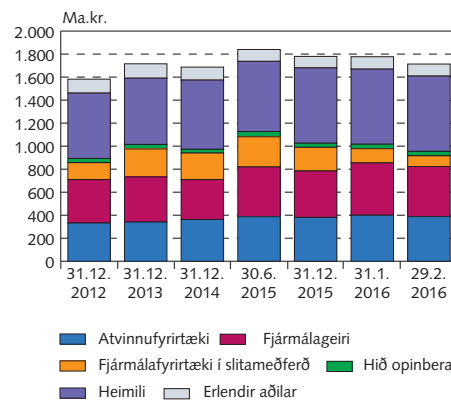
Fjármögnun viðskiptabankanna¹



1. Möðurfélög. 2. Inniheldur innlán lífeyrissjóða.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

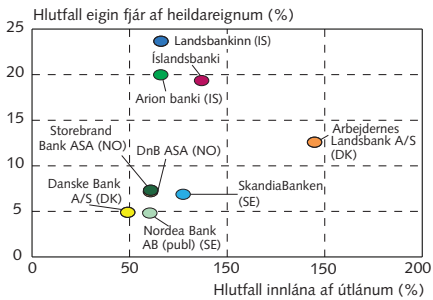
Mynd IV-2

Eigendur innlána¹



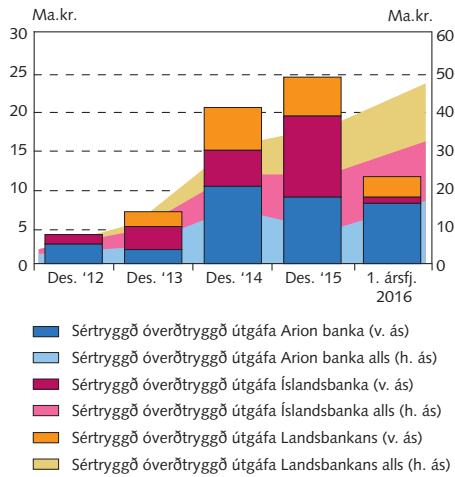
1. Möðurfélög viðskiptabankanna.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3
Samanburður á fjármögnun banka á Norðurlöndum



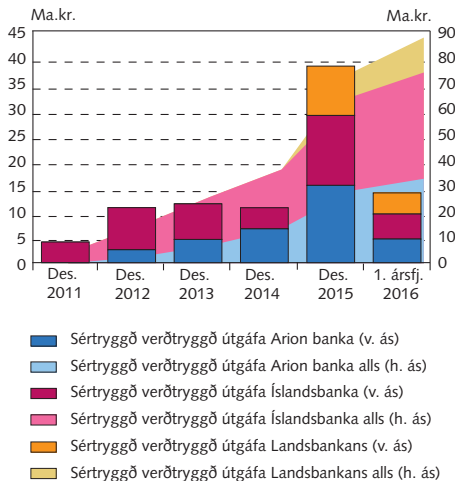
Heimild: Bankscope.

Mynd IV-4
Útgáfa viðskiptabankanna á sértrygðum óverðtrygðum skuldabréfum¹



1. Nýjar útgáfur og stækkun flokka (súlur), heildarúttíðandi (skyggð svæði).
Heimild: Nasdaq á Íslandi.

Mynd IV-5
Útgáfa viðskiptabankanna á sértrygðum verðtrygðum skuldabréfum¹



1. Nýjar útgáfur og stækkun flokka (súlur), heildarúttíðandi (skyggð svæði).
Heimild: Nasdaq á Íslandi.

en slík aðgerð jafngildir arðgreiðslu. Íslandsbanki boðar möguleika á aukahluthafafundi þar sem tillaga á viðbótararði gæti verið lögð fyrir. Gæta þarf að því að arðgreiðslur taki tillit til lauss fjár bankanna en að öðrum kosti munu arðgreiðslur hafa áhrif á getu þeirra til útlána. Með það að leiðarljósi væru arðgreiðslur sem fælust t.d. í lækun skuldar eigenda við bankana, sem nú er í formi eiginfjárframlags, vænlegri kostur en greiðsla lauss fjár.

Aukin útgáfa sértrygðra skuldabréfa

Bankarnir hafa haldið áfram að auka hlutdeild markaðsfjármögnunar með útgáfu sértrygðra skuldabréfa og víxla auk erlendar skuldabréfaútgáfu. Allir stóru viðskiptabankarnir gáfu á árinu út sértrygð skuldabréf til fjármögnunar fasteignalána. Heildarútgáfa ársins 2015 nam rúmum 62 ma.kr., þar af voru 38 ma.kr. í verðtrygðum og 24 ma.kr. í óverðtrygðum bréfum. Bankarnir gefa út sértrygð bréf að fenginni heimild Fjármálaeftirlitsins um hámark heildarútgáfufjárhæðar. Þeir höfðu í lok árs 2015 heimild FME til útgáfu samtals 160 ma.kr.¹ Landsbankinn gaf út sértrygð skuldabréf að fjárhæð 14,6 ma.kr. á sl. ári, þar af var fyrsta útgáfa bankans á verðtrygðum bréfum að fjárhæð um 9,6 ma.kr. Arion banki gaf út 23,6 ma.kr., Íslandsbanki gaf út 24,1 ma.kr. og keypti eigin skuldabréf fyrir um 0,5 ma.kr. Á fyrstu þremur mánuðum ársins 2016 hefur Arion banki gefið út 12,4 ma.kr. af sértrygðum skuldabréfum, Íslandsbanki 5,7 ma.kr. og Landsbankinn 6,8 ma.kr.

Mikil aukning varð í útgáfu verðtrygðra sértrygðra bréfa á síðasta ári. Í lok árs voru útistandandi um 75 ma.kr. verðtrygðra bréfa eða tvöfalt meira en árið áður. Heildar útistandandi sértrygð skuldabréf gefin út af stóru bönkunum þremur voru í lok árs 110,7 ma.kr. sem er 64% aukning frá árinu áður og eru sértrygð skuldabréf þá orðin um 3,6% af fjármögnun bankanna. Hlutfall sértrygðra bréfa af útlánnum bankanna með veði í íbúðarhúsnæði var um 32% í lok árs að meðtöldum sértrygðum bréfum sem Arion banki tók yfir við kaup á lánasafni af Kaupþingi árið 2011. Þetta hlutfall er þó mjög ólíkt milli banka. Velta með sértrygð skuldabréf bankanna hefur verið lítil undanfarin ár en jókst mikið sl. haust. Mánaðarvelta fór úr því að vera tæpt 1 prósent af útistandandi bréfum í desember árið 2014 í tæp 6% í desember ári síðar eða úr um 0,5 ma.kr. í 6,5 ma.kr. Bankarnir gerðu samninga um viðskiptavakt með útgáfur sínar á sl. ári auk þess sem nokkrir sjóðir voru stofnaðir með þá stefnu að fjárfesta í sértrygðum skuldabréfum. Markaðurinn virðist vera að dýpka og þess má vænta að þessi þróun haldi eithvað áfram eftir því sem útgáfa bankanna eykst á sama tíma og útistandandi íbúðabréf íbúðalánasjóðs lækka.

Íslandsbanki er með mest útistandandi af sértrygðum bréfum og víxlum en hinir bankarnir tveir hófu síðar útgáfu. Það skýrist m.a. af því að þeir höfðu hluta útlánasafns þegar veðsettan vegna annarrar lántöku, aðallega vegna skuldar Landsbankans við LBI og sértrygðu skuldabréfanna sem Arion banki tók yfir af Kaupþingi árið 2011.

1. Bréfin eru gefin út samkvæmt lögum um sértrygð skuldabréf, nr. 11/2008, og reglum um sértrygð skuldabréf, nr. 528/2008.

Hlutfall veðsettra eigna vegna fjármögnunar hefur lækkað

Veðbandahlutfall (e. encumbrance) viðskiptabankanna,² lækkaði á árinu. Hlutfall Landsbankans lækkaði um 7 prósentur eða niður í 18%. Ástæða þess er að mestu endurfjármögnun Landsbankans á veðtryggðum skuldabréfum bankans við LBI hf., en Landsbankinn gaf í október 2015 út óveðtryggð bréf að fjárhæð 42,4 ma.kr. og forgreiddi gjalddaga 2016 og 2018 á skuldabréfi LBI hf. Lækkun hlutfallsins er um 12 prósentur á tveimur árum og svigrúm bankans til útgáfu sértryggðra skuldabréfa hefur aukist að sama skapi. Íslandsbanki hefur veðsett rúmlega 10% eigna vegna fjármögnunar og lækkaði veðbandahlutfallið um prósentu milli ára en þetta hlutfall hefur verið nokkuð stöðugt hjá bankanum undanfarin ár. Í árslok hafði veðbandahlutfall Arion banka lækkað um 3 prósentustig milli ára og var 24%. Hátt veðbandahlutfall Arion banka stafar að miklu leyti af íbúðalánasafni sem hann keypti af Kaupþingi árið 2011 og veðsett er á móti sértryggðum skuldabréfum en einnig vegna láns sem bankinn fékk frá Seðlabankanum í erlendum gjaldmiðlum við stofnun hans. Veðbandahlutfall Arion banka lækkaði enn frekar í upphafi árs 2016, úr 24% í 18% eftir að lánið við Seðlabankann var endurfjármagnað með útgáfu óveðtryggðra skuldabréfa í tengslum við nauðasamninga slitabúanna.

Erlend markaðsfjármögnun

Hækkun láns hæfismats stærstu viðskiptabankanna upp í fjárfestingarflokk á sl. ári jók aðgengi þeirra að erlendum lánsfjármörkuðum. Bankarnir fengu allir einkunnina BBB- frá Standard & Poor's í júlí 2015 með stöðugum horfum en matsfyrirtækið uppfærði horfur fyrir Arion banka í jákvæðar í janúar 2016. Íslandsbanki hafði fengið sömu einkunn, BBB-, frá matsfyrirtækinu Fitch í apríl á síðasta ári. Útgáfur bankanna hafa að mestu verið í evrum, norskum og sænskum krónum og á árinu 2016 hafa bæst við útgáfur í Bandaríkjadöllum (sjá töflu IV-1).

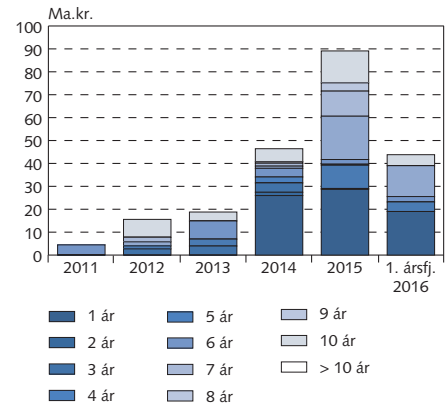
Landsbankinn gaf á síðasta ári út óveðtryggð skuldabréf að fjárhæð tæplega 50 ma.kr. innan EMTN-ramma síns. Að stærstum hluta var um að ræða endurfjármögnun á veðtryggðum skuldabréfum til LBI hf. Útgáfur Íslandsbanka innan GMTN-ramma bankans námu að fjárhæð tæplega 49 ma.kr. á árinu 2015 en bankinn keypti einnig til baka skuldabréf sín í evrum að fjárhæð um 7 ma.kr. Arion banki jók einnig stórlega við erlenda markaðsfjármögnun sína á sl. ári. Í mars á síðasta ári gaf bankinn út skuldabréf í evrum að jafnvirði 45 ma.kr. og í júní og nóvember gaf hann út skuldabréf í norskum krónum samtals 800 milljónir eða að jafnvirði tæplega 13 ma.kr., til 5 ára. Samhliða keypti bankinn 75 m.NOK af útgáfu bankans frá 2013.

Á árinu 2016 hafa bankarnir haldið áfram að auka við erlenda markaðsútgáfu sína. Á fyrsta ársfjórðungi gaf Íslandsbanki út 4,4 ma.kr. skuldabréf í Bandaríkjadöllum til eins og hálf árs. Útgáfa Arion banka nam 5,3 ma.kr. auk skuldabréfs sem hann gaf út í janúar að fjárhæð 747 m.USD eða um 97 ma.kr. Skuldabréfið var gefið út í tengslum við nauðasamninga slitabúa eins og fjallað er um hér á eftir.

Mynd IV-6

Útgáfa innlendra veðbréfa eftir upphaflegum eftirstöðvatíma¹

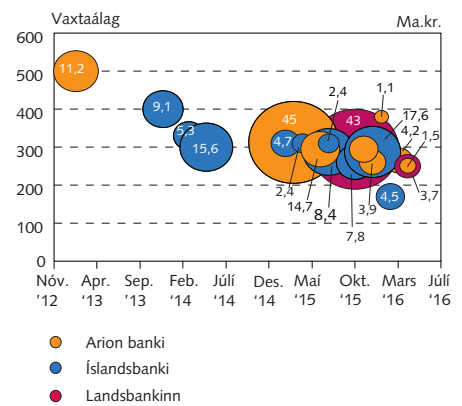
Þrjár stærstu viðskiptabankar



1. Útgáfa á sértryggðum skuldabréfum og vixlum. Fjárhæðir eru á föstu verðlagi.
Heimild: Nasdaq á Íslandi.

Mynd IV-7

Erlendar útgáfur viðskiptabankanna frá 2008¹

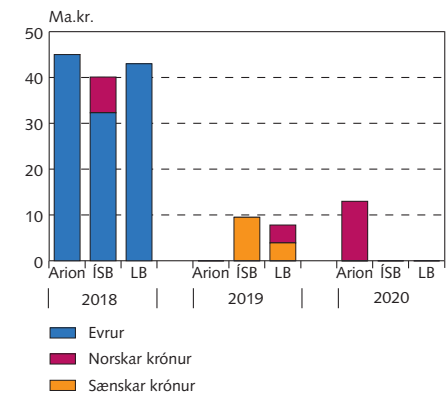


1. Vaxtaálag á millibankavexti. Útgáfur bankanna eru í EUR, SEK, NOK og USD.
Heimild: Nasdaq á Íslandi.

Mynd IV-8

Erlend skuldabréf gefin út árið 2015

M.t.t. gjalddaga og gjaldmiðla¹



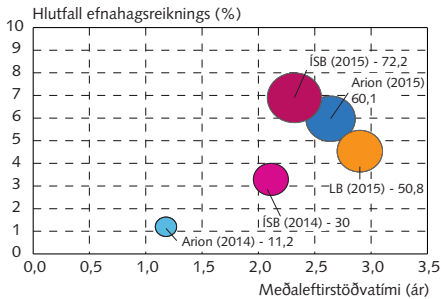
1. Miðað er við gengi við útgáfudag skuldabréfs.
Heimild: Nasdaq á Íslandi.

2. Hlutfall eigna bankanna sem eru veðsettar vegna fjármögnunar.

Mynd IV-9

Samanburður á erlendra fjármögnun banka¹

Skráð erlend fjármögnun með tilliti til heildareigna og meðalefirtstöðvatíma²

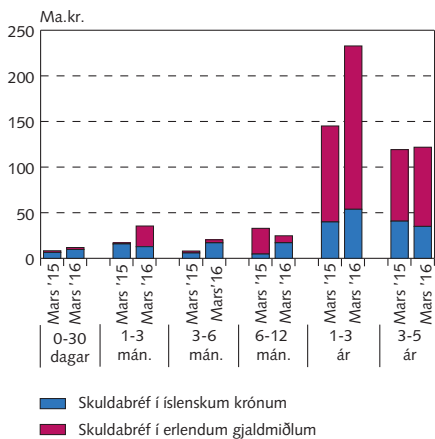


1. Stóru viðskiptabankarnir þrjú. 2. Stærð kúlu táknar umfang erlendra fjármögnunar í ma.kr.
Heimildir: Nasdaq á Íslandi, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Gjalddagar skuldabréfa¹

Þrjú stærstu viðskiptabankarnir²



1. Afborganir og vaxtagreiðslur. 2. Samstæður.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Skuldabréfaútgáfur bankanna hafa verið skráðar í kauphallir í Noregi, Írlandi og Lúxemborg. Ávöxtunarkrafan á útgáfum bankanna hefur lækkað við hækkun láns hæfismats þeirra en þróun hennar virðist fylgja þróun kröfu á útgáfum annarra evrópskra banka. Krafa hækkandi meðal annars í upphafi árs en lækkaði á ný í mars sl. Lítil viðskipti hafa þó verið með útgáfur íslensku bankanna hingað til.

Tafla IV-1 Erlendar útgáfur bankanna 1.1.2015 - 31.3.2016

Útgefandi	Dagsetning	Gjaldmiðill	Upphæð (ma.kr.)	Lengd (ár)	Vaxtaálag á millibankavexti ¹
Arion banki	mars '15	Evrur	45,0	3,0	3,10%
Arion banki	júní og nóv. '15	Norskar krónur	13,0	5,0	2,95%
Arion banki	janúar '16	Rúmensk Lei	1,1	3,0	3,8% fastir vextir
Arion banki ²	janúar '16	Dollarar	97,0	7,0	2,60%
Arion banki	mars '16	Sænskar krónur	4,2	3,0	2,65%
Íslandsbanki	feb., apr., júlí '15	Sænskar krónur	9,5	4,0	3,10%
Íslandsbanki	júlí og des. '15	Evrur	32,3	3,0	2,875% fastir vextir
Íslandsbanki	október '15	Norskar krónur	7,8	3,0	2,60%
Íslandsbanki	febrúar '16	Dollarar	4,4	1,5	1,70%
Landsbankinn ³	október '15	Evrur	43,0	3,0	3% fastir vextir
Landsbankinn	desember '15	Norskar krónur	3,9	3,5	2,60%
Landsbankinn	desember '15	Sænskar krónur	3,9	3,5	2,60%

1. Vaxtaálag á 3 mánaða millibankavexti í viðkomandi gjaldmiðill nema annað sé tekið fram. 2. Útgáfa í tengslum við nauðasamninga Kaupþings. Skuldabréfið ber fjótandi LIBOR vexti að viðbættu 2,6% álagi fyrstu tvö árin og mun vaxtaálagið að þeim tíma líðnum taka mið af markaðskjörum. 3. Útgáfa í tengslum við fyrirframgreiðslu af LBI-skuldabréfi Landsbankans.

Heimild: Nasdaq á Íslandi.

Endurskipulagning fjármögnunar í tengslum við nauðasamninga slitabúa

Erlend fjármögnun bankanna tók breytingum í kjölfar endurfjármögnunar í tengslum við nauðasamninga slitabúa. Aðgerðir sem búin lögðu til sem hluta nauðasamninga þurftu að taka tillit til lausafjárstöðu viðskiptabankanna enda áttu öll búin veruleg innlán í viðskiptabönkunum. Megináhrif á bankana voru umbreyting hluta innlána í erlendum gjaldmiðlum í lengri lán. Auk þess voru innlán slitabúa í krónum tekin út og m.a. ráðstafað sem hluta stöðugleikaframlags. Lenging erlendra lána fól m.a. í sér endurfjármögnun í formi útgáfu eða möguleika til útgáfu skuldabréfa undir EMTN- og GMTN- skuldabréfamanna bankanna.

Sem hluti af þessum aðgerðum gaf Arion banki í janúar út skuldabréf í Bandaríkjadöllum sem samsvarar um 97 ma.kr. eins og getið var um hér á undan. Skuldabréfið er til langs tíma eða sjö ára en vaxtaálag er sett fyrir fyrstu tvö árin og svo endurákveðið með tilliti til markaðsvaxta. Skuldabréfið er gefið út til skuldajöfnunar á láni í erlendum gjaldmiðlum frá Seðlabanka Íslands og innlána Kaupþings í erlendum gjaldmiðlum.

Landsbankinn endurfjármagnaði í október 2015 stærstan hluta gjalddaga árána 2016 og 2018 af skuld Landsbankans við LBI. Heildarefirtstöðvar skuldarinnar við LBI voru að jafnvirði rúmum 125 ma.kr. í árslok 2015 en í árslok 2014 námu eftirstöðvarnar tæpum 200 ma.kr.

Sem hluti uppgjors keypti Glitnir vijkjandi lán Íslandsbanka við ríkissjóð en skilmálar skuldarinnar haldast þeir sömu og breyta ekki fjármögnun bankans. Glitnir lengdi einnig binditíma innlána hjá Íslandsbanka.

Fjármögnunarhlutfall bankanna í erlendum gjaldmiðlum hefur hækkað

Skuldir stærstu viðskiptabankanna í erlendum gjaldmiðlum í mars 2016 samanstóðu aðallega af 254 ma.kr. innlánnum viðskiptavina og fjármálafyrirtækja, 275 ma.kr. af óveðtryggðum skuldabréfum og 121 ma.kr. veðtryggðar fjármögnunar. Víkjandi lán námu tæpum 30 ma.kr. Tæplega 90% innlána fjármálafyrirtækja og skuldabréfa eru til lengri tíma en eins árs og 48% eru til lengri tíma en þriggja ára. Ári áður voru 61% fjármögnunarinnar til lengri tíma en árs og rúmlega 33% til lengri tíma en þriggja ára. Afborganir ásamt vaxtagreiðslum af lánnum í erlendum gjaldmiðlum á næstu fimm árum nema að meðaltali um 60 ma.kr. á ári sem eru um 11% útlánasafns bankanna í erlendum gjaldmiðlum.

Fjármögnunarhlutföll bankanna í erlendum gjaldmiðlum samkvæmt reglum Seðlabankans hafa hækkað frá lokum árs 2014 eða úr 137% í 153% í lok mars 2016. Það er vegna umbreytingar innlána slitabúa í lengri fjármögnun og vegna erlendar markaðsfjármögnunar bankanna á sl. ári. Reglunum er ætlað að tryggja lágmark stöðugar fjármögnunar í erlendum gjaldmiðlum til eins árs og takmarkar því að hve miklu leyti viðskiptabankar geta reitt sig á óstöðuga skammtímafjármögnun til þess að fjármagna langtímaútlán í erlendum gjaldmiðlum. Samkvæmt reglunum er einnig horft til fjármögnunar til þriggja ára við mat á fjármögnunaráhættu bankanna. Lágmark hlutfallsins samkvæmt reglum um fjármögnunarhlutfall í erlendum gjaldmiðlum er 90% en verður 100% í byrjun næsta árs.³

Laust fé bankanna

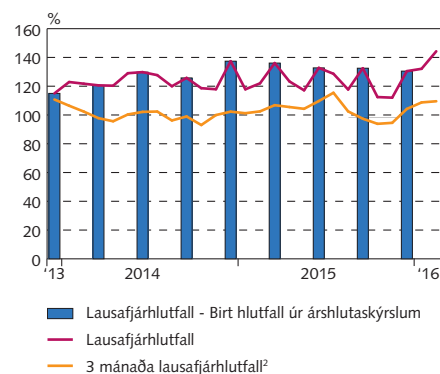
Taka þarf tillit til lausafjástöðu við ákvarðanir um arðgreiðslu bankanna

Lausafjárreglur Seðlabankans byggjast á alþjóðlegu viðmiði sem gefið er út af Basel-nefndinni um bankaeftirlit.⁴ Samkvæmt reglunum verða lánastofnanir ávallt að eiga nægar lausar hágæða eignir til að standa straum af nettóúttreymi fjármagns næstu 30 daga við álagsaðstæður. Lausafjárhlutfall (e. liquidity coverage ratio, LCR) má ekki vera lægra en 100% fyrir erlenda gjaldmiðla og 90% fyrir heildarhlutfallið. Lágmark fyrir heildarhlutfallið mun hækka í 100% í upphafi næsta árs. Viðskiptabankarnir uppfylla allir lausafjárkröfur Seðlabankans.

Lausar eignir samkvæmt lausafjárreglum eru fyrst og fremst sjóður og innlán í Seðlabanka, ríkisskuldabréf og erlend skuldabréf með háa lánshæfiseinkunn. Í dag flokkast engin innlend verðbréf fyrir-tækja til lausra eigna. Hér á landi er frekar þröng skilgreining á lausum eignum í íslenskum krónum m.a. vegna smæðar markaðarins. Lausar eignir bankanna í íslenskum krónum voru í lok mars samsettar af

Mynd IV-11

Lausafjárhlutfall stóru viðskiptabankanna þriggja¹



1. Samstæður. 2. Skv. lausafjárreglum fylgist Sí einnig með LCR-hlutfalli til þriggja mánaða.

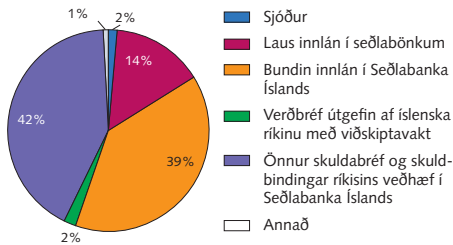
Heimildir: Árshlutaskýrslur viðskiptabankanna, Seðlabanki Íslands.

3. Tímaumbreyting (e. maturity transformation) milli eigna og skulda er mikilvægt framlag banka til efnahagslífsins en því fylgir þó áhætta þegar endurfjármagna þarf skuldir sem falla í gjalddaga. Seðlabankinn dregur úr þessari áhættu með lausafjármiðlun til banka-kerfisins í krónum en geta hans til lausafjármiðlunar í erlendum gjaldmiðlum er hins vegar takmörkuð. Seðlabankinn hefur því innleitt reglur um fjármögnunarhlutfall til eins árs í erlendum gjaldmiðlum til að takmarka tímamisræmi eigna og skulda í erlendum gjaldmiðlum. Nýju reglurnar eru byggðar á tilmælum Basel-nefndarinnar um bankaeftirlit.

4. Bank for International Settlements. „Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools“, janúar 2013.

Mynd IV-12

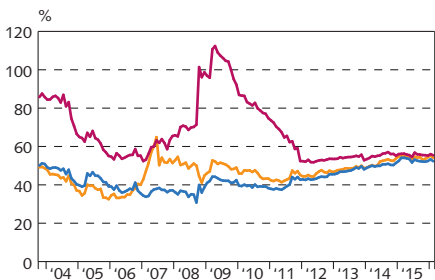
Skipting lausra eigna¹ stóru viðskiptabankanna þriggja í lok mars 2016²



1. Lausar eignir í íslenskum krónum. 2. Móðurfélag. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

Innlán af útlánum¹



— Innlán af útlánum, innlendir einkageiri án fjármálaageira
 — Innlán af útlánum í ISK, innl. einkageiri án fjármálaageira
 — Innlán af útlánum, án fjármálaageira

1. Móðurfélag innlánsstofnana. Heimild: Seðlabanki Íslands.

sjóði og lausum innlánum hjá Seðlabanka Íslands sem námu um 16% af lausu fé, bundnum innlánum í Seðlabanka sem námu 39%, veðhæfum skuldabréfum með viðskiptavakt sem námu einungis um 2% af lausum eignum en skuldabréf eða aðrar skuldbindingar sem tengjast endurreisn bankakerfisins námu 42% af lausu fé. Lausafjáreignir sem bankarnir geta eingöngu breytt í sjóð með veðlávaviðskiptum við Seðlabanka, en ekki með sölu á markaði, nema því nú um 42% af lausu fé stóru viðskiptabankanna.

Við greiðslu á arði þarf að taka tillit til reglubundinnar lausafjárstöðu bankanna og einnig samsetningar lauss fjár. Sérstaklega er vert að benda á að eiginfjárframlag ríkisins er í formi skuldabréfs með gjaldþaga 2018. Þetta skuldabréf er veðhæft hjá Seðlabanka Íslands og getur talist til lausra eigna bankanna. Heildarfjárhæð bréfsins er um 213 ma.kr., að stærstum hluta í eigu Landsbankans, enda eignarhluti ríkisins upphaflega stærstur þar. Það gæti verið ráðlegt að arðgreiðslur bankanna til ríkisins verði nýttar til að lækka þessa skuld ríkisins en með því yrði einnig dregið úr endurfjármögnunaráhættu ríkisins.

Nauðasamningar slitabúa höfðu áhrif á laust fé bankanna

Bú gömlu bankanna áttu öll töliverð innlán í starfandi viðskiptabönkum en bankarnir þurftu að halda lausum eignum vegna þessara innlána að því leyti sem þau voru laus eða bundin til skamms tíma. Breytingar á fjármagnsskipan í uppgjörum í tengslum við nauðasamninga gömlu bankanna hafa orðið til þess að lausafjárkröfur vegna þessara innlána hafa minnkað eða horfið eftir því sem lengt hefur verið verulega í þessari fjármögnun. Í öðrum tilvikum voru innlán greidd út og lausafjáreignir og –kröfur hafa þar af leiðandi minnkað. Aðgerðirnar í nauðasamningunum höfðu áhrif til hækkunar á lausafjárhlutfalli bankanna í erlendum gjaldmiðlum en óveruleg áhrif á hlutfallið í heild.

Lausafjárstaða einnig metin með tilliti til lengri tíma

Eins og áður hefur verið vikið að eru viðskiptabankarnir að mestu fjármagnaðir með innlánum og eru tæp 69% af þeim laus innan mánaðar, um 84% laus innan þriggja mánaða og tæp 90% innlána eru laus innan hálfis árs. Í lausafjárreglum Seðlabanka Íslands eru miklar kröfur um lausar eignir á móti innlánum sem eru laus til allt að 30 daga og fylgir því aukinn hvati til bindingar innlána. Ákveðin hættu skapast hins vegar á „þverhnípisáhættu“ (e. cliff effect) við 31 dag ef fjármálafyrirtæki eru með mikinn hluta bundinna innlána sem eru aðeins bundin til 31 dags. Seðlabankinn horfir því samkvæmt lausafjárreglum einnig til lausafjárhlutfalls til 3 mánaða sem eðlilega er lægra en 30 daga hlutfallið en er einnig nokkuð stöðugra.

Lausafjárkröfur vegna innlána aukast eftir því sem áhætta tengd þeim er talin meiri. Í þá innlánsflokka þar sem krafist er að bankarnir eigi lausar eignir að fullu á móti falla því jafnan áhættusöm innlán, þar með talin innlán frá fjármálafyrirtækjum. Almennt er nokkur samþjöppun innlánseigenda innan þeirra innlánsflokka. Hlutdeild 10 stærstu innlánseigenda í sumum þessara innlánsflokka er allt að 100%, eins og raunin er með innlán fjármálafyrirtækja í slitum, annarra fjármálafyrirtækja og lífeyrissjóða. Samþjöppun í öðrum innláns-

flokkum, t.d. innlánnum einstaklinga og lítilla og meðalstórra fyrirtækja, er mun minni. Þannig eiga 10 stærstu innlánseignendur í þeim flokkum um 3,1% af heildarinnlánnum í flokkunum eða um 1,5% allra innlána viðskiptabankanna.

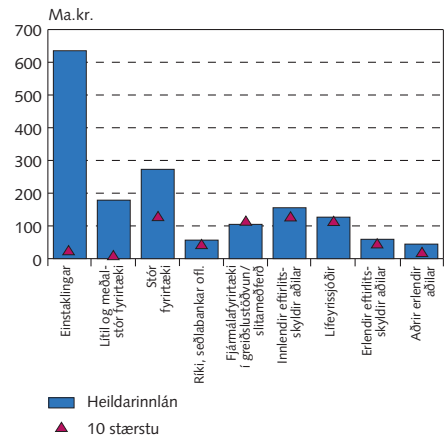
Lausafjárreglurnar vinna með fjármögnunarreglum í að gera fjármögnun með heildsöluinnlánnum og annarri skammtímafjármögnun dýrari fyrir banka þar sem kröfur eru um lausar eignir á móti innlánnum frá fagfjárfestum. Bankarnir kjósa því að fjármagna útlán með innlánnum frá einstaklingum og litlum fyrirtækjum, bundnum innlánnum og ekki síst aukinni markaðsfjármögnun sem er til lengri tíma en eins árs.

Ef litið er til hlutfalls lausra eigna af heildareignum má sjá að það hækkaði verulega eftir að nýju bankarnir voru settir á fót árið 2008. Laust fé sveiflast almennt nokkuð hjá bönkum og í aðdraganda fjármálaáfallsins treystu bankar á millibankamarkað eða viðskipti við Seðlabanka til að mæta slíkum sveiflum. Í fjármálaáfallinu þurftu margir bankar að afla sér lauss fjár á sama tíma sem olli því að milli-bankamarkaðir hættu að miklu leyti að virka. Bankar sem ekki höfðu aðgang að lánnum frá seðlabönkum í þeim gjaldmiðlum sem þeir voru með skuldbindingar í lentu þá í verulegum erfiðleikum, eins og raunin var með íslensku bankana. Í kjölfar áfallsins kusu bankar að hafa mun meira laust fé til að mæta sveiflum. Þetta endurspeglast í alþjóðlegum lausafjárkröfum sem voru birtar árið 2013 en í þeim eru gerðar umtalsverðar kröfur um að bankar hafi laust fé á móti skuldbindingum sínum og er ætlað að vinna gegn smitáhættu vegna lausafjávanda.

Bankarnir þurfa að viðhalda lausafjástöðu sinni

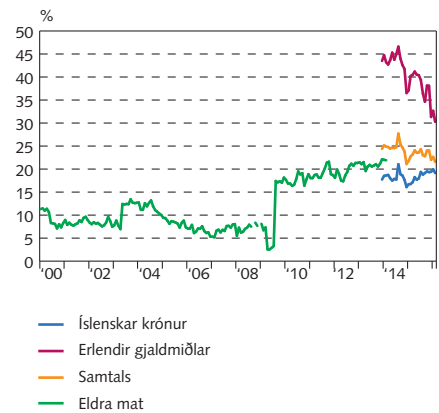
Á næstu misserum má búast við breytingum á fjármögnunarumhverfi banka í tengslum við losun fjármagnshafta. Boðuð hafa verið gjald-eyrísútboð þar sem aflandskrónueignendur munu hafa tækifæri til að taka eignir úr landi en útfærsla þessa hefur ekki verið kynnt. Bankarnir halda lausum eignum á móti meirihluta innlána erlendra aðila samkvæmt lausafjárreglum. Þeir eru vel fjármagnaðir og er áhætta vegna erlendar endurfjármögnunar ekki mikil til meðallangs tíma. Þeir uppfylla bæði reglur Seðlabanka Íslands um lausafjár- og fjármögnunarhlutfall. Nokkur óvissa er þó til staðar, m.a. þar sem fagfjárfestar gætu í kjölfarið sótt í auknum mæli á skuldabréfamarkað á kostnað innlána og gæti það því aukið fjármögnunarkostnað bankanna. Bankarnir þurfa að gæta þess að viðhalda góðri lausafjástöðu og þurfa arðgreiðslur og útlánavöxtur þeirra að taka mið af því.

Mynd IV-14
Skipting innlána og hlutfall 10 stærstu¹
Þrjár stærstu viðskiptabankarnir,² 31. mars 2016



1. Heildarinnlán, óháð bindingu. Um er að ræða 10 stærstu innlánseignendur í hverjum viðskiptabanka fyrir sig. 2. Samstæður. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15
Lausar eignir af heildareignum¹



1. Móðurfélög innlánsstofnana. Frá október 2013 byggist matið á lausum eignum á LCR-skýrslum. Eldra mat er nálgun sem byggist á lausafjárskýrslum skv. fyrri reglum. Tveir gagnapunkturar 2008 eru ekki til staðar. Heimild: Seðlabanki Íslands.

V Eignir fjármálakerfisins

Eftirspurn lánsfjármagns að taka við sér

Heildarskuldir einkageirans við innlenda aðila jukust á milli ára í fyrsta skipti frá falli fjármálakerfisins. Raunvöxtur heildarskulda heimila og fyrirtækja við innlenda aðila mældist jákvæður um 2,4% á ársgrundvelli á fjórða ársfjórðungi 2015. Mjög hefur hægt á samdrætti skulda heimilanna og raunvöxtur skulda fyrirtækja var 6% yfir sama tímabil, sem er nokkuð yfir hagvexti. Vöxt skulda fyrirtækja má meðal annars rekja til markaðsskuldabréfaútgáfu fyrirtækja sem lífeyrissjóðirnir hafa keypt. Vanskil einstaklinga og fyrirtækja hjá innlánsstofnunum og Íbúðalánasjóði halda áfram að dragast saman. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja jukust um 80% á árinu 2015. Hrein ný íbúðalán innlánsstofnana námu um 83 ma.kr., sem er nær tvöfalt hærri fjárhæð en árið áður. Enn dró úr nýjum útlánum hjá Íbúðalánasjóði og uppgreiðslur og innágreiðslur voru tæpir 50 ma.kr. sem er um helming aukning milli ára. Aðeins fjórir sparissjóðir voru starfandi í árslok 2015 en tveir sparissjóðir voru formlega sameinaðir viðskiptabönkum á seinni hluta ársins. Hlutabréfaeign lífeyrissjóða heldur áfram að aukast og aukning var á nýjum lánum til sjóðfélaga í árslok 2015.

Eignir fjármálakerfisins

Samsetning fjármálakerfisins lítið breyst milli ára

Heildareignir fjármálakerfisins jukust um 2,8% að raunvirði á árinu 2015. Í árslok voru starfandi hér á landi fjórir viðskiptabankar og fjórir sparissjóðir sem samtals mynda rúmlega þriðjung fjármálakerfisins.¹ Sparissjóðum fækkaði í fjóra í lok október þegar AFL sparissjóður var sameinaður Arion banka, en í september var Sparissjóður Norðurlands sameinaður Landsbankanum. Samkvæmt árslokatölum 2015 námu eignir þessara innlánsstofnana² 3.186 ma.kr. sem svarar til um hálfar annarrar vergrar landsframleiðslu. Þriðjungur fjármálakerfisins eru lífeyrissjóðir en í lok árs 2015 námu eignir þeirra tæplega 3.279 ma.kr. Tæplega þriðjungur fjármálakerfisins er síðan eignir annarra fjármála- stofnana sem að langstærstum hluta eru eignir ýmissa lána- fyrirtækja,³ en eignir Íbúðalánasjóðs voru um 80% heildareigna þess flokks eða um 804 ma.kr. í árslok 2015.

Útlán voru stærsti hluti eigna fjármálakerfisins í árslok 2015 en þau námu um 37% af heildareignum. Þar af voru útlán til heimila 20% og til fyrirtækja 11%. Markaðsskuldabréf námu um 34% af heildareignum og hlutabréf um 19%. Helstu breytingar á samsetningu heildareigna á árinu 2015 voru þær að hlutfall útlána til heimila af heildareignum lækkaði um tæplega 2 prósentur og hlutfall markaðs- skuldabréfa um rúmlega 1 prósentu en hluti útlána til fyrirtækja jókst um 1 prósentu og hluti hlutabréfa og hlutdeildarskírteina jókst um hálfu prósentu.

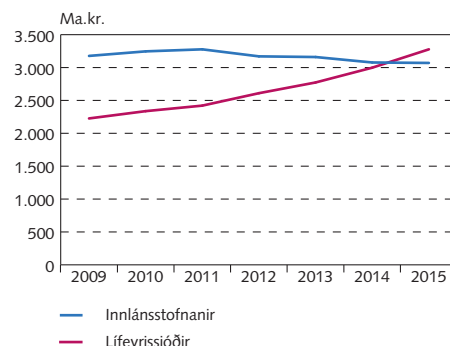
Skuldir heimila og fyrirtækja

Heildarskuldir einkageirans við innlenda fjármálakerfið voru 3.456

1. Fjármálakerfið samanstendur af bankakerfinu, ýmsum lána- fyrirtækjum (þ. á m. Íbúðalánasjóði), lífeyrissjóðum, tryggingafélögum, verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestastjóðum auk lána- sjóða ríkisins.
2. Innlánsstofnanir samanstanda af viðskiptabönkum og sparissjóðum.
3. Ýmis lána- fyrirtæki eru Íbúðalánasjóður, Kreditkort hf., Valitor hf., Borgun hf., Lýsing hf., Bygðastofnun og Lána- sjóður sveitarfélaga.

Mynd V-1

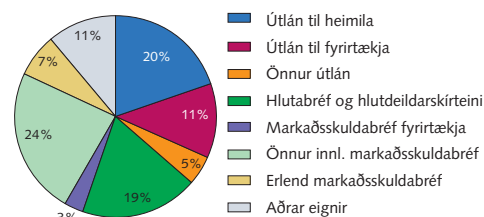
Eignir innlánsstofnana og lífeyrissjóða¹
Á verðlagi 2015



1. Móðurfélög.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

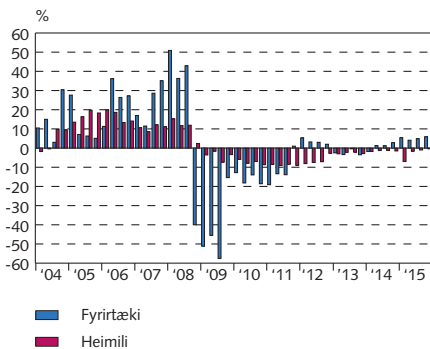
Skipting eigna fjármálakerfisins eftir eignaflokkum¹
Desember 2015



1. Móðurfélög.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

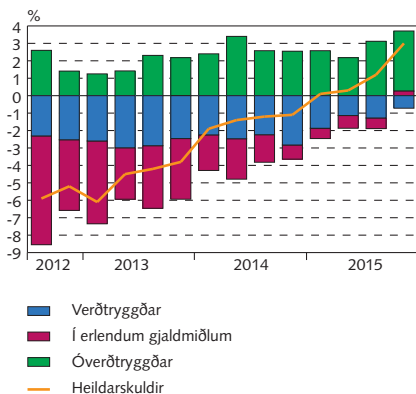
Ársbreyting raun skulda heimila og fyrirtækja¹
2004-2015



1. Miðað við heildarskuldir við innlend fjármálfyrirtæki auk markaðs-
fjármögnunar innanlands. Án skuldaaðgerða stjórnvalda.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

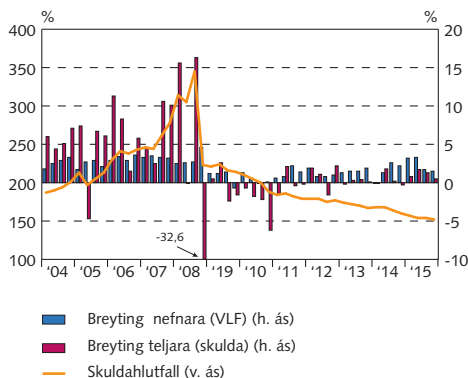
Ársbreyting heildarskulda heimila og fyrirtækja¹
Gengis- og verðlagsleiðrætt



1. Miðað við bókfært virði skulda við innlend fjármálfyrirtæki auk
markaðsfjármögnunar innanlands. Án skuldaaðgerða stjórnvalda.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Sundurgreind þróun skuldahlutfalls¹



1. Heildarskuldir heimila og fyrirtækja við innlend fjármálfyrirtæki auk
markaðsfjármögnunar innanlands. Án skuldaaðgerða stjórnvalda.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ma.kr. að kröfuvirði um síðustu áramót eða um 157% af vergri landsframléiðslu og jukust skuldarnar um tæplega eina prósentu á árinu 2015. Áætla má að skuldir heimila hafi lækkað um 3,5 ma.kr. á árinu 2014 og 66,5 ma.kr. á árinu 2015 vegna skuldaaðgerða ríkisstjórnarinnar, bæði vegna beinnar niðurfærslu og vegna heimildar til nýtingar séreignarlífeyrissparnaðar. Án þessara aðgerða hefðu heildarskuldir heimila og fyrirtækja verið 3.526 ma.kr. um síðustu áramót eða um 160% af landsframléiðslu.

Skuldavöxtur

Heildarskuldir heimila og fyrirtækja við innlenda aðila voru um 3.360 ma.kr. á bókfærðu virði þegar búið er að taka tillit til skuldaaðgerða stjórnvalda.⁴ Eftir langvarandi skeið skuldasmádráttar virðist eftirspurn nýrrar fjármögnunar vera að aukast. Raunvöxtur heildarskulda einkageirans við innlenda aðila mældist jákvæður frá fjórða ársfjórðungi 2014 og var 2,4% á ársgrundvelli á fjórða ársfjórðungi 2015. Samdráttur hefur mælt í skuldum heimila allt frá fjármálaáfallinu 2008 jafnvel þó að leiðrétt sé fyrir aðgerðum stjórnvalda í skuldamállum heimila, sjá mynd V-3. Mjög hefur hægt á samdrættinum og nálgast hann nú núllpunkt. Ársbreyting í skuldum fyrirtækja að raunvirði mældist fyrst jákvæð í árslok 2011 en varð aftur neikvæð í byrjun árs 2013. Á öðrum ársfjórðungi 2014 varð raunvöxturinn aftur jákvæður og hefur sótt í sig veðrið síðan þá. Hann mældist 6% á ársgrundvelli í árslok 2015. Vöxt skulda fyrirtækja má meðal annars rekja til markaðsskuldabréfa, en fjárhæð þeirra jókst um 62 ma.kr. á árinu 2015 og eru þá markaðsskuldabréf eignarhaldsfélaga meðtalin. Um tveir þriðju hlutar þeirrar fjárhæðar eru vegna aukinna kaupa lífeyrissjóðanna á fyrirtækjaskuldabréfum. Raunvöxtur í útlánum innlánsstofnana til fyrirtækja var svipaður eða um 60 ma.kr. á árinu 2015 og því er vöxtur heildarskulda einkageirans sem nú mælist drifinn áfram af eftirspurn fyrirtækja eftir nýju lánsfé.

Hér á landi hafa verðbólga og breytingar á gengi krónunnar haft áhrif á nafnvirði skulda. Þegar mat er lagt á vöxt heildarskulda er því hægt að leiðrétta fyrir gengis- og verðlagsbreytingum og þannig greina aukningu sem er til komin vegna nýrrar fjármögnunar. Heildarskuldir heimila og fyrirtækja jukust um 3% á árinu 2015 þegar búið er að leiðrétta fyrir verðlagi, gengi og skuldaaðgerðum ríkisstjórnarinnar.

Evrópsk fjármálalöggjöf (CRDIV/CRR), sem innleidd hefur verið í íslensk lög, tilgreinir sérstaklega frávik skuldahlutfallsins frá leitni sem vísi sem horfa skuli til við mat á skuldavexti. Jákvætt frávik yfir leitni er skilgreint sem vísir um uppbyggingu kerfisáhættu og ójafnvægis á fjármálamörkuðum. Skuldahlutfallið,⁵ sem miðast við skuldir í hlutfalli við landsframléiðslu, hefur lækkað nánast samfellt frá fjármálaáfallinu 2008. Lækkunin var framan af knúin áfram af samdrætti í

- Við skoðun á skuldavexti er aðeins horft til skulda við innlenda aðila þar sem enn þá er óvissa um skuldir við erlenda aðila. Til dæmis tilheyra skuldir við erlenda aðila félögum sem hafa farið í þrot en í sumum tilfellum hafa skuldarnar ekki verið færðar niður að sama skapi. Breytingar á skuldastofni fyrirtækja við innlenda aðila eru því áreiðanlegri mælikvarði á þróun skuldastofns.
- Heildarskuldir heimila og fyrirtækja á nafnvirði í hlutfalli af landsframléiðslu á nafnvirði.

heildarskuldum en eftir því sem skulda- og hagvöxtur tók við sér varð landsframleiðslan leiðandi í lækkun hlutfallsins. Þó að skuldavöxtur hafi tekið við sér mun hlutfallið halda áfram að lækka á meðan verg landsframleiðsla vex hraðar en heildarskuldur. Vísirinn hentar því ekki við íslenskar aðstæður en leitnin er skekkt upp á við eftir fjármála-áfallið og þyrfti óeðlilega háan og langvarandi vöxt í heildarskuldum til að skuldahlutfallið færi yfir leitnina og að vísirinn gæfi merki um uppbyggingu kerfisáhættu. Því er enn sem komið er ekki stuðst við þennan vísi við greiningu á áhættu sem stafar af skuldavexti á Íslandi heldur augum frekar beint að þróun skuldahlutfallsins óháð leitni og raunvexti skulda heimila og fyrirtækja. Eins og áður kemur fram hafa skuldur einkageirans við innlenda aðila tekið að vaxa að raunvirði.

Innlánsstofnanir

Eignaflokkar

Um síðustu áramót námu heildareignir innlánsstofnana 3.186 ma.kr. Eignir sparisjóðanna námu aðeins 0,7% af heildareignunum. Eignir innlánsstofnana jukust að raunvirði um 4,3% milli ára og voru 145% af landsframleiðslu um áramótin. Heildareignir innlánsstofnana voru 187% af landsframleiðslu í árslok 2009 og því hefur hlutfallslegt umfang innlánsstofnana minnkað umtalsvert síðustu ár.

Efnahagsreikningar innlánsstofnana samanstanda að megninu til af reiðufé og skuldabréfum og kröfum sem eru um 25,3% efnahagsreiknings og útlánum sem eru langstærsti hluti eignasafns innlánsstofnana, um 69% í lok síðasta árs eða 2.183 ma.kr. að bókfærðu virði og hækkaði virði útlána um 5,7% á milli ára.

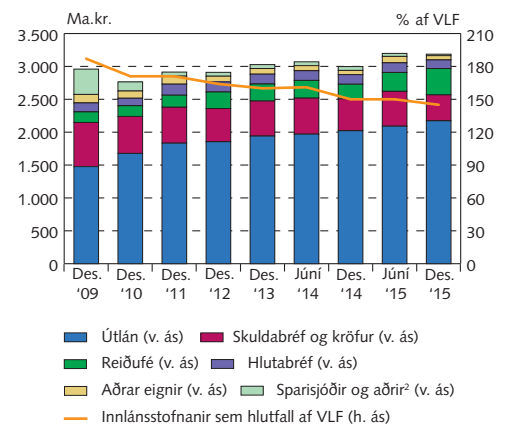
Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja voru 264 ma.kr. á árinu 2015, sem er um 78% aukning frá árinu 2014. Hrein ný útlán til fyrirtækja námu 156 ma.kr. og þar af voru um 92 ma.kr. til þjónustufyrirtækja en ríflega helmingur þeirrar fjárhæðar er til fasteignafélaga. Vaxandi ferðamannastraumur hefur haft jákvæð áhrif á fasteignafélög og fyrirtæki í ferðaþjónustu sem m.a. kemur fram í aukningu útlána til þessara aðila. Hrein ný útlán til heimila námu 108 ma.kr. á árinu og þar af voru hrein ný íbúðalán 83 ma.kr. Af hreinum nýjum íbúðalánum innlánsstofnana voru um 63% verðtryggð á síðasta ári þegar búið er að taka tillit til skuldaaðgerða stjórnvalda. Verðtryggð lán eru því vinsælasta lánaform heimilanna, sérlega þegar horft er til íbúðalána. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila námu 30 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi síðasta árs og 15 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs að teknu tilliti til skuldaaðgerða ríkisstjórnarinnar.

Gæði útlána viðskiptabankanna

Frá falli fjármálakerfisins hefur endurskipulagning á lánasöfnum heimila og fyrirtækja hjá viðskiptabönkum verið umfangsmikil. Vanskilahlutföll hafa að sama skapi lækkað nokkuð jafnt á sama tíma þar til á síðari hluta ársins 2015. Miðað við lánþegaaðferð, en þá eru öll útlán viðskiptavinar talin í vanefndum ef eitt lán er komið í vanskil, í frystingu eða greiðsla talin ólíkleg, var vanefndahlutfall stóru viðskiptabankanna 7,9% í árslok 2015 og er hlutfallið því óbreytt frá árslokum 2014. Hlutfallið lækkaði í 6,2% í lok september en hækkaði aftur seinni hluta árs 2015. Hækkunina má helst rekja til aukinna vanefnda hjá

Mynd V-6

Eignir innlánsstofnana, hlutfall af VLF¹

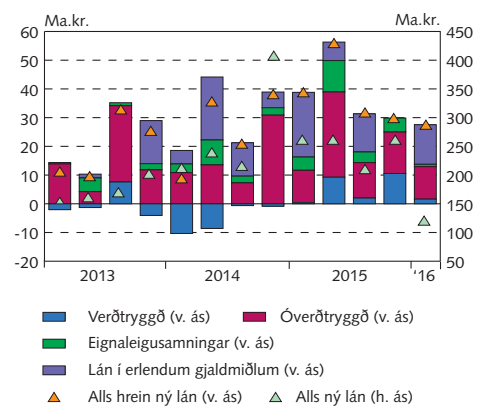


1. Móðurfélög. Flokkar eigna (t.d. útlán) ná til viðskiptabanka. 2. Aðrir eru innlánsdeildir samvinnufélaga og pósthólar (eignir alls 2,4 ma.kr. 31.12.15).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Hrein ný útlán stóru viðskiptabankanna til fyrirtækja eftir lánaformi¹

1. ársfj. 2013 - febrúar 2016

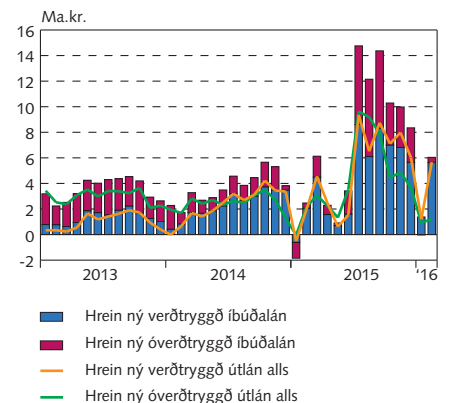


1. Ný útlán að fráðregnum uppgreiðslum. Með uppgreiðslum er átt við greiðslur inn á lán umfram samningsbundnar greiðslur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Hrein ný útlán innlánsstofnana¹

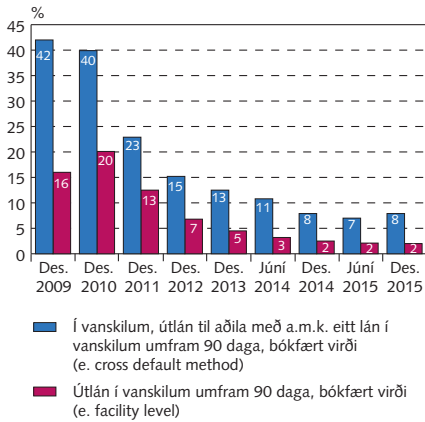
Janúar 2013 - febrúar 2016



1. Viðskiptabankar og sparisjóðir.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

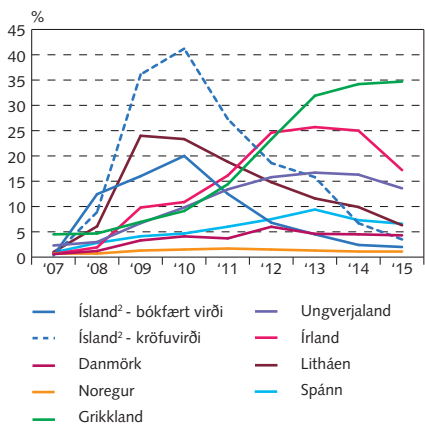
Vanskilahlutföll þriggja stærstu viðskiptabankanna¹



1. Móðurfélög, bókfært virði.
Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

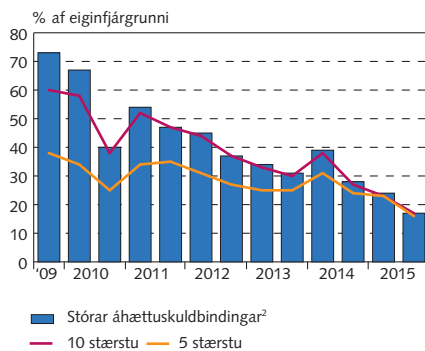
Evrópskur samanburður á vanskilahlutföllum¹



1. Árslokátölur, nema fyrir Danmörk, Noreg, Grikkland og Írland þar sem er að ræða þriðja ársfjórðung 2015. Vanskilalán banka sem hlutfall af bruttó útlánasafni án niðurfærsla. 2. Ísland. 2007: Tölur áætlaðar út frá ársreikningum föllnu bankanna. 2008: Áætlað af Sl. Heimildir: Alþjóðabankinn, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-11

Stórar áhættuskuldbindingar viðskiptabankanna¹



1. Samstæður. Stórar áhættuskuldbindingar vegna einstakra viðskiptamanna eða fjárhagslega tengdra aðila mega ekki fara yfir 25% af eiginfjárgrunni fjármálfyrirtækis. 2. Áhættuskuldbinding fjármálfyrirtækis vegna einstaks viðskiptamanns eða fjárhagslega tengdra aðila sem nemur 10% eða meira af eiginfjárgrunni.
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

fyrirtækjum í sjávarútvegi og iðnaði, en jafnframt hefur bætt skráning í kjölfar útlánaskoðana Fjármálaeftirlitsins á lánasafnsskýrslum bankanna leitt til þess að lán sem áður voru skilgreind í skilum falla nú í vanefndaflokk.⁶ Í árslok 2015 voru um 53% útlána í vanefndum skráð í frystingu en hlutfallið var 33% í árslok 2014 og 16% í árslok 2012. Vanefndahlutfall lána í frystingu var 4,1% um síðustu áramót og hækkaði um 1,7 prósentur á árinu. Hlutfall útlána sem tilgreind eru í aðra vanefndaflokka (t.d. í innheimtuflerli og í endurskipulagningu) lækkaði á sama tíma.

Annar mælikvarði á vanskil er að meta vanskil samkvæmt lánaaðferð, þ.e. þegar eitt lán viðskiptavinar sé í 90 daga vanskilum eða meira, á slíkt ekki við um önnur lán hans. Lán í frystingu teljast þó ekki til vanskilalána samkvæmt lánaaðferðinni. Samkvæmt þessum mælikvarða voru 1,7% útlána stóru viðskiptabankanna miðað við bókfært virði í vanskilum í árslok 2015 og höfðu þau lækkað um 0,8 prósentur milli ára. Ef tekið er mið af kröfuvirði útlána er hlutfallið 5% og lækkaði um 1,8 prósentur á milli ára. Við útreikning á vanskilum einkageirans hefur verið miðað við bókfært virði útlána en alþjóðlega er frekar miðað við kröfuvirði útlána þegar fjallað er um vanskil. Eins og áður hefur verið fjallað um í *Fjármálastöðugleika* hefur óvissa ríkt um raunverulegt kröfuvirði útlána í vanskilum og því umfjöllun miðast við bókfært virði. Hins vegar er munurinn á vanskilum samkvæmt bókfærðu og kröfuvirði nú orðinn mjög lítill og eftirtektarvert að vanskilahlutfall á kröfuvirði er hjá stóru viðskiptabönkunum orðið áþekkt því sem gerist í þeim löndum sem við berum okkur gjarnan saman við. Vanskilahlutfallið hér á landi er orðið mun lægra en í þeim löndum sem urðu fyrir alvarlegu áfalli í fjármálahruninu árið 2008.

Samþjöppun í útlánasafni viðskiptabankanna hefur minnkað umtalsvert á undanförunum árum. Fjárhæð tíu stærstu áhættuskuldbindinganna lækkaði um 60 ma.kr. eða 34% á árinu 2015. Eins og sjá má á mynd V-11 hafa stórar áhættuskuldbindingar minnkað verulega frá árinu 2009 en í árslok 2015 námu þær um 17% af eiginfjárgrunni sem er um 11 prósentna lækun á milli ára. Nú er svo komið að enginn munur er á milli 5 stærstu áhættuskuldbindinganna og allra stórra áhættuskuldbindinga viðskiptabankanna.

Lífeyrissjóðir⁷

Eignir lífeyrissjóðanna jukust um 9,4% að raunvirði frá árslokum 2014 til ársloka 2015 en þær námu tæplega 3.277 ma.kr.⁸ um sl. áramót. Um 90% af eignum lífeyrissjóðanna eru eignir samtryggingardeilda og um 10% eru séreignarsparnaður í vörslu þeirra.

Mest aukning eignaflokks á milli ára var eign í hlutabréfum fyrirtækja, en hlutabréf fyrirtækja nema um 20% af heildareignum lífeyrissjóða. Þessa aukningu má rekja til aukinna fjárfestingarmögu-

- <http://www.fme.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/gagnsaeistilkynningar/nidurstada-athugunar-a-umfangi-veittra-ivilnana-hja-islandsbanka-hf> og <http://www.fme.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/gagnsaeistilkynningar/nidurstada-athugunar-a-umfangi-veittra-ivilnana-hja-arion-banka-hf>
- Tölur byggðar á efnahagsyfirlitum lífeyrissjóða sem safnað er af Seðlabanka Íslands. Mánadarglegum gögnum er safnað með úrtaki stærstu lífeyrissjóða á Íslandi og út frá þeim eru heildareignir lífeyrissjóða áætlaðar. Stuðst er við bráðabirgðatölur.
- Þessu til viðbótar var séreign vörsluðila lífeyrissparnaðar um 178 ma.kr. um sl. áramót.

leika lífeyrissjóða í hlutabréfum, m.a. vegna nýskráningar félaga á markað. Tuttugu stærstu eigendur hlutfjár íslenskra félaga í Kauphöll Íslands áttu í lok árs 2015 tæplega 80% alls hlutfjár og þar af áttu lífeyrissjóðirnir með beinu eignarhaldi, þ.e. án eigna sem lífeyrissjóðir eiga í félögum í gegnum Framtakssjóð Íslands (FSÍ) eða hlutabréfasjóði, tæplega 45%. Áætla má að raunávöxtun lífeyrissjóðanna fyrir árið 2015 hafi verið 8,1% að jafnaði sem er vel yfir 3,5% viðmiðinu. Tæpur fjórðungur af heildareignum lífeyrissjóðanna er erlendar eignir eða 736 ma.kr. sem er svipað hlutfall og 2014 (sjá nánar ramma II-1).

Í lok síðasta árs hófu nokkrir af stærstu lífeyrissjóðunum að bjóða óverðtrygð íbúðalán og hækkuðu jafnframt hámarks veðhlutfall lána í 75%. Útlánavextir sem lífeyrissjóðirnir bjóða hafa verið nokkru lægri en útlánavextir bankanna. Hófleg aukning varð í fjárhæð sjóðfélagalána undir lok árs 2015, en lengri tími þarf líklega að líða til þess að sjá áhrifin af aukinni samkeppni lífeyrissjóðanna á íbúðalánamarkaðinum. Heildarfjárhæð sjóðfélagalána var um 172 ma.kr. í árslok 2015, samanborið við 176 ma.kr. í árslok 2014. Að teknu tilliti til skuldaðgerða ríkisins var hækkun í sjóðfélagalánum um 3-4 ma.kr. á árinu 2015, en á árunum 2014 og 2015 er áætlað að skuldaðgerðir ríkisins hafi leitt til lækkunar á kröfuvirði sjóðfélagalána um 7-8 ma.kr. Nýjum útlánum fjölgaði á árinu 2015 líkt og sést á mynd V-13, þá sérstaklega á síðari hluta ársins. Á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs jukust ný sjóðfélagalán enn frekar og voru um 280% meiri en á fyrstu tveimur mánuðum síðasta árs.

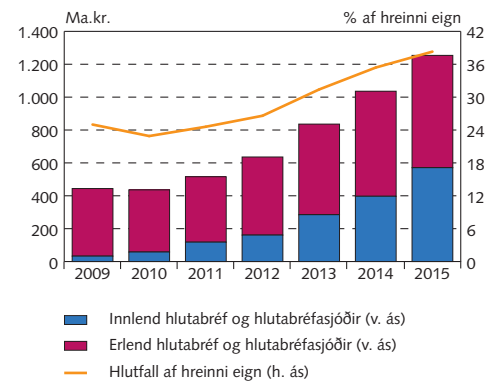
Íbúðalánasjóður

Heildareignir Íbúðalánasjóðs námu í árslok 2015 um 804 ma.kr. og lækkuðu um 2,5% á milli ára og 4,4% að raunvirði. Munar þar mestu um lækkun útlána um rúmlega 80 ma.kr. Skýrist þessi samdráttur meðal annars af skuldaurræðum stjórnvalda. Til að draga úr verðtryggingarójafnvægi sínu keypti Íbúðalánasjóður sértrygð skuldabréf með veði í húsnæðislánum af eignasafni Seðlabanka Íslands (ESÍ) fyrir 70 ma.kr. í lok árs 2015 og 13 ma.kr. í mars sl.

Hagnaður af starfsemi Íbúðalánasjóðs árið 2015 nam rúmlega 1,8 ma.kr. samanborið við 3,2 ma.kr. hagnað árið 2014. Hagnaðinn á síðasta ári má fyrst og fremst rekja til virðishækkunar eigna. Eigið fé var í árslok sl. tæplega 20 ma.kr. og eiginfjárlutfallið 5,5% samanborið við 4,5% í árslok 2014. Eiginfjárlutfallið er nú í fyrsta sinn frá árinu 2007 yfir 5% markmiði sjóðsins. Sjóðurinn gaf ekki út skuldabréf á síðasta ári en engin íbúðabréf hafa verið gefin út frá því í janúar 2012. Enn ríkir óvissa um framtíðarhlutverk og tilvist sjóðsins. Til stóð að leggja fram frumvarp um nýja stofnun, Íbúðastofnun, sem myndi taka við hluta þeirra verkefna sem sjóðurinn hefur sinnt, á haustþingi en ekki varð af því. Til stendur að leggja frumvarpið fram á yfirstandandi vorþingi. Á haustþingi var lagt fram frumvarp sem fjallar um uppbyggingu félagslegra leiguíbúða með stofnframlögum ríkis og sveitarfélaga. Íbúðalánasjóður mun annast framkvæmd laganna.

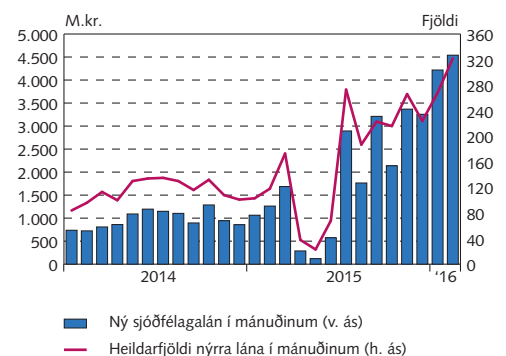
Uppgreiðslur og innágreiðslur viðskiptamanna Íbúðalánasjóðs voru tæplega 47,6 ma.kr. á árinu 2015 samanborið við tæplega 30,5 ma.kr. árið 2014. Hér er ekki tekið tillit til beinnar niðurfærslu íbúðalána í tengslum við skuldaðgerðir stjórnvalda. Hækkun fasteignaverðs

Mynd V-12
Hlutabréfaeign lífeyrissjóða¹



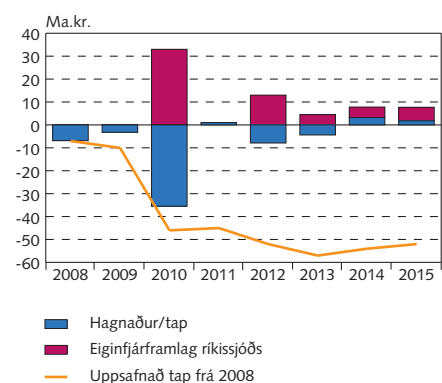
1. Tölur byggðar á efnahagsfirlitum lífeyrissjóða sem safnað er af Seðlabanka Íslands. Mánaðarlegum gögnum er safnað með úrtaki stærstu lífeyrissjóða á Íslandi og út frá þeim eru heildareignir lífeyrissjóða áætlaðar. Stuðst er við bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-13
Sjóðafélagalán lífeyrissjóða¹



1. Tölur byggðar á efnahagsfirlitum lífeyrissjóða sem safnað er af Seðlabanka Íslands. Mánaðarlegum gögnum er safnað með úrtaki stærstu lífeyrissjóða á Íslandi og út frá þeim eru heildareignir lífeyrissjóða áætlaðar. Stuðst er við bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

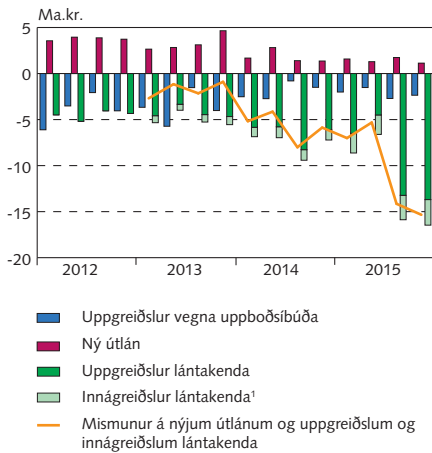
Mynd V-14
Hagnaður/tap Íbúðalánasjóðs og eiginfjárlög ríkissjóðs



Heimildir: Ársreikningar Íbúðalánasjóðs.

Mynd V-15

Uppgreiðslur viðskiptamanna Íbúðalánasjóðs og ný útlán



1. Gögn ekki aðgengileg fyrir 2012.
Heimild: Íbúðalánasjóður.

og skuldaaðgerðir stjórnvalda hafa leitt til þess að veðsetningarhlutföll hafa lækkað og fleiri eiga möguleika á að greiða upp sín lán við sjóðinn og endurfjármagna á hagstæðari kjörum. Uppgreiðsluvandi sjóðsins er því enn að aukast sem má meðal annars rekja til aðgerða stjórnvalda í skuldamálum. Samhliða auknum uppgreiðslum drógust ný útlán saman um 1,5 ma.kr. árið 2015, en ný útlán á árinu námu 5,7 ma.kr. Til mótvægis við auknar uppgreiðslur vegna aðgerða stjórnvalda er heimild á fjárlögum 2015 til að bæta sjóðnum neikvæð áhrif á vaxtamun sem nemur 1,24 ma.kr. Tap sem myndast hefur vegna uppgreiðslu á lánasafninu og verður ekki bætt hefur verið fært yfir virðisrýrnun á árunum 2013-2015 og er áætluð fjárhæð 1,36 ma.kr.

Hlutfall einstaklingslána í vanskilum var 3,47% í lok árs 2015 og hafði lækkað um 4,7 prósentur frá árslokum 2014. Á árinu 2015 dró einnig úr vanskilum lögaðila en hlutfall vanskila lögaðila af útlánnum sjóðsins til þeirra var 11,9% í lok árs 2015 sem er 5,7 prósentna lækkun á milli ára. Vanskil og frýstingar Íbúðalánasjóðs náðu í lok árs 2015 samtals til rúmlega 7,2% lánasafnsins og hefur hlutfallið lækkað um rúmlega 2,8 prósentur frá árslokum 2014.

Rammagrein V-1

Fjármálasveiflan á Íslandi

Síðasta fjármálakreppa var skýr áminning um hin miklu og neikvæðu áhrif sem ójafnvægi í fjármálakerfinu getur haft á efnahagslífið. Í kjölfarið hafa rannsóknir á „fjármálasveiflunni“ (e. financial cycle) aukist, enda sýndi kreppan fram á mikilvægi hennar við mótun bæði efnahags- og þjóðhagsvarúðarstefnu.¹

Gera verður skýran greinarmun á fjármálasveiflunni og hagsveiflunni en hinni síðarnefndu má almennt lýsa sem undirliggjandi samsveiflu lykilorðhagsstærða. Ekki er enn jafnbreið samstaða um skilgreiningu fjármálasveiflunnar. Borio (2014) skilgreinir hana sem undirliggjandi samsveiflu fjármálakerfisins, sem birtist í sjálfmagnandi innbyrðis tengslum milli áhættu- og virðismats, áhættusæknri og fjármögnunarskilyrða, sem saman búa til upp- og niðursveiflur í fjármálastærðum. Drehmann o.fl. (2012) líta á hana sem samsveiflu heildarskulda og fasteignaverðs til meðallangs tíma (8–30 ára). Í nýrri rannsókn Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016) á fjármálasveiflunni á Íslandi er horft til fleiri fjármálastærða, m.a. stærðar og samsetningar efnahagsreikninga banka, og fjármálasveiflan skilgreind sem sameiginleg langtímasveifla fjölda fjármálastærða, bæði verð- og magnbreyta, með áþekktum hætti og hagsveiflan er sameiginleg skammtímasveifla fjölda þjóðhagsstærða.

Einkenni og mikilvægi fjármálasveiflunnar

Borio (2014) gerir grein fyrir niðurstöðum rannsókna um megineinkenni fjármálasveiflunnar. Í fyrsta lagi virðast skuldir og fasteignaverð vera í innsta kjarna hennar og gefa góða nálgun. Í öðru lagi er hún á mun lægri tíðni en hagsveiflan. Hagsveiflan gengur oftast yfir á innan við 8 árum, en meðallengd fjármálasveiflunnar er 16–20 ár, þar sem lengri mörkin vísa til tímabilsins eftir frelsisvæðingu markaða á 9. áratugnum. Í rannsókn Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016) er meðallengd sveiflna í fjármálalegum stærðum á Íslandi yfir tímabilið 1980–2013 metin um 16 ár. Í þriðja lagi verða kerfislegar fjármálakreppur iðulega um það leyti sem fjármálasveiflan nær hámarki. Fjármálaleg uppsveifla gefur því hugsanlega tímanleg merki um uppbyggingu kerfisáhættu og yfirvofandi áföll. Efnahagssamdráttur verður einnig að jafnaði helmingi dýpri þegar hann fer saman við fjármálalega niðursveiflu. Niðurstöður Bjarna G. Einarssonar o.fl.

1. Sjá t.d. Claessens, C., o.fl. (2011) og Aikman, D., o.fl. (2014).

(2016) samræmast þessu. Á Íslandi hafa víðtækar fjármálakreppur nánast alltaf orðið í kjölfar hámarks fjármálasveiflunnar en hún virðist betri leiðandi vísir fyrir fjármálakreppur en sveiflur í einstaka fjármálastærðum. Hagvöxtur á Íslandi er jafnframt að meðaltali um þrefalt meiri á tímum fjármáalegrar uppsveiflu en niðursveiflu. Í fjórða lagi bendir Borio (2014) á að lengd og styrkur fjármálasveiflunnar fer eftir regluverki og stefnu stjórnvalda hverju sinni.

Sé horft fram hjá fjármálasveiflunni við mótun efnahagsstefnu er litið fram hjá þeirri áhættu sem hún endurspeglar. Slík stefna getur, þrátt fyrir að draga úr efnahagssveiflum til skamms tíma, aukið hættu á dýpri niðursveiflu til lengri tíma litið en það nefnir Borio (2014) ókláraðar kreppur (e. unfinished recessions). Þjóðhagsvarúðarstefnu er með beinum hætti ætlað að taka mið af stöðu fjármálasveiflunnar við ákvörðun sveiflujöfnunarauka, sem er eiginfjárukí á fjármálastofnanir, ætlaður til mildunar á áhrifum fjármálasveiflna. Fjármálastöðugleikaráð skal taka afstöðu til gildis eiginfjárukans fjórum sinnum á ári. Því er ástæða til að beita aðferð Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016) á ársfjórðungsleg gögn yfir skemmra tímabil. Það gefur aukna innsýn í drifkrafta síðustu sveiflu og gefur færi á að taka fleiri breytur með í reikninginn.

Ársfjórðungslegt mat á fjármálasveiflunni á Íslandi

Sveifla sérhverrar breytu (e. cyclical component) er fundin með tíðnisíu (e. band-pass filter) sem miðar við 8-30 ára tíðnisvið. Sveiflan er jafnframt stöðluð við meðaltal 0 og dreifni 1 til að auðvelda samanburð. Drehmann o.fl. (2012) túlka fjármálasveifluna sem einfalt meðaltal sveiflna hinna undirliggjandi breyta, en Bjarni G. Einarsson o.fl. (2016) gera frumpáttagreiningu (e. principal component analysis) á sveiflum allra breyta. Fyrsti frumpátturinn er túlkaður sem fjármálasveiflan, en sú aðferð við að bera kennsl á samsveiflu margra breyta er vel þekkt í þjóðhagfræði við mælingar á hagsveiflum. Samanburður á aðferðunum tveimur leiðir í ljós líkar niðurstöður fyrir hin ársfjórðungslegu íslensku gögn, en hér er sem fyrr segir stuðst við frumpáttagreininguna. Til einföldunar við myndræna framsetningu eru tólf breytur flokkaðar í fjóra þætti, þ.e. þætti húsnæðisverðs, heildarskulda, hlutabréfaverðs og óstöðugar fjármögnunar bankakerfisins.² Framlag hvers þáttar til heildarsveiflunnar er nálgæð með þeirri vigt (e. factor loading) sem breyturinn innar hans fá í frumpáttagreiningunni.

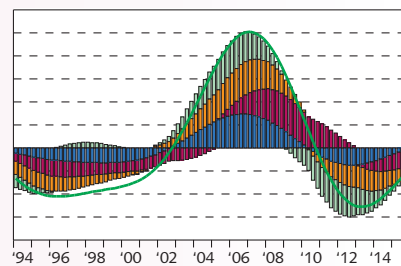
Niðurstöðurnar eru þær að upphaf síðustu fjármálasveiflu var á 2. ársfjórðungi 1996. Uppsveiflan er metin tíu og hálf ári að lengd, en toppi sveiflunnar var náð á 1. ársfjórðungi 2007. Þá hófst niðursveifla sem stóð þar til á 2. ársfjórðungi 2013 eða í 6 ár og einn ársfjórðung. Framlag hvers þáttar gefur innsýn í hvað drífur sveifluna áfram. Þáttur hlutabréfaverðs er leiðandi í tíma og nær hámarki á 1. fjórðungi 2006, en botni á 1. fjórðungi 2012. Þáttur húsnæðisverðs er næstur, nær hámarki á 3. fjórðungi 2006, en botni í árslok 2012. Þáttur óstöðugar fjármögnunar toppar einnig á 3. ársfjórðungi 2006 en nær ekki botni fyrr en á 1. ársfjórðungi 2013. Þáttur heildarskulda rekur lestina með talsverðri töf, en hann nær hámarki á 1. ársfjórðungi 2009 og virðist ekki enn hafa náð botni. Þetta gefur vísbendingu um að hækking eignaverð og aukning í óstöðugri fjármögnun bankakerfisins séu undanfarar útlánavaxtar.

2. Þáttur óstöðugar fjármögnunar inniheldur tvær breytur, þ.e. heildarfjármögnun bankakerfisins fyrir utan kjarnafjármögnun og erlenda fjármögnun bankakerfisins. Þáttur húsnæðisverðs inniheldur raunverð íbúðar- og atvinnuhúsnæðis auk þriggja hlutfalla íbúðaverðs á móti ráðstöfunartekjum, launum og byggingarkostnaði. Þáttur heildarskulda inniheldur hlutfall heildarskulda á móti vergri landsframleiðslu, raunvirði skulda heimila og raunvirði skulda fyrirtækja. Að lokum myndar raunverð hlutabréfa fjórða og síðasta þáttinn, en það er metið með raunvirði heildarvísitölu aðallista Kauphallar Íslands.

Mynd 1

Fjármálasveiflan 1994-2015¹

Ársfjórðungsleg gögn, matsaðferð Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016)



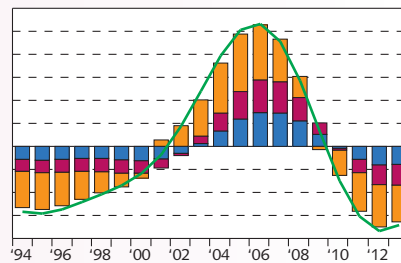
■ Þáttur húsnæðisverðs
■ Þáttur heildarskulda
■ Þáttur óstöðugar fjármögnunar
■ Þáttur hlutabréfaverðs
— Fjármálasveiflan

1. Allar breytur í þætti heildarskulda miðast við skuldir að kröfuvirði. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Fjármálasveiflan 1994-2013

Árleg gögn, mat Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016)



■ Þáttur húsnæðisverðs
■ Þáttur heildarskulda
■ Þáttur efnahagsreikninga
— Fjármálasveiflan

Heimild: Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland. Part II: Financial cycles. Working paper, væntanlegt. Seðlabanki Íslands.

Próun eignaverðs og fjármögnunar að undanfögnu leiðir því líkur að því að vænta megi útlánvaxtar á næstu misserum.

Árlegt mat á fjármálasveiflunni á Íslandi

Hinu nýja mati svipar mjög til mats Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016) á síðustu fjármálasveiflu. Þó er tímasetning upphafs- og lokapunkta hennar lítið eitt frábrugðin, sem skýrist líklega af ólíku vali á gögnum og tíðni þeirra. Höfundarnir notast við árleg gögn í þeim tilgangi að ná yfir eins langt tímabil og hægt er, en rannsókn þeirra nær til árabilsins 1875-2013. Eins og sést á mynd 2 benda niðurstöður þeirra til þess að síðasta uppsveifla hafi hafist árið 1995. Uppsveiflunni lýkur síðan árið 2006 og í kjölfarið kemur snörp niðursveifla sem varir til ársins 2012 eða í sex ár.³

Fjármálaleg uppsveifla er hafin

Mat á lengd bæði upp- og niðurfasa síðustu sveiflu er sambærilegt í hinu ársfjórðungslega mati og rannsókn Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016), en í hinu fyrrnefnda tekur sveiflan útgildi sín a.m.k. 1-2 ársfjórðungum síðar. Að miklu leyti skýrist þetta af ólíku gagnavali og tíðni, sem fyrr segir. Þó ber að hafa í huga að hið ársfjórðungslega mat er aðeins fyrsta atrenna að slíkri greiningu og að áfram er unnið að gagnasafninu að baki því. Ekki ná allar tímaraðir gagnasafnsins 30 árum, þrátt fyrir að tíðnisían sem notuð er miði við allt að 30 ára sveiflulengd. Mælingar á virkri verðmyndun á íslenskum hlutabréfamárknaði ná t.a.m. aðeins aftur til ársins 1993. Þetta þýðir að mat á sveiflu viðkomandi breytu getur verið ónákvæmt.

Athygli vekur hve hraður viðsnúningurinn er frá síðustu niðursveiflu til uppsveiflu, eftir jafnýkta uppsveiflu og hátt fall og raun ber vitni. Hið ársfjórðungslega mat styður niðurstöðu Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2016) varðandi lengd síðustu niðursveiflu, en hún telst í styttra lagi miðað við fyrri niðursveiflur á Íslandi. Þá bætir hið ársfjórðungslega mat því við að yfirstandandi uppsveifla hófst skarplega í samanburði við upphaf þeirrar síðustu. Þetta tvennt gæti verið til marks um vel heppnuð viðbrögð stjórnvalda í kjölfar fjármálaáfallsins 2008, eins og höfundarnir fjalla um í grein sinni. Um leið undirstrikar þetta að kerfisáhætta eykst nú að nýju.

Áreiðanlegt mat á stöðu fjármálasveiflunnar hverju sinni er mikilvægt við mat á uppbyggingu kerfisáhættu. Því er jákvætt að ólík gagnasófn gefi jafn líkar niðurstöður og að framan greinir. Niðurstöðurnar benda til þess að fjármálaleg uppsveifla sé hafin og hafi nú staðið í nærri þrjú ár.

Heimildir

- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland. Part II: Financial cycles. *Working paper*, væntanlegt. Seðlabanki Íslands.
- Claessens, S., Kose, M.A., og Terrones, M.E. (2011). Financial cycles: What? How? When? IMF *Working Paper*, nr. WP/11/76
- Aikman, D., Haldane, A.G., og Nelson, B. (2014). Curbing the credit cycle. *Economic Journal*, 125, 1072-1109.
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, 45. árg., bls. 182-198.
- Drehmann, M., Borio, C., og Tsatsaronis, K. (2012). Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term! BIS *Working paper*, No. 380.

3. Ekki ber að lesa sérstaklega í það hvort sveiflan er undir eða yfir núlli á myndunum. Fjármálasveiflan hefur engan kvarða, enda eru ólíkar undirliggjandi fjármálastærðir endurskalaðar svo að meðaltal og staðalfrávik þeirra sé hið sama. Myndunum er fyrst og fremst ætlað að upplýsa hvenær fjármálasveiflan hefur tekið útgildi, hvort hún er í upp- eða niðursveiflufasa og hversu hraður viðsnúningurinn hefur verið frá einum fasa sveiflunnar til annars.

VI Heimili og fyrirtæki

Staða heimila og fyrirtækja hefur batnað umtalsvert á liðnu ári

Fjárhagsstaða einkageirans heldur áfram að batna. Skuldir heimila og fyrirtækja lækkuðu heilt yfir árið 2015 og í lok árs voru þær svipaðar og um aldamótin ef horft er til hlutfalls skulda og landsframleiðslu. Hækkandi eignaverð og vilji til að draga úr skuldsetningu hafa því leitt til aukinnar hreinnar eignar einkageirans. Kaupmáttaraukning hefur sjaldan verið meiri en á síðasta ári og búist er við svipaðri aukningu í ár. Bætt staða heimila hefur skilað sér í minni vanefndum heimila. Tölur um fjölda einstaklinga á vanskilaskrá og gjaldþrot einstaklinga eru þó töluvert hærri en fyrir fjármálaáfallið sem gefur til kynna að hluti einstaklinga býr ennþá við þröng kjör. Staða fyrirtækja hefur einnig þróast með jákvæðum hætti sem meðal annars má merkja í að aukin bjartsýni ríkir meðal stjórnenda fyrirtækja um efnahagshorfur. Fjárfesting fyrirtækja hefur tekið við sér síðustu tvö ár og útlit er fyrir frekari aukningu. Bætta stöðu fyrirtækja má sjá í að skráðum gjaldþrotum fyrirtækja fækkar verulega á milli ára. Vanefndir útlána jukust þó undir lok síðasta árs en rekja má aukninguna einkum til aukinna vanefnda hjá fyrirtækjum í sjávarútvegi og iðnaði og bættrar skráningar.

Heimili

Skuldir heimila lækka áfram

Í árslok 2015 voru skuldir heimila 83,8% af landsframleiðslu og lækkaði hlutfallið um 11 prósentur á árinu 2015 samanborið við 6,5 prósentna lækkun árið 2014. Skuldahlutfallið er svipað nú og árið 1999. Að raunvirði lækkuðu skuldir heimila um tæplega 5% á árinu 2015. Lækkun skuldahlutfallsins má rekja til aukinnar landsframleiðslu og umtalsverðrar lækkunar á nafnvirði skulda sem að stærstum hluta stafar af aðgerðum ríkisstjórnarinnar til lækkunar á höfuðstól verðtryggðra húsnæðislána. Í árslok 2015 höfðu skuldir heimila lækkað um 70 ma.kr. á árunum 2014 og 2015, bæði vegna beinnar niðurfærslu og vegna heimildar til nýtingar séreignarlífeyrissparnaðar. Án þessara aðgerða hefði skuldahlutfall heimila verið rúmlega 87% um síðustu áramót. Í janúar sl. kom síðasti áfangi beinnar niðurfærslu til framkvæmda þegar 25% hluti niðurfærslunnar eða um 19 ma.kr. voru færðir inn á íbúðalán einstaklinga. Þessi aðgerð leiðir til þess að skuldir heimila í lok janúar síðastliðins voru tæplega 83% af landsframleiðslu.

Á árinu 2015 lækkuðu allir flokkar útlána í samanburði við landsframleiðslu ef óverðtryggð lán eru undanskilin en hlutfall þeirra var óbreytt. Að raunvirði hækkuðu þó óverðtryggðar skuldir um tæplega 8% á milli ára en verðtryggðar skuldir lækkuðu um tæplega 7%.

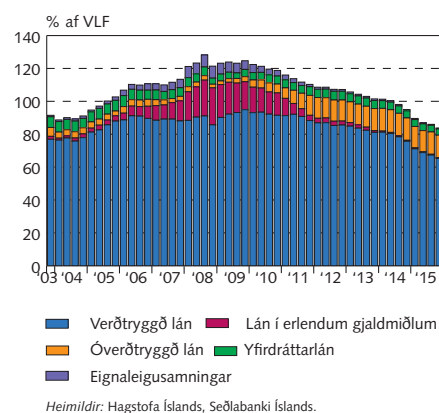
Veðsetningarhlutfall lækkar áfram

Fasteignaverð hækkaði um tæplega 9% á árinu 2015 og 10% á árinu 2014.¹ Hækkun íbúðaverðs samfara lækkun skulda hefur leitt til þess að veðsetningarhlutfall íbúðarhúsnæðis var 39,1% um síðustu áramót og lækkaði um 5 prósentur á milli ára.

Veðrymi hefur því aukist svo að svigrúm er fyrir hendi til að auka skuldsetningu heimila. Laun og ráðstöfunartekjur hafa hækkað

Mynd VI-1

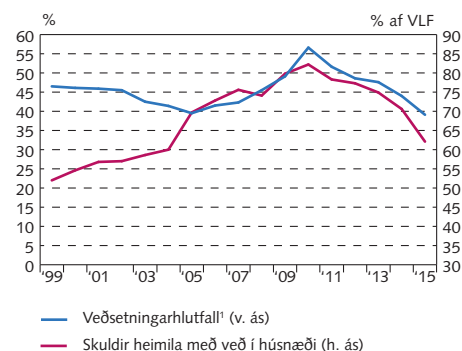
Skuldir heimila sem hlutfall af VLF
4. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Skuldir heimila með veð í íbúðarhúsnæði sem hlutfall af fasteignum og VLF
1999-2015

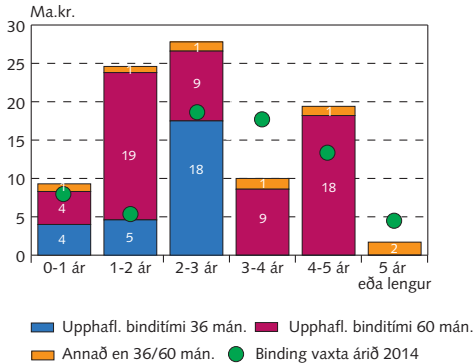


1. Skuldir heimila með veð í íbúðarhúsnæði sem hlutfall af heildareignum heimila í fasteignum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Hér er miðað við vísitölu íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu.

Mynd VI-3

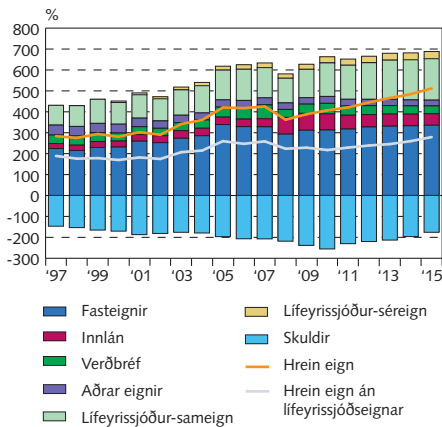
Vaxtaendurskoðun óverðtryggðra íbúðalána með bundna vexti í árslok 2015¹



1. Fjárhæð íbúðalána með bundna vexti, flokkuð eftir tíma í vaxtaendurskoðun. Greint er á milli upphaflegs binditíma. Miðað við bókfært virði útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4

Eignir og skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum¹ 1997-2015



1. Lífeyrissjóðseign miðast við útgreiðslu eftir 30% tekjuskatt. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

mjög sem auka getu heimila til að mæta aukinni skuldsetningu. Þrátt fyrir þessa stöðu dróst útlánastofn heimila leiðréttur fyrir verðlags- og gengisbreytingum og skuldaaðgerðum ríkisstjórnarinnar örlítið saman á árinu. Lækkunin á síðasta ári þegar tillit er tekið til skuldaaðgerða ríkisstjórnarinnar var t.d. mest á fjórða ársfjórðungi síðasta árs. Gögn Seðlabanka Íslands styðja þessa þróun en þau sýna að heimili eru að greiða aukalega inn á lán. Mögulegt er að minni vilji sé hjá heimilum til að skuldsetja sig í kjölfar fjármálaáfallsins.

Fjárhæð sem lögð var inn á íbúðalán í janúar 2016 í tengslum við skuldaaðgerðir stjórnvalda er ekki í áramótastöðunni sem hér er fjallað um og því til viðbótar má áætla að íbúðalán lækki um 22-24 ma.kr. vegna heimildar til að ráðstafa séreignarlífeyrissparnaði inn á íbúðalán.

Aukning í bindingu vaxta óverðtryggðra íbúðalána

Af um 1.370 ma.kr. skuldum heimila með veð í íbúðarhúsnæði í árslok 2015 voru tæplega 210 ma.kr. óverðtryggð lán, en í árslok 2009 var fjárhæð óverðtryggðra íbúðalána aðeins um 2 ma.kr. Hlutfurð óverðtryggðra íbúðalána hefur því á 6 árum aukist frá því að vera nær engin í að vera um 15,3% af íbúðalánum heimila.

Fyrir óverðtryggð lán er algengast að boðið sé upp á breytilega vexti eða að vextir séu bundnir til 36 eða 60 mánaða. Frá því að Seðlabankinn fór að fylgjast með bindingu vaxta hefur stöðugt orðið algengara að vextir séu bundnir til skamms tíma. Í árslok 2015 voru 55% óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna með breytilega vexti en hlutfallið var 63% í árslok 2014. Um 30% óverðtryggðra íbúðalána voru með bundna vexti um síðustu áramót þar sem upphaflegi binditíminn var 60 mánuðir og um 15% voru með bundna vexti þar sem upphaflegi binditíminn var 36 mánuðir. Það er því algengast að vextir séu bundnir til 5 ára.

Munur á breytilegum vöxtum og vöxtum sem fastir eru til 36 eða 60 mánaða hefur minnkað sl. hálf t. ári, samhliða því að vaxtarófið hefur flast út. Yfir þetta sama tímabil hefur nánast öll aukning í óverðtryggðum íbúðalánum verið með bundna vexti. Bendir það til þess að einstaklingar kjósi í auknum mæli að draga úr óvissu vegna væntinga um áframhaldandi hækkun skammtíma vaxta.

Hagur heimila vænkast áfram

Hagur heimila hefur vænkast á hverju ári frá árinu 2010. Miðað við stöðu og þróun helstu hagvísu fyrir heimilin hefur staða þeirra sjaldan verið betri. Eins og fjallað var um hér á undan hefur eignaverð hækkað og skuldsetning minnkað. Jafnframt hefur hagvöxtur verið góður, raungengi styrkst og atvinnuleysi minnkað, en það mældist 3,1% í lok síðasta árs og lækkaði um 1 prósentu á milli ára. Vísitala kaupmáttar launa hækkaði um 7,6% á síðasta ári og hefur vísitalan aldrei hækkað jafn mikið á einu ári eða verið hærri. Seðlabankinn áætlað að kaupmáttur ráðstöfunartekna hækki um 8,7% í ár, en ólíklegt er að slíkar hækkningar standist til lengdar.

Auknar ráðstöfunartekjur hafa leitt til aukinnar einkaneyslu en hún jókst um tæplega 5% á síðasta ári, sem er mesta aukning frá falli fjármálakerfisins, og áætlað er að hún aukist um rúmlega 5% í ár. Vöxtur ráðstöfunartekna á síðasta ári og í ár er hins vegar nokkru

meiri en vöxtur einkaneyslu og því hefur sparnaður heimilanna verið að aukast sem sjá má í sterkari eignastöðu. Forsendur fyrir bættum hag heimilanna eru mun sjálfbærari nú en áður þar sem skuldsetning hefur minnkað mjög og eignastaðan hefur batnað. Heimilin eru því í betri stöðu til að mæta áföllum í framtíðinni en þau hafa verið um margra ára skeið.

Hrein eign heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur jókst um 27 prósentur á árinu og var 512% í árslok. Hækkun hlutfallsins má fyrst og fremst rekja til lægri skulda, en einnig lífeyrissjóðseignar þar sem hún jókst nokkuð í samanburði við ráðstöfunartekjur. Ef lífeyrissjóðseignir eru undanskildar nam hrein eign heimilanna um 280% af ráðstöfunartekjum og jókst um 20 prósentur á síðasta ári. Skuldir heimila eru áætlaðar 177% af ráðstöfunartekjum um síðustu áramót sem er álíka hlutfall og um síðustu aldamót. Skuldir heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur eru töluvert lægri hér á landi nú en í löndum sem hafa verið þekkt fyrir mikla skuldsetningu heimila. Í árslok 2014 var hlutfallið t.d. 305% í Danmörku og 274% í Hollandi. Hlutfallið hér á landi er nú svipað og í Svíþjóð en það var 174% þar í landi í árslok 2014. Síðan má geta þess að hlutfallið var 225% í Noregi og 127% í Finnlandi.

Eiginfjárstaða einstaklinga með íbúðaskuldir styrktir

Mynd VI-5 sýnir að allir aldurshópar einstaklinga með íbúðaskuldir voru með jákvæða eiginfjárstöðu í árslok 2014. Nettóeignarstaða einstaklinga til 55 ára aldurs er svipuð í árslok 2014 og á árinu 1997, en hjá eldri einstaklingum var staðan mun betri en þá. Eignastaðan var verst hjá aldurshópnum 25-30 ára í árslok 2010 þegar eigið fé var neikvætt um 3,8 m.kr. á verðlagi ársins 2014. Nettóeign þessa hóps var orðin jákvæð um 1,1 m.kr. í árslok 2014.

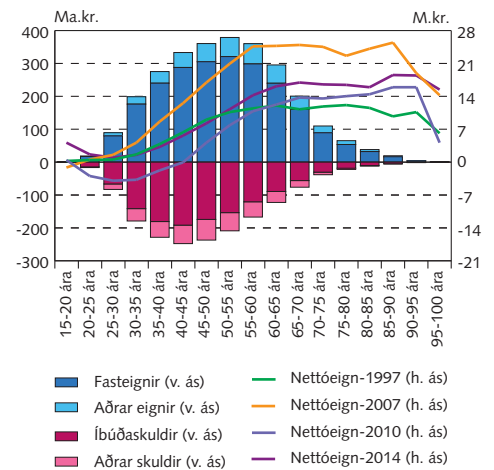
Meiri skuldsetning þeirra sem yngri eru hefur leitt til þess að eiginfjárstaða þeirra hefur sveiflast meira en eldri einstaklinga. Eign í fasteign er jafnframt hærra hlutfall af heildareignum hjá þeim sem yngri eru. Hlutfall fasteigna af heildareignum var í árslok 2014 um 89% hjá aldurshópnum 25-35 ára en t.d. um 81% hjá aldurshópnum 60-65 ára. Yngri einstaklingar eru því viðkvæmari fyrir ytri áföllum eins og sveiflum í eignaverði eða tekjum og eru með minna af seljanlegum eignum til að ganga á.

Í árslok 2010 voru 44% einstaklinga með íbúðaskuldir (þ.e. framteljenda) með neikvæða eiginfjárstöðu (þ.e. 95% skuldsetningu eða meiri) og 26% einstaklinga skulduðu meira en 125% af eignum. Frá árslokum 2010 hefur staðan batnað verulega en hlutfall einstaklinga með neikvæða eiginfjárstöðu var 26% í árslok 2014 og 10% einstaklinga skulduðu meira en 125% af eignum. Þessa miklu breytingu frá árinu 2010 má rekja til herra eignaverðs, dóma um ólögsmæti gengistryggingar, skuldaaðgerða stjórnvalda og afskriftar skulda. Staða þeirra sem eru með íbúðaskuldir styrktist enn frekar á síðasta ári þar sem íbúðaverð hækkaði áfram mikið og mestur þungi var í skuldaaðgerðum ríkisstjórnarinnar á því ári.

Skipta má einstaklingum án íbúðaskulda í tvo hópa, þ.e. þeirra sem eiga sitt húsnæði skuldlaust og hinna sem eiga ekki húsnæði og eru að öllum líkindum á leigumarkaðnum. Líklegt er að þeir sem eiga sitt húsnæði skuldlaust séu með jákvæða eiginfjárstöðu og lágt skuld-

Mynd VI-5

Eignir, skuldir og nettóeign eftir aldurshópnum¹
Árið 2014

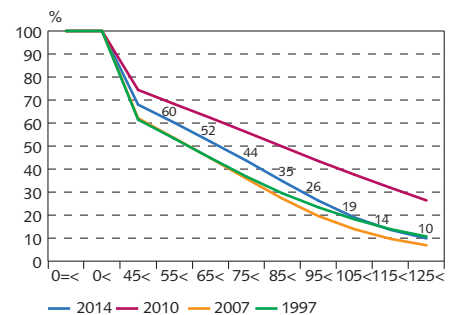


1. Myndin nær aðeins til einstaklinga með íbúðaskuldir. Vinstri ás sýnir heildareignir og skuldir hvers aldurshóps árið 2014 og hægri ás sýnir nettóeignarstöðu á verðlagi ársins 2014.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6

Hlutfall framteljenda með íbúðaskuldir sem eru með skuldsetningu yfir tilteknu hlutfalli¹



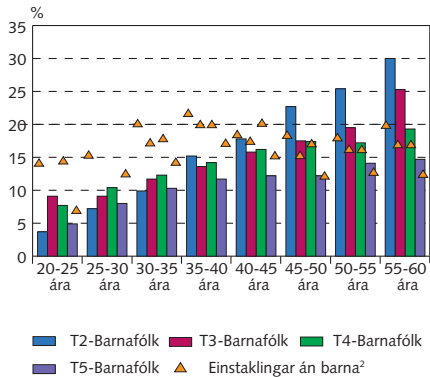
1. Uppsafnað. Hlutfall framteljenda með íbúðaskuldir árið 2014: 100% framteljenda eru skuldsettir, 60% skulda 45% eða meira af eignum o.s.frv.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-7

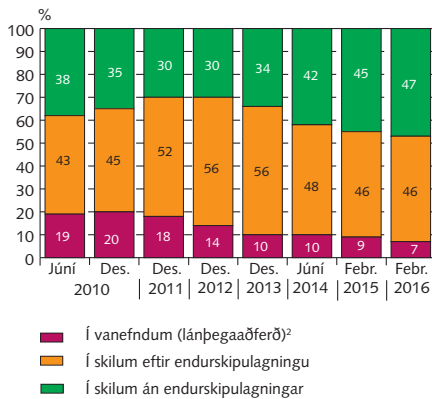
Vaxtabyrði lána eftir tekjuhópum, aldri og fjölskyldugerð¹

Árið 2014, nær aðeins til einstaklinga með íbúðaskuldir



1. Hrein vaxtagjöld alls sem hlutfall af ráðstöfunartekjum, þ.e. tekið hefur verið tillit til vaxtabóta. Lægsta tekjuhópnum T1 er sleppt. 2. Geta verið hjón eða einstaklingar í sambúð.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-8

Staða útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna og íbúðalánasjóðs til heimila¹

1. Móðurfélög, bókfært virði. 2. Útlán í vanefndum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum, í frýstingu eða greiðsla er talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er í vanefndum eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanefndum (e. cross default method).
Heimil: Fjármálaeftirlitið.

setningarhlutfall. Því er líklegt að þeir sem eru á leigumarkaðnum fylli þann hóp einstaklinga sem eru án íbúðaskulda og með neikvæða eiginfjárstöðu. Staða þessa hóps hefur lítið breyst frá árinu 2010, en hlutfall einstaklinga án íbúðaskulda með neikvætt eigið fé var 28% í árslok 2010 en 27% í árslok 2014. Ef aðeins er horft til þeirra sem skulduðu meira en 125% af eignum var hlutfallið 26% í árslok 2010 en 25% í árslok 2014.

Vaxtabyrði barnafólks eykst með aldri

Í *Fjármálastöðugleika 2015-1* var greint frá vaxtabyrði lána eftir tekjuhópum, aldri og fjölskyldugerð. Sú greining tók mið af öllum skattframteljendum og var vaxtabyrði einstaklinga með börn hærra en einstaklinga án barna fyrir alla aldurs- og tekjuhópa. Framtalsgögn fyrir árið 2014 voru sérstaklega unnin af Hagstofu Íslands fyrir einstaklinga með íbúðaskuldir. Þegar vaxtabyrði þessa hóps er skoðuð eftir tekjuhópum, aldri og fjölskyldugerð blasir við svolítið önnur mynd. Segja má að einstaklingar með börn (geta verið hjón, einstaklingar í sambúð eða einstæðir foreldrar) séu nú með lægri vaxtabyrði upp að 40 ára aldri en einstaklingar án barna. Skýringuna á því að ungt barnafólk er með lægri vaxtabyrði en ungir einstaklingar án barna, er helst að finna í því að hlutfall einhleypinga er mun hærra hjá einstaklingum án barna, en einhleypingar hafa aðeins tekjur eins einstaklings til að greiða af íbúðaláni. Ekki er hægt að finna skýringuna í vaxtabótum þar sem hlutfallslega virðist sem einstaklingar með börn hafi ekki meiri vaxtabætur en einstaklingar án barna. Miðað við heildarfjárhæð er þó rétt að benda á að stór hluti vaxtabóta fer til barnafólks.

Eldra barnafólk, þ.e. á aldrinum 45-60 ára, er með mestu vaxtabyrðina. Athyglisvert er að sjá hvernig vaxtabyrði barnafólks eykst með aldri á meðan vaxtabyrði einstaklinga án barna er nánast óháð aldri. Margt bendir til þess að þeir sem bera mestu vaxtabyrðina séu barnafólk sem tók á sig miklar skuldir til að stækka við sig húsnæði á árunum 2004-2008 þegar aðgengi að lánsfé var auðveldara.

Vanefndahlutfall heimila lækkar áfram

Í lok febrúar síðastliðins voru um 6,8% af heildarútlánnum þriggja stærstu viðskiptabankanna og íbúðalánasjóðs til heimila í vanefndum m.v. bókfært virði og lánþegaaðferð.² Hlutfall útlána í vanefndum hefur lækkað um 3,3 prósentur frá árslokum 2014. Helsta ástæða fyrir lækkun hlutfalls vanefnda er að fjárhæð lána sem flokkast í innheimtuferli, aðrar vanefndir og í frýstingu hefur lækkað.

Einstaklingum á vanskilaskrá og með skráð gjaldþrot og árangurslaust fjárnám fækka áfram. Í lok mars var fjöldi einstaklinga á vanskilaskrá 25.226, en mestur var fjöldinn 28.307 í lok júlí 2013. Frá árslokum 2014 hefur einstaklingum á vanskilaskrá fækkað um 6%. Einstaklingar með skráð gjaldþrot og árangurslaust fjárnám voru 6.459 í lok febrúar og hafði þá fækkað um 3% frá árslokum 2014, þrátt fyrir fjölgun í desember sl. upp á 760 einstaklinga.

Á árinu 2015 voru 456 einstaklingar úrskurðaðir gjaldþrota sem er 84 einstaklingum færri en árið 2014 en 87 fleiri einstaklingar en árið

2. Með lánþegaaðferð teljast öll lán viðskiptavinar í vanskilum ef eitt lán er komið í vanskil (e. cross default method).

2013. Ástæða þess að mikil fjölgun varð meðal einstaklinga með skráð gjaldprot og árangurslaust fjárnám í desember sl. er líklega sú sama og gjaldprotaráurskurðum fjölgaði mjög árið 2014, en margir einstaklingar væntu þess að tveggja ára fyrningarfrestur krafna í gjaldproti, sem lögfestur var í desember 2010, yrði afturkallaður eftir áramót. Rétt er að benda á að fyrningarfresturinn hefur ekki verið afturkallaður.

Bætt staða heimila misjöfn eftir hópum

Hér á undan hefur verið greint frá bættri stöðu heimila sem að stórum hluta stafar af lækkingu skulda og hækkun eignaverðs. Gripið hefur verið til ýmissa aðgerða sem miða að því að lækka skuldir heimila og dómur um ólögmati lána hafa einnig verið hagfelldir mörgum heimilum. Þessar aðgerðir og hækkun eignaverðs ná hins vegar aðeins til einstaklinga sem eiga sitt húsnæði. Segja má að aðrir, sem að langstærstum hluta eru einstaklingar á leigumarkaðnum (þ.e. leigja eða eru í félagslegri leigu), hafa setið eftir. Hlutfall þeirra sem búa í eigin húsnæði lækkar eftir því sem aldur og tekjur eru lægri. Því má segja að bætt staða heimila nái frekar til eldri og tekjuhærra einstaklinga.

Samkvæmt tölum Hagstofunnar búa um 77,5% einstaklinga í eigin húsnæði í árslok 2014 og því 22,5% sem leigja sitt húsnæði.³ Hlutfall leigjenda hefur hækkað um 8 prósentur frá falli fjármálakerfisins. Um fjórðungur heimila er því leigjendur og þrengri staða hjá þeim getur haft áhrif á stöðugleika þar sem leigjendur geta verið skuldsettir (t.d. með neyslu, bíla- og námsskuldir) og neysla þeirra dregist saman ef húsnæðiskostnaður eykst. Einnig eru í mörgum tilfellum leigjendur framtíðar húsnæðiseigendur. Staða leigjenda skiptir því máli fyrir heilbrigði húsnæðismarkaðarinnar í heild.

Samkvæmt evrópsku lífskjararannsókninni var miðgildi húsnæðiskostnaðar sem hlutfall af ráðstöfunartekjum í árslok 2014 24,3% hjá leigjendum á almenna markaðnum, 18,7% hjá leigjendum sem njóta úrræða og 16,3% hjá einstaklingum í eigin húsnæði með íbúðalán.⁴ Þessi hlutföll á árinu 2010 voru hins vegar 22,6%, 14,2% og 18,4%. Hlutfallið hækkaði því um 1,7 prósentur hjá leigjendum á almenna markaðnum og um 4,5 prósentur hjá leigjendum sem njóta úrræða á meðan það lækkaði um 2,1 prósentu hjá einstaklingum í eigin húsnæði með íbúðalán.

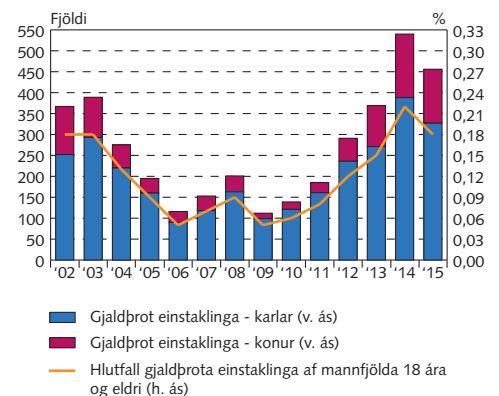
Leigjendur sem njóta úrræða (í flestum tilfellum félagslegra) greiða nú hærra hlutfall af ráðstöfunartekjum sínum vegna húsnæðis en þeir sem búa í skuldsettu íbúðarhúsnæði. Þessi staða er frekar nýtilkomin en til samanburðar var húsnæðiskostnaður leigjenda sem njóta úrræða svipaður og þeirra sem búa í skuldlausu húsnæði árið 2005. Munurinn verður síðan enn þá meiri ef greiningin einskorðast við einstaklinga sem eru með íþyngjandi húsnæðiskostnað, þ.e. þá sem eru með þrengstan fjárhag.⁵ Í árslok 2014 voru 6,1% heimila sem búa í skuldsettu íbúðarhúsnæði með íþyngjandi húsnæðiskostnað á meðan hlutfallið var 18,7% leigjenda á almennum markaði og 13% fyrir leigjendur sem njóta úrræða. Árið 2006 voru þessi hlutföll allt önnur,

3. <https://hagstofa.is/utgafur/nanar-um-utgafu?id=55323>

4. https://hagstofa.is/media/49251/hag_151112.pdf

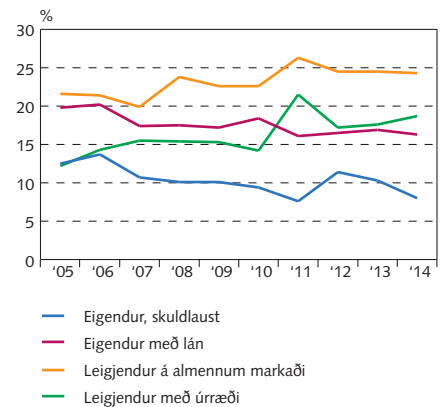
5. Verulega íþyngjandi húsnæðiskostnaður er skilgreindur sem húsnæðiskostnaður sem nemur a.m.k. 40% af ráðstöfunartekjum heimilis.

Mynd VI-9
Gjaldprot einstaklinga¹



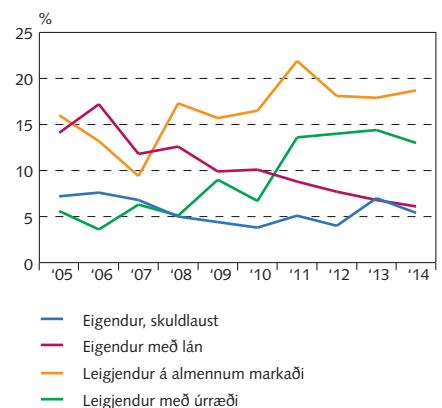
1. Samtala yfir heilt ár.
Heimildir: Dómsstólaráð, Hagstofa Íslands.

Mynd VI-10
Miðgildi hlutfalls húsnæðiskostnaðar af ráðstöfunartekjum Evrópska lífskjararannsóknin



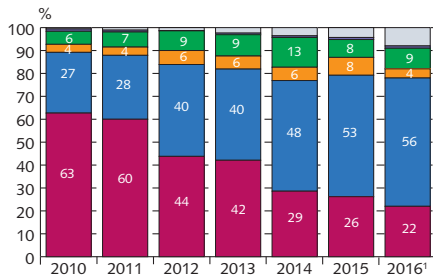
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-11
Hlutfall einstaklinga með íþyngjandi húsnæðiskostnað¹ Evrópska lífskjararannsóknin



1. Verulega íþyngjandi húsnæðiskostnaður er skilgreindur sem húsnæðiskostnaður sem nemur a.m.k. 40% af ráðstöfunartekjum heimilis.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-12

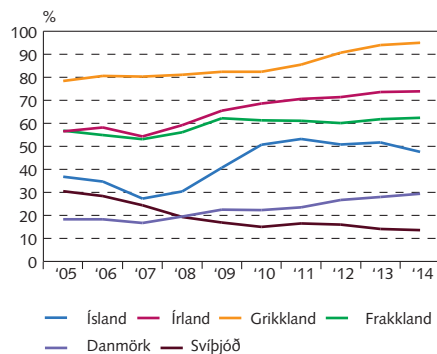
Búsetuform umsækjenda um greiðsluáðögun¹

1. Janúar og febrúar.
Heimild: Umboðsmaður skuldara.

Mynd VI-13

Hlutfall heimila sem eiga erfitt að ná endum saman¹

Evrópska lífsskjararannsóknin

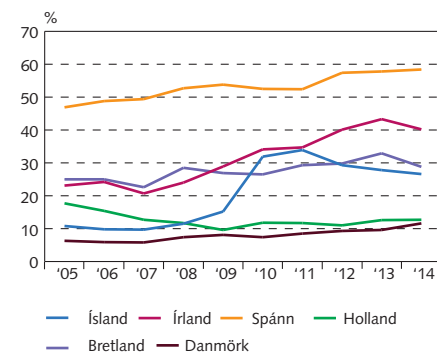


1. Um er að ræða þrjá hópa heimila sem eiga erfitt með að ná endum saman, en skilgreiningarnar eru a) mjög erfitt, b) erfitt og c) að hluta til erfitt.
Heimild: Eurostat.

Mynd VI-14

Húsnæðiskostnaður þung byrði

Evrópska lífsskjararannsóknin



Heimild: Eurostat.

p.e. 17,2% heimila sem búa í skuldsettu íbúðarhúsnæði voru með íþyngjandi húsnæðiskostnað á meðan hlutfallið var 13,2% leigjenda á almennum markaði og 3,6% fyrir leigjendur sem njóta úrræða.

Gögn frá Umboðsmanni skuldara styðja einnig þessa þróun um stöðu leigjenda. Árið 2010 voru 63% þeirra sem sóttu um greiðsluáðögun í eigin húsnæði og 27% á leigumarkaðnum. Í janúar og febrúar í ár var hlutfallið hins vegar orðið 22% hjá þeim sem eru í eigin húsnæði og 56% hjá leigjendum.

Margir eiga enn erfitt með að ná endum saman

Almenn umfjöllun um bætta stöðu heimila byggist á raungögnum. Ljóst er að slík meðaltalsgildi sýna að staða heimila hefur batnað mjög undanfarið. Hins vegar virðist sem batinn sé ekki eins mikill þegar einstaklingar meta sjálfir eigin stöðu. Samkvæmt evrópsku lífsskjararannsókninni áttu um 48% heimila erfitt með að ná endum saman á árinu 2014 og lækkaði hlutfallið um 4 prósentur á milli ára. Hlutfallið var að meðaltali 33% á árinu 2005-2007, en hækkaði síðan hratt í kjölfar fjármálaáfallsins árið 2008. Gera má ráð fyrir að hlutfallið hafi eitthvað lækkað á síðasta ári og muni jafnframt lækka í ár. Það er þó töluvert í land til að ná svipuðu hlutfalli og fyrir fjármálaáfallið.

Það verður að teljast athyglisvert hversu margir telja að þeir eigi erfitt með að ná endum saman eða næstum helmingur þeirra sem taka þátt í könnuninni. Hlutfallið er nánast það sama og árið 2010 þegar staða heimila var sem verst. Ísland er jafnframt ekki eina landið þar sem hátt hlutfall einstaklinga telur sig eiga erfitt með að ná endum saman. Til dæmis var hlutfallið 74% á Írlandi og 95% í Grikklandi á árinu 2014, þ.e. í löndum sem orðið hafa fyrir fjárhagslegum áföllum. Hlutfallið getur einnig verið hátt í löndum sem hafa haft nokkuð stöðugan efnahag eins og í Frakklandi en þar var hlutfallið 62% á árinu 2014. Algengara er þó að hlutfallið sé lægra í löndum þar sem efnahagssveiflur hafa verið minni. Athygli vekur hversu mikill munur er á Íslandi og t.d. Svíþjóð en hlutfall sænskra heimila sem töldu sig eiga erfitt með að ná endum saman á árinu 2014 var um 14%.

Húsnæðiskostnaður ennþá þung byrði

Samkvæmt evrópsku lífsskjararannsókninni árið 2014 töldu 27% einstaklinga að húsnæðiskostnaður væri þung byrði og lækkar hlutfallið um 1 prósentu á milli ára. Hlutfallið hefur lækkað um 7 prósentur frá því að það var hæst árið 2011. Á árunum 2005-2008 var hlutfallið hins vegar rúmlega 10% og hefur mat einstaklinga á húsnæðiskostnaði því breyst mikið. Hlutfallið er einnig hátt í löndum þar sem þrengdi að húsnæðismarkaðnum í fjármálaáfallinu eins og á Írlandi og Spáni. Erfitt er að tengja saman byrði húsnæðiskostnaðar og skuldsetningu heimila. Til dæmis er hlutfall einstaklinga sem telja húsnæðiskostnað þunga byrði mun lægra í Danmörku og Hollandi en hér á landi, þó að skuldsetning heimila í þessum löndum sé mun meiri en hér (sjá umfjöllun fyrir í kaflanum).

Mat einstaklinga hér á landi á byrði húsnæðiskostnaðar í samanburði við raunbyrði, þ.e. húsnæðiskostnað í hlutfalli við ráðstöfunartekjur, er allt annað en í Danmörku, Noregi og Svíþjóð. Samkvæmt evrópsku lífsskjararannsókninni var húsnæðiskostnaður sem hlutfall af ráðstöfunartekjum hér á landi 21,3% árið 2014 og 27% töldu hús-

næðiskostnað þunga byrði eins og áður sagði.⁶ Í Danmörku og Svíþjóð var byrði húsnæðiskostnaðar svipað hlutfall af ráðstöfunartekjum og hér á landi, en hlutfall Dana sem töldu húsnæðiskostnað þunga byrði var meira en helmingi lægra en hér og aðeins ¼ af því sem það var hér í Svíþjóð. Þetta er sérstaklega athyglisvert í ljósi þess að árið 2005 var húsnæðiskostnaður sem hlutfall af ráðstöfunartekjum um 25% á Íslandi og í Svíþjóð og hlutfall þeirra sem töldu húsnæðiskostnað þunga byrði árið 2004 var þá mjög svipað í báðum löndunum eða um 13% á Íslandi og um 14% í Svíþjóð. Mikið samræmi er í þessum tölum. Í árslok 2014 upplifa Íslendingar og Svíar hins vegar svipaða skuldsetningu með mjög ólíkum hætti.

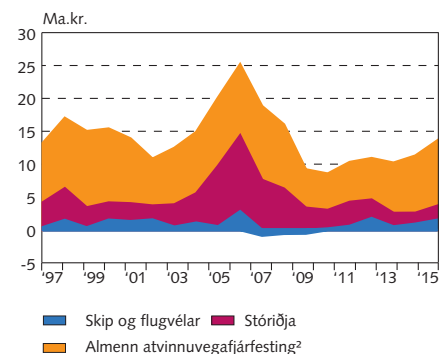
Fyrirtæki

Aukin bjartsýni um efnahagshorfur meðal stjórnenda fyrirtækja

Fjárfesting fyrirtækja hefur tekið við sér á síðastliðnum tveimur árum. Árið 2015 jókst hún til dæmis um 30% milli ára en í hlutfalli við landsframleiðslu jókst hún um 2,3 prósentur. Ef litið er fram hjá fjárfestingu í stóriðju, skipum og flugvélum og aðeins beint augum að almennri atvinnuvegafjárfestingu hefur fjárfesting aukist verulega á undanförunum misserum. Árin 2009-2012 virðast einkennast af lágmarksfjárfestingu og nauðsynlegu viðhaldi rekstrarfjármuna. Árið 2015 jókst almenn atvinnuvegafjárfesting um 23% frá fyrra ári, sem er jafnframt meðaltalsaukning síðustu þriggja ára. Aukningin er töluvert meiri en til dæmis árin 2011-2012 þegar vöxturinn nam að meðaltali 8% á ári og áþekkt aukningu árána 2003-2005. Þá er útlit fyrir áframhaldandi aukningu í almennri atvinnuvegafjárfestingu en í könnun Deloitte meðal fjármálastjóra 300 stærstu fyrirtækja landsins frá því í nóvember 2015 kom fram að yfir helmingur þeirra sagðist reikna með að fjárfesta í varanlegum rekstrarfjármunum í nánustu framtíð og tæplega 20% stefna á annars konar fjárfestingu, meðal annars kaup á fyrirtækjum eða rekstrareiningum. Þetta virðist haldast í hendur við aukna bjartsýni forstjóra stærstu fyrirtækja landsins en gildi vísitölu efnahagslífsins hefur ekki verið hærra frá fjármálaáfallinu.⁷ Gildi hennar var 191 í byrjun árs 2016 en til samanburðar hefur hún hæst farið í 197 frá því að mælingar hófust, þ.e. í maí árið 2007, en fyrstu árin eftir fjármálaáfallið var hún mjög nálægt núlli.

Efnahagsumhverfi fyrirtækja hefur batnað frá lokum árs 2014. Viðskiptakjör bóttnuðu um 0,7% á árinu, meðal annars vegna lækkandi heimsmarkaðsverðs olíu og hækkandi verðs sjávarafurða. Fjölgun ferðamanna hefur jafnframt jákvæð áhrif en þeim fjölgaði um 29% milli ára en tæplega 1,3 milljónir heimsóttu landið árið 2015. Útlit er fyrir áframhaldandi fjölgun næstu árin, sjá ítarlegri umfjöllun um fjölgun erlendra ferðamanna og vöxt hlutar ferðaþjónustunnar í útflutningstekjum þjóðarinnar í kafla II. Hins vegar hafa hagvaxtarhorfur helstu viðskiptalanda Íslands versnað lítillega en spáð er að hagvöxtur þeirra verði að meðaltali 1,9% á næstu tveimur árum sem getur endurspeglast í lækkandi eftirspurn eftir útfluttri vöru frá Íslandi.⁸

Mynd VI-15
Undirliðir atvinnuvegafjárfestingar¹



1. Notast er við gögn upp úr gagnagrunni QMM-likansins. Fjárhæðir miðast við verðlag ársins 2005. 2. Atvinnuvegafjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla.

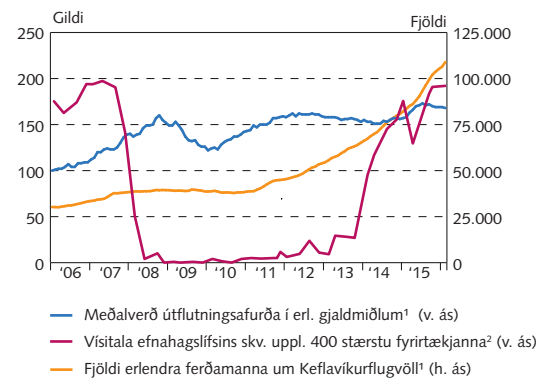
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

53

FJÁRMÁLASTOÐUGLEIKI
2016 • 1

Mynd VI-16

Þróun útflutningsverðs á erlendum mörkuðum, fjölda erlendra ferðamanna um Keflavíkurlugvöll og vísitölu efnahagslífsins



1. Notast er við 12 mánaða hreyfanlegt meðaltal fyrir meðalverð útflutningsafurða og fjölda erlendra ferðamanna. 2. Vísitala efnahagslífsins segir til um það hvernig 400 stærstu fyrirtækin meta aðstæður í efnahagslífinu hverju sinni.

Heimildir: Ferðamálastofa, Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

6. Sjá http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/ILC_MDED01.

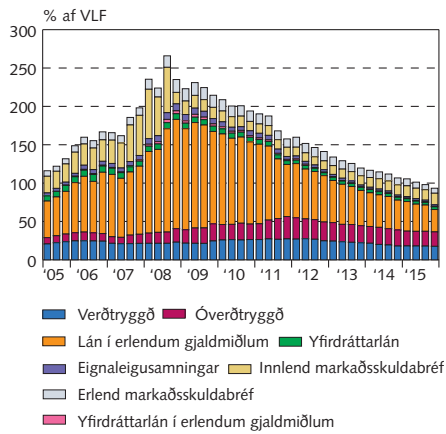
7. Vísitalan er reiknuð upp úr spurningavagni Gallup um stöðu og væntingar forstjóra 400 stærstu fyrirtækja landsins til efnahagsþróunar.

8. Sjá spá um hagvaxtarhorfur viðskiptalanda Íslands í *Peningamálam* 2016/1.

Mynd VI-17

Skuldir íslenskra fyrirtækja sem hlutfall af vergri landsframleiðslu¹

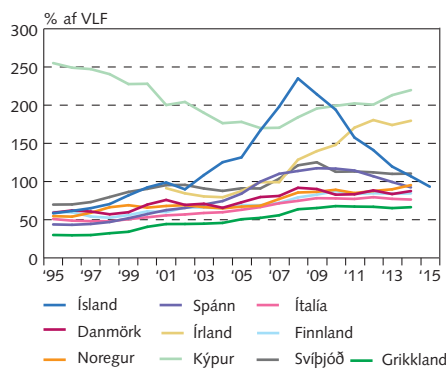
2. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2015



1. Skuldir við innlend og erlend fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Skuldir eignarhaldsfélaga eru ekki taldar með skuldum fyrirtækja. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-18

Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í erlendum samanburði¹

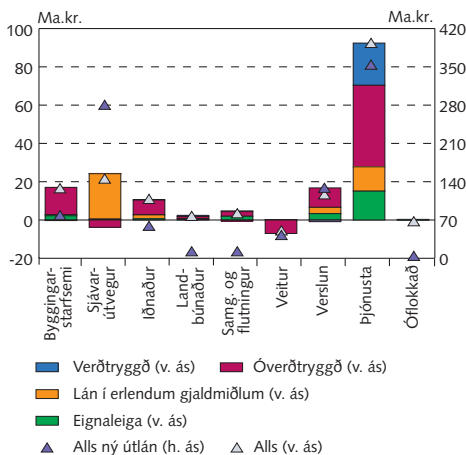


1. Skuldir íslenskra fyrirtækja eru skuldir við innlend og erlend fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-19

Hrein ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja til fyrirtækja eftir atvinnugrein og lánaformi árið 2015¹

Samtals voru hrein ný útlán til fyrirtækja 156 ma.kr.



1. Ný útlán að frádregnum uppgreiðslum. Með uppgreiðslum er átt við inn á lán umfram samningsbundnar greiðslur. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Skuldir fyrirtækja lækka milli ára

Í lok árs 2015 voru skuldir fyrirtækja við innlend og erlend fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf 93% af landsframleiðslu. Hlutfallið lækkaði um tæplega 14 prósentur milli ára og skuldir fyrirtækja um 5,6% að raunvirði. Skuldir fyrirtækja eru því hlutfallslega svipaðar og í lok árs 2000, þ.e. um það leyti sem hátækniþólan leið undir lok en skuldir fyrirtækja náðu staðbundnu hámarki í 100% af landsframleiðslu í lok árs 2001. Til samanburðar lækkuðu skuldir um 6,5% að raunvirði árið 2014 og um tæplega 13 prósentur í hlutfalli við landsframleiðslu. Vægi lána í erlendum gjaldmiðlum og erlendra markaðsskuldabréfa hefur minnkað verulega á undanförunum árum. Náði það hámarki eftir fjármálaáfallið og var um 39% af heildarskuldum fyrirtækja í lok árs 2015 en var 52% í lok árs 2014. Miðað við kannanir á fjárfestingaráformum fyrirtækja virðist áfram vera lögð áhersla á innri vöxt og áframhaldandi vilji ríkir til niðurgreiðslu skulda og fjármögnun nýrra verkefna með eigin fé í stað þess að auka skuldsetningu.⁹ Fjallað er um breytingar á útlánastofni fyrirtækja í kafla V.

Hrein ný útlán til þjónustufyrirtækja

Hrein ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja til fyrirtækja, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum umfram samningsbundnar afborganir af lánum, voru 156 ma.kr. á árinu 2015. Í hlutfalli við aðrar atvinnugreinar var lánað mikið til þjónustufyrirtækja á árinu og voru hrein ný útlán til þeirra um 92 ma.kr. eða 60% af hreinum nýjum lánum til fyrirtækja. Þar af var ríflega helmingur til fasteignafélaga en miðað við vöxt í ferðaþjónustu má ætla að stór hluti hafi jafnframt runnið til hennar. Einnig var hlutfallslega mikið lánað til fyrirtækja í sjávarútvegi, um 20 ma.kr., nær einvörðungu í erlendum gjaldmiðlum. Hrein ný útlán veitna voru neikvæð á árinu.

Útlán til fyrirtækja í ferðaþjónustu

Erfitt er að leggja mat á hversu stór hluti af útlánnum undanfarinna ára er vegna vaxtar í ferðaþjónustunni, enda gætit áhrifa ferðaþjónustunnar víðar en í þjónustugeiranum.¹⁰ Sem dæmi má nefna loft- og sjóflutning erlendra ferðamanna til landsins sem flokkast þá undir samgöngur og flutninga. Einnig má ætla að stór hluti af útlánnum til verslunar og þjónustu í landinu sé vegna viðskipta við erlenda ferðamenn og ekki má gleyma byggingu hótela sem smitast þá inn í útlán til fyrirtækja í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð. Fram til þessa hafa heildarútlán til ferðaþjónustunnar ekki verið greind sérstaklega. Hraður vöxtur greinarinnar síðustu ára og mikilvægi í dag, samanber aukið vægi hennar í útfluttri vöru- og þjónustu sem fjallað er um í kafla II, kallar hins vegar á aukna eftirtekt. Seðlabankinn, í samstarfi við viðskiptabankana, hefur því hafið sérstaka gagnaöflun á útlánnum til fyrirtækja í ferðaþjónustu. Fyrsta gagnaöflunin var framkvæmd í lok árs 2015. Niðurstöður úttektarinnar sýna að áætlað bókfært virði útlána til fyrirtækja í ferðaþjónustu var um 127 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi síðasta

9. Sjá til dæmis könnun Deloitte meðal fjármálastjóra 300 stærstu fyrirtækja landsins frá því í nóvember 2015: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/is/Documents/finance/CFOkonnun/Fjarmalastjorakonnun_november_2015.pdf

10. Samkvæmt ISAT 2008-atvinnugreinaflokkuninni.

árs eða um 10% af útlánnum til atvinnufyrirtækja og eignarhaldsfélaga. Til samanburðar eru útlán til fyrirtækja í sjárvarútvegi 22% og verslun um 9%. Útlán til fyrirtækja í ferðaþjónustu eru því orðin nokkuð stór hluti af útlánasafni viðskiptabankanna sem kemur ekki á óvart miðað við hraðan vöxt greinarinnar. Spár gera ráð fyrir að ferðamönnum haldi áfram að fjölga og má því búast við áframhaldandi fjárfestingu í greininni. Á undanförunum árum hefur gengi krónunnar haldist nokkuð stöðugt, meðal annars vegna inngripa Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði til að styrkja gjaldeyrisforða í aðdraganda losunar hafta og vegna þess að hér hafa verið fjármagnshöft. Óvissa um þróun gengis í kjölfar losunar fjármagnshafta eykur útlánaáhættu bankanna.

Gjaldprotum fækkar en vanefndir aukast

Hægfara fækkun fyrirtækja á vanskilaskrá

Í mars sl. voru 5.977 fyrirtæki á vanskilaskrá CreditInfo, 14,5% fyrirtækja í landinu. Til samanburðar voru þau í hámarki um mitt ár 2012 rúmlega 6.500 talsins. Hlutfallslega voru flest fyrirtæki á skrá úr hópi fyrirtækja í byggingarstarfsemi, verslun eða þjónustu, um 15-25% fyrir hverja grein. Einnig voru hlutfallslega mörg félög úr hópi fyrirtækja í fasteignaviðskiptum á skránni eða um 13%.

Mikil fækkun skráðra gjaldþrota og breytt aldurssamsetning

Árið 2015 voru 587 fyrirtæki skráð gjaldþrota eða sem nemur 1,5% fyrirtækja í landinu og voru árangurslaus fjárnám fyrirtækja 4.213 talsins og fækkaði þeim um ríflega 800 milli ára. Skráð gjaldprot árið 2014 voru 799 og fækkaði því gjaldprotum um 27% frá fyrra ári. Skráð gjaldprot ársins 2015 voru svipuð og árið 2006 að fjölda en í hlutfalli við heildarfjölda fyrirtækja voru þau svipuð og um aldamótin síðustu. Gjaldprotum fækkaði í öllum helstu atvinnugreinabálkum en þó hlutfallslega mest meðal fyrirtækja í fjármála- og váttryggingastarfsemi annars vegar og í rekstri gististaða og veitingastarfsemi hins vegar eða um ríflega 40% í hvorum flokki fyrir sig. Flest gjaldprot voru skráð hjá félögum í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð, 121 talsins (21% af heild) og næstflest meðal fyrirtækja í heild- og smásöluverslun, viðgerðum á vélknúnum ökutækjum, 106 talsins (18% af heild).

Aldurssamsetning gjaldþrota fyrirtækja hefur breyst nokkuð á undanförunum árum. Ríflega helmingur gjaldþrota fyrirtækja á árunum 1998-2010 var yngri en sjö ára (mynd VI-23). Eftir fjármálaáfallið varð hins vegar breyting á og lækkaði hlutfall þeirra umtalsvert og var árið 2015 komið niður í um þriðjung gjaldþrota fyrirtækja. Framan af á tímabilinu var algengast að 4-6 ára félög væru skráð gjaldþrota en árið 2015 var algengast að 13 ára og eldri fyrirtæki færu í prot.

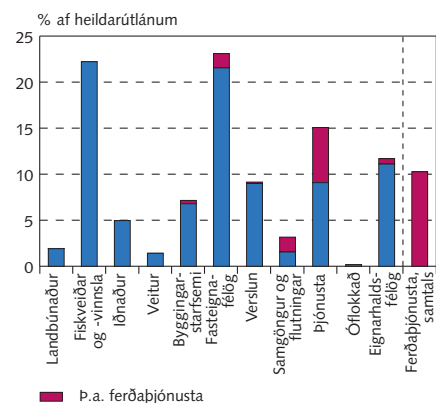
Frá fjármálaáfallinu hafa nýskráningar verið hlutfallslega færri en á fyrri árum sem hefur ef til vill leitt til þess að hlutfall gjaldþrota fyrirtækja er nú jafnara milli aldurshópa (mynd VI-24).

Vanefndir útlána stóru viðskiptabankanna aukast

Hlutfall fyrirtækjalána í vanefndum hjá stóru viðskiptabönkunum var 8,7% í febrúar 2016 ef miðað er við lánþegaadferð (e. cross default method) en samkvæmt þeirri aðferð eru öll lán viðkomandi lánþega talin í vanefndum ef eitt lán er í vanefndum. Hlutfallið hækkaði um

Mynd VI-20

Atvinnuvegaflokkun á útlánnum viðskiptabankanna¹



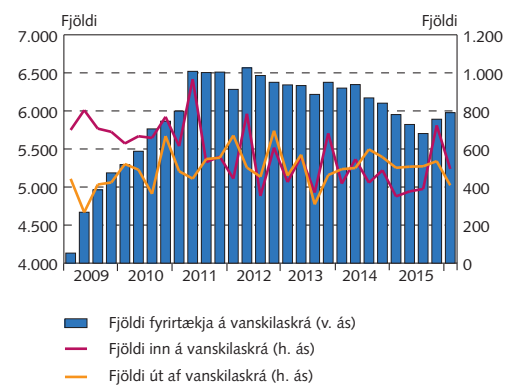
■ P.a. ferðaþjónusta

1. Arion banki, Íslandsbanki, Kvika og Landsbankinn. Útlán sérhverrar atvinnugreinar í hlutfalli við heildarútlán til atvinnufyrirtækja og eignarhaldsfélaga.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-21

Fyrirtæki í vanskilum¹



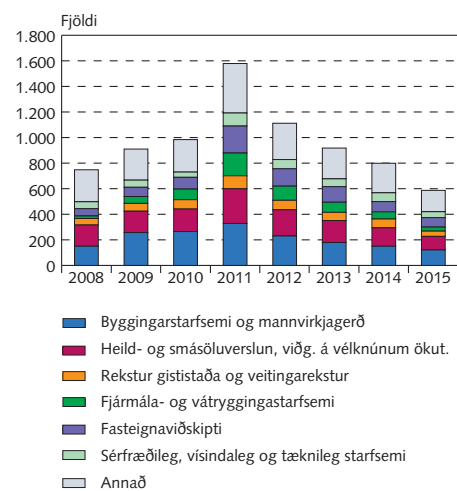
■ Fjöldi fyrirtækja á vanskilaskrá (v. ás)
 — Fjöldi inn á vanskilaskrá (h. ás)
 — Fjöldi út af vanskilaskrá (h. ás)

1. Í mars 2016 voru 5.977 fyrirtæki á vanskilaskrá CreditInfo eða um 14,5% fyrirtækja.

Heimild: CreditInfo.

Mynd VI-22

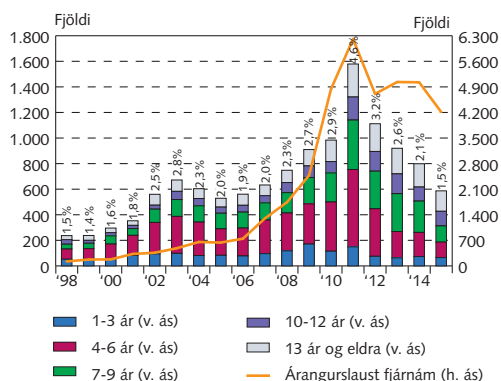
Gjaldprot fyrirtækja eftir stærstu atvinnugreinabálkum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

Mynd VI-23

Aldurssamsetning gjaldþrota fyrirtækja og árangurslaust fjárnám¹

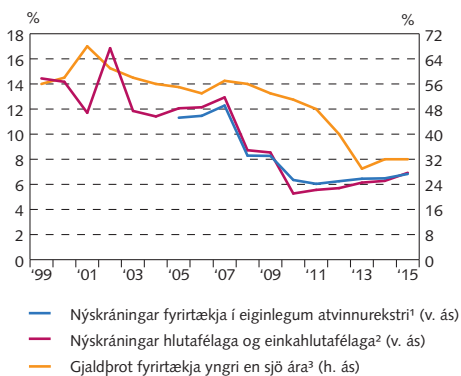


1. Prósentutölur sýna heildarfjölda gjaldþrota sem hlutfall af fjölda atvinnufyrirtækja.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrár Íslands.

Mynd VI-24

Nýskráningar fyrirtækja og gjaldþrot fyrirtækja sem eru yngri en sjö ára

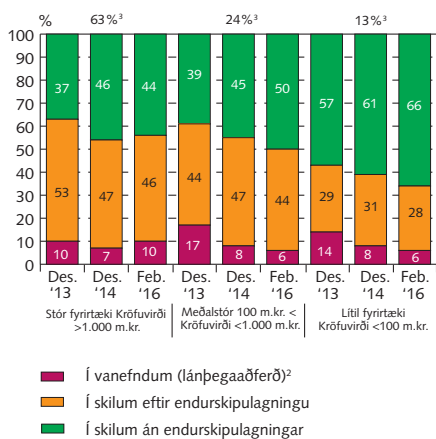


1. Nýskráningar hlutfélaganna og einkahlutfélaganna auk annarra félagaforma sem líklegt er að fyrirtæki í eiginlegum atvinnurekstri notis við, til dæmis s.f., slf. og slf. Hlutfall af heildarfjölda sams konar félaga. 2. Hlutfall af heildarfjölda sams konar félaga. 3. Hlutfall af heildarfjölda gjaldþrota fyrirtækja.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-25

Staða útlána þriggja stærstu viðskipta-bankanna til fyrirtækja eftir fjárhæð kröfu¹



1. Móðurfélög, bókfært virði. 2. Útlán í vanefndum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum, frýstingu eða greiðsla er talin ólíkleg. Eftir lán viðskiptavinar er í vanefndum eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanefndum (e. cross default method). 3. Hlutfall stærðarflokks af heildarútlánum.

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

2,5 prósentur undir lok árs 2015 en rekja má hækkunina einkum til aukinna vanefnda hjá fyrirtækjum í sjávarútvegi og iðnaði og bættrar skráningar í kjölfar útlánaskoðunar Fjármálaeftirlitsins (FME) á lána-safnsskýrslum bankanna. Niðurstöður útlánaskoðunar FME hjá Arion banka leiddu í ljós að sex fyrirtæki í fimmtán fyrirtækja úrtaki hafi verið ranglega skráð og um tvö af fimmtán hjá Íslandsbanka.¹¹ Vanefndir hækkðu aðallega vegna lána til stórra fyrirtækja en vanefndir þeirra voru 7,2% í október 2015 en um 10,4% í febrúar 2016. Hlutfall lána í vanefndum hjá meðalstórum fyrirtækjum var 5,5% í febrúar 2016 og hjá litlum var það 6,2% en til samanburðar var hlutfallið í lok árs 2014 um 7,5% hjá meðalstórum og 8,1% hjá litlum fyrirtækjum. Hafa vanefndir þeirra því lækkað milli ára.

Um 69% af útlánunum til fyrirtækja í vanefndum voru skráð í frýstingu en lítill hluti eða um 2% var skráður í fullnustumeðferð. Þá voru um 7% skráð í innheimtuferli og um 12% í endurskipulagningu. Hátt hlutfall fyrirtækja með lán í frýstingu stafar að mestu leyti af háu hlutfalli stórra fyrirtækja en um 80% af vanefndum stórra fyrirtækja voru frýstingar. Jafnframt var mjög lágt hlutfall stórra fyrirtækja með lán í innheimtuferli eða fullnustumeðferð, tæplega 1%. Eftir sem áður voru vanefndir eignarhaldsfélaga mestar eða um 30% af heildarútlánunum í vanefndum. Ef útlán til eignarhaldsfélaga og opinberra fyrirtækja eru undanskilin námu vanefndir fyrirtækja 6,6% af heildarútlánunum til fyrirtækja í febrúar 2016.

Batnandi staða 500 stærstu fyrirtækjanna¹²

Fjárhagsleg staða 500 stærstu fyrirtækja landsins hefur batnað á undanförunum árum og áfram dregur úr skuldsetningu þeirra.¹³ Eigin-fjárhlutfall þeirra hækkaði um tæplega 3 prósentur og var rúmlega 43% árið 2014. Að sama skapi lækkaði hlutfall langtímaskulda og fjármagns (samtala langtímaskulda og eigin fjár fyrirtækjanna) um 5 prósentur milli ára og var um 47% árið 2014.¹⁴ Skuldsetning 500 stærstu fyrirtækjanna á hverjum tíma hefur ekki verið lægri frá aldamótum. Staða fyrirtækjanna virðist jafnframt vera betri ef skuldir þeirra eru skoðaðar í samhengi við afkomu ársins. Til dæmis var hlutfall hreinna skulda og EBITDA fyrirtækjanna um 4,4 sem er svipað og árið 1997.¹⁵ Þá hefur fyrirtækjum sem skila neikvæðri EBITDA fækkað lítillega milli ára en um 8% af úrtakinu voru með neikvæða EBITDA árið 2014. Svo virðist sem geta fyrirtækja til að greiða af skuldum sínum hafi batnað allverulega, samanber hlutfall rekstrarafgangs á móti vaxtagjöldum. Fyrirtækjum með framangreint hlutfall undir 1 fækkaði um 30 milli ára eða 7 prósentur í hlutfalli við heildarfjölda fyrirtækja í úrtakinu.

11. Sjá niðurstöðu athugunar á umfangi veittra ívilnana FME hjá Arion banka og Íslandsbanka: <http://www.fme.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/gagnsaeistilkynningar/nidur-stada-athugunar-a-umfangi-veittra-ivilnana-hja-arion-banka-hf>; <http://www.fme.is/media/gagnsaei/ISB-gagnsaeistilkynning-7.3.2016.pdf>.

12. Aðeins voru skoðuð fyrirtæki í eiginlegum atvinnurekstri. Fjármálafyrirtækjum og veitum var einnig sleppt við greininguna auk þess sem engin eignarhaldsfélög eru í úrtakinu. Gögnin eru unnin upp úr skattframtölum fyrirtækja. Ítarlegri upplýsingar um stöðu 500 stærstu fyrirtækjanna undanfarinna ára og skýringar á útreikningum má sjá í ritinu *Efnahagsmál nr. 7: 500 veltumestu fyrirtæki landsins: fjármagnsskipan og fjárhagsleg staða*.

13. Fyrirtæki með mestar rekstrartekjur hverju sinni.

14. Skuldir við tengda aðila teljast með langtímaskuldum.

15. Ef hlutfall hreinna skulda og EBITDA er reiknað án skulda við tengda aðila var það um 3,1 í lok árs 2014.

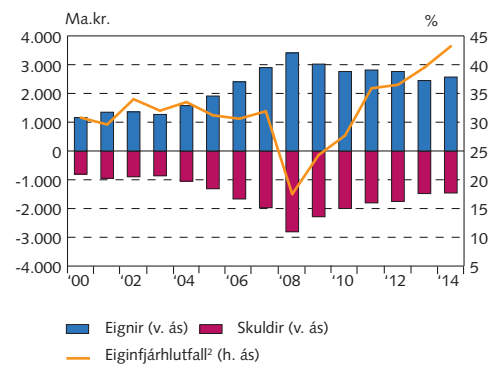
Tafla VI-1 Kennitölur fyrirtækjanna á völdum tímamarkum

	1997	2000	2004	2007	2008	2013	2014
Eiginfjárlutfall	30,4	30,8	33,5	31,9	17,5	39,5	43,2
Langtímaskuldir/Fjármagn	53,7	56,4	54,7	59,6	78,5	51,9	46,9
Heildarskuldir/EBITDA	6,7	10,5	6,8	9,3	12,0	6,3	6,1
Hreinar skuldir/EBITDA	4,4	7,3	4,8	7,2	10,2	4,7	4,4
Langtímaskuldir/EBITDA	3,4	6,0	4,1	6,4	9,3	4,4	4,1
Veltufjárlutfall	1,18	1,21	1,26	1,09	0,87	1,10	1,26
Lausafjárlutfall	0,79	0,86	0,89	0,70	0,60	0,73	0,85
Rekstrarafgangur/Vaxtagjöld	1,42	0,49	1,93	1,40	0,69	1,80	2,92
Fjöldi fyrirtækja með neikvæða EBITDA	38	58	42	55	62	43	41
Fjöldi fyrirtækja með veltufjárlutfall < 1	185	203	156	164	209	155	156
Fjöldi fyrirtækja með hlutfall rekstrarafgangs og vaxtagjalda < 1	182	239	142	179	208	144	114

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-26

Eignir og skuldir á verðlagi ársins 2014 auk eiginfjárlutfalls fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. 2. Eiginfjárlutfallið er hlutfall samtölu eigin fjár og samtölu heildareigna fyrirtækjanna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Óhóflegur útlánavöxtur er vísending um uppbyggingu á kerfisáhættu og veikingu á viðnámsprótti fjármálakerfisins. Hann getur einnig kynt undir verðbólur á eignamörkuðum og þannig ógnað fjármálastöðugleika. Með tilkomu fjármálastöðugleikaráðs og kerfisáhættunefndar hefur þörf fyrir greiningar á útlánavexti aukist. Eitt af markmiðum fjármálastöðugleikaráðs er að vinna gegn óhóflegum útlánavexti og skuldsetningu. Greining á skuldum heimila og fyrirtækja hefur hingað til verið að mestu bundin við stöðu á hverjum tíma fremur en líklega þróun. Mikilvægt er að þróa líkan til að spá fyrir um útlánavöxt heimila og fyrirtækja og hér eru kynnt fyrstu skrefin í þeirri vinnu.

Áhrifabættir skuldsetningar

Skuldsetning ræðst m.a. af tekjum og eignastöðu lántakenda og kostnaði við lántöku. Fleiri þættir geta einnig haft áhrif. Má þar nefna t.d. ástand á vinnumarkaði og þáttum sem erfitt er að mæla eins og þróun og frelsi fjármálamarkaðar og aðgengi lánveitenda að fjármagni.¹ Hér verður aðallega litið til tekna og eignastöðu lántakenda og gert ráð fyrir að skuldsetning ráðist til langs tíma af framangreindum þáttum. Skuldsetning er talin aukast samhliða hærri tekjum og bættri eignastöðu lántakenda, bæði vegna eftirspurnaráhrifa, í samræmi við tilgátuna um varanlegar tekjur (e. permanent income hypothesis),² og vegna framboðsáhrifa en hækkandi tekjur leiða til þess að lántakendur geta staðið undir þyngri greiðslubyrði og bætt eignastaða gerir lántakendum kleift að leggja fram verðmætari veð og/eða meira eigið fé sem ætti að leiða til aukins vilja hjá lánveitanda að veita lán.

Gögnin

Notast er við ársfjórðungsleg gögn á föstu verðlagi, miðað við verðvísitölu einkaneyslu, sem ná frá fyrsta ársfjórðungi 1991 til þriðja ársfjórðungs 2015. Skuldir heimila eru á bókfærðu virði. Skýribreytur líkansins koma úr gagnabanka þjóðhagslíkans Seðlabanka Íslands.³ Notast er við launatekjur heimila og eignastaða er metin út frá fjármálalegum heildarauði. Að lokum er ávöxtunarkrafa á löngum verð-

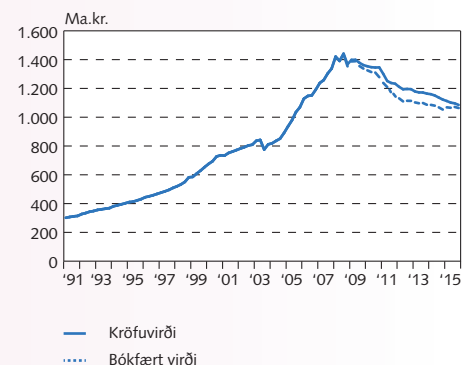
Rammagrein VI-1

Einfalt líkan fyrir skuldir heimilanna

Mynd 1

Skuldir heimila¹

1. ársfj. 1991 - 4. ársfj. 2015

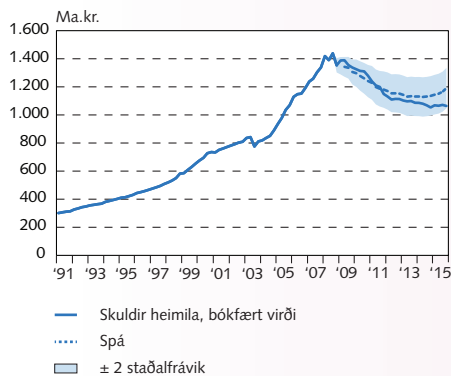


1. Verðlag ársins 2005.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

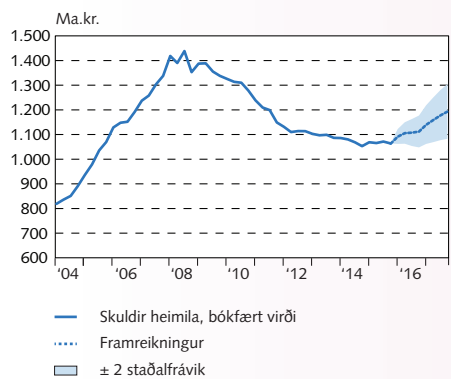
- Nieto, F. (2007). The Determinants of Household Credit in Spain. *Seðlabanki Spánar*.
- Friedman, M. (1957). The Permanent Income Hypothesis. Í *A Theory of the Consumption Function* (bls. 20-37). Princeton University Press.
- Ásgeir Danielsson o.fl. (2015). A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy. *Seðlabanki Íslands*. Working paper nr. 71.

Mynd 2

Raunveruleg og spáð þróun skulda heimila¹

1. Verðlag ársins 2005. Spá frá 4. ársfj. 2008 til 4. ársfj. 2015.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Skuldir heimila¹

1. Verðlag ársins 2005. Framreikningur frá 1. ársfj. 2016 til 4. ársfj. 2017.

tryggðum ríkisskuldabréfum notuð sem mat á kostnaði við lántöku og atvinnuleysi til að meta ástand á vinnumarkaði.⁴

Líkan fyrir skuldir heimila

Metið er einfalt villuleiðréttingarlíkan (e. error correction model) sem gerir ráð fyrir að langtímasamband sé á milli skulda annars vegar og tekna og eignastöðu hins vegar.⁵ Breyturnar í langtímasambandinu eru allar sístæðar við fyrsta tímamismun og samþættar.

Metna jafnan fyrir skuldir heimila er (t-gildi fyrir tilgátuna um að stikinn sé 0 eru í svigum, litlir stafir tákna logra og Δ tákna breytingu frá síðasta ársfjórðungi):⁶

$$\Delta d_t = -0,14 + 0,30\Delta d_{t-4} - 0,33UR_{t-1} + 0,18\Delta w_{t-1} - 0,87\Delta R_{t-2} - 0,049(d - 0,94y - 0,45w)_{t-1} + \varepsilon_t$$

(2,0) (4,8) (3,3) (4,3) (3,0)
(2,33)

þar sem d eru skuldir heimila á bókfærðu virði, UR er atvinnuleysi, w er heildar fjármálaglegur auður, R eru raunvextir og y eru meðallaunatekjur síðustu fjóra ársfjórðunga.⁷ Neðri línan lýsir frávikinu frá langtímajafnvæginu og stikinn fyrir framan svigann lýsir því hversu mikið af frávikinu er leiðrétt á hverjum ársfjórðungi eða 4,9%. Til langs tíma leiðir einnar prósentu aukning í launatekjum til þess að skuldir aukast um 0,94 prósent og einnar prósentu aukning í fjármálaglegum auði leiðir til þess að þær aukast um 0,45 prósent. Áhrif breytinga í breytum langtímasambandsins á skuldsetningu eru hins vegar tiltölulega lengi að koma fram að fullu en 4,9% af frávikinu eru leiðrétt á hverjum ársfjórðungi. Til skamms tíma hafa atvinnuleysi og vextir neikvæð áhrif á skuldir en fjármálaglegur heildarauður jákvæð. Á mynd 2 má sjá að líkaninu gengur ágætlega að lýsa þróun skulda frá hrúni. Á seinni hluta tímabilsins er spáin þó ívið hærri en raunveruleg skuldsetning sem má líklegast rekja til aðgerða stjórnvalda í skuldamállum heimilanna.

Horfur á aukinni skuldsetningu heimila á næstu tveimur árum

Út frá metna sambandinu að framan er hægt að framreikna skuldir heimila. Framreikningurinn byggist á grunnspá Seðlabanka Íslands, úr *Peningamállum* 2016/1. Samkvæmt líkaninu munu útlán til heimila vaxa að raunvirði um 4,6% á árinu 2016 og um 7,3% á árinu 2017 sem er ívið herra en hagvöxtur miðað við nýjustu spár. Margt hefur breyst á síðustu árum sem líkanið tekur ekki tillit til. Í dag þurfa viðskiptabankarnir að viðhalda mun herra eiginfjárlutfalli með tilkomu nýrra eignfjárauka, lausafjárkröfur eru viðtækari ásamt því að aðgangur að erlendu lánsfjármagni er takmarkaðri. Þá er einnig líklegt að fjármálaáfallið og áhrif þess á heimili hafi leitt til þess að vilji til skuldsetningar sé nú minni en áður. Líkanið getur því verið að ofmeta útlánavöxt næstu ára. Þá inniheldur tímabilið einnig

4. Ávöxtunarkrafa á 5 ára verðtryggðum ríkisskuldabréfum, sjá Ásgeir Danielsson o.fl., (2015). A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy. *Seðlabanki Íslands*. Working paper nr. 71.

5. Langtímasambandið er metið með einföldu OLS-líkani þar sem eftirfarandi mat fékkst: $d_t = -3,3 + 0,94y_t + 0,45w_t$ þar sem d eru skuldir heimila, y eru meðallaunatekjur síðustu fjóra ársfjórðunga og w er fjármálaglegur heildarauður.

6. Mátgæði líkansins eru eftirfarandi: Leiðrétt $R^2 = 70,0\%$ og staðalfrávik aðhvarfs er 1,3%. Niðurstöður afgangslíðar prófa eru eftirfarandi (p-gildi í svigum): Jarque-Bera-próf á normaldreifni: JB = 0,37 (0,83), LM-próf á sjálffylgni: F-gildi = 0,75 (0,48) og Breusch-Pagan-Godfrey-próf á misdreifni: F-gildi = 0,48 (0,84). Afgangslíður líkansins er því normaldreifður, inniheldur ekki sjálffylgni og er ekki misdreifður.

7. Líkanið inniheldur einnig tvær gervibreytur. Önnur tekur gildið 1 á þriðja ársfjórðungi 2003 vegna kerfisbreytingar á gagnasöfnun útlána en 0 annars og hin tekur gildið 1 á fjórða ársfjórðungi 2008 en 0 annars.

óvenjulega stóra fjármálasveiflu sem getur haft áhrif á matið. Engu að síður er ljóst að staða heimila hefur vænkast mikið síðustu ár á sama tíma og skuldsetning hefur farið minnkandi. Aukið svigrúm er því til staðar fyrir skuldsetningu. Eins og fram kom er líkanið enn í þróun. Næstu skref munu m.a. fela í sér ítarlegri skoðun á framboðshliðinni m.a. skoðun áhrif lausafjárstöðu lánveitenda og aðgangs þeirra að fjármagni á útlánvöxt.

Í samræmi við stefnuyfirlýsingu núverandi ríkisstjórnar voru lögð fram tvö lagafrumvörp vorið 2014, þar sem markmiðið var að ná fram lækun á höfuðstól verðtryggðra húsnæðislána. Annars vegar er um að ræða beina niðurfærslu fjármagnaða úr ríkissjóði og hins vegar skattfrjálsan séreignarlífeyrissparnað sem hægt er að ráðstafa inn á húsnæðislán.¹ Fjármála- og efnahagsráðherra lagði fram skýrslu á Alþingi um aðgerðirnar í lok júní 2015.² Eftir að lokaframlag beinnar niðurfærslu var fært inn á húsnæðislánin í byrjun janúar síðastliðins (25% hluti), óskaði Seðlabanki Íslands eftir upplýsingum um skuldaaðgerðirnar frá innlánsstofnunum, Íbúðalánasjóði og 12 stærstu lífeyrissjóðunum en ekki er unnt að greina niðurfærslu lána m.t.t. tegundar útlána út frá gögnum ríkisskattstjóra sem sér um úrvinnslu upplýsinga vegna aðgerðanna. Greint er frá helstu niðurstöðum fyrirspurnarinnar í þessari rammagrein.

Bein niðurfærsla

Heildarfjárhæð beinnar niðurfærslu í byrjun febrúar sl. nam samkvæmt upplýsingum frá ríkisskattstjóra 79,2 ma.kr. og þar af hefur 73,3 ma.kr. verið ráðstafað inn á húsnæðislán og 5,9 ma.kr. verður ráðstafað í formi persónuafsláttar frá og með 2015 til 2018. Svör lánveitenda við fyrirspurn Seðlabankans eru í samræmi við tölur ríkisskattstjóra. Kröfuvirði húsnæðislána vegna aðgerðanna lækkaði um 1,6 ma.kr. árið 2014, 52,9 ma.kr. árið 2015 og 18,8 ma.kr. árið 2016. Miðað við svör lánveitenda nær bein niðurfærsla húsnæðislána til um 68.000 aðila.³ Kröfuvirði þessara lána nemur um 655 ma.kr. og miðast sú fjárhæð við stöðu lána fyrir niðurfærslu. Miðað við fjárhæð beinnar niðurfærslu er hlutfallsleg lækun á kröfuvirði lána um 11,2%.

Hlutfallsleg lækun húsnæðislána er misjöfn eftir lánastofnunum,⁴ þ.e. lán sem tilheyra lífeyrissjóðunum lækka að jafnaði um 15,2% og lán hjá Íbúðalánasjóði um 12%, en óverðtryggð lán innlánsstofnana lækka að jafnaði um 10,9% og verðtryggð lán um 9,3% (mynd 2). Bein niðurfærsla hefur því hlutfallslega meiri áhrif á lán lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs en innlánsstofnana, þó að fjárhæðir sem færðar eru inn á hvert lán séu hærri hjá innlánsstofnunum. Þessi niðurstaða kemur ekki á óvart þar sem skorður hafa verið við fjárhæð nýrra útlána hjá Íbúðalánasjóði og lífeyrissjóðum og lífeyrissjóðslán lengi verið notuð sem viðbótarlán til að brúa fjármögnun við íbúðarkaup. Ráðstöfun fjárhæðar til að lækka höfuðstól fasteignaveðlána fer eftir veðröð þeirra lána sem hvíla á hverri fasteign. Af þessum sökum hafa 6,3 ma.kr. verið færðir inn á óverðtryggð lán, þó að heiti aðgerðanna miðist við verðtryggð húsnæðislána. Öll óverðtryggð lán sem hljóta beina niðurfærslu eru hjá innlánsstofnunum og eru 22% fjárhæðar þessara stofnana færð inn á óverðtryggð lán.

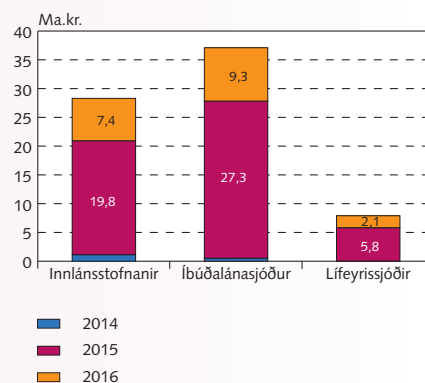
1. Ýmis gögn um skuldaaðgerðirnar má finna á síðunni <https://www.forsaetisraduneyti.is/leidrettingin/>.
2. Sjá <http://www.althingi.is/altxt/144/s/1486.html>.
3. Aðili er skilgreindur sem einstaklingur, hjón eða samskattaðir.
4. Hér er miðað við að bein niðurfærsla sé færð inn á eitt lán sem tilheyrir hverjum aðila.

Rammagrein VI-2

Lækun höfuðstóls verðtryggðra húsnæðislána

Mynd 1

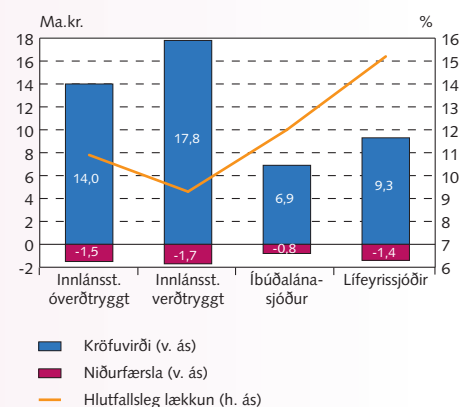
Bein niðurfærsla húsnæðislána eftir lánveitendum og ári



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

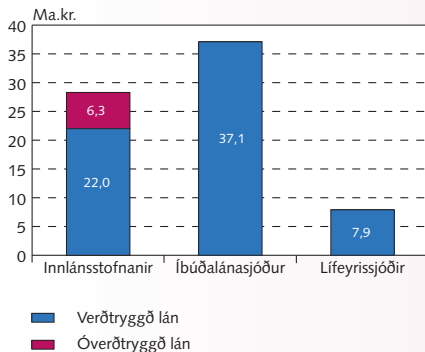
Kröfuvirði húsnæðislána og bein niðurfærsla á aðila¹



1. Hér er miðað við meðaltals gildi og að eitt lán tilheyrir hverjum aðila. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

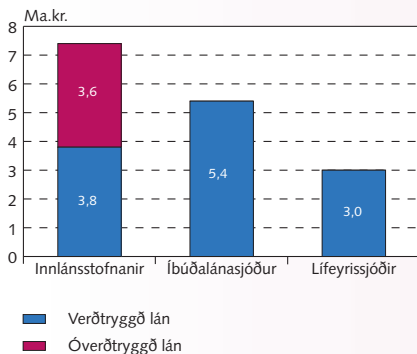
Bein niðurfærsla húsnæðislána eftir tegund lána



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Niðurfærsla húsnæðislána vegna séreignarsparnaðar eftir tegund lána



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Séreignarlífeyrissparnaður

Séreignarsparnaðarleiðin er tvenns konar. Annars vegar er um að ræða séreignarsparnað sem hægt er ráðstafa inn á húsnæðislán og hins vegar heimild til ráðstöfunar séreignarsparnaðar án skattgreiðslu til kaupa á fasteign. Fyrirspurn Seðlabankans náði aðeins til ráðstöfunar séreignarsparnaðar inn á húsnæðislán.

Byrjað var að ráðstafa séreignarsparnaði inn á húsnæðislán í nóvember 2014 og í lok janúar síðastliðins nam fjárhæð séreignarsparnaðar sem búið er að ráðstafa inn á húsnæðislán um 15,8 ma.kr., sem er í samræmi við tölur ríkisskattstjóra.

Dreifing séreignarsparnaðar niður á lánveitendur er önnur en fyrir beinu niðurfærsluna, þar sem 7,4 ma.kr. eða 48% fjárhæðarinnar er ráðstafað inn á lán sem tilheyra innlánsstofnunum, en hlutfallið var 39% í beinu niðurfærslunni. Af þessum 7,4 ma.kr. eru 3,6 ma.kr. vegna óverðtryggðra lána sem er um 24% af heildarfjárhæð séreignarsparnaðar sem ráðstafað er til skuldalækkunar. Greiðslur inn á óverðtryggð lán hafa að meðaltali verið hærri en á verðtryggð lán, en á þeim 15 mánuðum sem fyrirspurnin nær til er meðalfjárhæð inn á óverðtryggt lán um 640 þ.kr., meðan fjárhæðin er 560 þ.kr. fyrir verðtryggt lán hjá innlánsstofnun, 470 þ.kr. hjá lífeyrissjóðum og 450 þ.kr. hjá Íbúðalánasjóði.⁵ Einnig er athyglisvert að kröfuvirði óverðtryggðra lána er töluvert lægra en verðtryggðra lána eða um 6,5 m.kr. meðan kröfuvirði verðtryggðra lána er um 9 m.kr. Hlutfallsleg lækkun óverðtryggðra lána vegna séreignarsparnaðarleiðarinnar er því mun meiri en verðtryggðra lána.

Þeir sem nýta sér séreignarsparnaðarleiðina geta ráðstafað 4% iðgjalds launþega og 2% af mótframlagi vinnuveitenda inn á húsnæðislán. Laun einstaklinga segja því til um hversu háar greiðslur eru, en þó er þak á þeim sem miðast við 750 þ.kr. á ári fyrir hjón/samskattaða og 500 þ.kr. fyrir einstaklinga. Hjón geta því verið með samtals laun að fjárhæð 12,5 m.kr. á ári og einstaklingar 8,3 m.kr. án þess að hámarki sé náð. Ráðstöfun séreignarsparnaðar inn á húsnæðislán bendir til þess að þeir sem ráðstafa séreign inn á óverðtryggð lán hafi hærri tekjur en þeir sem ráðstafa séreign inn á verðtryggð lán. Þessi niðurstaða er í samræmi við upplýsingar sem komu fram í fyrirspurn Seðlabankans á árinu 2014 um ný íbúðalán, þ.e. tekjur lántakenda sem tóku óverðtryggð lán voru hærri en tekjur þeirra sem tóku verðtryggð lán (sjá Rammagrein V-1 í *Fjármálastöðugleika 2014-1*).

Ljóst er að aðgerðir ríkisstjórnarinnar til lækkunar höfuðstóls húsnæðislána hafa haft töluverð áhrif á skuldastöðu heimila, en í lok janúar 2016 var búið að færa eftirstöðvar húsnæðislána niður um 89 ma.kr. vegna beinnar niðurfærslu og séreignarsparnaðar. Ráðstöfun vegna séreignarsparnaðarleiðarinnar hefur verið nokkuð jöfn þá 15 mánuði sem þessi greining nær til, þ.e. ekki er hægt að sjá að aukning hafi orðið á seinni hluta tímabilsins. Ef fjárhæðin verður svipuð þá 19 mánuði sem eftir eru af tímabilinu má áætla að séreignarsparnaðarleiðin verði til þess að skuldir heimila lækki um 40 ma.kr. að teknu tilliti til væntra launahækkana. Upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir að húsnæðislán heimilanna myndu lækka um 70 ma.kr. vegna séreignarsparnaðarleiðarinnar og því ljóst að skuldir heimila lækki um 113 ma.kr. vegna skuldaaðgerða ríkisins. Við þessa fjárhæð má síðan bæta 5,9 ma.kr. sem verður ráðstafað í formi persónuafsláttar. Heildarumfang skuldaaðgerða ríkisins verður þá væntanlega um 120 ma.kr., en upphaflegar áætlanir miðuðust við 150 ma.kr.

5. Hér er miðað við að hver aðili sé með eitt lán sem séreignarsparnaði er ráðstafað inn á.

Uppgjör slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja

Slitabú fallinna fjármálafyrirtækja, þ.e. gömlu viðskiptabankanna, hafa nú gengið til nauðasamninga og veitti Seðlabanki Íslands þeim undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál eftir að nauðasamningarnir höfðu verið samþykktir af héraðsdómi. Slitabúin samþykktu að framselja krónueignir eða að ráðstafa þeim þannig að innlendar eignir myndu ekki hafa neikvæð áhrif á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins eða raska fjármálastöðugleika. Forgangskröfur í slitabúin hafa nú verið greiddar að fullu og stórum hluta af eignum þeirra verið úthlutað til kröfuhafa. Afhending stöðugleikaframlagsins hefur þegar átt sér stað, ef frá eru taldar skilyrtar fjársópseignir. Stór hluti framlagsins kemur til vegna eignarhlutar slitabúanna í innlendum viðskiptabönkum. Stofnuð voru eignarhaldsfélög við slit búanna sem munu áfram vinna að sölu þeirra eigna sem eftir eru og útgreiðslu til kröfuhafa. Með nauðasamningunum var meginhindrun fyrir losun fjármagnshafta yfirstigin.

Slitameðferð formlega lokið

Um það bil sjö ár eru liðin frá því að íslenska bankakerfið féll og skipaðar voru slitastjórnir yfir slitabúum fallinna fjármálafyrirtækja. Slitastjórnir Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf. lögðu fram tillögur að nauðasamningum haustið 2015 og óskuðu eftir undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál.¹ Í lok október sama ár staðfesti Seðlabankinn að tillögurnar myndu hvorki valda óstöðugleika í gengis- og peningamálum né raska fjármálastöðugleika. Til grundvallar því mati lá að nauðasamningarnir uppfylltu stöðugleikaskilyrði sem kynnt voru 8. júní 2015 í kynningu stjórnvalda á uppfærðri áætlun um losun fjármagnshafta.² Því veitti bankinn vilyrði fyrir því að slitabúin fengju undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál háð því að nauðasamningarnir yrðu samþykktir af íslenskum dómstólum. Slitabúin höfðu töluverða hagsmuni af því að leggja fram nauðasamningana fyrir lok árs 2015 því að annars yrði lagður 39% skattur á heildareignir þeirra. Virk skattprósenta að teknu tilliti til frádráttarliða var þó nokkru lægri eða um 27% fyrir samtölu búanna, þó nokkuð mismunandi milli búá.³ Nauðasamningar slitabúanna voru samþykktir af héraðsdómi í desember 2015 og veitti Seðlabankinn Glitni, Kaupþingi og LBI undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál stuttu eftir það. Þar með lauk slitameðferð búanna formlega.

Greiðslur til kröfuhafa

Samkvæmt lögum um gjaldþrotaskipti er skilyrði fyrir því að hægt sé að veita staðfestingu nauðasamnings slitabús að búið sé að gera upp við forgangskröfuhafa. Fullnaðaruppgjör eftirstöðva samþykktra forgangskrafna í slitabú LBI fór fram í janúar á þessu ári með greiðslu 210 ma.kr. til forgangskröfuhafa. Hin tvö slitabúin höfðu þegar gert upp við forgangskröfuhafa fyrir samþykkt nauðasamninganna.

1. Aðeins verður fjallað um slitabú stóru viðskiptabankanna þriggja en vert er að taka fram að einnig féllu minni aðilar undir lög um stöðugleikaskatt og fengu undanþágur á grundvelli stöðugleikaskilyrða.
2. Sjá greinargerð Seðlabanka Íslands: Uppgjör fallinna fjármálafyrirtækja á grundvelli stöðugleikaskilyrða: áhrif á greiðslujöfnuð og fjármálastöðugleika.
3. Sjá lög um stöðugleikaskatt.

Mynd 1

Stöðugleika-skattur	<ul style="list-style-type: none"> • Almennur 39% stöðugleikaskattur • Skattaafsláttur vegna fjármögnunar innlendra viðskiptabanka til meðallangs tíma í erlendum gjaldmiðlum • Virk skattprósenta, að teknu tilliti til mögulegra frádráttarliða, áætluð um 27% af heildareignum eða 620 ma.kr.
Stöðugleika-skilyrði	<ul style="list-style-type: none"> • Markmið að draga nægilega úr neikvæðum áhrifum útgreiðsna á greiðslujöfnuð vegna krónueigna • Umbreyting innlendra eigna í erlendum gjaldeyri í langtímafjármögnun • Fjármögnun uppgreiðslu á lánaþyrri-greiðslu stjórnvalda til nýju bankanna

Greiðslum til almennra kröfuhafa var þannig háttáð hjá öllum búunum að í fyrstu voru greiddar svokallaðar lágmarksgreiðslur (e. de minimis payments). Kröfuhafar sem áttu kröfur undir ákveðnu fjárhæðamarki, mismunandi milli búa en á bilinu 1,5-5 m.kr., fengu þá kröfur sínar greiddar að fullu. Í kjölfarið fengu aðrir kröfuhafar, sem áttu kröfur umfram lágmarksgreiðsluna, sammingsgreiðslu sem samanstóð af hlutfallslegri úthlutun af eftirstöðvum reiðufjár búanna, að frádregnum væntum rekstrarkostnaði búanna á næstu árum, hlutfé í nýju eignarhaldsfélagi sem stofnað var utan um eftirstæðar eignir og vaxtalaus skuldabréfi útgefna af eignarhaldsfélaginu. Eftir því sem eignir verða seldar og umbreytt í laust fé verður þeim ráðstafað til kröfuhafa með greiðslum af skuldabréfinu. Gjald dagar skuldabréfa nýstofnuðu eignarhaldsfélaganna eru ýmist hálsárslega eða ársfjórðungslega og háðir því hvort endurheimtur á undanfögnu greiðslutímabili hafi verið yfir ákveðnu lágmarki. Tafla 1 sýnir greiðslur til kröfuhafa.

Tafla 1 Greiðslur til almennra kröfuhafa slitabúanna¹

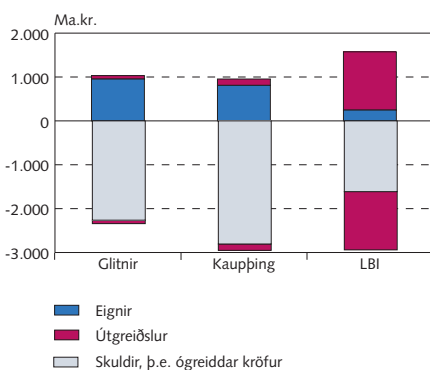
Ma.kr.	Glitnir	Kaupþing	LBI	Samtals
Lágmarksgreiðsla	7	13	3	23
Sammingsgreiðsla	519	230	-	749
Nafnverð skuldabréfa	224	588	288	1.101
Nafnverð hlutabréfa	7	14	2	22
Samtals	757	845	293	1.894

1. Vert er að taka fram að miðað er við nafnverð skuldabréfa búanna sem er nokkuð hærri en bókfært virði undirliggjandi eigna sem standa eiga undir greiðslum af bréfinu.

Heimildir: Fjárhagsupplýsingar Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf., Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Eignir ILST í slitameðferð, kröfur almennra kröfuhafa og útgreiðslur til forgangskröfuhafa Bókfært virði 30.9.2015¹



1. Staða er leiðrétt miðað við útgreiðslur LBI hf. til forgangskröfuhafa sem átti sér stað í janúar 2016.
Heimildir: Fjárhagsupplýsingar Glitnis, Kaupþings og LBI, Seðlabanki Íslands.

Greint hefur verið frá því í fyrri ritum um fjármálastöðugleika að nokkur munur er milli búanna varðandi sölu á eignum frá upphafi. Ef tekið er tillit til greiðslna til forgangskröfuhafa voru 82% af eignum LBI laust fé um mitt ár 2015, 73% hjá Glitni en um 61% hjá Kaupþingi.⁴ Við nauðasamninga hækka hlutföllin umtalsvert, þar sem stór hluti af stöðugleikaframlagi búanna var í formi eigna sem voru ekki laust fé. Hlutfall Glitnis hækkar í um 95%, LBI í um 86% og Kaupþings í um 69%.⁵ Gera má ráð fyrir því að það taki nokkurn tíma að gera endanlega upp eignir gömlu bankanna. Til að mynda heldur eignarhaldsfélag LBI á Landsbankaskuldabréfinu sem er með lokagjaldlega árið 2026 og félög Glitnis og Kaupþings á skuldabréfum vegna lengingar á innlánnum hjá innlendum viðskiptabönkum og endurfjármögnunar á lánnum sem ríkið veitti viðskiptabönkunum við endurreisn bankakerfisins. Kröfuhafar gömlu bankanna munu því ekki endurheimta þá fjármuni sem þeir eiga tilkall til vegna krafna á slitabúin að fullu leyti

4. Sjá til dæmis *Fjármálastöðugleika 2015/1* fyrir ítarlegri umfjöllun og mögulegar ástæður fyrir því hvers vegna hlutföllin eru mismunandi milli slitabúa.
5. Þá er ekki tekið tillit til þess að með nauðasamningum var lengt í innlánnum Glitnis og Kaupþings hjá innlendum viðskiptabönkum. Einnig er vert að taka fram að ólíkt Glitni heldur Kaupþing enn á eignarhlut sínum í innlendum viðskiptabanka en gefið var út skuldabréf sem nemur 84 ma.kr. og samið um afkomuskiptasamning sem færa mun ríkinu 29 ma.kr. við sölu á bankanum, m.v. bókfært virði í lok árs 2015. Af þeim sökum hækkar hlutfall Kaupþings minna en hinna búanna.

fyrir en eftir um það bil 10 ár, mögulega þó fyrir ef búin selja framan- greindar eignir með fastan greiðsluferil. Kröfuhafar geta þó eftir sem áður selt öðrum fjárfestum verðbréfin í nýju eignarhaldsfélögnum, líkt og þeir gátu selt kröfur á búin áður fyrir. Miðað við áætlanir slitastjórna um greiðslur til kröfuhafa má ætla að mest verði greitt út á næstu fimm til sjö árum. Mynd 2 sýnir hversu mikið hefur verið greitt forgangskröfuhöfum úr hverju búí fyrir sig miðað við bókfært virði eigna í lok september 2015 en að teknu tilliti til greiðslu til forgangskröfuhafa LBI. Jafnframt má sjá eignir og skuldir almennra kröfuhafa búanna fyrir samþykkt nauðasamninganna og greiðslu stöðugleikaframlaga búanna. Vegna stöðugleikaframlaganna lækka eignir búanna samanlagt um tæplega 400 ma.kr. og kröfur sem nemur nálægt 5.000 ma.kr. afskrifaðar. Í töflu 2 má sjá sundurliðun á stöðugleikaframlagi hvers bús fyrir sig.

Vandi uppgjors slitabúanna leystur

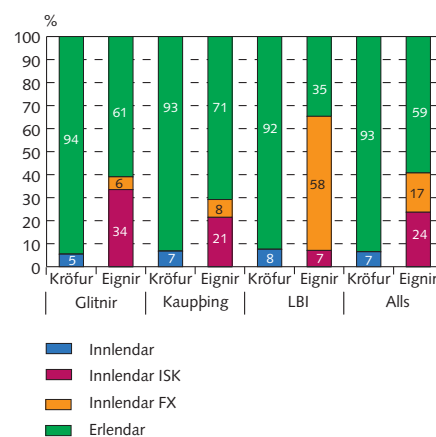
Í fyrri ritum um fjármálastöðugleika hefur verið greint ítarlega frá eignum slitabúanna, skiptingu kröfuhafa og vanda uppgjors slitabúanna í tengslum við losun fjármagnshafta (sjá til dæmis *Fjármálastöðugleiki 2015/2*). Í grófum dráttum fólst vandinn í mögulegu útfærðum gjaldeyris við slitin og þar með óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði sem ógnað gat fjármálastöðugleika. Innendar eignir voru um það bil 40% af eignum búanna en um 93% krafna voru í eigu erlendra aðila. Slit búanna og ráðstöfun til kröfuhafa, sem líklega hefðu skipt krónunum yfir í erlendan gjaldeyri við losun fjármagnshafta, hefðu því sett verulegan þrýsting á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins.

Í kynningu stjórnvalda frá 8. júní 2015 var tilkynnt að lagður yrði stöðugleikaskattur á heildareignir búanna til að leysa framangreindan vanda. Til að komast hjá greiðslu skattsins gátu búin lagt fram tillögur að nauðasamningum sem uppfylltu svokölluð stöðugleikaskilyrði. Þau áttu að tryggja að nauðasamningarnir leiddu hvorki til óstöðugleika í gengis- og peningamálum né fjármálaóstöðugleika, til dæmis með því að veikja viðnámsþrótt starfandi viðskiptabanka. Til að uppfylla skilyrðin þurftu búin meðal annars að breyta innlendum eignum sínum í erlendum gjaldeyri í langtímafjármögnun að því marki sem þörf krafði og einnig að fjármagna með langtíma fyrirgreiðslu uppgreiðslur innlendra fjármálafyrirtækja á lánaþyrirgreiðslu stjórnvalda í erlendum gjaldeyri. Lánaþyrirgreiðslan var hluti af framlagi stjórnvalda til stofnunar nýju bankanna.

Áhrif af slitum búanna á erlenda stöðu þjóðarbúsins hefðu að öðru óbreyttu verið neikvæð um 787 ma.kr. eða um tæplega 36% af landsframleiðslu, sé miðað við stöðuna á þriðja ársfjórðungi 2015. Þetta er munurinn á verðmæti innlendra eigna sem komið hefðu í hlut erlendra kröfuhafa og erlendra eigna sem komið hefðu í hlut innlendra kröfuhafa. Með sömu aðferðafræði fæst að ófjármagnaðar innendar eignir sem komið hefðu í hlut erlendra kröfuhafa voru tæplega 390 ma.kr. eða um 18% af landsframleiðslu. Ólík áhrif á erlendu stöðuna og fjárhæð ófjármagnaðra innlendra eigna sem koma í hlut erlendra kröfuhafa stafa af því að hluti af innlendum eignum búanna hafði þegar verið fjármagnaður, þar sem þær voru ýmist varðar beint eða óbeint með erlendum veðum eða með erlendu tekjustreymi.

Mynd 3

Áætluð skipting eigna og krafna ILST í slitameðferð í innendar og erlendar¹
Bókfært virði eigna 30.9.2015

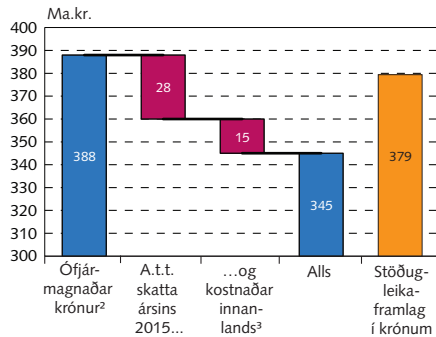


1. Miðað er við undirbyggjandi raunverulega eigendur krafna við mat á hlutfalli innlendra krafna.
Heimildir: Fjárhagsupplýsingar og kröfuhafaskrár Glitnis, Kaupþing og LBI, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Ófjármagnaðar innlendar eignir sem koma í hlut erlendra kröfuhafa¹

Bókfært virði eigna 30.9.2015



1. Miðað við jafna skiptingu eigna milli kröfuhafa. 2. G.r.f. að Landsbankaskuldabréfið verði endurfjármagnað. 3. Áætlaður innlendir kostnaður slitabúa, sem mun renna í stöðugleikaframlagið verði hann ekki notaður.
Heimildir: Fjárhagsupplýsingar og kröfuhafaskrár Glitnis, Kaupþings og LBI, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Útgreiðslur á ófjármögnum krónueignum til erlendra kröfuhafa hefðu haft neikvæð áhrif á greiðslujöfnuð við slit búanna.

Ef tekið er tillit til skatta sem búin greiddu í lok árs 2015, s.s. bankaskatts og sérstaks fjársýsluskatts, lækkar fjárhæðin úr tæplega 390 í 360 ma.kr. Ef einnig er tekið tillit til rekstrarkostnaðar búanna hér á landi lækkar fjárhæð ófjármagnaðra innlendra eigna í um 345 ma.kr. Ef sú fjárhæð er borin saman við stöðugleikaframlagið í krónum, sem var 379 ma.kr., er ljóst að stöðugleikaskilyrðin tóku á mögulegum greiðslujafnaðarvanda sem uppgjör slitabúanna hefðu getað skapað án nokkurra mótvægisáðgerða (sjá mynd 4).

Stöðugleikaframlög slitabúanna

Til að draga úr neikvæðum áhrifum útgreiðslna andvirðis eigna í íslenskum krónum greiddu slitabúin svokallað stöðugleikaframlag sem var áætlað 379 ma.kr. við gerð nauðasamninganna en reyndist hærra fyrir rest eða sem nemur 394 ma.kr., aðallega vegna hærra bókfærðs virðis Íslandsbanka og Arion banka í lok árs 2015 en var áætlað. Stöðugleikaframlagið, sem er að litlum hluta laust fé eða rétt rúmlega 20 ma.kr., samanstóð að stærstum hluta af 95% eignarhlut slitabús Glitnis í Íslandsbanka hf., skuldabréfi með veði í 87% eignarhlut Kaupþings í Arion banka og afkomuskiptasamningi háðum sölu Arion banka. Tafla 2 sýnir hvernig stöðugleikaframlagið skiptist í laust fé, eignir sem voru framseldar, skilyrtar fjársópseignir sem streymt verður til stjórnvalda eftir því sem þær innheimtast og framlag vegna viðskiptabanka. Þar sem búin framseldu eignirnar til stjórnvalda getur fjárhæð stöðugleikaframlagsins breyst með virði eignanna. Ljóst er að starfandi viðskiptabankar voru verðmætustu krónueignir búanna og vó afhending á eignarhlut Íslandsbanka einna þyngst í stöðugleikaframlaginu.

Tafla 2 Stöðugleikaframlag miðað við áætlaða stöðu í árslok 2015

Ma.kr.	Glitnir	Kaupþing	LBI	Samtals
Laust fé	15	0	7	22
Aðrar eignir í krónum	22	4	10	36
Skilyrtar fjársópseignir	7	5	8	20
Íslandsbanki	188	0	0	188
Veðskuldabréf vegna Arion banka	0	84	0	84
Afkomuskiptasamningur vegna sölu Arion banka fyrir bókfært virði	0	29	0	29
Eignir í erlendum gjaldmiðlum	0	14	0,5	15
Stöðugleikaframlag í krónum	232	122	25	379
Samtals stöðugleikaframlag	232	136	26	394

Heimildir: Fjárhagsupplýsingar Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf., Seðlabanki Íslands.

Aðrar mótvægisáðgerðir

Aðrar mótvægisáðgerðir slitabúanna má sjá í töflu 3. Slitabú fallinna fjármála fyrirtækja hafa um allnokkurt skeið varðveitt hluta af lausu fé sínu sem innlán í viðskiptabönkum. Samkvæmt stöðugleikaskilyrðunum bar búunum að breyta innlendum eignum skráðum í erlendum gjaldmiðlum í langtímafjármögnun að því marki sem þörf krafðist. Slitabúin umbreyttu því innlánnum í erlendum gjaldmiðlum hjá starf-

andi viðskiptabönkum í langtíma fjármögnun. Þetta bætti fjármögnun innlendra banka í erlendum gjaldmiðlum og gerði þeim því betur kleift að fjármagna fjárfestingu innlendra útflutningsfyrirtækja og annarra fyrirtækja með tekjur í erlendum gjaldmiðlum. Fjallað er um þróun fjármögnunar viðskiptabankanna í kafla IV, m.a. um áhrif uppgjör fallinna fjármálfyrirtækja.

Stöðugleikaskilyrðin kváðu einnig svo á að lánafyrirgreiðsla stjórnvalda í erlendum gjaldmiðlum sem veitt var við stofnun nýju bankanna yrði endurgreidd. Fyrirgreiðslan var greidd upp sín hvorum megin við sl. áramót og jókst gjaldeyrisforði Seðlabankans við það um 74 ma.kr. Í töflu 3 má sjá fjárhæðir vegna mótvægisáðgerða slitabúanna. Framangreindar áðgerðir hafa leitt til þess að skuldir viðskiptabankanna með fastan greiðsluferil jukust nokkuð við samþykkt nauðasamningana.

Tafla 3 Aðrar mótvægisáðgerðir

Ma.kr.	Glitnir	Kaupþing	LBI	Samtals
Innlán: Lengd og breytt	35	42	0	77
Endurfjármögnun á skuldum banka við ríkið og Seðlabanka	20	54	0	74
Breytiréttur á Landsbankaskuldabréfum	0	0	125	125

Heimildir: Fjárhagsupplýsingar Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf., Seðlabanki Íslands.

Undirliggjandi erlend staða batnar

Opinber uppgjör um hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins hafa gefið villandi mynd af raunverulegri stöðu frá árinu 2008. Við fall gömlu bankanna voru eignir sem fluttar voru í slitabúin endurmetnar en á sama tíma voru skuldir áfram færðar til bókar í opinberum uppgjörum á nafnvirði auk áfallinna vaxta. Það hefur þó verið ljóst frá upphafi að greiðslur til kröfuhafa takmörkuðust af eignum og endurheimtum búanna. Seðlabanki Íslands hefur af þeim sökum reiknað svokallaða undirliggjandi erlenda stöðu á síðastliðnum árum, sem tekið hefur mið af væntum áhrifum af uppgjörum innlánsstofnana í slitameðferð eða hina réttu erlendu stöðu. Með nauðasamningunum voru skuldir slitabúanna afskrifaðar með hliðsjón af eignum búanna. Þar með varð opinbera uppgjör um hreinu erlendu stöðuna það sama og undirliggjandi staðan. Í lok árs 2015 var erlenda staðan neikvæð um 14,3% af landsframleiðslu en til samanburðar var reiknuð undirliggjandi erlend staða á þriðja ársfjórðungi sama árs neikvæð um 35% af landsframleiðslu. Hreina erlenda staðan batnaði því verulega vegna stöðugleikaframlags búanna. Ef ekki hefði verið fyrir stöðugleikaframlagið hefði staðan því verið lakari sem nemur um 370 ma.kr. (um 17% af landsframleiðslu), þ.e. hlut erlendra aðila í stöðugleikaframlaginu. Fjallað er ítarlegar um þróun erlendu stöðunnar í kafla II.

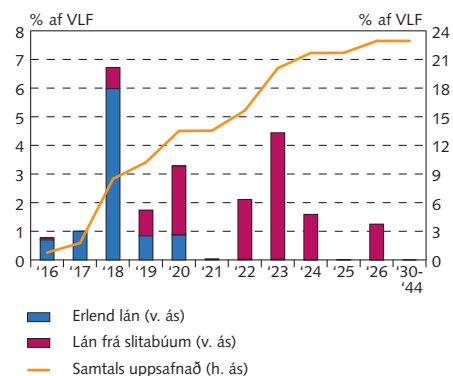
Nauðasamningarnir endanleg lausn

Uppgjör slitabúanna með nauðasamningum að uppfylltum stöðugleikaskilyrðum og að fengnum undanþágum frá Seðlabanka Íslands eyddi sem fyrr segir mögulega neikvæðum áhrifum slitanna á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins. Með þessari niðurstöðu var auk þess komist hjá mögulegri lagalegri óvissu og tryggt að ágreiningur um skatta á búin

Mynd 5

Samingsbundin greiðslubyrði innlendra viðskiptabanka og ýmissa lánastofnana í erlendum gjaldmiðlum¹

Afborganir af erlendum lánun og lánun í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana



1. Miðað við stöðu í lok árs 2015 en gengi 24. feb. 2016 auk erlendra útgafna viðskiptabanka á Q1 2016.

Heimildir: Hagstofa Íslands, fjárhagsupplýsingar Glitnis hf., Kaupþings hf. og LBI hf., Seðlabanki Íslands.

komi ekki til með að fela í sér útfærði fjármagns. Einnig var dregið úr óvissu vegna lágt metinna krónueigna búanna vegna framsals þeirra til stjórnvalda og eigna sem munu renna til þeirra vegna fjársópsákvæðis. Reynist eignirnar verðmætari en samkvæmt núverandi mati hækkar stöðugleikaframlagið um samsvarandi fjárhæð. Verðmætaaukningin skapar því ekki greiðslujafnaðarvanda í framtíðinni. Að auki var Íslandsbanki framseldur stjórnvöldum og þar með var eytt óvissu vegna sölu á bankanum.

Viðauki II

Þjóðhagsvarúð á Norðurlöndum og í Eyrstrasaltslöndum

Hér að neðan má sjá helstu breytingar, sem gerðar hafa verið á liðnu ári og snúa að beitingu þjóðhagsvarúðartækja á Norðurlöndum og í Eyrstrasaltslöndum.

Danmörk

Frá 1. október 2015 hafa bankar í Danmörku þurft að uppfylla skilyrði um lausafjárhlutfall (LCR). Krafa um að viðhalda hlutfallinu yfir 100% var lögð á banka sem skilgreindir eru sem kerfislega mikilvægir þar í landi en aðrir bankar þurfa að halda hlutfallinu yfir 60% frá 1. október 2015.¹ Mun krafan hækka í þrepum, í samræmi við CRR-reglugerðina, þar til að hún nær 100% árið 2018. Fyrirmæli danska fjármálaeftirlitsins um að 5% lágmarks eiginfjárframlag við íbúðarkaup væru viðeigandi í flestum tilvikum tóku gildi 1. nóvember sl.²

Finnland

Stjórn finnska fjármálaeftirlitsins, sem er fjármálastöðugleikastjórnvald Finnlands, ákvað í desember sl. að halda sveiflujöfnunaraukanum í 0%.³ Var sú ákvörðun tekin í ljósi þess að sveiflutengd kerfisáhætta hefur haldist óbreytt og heildstætt mat á áhættuvísunum gefur ekki til kynna að áhætta sé að byggjast upp. Kerfislegt mikilvægi fjögurra fjármálastofnana var staðfest í júní 2015 og hefur 0,5-2% eiginfjáruki vegna kerfislegs mikilvægis verið lagður á þær stofnanir.⁴ Skattfrádráttur vegna vaxtagreiðslna af íbúðalánum hefur verið stíglækkaður árlega frá 2014. Er hlutfall leyfilegs frádráttar nú 55% af vaxtagreiðslum og mun halda áfram að lækka um 10% árlega.⁵

Noregur

Gildi sveiflujöfnunaraukans í Noregi hefur verið 1% síðan í júní 2015 og í sama mánuði ákvað fjármálaráðuneyti Noregs að eiginfjárukinn yrði hækkaður í 1,5% frá og með 1. júlí 2016.⁶ Frá 1. júlí 2015 hefur

Tafla 1 Nýting eiginfjáruka

	Eiginfjáruki	Gildi	Gildistaka
Danmörk	Sveiflujöfnunarauki	0%	1.1. 2016
	Kerfisáhættuauki ^{1,2}	1-3%	1.1. 2015
Eistland	Sveiflujöfnunarauki	0%	1.1. 2016
	Kerfisáhættuauki	2%	1.8. 2014
Finnland	Sveiflujöfnunarauki	0%	1.1. 2016
	O-SII ³	0,5-2%	7.1. 2016
Lettland	Sveiflujöfnunarauki	0%	1.2. 2016
Litháen	Sveiflujöfnunarauki	0%	30.9. 2015
	O-SII	0,5-2%	31.12. 2016
Noregur	Sveiflujöfnunarauki	1%	1.7. 2015
	Sveiflujöfnunarauki	2%	1.7. 2016
	Kerfisáhættuauki	3%	1.7. 2014
	O-SII	1%	1.7. 2015
	O-SII	2%	1.7. 2016
Svíþjóð	Sveiflujöfnunarauki	1%	13.9. 2015
	Sveiflujöfnunarauki	1,5%	1.6. 2016
	Kerfisáhættuauki ²	3%	1.1. 2015
	O-SII	2%	1.1. 2016

1. Kerfisáhættuaukinn er aðeins settur á kerfislega mikilvæg fjármálfyrirtæki í Danmörku og er innleiddur í skrefum en nær fullu gildi árið 2019.
2. Kerfisáhættuaukinn er notaður sem staðgengill O-SII aukans í Danmörku og Svíþjóð og er því aðeins settur á kerfislega mikilvæga banka þar í landi.
3. O-SII er eiginfjáruki á kerfislega mikilvæg fjármálfyrirtæki (e. other systemically important institutions).

1. Bankpakke 6 (2014). Aftale mellem regeringen (Socialdemokraterne, Radikale Venstre og Socialistisk Folkeparti) og Venstre, Dansk Folkeparti, Liberal Alliance og Det Konservative Folkeparti om regulering af systemisk vigtige finansielle institutter (SIFI) samt krav til alle banker og realkreditinstitutter om mere og bedre kapital og højere likviditet. Sótt 18 apríl 2016 frá: <https://www.evm.dk/aftaler-og-udspil/13-10-10-regulering-af-systemisk-vigtige-finansielle-institutter>.
2. Finanstilsynet (2014). More robust property financing. Sótt 23. mars 2016 frá <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2014/Memo.ashx>.
3. Finanssivalvonta (2015). Macroprudential decision: FIN-FSA will not impose a countercyclical capital buffer requirement on banks, but will begin preparations for setting higher risk weights on housing loans. Sótt 4. mars 2016 frá http://www.finanssivalvonta.fi/en/Publications/Press_releases/Pages/21_2015.aspx.
4. Finanssivalvonta (2015). Macroprudential decision: Systemically important banks in Finland designated and additional capital requirements imposed on them. Sótt 5. mars 2016 frá http://www.finanssivalvonta.fi/en/Publications/Press_releases/Pages/12_2015.aspx.
5. Vero skatt (2016). Tax credit on home loan interest. Skoðað 5.3.2016 á https://www.vero.fi/en-US/Individuals/Buying_a_home/Tax_credit_on_interest_payments.
6. Ministry of Finance (2015). Countercyclical buffer unchanged. Sótt 5. mars 2016 frá <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/countercyclical-buffer-unchanged3/id2467949/>.

Tafla 2 Varúðarreglur um veitingu fasteignalána

	Reglur	Gildi	Gildistaka
Danmörk	LTV ¹	95%	1.11.2015
Eistland	LTV	0,85	1.3.2015
	DSTI ²	0,5	-
	Lengd láns	30 ár	-
Finnland	LTV	90-95%	1.7.2016
Lettland	LTV	0,9	júlí 2007
Litháen	LTV	85%	1.9.2011
	DSTI	40%	1.11.2015
	Lengd láns	30 ár	-
Noregur	LTV	85%	1.12.2011
Svíþjóð	LTV	85%	13.9.2015

1. Veðsetningarhlutfall (e. loan-to-value). 2. Lánagreiðsluhlutfall (e. debt service to income).

1% eiginfjáruki vegna kerfislegs mikilvægis verið virkur og mun hann hækka í 2% þann 1. júlí 2016.⁷ Reglugerð um kröfur varðandi íbúðalán var sett í júní sl.⁸ Með henni varð hámark veðhlutfalls íbúðalána 85%. Jafnframt er nú gerð krafa um að árleg afborgun höfuðstóls nýrra íbúðalána sé a.m.k. 2,5% sé veðhlutfall yfir 70%. Reglugerð þessi fellur úr gildi í árslok 2016, nema stjórnvöld meti stöðuna þar í landi svo að enn sé þörf á henni.

Svíþjóð

Sveiflujöfnunarauki tók gildi í Svíþjóð í september 2015 og var þá 1%. Fjármálaeftirlit Svíþjóðar ákvað í júní 2015 að hækka eiginfjárukann í 1,5% og tekur hækkunin gildi í júní 2016. Byggðist ákvörðunin m.a. á auknum skuldavexti, hækkandi húsnæðisverði og áhættu tengdri því að reglur um afborganir höfuðstóls íbúðalána hafa ekki enn tekið gildi.⁹ Gert er ráð fyrir að reglugerð um afborganir höfuðstóls íbúðalána taki gildi á árinu 2016.^{10,11} Ákvæði reglugerðarinnar miðast við að afborganir höfuðstóls verði a.m.k. 2% árlega ef veðhlutfall lána er yfir 70%, en a.m.k. 1% ef veðhlutfallið er yfir 50%.

Eistland

Seðlabanki Eistlands skilgreindi í desember sl. kerfislegt mikilvægi tveggja fjármálastofnana í Eistlandi. Eiginfjárkrafa fyrir kerfislega mikilvæga aðila verður ákveðin á fyrri helmingi ársins 2016.¹² Jafnframt hefur seðlabankinn ákveðið gildi sveiflujöfnunaraukans 0%. Er skuldavöxtur þar í landi talinn vera innan eðlilegra marka og spár gera ekki ráð fyrir óhóflegum skuldavexti á næstunni.¹³

Lettland

Í árslok 2015 skilgreindi fjármálaeftirlit Lettlands sex fjármálastofnanir sem kerfislega mikilvægar.¹⁴ Eiginfjáruki á kerfislega mikilvæga aðila

7. Ministry of Finance (2015). Decision on systemically important financial institutions. Sótt 7.3.2016 á <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/decision-on-systemically-important-financial-institutions/id2424671/>.
8. Ministry of Finance (2015). Regulation on requirements for residential mortgage loans. Skoðað 7.3.2016 á <https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/regulation-on-requirements-for-residential-mortgage-loans/id2417372/>.
9. Finansinspektionen (2015). Decision regarding the countercyclical buffer rate. Sótt 5. mars 2016 frá http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150809_ESRB_notification_Sweden.pdf?e2f1d06b6980c032f6e60bec3dabebe5.
10. Finansinspektionen (2015). New proposal for an amortization requirement. Sótt 5. mars 2016 frá <http://www.fi.se/Folder-EN/Startpage/Press/Press-releases/Listan/New-proposal-for-an-amortization-requirement/>.
11. Til stóð að setja slíkar reglur á árinu 2015, en sökum óvissu um lagalega heimild fjármálaeftirlits Svíþjóðar til setningar slíkra reglna var reglusetningunni frestað. Frumvarp til breytinga á lögum um bankastarfsemi hefur verið lagt fyrir sænska þingið og er þess vænst að breytingin gangi í gegn og taki gildi í maí 2016 og að reglusetning fylgi í kjölfarið. Sjá: Finansinspektionen (2016). Proposal for new rules regarding mortgage amortisation requirements. Consultation Memorandum. Sótt 22. mars 2016 frá http://www.fi.se/upload/90_English/80_Press_office/2015/amorteringskrav-remisspm2-151218-en.pdf.
12. Eesti Pank (2015). Identifying the systemically important credit institutions in Estonia. Sótt 5. mars 2016 frá <https://www.eestipank.ee/en/financial-stability/systemically-important-credit-institutions>.
13. Eesti Pank (2015). The countercyclical capital buffer rate – Eesti Pank's assessment of the countercyclical capital buffer rate (Q1 2016). Sótt 5. mars 2016 frá <https://www.eestipank.ee/en/financial-stability/countercyclical-capital-buffer>.
14. Finanšu un kapitāla tirgus komisija (2015). Other systemically significant institutions. Sótt 5. mars 2016 frá <http://www.fktk.lv/en/publications/macprudential-supervision/other-systemically-significant-institutions/5490-other-systemically-significant-institutions.html>.

hefur ekki verið ákvarðaður. Sveiflujöfnunaraúkun tók gildi 1. febrúar 2016 og verður 0%. Ekki er gert ráð fyrir hækkun eiginfjárukans á árinu.¹⁵

Litháen

Seðlabankinn í Litháen ákvarðaði 0% sveiflujöfnunaraúka í júní 2015.¹⁶ Var það mat seðlabankans að skuldavöxtur væri með eðlilegu móti og að þróun á mörkuðum væri sjálfbær.¹⁷ Seðlabankinn í Litháen hefur einnig skilgreint fjórar fjármálastofnanir sem kerfislega mikilvægar og þurfa þær að uppfylla kröfu um 0,5-2% eiginfjáruka vegna kerfislegs mikilvægis frá 31. desember 2016.¹⁸ Að lokum hefur seðlabankinn hert varúðarreglur um veitingu fasteignalána. Hefur hámarks lengd íbúðalána verið stytta úr 40 árum í 30 auk þess sem reiknað lángreiðsluhlutfall má ekki fara yfir 50% (áður 40%) sé gert ráð fyrir 5% vöxtum við útreikning hlutfallsins.¹⁹

15. Finanšu un kapitála tirgus komisija (2015). Countercyclical capital buffer. Sótt 5. mars 2016 frá <http://www.fktk.lv/en/publications/macprudential-supervision/countercyclical-capital-buffer.html>.

16. Lietuvos Bankas (2015). Countercyclical Capital Buffer. Sótt 5. mars 2016 frá http://www.lb.lt/countercyclical_capital_buffer.

17. Lietuvos Bankas (2015). Countercyclical Capital Buffer Background material for decision. Sótt 5. mars 2016 frá http://www.lb.lt/n25658/akr_pagrindimo_pazyma_2015-4_en.pdf.

18. Lietuvos Bankas (2015). Regarding notification on Article 131(7) of the Directive 2013/36/EU. Sótt 5. mars 2016 frá http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/151225_Notification_bank_of_lithuania.pdf?448d4d6fc5c99f34b751eb3abd20d129.

19. Lietuvos Bankas (2015). Responsible Lending Regulations: strengthening the resilience of borrowers to adverse interest changes.

Viðauki III

Eignir fjármálakerfisins – Tölur

Tafla 1 Eignir fjármálakerfisins

Eignir, ma.kr.	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	Breyting frá 31.12. 2014
Bankakerfi ^{1,2}	4.378	3.809	3.788	3.758	3.783	25
þ.a. Seðlabanki Íslands	1.464	900	760	761	597	-163
þ.a. viðskiptabankar	2.852	2.850	2.968	2.939	3.164	225
þ.a. sparisjóðir og aðrir ³	62	59	60	59	22	-37
Ýmis lánaþingartæki	1.097	1.076	1.067	1.030	979	-51
þ.a. Íbúðalánasjóður	864	876	863	824	804	-20
Lífeyrissjóðir	2.169	2.437	2.696	2.935	3.277	341
Tryggingafélög	145	155	165	169	171	2
Verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestingsjóðir	371	410	452	488	599	111
Lánasjóðir ríkisins	171	192	209	226	210	-16
Heildareignir	8.332	8.079	8.378	8.605	9.018	413

1. Tölur fyrir Bankakerfi og Verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestingsjóði hafa breyst frá fyrri ritum, þetta má rekja til AMI, sjóðs Arion banka, sem nú er partur af móðurfélagi en var áður flokkaður sem sjóður. 2. Bankakerfi samanstendur af viðskiptabönkum, sparisjóðum og Seðlabanka Íslands. Ekki tekið tillit til innbyrðis viðskipta milli Seðlabanka Íslands og annarra aðila innan fjármálakerfisins. 3. Aðrir eru innlánsdeildir samvinnufélaga og pósthjór (eignir alls 2,4 ma.kr. 31.12.2015).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Eignir lífeyrissjóða

	31.12. 2014	31.12. 2015	Breyting frá 31.12. 2014
Skuldabréf	1.583	1.688	105
Markaðsskuldabréf	1.303	1.400	97
Önnur skuldabréf	280	288	8
Hlutabréf fyrirtækja	472	647	175
Innlán í bönkum og sparisjóðum	130	153	22
Hlutdeildarskírteini	684	726	42
Framtakssjóður Íslands ¹	41	41	-1
Aðrar eignir	25	22	-3
Heildareignir	2.935	3.277	341

1. Framtakssjóður Íslands (FSÍ) var stofnaður í lok 2009 af sextán lífeyrissjóðum. Síðan hafa Landsbankinn og VÍS bæst í hóp eigenda. Hlutverk FSÍ er að stuðla að endurreisn íslensks atvinnulífs í kjölfar fjármálahrunsins.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 3 Eignir tryggingafélaga

	31.12. 2014	31.12. 2015	Breyting frá 31.12. 2014
Sjóður og bankainnstæður	7,4	6,6	-0,8
Kröfur á lánastofnanir	1,3	2,5	1,2
Útlán	2,7	1,4	-1,3
Verðbréf með föstum tekjum ¹	75,1	70,3	-4,8
Verðbréf með breytilegum tekjum ²	32,8	39,0	6,2
Hlutur endurtryggjenda í váttryggingarskuld	3,4	3,6	0,2
Fjárfesting vegna líftrygginga með fjárfestingaráhættu líftryggingataka	5,3	5,6	0,3
Aðrar eignir	40,7	41,6	1,0
Heildareignir	168,6	170,5	2,0

1. Verðtrygð markaðsskuldabréf, gengisbundin markaðsbref, óverðtrygð markaðsskuldabréf og markaðsvixlar. 2. Hlutabréf og hlutdeildarskírteini.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðauki IV

Kjarnamælikvarðar fjármálastöðugleika fyrir þrjá stærstu viðskiptabankana (FSI)¹

%	2012		2013		2014		2015	
	2. ársfj.	4. ársfj.	2. ársfj.	4. ársfj.	2. ársfj.	4. ársfj.	2. ársfj.	4. ársfj.
Lögbundið eigið fé sem hlutfall af áhættuvegnum eignum ²	23,1	25,0	25,9	26,2	27,2	28,5	26,6	28,2
Eiginfjárfáttur A sem hlutfall af áhættuvegnum eignum ²	20,9	22,6	23,6	24,0	25,0	26,2	25,4	27,6
Ávöxtun eigna ²	2,5	2,4	2,3	2,2	3,2	2,7	2,8	3,4
Ávöxtun eigin fjár ²	15,5	13,8	13,0	12,1	17,5	14,1	14,8	17,2
Hreinar vaxtatekjur sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum skv. skilgreiningu EBA ²	50,3	48,8	41,7	45,2	46,5	45,8	48,8	46,8
Rekstrarkostnaður sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum skv. skilgreiningu EBA ²	79,0	79,9	77,3	77,5	66,4	70,0	66,5	68,8
Lausafjáreignir sem hlutfall af heildareignum ³					24,3	21,2	22,0	22,8
Nettó opin gjaldeyrisstaða sem hlutfall af eigin fé ³	18,2	7,7	3,6	6,3	4,6	6,1	3,7	2,2

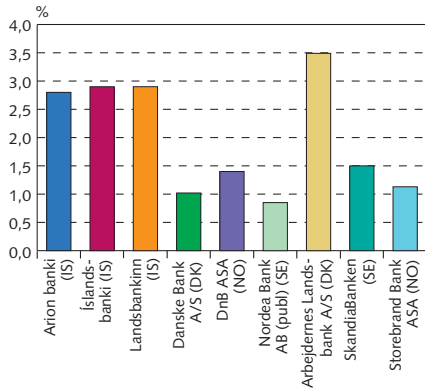
1. Seðlabankinn stefnir á útgáfu kjarnamælikvarða fjármálastöðugleika í samvinnu við AGS. Allar skilgreiningar SÍ eru samkvæmt skilgreiningum AGS eða hafa verið samþykktar af AGS. Ennþá er um að ræða bráðabirgða-tölur sem gætu tekið breytingum og eingöngu hluta af mælikvörðunum. Uppgjör 1. og 3. ársfj. eru óendurskoðuð. 2. Samstæður, rekstrarkostnaður og hreinar rekstrartekjur reiknað samkvæmt skilgreiningum Evrópska bankaeftirlitsins (EBA). 3. Móðurfélög, aðrar skilgreiningar en í reglum Seðlabanka Íslands.

Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Viðauki V

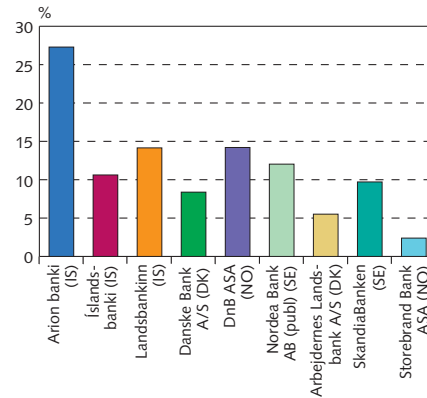
Erlendur samanburður

Mynd 1
Vaxtamunur 2015



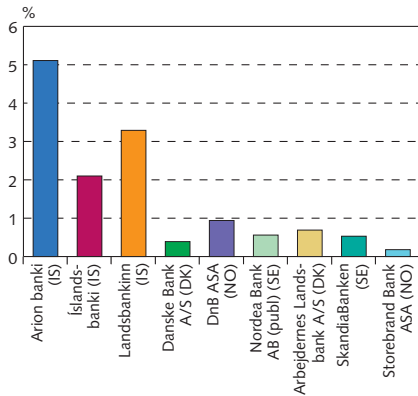
Heimildir: Bankscope, ársreikningar viðskiptabanka, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Arðsemi eigin fjár 2015



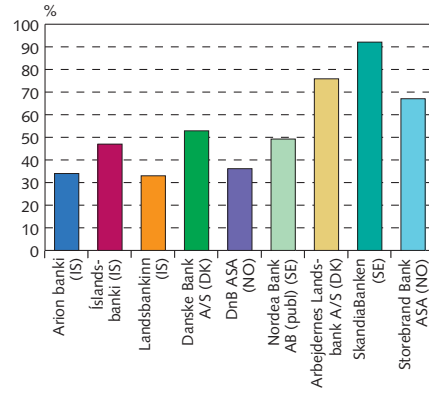
Heimild: Bankscope.

Mynd 3
Arðsemi eigna 2015



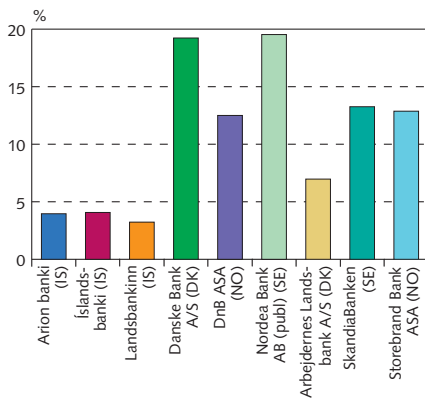
Heimild: Bankscope.

Mynd 4
Kostnaðarhlutfall 2015
Kostnaður sem hlutfall af tekjum



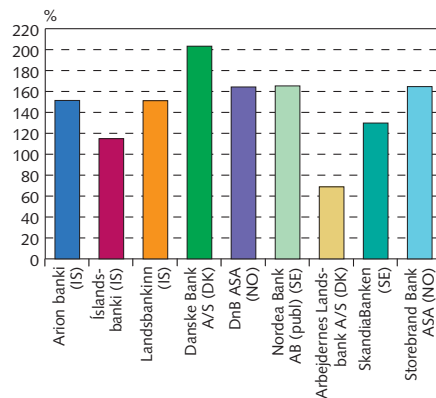
Heimildir: Bankscope, ársreikningar viðskiptabanka, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Skulðsetning 2015
Skuldir sem hlutfall af eigin fé



Heimild: Bankscope.

Mynd 6
Útlán viðskiptamanna sem hlutfall af innlánunum 2015



Heimild: Bankscope.