

Bankar og fjármálamarkaðir 04.07.55-080

Kennari: Ásgeir Jónsson

Lokapróf, þriðjudaginn, 6. maí 13:30-16:30
Leyfileg hjálpargögn eru skriffæri, reglustika og reiknivél.

Hluti I . Skilgreiningar

Svarið stuttlega eftirfarandi spurningum og skilgreinið eftirfarandi hugtök, ásamt því að lýsa þýðingu þeirra. Veljið fimm af átta. (30%).

(Athugið tímatakörk. Miðað er við að ekkert svar taki lengri tíma en 11 mínútur)

- A. Vogar-fhaldssemi (Weight conservatism)
- B. Lausafjárhrif peningamálastefnu (liquidity effect of monetary policy)
- C. Gengisháð ríki (Currency dependent economies)
- D. Information sharing coalitions
- E. Efnahagsreikningsleiðin (the Balance Sheet Channel)
- F. Nafnverðsakkeri (nominal anchor)
- G. Vaxtasvörunarreglur (interest feedback rules)
- H. EV / EBITDA

Hluti II . Fræðilegur skilningur

Svarið tveimur af eftirfarandi spurningum - A, B eða C. Hver spurning hefur 35% vægi.

A) Fjármagnsskömmun, peningamálastefna og bankarekstur

- I. Það er kunnara en frá þurfi að segja að útlánastofnanir biðja viðskiptavinum sína um að leggja eignir fram sem veð í lánaviðskiptum. Hins vegar ríkir ekki alveg fullkominn eining um það hvernig tengslin eru nákvæmlega á milli útlána og veða. Lýsið því hvernig veðsetningu hefur verið lýst sem A) fjármagnsskömmun (rationing) bankastofnana til viðskiptavina, B) sundurgerð (screening) bankanna á viðskiptavinum og C) sjálfsákvörðun viðskiptavinanna sjálfra í samningum við banka um vexti (e, loan contract price). Lýsið því hvað skilur í sundur og saman með þessu þremur fræðilegu sjónarhornum og hvernig niðurstöður þessara líkana stangast á við hefðbundin rekstrarhagfræðilíkönun fyrir bankastofnanir sem gera ráð fyrir fullkominni samkeppni.
- II. Lýsið kenningum um fjármálalega hröðun (financial accelerator) – um tengsl vaxtahækkana, veðsetningar og áhrifa á peningamálastefnu Seðlabankans. Lýsið áhrifunum bæði á heimili og fyrirtæki. Hvernig er hægt að útskýra fjármálalega hröðun út frá hinum þremur ofangreindu líkönunum um fjármagnsskömmun (A-C í lið I)? Lýsið því einnig hvernig að mismunandi geta til veðsetningar leiðir til þess að peningamálastefna Seðlabankans gæti komið misjafnlega við fyrirtæki eftir stærð eða atvinnugrein. Að hversu miklu leyti gætu kenningar um fjármálalega hröðun átt við ástandið á Íslandi í dag?
- III. Á nýliðnum vetri hafa Seðlabankar beggja vegna Atlantsála dælt lausafé út í fjármálakerfið og aukið peningamagn í umferð – m.a. til að vega upp á móti fjármálalegri hröðun sem lánsfjárkrísan hefur skapað. Er hægt að draga einhvern lærdóm af þessu um þýðingu peningamagns fyrir hagstjórn? Geta þær kringumstæður skapast að peningamagn henti betur sem stýritæki en vextir eða sem peningalegt akkeri í stað vaxtareglna? Hvaða máli skiptir fjármálastöðugleiki í því sambandi? Eða er einfaldlega verið að bregðast við lausafjárskorti og hækkun áhættuálags á lán (credit spread) til þess að tryggja að peningamálastefnan verki eins og til er ætlast? Útskýrið málið.

B) Skuldavafningar, lausafjárkrísa og lánveitingar til þrautarvara

- I. Síðustu mánuði hefur átt sér stað mikið umrót á fjármálamörkuðum sem rekja má til útgáfa skuldavafninga – einkum afskrifta vegna sk. undirmálslána (sub-prime loans). Lýsið útgáfufæri skuldavafninga (e. securitized debt) með dæmi eða mynd og hvernig þeir eru settir upp sem viðskiptahugmynd. Hvaða ástæður liggja að baki slíkri útgáfu, hverjir eru helstu flokkar slíkra vafninga, hverjir eru kostir og gallar slíkrar útgáfu, s.s. með tilliti til reglna um lágmarkeiginfé (CAD reglur), hagræði við fjármögnun og arðsemi eiginfjár. Lýsið því hvernig að samspil undirmálsútlánatapa og fjármögnunar skuldavafninga í SPV strúktúrum (Special Purpose Vehicles) gat af sér lausafjárkreppu. Fjallið um hvernig að téð kreppa hefur komið fram á millibankamarkaði, hlutabréfamarkaði, skuldabréfamarkaði og húsnæðismarkaði.
- II. Í skýrslu frá Merrill Lynch frá 12. mars síðastliðnum er þeirri skoðun lýst að þrátt fyrir bankar séu líklegri til þess að fara á hausinn (fail) þá verði þeir sjaldnast gjaldþrota (default) þannig að sparifjáreigendur og/eða eigendur skuldabréfa þeirra tapi fjármunum. Þannig hvíli óbein ríkisábyrgð á lánnum til bankastofnana.

Fjallið um þessa staðhæfingu. Er hún rétt að ykkar mati og hvaða leiðir hefur ríkið farið til þess að tryggja það að hún haldi með reglugerðum og inngrípum? Er raunverulega hægt að skilja á milli lausafjárvaðræða og eiginfjárvaðræða (solvency versus liquidity) hjá bankastofnunum og hvernig ræður slík aðgreining aðgerðum hins opinbera? Hvaða hvatavandamál getur hún skapað fyrir bankarekstur og ættu bankar að greiða sérstakt álag fyrir þessa óbeinu „ríkisábyrgð“?

Ennfremur, skýrið hvað liggur að baki þessarar óbeinu ríkisábyrgðar. Af hverju er bankastofnanir svo sérstakar að ríkið er knúið til þess að viðhalda rekstri þeirra í stað þess að gera þær upp í gjaldþroti? Eru einhver takmörk fyrir því hvað ríkið getur gengið langt í því að tryggja greiðsluhæfi (solvency) bankastofnana? Hvaða máli skiptir í því sambandi hvort skuldbindingar greindra stofnana séu í erlendri eða innlendri mynt.

Getið þið nefnt dæmi um einhverja slíka björgunaraðgerðir?

III. Á síðustu mánuðum hafa seðlabankar víða um heim brugðist við fjármálakrísunni með því að auka aðgang að lausafé með ýmsum leiðum – s.s. með því að víkka út veðhæfi eigna í endurhverfanlegum viðskiptum. Til að mynda kynnti Bandaríski Seðlabankinn til sögunnar sk. TAF prógram (Term Auction Facility) desember síðasliðnum. Samkvæmt TAF fá bandarískir bankar lán í einn mánuð gegn mjög frjálsum reglum um veð með vöxtum sem ákvarðast af uppboði hjá Seðlabankanum.

Svarið eftirfarandi spurningum um TAF prógrammið (sem er dæmigert fyrir aðgerðir Seðlabanka til þess að auka lausafé í umferð).

- A) Er hægt að líta TAF sem lánveitingu til þrautarvara samkvæmt viðmiðun Bagehots eða samkvæmt hefðbundnum viðmiðunum seðlabankamanna nú á tímum?
- B) Er hægt að líta á TAF prógrammið sem reglubundin (rule-based) lánveitingu til þrautavara?
- C) Hvaða forsendur þurfa að vera að vera til staðar að TAF setji ekki markmið Bandaríska Seðlabankans um verðstöðugleika í hættu?
- D) Hvaða freistnivandi gæti raunverulega fylgt TAF og hvernig gæti verið hægt að koma í veg fyrir hann.
- E) Væri það góð hugmynd fyrir Seðlabanka Íslands að taka upp eitthvert afbrigði af TAF? Hefur hann kannski þegar gert það?

C) Verðmat banka

- IV. Til þín leitar maður sem er að velta fyrir sér að fjárfesta í hlutabréfum í einum af þremur bönkum (A, B og C) sem allir starfa á sama markaði. Hlutverk þitt er að meta í hverjum þessara banka, ef einhverjum, felist góð kaupþækifæri. Þú safnar saman spám greiningaraðila og meðalspárnar eru gefnar í töflunni hér fyrir neðan. Reiknið mikilvægustu kennitölur varðandi verðmat banka (a.m.k. V/H og V/I). Hvaða banki lítur best út byggt á þessum kennitölum? Miðað við að meðal V/H gildi banka á þessum markaði sé 9,5 og V/I gildi 1,25, myndir þú mæla með kaupum í einhverjum þessara banka? Er gengi einhvers þeirra á markaði of hátt að þínu mati? Rökstyðjið svarið.
- V. Til að renna traustari stoðum undir mat þitt viltu kanna hvert sé réttlæt看legt verð miðað við framtíðarrekstur bankanna. Þú kynnir þér málið og áætlað að langtímavöxtur í hagkerfinu sé um 3% og telur einnig að eðlileg ávöxtunarkrafa sé 10%. Notaðu arðgreiðslulíkan (Gordon growth model) til að finna réttlæt看legt (justified) verð. Hver er réttlæt看legur V/I margfaldari hvers banka? Hvert er réttlæt看legt verð hvers banka? Hvert er arðgreiðsluhlutfall (Payout ratio) hvers banka? Út frá niðurstöðum útreikninga þinna hvernig metur þú mögulega gengisþróun hvers banka fyrir sig til lengri tíma litið, hversu mikið ætti hver og einn þeirra að hækka eða lækka? Rökstyðjið svarið.
- VI. Eftir þessa athugun þína á verðlagningu bankanna hver er ráðlegging þín til mannsins? Rökstyðjið svarið.

Spá fyrir 2008	Banki A	Banki B	Banki C
Vaxtatekjur	17,422	17,538	21,606
Þóknatekjur	15,866	7,312	9,266
Aðrar tekjur	6,266	2,427	3,648
Heildartekjur	39,554	27,277	34,520
Launakostnaður	-15,179	-7,832	-10,298
Annar kostnaður	-8,504	-5,043	-7,343
Hagn. f. afksr.	15,871	14,402	16,879
Afskriftir	-1,700	-550	-1,938
Hagn. f. skatta	14,171	13,852	14,941
Skattur	-3,259	-3,740	-3,362
Hagnaður	10,912	10,112	11,579
Minnihluti	-26	0	-154
Hagnaður hluthafa	10,886	10,112	11,425
Heildareignir	2,471,942	2,016,427	1,754,601
- Viðskiptavild	16,894	6,283	20,139
- Lán til viðskiptavina	1,142,055	1,396,427	1,248,816
Heildarskuldir	2,389,717	1,941,793	1,679,685
- Innlán	780,500	543,611	490,461
Eigið fé	82,225	74,634	74,916
Fjöldi útgefinna hluta	683.1	634.6	515.5
Gengi á markaði	151.5	180.5	164.5

Allar tölur í milljónum króna