

Fjármálakerfið: styrkur og veikleikar

Grein þessi fjallar um vaxandi áherslu seðlabanka víða um heim á að fylgjast með heilbrigði fjármála- stofnana. Í henni er lýst athugunum alþjóðlegra stofnana og annarra á rótum fjármálakreppu og raktir ýmsir þættir sem varða stöðugleika íslensks fjármálakerfis um þessar mundir. Niðurstöður birtast í lok greinarinnar.

I. Inngangur

Skyndilegar fjármálakreppur sem riðið hafa yfir víða um heim á undanförunum árum með víðtækum afleiðingum fyrir viðkomandi lönd og alþjóðlegt fjármálakerfi hafa leitt til þess að leitast hefur verið við að finna leiðir til þess að koma í veg fyrir óvænt áföll í fjármálum þjóða og heimsins. Alþjóðlegar fjármála- stofnanir, ekki síst Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, hafa beint sjónum að þessu viðfangsefni og beitt sér fyrir umbótum á innviðum hins alþjóðlega fjármálakerfis. Mikilvægt er talið að tryggja virkt eftirlit með starfsemi fjármálastofnana og að fylgjast með stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Þá hefur áhersla verið lögð á aukna samræmda upplýsingagjöf á milli landa.

Seðlabankar hafa í vaxandi mæli tekið að fylgjast sérstaklega með þáttum sem varða stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Með opnun fjármagnsmarkaða og frjálsum flutningi fjármagns hefur orðið æ mikilvægara að treysta undirstöður fjármálakerfisins í hverju landi fyrir sig og að fylgjast með þáttum sem grafið gætu undan trúverðugleika þess. Með því verði best komið í veg fyrir óvænt áföll. Algennt er að seðlabankar hafi tvö meginmarkmið, að stuðla að stöðugleika verðlags annars vegar og að heilbrigði fjármálakerfisins hins vegar. Heilbrigði fjármálakerfis er nauðsynleg forsenda hagstæðrar framvindu í efnahagsmálum og virkrar stefnu í peningamálum. Athygli seðlabankanna beinist að styrk og skilvirkni fjármálakerfisins, þjóðhagslegu umhverfi og hættum sem í því kynnu að leynast fyrir stöðugleika fjármálakerfisins og öryggi greiðslukerfa og ýmissa atriða sem þeim tengjast. Þessi starfsemi er frábrugðin eftirliti fjármálaeftirlits að því leyti að hún beinist öðru fremur að þáttum sem kynnu að fela í sér hættu

fyrir fjármálakerfið í heild sinni og efnahagslegan stöðugleika. Starf fjármálaeftirlits beinist á hinn bóginn fremur að einstökum stofnunum. Mjög mikilvægt er að seðlabankar og fjármálaeftirlit eigi með sér náið samstarf um að stuðla að traustum undirstöðum og heilbrigði fjármálakerfisins.

Seðlabanki Íslands hefur gefið stöðugleika fjármálakerfisins vaxandi gaum

Í samræmi við það sem gerst hefur annars staðar hefur Seðlabanki Íslands beint sjónum sínum í vaxandi mæli að því að fylgjast með stöðugleika fjármálakerfisins. Frá þessum viðfangsefnum var m.a. greint í ársskýrslu bankans fyrir árið 1998. Með stofnun Fjármálaeftirlitsins í byrjun árs 1999 var bankaeftirlit Seðlabanka Íslands sameinað Vátryggingaeftirlitinu. Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn hafa með sér náið samstarf og skiptast á upplýsingum á grundvelli samstarfssamnings.

Líkt og aðrir seðlabankar hefur Seðlabanki Íslands ákveðið að gefa út greinargerðir um fjármála- stöðugleika. Fyrirhugað er að þær birtist reglulega í febrúar- og ágústheftum ársfjórðungsrits bankans, Peningamála. Þessi grein er hin fyrsta sinnar tegundar hér. Framsetning greinanna og efnistöð munu mótast smám saman og ráðast nokkuð af aðstæðum hverju sinni. Í þessari fyrstu grein er annars vegar fjallað almennt um fjármálakreppur og vísbendingar sem talið er nauðsynlegt að gefa gaum. Hins vegar er sjónum beint að ýmsum þáttum sem varða stöðugleika íslensks fjármálakerfis, þjóðhagsleg skilyrði, ytri stöðu þjóðarbúsins, þróun útlána og stöðu lána- stofnana og að endingu að innlendri greiðslumiðlun. Meginniðurstöður eru dregnar saman í lokin. Á komandi mánuðum mun Seðlabankinn beina athygli sinni

enn frekar en hér er gert að innviðum íslenskra fjármálastofnana og þróun ýmissa þátta í starfsemi þeirra.

II. Fjármálakreppur og viðvörunarvísbendingar

Fjármálakreppur eru truflun eða skyndileg breyting á starfsemi fjármálastofnana eða markaða sem hefur marktæk neikvæð áhrif á efnahagsþróun. Erfiðleikar í einni fjármálastofnun, eða mikil verðbreyting á einum eignamarkaði, sem ekki hefur víðtæk áhrif á fjármálakerfið í heild og/eða á efnahagsstarfsemina, telst því ekki fjármálakreppa. Afdrifarkustu fjármálakreppurnar eru bankakreppur og gjaldeyriskreppur. Fjármálakreppur sem ógna fjármálakerfinu í heild kunna að krefjast sérstakra neyðaraðgerða af hálfu seðlabanka og/eða annarra opinberra aðila.

Alvarlegar fjármálakreppur sem orðið hafa í heiminum undanfarna tvo áratugi skipta tugum og gætu jafnvel talist töluvert á annað hundrað, eftir því hvernig fjármálakreppa er skilgreind.¹ Þar af hafa u.þ.b. 40-70 kreppur haft víðtæk þjóðhagsleg áhrif.

Erfitt er að meta kostnað af fjármálakreppum en hann getur orðið afar mikill. Mat á honum veltur m.a. á hvort einungis er litið til beins útlagðs kostnaðar hins opinbera vegna björgunaradgerða eða hvort tilraun er einnig er gerð til þess að meta framleiðslutap af völdum kreppunnar. Þegar allt er talið kunna dýrustu kreppurnar að hafa kostað u.þ.b. helming árlegrar landsframleiðslu. Af þeim fjármálakreppum sem orðið hafa í nálægum löndum kostaði sú í Finnlandi (1991-1993) mest eða 8-8½% af landsframleiðslu og í Svíþjóð (1991) er talið að kostnaðurinn hafi numið 4-6½% af landsframleiðslu.² Í mörgum tilvikum hafa bankakreppa eða alvarlegir veikleikar í fjármálakerfinu verið undanfari gjaldeyriskreppu, m.a. vegna þess að erfiðleikar í fjármálakerfi kunna að takmarka svigrúm seðlabanka til þess að beita aðhaldssamri peningastefnu gegn aðsteðjandi vanda. Þegar þetta tvennt fer saman geta afleiðingarnar orðið sérstaklega alvarlegar. Af þessu sést hve mikilvægt er að fylgjast með heilbrigði fjármálakerfisins, m.a. til þess að meta hættu á alvarlegri gjaldeyriskreppu.

1. Frydl, Edward J. „The Length and Cost of Banking Crises“, IMF Working Paper WP/99/30, mars 1999.

2. Tölurnar eru fengnar úr rannsókn Caprio og Klingebiel (1996) annars vegar og Lindgren, Garcia og Saal (1996) hins vegar og vísa til beins fjárhagslegs kostnaðar við að leysa bankakreppu.

Þjóðhagslegar vísbendingar

Í ljósi þess hve fjármálakreppur geta verið kostnaðarsamar er mikilvægt að gripið sé til fyrirbyggjandi aðgerða til þess að koma í veg fyrir þær. Til þess að það sé unnt þurfa vísbendingar að vera fyrir hendi sem gefa tímanlega til kynna hvenær hættu kunni að vera á ferðum. Í kjölfar fjármálakreppunnar í Asíu hefur fjöldi rannsóknarritgerða birst þar sem reynt er að finna forboða yfirvofandi fjármála- og gjaldeyriskreppu. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur einnig gert athuganir á fjármálakerfi aðildarlanda sjóðsins að veigamiklum þætti í reglubundnu eftirliti stofnunarinnar. Litið er bæði til vísbendinga um ástand fjármálamarkaðarins sjálfs og almennra þjóðhagslegra vísbendinga sem hafa áhrif á starfsumhverfi hans. Mikilvægustu vísbendingar af þjóðhagslegum toga sem vert er að fylgjast með eru eftirfarandi:³

- *Mikill vöxtur útlána.* Mjög ör vöxtur hefur oft verið fyrirboði alvarlegrar fjármálakreppu. Samhliða örum vexti er hætt við að gæðum eignasafns lánastofnana hraki. Ör vöxtur í veðskulda- og öðrum neyslulánum og gengistrygðum lánum getur verið undanfari almennrar uppsveiflu.
- *Vaxandi viðskiptahalli.* Fylgifyskur mikils og vaxandi viðskiptahalla er að jafnaði innstreymi erlends fjármagns sem fjármálakerfið hefur að miklu leyti milligöngu um að afla. Því eru nán tengsl á milli viðskiptahalla og útlánavaxtar. Óhóflegur viðskiptahalli kann einnig að vera vísbending um gjaldeyriskreppu, sem getur valdið lausafjárerfiðleikum fjármálastofnana, einkum ef viðskiptahallinn er að miklu leyti fjármagnaður með skammtímalánum. Aðstæður eru mjög viðkvæmar þegar saman fara mikill viðskiptahalli og lágt fjárfestingarhlutfall og ef hlutfall gjaldeyriskreppu af skammtímaskuldbindingum er mjög lágt.
- *Efnahagsáföll og lítill hagvöxtur.* Efnahagslægd eða samdráttur dregur úr getu fyrirtækja og einstaklinga til að standa við fjárskuldbindingar sínar og hefur oft verið undanfari erfiðleika í fjármálakerfi.

3. Hér er að mestu leyti fylgt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á því hvaða vísbendingar teljast mikilvægustu fyrirboðar fjármálakreppu. Nokkrar vísbendingarnar sem hér eru upp taldar eru þó ekki í þeim hópi sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur meðal þeirra mikilvægustu, en ætla má að þær geti verið forboði fjármálakreppu á Íslandi. Sjá nánar t.d. World Economic Outlook, IMF, maí 1998 og Kaminsky, Graciela L., Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress, IMF Working Paper, desember 1999.

- *Óraunhæft raungengi.* Mikil hækkun raungengis getur gert útflutningsgreinum erfitt um vik að standa við skuldbindingar sínar. Hátt raungengi eykur jafnframt hættu á skyndilegri gengislækkun sem getur kippt fótunum undan getu lántakenda sem ekki njóta tekna af útflutningi til að standa við erlendar skuldbindingar sínar.
- *Eignaverðbólga.* Peningaleg þensla getur stuðlað að óhóflegri hækkun á verði hlutabréfa og fasteigna. Þegar peningalegt aðhald er aukið getur verðið lækkað skyndilega á sama tíma og tekjur fjármálastofnana rýrna. Í því getur falist mikil áraun fyrir fjármálakerfið.
- *Samsetning fjármagnsinnstreymis.* Sé hlutfall skammtímalána og verðbréfafjárfestingar í fjármagnsinnstreymi hátt er meiri hætta á skyndilegu útstreymi en ef langtímafjármagn og bein fjárfesting eru ráðandi.
- *Afkoma í geirum sem vega þungt í lánveitingu fjármálastofnana.* Í smáum hagkerfum með fábreytta efnahagsstarfsemi verður vart hjá því komist að nokkuð stór hluti lánveitinga fari til fárra atvinnugreina. Fjármálakerfi í smárikjum getur því verið næmt fyrir áföllum sem bundin eru við ákveðna geira.
- *Hlutfall M2 og gjaldeyrisforða eða vöxtur þessara stærða.* Hátt hlutfall peningamagns M2 af gjaldeyrisforða er vísbending um innlenda peningabenslu, þ.e.a.s. vöxt peningamagns sem gjaldeyrisinnstreymi stendur ekki að baki, sem eykur hættu á gjaldeyriskreppu.
- *Mikil skuldsetning fyrirtækja.* Miklar skuldir í hlutfalli við eignir fyrirtækja auka augljóslega hættu á vanskilum.
- *Breytingar á viðskiptakjörum.* Reynslan sýnir að skyndileg breyting á viðskiptakjörum getur leitt til erfiðleika í fjármálakerfinu, einkum lítilla landa með einhæfan útflutning. Mikill bati viðskiptakjara getur leitt til verðbólgu og örrar þenslu eignaverðs, sem botninn dettur úr þegar viðskiptakjör versna skyndilega.

Meðal annarra vísbendinga sem mikilvægt er að fylgjast með eru innlent vaxtastig, opinber íhlutun í lánastarfsemi, lánveitingar bankakerfis til hins opinbera, breytileiki verðbólgu, uppsöfnun vanskila, þróun erlendra vaxta og næmi fyrir erlendum áhrifum.

Vísbendingar úr fjármálageiranum

Oft leiða umskipti í þjóðarbúskapnum til erfiðleika í fjármálakerfinu ekki síður en erfiðleikar í fjármálakerfinu leiða til almenns efnahagsvanda. Miklar sveiflur gengis og vaxta auka t.d. á áhættu fjármálastofnana, einkum ef þær eru mjög skuldbettar erlendis, erlend verðbréfaeign þeirra er mikil eða verulegt misvægi er á milli gjaldmiðlasamsetningar eigna og skulda. Fjármálastofnanir geta einnig orðið fyrir óbeinum áhrifum vegna áhrifa mikilla gengis- eða vaxtabreytinga á viðskiptavinum þeirra, jafnvel þótt þær geti sjálfar tryggt sig gegn beinum áhrifum þeirra. Auknu frjálsræði fylgir aukin áhætta á sama tíma og vaxandi samkeppni kann að takmarka hagnað. Sé auknu frjálsræði ekki fylgt eftir með öflugum eftirliti getur það leitt til alvarlegra bresta í fjármálakerfinu. Mikilvægustu vísbendingar um heilbrigði fjármálakerfisins sem almennt er miðað við eru eftirfarandi:⁴

- *Gjaldeyrisáhætta fjármálastofnana.* Mikill munur eigna og skulda í erlendum gjaldeyri, gengisáhætta viðskiptavina og miklar erlendar lántökur, einkum skammtímalántökur, geta gefið til kynna að fjármálastofnanir séu berskjaldaðar gagnvart gengissveiflum eða breytingum í gjaldeyrisstreymi.
- *Hlutfall lána til ákveðinna atvinnugreina.* Sé hlutfallið hátt gefur það til kynna að fjármálastofnanir séu viðkvæmar fyrir breytingum á stöðu viðkomandi geira.
- *Verðbréfaeign.* Hátt hlutfall hlutabréfa og annarra verðbréfa í heildareignum er vísbending um viðkvæmni gagnvart verðsveiflum á þessum eignum.
- *Hlutfall lána í vanskilum af heildarlánunum.* Fari þetta hlutfall hækkandi er það vísbending um versnandi gæði eignasafnsins.
- *Eiginfjárhlutfall.* Lækkandi hlutfall getur gefið til kynna vaxandi áhættu og skerta getu til þess að mæta áföllum.
- *Hlutfall seðlabankalána af eigin fé eða skuldbindingum.* Mikil aukning lána seðlabanka til fjármálastofnana gefur oft til kynna lausafjárerfiðleika.
- *Afkoma lánastofnana og gengi hlutabréfa í þeim.* Lækkandi hlutfall hagnaðar af eigin fé eða eignum

4. Hér er að mestu stuðst við yfirlit Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um vísbendingar.

getur bent til aukinnar áhættu, t.d. ef ástæðan eru vaxandi útlánatöp. Í því sambandi þarf sérstaklega að gæta að hlutdeild tekna af dótturfyrirtækjum, en hátt hlutfall slíkra tekna getur verið áhættumerki. Hvað gengi hlutabréfa áhrærir þarf að hafa í huga að ekki er víst að það endurspegli fyllilega mat markaðsaðila á undirliggjandi áhættu ef sú skoðun er ríkjandi að hið opinbera muni hlaupa undir bagga með fjármálastofnunum í vanda.

Aðrar vísbendingar af þessum toga sem gefið geta til kynna áhættu í rekstri fjármálastofnana eru t.d. mikill munur á vöxtum á millibankamarkaði eftir því hvaða stofnanir eiga í hlut, veruleg frávik ávöxtunar í tilboðum einstakrar stofnunar eða hóps stofnana frá öðrum tilboðum á markaði, hlutfall innlána af M2, hlutfall lána af heildarinnlánum, líftími skuldbindinga í bankakerfinu og hlutfall útstandandi lána til fyrirtækja í taprekstri.

III. Þjóðhagslegt umhverfi um þessar mundir

Ástand efnahags- og peningamála um þessar mundir einkennist annars vegar af öflugum hagvexti sem staðið hefur í nokkur ár, mikilli kaupmáttaraukningu og tiltölulega góðri stöðu atvinnulífs, og hins vegar af sterkum ofþenslueinkennum, eignaverðbólgu, peninga- og útlánaþenslu, miklum viðskiptahalla og verðbólgu sem nýlega hefur vaxið töluvert. Við þessar aðstæður er ólíklegt að fjármálastofnanir lendi í erfiðleikum í náinni framtíð, enda er fjárhagsstaða fyrirtækja enn góð. Hins vegar getur langvarandi ójafnvægi í þjóðarbúinu sem birtist í miklum viðskiptahalla og aukinni verðbólgu leitt til þess að traust á gengi krónunnar þverri og í versta falli valdið gjaldeyriskreppu. Frá sjónarhóli fjármálalegs stöðugleika er það helsta áhyggjuefnið ásamt því að núverandi aðstæður stuðli að bankakreppu síðar með því að ýta undir skuldsetningu heimila og fyrirtækja sem ekki stenst þegar slær í bakseglin.

Efnahagslegar og peningalegar vísbendingar

Hagvöxtur og viðskiptakjör. Hagvöxtur hefur verið verulegur síðustu ár eða á bilinu 5% til 6% árin 1996 til 1999, en áætlað er að hann verði um 3% í ár. Viðskiptakjör þjóðarbúsins bötnuðu umtalsvert á árunum 1997 og 1998 eða um nærri 7% í vöru- og þjónustuviðskiptum. Síðan hafa þau á heildina litið lítið breyst. Þótt hægja muni á tekjuaukningu þjóðarbús-

ins í ár hefur enginn tekjubrestur orðið enn og er vart fyrirsjáanlegur í nánustu framtíð. Yrði slíkur brestur myndu líkurnar á röskun fjármálastöðugleika vaxa þar sem fjárhagsstaða fyrirtækja og heimila myndi versna.

Viðskiptahalli. Samkvæmt spám verður viðskiptahalli meiri en 5% af landsframleiðslu á þessu ári þriðja árið í röð. Þetta hefur ekki gerst undanfarna fjóra áratugi og hallinn nú er meiri og langvinnari en áður á tímum vaxandi útflutningstekna. Mikill og langvarandi viðskiptahalli er sérstaklega áhyggjuefni í ljósi þess hve hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu er lágt. Byrði mikils hallarekstrar verður því þyngri sem skuldsetning þjóðarbúsins er meiri og alþjóðlegir raunvextir eru hærri. Viðskiptahallinn er því áhyggjuefni frá sjónarmiði fjármálastöðugleika. Hann eykur skuldsetningu þjóðarbúsins og gerir það þannig viðkvæmara fyrir áföllum og getur til lengdar grafið undan trausti á gengi krónunnar.

Samsetning fjármagnsinnstreymis. Viðskiptahalla verður að fjármagna með innstreymi fjár. Þörfin fyrir fjármagnsinnstreymi síðustu ár hefur verið meiri en ella vegna mikillar fjárfestingar lífeyrissjóðanna erlendis. Fjármagnsinnstreymið undanfarin ár hefur að langmestu leyti verið í formi langtímalána. Eftir því sem viðskiptahallinn jókst 1998 og 1999 jókst notkun erlendra lána og var 61 ma.kr. nettó árið 1998 og 83 ma.kr. nettó fyrstu níu mánuði ársins 1999. Samkvæmt greiðslujafnaðaruppgjöri var nokkurt innstreymi skammtímafjár í heild frá 1996 og fram á árið 1999. Þegar leið á árið 1999 breyttist samsetning erlendu lánanna með lengingu lána og minnkandi vægi skammtímalána. Útstreymi skammtímafjármagns á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs var einkum fólgið í innstæðusöfnun innlánsstofnana og annarra lánastofnana erlendis, en á síðasta ársfjórðungi 1999 gekk nokkuð á þessar innstæður.

Raungengi. Raungengi á mælikvarða launa á framleidda einingu hækkaði um 6,5% frá fjórða ársfjórðungi 1998 til jafnlengdar 1999 og hafði þá hækkað um rúm 13% frá sögulegu lágmarki 1994. Raungengi á þennan mælikvarða er enn undir meðaltali níunda áratugarins og töluvert lægra en það varð á síðasta ofpenslutímabili. Hins vegar þarf að fara aftur á áttunda áratuginn til að finna ár þar sem svo hátt raungengi hefur farið saman við jákvæðan viðskiptajöfnuð. Frá þeim tíma hafa orðið eðlisbreytingar á hagkerfinu sem ætla má að hafi lækkað jafnvægisraungengi. Góð staða atvinnulífs og hátt atvinnu-

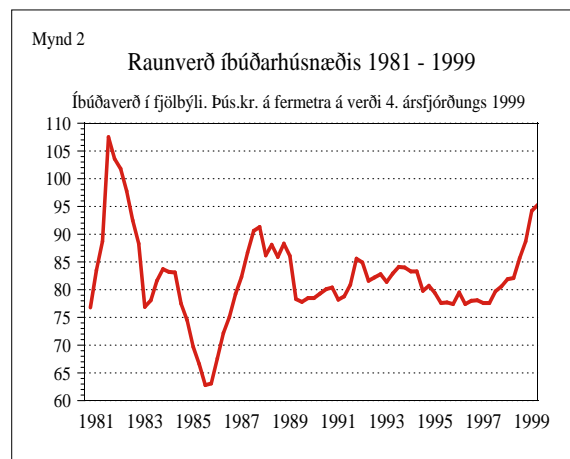
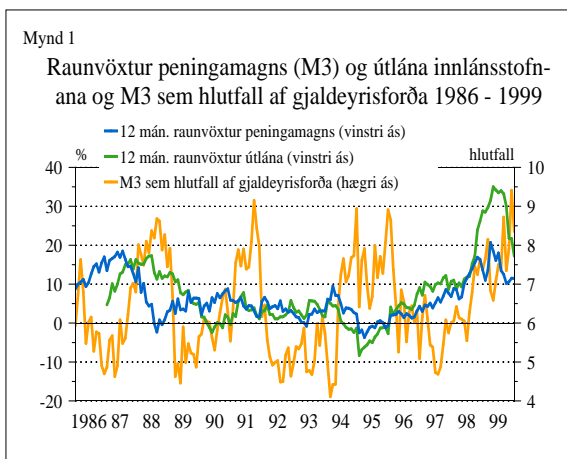
stig bendir hins vegar ekki til þess að frávik raungengis frá jafnvægisraungengi sé orðið áhyggjuefni frá sjónarhóli fjármálastöðugleika.

Peninga- og útlánaþensla. Mikil peninga- og útlánaþensla er eitt helsta áhyggjuefnið í tengslum við stöðugleika fjármálakerfisins um þessar mundir. Eins og sést á meðfylgjandi mynd hefur raunvöxtur útlána innlánsstofnana verið mun meiri en á síðustu uppgangstímum, sem skýrist þó að hluta af aukinni markaðshlutdeild innlánsstofnana í lánakerfinu. Aðrar peningalegar vísbendingar hníga þó í sömu átt. Raunvöxtur peningamagns hefur verið mikill og hlutfall peningamagns (M3) og gjaldeyrisforða er í hærra lagi. Nánar er fjallað um útlánaþróun síðar.

Eignaverð. Verð eigna hefur hækkað umtalsvert á undanförunum misserum. Hækkunin var sérstaklega mikil á síðasta ári en þá hækkaði verð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu um 20%, úrvalsvísitala hlutabréfa um nærri 50% og verð á þorskkvóta um 25%. Hætt er við að ofhitnun í hagkerfinu og mikil útlánaþensla hafi kynt verulega undir hækkun eignaverðs að undanförunu og að einhverju leyti sé um bólur að ræða sem gætu sprungið ef efnahagsáföll verða og væntingar snúast við. Að óbreyttu eru þó ekki líkur á að eignaverð lækki mikið á næstunni, sérstaklega ekki verð íbúðarhúsnæðis. Reyndar er búist við að íbúðaverð hækki eitthvað enn umfram almennar verðlagshækkanir. Í kjölfar töluverðrar hækkunar á liðnu ári hefur verð hlutabréfa hækkað það sem af er þessu ári en áframhaldandi þróun þess er eins og oft áður fremur óviss. Eignaverð virðist hins vegar fremur þanið, eins og nánar er fjallað um síðar, og því aukast líkur á að það sé að nálgast há-

mark. Lánastofnanir þurfa því að sýna mikla árvekni á næstunni varðandi lánveitingar og stöðutöku sem byggjast á eignaverði.

Fasteignaverð tók að hækka ört á seinni hluta ársins 1997 eftir raunlækkun og síðan stöðnun á tíunda áratugnum. Fermetraverð íbúða í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 20% frá fjórða ársfjórðungi 1998 til jafnlengdar 1999. Gögn eru lakari um verð á atvinnuhúsnæði en um íbúðaverð. Heimildum ber þó saman um að verð atvinnuhúsnæðis hafi hækkað talsvert meira en íbúðaverð að undanförunu og eru nefndar tölur á bilinu 30-40% frá ársbyrjun 1999 til þessa dags, en jafnframt að mun meiri verðlækkun hafi orðið á atvinnuhúsnæði en á íbúðum á samdráttar- og stöðunarárunum frá 1992 til 1995. Fasteignamat íbúða og atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu var hækkað um 18% í ársbyrjun 2000 en heldur minna víðast annars staðar. Meðfylgjandi mynd sýnir íbúðaverð í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu síðustu tuttugu árin, staðvirk með lánskjara vísitölu. Þann fyrirvara verður að gera að aðferðin við vinnslu gagna sem stuðst er við hefur breyst talsvert á þessu tímabili, þannig að upplýsingarnar eru ekki að fullu sambærilegar. Með þeim fyrirvara virðist íbúðaverð orðið sögulega hátt, um 19% hærra að raungildi en það var að meðaltali á árunum 1990 til 1997. Enn vantar að vísu nokkuð á að hámarki frá 1982 sé náð en gæta verður þess að skuldsetning vegna kaupa á íbúðarhúsnæði er mun meiri nú en þá og að á árunum upp úr 1982 lentu margir íbúðakaupendur í erfiðleikum. Þeir áttu reyndar flóknari orsakir en verðsveiflurnar einar. Þótt erfiðleikar íbúðakaupenda hafi ekki leitt til umtalsverðra útlánatapa á þess-



um árum, urðu þeir stjórnvöldum tilefni til sérstakrar fyrirgreiðslu frá 1985 til 1991. Enda þótt gögn um verð á atvinnuhúsnæði séu lakari en gögn um íbúða-verð er óvarlegt að ætla að það sé lægra en íbúðaverð í sögulegu samhengi, og ljóst er að verðfall á veðsettu atvinnuhúsnæði átti þátt í útlánatöpum innlánsstofnana og fjárfestingarlánasjóða eftir hagsveiflupoppinn 1987.

Í ljósi reynslunnar og vaxandi skuldsetningar virðist nokkur hættu á að afturkippur í tekjum heimilanna og lækkandi íbúðaverð gæti leitt til erfiðleika í lánakerfinu. Þar sem verð á atvinnuhúsnæði virðist sveiflast enn meira en íbúðaverð og þar sem sveigjanleiki í fjárhag fyrirtækja er minni en sveigjanleiki heimila er ekki síður ástæða til varúðar í mati á greiðslugetu fyrirtækja og veðhæfi atvinnuhúsnæðis. Rétt er að hafa í huga að kaup á atvinnuhúsnæði eru að mestu fjármögnuð af almennum lánastofnunum en kaup á íbúðarhúsnæði af Íbúðalánasjóði. Einnig ber að hafa í huga að almennt gilda lægri veðsetningarmörk í íslenskum lánastofnunum en algengt er í ýmsum nágrannalöndum.

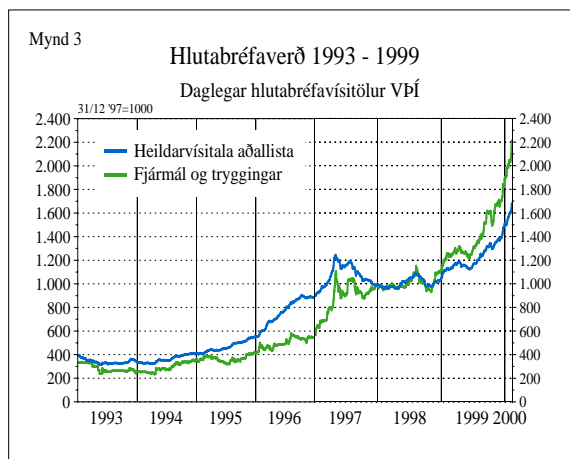
Markaðsverðmæti skráðra hlutafélaga hækkaði mjög á liðnu ári, eða um liðlega 67% frá ársbyrjun 1999 til loka janúar sl. Markaðsvirði skráðra hlutafélaga nam um 53% af vergri landsframleiðslu í lok síðasta árs en 36,4% árið áður. Hlutabréfaverð (heildarvísitala aðallista) hefur einnig hækkað mikið eða um 53% frá upphafi árs 1999 til loka janúar 2000.

Ljóst er að góð afkoma fyrirtækja á hlutabréfamarkaði skýrist mjög af góðu árferði og rekstrarumhverfi. Einnig hafði gengishækkun krónunnar á liðnu ári jákvæð áhrif á fjármagnsliði þeirra fyrirtækja sem

mikið skulda í erlendum gjaldmiðlum. Ekki er við því að búast að slíkur ábati verði varanlegur eða endurtaki sig. Þess er einnig að geta að nokkur hluti þeirra fyrirtækja sem eru á hlutabréfamarkaði, sérstaklega fjármálafyrirtækin, nutu verulegs gengishagnaðar á síðasta ári á hluta- og skuldabréfum. Slíkur hagnaður er tímabundinn, en óreglulegur í eðli sínu og er ekki hluti af viðvarandi tekjumöguleikum þeirra. Niðurstaðan er því sú að góða afkomu fyrirtækja 1999 megi skýra að verulegu leyti með óvenju jákvæðu efnahagsumhverfi og uppsveiflu og tímabundnum ábata vegna gengishækkunar krónunnar og gengishagnaðar af verðbréfavíðskiptum.

Mjög erfitt er að meta hvort verðlagning hlutabréfa á verðbréfamarkaði feli í sér verulega áhættu, enda byggist verðlagning þeirra á væntingum um framtíðarhagnað fyrirtækja sem enginn veit hver verður. Hlutfallið á milli verðs hlutabréfa og síðustu mælinga á hagnaði, svokallað V/H-hlutfall, er um þessar mundir víða hærra en hér á landi, en það á að hluta til skýringu í því að hér eru vextir hærrí en annars staðar og að hlutabréfaverð í Bandaríkjunum og ýmsum Evrópulöndum er mjög hátt um þessar mundir. Auk þess er V/H-hlutfall skráðra fyrirtækja hér á landi, að fjármálafyrirtækjum slepptum, nokkru hærra en að þeim meðtöldum, en hagnaður þeirra hefur verið óvenju mikill að undanförmum. Mikil eftirspurn hefur verið eftir hlutabréfum og markaðsaðilar virðast búast við verðhækkun þeirra. Í þessari bjartsýni markaðsaðila er hins vegar fólgin langtíma-áhætta, sérstaklega í ljósi þess hve jafnvægi í þjóðarbúskapnum er viðkvæmt um þessar mundir.

Lánastofnunum kann að vera sérstök hættu búin af útlánum til sjávarútvegsins þegar sveiflukennt *kvótaverðmæti* myndar tryggingu fyrir lánunum. Hingað til hefur verð aflaheimilda að jafnaði ekki lækkað. Þó eru þess dæmi að verð aflaheimilda í einstökum fisktegunum hafi lækkað verulega, svo sem í rækju á undanförmum misserum. Ein helsta áhætta tengd einstökum atvinnugreinum eða geirum felst í því að lánastofnanir láni út á útblásið kvótaverð. Ástæða er til að fylgjast með þróun markaðsverðs aflaheimilda og áhrifum þess á útlánaákvörðanir. Leiði hátt verð á aflaheimildum til aukinna útlána eykst hættu á að veruleg verðlækkun á aflaheimildum rýri verðmæti veða og leiði til útlánatapa. Lánastofnanir virðast gera sér grein fyrir þeirri áhættu sem fólgin er í verðmæti aflaheimilda. Samkvæmt athugunum Seðlabankans hefur gætt vaxandi varkárni lánastofnana í



Markaðsvirði, verðmæti kvóta og V/E-hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaði

Markaðsvirði þeirra 20 sjávarútvegsfyrirtækja sem eru á hlutabréfamarkaði nam 70,3 ma.kr. í árslok 1999. Í nýliðnum janúar hækkaði markaðsvirðið um rúm 5% þannig að í lok janúar nam það tæplega 74 ma.kr. Á miðju ári 1999 var bókfært eigið fé þessara fyrirtækja um 33,4 ma.kr. Bókfært verðmæti kvóta þeirra, og hér er átt við kvóta sem fyrirtækin hafa orðið sér úti um með kaupum eða samruna, var um 13,3 ma.kr. á miðju ári 1999. Bókfærður kvóti var því að verðmæti um 40% af bókfærðu eigin fé þessara fyrirtækja.

Hlutfallið á milli markaðsvirðis og eigin fjár, þ.e. V/E-hlutfallið (eða Q-gildið), var því um 2,10 um síðustu áramót en um 2,2 í lok janúar sl. Þetta hlutfall var nokkru lægra hjá sjávarútvegsfyrirtækjunum en vegið meðaltal sama gildis allra fyrirtækja á VÞÍ, sem var 3,9 um síðustu áramót og 4,4 í lok janúar sl.

Verðmæti aflaheimilda eða kvóta þessara fyrirtækja nam um 114 ma.kr. miðað við kvótaverð sl. áramót og kvótagegn fyrirtækjanna á yfirstandandi fiskveiðarári. Það

má því vera ljóst þegar litið er til markaðsvirðis sjávarútvegsfyrirtækjanna, samanburðar á V/E-hlutfalli fyrirtækja á hlutabréfamarkaði og kvótagegn þessara sjávarútvegsfyrirtækja, að kvótagegnin er aðeins að litlum hluta metin inn í markaðsvirði fyrirtækjanna. Ógerlegt er að segja til um með nokkurri vissu í hvaða mæli kvótinn er metinn inn í markaðsvirði en benda má á að lægst er V/E-hlutfallið hjá þeim sjávarútvegsfyrirtækjum sem engan kvóta eiga, eða um 1, en hæst fer V/E-hlutfallið í 6,5 hjá einu fyrirtæki af þeim 20 sem skráð eru á hlutabréfamarkaði.

Greinilegt er að markaðurinn hefur metið verðmæti sjávarútvegsfyrirtækja mjög varlega m.v. verðmæti kvótagegnar þessara fyrirtækja. Að hámarki hefur um þriðjungur af kvótaverðmæti sjávarútvegsfyrirtækjanna verið metinn inn í markaðsverðið en sennilega er þetta hlutfall mun lægra. Kvótagegn hefur því ekki haft afgerandi áhrif á verðlagningu þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem eru á hlutabréfamarkaði.

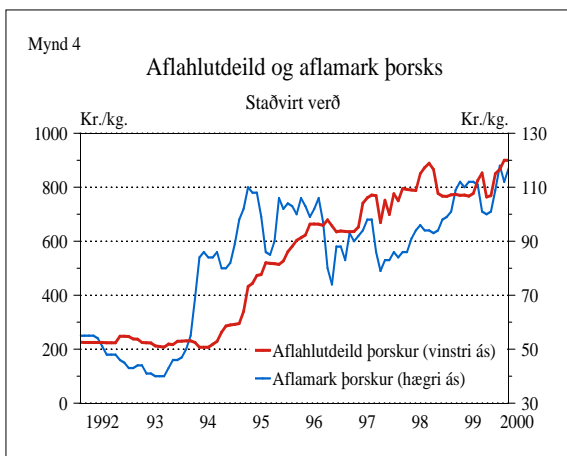
þessu efni. Helstu lánastofnanir hafa mótað það verklag að meta lánshæfi fyrirtækja út frá tekju- og rekstrargrunni þeirra og tekjustreymi ætlaðrar fjárfestingar. Almennt er ekki lánað einhliða út á kvótaverðmæti. Ekki virðist því stafa mikil áhætta af útlánnum byggðum á útblánu kvótaverði. Meiri hætta stafar af því að mikil verðlækkun kvóta rýri verðmæti þeirra eigna sem lagðar hafa verið að veði fyrir lánnum til sjávarútvegs. Útlánatöp koma þó ekki fram fyrr en ganga þarf að veðum til lúkningar skulda, en ekki er víst að til þess komi nema alvarlegur brestur komi í rekstrargrundvöll sjávarútvegsins. Engin merki eru um slíkt um þessar mundir.

Markaðsverð á kvóta, bæði varanlegum kvóta eða aflaheimildum og skammtímakvóta eða aflamarki, hefur hækkað mjög á undanförunum árum, sbr. meðfylgjandi mynd. Þetta háa og hraðhækkandi markaðsverð á skammtímakvóta og langtímakvóta endurspeglar ekki eðlilegt verð á aflaheimildum. Dómur í svokölluðu Vatneyrarmáli virðist ekki enn hafa haft mikil áhrif sem bendir til þess að varanleiki úthlutadra fiskveiðiheimilda hafi verið varlega metinn í verðmyndun á langtímakvóta eða aflahlutdeildum. Í ramma er fjallað um markaðsvirði sjávarútvegsfyrirtækja og verðmæti kvóta.

Efnahagur atvinnuvega og heimila

Efnahagur atvinnuvega

Helstu vísbendingar um efnahag og afkomu atvinnuveganna er að finna í nýbirtum spám fjármálafyrirtækja um afkomu seinasta árs. Almennt er því spáð að afkoman hafi verið betri á árinu 1999 en árið áður. Sérstaklega er búist við að afkoma fjármála-, tækni-, upplýsinga-, olú- og samgöngufyrirtækja hafi verið góð á liðnu ári. Afkoma sjávarútvegsfyrirtækja skiptist mjög í tvö horn, annars vegar eru þau fyrirtæki sem eru í vinnslu og veiðum á bolfiski þar sem afkoma var að jafnaði góð og hins vegar eru fyrirtæki sem að öllu eða verulegu leyti eru í vinnslu á uppsjávartegundum og rækju þar sem afkoma var slök.



Eiginfjárlutföll og skuldahlutföll fyrirtækja

Eiginfjárlutfall (%)	Atv.vegaskýrslur ¹			VBÍ-fyrirtæki	
	1986	1988	1996	1996	1999 ²
Sjávarútvegur	12,6	5,0	25,9	32,5	35,1
Iðnaður	36,6	29,5	39,6	46,8	43,9
Atv.greinar samtals	35,7	28,0	33,2	.	31,9
<i>Langtímaskuldir/NE</i>					
Sjávarútvegur	0,48	0,50	0,46	0,45	0,46
Iðnaður	0,26	0,28	0,28	0,23	0,32
Atv.greinar samtals	0,38	0,30	0,34	.	0,33
<i>Langtímaskuldir/EF</i>					
Sjávarútvegur	3,84	9,52	1,78	1,39	1,30
Iðnaður	0,70	0,95	0,70	0,49	0,74
Atv.greinar samtals	1,06	1,05	1,02	.	1,04

Skýringar: EF= eigið fé. NE= niðurstöðutala efnahagsreiknings.
1. Atvinnuvegaskýrslur Þjóðhagsstofnunar. 2. Janúar-júní 1999.

Iðnaðarfyrirtæki eiga mörg hver undir högg að sækja, sérstaklega á þetta við um þau fyrirtæki sem selja á innlendan markað í samkeppni við erlenda framleiðendur. Hins vegar vegnar þeim framleiðslufyrirtækjum vel sem eru á sviði hátækni og vörupróunar og flytja verulegan hluta framleiðslu sinnar út. Skýringa á lakari afkomu almennra iðnfyrirtækja er að leita í herra gengi íslensku krónunnar, hærri vöxtum á innlendum lánum og hækkandi launum.

Efnahagur atvinnuveganna hefur batnað verulega síðan á síðasta uppsveiflutímabili í lok níunda áratugarins. Þetta sést í töflu hér fyrir ofan. Umskiptin eru sérstaklega mikil í sjávarútvegi, enda hefur eiginfjárlutfall hans hækkað verulega og langtímaskuldir í hlutfalli við eigið fé lækkað. Erfiðleikar í sjávarútvegi áttu mikinn þátt í útlánatöpum bankakerfisins í lok níunda áratugarins og í byrjun þess tíunda. Mikil áföll þurfa að dynja yfir til þess að líkur séu á samsvarandi þróun nú. Atvinnuvegirinn er reyndar mun betur undir það búinn til að ráða við áföll sjálfir.

Eiginfjárlutfall fyrirtækja á hlutabréfamarkaði bendir til þökkalega sterkrar stöðu. Það hefur verið um 32% til 34% á síðustu árum. Skuldahlutfall þeirra fyrirtækja sem skráð eru á hlutabréfamarkaði hefur verið á bilinu 33% til 35% af niðurstöðu efnahagsreiknings á undanförunum árum. Skuldahlutfall hjá sjávarútvegsfyrirtækjum hefur verið því sem næst óbreytt undanfarin ár, en hækkað nokkuð í iðnaði, einkum miðað við eigið fé.

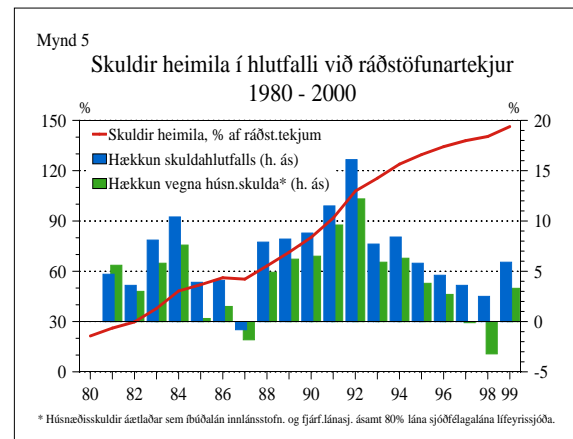
Á heildina litið verður að telja afkomu og efnahag íslenskra fyrirtækja í tiltölulega góðu horfi um

þessar mundir, sérstaklega í íslensku sögulegu samhengi. Ekki er líklegt að þessi mynd breytist í grundvallaratriðum í allra nánustu framtíð nema óvænt áföll verði. Óvíst er þó að afkoma batni nægilega til þess að standa undir væntingum hlutabréfamarkaðar um þessar mundir. Vaxandi verðbólga, launahækkarnir og hækkandi raungengi gætu þrengrt að útflutnings- og samkeppnisgreinum á næstunni, þótt sjálf-sagt séu enn færi á aukinni hagræðingu.

Efnahagur heimila

Þrátt fyrir mikla aukningu ráðstöfunartekna hafa skuldir heimila við stofnanir lánakerfisins vaxið hröðum skrefum á undanförunum misserum, enda hefur einkaneysla vaxið mjög hratt. Skuldir heimilanna hækkuðu um 14% umfram verðlag á 12 mánaða tímabili til september 1999. Meðfylgjandi mynd sýnir hvernig skuldir hafa hækkað í hlutfalli við ráðstöfunartekjur síðustu tuttugu ár. Talsvert virtist hægja á hækkun skuldahlutfallsins snemma í núverandi uppsveiflu, að hluta vegna mikillar hækkunar ráðstöfunartekna. Áberandi er að hægt hefur á vexti skuldaliða sem tengjast íbúðakaupum. Á liðnu ári hækkaði skuldahlutfallið hins vegar um 6 prósentustig á sama tíma og ráðstöfunartekjur jukust um meira en 5%. Skuldir íslenskra heimila eru nú með því hæsta sem gerist að tiltölu við ráðstöfunartekjur. Í uppsveiflunni 1985 til 1987 hækkuðu skuldir heimila minna en ráðstöfunartekjur. Skuldaaukning í uppsveiflu getur verið áhættusöm ef hagvöxtur er ótraustur.

Skuldasöfnun heimilanna árið 1999 fór saman við verulega hækkun á eignaverði og aukningu neyslu umfram ráðstöfunartekjur. Ekki er hlauðið að



Því að meta áhrif hækkunar eignaverðs á atferli heimilanna og hvort hún valdi nokkru um auknar lántökur og vöxt einkaneyslu umfram hækkun ráðstöfunartekna. Ljóst er þó að með hækkandi mati á íbúðarhúsnæði eykst veðhæfi þess óháð greiðslugetu eigendanna. Minna er vitað um hlutabréfaeign heimilanna þar sem þau eru að jafnaði talin fram til skatts á nafnverði, en ekki markaðsverði. Þá er óvíst hve ítarlega óskráð og erlend hlutabréf eru talin fram til skatts. Samkvæmt framtölum á árinu 1999 nam hlutabréfaeign einstaklinga 42 ma.kr. í árslok 1998 og miðað við gengi hlutabréfa á Verðbréfaþingi hefur verðmæti þessara hlutabréfa líklega verið á annað hundrað milljarða króna. Gengishagnaður einstaklinga af hlutabréfum hefur því slagað upp í 70 ma.kr. skuldaaukningu heimilanna á árinu 1999.

Helsta hætta sem fjármálakerfinu stafar af háu eignaverði felst í því að eignir eiga það til að lækka mjög skyndilega í verði ef væntingar um framtíðartekjustraum af þessum eignum breytast. Þegar í bakseglin slær fer það oft saman að geta einstaklinga og fyrirtækja til að standa undir afborgunum og vöxtum lána sem þeir hafa tekið til að fjármagna eignakaup þverr á sama tíma og verð eignanna sem lagðar hafa verið að veði lækkar mikið og skyndilega. Til þess að meta þá áhættu sem stafar af núverandi eignaverði skortir upplýsingar. Ljóst er hins vegar að raunlækkun fasteignaverðs um 15-20% á sér sögulegar hliðstæður. Veð sem eru farin að nálgast 80% af fasteignaverði gætu því reynst ótraust.

IV. Ytri staða þjóðarbúsins

Veruleg röskun á ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum getur valdið áraun á fjármálakerfið. Mikil gengislækkun af völdum slíkrar þróunar getur bitnað á lána- stofnunum ef erlendar skuldir þeirra eru miklar, einkum ef hlutfall skammtímaskulda er hátt. Jafnvel þótt fjármálastofnanir séu sjálfar varðar gegn gengis- áhættu geta viðskiptavinir þeirra verið óvarðir sem eykur hættu á útlánatöpum.

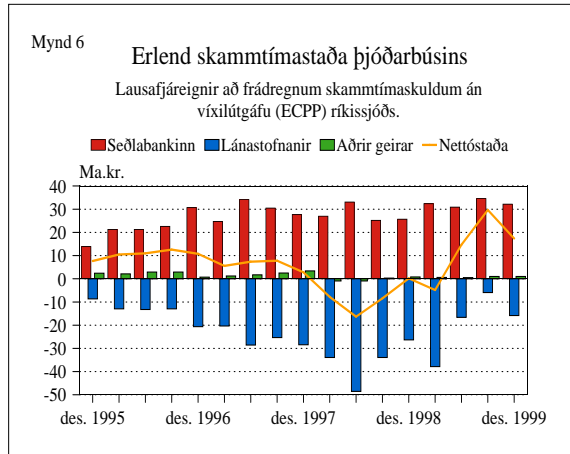
Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að hlutverk hans sé m.a. að varðveita og efla gjaldeyrisvarasjóð er nægi til þess að tryggja frjáls viðskipti við útlönd og fjárhagslegt öryggi þjóðarinnar út á við. Gjald- eyrisforði gegnir m.a. því hlutverki að draga úr líkum á að skyndilegt útstreymi fjármagns leiði til óhóflega

mikillar gengislækkunar. Seðlabanki Íslands leitast við að halda gjaldeyrisforðanum yfir ákveðinni lág- marksstærð og tekur í því sambandi mið af umfangi utanríkisviðskipta. Undanfarin sex ár hefur gjaldeyrisforðinn verið á bilinu 13% til 18% af innflutningi vöru og þjónustu og á bilinu 18% til 25% af vöruinn- flutningi. Hlutföllin voru hærri á fyrstu árum tíunda áratugarins þegar innflutningur var mun minni en á síðustu árum. Þessi hlutföll segja þó núorðið e.t.v. lítið um getu Seðlabanka Íslands til þess að viðhalda stöðugleika í gengismálum á tímum óheftra fjár- magnshreyfinga. Hlutfall gjaldeyrisforða af erlendri skammtímastöðu lána- stofnana hefur á undanföllum árum verið á bilinu 0,6 til 0,8. Árin 1994 til 1996 var hlutfallið mun herra eða á bilinu 1,2 til 2,3. Í nútíma- hagkerfi má gjaldeyrisforði einn og sér sín lítils gegn því fjármagni sem streymt getur úr landi á skömmum tíma brestri traust markaðsaðila á peninga- og gengis- stefnu stjórnvalda. Gengisstöðugleiki í nútímahag- kerfi er því e.t.v. fremur háður getu seðlabanka til að viðhalda trausti á peningastefnunna og pólitísku og lagalegu svigrúmi til þess að beita þeim úrræðum sem þeir hafa yfir að ráða.

Líkur þess að reyni á gjaldeyrisforðann ráðast m.a. af því hvernig viðskiptahalli er fjármagnaður. Sé hann fjármagnaður með beinni fjárfestingu erlendra aðila felst í því lítil áhætta. Fjármögnun með lánsfé til langs tíma er einnig tiltölulega áhættulítill. Mest áhætta tengist fjármögnun með erlendum skamm- tímalánum eða verðbréfafjárfestingu. Á kreppu- tímum geta þessar fjármögnunarleiðir lokast eða snúist upp í andhverfu sína. Viðskiptahalla og tölu- verðri fjárfestingu Íslendinga erlendis hefur að nokkru leyti verið mætt með beinni erlendri fjárfes- tingu í atvinnurekstri á Íslandi en þó einkum með er- lendum lánum einkaaðila, aðallega með milligöngu íslenskra banka. Erlendar lántökur hafa nægt til þess að halda gjaldeyrisforðanum í horfinu. Þó hefur Seðlabanki Íslands öðru hverju þurft að taka skamm- tímalán til þess að treysta forðann. Í því skyni og til þess að treysta viðbúnað sinn hefur Seðlabankinn samningsbundinn aðgang að skammtímalánum við erlenda banka. Slíkar lánsheimildir bankans nema nú fjárhæð sem svarar til nærri 500 milljóna Bandaríkja- dala. Auk þess hefur Seðlabankinn aðgang að ósamningsbundinni lána- fyrrgreiðslu hjá ýmsum er- lendum fjármálastofnunum.

Erlend skammtíma- staða þjóðarbúsins getur gefið vísbendingu um yfirvofandi áraun á gjaldeyrisforða



þjóðarinnar.⁵ Hún hefur að jafnaði verið jákvæð á undanfönum árum en varð neikvæð um tæpa 5 ma.kr. í lok fyrsta ársfjórðungs 1999. Í lok árs 1999 varð hún jákvæð á ný um líðlega 14 ma.kr. Hlutfall skammtímaskulda af gjaldeyrisforða hækkaði einnig í lok fyrsta ársfjórðungs 1999 og varð 169%, en í lok árs 1999 hafði það lækkað á ný í 110%. Erlend skammtímastaða lánastofnana nettó, sem var neikvæð um sem svaraði 67% af gjaldeyrisforða Seðlabankans í lok árs 1996, varð neikvæð um 116% í lok fyrsta ársfjórðungs 1999 en hafði „batnað“ á ný í 51% í lok ársins.

Aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum

Veilur í stöðu fjármálastofnana geta birst í erfiðleikum við að fjármagna starfsemi þeirra erlendis eða í versnandi kjörum þeirra á erlendum mörkuðum. Á síðasta ári hækkaði vaxtaálag á lánnum til íslenskra fjármálastofnana nokkuð. Það á sér þó sennilega aðrar skýringar en þverrandi lánstraust viðkomandi stofnana. Íslenskir viðskiptabankar hafa enda allir hlotið lánshæfismat alþjóðlegra matsfyrirtækja sem ætti að gera þeim auðveldara en ella að afla erlendra lána. Í fyrsta lagi hafa síðustu ár einkennst af hagræðingu innan alþjóðlegra fjármálaageirans. Hefur það komið fram í sameiningu banka og rekstrarhagræð-

5. Skilgreina má erlenda skammtímastaða þjódarbúsins sem erlendar skammtímáeignir Íslendinga að fráðregnum erlendum skammtímaskuldum. Erlendar eignir eru einkum gjaldeyrisforði Seðlabankans og erlendar skammtímáeignir lánastofnana. Erlendar skammtímaskuldir eru einkum skammtímaskuldir lánastofnana og að nokkru atvinnufyrirtækja. Fjárhæð útistandandi víxla ríkissjóðs á alþjóðamarkaði er ekki talin með í þessari greiningu enda standa ódregin veltílan að fullu að baki henni.

ingu í kjölfar þess. Þetta hefur orðið til þess að auknar kröfur eru gerðar um arðsemi eigin fjár. Ein afleiðing þess er að vaxtaálag á útlánnum hefur farið hækkanandi og var það sérstaklega áberandi á síðasta ári. Við fækkun erlendra banka vegna samruna kunna lánsheimildir til íslenskra banka að þrengjast. Þýskir bankar virðast hafa tekið við hlut japanskra banka en kunna að hafa takmarkað svigrúm til frekari útlánaaukningar hingað til lands. Í öðru lagi virðist sem lánsheimildir íslenskra fjármálastofnana hjá bönkum í Evrópu hafi verið nýttar að verulegu leyti en þær hafa verið ein helsta uppspretta erlends lánsfjár til skamms tíma fyrir íslenska banka. Í þriðja lagi voru íslenskir bankar fremur umsvifamiklir á erlendum langlánamarkaði á árinu 1999 og gekk vel í mörgum tilvikum en misjafnlega í öðrum. Í sumum tilvikum fóru lánsfjárútbod fram við fremur erfiðar aðstæður og í einhverjum tilvikum voru fleiri en einn íslenskur banki með útbod á sama tíma. Því fóru sum lánanna snemma á eftirmarkað á hærri ávöxtun en þau voru boðin á upphaflega.

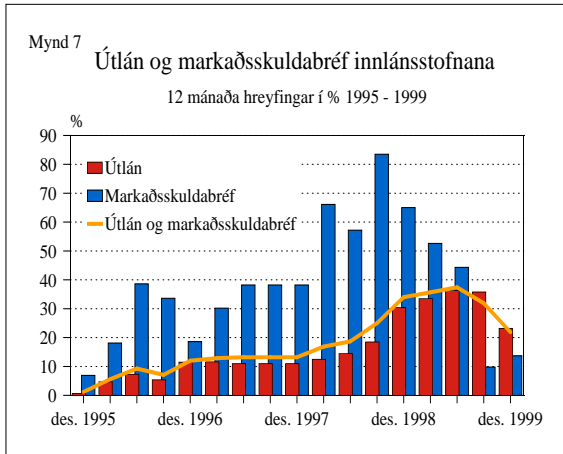
V. Útlán og staða lánastofnana

Á undanfönum árum hafa útlán lánakerfisins vaxið hröðum skrefum. Heildarútlán þess hafa vaxið að raunvirði um nærri 97% frá árinu 1989 og um 47% frá 1995. Mikil aukning varð í útlánnum til heimila um og eftir 1990 en staðvirt hafa útlán til heimila vaxið um 171% frá 1989. Heildarútlán til fyrirtækja hafa einnig vaxið mikið á þessu tímabili eða um 56% að raungildi. Hröðust var aukningin á fyrirtækjalánnum á allra seinustu árum. Frá 1997 nam raunaukning þeirra um 63%. Í árslok 1995 svöruðu útlán lánakerfisins til 184% af vergri landsframleiðslu og 203% í lok september 1999.

Innlánsstofnanir

Útlán innlánsstofnana hafa vaxið mikið á undanfönum misserum. Á árinu 1999 jukust þau um rúma 75 ma.kr. eða 23%. Á árinu 1998 jukust þau um 76 ma.kr. eða 26%.⁶ Nokkuð dró úr útlánavextinum undir lok ársins 1999. Með miklum útlánavexti hafa innlánsstofnanir aukið hlutdeild sína á lánamarkaði þar sem vöxtur útlána þeirra hefur verið meiri en hjá öðrum lánastofnunum.

6. Útlánvöxturinn 1998 er hér leiðréttur fyrir innlimun Verslunarlánasjóðs í Íslandsbanka hf. síðla árs 1998.

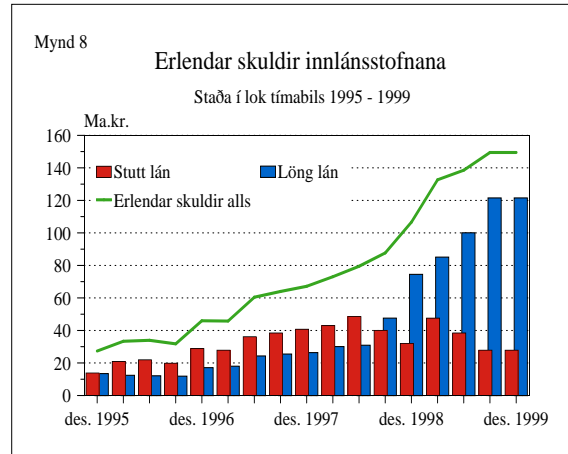


Auk þess að lána beint til viðskiptavina hefur færst í vöxt á undanförunum misserum að innlánsstofnanir kaupi markaðsskuldabréf, en aukning þeirra kaupa hefur þó verið mun hægari en aukning beinna útlána. Vöxtur útlána og markaðsskuldabréfa til samans var 22% 1999 og um 30% 1998.

Vöxtur innlána og verðbréfaútgáfa innlánsstofnana hefur verið mun minni en aukning útlána og markaðsskuldabréfa þeirra á síðustu tveimur árum. Frá lokum árs 1996 til loka árs 1999 lækkaði hlutfall innlána af útlánnum innlánsstofnana úr 80% í um 65%. Frá árslokum 1995 til ársloka 1999 lækkaði hlutfall innlána og verðbréfaútgáfu af útlánnum og markaðsskuldabréfum innlánsstofnana úr tæpum 90% í 70% sem þýðir að þær hafa í vaxandi mæli reitt sig á aðra fjármögnun útlána, einkum frá útlöndum.

Á árinu 1999 jukust erlendar lántökur innlánsstofnana til endurlána um nær 43 ma.kr. Á árinu 1998 hækkaði þessi liður um 32 ma.kr. en það ásamt innlánaaukningunni dugði ekki til þess að standa undir útlánaaukningunni á því ári og gengu innlánsstofnanir þá mjög á lausafjárstöðu sína. Á árinu 1999 snerist sú þróun til betri vegar og lausafjárstaðan batnaði á ný.

Mikilvægi erlendra lána til endurlána hefur vaxið. Hlutfall þeirra af útlánnum og markaðsskuldabréfum var 19% í árslok 1997, 23% í árslok 1998 og 28% í árslok 1999. Undirstöður þessarar fjármögnunar hafa styrkst því að hlutur langra lána hefur vaxið á kostnað skammtímalána. Af þeim 128 ma.kr. sem innlánsstofnanir skulduðu í lok ársins 1999 voru um 89% löng erlend lán og hafði þetta hlutfall nær tvöfaldast á tveimur árum, úr 45% í árslok 1997. Bein gjaldeyr-



isáhætta lánastofnana er mjög takmörkuð og um hana gilda reglur settar af Seðlabanka Íslands. Óbein gjaldeyrishætta lánastofnana skapast hins vegar ef þær endurlána erlent lánsfé til lánþega sem eingöngu afla tekna í íslenskum krónum.

Svo virðist sem lánþegar sem ekki afla gjaldeyrstekna reiði sig í vaxandi mæli á gengistrygð lán. Það gildir t.d. um verslun, landbúnað, bæjar- og sveitarfélög, ýmsa þjónustustarfsemi og í einhverjum mæli einstaklinga. Gengistrygð lán fela í sér talsverða áhættu fyrir þessa lánþega sem og fyrir lánastofnanir sem hafa haft milligöngu um að veita þau, ekki síst ef að baki standa veð sem gætu reynst ótraust.

Fjármögnun útlána og verðbréfaeignar fjárfestingarlánasjóða⁷ hefur einkennst af stórauðni útgáfu markaðsskuldabréfa, einkum húsbreifaútgáfu Íbúðalánasjóðs, og miklum erlendum lántökum en innlendar lántökur drógust saman á árinu 1999. Íbúðalánasjóður er langstærstur með um 70% útlána fjárfestingarlánasjóða. Hann er fjármagnaður með innlendra skuldabréfaútgáfu en erlendar lántökur fjárfestingarbanka og annarra lánasjóða nema 84% útlána þeirra. Íbúðalánasjóður jók útlán til fasteignakaupa um 14,7% á árinu 1999 samanborið við um 7,2% aukningu þeirra á árinu 1998. Útlán og verðbréfaeign fjárfestingarbanka jókst um 18% en í heild var útlánaaukning fjárfestingarlánasjóða 14,7% á árinu 1999 og 8,6% 1998.

7. Í tölum Seðlabanka Íslands teljast eftirtaldar stofnanir til fjárfestingarlánasjóða: Íbúðalánasjóður, Fjárfestingarbanki atvinnulífsins hf. (FBA), Kaupþing hf., Samvinnusjóður Íslands hf., Lánasjóður landbúnaðarins, Framleiðnisjóður landbúnaðarins, Ferðamálasjóður, Lánasjóður sveitarfélaga og Bygðastofnun.

Geiraskipting útlána

Áætlað er að útlán banka, fjárfestingarlánasjóða, lánasjóða ríkis ásamt erlendu lánsfé hafi vaxið um 81 ma.kr. milli árunna 1998 og 1999 eða um 9,4%. Tæplega helmingur þessarar aukningar var í erlendum lánum eða 38 ma.kr. Að raungildi nam aukningin um 5,2%. Lán banka og sjóða námu í árslok 1999 um 937 ma.kr. Þar af voru 356 ma.kr. gengisbundnir eða tæplega 38%. Mest var útlánaaukningin til húsnæðismála einstaklinga, 33 ma.kr. Í árslok 1999 námu lán banka og sjóða til íbúðarkaupa alls 291 ma.kr. Hafa þau tæplega þrefaldast á 10 árum að raunvirði. Til þjónustugreina námu ný útlán 19 ma.kr. og til verslunar 11 ma.kr. Útlánaaukningin til verslunar og þjónustu hefur því numið alls um 30 ma.kr. árið 1999, þ.a. 21 ma.kr. gengisbundinn. Námu lán banka og sjóða til þessara greina alls 94 ma.kr. í árslok 1999, þar af eru 43 ma.kr. gengisbundnir. Hlutfallslega jukust lán til þjónustugreina mest milli árunna 1998 og 1999 eða um 34%, en aukningin var 23% til verslunar og 13% til íbúðarbygginga.

Nokkur breyting varð á hlutfallslegri skiptingu lána milli helstu geira á liðnum áratug. Hlutfall heildarútlána til heimila jókst úr um 32% í byrjun tífunda áratugarins í um 38% árið 1999 en hlutur fyrirtækja og ríkisins minnkaði. Hlutfall erlendra lána af heildarlánum minnkaði. Erlend lán voru rúmlega 26% af heildarlánum árið 1999 en voru tæplega 33% í byrjun síðasta áratugar. Fyrirtækin voru langstærsti lántaki erlendra lána með um 65% af heild. Hlutdeild ríkisins dróst nokkuð saman en erlend lán sveitarfélaga jukust að sama skapi.

Enda þótt nokkuð hafi dregið úr vexti útlána innlánsstofnana undir lok síðasta árs var hann enn mjög hraður. Fyrri aðvaranir Seðlabanka Íslands um útlánavöxtinn og hugsanlegar afleiðingar hans eiga því jafnvel við og áður. Hröðum vexti útlána getur fylgt slævt útlánamat og afleiðingin orðið útlánatöp þegar þrengir að í þjóðarbúskapnum. Að mati Seðlabankans fólst töluverð áhætta í fjármögnun útlána lánastofnana undir lok ársins 1998 og á fyrri hluta árs 1999 sem birtist í mikilli notkun erlendra skammtímalána. Dregið hefur úr þessari áhættu því að langtímalán hafa að töluverðu leyti leyst skammtímalán af hólmi. Geiraskipting útlána sýnir vaxandi hlut heimila og mikla útlánaaukningu í seinni tíð til verslunar og þjónustu. Í einhverjum mæli hafa lán til þessara lánþega verið gengistryggð þótt þeir afla lítilla gjaldeyrstekna. Áhætta þeirra er því nokkur og um

leið þeirra lánastofnana sem hafa haft milligöngu um að lána gengistryggð lán til þeirra.

Afkoma og eigið fé innlánsstofnana

Þegar þetta er ritað liggja fyrir endurskoðaðar tölur um efnahag og afkomu viðskiptabanka og stærstu sparisjóðanna á miðju ári 1999. Samkvæmt þeim hafði afkoma þessara stofnana batnað. Auk þess höfðu fyrstu stofnanirnar birt afkomutölur fyrir árið 1999 í heild og staðfestu þær bætta afkomu og arðsemi frá fyrra ári. Mikil hækkun á verði hlutabréfa í fjármálastofnunum (sjá mynd 4) endurspeglar væntingar markaðarins um áframhaldandi góða afkomu þeirra.

Hreinar vaxtatekjur (vaxtamunur) viðskiptabanka og sparisjóða drógust saman úr um 4,6% af meðaltalsstöðu efnahagsreiknings á árinu 1995 í um 3,6% á árinu 1998 og vísbendingar eru um að þær hafi lækkað enn frekar á árinu 1999. Hreint tekjubil viðskiptabanka og sparisjóða, en þá hefur öðrum rekstrartekjum verið bætt við hreinar vaxtatekjur og rekstrargjöld dregin frá, dróst einnig saman úr um 2% af meðalstöðu efnahagsreiknings á árinu 1995 í um 1,8% á árinu 1998. Vísbendingar eru um að það hafi lækkað á ný á árinu 1999. Hagnaður viðskiptabanka og sparisjóða, en þá er til viðbótar hreinu tekjubili tekið tillit til framlaga í afskriftareikninga, tekju- og eignarskatta og óreglulegra tekju- og gjaldaliða, hefur vaxið úr 0,5% af meðalstöðu efnahagsreiknings á árinu 1995 í 0,9% á árinu 1998. Vísbendingar eru um að það hafi hækkað frekar á síðasta ári.

Afskriftarframlög útlána voru svipuð að fjárhæð á fyrri hluta árs 1999 og á sama tímabili 1998. Á undanförunum heilum árum fóru þessi afskriftarframlög minnkandi frá árinu 1994 til 1997, en jukust svo aftur 1998. Hagnaður að teknu tilliti til afskriftarframlaga jókst nokkuð stöðugt öll árin 1994 til 1998 og eru góðar horfur á að svo hafi einnig verið á árinu 1999 í heild.

Í lok árs 1999 var fremur líttill hluti eigna innlánsstofnana í hlutabréfum, eða tæpir 9 ma.kr., samanborið við um 460 ma.kr. heildarútlán og markaðsverðbréfaeign. Hlutfjáreignin nam þó liðlega 27% af eigin fé. Því geta sveiflur í verðmæti hlutabréfa í eigu innlánsstofnana haft nokkur áhrif á arðsemi eigna fjár þeirra.

Arðsemi eigna fjár viðskiptabankanna hefur aukist hröðum skrefum síðustu ár. Árið 1995 mældist hún 5,3%, árið 1996 8,4% og árið 1997 9,3%. Árið

1998 var hún 16% og horfur eru á að svipuð þróun hafi orðið á árinu 1999, skv. uppgjöri fyrir fyrri hluta ársins.

Eiginfjárlutfall banka og sparisjóða í heild var 9,8% í árslok 1998 og var það óbreytt frá fyrri ári. Hins vegar var það lægra en næstu tvö árin þar á undan, en árið 1996 var það 10,7% og 11,1% árið 1995. Skýring þessarar lækkunar er einkum sú að frá árslokum 1995 hafði áhættugrunnurinn sem hlutfallið reiknast af vaxið um 77%, en eigið fé aðeins um 56%. Undanfarin ár hafa víkjandi lán orðið fyrirferðarmeiri í eiginfjárlutfallinu. Eiginfjárlutfall án víkjandi lána hefur því lækkað nokkuð meira undanfarin ár en eiginfjárlutfallið í heild. Sem dæmi má nefna að árið 1995 var eiginfjárlutfall án víkjandi lána hjá viðskiptabönkum og sparisjóðum samtals 10% en 7,8% árið 1998. Á miðju ári 1999 var eiginfjárlutfall viðskiptabankanna hið sama og árið áður, eða 9%, en eiginfjárlutfall án víkjandi lána var 6,7% samanborið við 7,1% á miðju ári 1998.

Kröfur um lágmark eigin fjár

Lánastofnanir þurfa að uppfylla tilteknar kröfur um eiginfjárlutföll. Eigið fé með víkjandi lánum má ekki vera lægra en 8% af áhættugrunni. Áhættugrunnur er metinn eftir ákvæðum laga og sérstökum reglum sem Fjármálaeftirlitið setur og eru þær hinar sömu á Evrópska efnahagssvæðinu. Eiginfjárlutfall íslenskra banka er lægra en banka annars staðar á Norðurlöndunum. Í árslok 1998 var eiginfjárlutfall íslenskra viðskiptabanka, án Sparisjóðabankans, rúm 9%. Á sama tíma var eiginfjárlutfall norskra og sænskra banka um 10½% og danskra og finnskra banka 11,3% og 11,5%.

Að mati Seðlabanka Íslands er eiginfjárlutfall margra lánastofnana lægra um þessar mundir en æskilegt væri, ekki síst þegar tekið er tillit til hagstæðra rekstrarskilyrða þeirra. Eiginfjárstaða þeirra án víkjandi lána er enn lakari. Það hlýtur því að verða mikilvægt viðfangsefni margra stofnana að efla eiginfjárstöðu sína verulega þannig að þær verði betur búnar undir erfiðari aðstæður í efnahagsmálum en nú ríkja. Lánastofnanir verða að standast lágmarkskröfur um eigið fé í dýpstu öldudöllum þjóðarbúsins og þá verður það að vera mun hærra á uppgangstímum.

VI. Innland greiðslumiðlun

Fjármálalegur stöðugleiki byggist m.a. á því að greiðslur á milli viðskiptavina og banka séu skilvirkar og öruggar. Mikilvægt er að áhættu við greiðslumiðlun sé haldið í lágmarki. Hér á landi er starfrækt eitt greiðslukerfi vegna þessara viðskipta og er það rekið af Reiknistofu bankanna (RB). Greiðslukerfi RB er greiðslujöfnunarkerfi með einni jöfnun á sólarhring sem framkvæmd er seint að kvöldi. Endanlegt uppgjör fer fram um reikninga stofnana í Seðlabankanum að morgni næsta dags. Mikil vinna hefur undanfarin ár farið í að laga hérlent kerfi að alþjóðlegum viðmiðum og eru sumar af þeim endurbótum að koma til framkvæmda en aðrar eru enn í undirbúningi.

Því hefur um nokkurt skeið verið unnið að því að endurbæta greiðslujöfnunarkerfi RB til þess að kerfið uppfylli alþjóðlegar kröfur eða svonefnd Lamfalussy-skilyrði.⁸ Búið er að treysta lagalegan grundvöll greiðslujöfnunar með setningu laga um öryggi greiðslufyrirmæla í greiðslukerfum en þau byggjast á tilskipun Evrópusambandsins um sama efni. Þá vinnur Seðlabanki Íslands að lokaundirbúningi reglna sem ætlað er að fylla í þær eyður sem eftir eru á þessu sviði. Verið er að taka í notkun fullkominn varabúnað á vegum Reiknistofu bankanna (í svonefndu seli) sem mun auka rekstraröryggi kerfisins til muna.

Ör þróun er á sviði greiðslumiðlunar hérlendis og á Internetið þar meðal annars hlut að máli. Mikill vöxtur hefur orðið í notkun heimabanka og nýjungar í farsímataekni hafa opnað nýja möguleika á þessu sviði. Eitt fyrirtæki hefur hafið tilraunaútgáfu rafrænna myntkorta og stóru greiðslukortafyrirtækin tvö eru í sameiningu að undirbúa útgáfu slíkra korta.

Nú í febrúar er fyrirhugað að gefa út ríkisvixlaflokk á rafrænu formi í tilraunaskyni og markar sú útgáfa upphaf rafrænnar eignaskráningar á verðbréfum á Íslandi.

Greiðslumiðlun hérlendis hefur að sumu leyti þróast á annan hátt en víða annars staðar. Svokölluð samtímabókun gerir almenningi kleift að taka út af hlaupareikningum um leið og lagt hefur verið inn á þá. Víðast hvar þurfa innstæðueigendur að bíða þar til að uppgjör milli banka hefur farið fram. Í flestum

8. Í grein Tómasar Arnar Kristinssonar í þessu hefti Peningamála er m.a. rakin þróun alþjóðlegra viðmiðana á sviði greiðslumiðlunar. Þar er gerð grein fyrir svonefndum Lamfalussy-skilyrðum.

löndum Vestur-Evrópu hefur lagalegt umhverfi greiðslumiðlunar verið vel mótað en síður hér á landi fyrir en nú. Rafræn skráning verðbréfa hefur tíðkast á hinum Norðurlöndunum um alllangt skeið og flest ríki í Vestur-Evrópu hafa einnig komið slíkri skipan á þótt aðeins sé mismunandi hversu langt hefur verið gengið í hverju landi.

Mikil samvinna banka í greiðslumiðlun getur verið veikleiki

Hér á landi hefur þróunin orðið með þeim hætti að RB, sem upphaflega var hugsuð fyrst og fremst sem greiðslujöfnunarstöð, hefur einnig smám saman tekið að sér að annast rekstur á stærstum hluta af viðskiptakerfum banka og sparisjóða, þ.á.m. mörgum þeirra kerfa sem skila færslum inn í greiðslujöfnunina.

Þjóðhagsleg hagkvæmni þess að bankar samnýti sem mest allan búnað við greiðslumiðlunina er lítt umdeilanleg en þó geta falist vissar hættur í þessu fyrirkomulagi. Meiri hætta er á kerfisbundnum vanda ef flestir eða allir þættir í greiðslumiðluninni eru miðlægir. Við slíkar aðstæður gæti bilun í miðlægum hugbúnaði, vélbúnaði eða fjarskiptabúnaði leitt til þess að allt bankakerfið í landinu lamaðist. Selið, sem verið er að setja á laggirnar, mun draga verulega úr þessari hættu.

Stefnumótun fyrir greiðslumiðlun til lengri tíma var nokkuð áfátt á síðasta áratug og þau sjónarmið sem ruddu sér rúms erlendis höfðu lítil sem engin áhrif hér á landi. Dæmi um slíkt er upptaka samtímabókunar tékka. Samtímabókun tékka (og debetkortafærslna) leiðir til þess að reikningseigendur geta ráðstafað inneign samstundis þótt endanlegt uppgjör milli banka fari ekki fram fyrir en daginn eftir eins og áður segir. Þetta gerir það að verkum að ef út af bregður í rekstri banka væri engin leið til að rekja upp færslur og endurreikna greiðslujöfnun án þess banka sem kominn væri í þrot.

Fyrirkomulag við uppgjör greiðslujöfnunarinnar þarf einnig að lagfæra. Nú geta bankar tekið út af uppgjörseikningum í Seðlabankanum án þess að innstæða sé næg. Þessu er jafnan kippt í liðinn með afturvirkum láni daginn eftir. Þessu þarf að breyta. Nauðsynlegt er að endanlegt uppgjör fari fram samdægurs. Til þess að þetta geti orðið þyrfti að flýta jöfnuninni þannig að fjárstýringardeildir bankanna hafi svigrúm til þess að lagfæra stöðu sína með viðskiptum á millibankamarkaði eða við Seðlabankann.

Fyrirvaralausar úttektir stórra fjárhæða af inn-

lánsreikningum eru einnig dæmi um óheppilega þróun. Víðast hvar tíðkast að tilkynna þarf banka þegar til stendur að ráðstafa fjármunum yfir tilteknu marki. Þetta gefur viðkomandi banka ráðrúm til að afla fjár til að mæta skuldbindingunni við reikningseigandann. Æskilegt væri að þetta fyrirkomulag tíðkaðist einnig hérlendis. Annað atriði svipaðs eðlis er að viðskiptavinir banka geta verið að sýsla með reikninga sína löngu eftir lokun bankanna, þ.e. með aðgangi um fyrirtækjatengingar, einkabanka eða með debetkortum. Þannig getur fyrirtæki sem tekur út stóra fjárhæð eftir lokun banka leitt til verulegs kostnaðarauka hjá bankanum sem ekki þyrfti að verða ef viðskiptahættir væru með öðrum hætti.

Talið er nauðsynlegt að nýjar bankastofnanir hafi aðgang að almennum greiðslumiðlunarkerfum. Í þessu sambandi blasir við vandamál hér á landi þar sem RB annast bæði rekstur greiðslujöfnunarkerfis og annarra kerfa fyrir eigendur sína. Því er stefnt að því að skilja hér á milli.

Stefnumótun fyrir greiðslujöfnun og uppfylling Lamfalussy-skilyrða

Seðlabankinn hefur ásamt viðskiptabönkunum unnið að breytingum á núverandi fyrirkomulagi greiðslumiðlunar. Þessi vinna hefur m.a. snúist um stefnumótun fyrir greiðslujöfnunarkerfi RB og uppfyllingu Lamfalussy-skilyrðanna.⁹ Ný lög um öryggi greiðslufyrirmæla í greiðslukerfum og fyrirhugaðar reglur Seðlabankans munu renna stöðum undir lagalegan grundvöll kerfisins. Líklegt er að stofnað verði sérstakt félag um greiðslujöfnun - Fjölgreiðslumiðlun hf. Hugmyndin er að félagið setji hlutlægar reglur um aðgengi að greiðslujöfnuninni og sjái um sameiginlegan rekstur á ýmsum þáttum sem nauðsynlegt er að aðrir aðilar en bankar, sparisjóðir og greiðslukortafyrirtæki geti komið að. Gera má ráð fyrir að innan örfárra mánaða hafi Lamfalussy-skilyrðunum verið fullnægt að mestu. Um þessar mundir er einnig að ljúka vinnu við samning sem bankar hérlendis hyggjast gera um millibankaþjónustu. Þar er lýst þeim sviðum þar sem bankar taka að sér verkefni fyrir aðrar stofnanir, hvernig þeirri þjónustu skuli háttað og hvernig haga skuli gjaldtöku.

9. Sjá grein Tómasar Arnar Kristinssonar um greiðslumiðlun í þessu hefti Peningamála.

Undirbúa þarf framtíðarstefnuna vel

Seðlabanki Íslands hefur í nokkur ár haft áhuga á að öryggi stórra greiðslna milli banka verði tryggt með sambærilegum hætti og gert er erlendis. Ástæðan fyrir þessu er sú að stóru greiðslurnar eru áhættumestar í greiðslukerfum og það gæti haft alvarlegar afleiðingar fyrir allt bankakerfið ef brestur yrði á þessu sviði. Þegar hefur verið hrundið af stað athugun á því að Seðlabankinn komi upp stórgreiðslukerfi þar sem greiðslur milli lánastofnana yrðu gerðar upp samstundis ef næg heimild væri á reikningi greiðanda. Gert er ráð fyrir að Seðlabankinn bjóði lánafyrirgreiðslu til að liðka fyrir lausu fé í kerfinu. Slík lánafyrirgreiðsla yrði þó aðeins veitt gegn fullnægjandi tryggingum.

Seðlabankinn hyggst afla ítarlegrar þekkingar um þær leiðir sem greiðslumiðlun fer fram um hérlandis. Markmiðið með því er að til séu upplýsingar um öll ferli innan banka sem utan svo að hægt sé að hafa eftirlit með því að leiðir séu tryggar og að hægt verði að grípa í taumana ef ástandið þykir ótryggt.

Lítíð hefur verið hugað að greiðslumiðlun gagnvart útlöndum. Í flestum tilvikum byggist hún á langtímaviðskiptasamböndum og stöðluðum alþjóðlegum leiðum en vegna mikilla breytinga í umhverfi banka er ástæða til að huga frekar að þessum þætti.

VII. Niðurstöður

Ýmsir jákvæðir þættir einkenna íslenskt fjármálakerfi um þessar mundir. Hagvöxtur er mikill og afkoma atvinnuvega virðist almennt góð þótt hækkun raungengis krónunnar þrengi að sumum greinum. Staða íslenskra fjármálastofnana virðist fremur traust og litlar líkur á skyndilegum breytingum til hins verra í rekstri og afkomu þeirra nema þjóðarbúið verði fyrir óvæntum áföllum. Vanskil á lánum í lánastofnunum virðast hafa minnkað töluvert. Eignaverð hefur hækkað hratt að undanförunu en fremur litlar líkur verður að telja á skyndilegri almennri lækkun þess í ár. Lánastofnunum virðist því ekki búin sérstök hætta af breytingum eignaverðs í nánustu framtíð. Auk þess eru veðsetningarmörk íslenskra lánastofnana yfirleitt lægri en gerist í ýmsum nágrannalandanna.

Samsetning fjármagnsinnstreymis hefur breyst til batnaðar frá því sem var síðla árs 1998 og framan af ári 1999 að því leyti að hlutur skammtímalána hefur minnkað. Erlend skammtímaástaða þjóðarbúsins er því skárri nú en hún var á fyrstu mánuðum síðasta árs

þótt hún mætti vera betri. Seðlabanki Íslands á samningsbundinn og fyrirvaralausan aðgang að erlendu lánsfé ef þörf krefur. Íslenskar lánastofnanir hafa átt allgreiðan aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum og opinbert lánshæfismat sem íslenskir bankar hafa hlotið í seinni tíð styrkir stöðu þeirra á erlendum mörkuðum. Þá hafa bandarísku matsfyrirtækin Standard & Poor's og Moody's nýlega staðfest fyrra mat sitt á lánshæfi íslenska ríkisins auk þess sem matsfyrirtækið Fitch IBCA gaf íslenska ríkinu láns-hæfiseinkunnina AA- í byrjun árs 2000.

Meginveikleiki íslensks fjármálakerfis nú felst í miklum viðskiptahalla, peninga- og útlánaþenslu, lágu eiginfjárlutfalli margra lánastofnana og að nokkru í viðkvæmri erlendri skammtímastöðu sem þó hefur skánað. Verðbólga hefur vaxið í seinni tíð og raungengi krónunnar hefur hækkað og er nú nálægt meðaltali síðustu 20 ára. Seðlabanki Íslands telur að innlánsstofnanir og sumar aðrar lánastofnanir hafi farið fullgeyst í að auka útlán í seinni tíð. Þetta endurspeglast í versnandi eiginfjárstöðu. Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika hefðu lánastofnanir átt að efla eiginfjárstöðu sína til þess að verða betur búnar undir að mæta erfiðari tímum. Erfitt kann að reynast að styrkja eiginfjárstöðu lánastofnana við lakari efnahagsaðstæður og rekstrarskilyrði en nú ríkja. Nokkuð dró úr vexti útlána undir lok síðasta árs þótt hann væri enn hraður. Miklum vexti útlána fylgir sú hætta að ekki sé nægilega hugað að greiðslugetu lánþega og því gætu lánastofnanir orðið fyrir útlánatöpum þegar þrengir að í efnahagslífi. Þessi hætta er þeim mun meiri sem fyrirtæki og heimili eru skuldsettari. Þá felst jafnan áhætta í lántökum í erlendum gjaldreyri hjá þeim sem ekki afla tekna í erlendum gjaldreyri. Viðskiptahallinn felur í sér skuldaföfnun erlendis og dragi ekki verulega úr honum á komandi misserum getur hann grafið undan trúverðugleika gengisins.

Hættan við ríkjandi aðstæður felst í því að núverandi þróun, ofþensla, mikill viðskiptahalli, verðbólga og hækkandi raungengi, leiði til vaxandi erfiðleika í efnahagsmálum og auki líkur á gjaldeyriskreppu. Áföll í ytra umhverfi hagkerfisins gætu haft hliðstæðar afleiðingar.

Hæfni fjármálakerfisins til þess að takast á við skyndilegar breytingar yrði meiri ef betra jafnvægi ríkti í viðskiptum þjóðarbúsins gagnvart útlöndum. Auk þess að draga úr verðbólgu ætti stjórn efnahagsmála því öðru fremur að beinast að því að draga úr viðskiptahallanum.