

Framtíðarskipan fjármálakerfisins

Skýrsla

efnahags- og viðskiptaráðherra
til Alþingis

Mars 2012

Framtíðarskipan fjármálakerfisins
Skýrsla efnahags- og viðskiptaráðherra til Alþingis

© 2012 Efnahags- og viðskiptaráðuneytið

Umbrot: Egill Baldursson ehf.
Prentun: Ísafoldarprentsmiðja ehf.

Ljósmynd á kápu: Dyrfjöll og Stórurð.
Ljós. Skarphéðinn Þráinsson / www.skarpi.is

Upplýsingar um útgáfur efnahags- og viðskiptaráðuneytis er að finna á vefsíðunni
<http://www.efnahagsraduneyti.is/utgefid-efni>

ISBN 978-9935-9080-0-1

Efnisyfirlit

1. Inngangur • 5
2. Hlutverk og gangverk fjármálakerfisins • 6
3. Fjármálakreppa og innbyggður óstöðugleiki fjármálamarkaða • 11
 - 3.1. Fjármálaáfall og efnahagskreppur • 12
 - 3.2. Söguleg tíðni fjármálakreppu • 13
 - 3.2.1. Alþjóðleg útbreiðsla fjármálaáfalla • 15
 - 3.3. Kostnaður af fjármálakreppum • 15
 - 3.3.1. Greiðsluþrot ríkissjóða • 16
4. Íslenska bankakreppan og afleiðingar hennar • 20
 - 4.1. Hið alþjóðlega umhverfi • 20
 - 4.1.1. EES-samningurinn og upphaf alþjóðlegrar bankastarfsemi á Íslandi • 20
 - 4.1.2. Vöxtur alþjóðlegra fjármálaviðskipta og vaxtamunarviðskipti • 22
 - 4.2. Innlendar aðstæður • 23
 - 4.2.1. Áhrif lánsþæfismats ríkissjóðs á bankana • 23
 - 4.2.2. Skortur á samhæfðri efnahagsstefnu • 24
 - 4.2.3. Skortur á þjóðhagslegu eftirliti með vexti bankanna í hlutfalli við stærð hagkerfisins og gjaldeyrisforða • 26
 - 4.2.4. Ástæður fyrir falli bankanna og takmörk fjármálaeftirlits • 28
 - 4.3. Viðbrögð stjórnvalda • 30
 - 4.3.1. Neyðarlögin • 31
 - 4.3.2. Efnahagsáætlun í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn • 32
5. Íslenska fjármálakerfið • 36
 - 5.1. Aðkoma hins opinbera að fjármálakerfinu • 40
 - 5.2. Áhrif gjaldeyrishafta á fjármálakerfið • 44
 - 5.3. Bankakerfið • 45
 - 5.4. Lífeyrissjóðir • 48
 - 5.5. Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir og fagfjárfestasjóðir • 50
 - 5.6. Vátryggingarfélög og lánasjóðir ríkisins • 50
 - 5.7. Fjármálamarkaðir í lægð • 51
6. Samkeppni á fjármálamarkaði • 54
 - 6.1. Markaðshlutdeild og samþjöppun • 54
 - 6.2. Hagræðing og samkeppni • 56
 - 6.3. Aðgangshindranir og ólögmett samráð • 56
 - 6.4. Alþjóðleg stefnumótun um samkeppnismál í kjölfar fjármálakreppunnar • 57
 - 6.5. Samkeppnishorfur • 58
7. Regluverk og eftirlit á fjármálamarkaði • 60
 - 7.1. Afskipti ríkisins af fjármálamarkaðnum – laga- og regluumgjörð fjármálakerfisins • 60
 - 7.2. Lagaumgjörð fjármálamarkaðarins • 60

7.3.	Nýjar áherslur á alþjóðavettvangi	• 61
7.3.1.	Endurbætur á Basel-reglum	• 61
7.3.2.	Nýjar reglur um gjaldþol váttryggingarfélaga og áherslur í eftirliti – Solvency II	• 63
7.4.	Markmið lagasetningar	• 63
7.4.1.	Löggjöf um fjármálamarkaðinn	• 63
7.4.2.	Innstæðutryggingar	• 67
7.5.	Alþjóðlegar skuldbindingar	• 70
7.6.	Takmörk á skilvirkni fjármálalaga og -reglna	• 70
7.6.1.	Formlegar efnisreglur og viðmið	• 70
7.6.2.	Huglæg og matskennd viðmið	• 71
7.6.3.	Samspil formlegra og huglægra viðmiða	• 71
7.7.	Opinbert eftirlit	• 72
7.7.1.	Eindaeftirlit FME	• 72
7.7.2.	Eindaeftirlit Seðlabanka Íslands og fjármálastöðugleiki	• 73
8.	Fjármálastöðugleiki – þriðja svið hagstjórnar	• 75
8.1.	Hugsanleg stjórnþæki	• 76
8.2.	Fjármálastöðugleiki – skilgreiningar og mælingar	• 81
8.2.1.	Skilgreiningar	• 81
8.2.2.	Mæling á fjármálastöðugleika	• 82
8.3.	Lögbundið hlutverk	• 82
8.4.	Hvernig er best að haga heildareftirliti með fjármálakerfinu?	• 83
8.5.	Aðskilnaður viðskiptabanka og fjárfestingarbanka	• 84
8.6.	Ólík markmið	• 86
8.7.	Gegnsæi og ábyrgð	• 86
8.8.	Hvaða stofnun á að fela ábyrgð á fjármálastöðugleikastefnunni?	• 87
8.9.	Viðbúnaður og viðlagatæki	• 89
8.10.	Viðlagaákvæði vegna fjármálafyrirtækja í vanda	• 90
8.11.	Alþjóðlegt samstarf	• 90
8.12.	Fjármálastöðugleikalög – regnhlífarlög um fjármálastarfsemi	• 91
9.	Framtíðarskipan fjármálakerfisins – yfirlit	• 93
9.1.	Öruggt og skilvirkt fjármálakerfi af hæfilegri stærð	• 93
9.2.	Aðskilnaður fjárfestingarstarfsemi og almennrar viðskiptabankastarfsemi	• 95
9.3.	Fjármálastöðugleikalög – samræmd umgjörð um alla fjármálastarfsemi	• 96
9.4.	Skipulag og verkaskipting eftirlitsstofnana	• 97
9.5.	Sérstök uppgjör- og slitameðferð fyrir fjármálafyrirtæki í fjárhagsvanda	• 98
9.6.	Innstæðutryggingar og aflétting gjaldeyrishafta	• 99
9.7.	Stefna ríkisins sem eiganda fjármálafyrirtækja	• 99
9.8.	Fjármálastöðugleiki felur í sér mikilvæg almannagæði	• 101
	Heimildaskrá	• 102
	Viðauki I – Samstarfssamningur Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands	• 106
	Viðauki II – Samkomulag um skipun nefndar um fjármálastöðugleika	• 111

Inngangur

Fjármálakerfi heimsins hefur síðustu þrjú ár orðið fyrir hörðustu kreppu sem á því hefur dunið í heila öld. Bankakreppur sem áður hafa þjakað einstök þjóðríki kunna þó að hafa verið erfiðari fyrir þau – svo sem hrun bankakerfis Bandaríkjanna milli 1929 og 1933. Núverandi fjármálakreppa er einstök að því leyti að miklir erfiðleikar hafa steðjað og steðja enn að fjármálakerfum mjög margra ríkja í senn, reyndar margra þeirra efnuðu ríkja sem mynda burðarásinn í hagkerfi heimsins og talið var að hefðu svo þroskuð fjármálakerfi að lítil sem engin hætta væri þar á bankakreppu. Efnahagslegra og félagslegra áhrifa kreppunnar gætir um allan heim vegna þess hve nánnum böndum hagkerfi nær allra ríkja eru nú tengd hvert öðru. Fjármálakreppan hefur leitt í ljós ýmsar grundvallarveilur og vankanta á fjármálakerfinu og jafnframt vakið margvíslegar siðferðilegar og pólitískar spurningar sem takast verður á við og svara, eigi að takast að endurreisa traust almennings til banka og fjármála- markaða. Af þessum sökum er þörf fyrir gagnngerar endurbætur á umgjörð og skipan fjármálakerfisins víða um lönd og á alþjóðavettvangi. Ísland er hér engin undantekning. Kostnaðurinn af hruni íslensku bankanna 2008 var geysimikill og birtist í atvinnuleysi, tekjumissi og skuldaaukningu heimila og fyrirtækja og stóraukinni skuldabyrði ríkisins. Erlendir lánardrotnar íslenskra banka töpuðu auk þess miklum fjármunum.

Svara þarf þeim spurningum hvað fór úr skeiðis, hvað gera þurfi til þess að draga úr líkum á því að þjóðarþúið verði öðru sinni fyrir áföllum af þessu tagi og hvernig draga megi sem mest úr tjóni af fjármálaáföllum ef ekki verður hjá þeim komist?¹ Svör við

þessum spurningum eru auk þess forsenda þess að endurheimta megi traust á íslensku fjármálakerfi; traust er forsenda þess að bankakerfið geti sinnt mikilvægum þjóðfélagslegum verkefnum sem því er ætlað. Til þess að finna svör við þessu þarf að skyggast djúpt í samhengi fjármálakerfis og þjóðarbúskapar og kanna vandlega hlutverk og gangverk fjármálastarfseminnar. Hvað veldur því að hún hefur tilhneigingu til ofpenslu sem endar í kreppu? Hvað er til ráða til þess að draga úr þessari sveifluhegðun? Svör við þessum spurningum fást aðeins með því að rekja og greina rætur fjármálaáfallanna sem dunið hafa yfir á síðustu þremur eða fjórum árum. Hvernig er unnt að tryggja að fjármálakerfið gegni í framtíðinni með skilvirkum hætti því mikilvæga hlutverki að beina sparnaði til verkefna sem eru arðbær í raun, annast greiðslumiðlun, og mynda markað um öruggar fjárskuldbindingar, markað sem auðveldar áhættudreifingu, umbreytir tímalengd fjárskuldbindinga og tryggir jöfnun ráðstöfunartekna yfir æviskeið manna? Margt bendir til þess að fjármálakerfið og stjórnendur fjármálafyrirtækja hafi á síðasta áratug ekki sinnt þessum meginverkefnum sem skyldi, heldur hafi – vegna markaðsbresta, flókinna fjármálaafurða og misvísandi hvatakerfa – leiðst út í starfsemi sem þjónar ekki þessum markmiðum; þar sé rótin að þeirri ofpenslu sem endaði með hruni.

¹ Vert er að benda á að fjármálahrunið 2008 er ekki fyrsta fjármálaáfall sem Ísland verður fyrir. Ásgeir Jónsson heldur því t.d. fram að hrunið 2008 hafi aðeins verið „enn einn hlekkurinn í langri keðju fjármálaóstöðugleika og gjaldeyrisvandæða er hafa einkennt nútímasögu landsins.“ Ásgeir Jónsson (2010), bls. 1.

Hlutverk og gangverk fjármálakerfisins

Yfirleitt er talið að hlutverk banka sé að miðla peningum sem lagðir hafa verið inn til ávöxtunar til einstaklinga eða fyrirtækja sem lánsfé og sjá um almenna greiðslumiðlun. Þótt þetta sé í grundvallaratriðum réttur skilningur felur hann þó í sér nokkra einföldun á eðli bankastarfsemi. Ástæðan er sú að í nútíma hagkerfi fást bankar við ýmislegt fleira en að miðla fjármagni milli sparenda og fjárfesta.

Þannig felur eðlileg bankastarfsemi í sér bæði hagræðingu og áhættudreifingu sem kemur samfélaginu til góða. Hagræðingin kemur til vegna stærðarhagkvæmni með dreifingu umsýslukostnaðar á marga aðila. Áhættudreifing felst í því að sá sem sparar getur gengið að því vísu að sú lánastarfsemi sem sparnaðurinn fjármagnar sé af margþættum toga. Annað einkenni nútíma bankastarfsemi er það sem kalla mætti umbreytingu á tímalengd fjárskuldbindinga (e. *maturity transformation*). Með því að veita lánaþingreiðslu til langs tíma er fyrirtækjum og einstaklingum gert kleift að taka ákvörðun um fjárfestingu sem ekki skilar arði fyrr en að nokkrum tíma liðnum.² Á móti slíkum lánveitingum til lengri tíma standa skuldbindingar bankans til skemmri tíma – ekki síst innstæður á bankareikningum – sem bankinn þarf að standa skil á ef svo ber undir. Þessi þáttur bankastarfseminnar felur í sér augljósa hættu á óstöðugleika ef óvænt hreyfing kemst á kvikar innstæður eða annars konar skammtíma fjármögnun bankakerfisins. Þannig vegast á samfélagslegur ávinningur af þeirri áhættudreifingu sem felst í bindingu útlána til lengri tíma og áhætta af skammtíma fjármögnun útlánastarfseminnar. Hér þarf einnig að hafa í huga að í nútíma banka-

kerfi, þar sem eiginfjárgrunnur er yfirleitt til-
tölulega lítill miðað við heildarútlán, magn-
ast hætta á þessum innbyggða óstöðugleika
enn frekar þar sem eignaverð getur lækkað
hratt – og lausafjárvandræði breyst í eigin-
fjárvanda – þegar selja þarf eignir á bruna-
sölu til þess að sækja laust fé. Því má segja
að hefðbundin bankaþjónusta felist í ávöxt-
un, lánaþingreiðslu, áhættudreifingu og
greiðslumiðlun, allt eftir því hvort um er að
ræða innstæðueigendur eða lánþega.

Ástæða er til að vekja sérstaka athygli
á greiðslumiðluninni vegna þess hve snar
þáttur hún er í daglegu lífi fólks sem lifir og
hrærist í nútíma samfélagi þar sem viðskipti
þurfa að ganga snurðulaust, hvort sem um er
að ræða einfaldasta kaupskap eða flóknari
ferla þar sem margir aðilar eiga hlut að máli.
Þessi þjónusta er afar mikilvæg fyrir gang-
verk hagkerfisins, og gegna bankar þar lykil-
hlutverki. Sú þjónusta sem bankakerfið veitir
hér viðskiptavinum sínum felst ýmist í því
að veita tafarlausan aðgang að lausum
innstæðum eða lánaþingreiðslu með einum
eða öðrum hætti, hvort sem hún er fölgín í
aðgangi að yfirdráttarheimildum eða greiðslu-
kortaþjónustu. Þessari starfsemi má að ýmsu

² Mjög aukin skuldsetning vestrænna hagkerfa undan-
farin ár, m.a. hins íslenska, vekur þá spurningu hvort
þessari skuldaaukningu hafi fylgt flutningur fjár-
magns til arðbærra verkefna. Í bresku fjármálakerfi
eru vísbendingar um að aukin útlán hafi a.m.k. að
hluta aðeins ýtt undir hærri eignaverð, ekki síst með
gríðarlegri aukningu útlána til húsnæðisakaupa, en
ekki verið nýtt til annarra nýrra og arðbærra verk-
efna. Enda þótt skuldsett fjármögnun og jöfnun
neyslu yfir tíma með lántökum séu skynsamlegar
aðgerðir getur of mikil skuldsetning aukið verulega
á viðkvæmni hagkerfisins fyrir sveiflum. Sjá t.d. Tur-
ner (2010).

leyti líkja við sjálfsagða grunnþjónustu á borð við vatns-, rafmagns- og hitaveitur. Rafvæðing greiðslumiðlunar flýtir öllum viðskiptum, flóknum sem einföldum.

Samfélagslegt og efnahagslegt mikilvægi bankastarfseminnar er þannig augljóst. Það skiptir sparendur máli að eðlileg bankastarfsemi bjóði upp á örugga ávöxtun og varðveislu sparnaðar jafnframt því sem aðgengi að lausafé og greiðsluþjónustu er tryggt. Fyrir fjárfesta skiptir bankastarfsemin sköpum til að brúa bil í tíma milli kostnaðar og tekna af fjárfestingarverkefnum. Án slíkrar fjármögnunar yrði fátt um nýframkvæmdir í samfélaginu.

Eitt meginéinkenni viðskiptabanka, og það sem skilur þá frá öðrum fyrirtækjum, er geta þeirra til þess að búa til peninga, þ.e. kaupgetu.³ Með því hafa bankar einstaka stöðu til þess að hafa viðtæk áhrif á hagkerfið í heild, en ekki aðeins eigendur sína, starfsmenn og viðskiptavinir. Geta viðskiptabanka til þess að búa til peninga byggist á heimild þeirra til þess að taka við innlánunum. Innlánin eru síðan nýtt til útlána til annarra viðskiptavina. Það fjármagn sem lánað er út getur síðan komið aftur inn í sama banka sem innlán og veltist þannig áfram. Bankinn er aðeins skyldugur að lögum að halda eftir litlum hluta innlána samkvæmt svokallaðri bindiskyldu sem nú er 2%.⁴ Með því getur bankinn í raun aukið peningamagn og þannig ýtt undir verðbólgu og verðbólur ef þessi aukning verður umfram það sem grunnþættir hagkerfisins bera.

Vilji og geta banka til útlána ræðst hins vegar af tveimur nátengdum meginþáttum, annars vegar af mati á væntanlegum framtíðartekjum lántaka og hins vegar af eignum þeim sem lántaki getur sett að veði fyrir láninu.⁵ Í veltiárum vænkast tekjuhorfur fyrir lántaka og eignaverð hækkar. Þá telja bankar sig hafa svigrúm til þess að auka útlán. Sé ekki gripið í tauma er hætt við ofdirfsku í framkvæmdum og útlánunum og hærra mati á eignum en raunverulegar forsendur standa

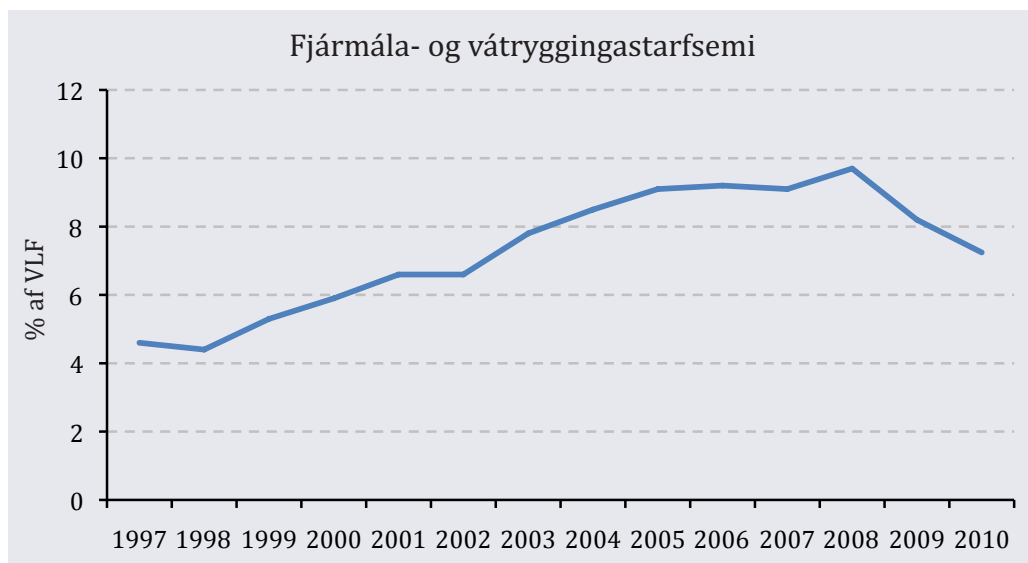
til. Á svipstundu getur svo ástand markaða snúist og haft í för með sér lækkanði eignaverð og væntingar um framtíðartekjur. Við slíkar aðstæður draga bankar úr útlánunum og krefjast aukinna veða eftir því sem veðþekja lána lækkar. Að endingu geta lántakendur neyðst til þess að selja eignir, og það getur enn lækkað eignaverð. Bankakerfið getur þannig ýtt undir eignabólur og ýkt dýfuna eins og nánar er rakið í 3. kafla hér að aftan.

Þótt viðskiptabankar séu hér í brennidepli gegna ýmsar aðrar einingar fjármálakerfisins einnig mikilvægu hlutverki, en búa að vísu ekki yfir sama eiginleika og viðskiptabankar til peningamyndunar. Fyrirtæki á borð við fjárfestingarbanka og ríkisrekna húsnæðisbanka gefa út verðbréf sem keypt eru af fjárfestum. Andvirði þeirra geta fyrirtækin ráðstafað til að fjármagna viðskipti með verðmætar eignir. Lífeyrissjóðir og váttryggingarfélög nýta iðgjöld frá stórum hópi aðila til kaupa á skuldabréfum og hlutabréfum – verðbréfum með óvissar framtíðartekjur. Þessir aðilar taka þátt í fjármögnun líkt og viðskiptabankar og standa m.a. frammi fyrir mati við óvissar aðstæður eins og þeir, en taka jafnframt ákvarðanir sem geta haft áhrif á hag umbjóðenda og samfélagsins alls. Auk fjármálafyrirtækja eru ýmsar opinberar stofnanir hluti fjármálakerfisins. Má þar einkum nefna seðlabanka, fjármálaeftirlit og sam-

³ Kenningum um það að peningamagn geti myndast innan bankakerfisins á grundvelli eftirspurnar og ráðist ekki fyrst og fremst af ákvörðunum seðlabanka um framboð á peningum hefur vaxið fylgi á síðustu árum (e. *endogenous money*). Sjá t.d. Lavoie (2009).

⁴ Lægri bindiskylda eykur útlán banka og hagkvæmni þeirra. Árið 2003 lækkaði Seðlabanki Íslands bindiskyldu úr 4% í 2%, en það átti vafalítið þátt í þeirri eignabólu sem hófst árið 2004 vegna ónógra mót-vægisáðgerða.

⁵ Því til viðbótar gilda svo ýmis lög og reglur um starfsemi banka, t.d. um eigið fé (eignir umfram skuldir), lán til tengdra aðila og miklar áhættuskuldbindingar. Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn setja bönkunum auk þess skilyrði um lausafjárhlutfall, þ.e. þann hluta eigna sem hægt væri að greiða út til innstæðueigenda og lánveitenda bankans með mjög stuttum fyrirvara.



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 1: Hlutdeild fjármála- og váttryggingastarfsemi í vergri landsframleiðslu.

keppniseftirlit sem mynda umgjörð um markaðinn á grundvelli laga og reglna. Seðlabankar taka einnig beinan – en oftast takmarkaðan – þátt í venjulegri markaðsstarfsemi fjármálakerfisins í samræmi við lögbundið hlutverk sitt. Við þessa upptalningu má svo bæta kauphöllum. Þær eru vettvangur viðskipta með skráð verðbréf, og þeim er ætlað að auðvelda miðlun fjármagns. Oft hafa kauphallir einnig á hendi ýmiss konar eftirlit með verðbréfamarkaði. Nánar er fjallað um hlutverk og starfsemi ólíkra eininga íslenska fjármálakerfisins í 5. kafla hér að aftan.

Banka- og fjármálastarfsemi hefur ekki farið varhluta af breyttri samfélagsgerð, aukinni fjölbreytni og tækninýjungum. Hefðbundin bankastarfsemi hefur tekið miklum stakkaskiptum frá þeim tíma þegar einföld miðlun fjármagns var meginverkefni hennar. Umfang fjármálastarfsemi jókst gífurlega á árunum fyrir bankahrún, ekki aðeins hér á landi heldur á alþjóðavísu. Að hluta fólst breytingin í auknum umsvifum fjárfestingarbankastarfsemi og eignastýringar ásamt alþjóðavæðingu fjármálakerfisins og stórauknu

framboði á fjármálaafurðum af ýmsu tagi. Sem dæmi má nefna að hlutdeild fjármálastarfsemi í íslenskri landsframleiðslu jókst hröðum skrefum, úr 4,5% árið 1998 í 9,4% árin 2005 og 2006 áður en hún náði hápunkti í 10% af landsframleiðslu árið 2008. Þessi hlutdeild lækkaði síðan í 7,8% árið 2010. Í þessu sambandi er ástæða til að vekja athygli á því að aðferðir við mat á hlut fjármálastarfseminnar í VLF eru ekki óumdeildar, og hafa ýmsir hagfræðingar bent á veilir í þeim aðferðum sem mest eru notaðar í þessu skyni.⁶

Í kjölfar bankakreppunnar hefur mikið verið fjallað um það hvort aukin umsvif fjármálageirans hafi falið í sér raunverulega verðmætaaukningu eða hvort skýra megi vöxtinn með öðrum hætti. Í grófum dráttum virðist sem flestir séu þeirrar skoðunar að vöxtur fjármálakerfisins hafi verið óhóflegur og til marks um taumlausa áhættusækni í leit að hárri ávöxtun til skamms tíma.⁷ Fjármálabóla sem af þessu leiddi og sprakk síðan

⁶ Sjá t.d. Haldane, Brennan og Madouros (2010).

⁷ Sjá t.d. Turner (2010) og Haldane, Brennan og Madouros (2010).

með afleiðingum sem enn eru að koma fram sýndi þannig innbyggðan óstöðugleika fjármálakerfisins fremur en jákvæða eiginleika þess.

Bankakerfið er þeim annmörkum háð að innan þess myndast tvíþættur umboðsvandi (e. *principal-agent problem*), annars vegar milli banka og viðskiptavina þeirra og hins vegar milli viðskiptabanka og seðlabanka eða ríkissjóðs. Umboðsvandi milli banka og viðskiptavina þeirra myndast þar sem lántakendur hafa hag af áhættutöku sem skerðir hagsmuni bankans. Ef vel gengur greiðir lántakinn vextina, en heldur hagnaðinum. Ef illa gengur tapar bankinn útlánu og fær ekki greidda vexti. Eftir því sem vextir hækka eykst þessi vandi vegna þess að einungis áhættusamar fjárfestingar geta borið herra vaxtastig. Af þessum sökum krefjast bankar oft lánsveða. Enn mikilvægara er þó að samband lánveitenda og lántaka byggist á trausti sem myndast á löngum tíma. Við þessar aðstæður skipta bankar höfuðmáli þar sem eitt meginhlutverk þeirra er að safna upplýsingum um hegðun og ákvarðanir lántaka og að verðlauna þá sem reynast traustsins verðir með útlánum, en skammta lánsfé til þeirra sem taka óskynsamlegar ákvarðanir. Umboðsvandinn milli viðskiptabanka og ríkissjóðs byggist á væntingum um stuðning hins opinbera ef bankinn stendur frammi fyrir eiginfjárvanda. Ef vel gengur fá eigendur bankans hagnaðinn, en ef illa gengur fá skattgreiðendur reikninginn þótt eigandinn tapi eigin fé sínu. Mikil girun fjármálafyrirtækja og óbeinar niðurgreiðslur hins opinbera (sjá grein 4.2.1) styrkja hagnaðarvon eigenda og auka áhættu fyrir ríkissjóð.⁸ Þessi tvíþætti umboðsvandi bankakerfisins sýnir mikilvægi þess að traust eignarhald sé á bönkum og stöðugleiki í bankarekstrinum. Sérlega hættulegt getur reynst að bankar veiti eigendum sínum lán; þar með eru eigendur í raun að fá lán á kostnað hins opinbera.⁹

Í fjármálabólunni kemur fram önnur birtingarmynd *umboðsvanda* fjármálakerfisins.

Hann er fólgin í ófullkomnum eða bjöguðum upplýsingum af ýmsu tagi og vandkvæðum sem því tengjast. Aðstöðumunur þeirra sem teljast eigendur, innstæðueigendur, fjárfestar eða hluthafar (e. *principals*) gagnvart þeim fjármálafyrirtækjum sem eru í hlutverki umboðsmanna eða vörsluaðila (e. *agents*) getur auðveldlega greitt fyrir því að þeir, þ.e. umboðsmennirnir, komist í aðstöðu til að auka óeðlilega tekjur sínar á kostnað umbjóðenda sinna. Allt frá óhóflegum launa- og bónusgreiðslum innan fjármálageirans eða hárrí þóknun fyrir fjárfestingarráðgjöf og eignastýringu til vafasamra ákvarðana um lánaþingreiðslu má með einum eða öðrum hætti tengja umboðsvandanum þar sem slíkur hagsmunaárekstur – oft dulinn – á sér stað. Þessi framvinda mála getur auk þess valdið samfélagslegri sóun. Markaðsbrestir geta orðið þegar eigendur fjármuna geta ekki greint hvort lakari ávöxtun hjá einhverjum umsýsluaðila eigna þeirra (eignastýringaraðila) á uppgangstímum en aðrir ná sé til komin vegna vanhæfni umsýsluaðilans eða vegna þess að fjárfestingar hans séu varkárari en annarra (en slíkt ætti vitaskuld að koma fram í betri ávöxtun þegar harðna fer á dalnum). Því ósáttari sem viðskiptavinur verður við fjárfestingarstefnu umsýsluaðilans, þeim mun meira aukast líkur á að hann leiti annað, oftar en ekki í áhættusamari fjárfestingu. Við þær aðstæður hækkar verð á áhættusamri fjárfestingu og getur valdið eignabólu og óstöðugleika á fjármálamarkaði.¹⁰

⁸ Mikil skuldsetning (girun) fjármálafyrirtækja er ekki síst til komin vegna þess að lagaumgjörð fyrirtækja gerir fjármögnun með skuldum ódýrari en fjármögnun með eigin fé. Aukið eigið fé banka getur dregið úr hættu á falli hans þar sem eigendur hafa meira að tapa. Auk þess getur herra eigið fé dregið úr mögulegum kostnaði fyrir þriðju aðila þar sem meiri hluti kostnaðarinnar er borinn af eigendum. Hins vegar getur of hátt hlutfall eiginfjármögnunar leitt til hærri vaxtakostnaðar með minni hagvexti og þjóðfélagslegu tapi.

⁹ Stiglitz og Weiss (1981).

¹⁰ Sjá t.d. Wooley (2010).

Það er við slíkar aðstæður sem traust almennings á starfsemi og umfangi fjármálafyrirtækjanna verður fyrir áfalli líkt og gerðist í kjölfar bankahrunsins bæði hér á landi og í öðrum löndum þar sem svipaðir atburðir hafa orðið. En hvað sem þessu líður er mikilvægt að missa ekki sjónar á því mikilvæga hlutverki sem ábyrg, vel rekin og heiðarleg fjármálastarfsemi gegnir.

Eitt mikilvægasta verkefni stjórnvalda og stjórnenda fjármálafyrirtækja um þessar mundir er einmitt að endurvekjja traust almennings á bönkum og fjármálakerfinu í heild. Án slíks trausts er af og frá að þessar stofnanir geti sinnt hlutverki sínu með eðlilegum hætti.

Fjármálakreppa og innbyggður óstöðugleiki fjármálamarkaða

Á tíunda áratug síðustu aldar bar þá skoðun hátt að þroskuð markaðshagkerfi gætu naumast lent í alvarlegri fjármálakreppu. Hlypi snurða á þráðinn á fjármálamörkuðum þjónaði ekki neinum tilgangi að beita stjórntækjum opinberra fjármála eða peningamála til þess að leysa slíkan vanda í uppsveiflunni þegar bólur kynnu að vera að myndast. Hins vegar mætti beita peningastjórntækjum til þess að hreinsa upp afleiðingar af tímabundnum truflunum á fjármálamarkaði með lágum vöxtum og ríkulegum aðgangi að lausafé líkt og raun varð á í Bandaríkjunum eftir að netbólán sprakk í upphafi þessarar aldar.

Þessi víðtæka trú á sjálfréttandi eiginleika þroskaðra fjármálakerfa byggðist á tveimur meginþáttum. Annars vegar var framgangur hagfræðikenninga þar sem því var haldið fram að markaðir yrðu aðeins óskilvirkir með verðstífni. Samkvæmt þessum hugmyndum rétta hagsveiflur sig sjálfar og fjármálamarkaðir eru skilvirkir þar sem verðlagning styðst jafnan við raunverulegar undirstöður verðmætis fjármunaeigna og væntingar markaðsaðila eru alltaf skynsamlegar.¹¹ Við slíkar aðstæður er fjármálamarkaðurinn aðeins talinn vera hlutlaus farvegur fyrir miðlun fjármagns og greiðslna annars vegar og upplýsinga um vexti og lánskjör hins vegar. Ekki var því gert ráð fyrir gagnvirkni milli fjármálamarkaða og raunhagkerfisins sem valdið gæti þenslu eða jafnvel bólum sem á endanum leiddu til kreppu.¹² Af þessum sökum var hlutverk peningastefnunnar skýrt bundið við það eitt að halda verðbólgu lágri og stöðugri. Á grundvelli þessara kenninga urðu miklar framfarir í fjármálafræðum með

þróun áhættulíkana sem notuð voru við verðlagningu ýmissa flókinna fjármálaafurða sem talið var að dreift gætu áhættu fjármálakerfisins betur en áður.

Á grundvelli þessarar sýnar breiddist út sá söguskilningur að víðtækar og alvarlegar fjármálakreppur, svo sem kreppan mikla á fjórða áratug 20. aldar og þær kreppur sem skullu á Asíu og Suður-Ameríku á síðustu tveimur áratugum aldarinnar, væru bundnar við þróunar- og nýmarkaðsríki þar sem markaðir væru ófullkomnir og verðmyndun treg; þroskuð iðnríki hefðu í raun útskrifast úr áhættuflokki vegna fullvaxta fjármálamarkaða, vandaðs regluverks, eftirlits og innstæðutrygginga og framfara í almennri hagstjórn. Ríkjandi skoðun var sú að ör vöxtur fjármálaumsvifa í hlutfalli við landsframleiðslu og aukin áhættudreifing í fjármálakerfinu fyrir tilstilli flókinna fjármálagerninga hefði aukið bæði skilvirkni og stöðugleika fjármálakerfisins og jafnframt stuðlað að mikilli verðmætasköpun. Þessi skoðun hefur því miður reynst röng. Reyndin hefur verið þveröfug við þetta álit; bankakreppur hafa orðið því tíðari sem fjármálamörkuðum hefur vaxið fiskur um hrygg í hinum tekjuhærri iðnríkjum og þeir náð fótfestu í smærri og fátækari ríkjum.¹³ Tilraun

¹¹ Þessar hugmyndir – oft kenndar við ‘efficient market hypothesis’ og ‘rational expectations’ – styðjast að miklu leyti við kenningar sem Lucas, Black og Fama hafa mótað og settar eru fram á skýran hátt í Woodford (2003). Þessar kenningar eru nú í vaxandi mæli dregnar í efa, sjá t.d. Borio (2011), bls. 9.

¹² Borio (2011), bls. 8.

¹³ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 153.

íslenskra stjórnvalda til þess að byggja upp alþjóðlegt bankakerfi og fjármálamiðstöð hér á landi¹⁴ og sú ákvörðun matsfyrirtækisins Moody's að veita Íslandi og íslenskum bönkum hæstu mögulega lánshæfiseinkunn árið 2007¹⁵ – þrátt fyrir ýmis merki um uppsöfnun kerfislægs óstöðugleika – er til marks um það hversu útbreidd þessi skoðun var í fjármálaheiminum.

Reynslan af þeirri fjármálakreppu sem enn stendur og gagnar greining á hagsögu lengra tímabils en fyrr hefur verið gerð bendir eindregið til þess – þvert á ríkjandi skoðun í fjármálaheiminum síðustu tvo áratugi eða lengur – að áhlaup á banka og fjármálakreppa sé eðlislægur þáttur kapítalísks fjármálakerfis. Þessar rannsóknir sýna einnig að fjármálaáföll geta magnað efnahagssamdrátt sem á upptök sín í raunhagkerfinu. Af þessum sökum er brýnt að bæði almenn stjórn efnahagsmála og reglur um fjármálakerfið og beiting þeirra séu undir það búnar að takast á við slíka erfiðleika.

3.1

Fjármálaáföll og efnahagskreppur

Andstætt tilfinningu flestra Íslendinga eftir bankahrunið í október 2008 eru fjármálakreppur sjaldan sjálfstæðir vakar efnahagssamdráttar, heldur dýpka mun oftast annars óumflýjanlegan samdrátt hagkerfisins.¹⁶ Virkni fjármálakerfisins getur við slíkar aðstæður ýkt hagsveiflur og bankahrún aukið samdrátt sem á sér aðrar frumorsakir. Auk þess benda rannsóknir til þess að bankakreppur geti dregið úr hagvexti til lengri tíma lítið.¹⁷ Þegar hægir verulega á efnahagsumsvifum eða þau dragast saman hækkar vanskilahlutfall banka, og það leiðir til minni útlána og dregur úr hagvexti með enn auknum vanskilum o.s.frv.¹⁸ Bankakreppu fylgir auk þess oft gjaldeyriskreppa (líkt og nú er unnið úr hérlandis með áætlun um afnám hafta), skuldakreppa (líkt og íslenskir bank-

ar, atvinnuvegir og heimili vinna nú úr) og verðbólgukreppa. Það tók bandarískt bankakerfi langan tíma að endurheimta útlánagetu sína eftir að um helmingur þarlanda banka féll í kreppunni miklu.¹⁹ Hið víðtæka hrún bandaríska bankakerfisins um 1930 og tímafrek endurreisn þess er talið hafa viðhaldið samdráttarskeiðinu þar mun lengur en annars hefði orðið. Þessi greining á kreppunni miklu er vafalítið ein helsta ástæða þeirrar gríðarlegu íhlutunar og stuðningsaðgerða sem stjórnvöld víða um lönd hafa gripið til – ekki síst síðustu þrjú árin – í þeim tilgangi að koma í veg fyrir bankahrún.

Í kreppu lækkar verðmæti veðsettra eigna og það dregur úr útlánagetu banka og þar með fjárfestingarkostum fyrirtækja. Á undanförunum tveimur áratugum hefur verið sýnt fram á að áhrif fjármálaáfalla (kreppu) koma sérlega hart niður á smáum og meðalstórum fyrirtækjum. Ekki síst hefur verið bent á takmarkaðan aðgang smárra og meðalstórra fyrirtækja að virkum fjármálamörkuðum í kjölfar fjármálaáfalls.²⁰ Þannig er í raun staðan nú fyrir flest íslensk fyrirtæki; þau hafa upp á síðkastið haft takmarkaðan aðgang að fjármagni frá íslenskum bönkum og nær engan aðgang að erlendum fjármálamörkuðum á sama tíma og innlendir hlutabréfa- og skuldabréfamarkaðir eru óvirkir (að undanskildum markaði með ríkisskuldabréf og skuldabréf stærstu sveitar-

¹⁴ Í 5. kafla skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er þessi stefna rakin allt aftur til ársins 1998 þegar haft var eftir Davíð Oddssyni í viðtali í Financial Times að áform væru uppi um að gera Ísland að alþjóðlegri fjármálamiðstöð. Þessi stefnumörkun náði vafalaust hápunkti með skýrslu forsætisráðuneytisins, *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*, sem birt var í október 2006. Sjá Rannsóknarnefnd Alþingis (2010) og Forsætisráðuneytið (2006).

¹⁵ Moody's (2007).

¹⁶ Seðlabanki Íslands o.fl. spáðu t.d. samdrætti í hagkerfinu árið 2009 alllöngu áður en hrún bankakerfisins blasti við.

¹⁷ Sveriges Riksbank (2011), bls. 51–53.

¹⁸ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 145.

¹⁹ Bernanke (2000).

²⁰ Bernanke (2000).

félaga). Við slíkar aðstæður er hætt við því að samdráttur verði langvinnur. Af þessum sökum er skuldaaðlögun íslenskra fyrirtækja frumforsenda þess að öflugur og sjálfbær hagvöxtur hefjist að nýju. Lengri skuldakreppa og hátt hlutfall lána í vanskilum hjá bönkunum getur því jafnvel leitt til stöðnunar hér á landi. Dæmi Japana er hér víti til varnaðar.²¹ Til þess að draga úr slíkri áhættu til frambúðar er nauðsynlegt að allir lánveitendur, þar með taldir lífeyrissjóðir, hafi afskriftarreikninga til að takast á við óvænt áföll og að samræmd löggjöf og heildstætt eftirlit sé með öllu fjármálakerfinu, meðal annars lífeyrissjóðum og Íbúðalánasjóði.

3.2 Söguleg tíðni fjármálakreppu

Yfirstandandi kreppa og fjöldi nýlegra rannsóknar²² sýnir glögglega að fjármálakreppa einskorðast hvorki við þróunar- og nýmarkaðsríki né löngu liðna tíð í hagsögu iðnríkja.

Þvert á móti virðist fjármálakerfið í eðli sínu óstöðugt líkt og Keynes og síðar Minsky bentu á.²³ Til marks um þetta eru í gagna-
grunni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nefndar 124 kerfislægar bankakreppur á árunum 1970 til 2007.²⁴ Reinhart og Rogoff líta til enn lengra tímabils og fleiri ríkja. Rannsóknir þeirra sýna að þroskuð hagkerfi þurftu að þola bankakreppu að meðaltali 7% tímans frá því að þau öðluðust sjálfstæði (eða frá árinu 1945) og hvert þroskað ríki hafði lent í 1,4 kreppum að meðaltali á þessu árabili.^{25,26} Kerfislægar bankakreppur urðu flestar á fyrri hluta tíunda áratugarins, en árið 1995 skullu ekki færri en 13 slíkar kreppur á.

Greina má tvenns konar bankakreppur. Annars vegar eru kreppur – algengari í vanþróuðum hagkerfum – þar sem banka-kerfi í höndum stjórnvalda er í reynd nýtt til óbeinnar skattheimtu gegnum einokun á sparnaði og greiðslukerfum. Ísland bjó við vægt afbrigði slíkrar fjármálakreppu í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar.^{27,28} Hins

²¹ Sjá t.d. skrif Richards Koo o.fl.

²² Sjá Laeven og Valencia (2009), Reinhart og Rogoff (2009).

²³ Sjá t.d. Minsky (1977). Skrif Minskys byggðust að verulegum hluta á greiningu hans á skrifum Keynes og höfðu mikil áhrif á klassíska greiningu Kindlebergers á fjármálakreppum sem kom fyrst út árið 1978. Kindleberger og Aliber (2011).

²⁴ Samkvæmt skilgreiningu þeirra er það kerfislæg bankakreppa þegar fyrirtæki og bankastofnanir í ríki lenda í fjölda gjaldþrota og fjármálastofnanir og önnur fyrirtæki standa frammi fyrir verulegum vanda við að efna skuldbindingar sínar á tilsettum tíma. Af þeim sökum aukast vanskil verulega, og eigið fé bankakerfisins hverfur. Við slíkar aðstæður getur eignaverð hrapað í kjölfar uppgangs fyrir kreppuna; raunvextir hækka hratt, hagkerfið dregst saman eða umskipti verða í fjármagnsflutningum til og frá útlöndum. Stundum hefst kreppa með áhlaupi á innstæður þótt oftast séu fjármálaáföllin til komin vegna þess að almennt verður ljóst að kerfislega mikilvægar bankastofnanir eru í vanda staddar. Laeven og Valencia (2008), bls. 5.

²⁵ Á tímabilinu 1800–2008 er hlutfall ára í bankakreppu 7,2%, og hvert ríki hafði lent í 7,2 banka kreppum að meðaltali, sjá Reinhart og Rogoff (2009).

²⁶ Klassísk frásögn Kindlebergers sem minnst er á hér

að ofan sýnir einnig vel hversu viðtækar og fjölbreyttar bankakreppur hafa í rauninni verið.

²⁷ Fram til loka níunda áratugarins var fjármálakerfið rekið með neikvæðum raunvöxtum. Peningalegur sparnaður einstaklinga var nýttur til fjármögnunar ríkissjóðs og fyrirtækja með neikvæðum raunvöxtum. Einstaklingar fengu ekki ávöxtun á sparifé, og fyrirtæki nutu einungis lágra eða neikvæðra raunvaxta. Ríkissjóður tryggði þessa tilhögun m.a. með gjaldeyrishöftum, skorti á öðrum fjárfestingarkostum og viðtæku eignarhaldi sínu í fjármálakerfinu. Jákvæðir raunvextir eftir 1990 leiddu til samdráttarskeiðs og fjármálaáfalls í bönkum – sem að vísu var alls ekki jafnalvarlegt og áfallið 2008. Samdrátturinn varð þegar dregið var úr skuldbindingu kerfisins í samræmi við greiðslugetu þess við skilyrði jákvæðra raunvaxta. Þetta er í raun ekki frábrugðið reynslu fjölda þróunarríkja og nýmarkaðsríkja sem búið hafa við höft á frelsi fjármálamarkaðarins.

²⁸ Heildstæð saga fjármálaáfalla á Íslandi hefur ekki verið skráð. Almennt er rætt um tvær fjármálakreppur hér á landi, árin 1930 og 2008, þótt íhlutun og aðkoma hins opinbera að fjármálakerfi landsins hafi verið mun tíðari, t.d. eiginfjárstuðningur við Landsbankann árið 1993. Sjá Lög um ráðstafanir til að efla eiginfjárstöðu innlánsstofnana nr. 16/1993 og Ásgeir Jónsson (2010).

vegar eru bankakreppur sem lýsa sér í áhlaupi á banka. Innstæður flæða þá út vegna hjarðhegðunar innstæðueigenda þegar sá kvittur kemst á kreik að bankinn standi tæpt (t.d. Northern Rock í Bretlandi) eða fjármögnun banka á peningamarkaði þornar upp.²⁹ Þetta leiðir til lokunar, samruna eða yfirtöku opinberra aðila á einni fjármálastofnun eða fleiri ef ekki kemur til bjargvættur með ótakmörkuð fjárráð. Slíkar bankakreppur geta einnig orðið án banka-áhlaups ef grípa þarf til aðgerða á borð við lokun, samruna, yfirtöku eða verulegrar opinberrar aðstoðar við einhverja kerfislega mikilvæga fjármálastofnun sem talin er marka upphaf sams konar þróunar fyrir aðrar fjármálastofnanir.³⁰ Í hefðbundinni bankakreppu leiðir verulegt tap, óðagot á markaði eða hvort tveggja til gjaldþrots verulegs hluta bankakerfis. Allsherjar bankahrún eins og varð á Íslandi 2008, þar sem nær allir bankar og flest önnur fjármálafyrirtæki lentu í alvarlegum vanda, telst þó til undantekninga.

Á það hefur verið bent að mikilvæga undirrót fjármálakreppunnar sem enn þjakar heimsbúskapinn sé að finna í þeirri víðtæku freistnihættu (e. *moral hazard*) sem ein-kennir fjármálakerfi efnaðra ríkja. Á síðustu fjórum áratugum hafa þau ríki tekið á sig umfangsmiklar skuldbindingar, skráðar og óskráðar, beinar og óbeinar (e. *contingent liabilities*), til að styðja fjármálakerfi sín. Segja má að meðal þessara ríkja séu það ‘óskráð lög’ að mörg fjármálafyrirtæki séu talin of mikilvæg til að fara á hausinn (e. *too-big-to-fail*); oft er talað um að ýmsir helstu bankar séu svo kerfislega mikilvægir að þeir megi ekki fara í þrot. Stjórnvöld stefna víðast hvar og oftast að hagvexti í bráð og lengd og eru ófús að taka á sig þau vandkvæði og erfiðleika sem fylgja bankagjaldþroti. Leynt og ljóst hvetur þessi staða mála til útpenslu fjármálakerfisins og ógætilegrar lánastarfsemi. Eigendur fjármálafyrirtækjanna bera takmarkaða ábyrgð á tapi þar sem aðeins eigið fé þeirra liggur að veði. Hagnaðurinn

safnast því til eigenda á meðan áhættan, þ.e. kostnaður af björgun banka og falli þeirra, fellur aðallega á þriðja aðila. Lágt raunverulegt eigið fé íslensku bankanna fyrir hrún, líkt og rakið er hér að aftan, ýtti enn frekar undir þessa hættu. Þetta hvatakerfi var svo kórónað með launa- og þóknunarkerfi sem verðlaunaði útpenslu fremur en aðgát við lánveitingar. Ef þetta fær að ganga fram óheft hækka fyrrnefndar óbeinar skuldbindingar hins opinbera til stuðnings fjármálakerfinu. Siendurteknar stuðningsaðgerðir ríkisins við fallandi banka valda miklum halla á ríkisjóði viðkomandi lands, og það getur endað með greiðsluþroti hans eins og nýleg dæmi sanna.³¹

Þótt fall bankakerfa sé oftast afleiðing neikvæðrar framvindu í raunhagkerfum má finna dæmi þess að ójafnvægi í sjálfu fjármálakerfinu leiði síðan til bankakreppu. Nýlegar rannsóknir Alþjóðagjaldþrotssjóðsins benda til þess að hraður útlánavöxtur ásamt öðru, m.a. ört hækkandi eignaverði og fjármagnskostnaði, geti haft forspárgildi um alvarlegt ójafnvægi á fjármálamarkaði.³² Enn fremur virðast fjármálakreppur einatt hafa komið í kjölfar aukins frjálsræðis á fjármálamörkuðum (Kanada virðist þó vera hér undantekning).³³ Yfirleitt hefur fjármálakreppa skolið á innan fimm ára frá því að verulega aukið fjármagnsfrelsi var veitt. Á Íslandi kom fjármálakreppan því sem næst á þeim tíma sem við mátti búast samkvæmt þessari athugun, nokkrum árum eftir að einkavæðingu bankakerfisins lauk. Þótt nokkru lengri tími en þessu nemur hafi liðið frá því að frjálst flæði fjármagns milli Íslands

²⁹ Þetta átti við um íslensku bankana, sérstaklega Glitni, en líta má á fall hans sem áhlaup vegna hjarðhegðunar banka.

³⁰ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 10.

³¹ Boone og Johnson (2010), bls. 105–129.

³² IMF (2011b), bls 103–148.

³³ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 155, Kaminsky og Reinhart (1999) og Demigru-Kunt og Detragiache (1998).

og annarra landa var heimilað – og aðrar breytingar urðu á fjármagnsmarkaði sem leiddi af inngöngu Íslands í EES – fram að bankahrúni, þá virðist eðlilegt að miða ‘biðina eftir bankakreppu’ fremur við einkavæðingu bankanna en EES-aðildina eina og sér.³⁴

Náin fylgni virðist líka vera milli fjármálaáfalla og aukins frelsis til fjármagnsflæðis milli landa. Mikið fjármagnsflæði um árábil hefur hvað eftir annað verið undanfari alþjóðlegrar bankakreppu.³⁵ Aukið frelsi á fjármagnsmörkuðum og aukinn fjármagnsflutningur til og frá útlöndum, líkt og Ísland hafði reynslu af 2004 til 2008, virðist því oft vera undanfari fjármálakreppu. Engu að síður er þó vert að ítreka að fjármagnshreyfingar og frelsi á fjármagnsmörkuðum er í eðli sínu jákvætt innan tiltekinna marka.

Bankakreppur virðast skella á þegar efnahagsafturkiptur verður eftir mikið uppgangsskeið, hafi það verið drifið áfram af auknum útlánum og fjármagnsflæði frá útlöndum sem olli ósjálfbærri styrkingu gengis. Aukið frelsi á fjármálamörkuðum er oft undanfari bankakreppu.³⁶

3.2.1

Alþjóðleg útbreiðsla fjármálaáfalla

Fjármálakreppan sem alþjóðahagkerfið glímir nú við breiddist út mun hraðar og víðar um heiminn en fyrri bankakreppur.³⁷ Hún er þó alls ekki fyrsta alþjóðlega bankakreppan sem sögur fara af. Reinhart og Rogoff greina tíu dæmi um alþjóðlegar bankakreppur frá 1880 til 2008.³⁸ Í meginráttum geta bankakreppur orðið alþjóðlegar með tvennum hætti. Annars vegar geta kreppur breiðst út vegna þess að bankakerfi margra landa verða nokkurn veginn samtímis fyrir sameiginlegu áfalli. Hins vegar geta þær breiðst út með smiti frá því bankakerfi sem fyrst varð fyrir áfalli. Hættan á smiti frá einu bankakerfi til annars er mikil á innri markaði Evrópu. Þótt bankakerfin séu enn einkum tengd ákveðnum

ríkjum, þá tengjast þau hvert öðru mjög náið gegnum viðtæk viðskiptasambönd, fjölþjóðlega eignaraðild, sameiginlegar evrópskar reglur á fjármálasviði og mörg þeirra með sameiginlegum gjaldmiðli.

3.3

Kostnaður af fjármálakreppum

Fjármálaáföll eru kostnaðarsöm fyrir ríkissjóði og þjóðarþú. Beinn kostnaður ríkis felst í endurfjármögnun bankakerfis, töpuðum skatttekjum og auknum útgjöldum hins opinbera. Við bætist minni hagvöxtur eða samdráttur í hagkerfinu þar sem bankahrúnið magnar fyrirbyggjandi kreppu eins og lýst var hér að framan. Í skýrslu Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) um Ísland sem birt var í júní 2011 er kostnaður íslenska ríkisins af bankahrúninu metinn a.m.k. 20% af landsframleiðslu, en það er meiri kostnaður en í nokkru öðru OECD-ríki að Írlandi frátöldu. En kostnaður Íra af endurskipulagningu bankakerfisins þar í landi var þá metinn sem 45% af landsframleiðslu.³⁹ Til samanburðar telja bæði norsk og sænsk stjórnvöld að hreinn kostnaður ríkissjóða landanna af bankakreppum ríkjanna upp úr 1990 hafi á endanum verið nær enginn.⁴⁰ Hér er þó eingöngu litið á kostnað af sjónarhóli ríkisfjármála og ekki litið á samfélagslegan kostnað af völdum fjármálaáfallanna í víðari skilningi. Í yfirstandandi kreppu hefur framkvæmdastjórn Evrópusambandsins heimilað ríkisaðstoð við bankakerfi sem nemur 3.600 mö. evra. Ábyrgðir eru mestur hluti þessarar fjárhæðar, en um 300 mö. evra hefur verið veitt beint til eiginfjármögnunar banka. Lík-

³⁴ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 155.

³⁵ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 155.

³⁶ Kaminsky og Rogoff (1998).

³⁷ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 240.

³⁸ Bordo og Murshid (2001) og Neal og Wedenmeir (2003).

³⁹ OECD (2011), bls. 27–28.

⁴⁰ Sandal (2004).

legt er að þessi tala hækki enn á fyrri hluta árs 2012 þar sem aðildarríki ESB hafa skuldbundið sig til þess að tryggja sterkari eiginfjárstöðu stærstu banka álfunnar í samræmi við kröfur hins nýja evrópska bankaeftirlits, EBA (e. *European Banking Authority*).

Kostnaður af bankakreppum er þó mun meiri en felst í þröngt skilgreindum fjárframlögum hins opinbera til björgunar eða uppgjörs einstakra fjármálastofnana. Hagrannsóknir benda til þess að efnahagssamdráttur í bankakreppum nemi að meðaltali meira en 10% af VLF og að útlán og hagnaður banka verði hvort tveggja lítið í kjölfar slíkra áfalla.⁴¹ Afturkipun í landsframleiðslu í kjölfar bankakreppunnar á Íslandi hefur OECD metið sem 11% af því sem hæst fór 2008, en það var þó án efa ekki sjálfbært framleiðslustig fyrir þjóðarbúið. Þessi afturkipun er með þeim mestu sem urðu innan OECD-ríkjahópsins og með þeim mestu sem Íslendingar hafa orðið fyrir á síðustu áratugum.⁴² Því til viðbótar virðist vaxtargeta hagkerfa dragast saman til frambúðar í kjölfar fjármálaáfalla.⁴³ Sé tekið tillit til samdráttarins, þess hagvaxtar sem að öðrum kosti hefði getað orðið á samdráttartímanum og minnkandi vaxtargetu til frambúðar getur framleiðslutap hagkerfa af völdum fjármálaáfalla því verið verulegt.⁴⁴ Þetta á ekki síst við hagkerfi líkt og það íslenska þar sem heimili og fyrirtæki eru háð fjármögnun banka.⁴⁵

Reinhart og Rogoff telja – í ljósi þess að erfitt er að meta margvíslegan kostnað hins opinbera af völdum fjármálaáfalla – að betra sé að líta til hækkingar skulda hins opinbera en útgjalda sem talin eru tengjast þeim beinlínis. Samkvæmt rannsóknum þeirra hækka opinberar skuldir að meðtali um 86% á fyrstu þremur árum eftir upphaf fjármálakreppu.⁴⁶ Skuldahækkunin hefur verið mun hraðari en þetta á Íslandi þar sem skuldir ríkissjóðs hækkuðu úr 27% af VLF árið 2007 í 84% af VLF árið 2010 (250% hækking).⁴⁷ Hins vegar er vert að benda á að þessum

mjög svo auknu skuldum hefur fylgt mikil aukning ríkiseigna hér á landi, bæði sem innstæður í Seðlabanka Íslands til styrktar gjaldeyrisforða og sem eignarhlutir og lán til nýju bankanna (sjá ítaregin á bls. 17–18). Kostnaður hins opinbera og samfélagsins ræðst þó ekki aðeins af umfangi bankakreppunnar, heldur einnig af viðbrögðum stjórnvalda þar sem bæði skjót og skilvirk afskipti⁴⁸ og traust umgjörð hagkerfanna fyrir bankakreppuna⁴⁹ geta dregið úr slíkum kostnaði.

3.3.1

Greiðsluþrot ríkissjóða

Í sinni alvarlegustu mynd geta bankakreppur leitt til þess að ríkissjóður hlutaðeigandi lands komist í greiðsluþrot, en það hefur vitaskuld langvarandi og alvarleg áhrif á þjóðarþúskapinn. Ólíkt fyrirtækjum tíðkast ekki að ríkissjóðir séu teknir til gjaldþrotaskipta auk þess sem enginn dómstóll getur tryggt að lánasamningar ríkja séu efndir, t.d. með tilfærslu eigna til lánardrottna líkt og gerist við gjaldþrotaskipti einkaaðila. Gjaldþrota ríki geta ekki staðið við skuldbindingar sínar eða endurskipulagt þær til þess að örva eftirspurn í hagkerfi sínu til skamms tíma. Þótt slíkt greiðsluþrot ríkja hafi verið fátítt á síðari árum eru um það mýmörg eldri dæmi. Frá kreppunni miklu á fjórða áratug liðinnar aldar fram að núverandi kreppu hefur þó þroskuðum ríkjum yfirleitt tekist að komast

⁴¹ Hoggarth og Redhill (2003), bls. 109.

⁴² OECD (2011), bls. 13–14.

⁴³ Finansdepartementet (2012) og Miles o.fl. (2011).

⁴⁴ Í slíkum útreikningum skiptir þó miklu við hvaða upphafs- og lokaár er miðað, hvernig vaxtargeta hagkerfisins er metin og hvernig farið er með ofpensluna sem oft er fyrirrennari fjármálaáfalla.

⁴⁵ Krosznera o.fl. (2007) og Dell’Ariccia o.fl. (2008).

⁴⁶ Reinhart og Rogoff (2009), bls. 142.

⁴⁷ Þar sem kostnaður af bankahruninu hefur að mestu fallið á ríkissjóð er hér lítið framhjá skuldaaukningu sveitarfélaga.

⁴⁸ OECD (2001).

⁴⁹ Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2010).

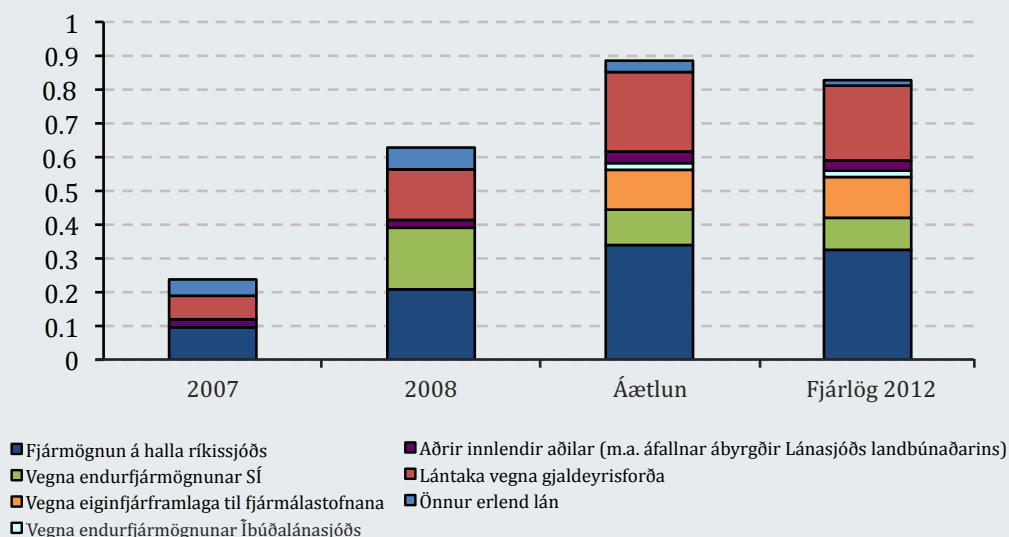
Kostnaður ríkissjóðs af hruginu

Skuldir ríkissjóðs hafa hækkað úr 24% af landsframleiðslu árið 2007 í 87% árið 2011, en stefnt er að lækkingu skulda í 83% af VLF í árslok 2012.⁵⁰ Góð fjárhagsstaða ríkissjóðs var frumforsenda þess að hann gat brugðist við hruni bankakerfisins, annars vegar með framlagi eigin fjár í fjármálakerfið og hins vegar með því að leyfa sjálfvirkum sveiflujöfnunum að virka fram til miðs árs 2009. Með því var tryggt að fjármálakerfið gæti enn sinnt grunnverkefnum sínum og að ekki þyrfti að hækka skatta og draga úr útgjöldum ríkissjóðs jafnhvort og annars hefði reynst nauðsynlegt ef skuldastaða ríkissjóðs hefði verið verri en raun bar vitni.

Beinn kostnaður við bankahrunið er í raun

þrífættur. Í fyrsta lagi er um að ræða endurfjármögnun Seðlabanka Íslands sem nemur nú um 11% af landsframleiðslu. Fyrst eftir hrunið var kostnaðurinn 18% af VLF, en nettó-fjárhæðin lækkaði síðan nokkuð eftir að Seðlabankinn keypti eignir af ríkissjóði. Í öðru lagi hefur ríkissjóður gefið út skuldabréf til fjármögnunar bankakerfisins upp á 12% af VLF. Í þriðja lagi hefur ríkissjóður veitt nærri 2% af VLF til endurfjármögnunar Íbúðalánasjóðs. Við þetta mætti bæta kostnaði við ríkisábyrgð vegna Lánasjóðs landbúnaðarins upp á 1,5% af VLF sem féll á ríkissjóð við fall Landsbankans. Í heild er því beinn kostnaður ríkissjóðs af bankahruginu metinn sem rúm 25% af VLF.

Skuldir ríkissjóðs, % af VLF



Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Mynd 2: Hlutfall skulda ríkissjóðs af vergri landsframleiðslu.

Til viðbótar beinum kostnaði jukust útgjöld ríkissjóðs verulega við hrunið á sama tíma og tekjur drógust saman. Í heildina hefur staða ríkisbréfa, sem nýtt eru til þess að fjármagna halla á rekstri ríkissjóðs, hækkað um 23% af landsframleiðslu.

Fjármálakreppan og óhjákvæmileg aðlögun hagkerfisins eftir ofpensluárin á undan hefur

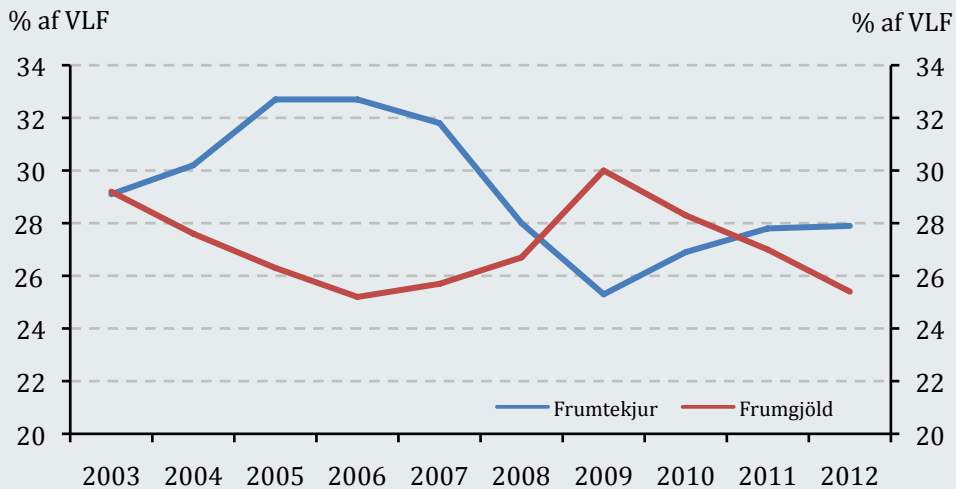
reynst mikil þolraun fyrir hvort tveggja, tekjuöflunarkerfi ríkisins og ríkisútgjöldin. Myndin sem hér fylgir sýnir glöggst þau miklu umskipti

⁵⁰ Tölur fyrir árið 2012 eru skv. fjárlögum að viðbættum ádrætti á síðasta hluta lánaþyrirgreiðslu Norðurlanda og Póllands sem tók gildi í árslok 2011.

sem urðu 2008 og 2009 á mælikvarða frumtekna og frumgjalda ríkissjóðs sem hundraðshluta af vergri landsframleiðslu (VLF). Í uppsveiflunni árin 2003 til 2007 hækkað hlutfall frumtekna ríkissjóðs úr 29% í 32–33% af VLF. Þetta hlutfall snöggglækkaði svo í 28% 2008 og í 25% 2009. Frumgjöld ríkissjóðs hækkuðu snögg í kjölfar bankahrunsins úr 25% 2006 í 30% af VLF 2009. Hér voru m.a. að verki sjálfvirkir sveiflujafnarar ríkisfjármálanna fram til miðs árs 2009. Þetta var nauðsynlegt til þess að milda fyrstu áhrif bankakreppunnar á fjárhag og

velferð almennings. En jöfnuður varð að nást í fjárhag ríkissjóðs þegar horft var fram á við til nokkurra næstu ára. Með umfangsmiklum og einbeittum aðgerðum í ríkisfjármálum um mitt ár 2009 tókst að koma í veg fyrir frekara tekjufall ríkissjóðs um leið og aðhald að ríkisútgjöldum var aukið. Með þessum hætti tókst að ná frumjöfnuði þegar árið 2011 og nokkrum frumafgangi 2012. Áætlanir um afkomu ríkissjóðs fram til 2015 sýna að þegar árið 2014 muni nást nokkur afgangur á heildarjöfnuði tekna og gjalda ríkissjóðs.⁵¹

Frumtekjur og frumgjöld ríkissjóðs 2003–2012



Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Mynd 3: Frumtekjur og frumgjöld ríkissjóðs frá 2003 til 2012.

Síðasti stóri þátturinn í auknum skuldum ríkissjóðs í kjölfar hrunsins er lántaka til að styrkja gjaldeyrisforðann. Eftir að dregið hefur verið á öll lán í tengslum við efnahagsáætlunina sem unnin var í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, bæði frá sjóðnum og vinnuþjóðum, hafa skuldir ríkissjóðs vegna þeirrar lántöku hækkað um 15% af landsframleiðslu.⁵²

Vert er að hafa í huga að mikilli skuldaaukningu ríkissjóðs hefur fylgt mikil hækkun eigna. Þannig er líklegt að eiginfjárframlag til banka-

kerfisins og lántaka til eflingar gjaldeyrisforðans leiði aðeins til tímabundinnar hækkunar skulda ríkissjóðs. Að frádregnum þessum skuldum er stefnt að því að skuldir ríkissjóðs verði 56% af VLF í árslok 2012.

⁵¹ Fjármálaráðuneytið (2011b).

⁵² Vert er að benda á að lán frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Noregi voru greidd beint til Seðlabankans og koma því ekki fram sem skuld ríkissjóðs.

hjá slíkum örlögum.⁵³ Kostnaður af opinberu greiðsluþroti er margvíslegur. Meðal annars virðist lántökukostnaður ríkja hækka og aðgengi þeirra að fjármagni minnka, og það dregur vitaskuld úr neyslu til frambúðar.⁵⁴ Áföll á fjármálamarkaði geta einnig valdið því að tilraunir til þess að hvetja til hagvaxtar til skamms tíma beri takmarkaðan árangur. Rannsóknir benda til þess að áhrifin komi umfram allt fram sem hækkandi lántökukostnaður ríkja, en síður sem takmörkun á aðgangi þeirra að fjármagnsmörkuðum.⁵⁵ Áhrifa hærri vaxta gætir svo um allt hagkerfið þar sem lántökukostnaður hins opinbera myndar yfirleitt viðmiðunarvexti (eða ‘vaxtagólf’) fyrir aðra lántakendur í hagkerfinu.

Fyrri reynsla af fjármálaáföllum og okkar eigin reynsla af hrununu árið 2008 sýnir glögglega fram á þann mikla kostnað sem getur fylgt bankahruni, að ekki sé minnst á þann skelfilega kostnað sem getur falist í opinberu greiðsluþroti ríkja. Allt þetta minnir á mikilvægi þess að eigið fé banka og fjármálakerfis í heild sé nægjanlegt til þess að takast á við óvæntar sveiflur í rekstri og efnahag og ríkissjóður hafi jafnan fjárhagslegt svigrúm til þess að mæta áföllum á fjármálamarkaði þegar eigið fé bankanna þrýtur.

⁵³ De Paoli, Hoggarth og Saporta (2006) og Reinhart og Rogoff (2009).

⁵⁴ Lántökukostnaður getur einnig hækkað áður en ríkissjóðir lenda í greiðslufalli.

⁵⁵ De Paoli, Hoggarth og Saporta (2006).

Íslenska bankakreppan og afleiðingar hennar⁵⁶

Ábyrgð á geysihröðum vexti og síðar falli íslensku bankanna liggur framur öllu öðru hjá stjórnendum og eigendum þeirra. Almennar aðstæður innanlands og á alþjóðavettvangi greiddu þessum alltof hraða vexti leið. Hagstjórnarmistök íslenskra stjórnvalda komu hér einnig til; þau birtust m.a. í ógætilegum ákvörðunum við einkavæðingu bankanna, veikburða regluverki og eftirliti á fjármálamörkuðum auk óvissrar og ósamstíga beitingar hagstjórnartækja.⁵⁷ Ytri aðstæður áttu þátt í því hvernig fór, ekki síst alþjóðlegt regluverk sem innleitt var á Íslandi á grundvelli EES-samningsins. Þá má nefna óvenju lága vexti á alþjóðlegum fjármálamarkaði og vanmat á áhættu við lánveitingar; þess vanmats gætti um allan heim, og það leiddi til mikillar áhættusækni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Snögg umskipti á alþjóðamörkuðum í kjölfar þess að fjárfestingarbankinn Lehman Brothers féll um miðjan september 2008 – þegar nánast var lokað fyrir millibankalán sem uppsprettu lausafjár – urðu síðan banabiti íslenska bankakerfisins í byrjun október. Eftir á að hyggja virðist

hrun íslensku bankanna þó hafa verið fyrir-sjáanlegt mörgum misserum fyrir.⁵⁸

4.1

Hið alþjóðlega umhverfi

4.1.1

EES-samningurinn og upphaf alþjóðlegrar bankastarfsemi á Íslandi

Með aðild Íslands að EES-samningnum árið 1994 varð lagalegt starfsumhverfi íslenskra fjármálafyrirtækja sambærilegt við það sem gerðist annars staðar á innri markaði Evrópu. Tilskipanir Evrópusambandsins um fjármálamarkaðinn voru innleiddar í áföngum í íslenskan rétt. Eins og bent er á í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis fölu tilskipanirnar almennt í sér „lágmarkssamræmingu á tilteknum atriðum sem snertu stofnun og rekstur lánastofnana ásamt meginreglunni um gagnkvæma viðurkenningu“ regluverks og eftirlits aðildarríkjanna.⁵⁹ Þar sem evrópsk löggjöf kvað aðeins á um lágmarkskröfur hefðu íslensk stjórnvöld því í ýmsum grein-

⁵⁶ Kaflinn styðst m.a. við skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, sjá Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). Rækileg grein hefur verið gerð fyrir hrúni íslenska bankakerfisins í fjölmörgum greinum, ræðum og bókum. Enn hlýtur þó að líða nokkur tími áður en öll kurl verða til grafar komin. Hér á eftir er aðeins fjallað stuttlega um orsakir bankakreppunnar að því leyti sem þær hafa bein áhrif á stefnu stjórnvalda gagnvart íslenska bankakerfinu þegar horft er til framtíðar. Ekki er tekin afstaða til hugsanlegrar glæpsamlegrar hegðunar sem nú er til meðferðar hjá sérstökum saksóknara.

⁵⁷ OECD (2008), bls. 8, og Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 1. bindi, bls. 96–97.

⁵⁸ Vert er þó að benda á að íslenskar fjármálastofnanir og bankakerfið í heild höfðu lent í alvarlegum

vandræðum löngu áður en alþjóðavæðing fjármálakerfisins kom til sögunnar. Má þar nefna gjaldþrot Íslandsbanka (hins fyrsta með því nafni) 1930 og erfiðleika Landsbankans og Samvinnubankans á fyrstu árum tíunda áratugar liðinnar aldar sem úr var leyst með atbeina ríkisins. Afleiðingar þeirra áfalla voru þó ekki jafnalvarlegar og þær sem Ísland hefur glímt við frá haustinu 2008.

⁵⁹ Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 5. bindi, bls. 11. Reyndar heimilaði FME að víkjandi lán til banka væru viðurkennd sem eigið fé þeirra í ríkari mæli en tíðkaðist víðast í nágrennaríkjum. Það er til dæmis um að í raun hafi bönkunum verið veitt svigrúm umfram það sem tíðkaðist víðast hvar (sjá grein 4.2.4)

um getað tryggt strangari reglur um íslensk fjármálafyrirtæki. Það var þó ekki gert, m.a. vegna eindregins vilja stjórnvalda til þess að veita íslenskum fjármálafyrirtækjum samþærileg starfsskilyrði og tíðkuðust í grannlöndunum og stefnu stjórnvalda um 'létt' regluverk og eftirlit á fjármálamarkaði í anda 'laissez-faire'.⁶⁰ Eftir því sem leið á tíunda áratuginn var í auknum mæli litið á bankakerfið sem mögulega þriðju meginstoð íslensks hagkerfis við hlið sjávarútvegs og stóriðju.

Sú lágmarkssamræming sem tryggð var í evrópskri löggjöf byggðist á ráðandi kenninum í hagfræði og fjármálum sem fjallað var um hér að framan, ekki síst þeirri skoðun að fjármálaáföll heyrðu sögunni til í þroskuðum iðnríkjum. Til dæmis var tilskipun ESB um eigið fé banka reist á reglum Baselnefndarinnar, en tilgangur þeirra reglna var umfram allt að jafna samkeppnis-skilyrðin milli stórbanka, með samræmingu eiginfjárfækna, fremur en að tryggja fjárhagslegt öryggi í bankarekstri og fjármálastöðugleika. Fulltrúar alþjóðlegra banka – ekki síst bandarískra stórbanka – við þessa samræmingu vildu m.a. takmarka þann hluta eigin fjár banka sem leggja þyrfti fram sem reiðufé, enda væri það dýrt. Þeir lögðu ríka áherslu á að líta mætti á ýmiss konar víkjandi lána-skuldbindingar sem eigið fé. Þessi sjónarmið höfðu áhrif á Basel-reglurnar. Álitid var að tiltölulega takmarkað eigið fé ætti að nægja til að halda uppi útlánagetu bankanna og hvetja þannig til hagvaxtar. Við mótun þessara staðla var hins vegar ekki horft til þess með gagnrýnum augum hvers vegna eigið fé var álitid dýrt, hvað þá að litið væri til hugsanlegs kostnaðar ríkissjóða og hagkerfa af falli fjármálakerfa (sjá 3. kafla hér að framan). Það var fyrst við undirbúning regluverksins sem nefnt er Basel III, og taka á gildi í ársbyrjun 2013 á innri markaði Evrópu, að kröfur um eigið fé eru byggðar á rannsóknum á því hvernig hámarka mætti þjóðhagslegan ávinning af slíkum reglum.

Þær hugmyndir sem gátu af sér lágmarks-samræmingu innan ESB/EES höfðu einnig áhrif á það hvernig lögum og regluverki var beitt af eftirlitsaðilum. Hérlandis, líkt og víða í grannlöndum, var talið mikilvægt að eftirlit þyngdi ekki bönkum og öðrum fjármálafyrirtækjum.⁶¹ Fjárráð og starfsmannafjöldi FME óx hvorugt í samræmi við hraðan vöxt bankakerfisins. Hvorki stjórn og stjórnendur stofnunarinnar né viðskiptaráðuneytið lagði nægilega ríka áherslu á að stofnunin stækkaði og styrktist í samræmi við stærri og flóknari eftirlitsskylda aðila. Því til viðbótar lýstu stjórnendur FME þeim viðhorfum sínum að „hagsmunaaðilar hafi á fyrstu sex starfsárum stofnunarinnar unnið markvisst gegn því að rekstrarfé stofnunarinnar væri aukið og álögð eftirlitsgjöld á eftirlitsskylda aðila hækkuð“.⁶²

Innleiðing EES-samningsins hafði ekki aðeins í för með sér sveigjanlegra regluverk fyrir íslenskar fjármálastofnanir. Aðild Íslands að innri markaðnum gaf íslenskum fjármálastofnunum einnig heimild til þess að stofna útibú í öðrum ríkjum og auðveldaði stofnun dótturfélaga á EES-svæðinu þar sem hægt var að vísa til þess að regluverk og eftirlit með íslenska móðurfélaginu væri í samræmi við evrópskar reglur. Þar með gátu íslenskir bankar sótt fjármagn til evrópskra innstæðueigenda, studdir af innstæðutryggingarkerfi í samræmi við reglur EES. Þetta gerði Landsbankinn í Bretlandi og Hollandi þar sem vísað var í auglýsingum til innstæðutryggingarkerfisins, en ekki fjárhagslegs

⁶⁰ Aðferðir Evrópusambandsins við innleiðingu löggjafar á fjármálamarkaði hafa breyst nokkuð á undanföllum misserum. Í stað tilskipana með lágmarkskröfum sem innleiddar eru í þjóðarétt hefur í auknum mæli verið lögð áhersla á blöndu tilskipana og reglugerða sem beint er rakið til fyrirtækjanna og setja ekki aðeins lágmarkskröfur, heldur bindandi skilyrði.

⁶¹ Ekki þarf að fjölyrða um mikilvægi stuðnings stjórnvalda við eftirlitsstofnanir.

⁶² Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 5. bindi, bls. 138.

styrks bankans.⁶³ Að lokum gátu bankarnir svo sótt sér laust fé í evrum hjá Seðlabanka Evrópu gegnum dótturfélög. Þetta gerðu íslensku bankarnir gegnum dótturfélög sín í Lúxemborg.

Á grundvelli evrópskra reglna sóttu íslenskir bankar í ört vaxandi mæli inn á evrópska markaði frá árinu 2003 eftir að einkavæðingu þeirra lauk. Alþjóðlegur vöxtur hinna nýeinkavæddu banka á þessum tíma var ekki síst drifinn áfram af auðveldu aðgengi að lánsfé og minnkandi áhættufælni á alþjóðamörkuðum. Eftir á hafa komið í ljós alvarlegar veilur í fjármálaregluverki ESB/EES um fjölþjóðlega bankastarfsemi á EES-svæðinu. Þar vantaði bæði sameiginlegar innstæðutryggingar og lánveitanda til þrautavara í þeirri mynt sem innstæðurnar voru myndaðar í hverju sinni. Íslensku bankarnir voru í reynd hvattir til vaxtar af stjórnvöldum sem þar með skópu mikla freistnihættu. Fjármálaeftirlitið var afskiptalítið í samræmi við hinn alþjóðlega tíðaranda. Í þessu umhverfi uxu bankarnir bæði Seðlabanka Íslands og ríkissjóði langt yfir höfuð. Ferlið sem hófst með því að stærstu íslensku bankarnir voru ‘too-big-to-fail’ endaði með því að þeir urðu ‘too-big-to-save’.

4.1.2

Vöxtur alþjóðlegra fjármálaviðskipta og vaxtamunarviðskipta

Aukinn stöðugleiki og hagsæld í heimsbúskapnum frá miðjum tíunda áratug síðustu aldar hafði í för með sér minnkandi áhættuálág á fjármálamörkuðum og lækkandi ávöxtunarkröfu. Lág og stöðug verðbólga og lágar verðbólguvæntingar gerðu seðlabönkum heimsins einnig kleift að halda skammtíma-vöxtum lágum. Sífellt fleiri fjárfestingarkostir virtust því arðbærir, og aðgengi að fjármagni varð auðveldara þar sem fjárfestar leituðu að góðri ávöxtun í umhverfi lágra vaxta, hvort sem góða ávöxtun var að finna í bandarískum undirmáslánum, vaxtamunar-

viðskiptum eða skuldabréfum íslenskra banka. Þessi sókn í ávöxtun og aukið frelsi á fjármálamörkuðum hvatti til örs vaxtar alþjóðlegra fjármagnsflutninga og bankaviðskipta landa í milli.⁶⁴ Æ fleiri hagkerfi tengdust þessum viðskiptum og urðu þar með viðkvæm fyrir sömu áhættum sem þeim fylgdu. Viðbrögð seðlabanka heims, ekki síst í Bandaríkjunum, þegar netbólan sprakk árið 2001 – en þeim atburði var mætt með enn lægri vöxtum – styrktu þessa sýn enn frekar. Á grundvelli lágra vaxta og væntinga um óbreytt ástand færðist skuldsetning verulega í aukana, og það gerði fjármálakerfið enn viðkvæmara fyrir skyndilegum áföllum. Hinn mikli viðskiptaafgangur Kína á uppgangstímanum, og ójafnvægi í alþjóðaviðskiptum sem honum fylgdu, jók einnig verulega á framboð fjármagns sem þrýsti niður vöxtum á alþjóðamörkuðum. Í aðdraganda alþjóðlegru bankakreppunnar voru því ekki aðeins einstök hagkerfi sérstaklega viðkvæm fyrir óvæntum áföllum, heldur voru hagkerfin öll nátengd. Það skýrði hversu hratt kreppan gat breiðst út.

Ísland fór ekki varhluta af þessu umhverfi minnkandi áhættufælni, lágra vaxta og ofgnóttar fjármagns. Íslensku bankarnir hófu fyrir alvöru sókn eftir erlendu fjármagni á evrópskum mörkuðum með skuldabréf og heildsöluinnlán árið 2004. Sameinaður banki Kaupþings og Búnaðarbanka hafði reyndar leitað á alþjóðlega markaði ári fyrr. Í lok ágúst 2005 var króna orðin ‘fullburða’ hávaxtamynt, en þá hófst útgáfa jöklabréfa, þ.e. skuldabréfa í íslenskum krónum sem sett voru á alþjóðlegan markað. Í byrjun september 2007 voru útistandandi 450 ma.kr. í slíkum bréfum.

Aðgengi íslensku bankanna að evrópskum skuldabréfamörkuðum og markaði fyrir heildsöluinnlán dróst verulega saman í upp-

⁶³ Sigríður Benediktisdóttir, Jón Danielsson og Gylfi Zoega (2011).

⁶⁴ McGuire og Von Goetz (2009).

hafi árs 2006. Þessi vandkvæði, sem nefnd hafa verið ‘litla kreppan 2006’ og reyndu mjög á stöðu bankanna, voru á vissan hátt fyrirboði erfiðleikanna sem á eftir komu. Bankarnir leituðu þá annarra fjármögnunarleiða, annars vegar á bandarískum skuldabréfamarkaði og hins vegar með því að bjóða almennum innstæðueigendum í Evrópu hagstæða innlánsreikninga. Árið 2006 gáfu bankarnir út skuldabréf í Bandaríkjunum fyrir fimm milljarða Bandaríkjadala eins og lýst er í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis. Háir vextir á skuldabréfum íslensku bankanna miðað við gott láns hæfismat þeirra gerði þá að sérlega álitlegum kostum í skuldavafninga (e. *collateralized debt obligations* eða *CDOs*) sem samsettir voru úr margs konar skuldaskjölum og settir á markað um allan heim af verðbréfafyrirtækjum og fjárfestingarböndum. Hugmyndin á bak við CDOs var að draga mætti úr áhættu með því að dreifa henni á þennan hátt. Gagnrýnendur þessara afleiðuviðskipta benda á að CDOs-viðskiptin hafi að vísu dreift áhættu en ekki síður óvissu um verðmætin að baki þessum pappírnum sem eru fjarlægir uppruna skuldaviðurkenninganna sem liggja á bak við þá. Láns hæfismatsfyrirtækin hafa líka sætt gagnrýni fyrir að gefa CDOs of háar láns hæfiseinkunnir þar sem þau skyggndust ekki nægilega vel í áhættunni á bak við þær; þar mátti m.a. finna undirmálsveðlán frá Bandaríkjunum sem lentu í miklum vanskilum þegar húsnæðismarkaðurinn þar í landi kolféll. Vöxtur CDOs-viðskipta var ein afleiðing nefndrar framvindu á fjármálamörkuðum og kom mjög við sögu í hruninu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum haustið 2008.

Sókn íslensku bankanna eftir innlánum á evrópskum mörkuðum frá árinu 2006 var drifin áfram annars vegar af minnkandi aðgengi að evrópskum mörkuðum með skuldabréf og heildsöluinnlán og hins vegar af gagnrýni á einhæfa fjármögnun bankanna. Erlend innlán bankanna jukust hratt á þessum tíma, en frá lokum þriðja ársfjórðungs

2006 til ársloka 2007 nærri þrefölduðust innlánin í Landsbankasamstæðunni, að mestu á Icesave-reikningum í útibúi Landsbankans í Bretlandi, og voru þá orðin nærri sjö ma. sterlingspunda eða 28% af efnahagsreikningi Landsbankans.

Aðstæður á fjármálamörkuðum og það regluumhverfi sem bankarnir bjuggu við gerði þeim kleift að standa undir gríðarlegum vexti utan Íslands á fyrsta áratug aldarinnar, bæði til að þjónusta nýja erlenda viðskiptavini og íslenska aðila sem sóttu í auknum mæli á erlenda markaði. Eins og lýst er í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis breyttist eðli starfseminnar „einnig mikið þar sem fjárfestingarbankastarfsemi varð æ mikilvægari þáttur í rekstri bankanna“ í stað hefðbundinnar viðskiptabankastarfsemi áður. Stóru bankarnir þrír uxu hratt við þessar aðstæður, og voru heildareignir þeirra í árslok 2007 orðnar sem nam áttfaldri landsframleiðslu Íslands.⁶⁵

4.2

Innlendar aðstæður

Alþjóðlegar aðstæður bjuggu þó ekki einar þá umgjörð sem hvatti til hins öra vaxtar sem varð á endanum böndunum að falli. Fjölmarginn í umgjörð fjármálamarkaðarins á Íslandi og stefnumörkun stjórnvalda hafði einnig mikil áhrif.

4.2.1

Áhrif láns hæfismats ríkissjóðs á bankana

Sókn íslensku bankanna á alþjóðlega skuldabréfamarkaði byggðist ekki síst á góðu láns hæfismati þeirra. Það studdist við trausta stöðu ríkisfjármála og væntingar um að ríkið

⁶⁵ Vegna mikillar gengislækkunar krónunnar á árinu 2008 jukust eignir bankanna taldar í krónum enn sem hlutfall af landsframleiðslu og voru orðnar meira en nam tíufaldri landsframleiðslu áður en yfir lauk.

styddi við bankana ef þeir lentu í vanda. Þessi nánú tengsl láns hæfis ríkissjóðs og bankanna náðu hámarki á fyrri hluta árs 2007 þegar bankarnir nutu um skamma hríð hæstu láns hæfiseinkunnar mats fyrirtækisins Moody's, AAA.⁶⁶ Rannsóknarnefnd Alþingis telur þennan aðgang að fjármálamörkuðum eina helstu forsendu mikils vaxtar bankanna, ekki síst á árunum 2004-2006.

Láns hæfi ríkissjóðs hvers lands leggur grunn að láns hæfi annarra lántakenda í hagkerfinu. Gott láns hæfi ríkissjóðs getur því leitt til bættis aðgengis að fjármagni og lægri vaxtakostnaðar fyrir hagkerfið í heild. Augljósir almannahagsmunir felast því í góðu láns hæfi ríkissjóðs, en það er aðeins unnt að byggja upp með ábyrgum rekstri hins opinbera og þjóðhagslegum stöðugleika. Það tekur langan tíma og útheimtir þolgæði að styrkja láns hæfið, en svo getur það horfið á svipstundu eins og reynsla sýnir. Þegar láns hæfi fellur niður fyrir tiltekið þrep getur það leitt til hraðrar sölu skuldabréfa og annarra fjármálagerna sem tengjast láns hæfismatinu á einhvern hátt, ekki síst þegar það fer niður fyrir þrep sem fagfjárfestar hafa sett sér eða kveðið er á um í eiginfjárreglum fjármálafyrirtækja.

Gott láns hæfi hins opinbera er því mikilvæg almannaeign sem aðrir aðilar hagkerfisins geta haft gagn af, ekki síst bankar. Kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki, sem talið er að ríkissjóðir hlutaðeigandi ríkja muni bjarga hvað sem á dynur, njóta betri fjármögnunarkjara en önnur fjármálafyrirtæki. Slík niðurgreiðsla á fjármögnunarkostnaði banka leiðir svo af sér rentuhagnað fyrir eigendur bankanna ef ekkert er að gert sérstaklega til þess að skattleggja hann. En kostnaður af hugsanlegu fjármálaáfalli lendir hins vegar á samfélaginu öllu – ekki síst almennum skattgreiðendum. Niðurgreiðsla á bankastarfsemi gegnum nýtingu á opinberu láns hæfi var ekki einskorðuð við Ísland á árunum fyrir hrun. Talið er að árleg niðurgreiðsla opinberra aðila á fjármögnunar-

kostnaði 25 stærstu alþjóðlegu bankanna hafi á þennan hátt numið hundruðum milljarða Bandaríkjadala á árunum 2007 til 2010. Sumar rannsóknir benda jafnvel til þess að slík niðurgreiðsla nemi yfir þúsund milljörðum dala árlega (120 þúsund ma.kr.). Til samanburðar má nefna að árlegur hagnaður þessara banka var um 170 ma. dala að meðaltali næstu árin fyrir kreppu.⁶⁷ Sænski seðlabankinn metur niðurgreiðslu á vaxtakostnaði fjögurra stærstu banka landsins á árunum 2002 til 2010 jafngildi um helmings hagnaðar þeirra á tímabilinu.⁶⁸

Gott láns hæfi íslensku bankanna gaf þeim ekki aðeins aðgengi að evrópskum skuldabréfamörkuðum. Eins og minnst var á hér að framan leituðu íslensku bankarnir í auknum mæli til Bandaríkjanna eftir að aðgengi að evrópskum fjármálamörkuðum þrengdist árið 2006. Á Bandaríkjamarkaði mátti nýta skuldabréf bankanna í skuldabréfavafninga þar sem vextir á skuldabréfum þeirra voru almennt hærri en láns hæfismat þeirra gaf tilefni til. Þar með fór saman gott láns hæfi bankanna – í reynd byggt á góðri fjárhagsstöðu ríkissjóðs og evrópsku regluverki – og nýjungar á fjármálamörkuðum sem gáfu af sér fjölbætta fjármálagerna, og þeir bjuggu í hagninn fyrir frekari vöxt bankanna.

4.2.2

Skortur á samhæfðri efnahagsstefnu

Efnahagsstefna íslenskra stjórnvalda hefur um áratugi einkum falist í örvandi aðgerðum á eftirspurnarhlið hagkerfisins á sama tíma og dregið var úr framboðshindrunum til þess að auka hagvöxt í takt við ráðandi stefnur og straua. Markmið efnahagsstefnunnar var umfram allt að hvetja til hagvaxtar með

⁶⁶ Vert er að benda á að þessi ákvörðun Moody's virðist ekki sérstaklega hafa leitt til bættis aðgengis bankanna að fjármögnun á markaði á þessum tíma þar sem hún naut lítils trausts á fjármálamörkuðum.

⁶⁷ Haldane og Madouros (2011).

⁶⁸ Sveriges Riksbank (2011).

áherslu á hátt atvinnustig. Því var lítt skeytt hvort slíkur hagvöxtur væri sjálfbær til langframa eða hvort hann kynti undir verðbólgu. Í kjölfar þess að Seðlabanka Íslands var sett opinbert, tölusett markmið um lága og stöðuga verðbólgu í mars 2001 var ráðist í umfangsmiklar stórframkvæmdir af opinberri hálfu og lánsframboð til húsnæðismála stórkæpt. Þannig var það deginum ljósara að verulega skorti á að efnahagsstefnan væri samstillt.⁶⁹ Eins og bent var á í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis virðist stefnan í ríkisfjármálum og opinberum framkvæmdum í aðdraganda hrunsins hafa „í reynd kynt undir ójafnvæginu“ sem myndaðist vegna stóriðjuframkvæmda og aukins framboðs á lánsfé. Aðgerðir Seðlabankans virðast ekki heldur hafa unnið með skilvirkum hætti gegn þenslunni þar sem „[v]axtahækkanir komu jafnan of seint og voru of litlar og framan af virðist það meðal annars hafa stafað af óskhyggju bankans um að ríkisvaldið myndi taka þátt í því að draga úr þenslunni. Það gerðist ekki. Á sama tíma var nánast óheft aðgengi bankanna að lausafé í Seðlabankanum, og virtist peningamagn afgreitt án takmörkunar. Í reynd var bönkunum lánað lausafé út á (ótryggðar) skuldaviðurkenningar seinustu árin“.⁷⁰ Kaarlo Jännäri hafði tekið í sama streng í skýrslu sinni til stjórnvalda í mars 2009.⁷¹ Hámarkslánshlutfall Íbúðalánasjóðs var svo hækkað í 90% og fjárhæð hámarkslána hækkuð árið 2004. Þessar ákvarðanir áttu verulegan þátt í aukinni samkeppni milli lánastofnana á íbúðalánamarkaði í kjölfarið, og með lækkun vaxta og auknu aðgengi að fjármagni ýtti það enn undir þenslu í hagkerfinu. Ekkert innbyrðis samræmi var í efnahagsstefnunni af opinberri hálfu frá aldamótum fram að bankahruni 2008. Ýmsar alþjóðastofnanir á sviði efnahagsmála eins og OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) voruðu við hættunni á ofþenslu. Það gerðu líka ýmsir innlendir og erlendir greinendur.⁷²

Því má einnig halda fram að hávaxta-

stefna Seðlabankans hafi aukið á vandann þar sem hún varð grundvöllur vaxtamunarviðskipta. Háir vextir Seðlabankans megnuðu því ekki að tempru hagkerfið. Hávaxtastefnan tryggði þó sterkt gengi til skamms tíma sem tryggði jafnframt lágar verðbólgu-mælingar. Þjóðarþúið greiddi reyndar fyrir sterkara gengi með háum vöxtum á erlent fjármagn sem var í leit að skjótfengnum gróða. Kostnaðinn af þessari stefnu mátti meta sem u.þ.b. 60 ma.kr. árlegar vaxtagreiðslur út úr hagkerfinu síðustu árin fyrir hrún.

Við þetta bætist svo að stefnan á sviði fjármálamarkaðar og reglusetning um hann af opinberri hálfu var ekki í neinum tengslum við aðra þætti efnahagsstefnunnar. Fram að fjármálakreppunni var áherslan í efnahagsmálum einkum á peningamál og ríkisfjármál. Eins og lýst er hér að framan var helsta markmið stefnu stjórnvalda í bankamálum að liðka fyrir vexti fjármálakerfisins fremur en að efla eftirlit með því. Þegar Seðlabankinn hækkaði vexti til þess að draga úr innlendra þenslu lækkaði Íbúðalánasjóður vexti sína og hækkaði lánshlutfall. Ríkisfjármálin hömluðu ekki þenslunni þrátt fyrir rekstrarafgang; hann var í reynd myndaður af ofþenslunni. Erlent skammtímafjármagn flæddi til landsins vegna hárra stýrivaxta sem juku arðsemi af vaxtamunarviðskiptum. Ekki var leitast við að beita tiltækum tækjum, sem nú

⁶⁹ Efnahags- og framfarastofnunin benti í skýrslu sinni um íslensk efnahagsmál á fyrri hluta árs 2008 á vandann sem af því hlýst að ráðherrar virðast tala gegn stefnu bankans: „Til að styðja trúverðugleika og skilvirkni peningastefnunnar, væri hjálplegt ef ríkisstjórnin virti sjálfstæði stefnumörkunar bankans.“ Sjá OECD (2008), bls. 8.

⁷⁰ Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 1. bindi, bls. 96–97.

⁷¹ Jännäri (2009).

⁷² Hér má t.d. benda á skýrslur Den Danske Bank sem vöktu mikla athygli, þ.m.t. *Iceland: Geyser crisis* frá mars 2006, og skrif og ræður Roberts Z. Aliber, þ.m.t. *Monetary Turbulence and the Icelandic Economy* frá maí 2008.

væru nefnd fjármálastöðugleikataeki eða þjóðhagsvarúðartæki, til þess að draga úr útlánavexti eða öðrum þensluvöldum í fjármálakerfinu.⁷³ Fjármálaeftirlit beindist eingöngu að fjárhag einstakra fjármálafyrirtækja, en ekki var fylgst með heildarmynd fjármálakerfisins, t.d. lausafjárstöðu þess í erlendum gjaldeyri. Meðal annars af þessum ástæðum var þess ekki gætt í tæka tíð að stemma stigu við ofpenslu bankakerfisins. Að vissu leyti var þessi blinda á stóru gloppurnar í kerfinu afleiðing þess að ábyrgðinni á málefnum fjármálamarkaðarins var dreift á alltof margar hendur. Forsætisráðuneytið fór með málefni Seðlabankans, og hann fór með mikilvæga þætti eftirlits með fjármála-starfseminni og stöðugleika fjármálakerfisins, fjármálaráðuneytið fór með málefni lífeyrissjóða, félagsmálaráðuneytið með málefni Íbúðalánasjóðs og viðskiptaráðuneytið með málefni fjármálamarkaðarins að öðru leyti, ekki síst Fjármálaeftirlitsins. Í kjölfar skýrslu og ráðgjafar Kaarlos Jännäri í lok mars 2009 voru tekin nokkur skref í samræmi við ráðleggingar hans með tilfærslu málefna Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins til nýs efnahags- og viðskiptaráðuneytis. Enn heyra þó málefni um reglusetningu og löggjöf um Íbúðalánasjóð undir velferðarráðuneytið og málefni er varða lög og reglur um lífeyrissjóði undir fjármálaráðuneytið. En Íbúðalánasjóður og lífeyrissjóðirnir fara með afar stóran hluta fjármálakerfisins.

Rannsóknarnefnd Alþingis telur í niðurstöðum sínum „að nauðsynlegt sé að auka samvinnu ríkisfjármála og Seðlabankans við hagstjórnaraðgerðir þannig að ekki sé beitt annarri stefnunni markvisst gegn hinni líkt og gert var undanfarin ár þegar ríkisfjármálin miðuðu stöðugt að því að auka á ójafnvægið og ofpensluna og láta Seðlabankanum einum eftir að glíma við afleiðingarnar“.⁷⁴ Með stofnun efnahags- og viðskiptaráðuneytis síðla árs 2009 og ráðherranefndar um efnahagsmál var að nokkru komið til móts við

þessar athugasemdir rannsóknarnefndarinnar.

4.2.3

Skortur á þjóðhagslegu eftirliti með vexti bankanna í hlutfalli við stærð hagkerfisins og gjaldeyrisforða

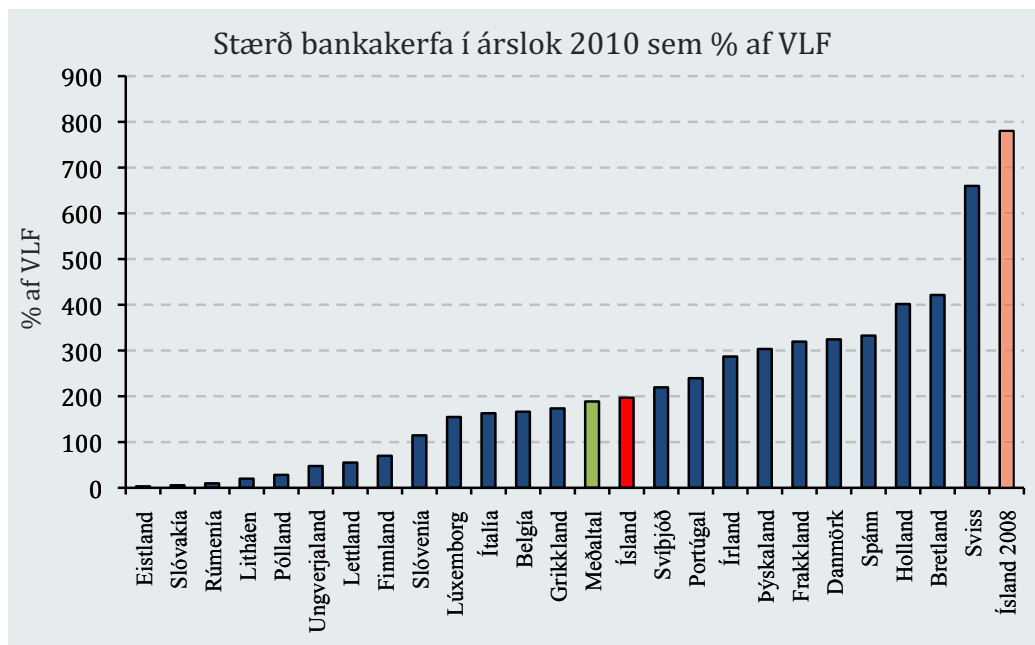
Rannsóknarnefnd Alþingis telur „[s]kýringar á falli Glítnis banka hf., Kaupþings banka hf. og Landsbanka Íslands hf. ... fyrst og fremst að finna í vexti þeirra og þar með stærð þeirra við fall“,⁷⁵ en hagrannsóknir benda til þess að tengsl séu milli stærða bankakerfa og mögulegra efnahagslegra áhrifa bankakreppu.⁷⁶ Umfang bankakerfisins nam sem svaraði nærri tífaldri landsframleiðslu við hrúnið síðla árs 2008 og hafði vaxið hratt og nær stöðugt frá árunum 2003/2004. Efnahagsreikningar bankanna þriggja sjöfölduðust á árunum 2004 til 2007, bæði vegna innri vaxtar og kaupa á erlendra starfsemi. Vöxtur bankanna var að miklu leyti fjármagnaður með erlendra skuldabréfaútgáfu eins og rætt var um hér að framan. Hraður vöxtur bankanna og gríðarleg hlutfallsleg stærð þeirra undir það síðasta var langt umfram það sem þekkist í öðrum ríkjum með stóra, þroskaða fjármálamarkaði. Hraður vöxtur getur dregið úr gæðum útlána, ekki síst þegar bankar fara inn á ný markaðssvæði, en slíku fylgir oftast lakara eftirlit með útlánum. Vöxturinn fól því í sér sérstaka

⁷³ Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur gefið út leiðbeiningar um það hvernig reyna megi að hafa stjórn á innflæði fjármagns. Þar eru m.a. lögð til uppkaupt seðlabanka á innflæði til styrkingar gjaldeyrisforða og að beita beri aðhaldi í opinberum fjármálum í auknum mæli. Einnig megi beita sköttum eða öðrum varúðartækjum til þess að tempra innflæði. IMF (2011a).

⁷⁴ Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 7. bindi, bls. 205.

⁷⁵ Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 1. bindi, bls. 31.

⁷⁶ Sveriges Riksbank (2011), bls. 19–20, og Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), 1. bindi, bls. 31.



Heimildir: Seðlabanki Evrópu og Seðlabanki Íslands.

Mynd 4: Stærð bankakerfa í árslok 2010 sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.

áhættu fyrir íslenskt fjármálakerfi, og hún jókst enn frekar vegna stærðar bankakerfisins í hlutfalli við þjódarþúskapinn.

Bankakerfið var ekki aðeins gríðarlega stórt í hlutfalli við stærð hagkerfisins, heldur hafði það vaxið langt umfram getu Seðlabanka Íslands til þess að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara með rikissjóð sem bakhjarl. Þrátt fyrir vaxandi áhyggjur frá árinu 2006 af getu Seðlabankans til þess að sinna hlutverki sínu hélt vöxtur bankanna áfram. Skortur á trúverðugleika lánveitanda til þrautavara getur haft alvarleg áhrif á viðkomandi efnahags- og fjármálakerfi. Willem Buiter og Anne Sibert bentu árið 2008 á að engin innlánsstofnun gæti treyst á eigin rammleik, jafnvel þótt eignir væru góðar og hún hefði nægt lausafé til þess að takast á við venjulegar hreyfingar í hreinu flæði innstæðna og annarra skammtímaskuldbindinga.⁷⁷ Það er í eðli banka að þeir stofna vísvitandi til skammtímaskulda til að fjármagna langtímaeignir. Þetta gerir banka

viðkvæma fyrir lausafjárvanda ef of margir innstæðueigendur vilja taka út innstæður sínar í einu. Þetta eðli bankastarfseminnar var einmitt helsta röksemdin fyrir stofnun seðlabankakerfis Bandaríkjanna árið 1913 í kjölfar bankakreppu sem hófst þar í landi árið 1907. Það gerði vart við sig á Íslandi svo að um munaði í október 2008. Íslensku – og alþjóðlegu – stóru bankarnir þrír féllu allir á fyrstu tíu dögum mánaðarins þótt aðeins Glitnir hefði staðið frammi fyrir verulegum afborgunum lána í október 2008 og næstu mánuði þar á eftir. Lokun millibankamarkaða fyrir lausafé á alþjóðavísu haustið 2008 – að ekki sé minnst á skuldabréfamarkaðina – má jafna við áhlaup á innstæðurnar í bönkunum; svo háðir voru íslensku bankarnir orðnir aðgengi að erlendu lausafé. Um leið og bankar missa trúverðugleika standa þeir frammi fyrir alvarlegum vanda. Án aðgengis að millibankamarkaði

⁷⁷ Buiter og Sibert (2008), bls. 4.

eða lausafjáraðstoð seðlabanka voru þeim allar bjargir bannaðar og hrun þeirra óumflýjanlegt.

Seðlabanki Íslands freistaði þess að bregðast við þessum vanda með eflingu gjaldeyrisforðans í árslok 2006. Árið 2007 fékk fjármálaráðherra heimild til frekari erlendrar lántöku til að styrkja forðann, en þá höfðu fjármálamarkaðir í reynd lokast íslenska ríkinu. Þessar aðgerðir hrukku þó skammt því að í árslok 2007 voru skammtímaskuldir þjóðarinnar orðnar sem nam um fimmtánföldum gjaldeyrisforða Seðlabankans. Seðlabanki Íslands fékk lánalínur hjá öðrum seðlabönkum á Norðurlöndum fyrri hluta árs 2008, en að öðru leyti var forðinn ekki styrktur. Ýmis viðmið eru til fyrir ásættanlegt hlutfall gjaldeyrisforða af skammtímaskuldum, en oft er miðað við að forðinn sé jafnhár skammtímaskuldum. Mestur hluti skammtímaskulda hagkerfisins var til kominn vegna fjármögnunar bankanna. Erlend innlán bankanna þriggja svöruðu einnig til um áttfalda gjaldeyrisforðans. Enn kom það til að lítil stoð var í Tryggingarsjóði innstæðueigenda og fjárfesta þegar í harðbakkann sló því að sjóðurinn réð yfir mjög litlu fjármagni í samanagerð við erlend innlán bankanna.⁷⁸

Gríðarleg stærð bankakerfisins og erlendra skammtímaskulda þess í hlutfalli við hagkerfið auk hlutfallslega lítils gjaldeyrisforða olli því að hjá hruni bankakerfisins varð í raun ekki komist eins og aðstæður voru á alþjóðlegum fjármagnsmarkaði haustið 2008.

4.2.4

Ástæður fyrir falli bankanna og takmörk fjármálaeftirlits

Líkt og í flestum öðrum bankakreppum var banamein íslensku bankanna lausafjárþurrð⁷⁹ þótt nú virðist ljóst að þeir hafi í reynd strítt við alvarlegan dulinn eiginfjárvanda. Í kjölfar athugasemda frá greiningaraðilum og erfiðleika við markaðsfjármögnun sóttu

bankarnir, ekki síst Landsbankinn og Kaupþing, í auknum mæli inn á evrópska innlána-markaði líkt og nefnt var hér að framan. Byggðu bankarnir þar á heimildum í evrópsku regluverki til stofnunar útibúa og vísuðu til evrópsku tilskipunarinnar um innstæðutryggingar til þess að mynda traust gagnvart viðskipavinum sínum. Í árslok 2007 voru innstæður um 40% af fjármögnun íslensku bankanna. Hlutfall innstæðna af heildarfjármögnun hafði þá hækkað úr 28% árið 2006.⁸⁰ Af innstæðunum voru 2/3 hlutar í eigu útlendinga, 80% í erlendri mynt, og 86% voru lausar innan þriggja mánaða.⁸¹

Innstæður fóru að flæða út úr erlendum útibúum Landsbankans um mitt ár 2007, og náði það hámarki í ársbyrjun 2008, en þá hafði lánshæfismat bankans lækkað. Þessu var að nokkru leyti snúið við með stofnun Icesave-reikninga í Hollandi vorið 2008, en heildsöluinnlán lækkuðu þó hratt, enda eru þau almennt næmari fyrir breytingum í lánshæfi heldur en innstæður almennings og smærri fyrirtækja. Bankarnir þrír sóttu sér laust fé í evrum hjá Seðlabanka Evrópu í gegnum dótturfélög sín í Lúxemborg. Bankarnir höfðu hins vegar ekki nægar veðhæfar

⁷⁸ Innstæðutryggingarsjóðir ráða almennt yfir lágum fjárhæðum í hlutfalli við innstæður sem þeir eiga að tryggja. Í mörgum ríkjum eiga slíkir sjóðir í raun ekkert fjármagn, heldur er gert ráð fyrir því að þeir sækji sér fjármagn á markaði þegar greiða þarf trygginguna. Íslenski sjóðurinn átti eignir sem námu 0,5% af tryggðum innstæðum við hrun bankanna, sem er nærri meðaltali ríkja Evrópusambandsins. Í frumvarpi til laga um nýtt innstæðutryggingarkerfi á Íslandi er gert ráð fyrir að Tryggingarsjóður innstæðueigenda og fjárfesta eigi eignir sem dugi fyrir 4% af tryggðum innstæðum kerfisins þegar hann nær fullri stærð (í tillögum framkvæmdastjórnar ESB að nýrri umgjörð um innstæðutryggingarkerfi er gert ráð fyrir að innstæðutryggingarsjóðir eigi sem svarar 1,5% af tryggðum innstæðum).

⁷⁹ Sjá í 2. kafla.

⁸⁰ Innstæður námu um 45% af fjármögnun bankanna árið 1998. Hlutfallið hafði lækkað í 22% í árslok 2004 eftir að bankarnir hófu að sækja fjármagn í auknum mæli á evrópska skuldaþréfamarkaði.

⁸¹ Ong og Chiák (2010), bls. 4–5.

eignir þar til þess að standast útlæði inn- stæðna og lokun fjármögnunarmarkaða. Þeir reyndu þó að komast framhjá þessu með því að setja íslensk skuldabréf, bæði einkaaðila og opinberra, í dótturfyrirtæki á meginlandi Evrópu til þess að útvega sér á þann hátt lausafé frá ECB. Lánalínur á millibankamarkaði lokuðust með lækkun láns hæfismats og reyndar almennri lausa- fjárþurrð á alþjóðamarkaði. Eins og vikið var að hér að framan gat Seðlabankinn ekki veitt bönkunum lausafjárfyrirgreiðslu í þeim myntum sem þeir þurftu á að halda. Markaður með skiptasamninga í krónum hafði einnig lokast þegar í mars 2008. Bankarnir gátu því ekki staðist útlæði og lokun milli- bankamarkaða í byrjun október 2008 vegna mikils misræmis í tímalengd eigna og skulda í ólíkum myntum, jafnvel þótt aðeins Glitnir hefði þurft að standa skil á veru- legum endurgreiðslum fyrri lána á allra næstu vikum og mánuðum. Það traust á ís- lenskum bönkum, skilvísi þeirra og áreiðan- leik í viðskiptum, sem byggt hafði verið upp um langt árabíl – og ekki síður á skilvísium ríkissjóði með afgangi af rekstri, lækkun skulda og tengingu við innri markað Evr- ópska efnahagssvæðisins – hvarf eins og dögg fyrir sólu.⁸²

Við fall bankanna virtust þeir allir hafa eigið fé vel umfram lágmarkskröfur, en sam- kvæmt hálfárs uppgjörum þeirra um mitt ár 2008 var áhættuvegið eiginfjárlutfall þeirra 10,9%, vel yfir þeim 8% sem kveðið var á um í lögum og reglum Fjármálaeftirlitsins.⁸³ Eiginfjárbáttur A (e. *Tier I*) var 8,5%, rúm- lega tvöföld lögbundin lágmarkskrafa.

Auk þess sem reglur um hlutfall eigin fjár voru of veikar var það eigið fé sem íslensku bankarnir þó höfðu einnig veikt í eðli sínu, líkt og m.a. er bent á í skýrslu Kaarlos Jänn- äri og skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis. Þau eiginfjárlutföll sem voru birt í reikn- ingum bankanna sýndu því ekki raunveru- legan styrk þeirra og enn síður þol fjár- málakerfisins í heild til að mæta óvæntum

áföllum. Bankarnir höfðu lánað mikið fé til kaupa á eigin bréfum, oft eingöngu með veði í bréfunum sjálfum. Um mitt ár 2008 var slíkt veikt eigið fé orðið um 25% af samanlögðum eiginfjárgrunni bankanna þriggja. Ef aðeins er horft á grunnþátt eiginfjárgrunnsins, þ.e. eigið fé hluthafa samkvæmt ársreikningi að frádregnum ófnislegum eignum, þá var veikt eigið fé bankanna þriggja rúmlega 50% grunnþáttarins um mitt ár 2008. Bankarnir lánuðu ýmsum viðskiptavinum sínum fé til kaupa á eigin hlutabréfum, oft eingöngu með veði í bréfunum. Jafnframt lánuðu bankarnir hver öðrum til slíkra hlutabréfakaupa. Af þessum sökum var eigið fé bankakerfisins í heild raunverulega miklu minna en það virt- ist vera ef eingöngu var litið á efnahagsreikn- inga hvers banka fyrir sig og einfalda samtölu þeirra. Ef tekið er tillit til þessara krosstengsla fór veikt eigið fé kerfisins upp í 70% af grunnþætti eiginfjár frá seinni hluta árs 2007. Þessu til viðbótar endurspegluðu reikningar bankanna ekki áhættu þeirra af veikingu krónunnar, þ.e. bankarnir gerðu ekki ráð fyrir meiri afföllum af lánum í er- lendri mynt en lánum í krónum þótt margir lántakar hefðu aðeins tekjur í krónum. Þessi mikla áhætta bankanna sást því ekki á af- skriftareikningum þeirra þar sem hlutföll af- skriftarreikninga af heildarútlánnum voru lægri en þau voru hjá mörgum sambæri- legum alþjóðlegum bönkum.⁸⁴ Loks hafði FME heimilað árið 2005 að víkjandi skulda- bréf mættu nema 33% af eiginfjárbætti A, en ekki 15% líkt og verið hafði áður og almennt tíðkaðist í ríkjunum í kringum okkur. Víkj- andi skuldabréf eru ekki talin sérstaklega

⁸² Lausafjäreftirlit fjármálastofnana er í höndum Seðlabanka Íslands. Verulega skorti á lausafjár- eftirlit í erlendum gjaldmiðlum fyrir hrún, enda var enn verið að móta aðferðir í því efni þegar hrúnið reið yfir.

⁸³ Þannig er tilgangur reglna um eigið fé að vernda hagsmuni þeirra sem bankarnir hafa ekki hvata til að gæta og tryggja fjármálastöðugleika.

⁸⁴ Sigríður Benediktsdóttir, Jón Danielsson og Gylfi Zoega (2011), bls. 193–194.

sterkt eigið fé og eru því ekki talin með í eiginfjárbætti A samkvæmt Basel III reglum sem senn taka gildi. Eiginfjárbáttur A er kjarni eiginfjárstöðunnar, þ.e. stöðugasti hluti eiginfjárins.⁸⁵ Vert er að benda á að ein helsta niðurstaða Stórhagsins eftir norsku bankakreppuna upp úr 1990 var að benda á mikilvægi þess að bankar væru vel fjármagnaðir.⁸⁶

Þegar nánar er að gáð og skyggst undir yfirborðið í efnahagsreikningum bankanna og einnig lítið til krosstengsla í bankakerfinu er ljóst að raunverulegur fjárhagslegur styrkur bankanna var miklu minni en birt uppgjör þeirra og eiginfjártölur sýndu. Þar við bætist að alþjóðlega fjármálakreppan hefur sýnt fram á að þau eiginfjárhlutföll sem íslensku bankarnir birtu í uppgjörum sínum hefðu líklega ekki dugað þeim til þess að lifa af áföllin sem dundu á efnahagslífi heimsins 2008, jafnvel þótt gæði eigin fjár hefðu verið meiri og bókhaldið skýrara.

Veilurnar í eiginfjárstöðu bankanna eru líka til vitnis um samspilið milli bankanna og verðbréfamarkaðarins á uppgangsárunum. Margt bendir til þess að þar hafi stundum verið um ‘markaðsmisnotkun’ að ræða til þess að skrúfa upp markaðsverðmæti bankanna langt umfram það sem efni stóðu til. Með kerfisbundnum viðskiptum með eigin bréf ginntu stjórnendur bankanna í reynd aðra fjárfesta til að kaupa bréfin á uppskrúfuðu verði sem kolféll á endanum. Loftkastalar bankanna hrundu vegna margra samtengdra þátta. Viðskiptahættir þeirra og stjórnarhættir fengu ekki staðist til lengdar. Áhættumati og áhættustjórn þeirra var ábótavant. Krosseignarhald, lánveitingar til tengdra aðila, alltof miklar einstakar áhættur í lána-söfnum, áhættuhvetjandi launakerfi og hömlulaus skuldsetning, allt eru þetta dæmi um veilur í stjórn bankanna. Við þessar veilur bættust svo veilur í reikningsskilum þeirra og endurskoðun á þeim – að hluta til vegna galla á hinum alþjóðlegu reikningsskilareglum fyrir fjármálafyrirtæki (e. *IFRS, In-*

ternational Financial Reporting Standards, og IAS, International Accounting Standards), m.a. áherslan á hlaupandi ‘mark-to-market’ verðlagningu á eignum og skuldum⁸⁷ – en að hluta til vegna slælegra vinnubragða endurskoðenda bankanna á þessum árum. Hin almenna verðhækkun hlutabréfa í aðdraganda hrunsins, ‘hlutabréfabólan’, hjálpaði einnig bönkunum að byggja upp eigið fé eins og öðrum fyrirtækjum, í gegnum eignarhald þeirra í öðrum bönkum og öðrum fyrirtækjum. Þetta hvarf síðan eins og dögg fyrir sólu þegar innflæði fjármagns breyttist í útflæði og eignaverð féll. Fjármálaeftirlitið var afskiptalítið í samræmi við þá útbreiddu skoðun að aðhaldið frá markaðsöflunum tryggði eigið eftirlit á fjármálamarkaði sem væri sjálfleiðréttandi. Því fór sem fór.

4.3

Viðbrögð stjórnvalda

Hrun íslenska bankakerfisins ýtti hagkerfinu fram á brún hengiflugs þar sem langvarandi efnahagssamdráttur virtist óumflýjanlegur og þjóðargjaldþrot yfirvofandi. Slíkar aðstæður kalla á skjót og skilvirk viðbrögð stjórnvalda, en með þeim má draga úr kostnaði af bankahruni. Í megindráttum hafa viðbrögð íslenskra stjórnvalda verið tvíþætt: annars vegar setning neyðarlaganna (l.nr. 125/2008) í byrjun október 2008 og hins

⁸⁵ Samkvæmt nýju Basel III regluverki sem innleitt verður í Evrópurétt með tilskipuninni Capital Requirements Directive IV (CRD IV) og reglugerðinni Capital Requirements Regulation (CRR) er eiginfjárbáttur A (e. *Common Equity Tier 1*) eigið fé að frádregnum fyrirhuguðum arðgreiðslum, viðskiptavild, nokkrum óeigindlegum eignum, fjárfestingum í öðrum fjármálafyrirtækjum (yfir ákveðnu marki), ákveðnum frádrætti vegna lífeyrisgreiðslna, ákveðnum frestuðum skattgreiðslum og nokkrum öðrum frádráttarliðum. Nýja regluverkið þrengir þó nokkuð þann hluta eigin fjár sem telja má til stöðugasta hluta þess.

⁸⁶ Stortinget (1998).

⁸⁷ De Larosiére Group (2009), bls. 20–22.

vegar ítarleg efnahagsáætlun stjórnvalda sem unnið var að í samstarfi við Alþjóðagjald-eyrissjóðinn, en framkvæmd hennar hófst þegar í nóvember 2008 og stóð fram í ágúst 2011. Breytingar á lögum og regluverki fjármálamarkaðarins voru snar þáttur í áætluninni með AGS – og stendur það ferli reyndar enn.

Jafnframt lýsti ríkisstjórnin 6. október 2008 yfir því að allar innstæður í innlendum útibúum bankanna væru tryggðar. Með þessari yfirlýsingu var spornað gegn áhlaupi á bankana. Þótt ekki hafi reynt á yfirlýsinguna vegna stóru viðskiptabankanna þriggja hefur hún kostað ríkissjóð verulega fjármuni vegna sparissjóðakerfisins. Þó ekki sé enn séð nákvæmlega hver sá kostnaður verður er ljóst að hann hleypur á mörgum milljörðum króna.

4.3.1

Neyðarlögin

Þegar hrun bankakerfisins virtist óumflýjanlegt samþykkti Alþingi hinn 6. október 2008 lög um fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl., nr. 125/2008, sem í daglegu tali hafa verið nefnd neyðarlögin. Megintilgangur laganna var að gera stjórnvöldum kleift að bregðast tafarlaust við því ástandi sem ríkti á fjármálamörkuðum og tryggja þar með virkni greiðslumiðlunar, áframhaldandi innlenda bankastarfsemi og öryggi innstæðna þótt stóru bankarnir færu í þrot. Einnig var talið mikilvægt að draga úr umfangi íslenska bankakerfisins svo að það yrði í betra samræmi við stærð hagkerfisins. Fjórar meginbreytingar voru gerðar með lögnum.

Í fyrsta lagi voru Fjármálaeftirlitinu veittar viðtækar og áður óþekktar heimildir til íhlutunar í starfsemi fjármálafyrirtækja sem höllum fæti standa, bæði með því að taka í sínar hendur vald hluthafafunda, m.a. með tilliti til ráðstöfunar eigna, og að takmarka eða banna ráðstöfun fjármuna og eigna fjármálafyrirtækis.

Í öðru lagi var Fjármálaeftirlitinu veitt heimild til þess að setja hinum föllnu fjármálafyrirtækjum skilanefndir sem færu með umsjón fyrirtækjanna fyrir formlega slita-meðferð.

Í þriðja lagi var fjármálaráðherra veitt heimild til þess að reiða fram fjármagn til að stofna ný fjármálafyrirtæki eða taka í sínar hendur fjármálafyrirtæki eða þrotabú þess í heild eða að hluta við mjög sérstakar og óvenjulegar aðstæður á fjármálamörkuðum.⁸⁸

Og í fjórða lagi var forgangsörðun krafna við slit fjármálafyrirtækja breytt þannig að innstæður í bönkum fengju forgang umfram aðrar jafnsettar kröfur, en þær höfðu áður haft sömu stöðu í skuldaröð og aðrar óveðtryggðar kröfur.

Með lögnum var framkvæmd slitameðferðar fjármálafyrirtækja gerð enn frábrugðnari því sem kveðið er á um í hinum almennu gjaldþrotalögum. Almenn slitameðferð gjaldþrotalaga hentar ekki þegar um fall fjármálafyrirtækja er að ræða, enda ríkir jafnan sérstök óvissa um verðmæti eigna þeirra og fjármögnun. Jafnframt er sérlega mikilvægt að koma í veg fyrir rof á þeirri mikilvægu þjónustu sem fjármálakerfið veitir atvinnulífinu og samfélaginu öllu. Enn er þess að gæta að hefði ekki verið gripið til þess ráðs að gefa innstæðum aukinn forgang við slitauppgjör um leið og ríkisstjórnin lýsti yfir því að ríkið ábyrgðist allar banka-innstæður á Íslandi (sjá ítagrein á bls. 32), þá hefði verið hætta á áhlaupi innstæðueigenda á allar innlánsstofnanir. Hinn 6. október 2008 gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu um að innstæður þær hér á landi sem trygging innstæðudeildar Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta tekur til væru tryggðar að fullu. Yfirlýsingin var áréttuð með tilkynningu forsætisráðuneytisins 13. nóvember 2008 og aftur 3. febrúar 2009.

⁸⁸ Auk þess var fjármálaráðherra heimilað að veita sparissjóðum fjármuni innan tiltekinna marka.

Yfirlýsing ríkisstjórnarinnar

Ríkisstjórn Íslands áréttar að innstæður í innlendum viðskiptabönkum og sparisjóðum og útibúum þeirra hér á landi verða tryggðar að fullu.

Með innstæðum er átt við allar innstæður almennra sparifjáreigenda og fyrirtækja sem trygging innstæðudeildar Tryggingarsjóðs innstæðueigenda tekur til.

Reykjavík 6. október 2008

Ákvæðum neyðarlaganna var beitt án tafar. Þegar á fyrstu tveimur vikum októbermánaðar tók FME við stjórn stærstu bankanna þriggja að ósk stjórnna þeirra. Hverjum bankanna var skipt upp í nýjan bankahluta og gamlan. Nýju bankarnir þrír, sem stofnaðir voru í samræmi við lögin, tóku í meginatriðum við innlendra bankastarfsemi, en hún nam um fjórðungi af heildarstarfsemi bankanna fyrir hrun. Samið var við skilanefndir gömlu bankanna fyrir hönd kröfuhafa þeirra um greiðslur fyrir viðteknar eignir umfram skuldir fyrir Landsbanka og Glitni, en að því er Kaupþing varðaði voru viðteknar skuldir metnar meiri en eignir. Ítarlega er gerð grein fyrir þessu ferli í skýrslu fjármálaráðherra til Alþingis um endurreisn viðskiptabankanna.⁸⁹ Ákvæðum neyðarlaganna var einnig beitt við fall nokkurra smærri fjármálafyrirtækja, t.d. SPRON, Byrs og SpKef.

4.3.2

Efnahagsáætlun í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn

Þegar Ísland varð fjármála- og gjaldeyriskreppu að bráð í október 2008 leituðu íslensk stjórnvöld eftir aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS). Í nóvember 2008 var efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda í sam-

starfi við AGS samþykkt í stjórn sjóðsins og með þingsályktun á Alþingi. Efnahagsáætlunin var í þremur meginþáttum. Í fyrsta lagi var áætlað að koma á stöðugleika á gjald-eyrismarkaði með hækkun vaxta og gjald-eyrishöftum. Gengisstöðugleiki var álitinn frumforsenda verðstöðugleika eins og þá var ástatt, auk þess sem mikilvægi hans við endurskipulagningu skulda heimila og fyrirtækja vegna áhrifa gengisbreytinga á efnahag þeirra var óumdeilt. Í öðru lagi sneri efnahagsáætlunin að fjármálum hins opinbera, en opinberar skuldur hækkuðu hratt í hruninu auk þess sem tekjur ríkissjóðs dróguust saman og útgjöld jukust hratt. Lögð var veruleg áhersla á að ríkissjóður tæki ekki á sig meiri byrðar af hruni bankakerfisins en brýna nauðsyn bæri til, enda mætti skulda- staða ríkissjóðs ekki við frekari áföllum. Í þriðja lagi var stefnt að því að endurvekja traust á íslensku fjármálakerfi. Aðeins með sterku og trúverðugu fjármálakerfi yrði hægt að afnema yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar sem gefin var út í októberbyrjun um tryggingu allra innstæðna í bönkum á Íslandi og tryggja samtímis að bankarnir gætu sinnt þjóðfélags- lega mikilvægu hlutverki sínu eins og fjallað er um í fyrstu tveimur köflum skýrslu þessarar. Þessu markmiði átti að ná annars vegar með endurfjármögnun nýju bankanna og endurskipulagningu á fjármálamarkaði með aukna hagræðingu að leiðarljósi og hins vegar með breytingum á lögum og regluverki fjármálamarkaðarins og framkvæmd eftirlits með þeim.

Breytingar á lögum og regluverki fjármálamarkaðarins

Í þeirri ítarlegu efnahagsáætlun sem unnin var í samstarfi við AGS til þess að takast á við afleiðingar bankahrunsins í byrjun október 2008 var m.a. ákveðið að endurskoða

⁸⁹ Sjá Fjármálaráðuneytið (2011).

alla regluumgjörð fjármálastarfseminnar og framkvæmd bankaeftirlits til að efla viðbúnað gegn hugsanlegri fjármálakreppu í framtíðinni. Kaarlo Jännäri, fyrrverandi forstjóri fjármaaleftirlits í Finnlandi, var fenginn til þess að fara yfir regluverkið og starfshætti við bankaeftirlit og gera tillögur um nauðsynlegar úrbætur. Jännäri var einkum ætlað að beina sjónum að reglum um lausafjárstýringu, lán til tengdra aðila, stórar einstakar áhættur, krosseignartengsl og hagsmunalegt sjálfstæði eigenda og stjórnenda fjármálafyrirtækja. Jännäri skilaði skýrslu sinni og tillögum í lok mars 2009.

Með lögum nr. 75/2010, sem gengu í gildi 1. júlí það ár, voru svo gerðar viðamiklar breytingar á lögum um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Breytingarnar byggðust á tillögum þeim sem Kaarlo Jännäri lagði fram, en einnig komu til breytingar sem orðið höfðu á gerðum Evrópusambandsins um fjármálastarfsemi frá og með árinu 2009. Áður hafði verið ráðist í heildarendurskoðun á lagaumhverfi sparisjóðanna með lögum nr. 76/2009. Áfram hefur verið unnið að endurbótum á lögnum, og hafa verið samþykktar nokkrar lagabreytingar frá sumri 2010. Flestar þeirra varða þann kafla laganna sem fjallar um endurskipulagningu og slit fjármálafyrirtækja, en einnig hafa ákvæði um útreikninga á fjárhagslegum styrk og ýmis önnur tæknileg atriði verið endurskoðuð. Á nokkrum sviðum hefur verið gengið mun lengra en lágmarkssamræming tilskipana Evrópusambandsins gerir ráð fyrir.

Hér verður rakið efni helstu breytinga sem gerðar hafa verið frá því lagaverki sem í gildi var fram til hausts 2008:

- Auknar eru heimildir FME til íhlutunar (til að taka í sínar hendur vald hluthafafundar og ráðstafa eignum/skuldum, 'neyðarlögin'). Fjármálaeftirlitið fær auknar eftirlitsheimildir. Fjölgað er þeim ákvæðum sem heimila Fjármálaeftirlitinu að leggja mat á rekstur eða hegðun eftirlitsskyldra

aðila. Bæði er hér um að ræða beinar heimildir til ákvarðana, svo sem um lokun starfsstöðva eða tiltekinna starfsemi án þess að eiginleg starfsleyfissvipting komi til, sem og ítarlegri skilgreining á hugtökum þar sem ágreiningur hafði verið um túlkun á milli FME og eftirlitsskyldra aðila eða úrskurðaraðila.

- Reglur um miklar, einstakar áhættuskuldbindingar eru skýrðar og þrengdar. Ábyrgð og hlutverk áhættustýringar er hvort tveggja aukið og FME veitt vald til að ákveða sterkari stöðu áhættustýringar í skipulagi fjármálafyrirtækja. Ákvæði um framkvæmd álagsprófa hafa verið hert.
- Sett eru ákvæði um sérstaka skrá um stærri lántakendur til þess að unnt sé að tengja saman miklar, einstakar áhættur hjá tveimur eða fleiri fjármálafyrirtækjum. Skráin er mikilvæg til þess að unnt sé að tengja saman aðila og leggja mat á kerfislæg áhrif, komi til erfiðleika í rekstri þeirra. Aðilum sem lúta ekki eftirliti FME, en eru á skuldbindingaskrá fjármálafyrirtækja, er skylt að veita FME upplýsingar um allar skuldbindingar sínar. FME getur bannað fyrirgreiðslu við slíka aðila þverskallist þeir við að veita umbeðnar upplýsingar.
- Skerpt er á ákvæðum um heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti og lögfest tilvist úrskurðarnefndar um viðskipti við fjármálafyrirtæki. Skylt er að birta ítarlegar upplýsingar um alla stærri eigendur fjármálafyrirtækja.
- Tímamörk sem fjármálafyrirtæki hafa til þess að afsetja fullnustueignir eru þrengd.
- Þrengd eru og skilgreind nánar skilyrði fjármálafyrirtækja til þess að mega eiga eigin hluti. Eignarhlutur dótturfélaga telst nú með eigin hlutum, svo og samningar utan efnahags um eigin hlutabréf.
- Bann er lagt við lánveitingum fjármálafyrirtækja með veði í eigin hlutabréfum eða stofnfjárbréfum.

- Fjármálaeftirlitið setur reglur um það hvernig lán sem tryggð eru með veði í eignarhlutum í öðrum fjármálafyrirtækjum koma til útreiknings á áhættu- og eiginfjárgrunni.
- Ábyrgð og hlutverk innri eftirlitsdeilda er hvort tveggja aukið. Ítarlegar reglur eru um samspil stærðar og fjölbreytileika í starfsemi viðkomandi fjármálafyrirtækis og umfangs innra eftirlits.
- Sett eru fimm ára tímamörk á starfstíma sem endurskoðunarfyrirtæki fá að sinna endurskoðun fyrir sama fjármálafyrirtæki. Tök fjármálafyrirtækja á að reka 'óþægilegan' endurskoðanda eru skert.
- Farið hefur verið skipulega yfir öll ákvæði um eiginfjárútreikninga og ýmis önnur tæknileg atriði.
- Reglur um heimildir til að fara með virkan eignarhlut, þ.e. 10% eða meira af atkvæðisrétti, hafa verið endurskoðaðar. Heimildir eru fyrir FME til þess að snúa við sönnunarbyrði við mat á þeim sem hyggjast eignast eða auka við virkan eignarhlut, t.d. þegar óvissa er um hver/ hverjir séu raunverulegir eigendur eignarhaldsfélags sem fer með virkan eignarhlut.
- Auknar hæfiskröfur eru nú gerðar til stjórnarmanna, ábyrgð þeirra á eftirliti með rekstri aukin og bann sett við setu starfandi stjórnarformanns. FME er ætlað aukið eftirlitshlutverk með starfi stjórna. Skylt er að birta persónugreinanlegar upplýsingar um launakjör helstu stjórnenda.
- Settar eru reglur um lánsviðskipti fjármálafyrirtækja við stjórnarmenn, framkvæmdastjóra, lykilstarfsmenn og þá sem eiga virkan eignarhlut í viðkomandi fjármálafyrirtæki. Sambærilegar reglur eru um þá sem eru í nánnum tengslum við framangreinda. FME setur reglur um hvað teljist fullnægjandi tryggingar í slíkum viðskiptum.
- Settar eru reglur um það hvernig haga má

hvatakerfum, kaupaukakerfum stjórnenda og starfsmanna og um starfslokasamninga.

- Skerpt er á ákvæðum um endurskipulagningu og slit fjármálafyrirtækja.
- Heildarendurskoðun á sérreglum um sparisjóði hefur farið fram. Staða og réttindi stofnfjárhafa í sparisjóðum hefur hvort tveggja verið skýrt, hömlur settar á arðgreiðslur, skýrar reglur settar um viðskipti með stofnfé, settar reglur um niðurfærslu stofnfjár og skýrðar reglur um heimildir sparisjóða til formlegs samstarfs. Bann hefur verið lagt við því að sparisjóðir breyti um rekstrarform.
- Ný heildarlög um starfsemi verðbréfasjóða, fjárfestingarsjóða og fagfjárfestarsjóða eru sett. Staða svokallaðra peningamarkaðssjóða hefur verið skýrð.
- Ný heildarlög um váttryggingastarfsemi hafa verið sett. Sambærilegar reglur – eftir því sem við á – hafa verið settar um þá sem stunda váttryggingastarfsemi og gilda um fjármálafyrirtæki.

Eins og að framan greinir gengur hið íslenska regluverk á nokkrum sviðum lengra en hið samevrópska. Er hér gerð grein fyrir helstu frávikum frá reglum sem settar hafa verið á vegum Evrópusambandsins og eru hluti EES-samningsins:

- Fjármálaeftirlitinu er heimilt að takmarka starfsemi einstakra starfsstöðva fjármálafyrirtækja telji það sérstaka ástæðu til. Því er enn fremur heimilt að setja einstökum starfsstöðvum fjármálafyrirtækis sérstök skilyrði fyrir áframhaldandi starfsemi. Þá er Fjármálaeftirlitinu heimilt að takmarka tímabundið þá starfsemi fjármálafyrirtækis sem því er leyft að stunda, í heild eða að hluta, hvort sem hún er starfsleyfisskyld eða ekki, telji stofnunin sérstaka ástæðu til. Tílefnið er vitaskuld ekki síst starfsemi útibúa og innlánsreikninga á þeirra vegum sem stofnað var til í

öðrum Evrópulöndum fram til 2008 (Ice-save, Edge og Save-and-Save).

- Mun ítarlegri ákvæði eru sett um hlutverk innri endurskoðunar í lögunum en í tilskipunum.
- Mun ítarlegri ákvæði eru sett um framkvæmd álagsskráa en í tilskipunum.
- Fjármálaeftirlitinu er skylt að halda sérstaka skrá (skuldbindingaskrá) um alla sem njóta lánaþyrngreiðslu þeirra og senda Fjármálaeftirlitinu hana uppfærða við hver mánaðamót. Enn fremur skal senda sambærilega skrá um aðila í nánnum tengslum við fjármálaþyrngtækin, stjórn þeirra og stjórnendur og hópá tengdra viðskiptamanna þeirra, að svo miklu leyti sem þeir aðilar eru ekki á þyrngfndri skrá. Þessi skrá gefur þetta færri en áður á því að fylgjast með gagnkvæmum tengslum milli fjármálaþyrngtækja, stjórna þeirra og stjórna.
- Telji Fjármálaeftirlitið að lántökur einstaks aðila, sem er á skuldbindingaskrá og lýtur ekki opinberu eftirliti með fjármálaþyrngsemi, geti haft kerfisleg áhrif er því heimilt að krefja viðkomandi um upplýsingar um skuldbindingar hans.
- Neiti aðili sem ekki lýtur opinberu eftirliti, en er tilgreindur í skuldbindingaskrá, að láta Fjármálaeftirlitinu í té upplýsingar getur eftirlitið þyrngskipað eftirlitsskyldum aðilum að veita hlutaðeigandi aðila ekki frekari þyrngreiðslu. Sama á við ef upplýsingagjöf viðkomandi er ófullnægjandi. Ákvæði um skuldbindingaskrá og viðtækar heimildir eftirlitsaðila gagnvart aðilum sem ekki lúta opinberu eftirliti er ekki að finna í tilskipunum ESB/EES.

- Mun ítarlegri og þyrngri ákvæði eru um lánveitingar til tengdra aðila, sem og um veðtöku, en er að finna í tilskipunum ESB/EES.
- Fjármálaeftirlitinu er skylt að neita eigna virks eignarhlutar um að fara með hlutinn ef vafi leikur á því hver sé eða verði raunverulegur eigandi hans (e. *beneficial owner*).
- Settur er þyrngri rammi um starfstíma ytri endurskoðenda fyrir eitt og sama fjármálaþyrngtæki en er að finna í tilskipunum ESB/EES.
- Mun ítarlegri ákvæði eru um hæfi stjórnarmanna í fjármálaþyrngtækjum en eru í tilskipunum.
- Sett eru ákvæði um tilhögun kaupaukakerfa og starfslokasamninga. Nýlega hafa verið settar formlegar reglur um kaupaukakerfi í tilskipunum ESB/EES, en reglur um starfslokasamninga hafa enn ekki litið dagsins ljós á þeim vettvangi.

Hér að framan hefur verið gerð grein fyrir helstu breytingum sem gerðar hafa verið á lagaumgjörð fjármálaþyrngtækis eftir fjármálaáfallin haustið 2008. Ýmsum breytingum sem vissulega tengjast starfssemi á fjármálaþyrngtæki hefur verið sleppt í umfjölluninni, svo sem breytingum á regluverki gjaldeyrisviðskipta, breytingum sem gerðar hafa verið á regluverki um greiðsluþjónustu og svo mætti áfram telja. Á öðrum stöðum í þessari skýrslu er fjallað um sum þessara atriða. Þá er sérstakur kafli, 7. kafli, helgaður umfjöllun um regluverk og eftirlit á fjármálaþyrngtæki, og vísast til hans um nánari umfjöllun.

Íslenska fjármálakerfið

Þegar talað er um íslenska fjármálakerfið í heild er átt við fjármálafyrirtæki annars vegar og opinberar stofnanir hins vegar, *Seðlabanka Íslands*, *Fjármálaeftirlitið* og *Samkeppniseftirlitið*, en þær mynda umgjörð markaðarins á grundvelli laga og reglna. Seðlabanki Íslands tekur einnig beinan – en takmarkaðan – þátt í markaðsstarfsemi kerfisins í samræmi við hlutverk sitt. Fjármálamarkaðir með verðbréf, gjaldeyri og aðrar fjármálaafurðir eru einnig hluti af fjármálakerfinu í víðari merkingu.

Miklar breytingar hafa orðið á íslensku fjármálakerfi frá bankahruninu haustið 2008. Í stað þriggja tiltölulega stórra alþjóðlegra banka sem féllu 2008 hafa nú komið þrír mun minni bankar sem starfa nær einvörðungu á innlendum markaði. Fjórði viðskiptabankinn, MP banki, er miklum mun minni en hinir þrír. Hann hefur verið endurfjármagnaður með aðkomu nýrra eigenda. Sparisjóðakerfið hefur einnig minnkað verulega, hvort sem mælt er í fjölda sjóða eða stærð efnahagsreikninga, og hefur sparisjóðunum fækkað um helming frá 2007. Í ársbyrjun 2012 voru tíu sparisjóðir starfandi. Líklegt er að sjóðunum fækki enn frekar á þessu ári. Hlutdeild þeirra í heildareignum fjármálakerfisins hefur dregist enn meira saman þar sem stærstu sparisjóðirnir, Spron, Byr og Sparisjóðurinn í Keflavík (SpKef), hafa horfið af markaði eftir alvarleg fjárhagsvandræði. Þessu til viðbótar hafa ýmis sérhæfð lána-fyrirtæki verið sameinuð viðskiptaböndunum á undanförunum misserum í kjölfar fjárhagsvanda. Á móti þessum samdrætti í fjölda og umfangi eldri fjármálafyrirtækja vegur það að nokkur ný og smærri fjármálafyrirtæki með sérhæfða þjónustu hafa hafið starf-

semi. Þar er að finna vísi að hreinni fjárfestingarböndum, en þrír fjárfestingarbankar starfa á Íslandi auk fimm annarra fjármála-stofnana. Frá bankahruni hafa níu ný fjármálafyrirtæki hafið starfsemi, og sinna flest þeirra ráðgjöf og eignastýringu. Eftirlits-skyldir aðilar á fjármálamarkaði voru í árslok 2011 107, en voru 119 fyrir hrundið.

Fjöldi þeirra sem starfa í fjármálastofnunum hefur vaxið umtalsvert síðustu tvo áratugi, hvort sem litið er til hlutfallslegrar aukningar eða á heildarfjölda starfsmanna. Árið 1991 störfuðu um 5.000 manns í fjármálafyrirtækjum hér á landi eða um 3,5% heildarmannaflans. Árið 2008 var fjöldi starfsmanna á fjármálamarkaði hér á landi kominn upp í 9.000 sem samsvaraði um 5% af heild. Í bankahruninu fækkaði starfsmönnum á fjármálamarkaði um 1.100, og kom sú fækkun öll fram á árinu 2009. Frá þeim tíma hefur fjölgað á nýjan leik í hópi starfsmanna í fjármálafyrirtækjum, og á síðasta ári var heildarfjöldinn kominn í 8.300 og hlutfall starfa í fjármálastofnunum aftur komið í 5% af heild. Mikilvægt er að taka fram að starfsmenn í útibúum íslensku bankanna erlendis eru ekki taldir með í þessum tölum, en nánar er fjallað um heildarstarfsmannafjölda í móðurfélögun bankanna í 9. kafla.

Enda þótt fjármálakerfið hafi minnkað mjög við hrun bankakerfisins árið 2008 eru innlánsstofnanir og fjármálakerfið í heild enn umfangsmikið í hlutfalli við hagkerfið í alþjóðlegum samanburði. Heildareignir fjármálakerfisins, þ.e. innlánsstofnana að viðbættum ýmsum öðrum lána-fyrirtækjum, lífeyrissjóðum, verð- og fjárfestingarsjóðum og váttryggingarfélögum, nema nú nærri

Tafla 1
Fjármálakerfið 2007 til 2011. Fjöldi eftirlitsskyldra aðila*

	Fjöldi 30.06.2007	Fjöldi 30.06.2008	Fjöldi 30.06.2009	Fjöldi 30.06.2010	Fjöldi 30.06.2011	Fjöldi 31.12.2011
Viðskiptabankar **	4	5	4	5	5	4
Sparisjóðir	21	16	14	12	10	10
Lánafyrirtæki	12	13	11	8	8	7
Innlánsdeildir samvinnufélaga	1	1	1	1	1	1
Verðbréfafyrirtæki	9	9	8	11	13	13
Verðbréfamíðlanir	2	4	3	3	3	2
Rekstrarfélög verðbréfasjóða ***	7	7	9	8	8	9
Kauphallir	1	1	1	1	1	1
Verðbréfamíðstöðvar	1	1	1	1	1	1
Lífeyrissjóðir	40	37	37	35	33	33
Vátryggingafélög	12	13	13	13	13	13
Vátryggingamiðlarar	6	6	6	6	6	6
Aðilar með innheimtuleyfi	0	0	6	5	6	4
Aðrir eftirlitsskyldir aðilar	3	3	3	3	3	3
Samtals	119	116	117	112	112	107

* Fjármálafyrirtæki í slitameðferð eru ekki meðtalín á yfirlitinu.

** EA fjárfestingarfélag hf. (áður MP banki hf.) er ekki meðtalið í fjöldatölum viðskiptabanka í lok júní og desember 2011 þar sem félagið hætti bankastarfsemi á fyrri hluta ársins 2011.

*** Verðbréfasjóðir og fjárfestingarsjóðir eru reknir af rekstrarfélögum verðbréfasjóða. Sjóðirnir eru ekki meðtaldir í heildarfjölda eftirlitsskyldra aðila. Nokkrir sjóðanna eru deildaskiptir.

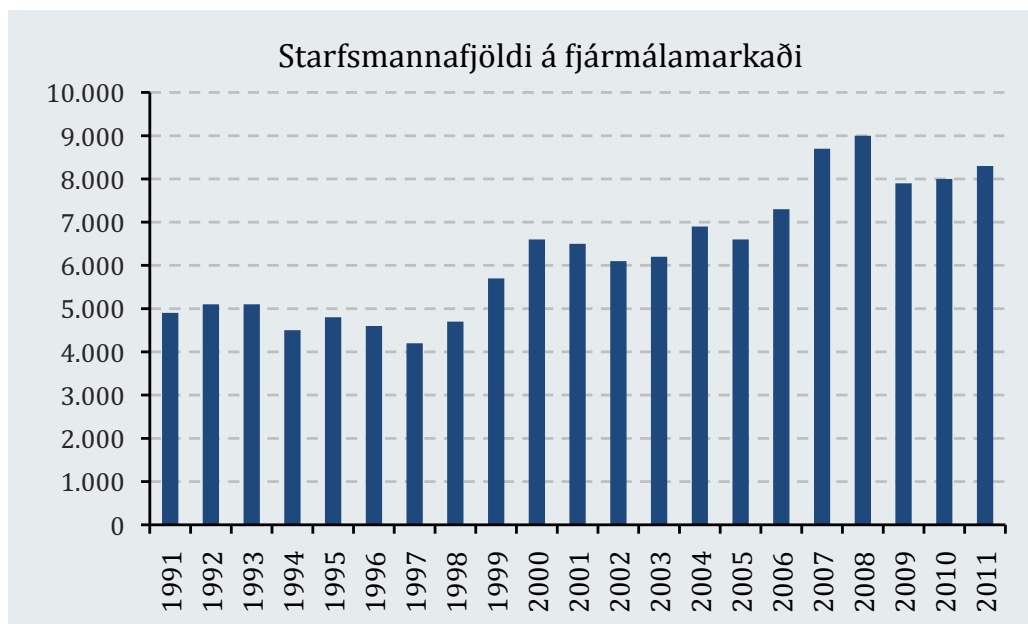
Heimild: Fjármálaeftirlitið.

fimmfaldri landsframleiðslu eins og sjá má í töflu 2.

Meginástæður þess hve hlutfallslega umfangsmikið fjármálakerfið er enn hér á landi eru nokkrar. Í fyrsta lagi eru bankalán algengasta fjármögnunarleið íslenskra fyrirtækja líkt og víðast hvar annars staðar í Evrópu.⁹⁰ Í öðru lagi fer hér fram veruleg sjóðsöfnun í lífeyrissjóðum. Óvíða eru lífeyrissjóðir stærri sem hlutfall af landsframleiðslu. Víða í Evrópu eru lífeyriskerfin reist á gegnumstreymi sem fjármagnað er með skatttekjum. Lífeyriskerfin koma þess vegna fram á reikningum hins opinbera fremur en fjármálakerfisins. Í þriðja lagi leiðir hátt hlutfall eignarhúsnaðis til þess að einstaklingar

fjármagna húsakost sinn með lánsfé í meira mæli en í ríkjum þar sem leiguhúsnaði er algengara. Einnig skiptir máli í þessu samhengi að hagvöxtur árána fyrir bankahrún var að miklu leyti skuldsettur, þ.e. fjármagnaður með lántökum. Þannig hafa skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum vaxið jafnt og þétt. Skuldirnar náðu hámarki

⁹⁰ Þótt bankalán séu enn mun mikilvægari fjármögnunarleið fyrirtækja í Evrópu en í Bandaríkjunum jókst umfang evrópskra markaða með fyrirtækjaskuldabréf til muna eftir upptöku evru 1999. Fjárhæð fyrirtækjaskuldabréfa í evrum var þrefalt hærri árið 1999 en fjárhæð sambærilegra skuldabréfa í verðandi evruríkjum ári fyrr. Eichengreen (2007), bls. 375.

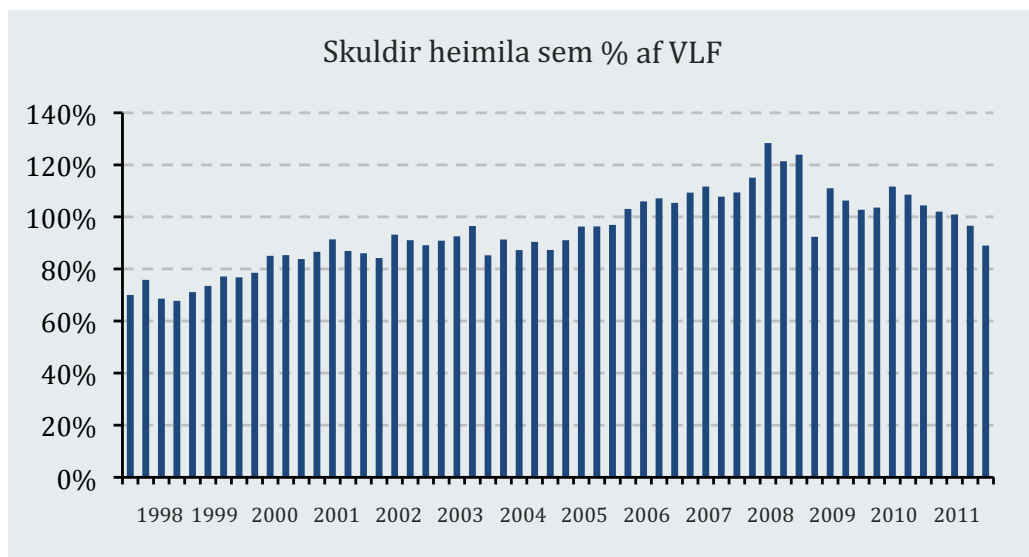


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 5: Starfsmannafjöldi á fjármálamarkaði. Starfsmenn móðurfélaga á Íslandi.

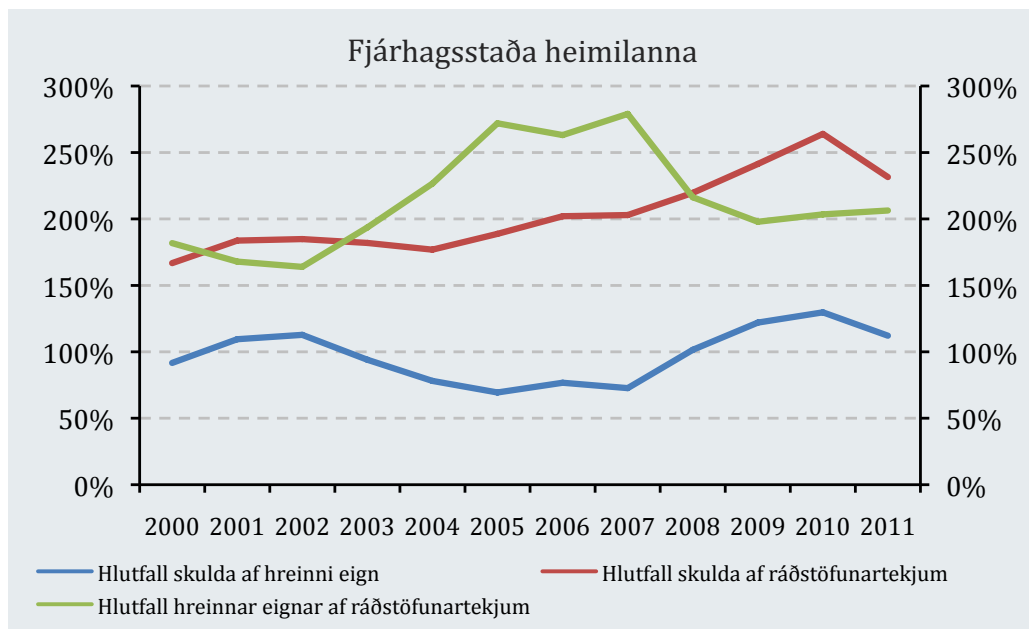
Eignir, m.kr.	31/12/2007	30/06/2008	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Bankakerfi	9.740.321	12.574.758	4.631.588	3.967.393	3.77.668	4.310.320
þ.a. viðskiptabankar	9.062.413	11.739.565	3.416.546	2.572.768	2.626.830	2.891.269
þ.a. sparisjóðir	636.648	715.268	767.683	383.394	136.588	60.484
Ýmis lánafyrirtæki	1.052.045	1.242.350	1.283.327	1.194.469	1.129.338	1.094.311
þ.a. Íbúðalánasjóður	605.777	660.585	732.771	794.736	835.964	859.395
Lífeyrissjóðir	1.698.206	1.824.004	1.665.310	1.849.337	1.988.850	2.168.483
Vátryggingarfélög	159.255	161.093	122.160	130.726	138.126	144.724
Verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóðir	696.758	694.173	211.704	194.999	284.095	518.834
Lánasjóðir ríkisins og Tryggingarsjóður innstæðu-eigenda og fjárfesta	422.940	690.160	124.799	145.780	160.835	166.004
Heildareignir	13.769.525	17.186.538	8.038.887	7.482.703	7.578.912	8.402.676
Tölur fyrir 2011 eru bráðabirgðatölur.			2011; það skýrir þá miklu hækkun sem verður á þeim lið milli ára.			
Fagfjárfestasjóðir bættust við sjóðatölur í september						

Heimild: Seðlabanki Íslands.



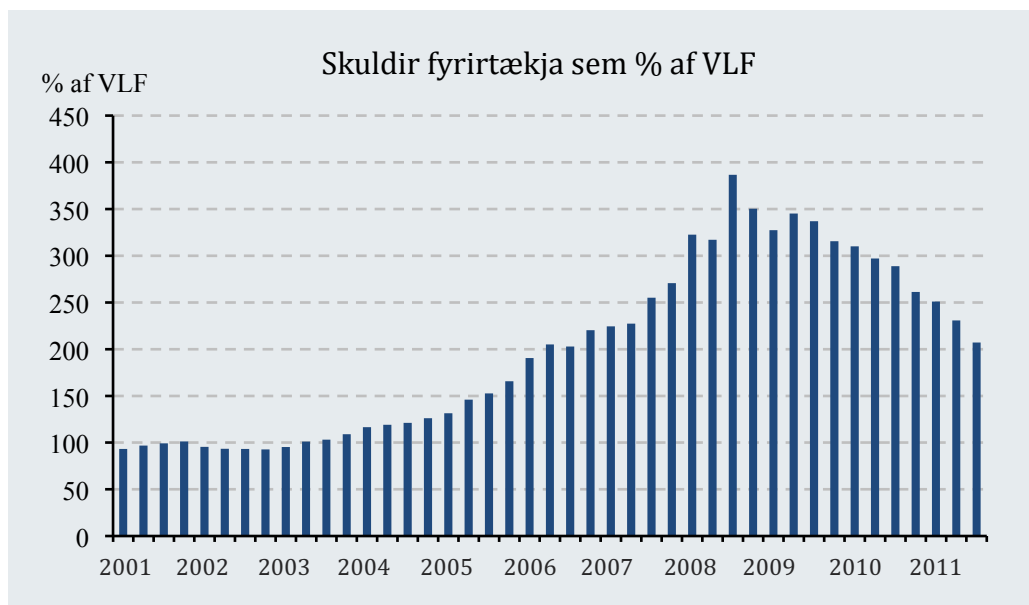
Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og efnahags- og viðskiptaráðuneytið.

Mynd 6: Hlutfall skulda heimila af vergri landsframleiðslu.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7: Fjárhagsstaða heimilanna. Hlutfall skulda af hreinni eign annars vegar og ráðstöfunartekjum hins vegar ásamt hlutfalli hreinnar eignar af ráðstöfunartekjum.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og efnahags- og viðskiptaráðuneytið.

Mynd 8: *Skuldir fyrirtækja, annarra en fjármálafyrirtækja, sem % af vergri landsframleiðslu.*

árið 2009, en hafa þókast niður frá þeim tíma þótt þær séu enn afar miklar. Þær námu um 230% af ráðstöfunartekjum heimilanna samkvæmt tölum Hagstofunnar í árslok 2011. Sömu sögu er að segja varðandi skuldir fyrirtækja, og hafa þær aukist enn meira en skuldir heimilanna. Þannig námu heildarskuldir fyrirtækja, annarra en fjármálafyrirtækja, rétt um 100% af landsframleiðslu árið 2003 og hækkuðu mjög hratt á árunum fram að bankahruni. Skuldir fyrirtækja náðu hámarki í rúmum 390% af landsframleiðslu í lok 3. ársfjórðungs 2008. Frá þeim tíma hafa þessar skuldir lækkað hratt og eru nú rúmlega 200% af landsframleiðslu.

Eins og gefur að skilja var þessi mikla skuldasöfnun ekki sjálfbær. Hún skýrðist að miklu leyti af óraunhæfum væntingum um eignamyndun og arðsemi eigna til frambúðar. Einnig ber að hafa í huga að þær miklu lántökur sem hér um ræðir voru að verulegu leyti til komnar vegna athafnasemi íslenskra fyrirtækja erlendis. Hún reyndist svo byggð á sandi þegar fjármálakreppan reið yfir. Þessi

upphleðsla skulda er í raun skólabókardæmi um þann óstöðugleika sem innbyggður er í fjármálakerfið og fjallað er um í 3. kafla.

Sú hraða skuldaaðlögun sem hér hefur orðið á síðustu misserum vekur vonir um að brátt náist jafnvægi á nýjan leik og eðlileg lánastarfsemi taki við af endurskipulagningu fyrirtækjaskulda sem meginviðfangsefni íslenskra banka og fjármálafyrirtækja.

5.1

Aðkoma hins opinbera að fjármálakerfinu

Aðkoma hins opinbera að fjármálakerfinu hefur breyst verulega á síðustu þremur árum. Við hrun stóru viðskiptabankanna kom það í hlut ríkisins að tryggja fjárhagslegan grunn nýrra banka eftir samþykkt neyðarlaganna (l. nr. 125/2008). Í upphaflegum áætlunum haustið 2008 var búist við því að ríkissjóður legði nýju bönkunum þremur til eiginfjárframlag að fjárhæð 385 ma.kr. Þessi áætlun var byggð á bráðabirgðamati á eignum og

Tafla 3
Hlutfé og stofnfé ríkissjóðs í fjármálafyrirtækjum í m.kr.
miðað við fjárfestingardag

	Eignarhlutur	Hlutfé og stofnfé ríkisins	Hlutfall af heildareignum
Landsbankinn	81,3%	122.000	89,0%
Arion banki	13,0%	9.862	7,2%
Íslandsbanki	5,0%	3.250	2,4%
Sparisjóður Bolungarvíkur	90,9%	607	0,4%
Sparisjóður Vestmannaeyja	55,3%	555	0,4%
Sparisjóður Svarfdæla	90,0%	382	0,3%
Sparisjóður Norðfjarðar	49,5%	269	0,2%
Sparisjóður Þórshafnar	75,5%	195	0,1%
Samtals		137.120	100%

Heimild: Bankasýsla ríkisins.

skuldum hinna nýju banka og 10% eiginfjárföröfu sem þá var miðað við. Niðurstaðan eftir samningaviðræður við kröfuhafa gömlu bankanna varð sú að ríkið tæki til sín verulegan meirihluta í Landsbankanum, en minnihluta í hinum tveimur stærri bönkunum. Samtals nam beint eiginfjárfélag ríkisins til bankanna þriggja 135 mö.kr., auk þess sem ríkið veitti Arion banka og Íslandsbanka víkjandi lán samtals að fjárhæð 55 ma.kr. Fjárbinding ríkisins vegna endurreisnar viðskiptabankanna þriggja er því til muna minni en búist var við í upphafi.

Fjárhagsleg fyrirgreiðsla ríkissjóðs til endurreisnar fjármálakerfinu hefur þó ekki einskorðast við viðskiptabankana, en ólíkt því sem þar gerðist hefur kostnaður vegna endurfjármögnunar annarra fjármálafyrirtækja orðið mun meiri en gert var ráð fyrir í fyrstu. Í neyðarlögunum var fjármálaráðherra veitt heimild til að veita sparisjóðum viðbótarstofnfé sem næmi allt að 20% af bókfærðu eigin fé þeirra. Fljótlega kom þó í ljós að fjárhagsstaða sjóðanna væri lakari en svo að heimildin dygði til þess að reisa við fjárhag þeirra. Fjárhagsleg endurskipulagning fimm sparisjóða fór því fram með skuldbreytingu krafna, en Seðlabanki Íslands

varð helsti kröfuhafi sparisjóðanna við fall Sparisjóðabanka Íslands í apríl 2009. Bankasýsla ríkisins fer nú með eignarhlut ríkisins í sjóðunum. Enn er óljós endanlegur kostnaður ríkissjóðs af falli Spron og SpKef, en ríkissjóður flutti innlán beggja þessara sjóða til starfandi viðskiptabanka með veði í eignum sjóðanna. Ríkissjóður breytti einnig kröfum frá Seðlabanka Íslands til þriggja fjárfestingarbanka, Saga Capital, Straums og VBS, að fjárhæð samtals 52 ma.kr., í kröfur ríkissjóðs með sérstökum samningi. Enn er óljóst hvert endanlegt tap ríkissjóðs verður af falli fjárfestingarbankanna, en Eftirlitsstofnun EFTA, ESA, tilkynnti í nóvember 2011 að formleg rannsókn væri hafin á þessari kröfumeðferð. Ríkissjóður neyddist einnig til þess að veita váttryggingarfélaginu Sjóvá fjárhagslega fyrirgreiðslu að fjárhæð 11,6 ma.kr. til þess að koma í veg fyrir að yfirvofandi gjaldþrot fyrirtækisins ylli frekari vanda á váttryggingar- og fjármálamörkuðum. Enn er óljóst hver endanlegur kostnaður ríkissjóðs verður af þeirri aðgerð. Eftirlitsstofnun EFTA hefur einnig hugsanlegan ríkisstuðning við Sjóva til skoðunar.⁹¹ Íbúða-

⁹¹ Fjármálaráðuneytið (2011a).

Afnám gjaldeyrishafta á fjármagnshreyfingar

Höft á fjármagnsflutninga til og frá Íslandi voru innleidd á ný í árslok 2008. Fjármagnsflutningar höfðu þá verið fjálsir frá árinu 1995. Eftir bankahrunið 2008 stóð íslenskt efnahagslíf frammi fyrir því að erlendir aðilar áttu miklar innlendar fjármunaeignir. Margir þessara erlendu aðila hefðu kosið að geta innleyst innlenda fjármuni sína og komið þeim úr landi. Stærstu eignaflokkarnir eru innstæður í fjármálastofnunum, ríkistryggð skuldabréf, kröfur á fjármálastofnanir í slitameðferð og kröfur á sveitarfélög og fyrirtæki þeirra. Fjármagnshöftin voru innleidd til að stuðla að jafnvægi í greiðsluþöfnuði landsins og koma í veg fyrir skyndilegt útstreymi fjármagns með þeim fjármálalega og efnahagslega óstöðugleika sem slíkt hefði haft í för með sér. Höftin vernda fjármálakerfið og efnahagslífið fyrir hugsanlegum erfiðleikum á erlendum mörkuðum, t.d. vegna áhrifa frá skuldavanda Evrópuríkja, en staðan erlendis getur haft bein áhrif á vilja erlendra aðila til að eiga eða selja innlendar eignir.

Í mars 2011 samþykkti ríkisstjórnin áætlun um afnám gjaldeyrishafta sem unnin var af Seðlabanka Íslands í samstarfi við ráðuneyti og Fjármálaeftirlit og að höfðu samráði við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn.⁹² Í september sama ár samþykkti Alþingi að heimild til að viðhalda höftunum yrði framlengd til ársloka 2013.⁹³

Markmið áætlunar um losun gjaldeyrishafta er að losa þau svo fljótt sem aðstæður leyfa. Röð og umfang aðgerða samkvæmt áætluninni miðar að því að hægt verði að losa um höftin án þess að fjármálalegum stöðugleika sé teft í tvísýnu, grafið undan skammtímafjármögnun ríkissjóðs eða gengið óhóflega á gjaldeyrisforða landsins. Hversu hratt verður gengið fram ræðst að nokkru leyti af ytri aðstæðum. Mikill hluti fjármunaeigna erlendra aðila á Ís-

landi er varðveittur á innlánsreikningum í innlendum fjármálastofnunum, eða um 180 ma.kr. Því þarf að huga vel að áhrifum afnáms hafta á lausafjárstöðu bankanna. U.þ.b. 200 ma.kr. eru bundnir í ríkisskuldabréfum og drýgstur hluti þess í bréfum sem eru til skemmri tíma en fjögurra ára. Höftin og losun þeirra kunna því að hafa nokkur áhrif á fjármögnun ríkissjóðs. Gjaldyrisforði Seðlabankans hefur verið aukinn til muna með lántökum til langs tíma í tengslum við efnahagsáætlun AGS og stjórnvalda, og mun sá forði nýfast, ef með þarf, til að glíma við hugsanlegt gjaldeyrisútlæði í tengslum við áætlunina. Eigi að síður miðar áætlunin að því að koma eins miklum hluta óstöðugra skammtímaeigna og unnt er í hendur fjárfesta sem vilja festa fé í íslensku atvinnulífi til lengri tíma. Þannig er vandinn leystur innan einkageirans án þess að gengið sé á gjaldeyrisforðann.

Afnám gjaldeyrishafta mun fara fram í áföngum, og ráða þættir á borð við þátttöku í útboðum mestu um það hve fljótt höftunum verður aflétt að fullu. Áætlun um afnám hafta gerir ráð fyrir tveimur megináföngum.

Í fyrri áfanga er markmiðið að lækka stöðu aflandskróna og stuðla að stöðugleika efnahagslífsins með því að auka fjárfestingu innanlands.⁹⁴ Seðlabankinn hefur í samvinnu við ríkissjóð staðið að útboðum þar sem eigendum aflandskróna er gert kleift að selja þær með afköllum, fyrir milligöngu Seðlabankans, til aðila sem tilbúnir eru að fjárfesta í íslenskum ríkisskuldabréfum annars vegar og hins vegar eftir svokallaðri 50/50 leið í íslensku atvinnulífi og/eða fasteignum. Erlendir aðilar hafa innleyst krónueignir að fjárhæð 28 ma.kr. með þessum hætti, en auk þess hefur Seðlabankinn keypt sem nemur 140 mö.kr. af erlendum aðilum frá

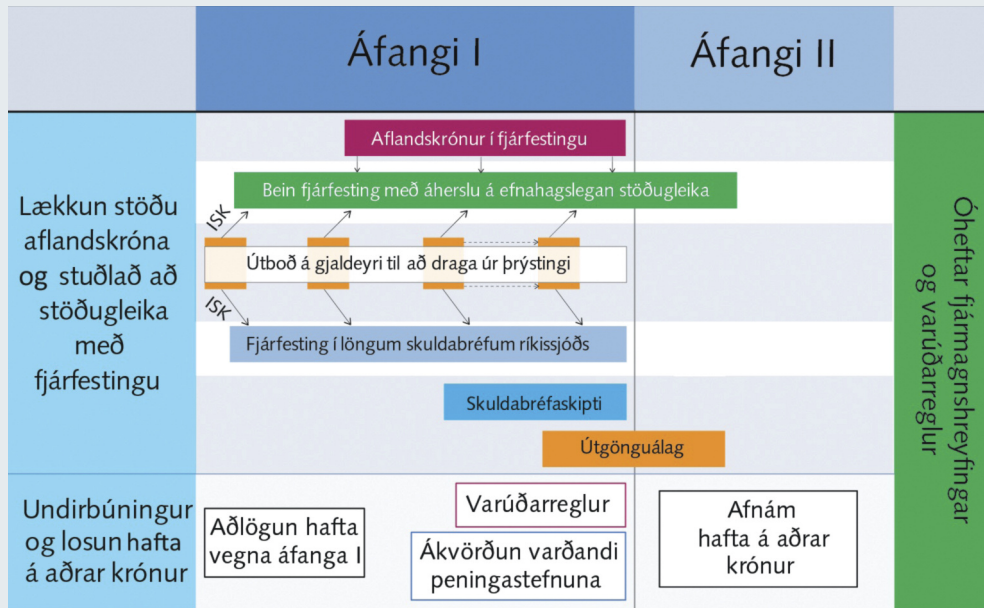
⁹² Efnahags- og viðskiptaráðuneyti (2011a).

⁹³ Efnahags- og viðskiptaráðuneyti (2011b).

⁹⁴ Aflandskrónur eru hér skilgreindar sem verðmæti í íslenskum krónum í eigu eða vörslu erlendra aðila, eða ávísun á slík verðmæti, sem lúta sérstökum tak-

mörkunum samkvæmt reglum um gjaldeyrismál. Eigendur aflandskróna eru líklega flestir erlendir þótt innlendir aðilar eigi einnig einhvern hluta þeirra, ýmist beint eða óbeint.

Afnám gjaldeyrishafta. Áfangar og skref



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9: Áfangar og skref í afnámi gjaldeyrishafta.

Því vorið 2010. Hafa aðgerðir Seðlabankans því dregið úr óstöðugustu krónueignum erlendra aðila um sem nemur 168 mö.kr. Seint í fyrri áfanga er svo gert ráð fyrir útgáfu skuldabréfa þar sem krónueigendum býðst að skipta á krónum og skuldabréfum í erlendri mynt til langs tíma. Að lokum er svo gert ráð fyrir tímabundnu útgöngugjaldi vegna tilfærslu fjármuna frá landinu, innleiðingu sérstakra varúðarreglna og stefnumörkun í peningamálum sem stuðla á að stöðugleika í gengismálum.

Í síðari áfanga er gert ráð fyrir því að áhersla verði lögð á beina fjárfestingu auk þess sem útgöngugjaldið verði enn áskilið, en lækkað í áföngum þar til fjármagnshreyfingar verða gefnar að fullu frjálssar. Þá er stefnt að því að

betra jafnvægi verði komið á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins, m.a. fyrir tilstuðlan framan­greindra aðgerða. Fullt frelsi í fjármagnsflutningum verður síðan stutt með varúðarreglum sem koma eiga í veg fyrir að nýtt misvægi geti myndast. Þessi skýrsla er einmitt framlag til umræðu um það hvernig slíkum varúðarreglum verði helst beitt.

Í stuttu máli má segja að vandinn sem leiddi til gjaldeyrishafta sé til kominn vegna skammtímakrafna erlendra aðila á Íslandi. Verkefnið er að lengja í fjármögnun þjóðarbúsins í heild auk þess að vinda ofan af erlendu skuldastöðunni með jákvæðum viðskiptajöfnuði. Hér getur slíkt aðeins gerst á nokkurra ára tímabili. Áætlun um afnám hafta var hugsuð með þetta að markmiði.

lánasjóður er sem fyrr í eigu ríkissjóðs; heildareignir hans námu um 859 mö.kr. í lok árs 2011. Fyrirkomulag íbúðalána hefur verið nokkuð til umfjöllunar í tengslum við endur-

skipulagningu fjármálakerfisins, en mjög er nú þrýst á að auknir verði valkostir heimilanna til íbúðalána. Í því samhengi hefur sérstaklega verið kallað eftir því að kostur gefist

á óverðtryggðum lánum þar sem margir telja að með núverandi verðtryggðum íbúðalán-um séu lántakendur settir í óviðunandi áhættu þegar fjármálakreppa dynur yfir. Nánar er fjallað um íbúðalánamarkaðinn síðar í þessum kafla.

5.2

Áhrif gjaldeyrishafta á fjármálakerfið

Hin tímabundnu gjaldeyrishöft sem komið var á í nóvember 2008 vegna bankakreppunnar hafa haft mikil áhrif á starfsumhverfi fjármálafyrirtækja. Unnið hefur verið að því af opinberri hálfu að búa svo um hnúta að aflétta megi höftunum, og er stefnt að endanlegu afnámi þeirra eins fljótt og kostur er. Í núgildandi lögum um gjaldeyrismál er gert ráð fyrir að afnámi gjaldeyrishafta verði lokið fyrir árslok 2013. Í október 2009 var stigið stórt skref í þessa átt þegar heimilað var innflæði gjaldeyris vegna nýrrar fjárfestingar. Um leið var komið á fót kerfi sem tryggði að slíkt fjármagn ætti greiða leið út aftur ef svo bæri undir. Í mars 2011 var síðan kynnt endurskoðuð afnámsáætlun sem samþykkt var í ríkisstjórn, og var Seðlabankanum falin framkvæmd hennar.

Erfitt er að meta nákvæmlega áhrif gjaldeyrishaftanna á fjármálamarkaðinn, en ljóst má vera að þau eru veruleg. Yfirleitt er litið svo á að frjálst flæði fjármagns stuðli að hagræðingu og auki skilvirkni á fjármálamarkaði og þar með í þjóðarþúinu í heild svo lengi sem það fer ekki úr böndum. Gjald-eyrishöft hafa á margan hátt takmarkað svigrúm heimila og fyrirtækja til athafna og þrengt kosti í fjármálaþjónustu. Ekki er lengur unnt að taka lán í erlendri mynt nema hlutaðeigandi afli umtalsverðra gjaldeyrisketna. Girt hefur verið fyrir sparnað í öðrum myntum en íslenskri krónu, og settar hafa verið hömlur á gjaldeyrisyfirfærslur af ýmsu tagi. Í úttekt Viðskiptaráðs Íslands⁹⁵ eru rakin atriði sem talin eru skipta máli í þessu sam-

hengi, svo sem minnkandi áhugi erlendra fjárfesta á fjárfestingum á Íslandi, samkeppnishindranir fyrir innlend fyrirtæki til að stunda alþjóðlega starfsemi, minnkandi virkni á fjármálamörkuðum, hvatar til sniðgöngu, eftirlitskostnaður, skattasniðganga og neikvæð áhrif á láns hæfi ríkissjóðs. Allt eru þetta atriði sem skipta máli og valda því að koma þarf málum svo fyrir eins fljótt og unnt er að afnema megi höftin. Hins vegar er mikilvægt að hafa í huga að gjaldeyrishöftin mynduðu skjól fyrir veikburða fjármálakerfi sem reist var úr rústum föllnu bankanna og komu þannig í veg fyrir að hrunið yrði enn alvarlegra en raun varð á. Jafnframt auðvelduðu höftin á margan hátt úrvinnslu þeirra viðfangsefna sem stjórnvöld hafa glímt við frá bankahruni. Þannig hefur rúm lausafjárstaða gert fjármögnun á hallarekstri ríkissjóðs mun auðveldari en annars hefði orðið, auk þess sem komið hefur í ljós að vegna haftanna er Ísland að nokkru í vari fyrir þeim óstöðugleika sem nú einkennir alþjóðlegan fjármálamarkað, ekki síst í Evrópu.

Stórt lífeyrissjóðakerfi, gjaldeyrishöft, ríkisábyrgð á innlánnum og húsnæðiseign almenningss (sem rædd er hér aftar), allt hefur þetta mikil áhrif á sparnað í íslensku hagkerfi. Um þessar mundir skerða síðan gjaldeyrishöftin kosti einstaklinga til fjárfestingar erlendis, hvort sem er beint eða gegnum sjóði. Afleiðing þessa er sú að þeir miklu fjármunir sem leita nú ávöxtunar innanlands geta, ef ekki er gætt að, haldið vöxtum óeðlilega lágum og jafnvel ýtt undir eignabólu, t.d. á fasteignamarkaði. Hin almenna ríkisábyrgð á innstæðum skeykir líka fjárfestingarkosti meðan hún varir.

Þessu til viðbótar hefur skattkerfið veruleg áhrif á sparnað, bæði gegnum fjármagnstekjuskatt sem hækkaður hefur verið úr 10% í 20% á síðustu árum (en á móti kemur 100.000 kr. frítekjumark) – og auðlegðar-

⁹⁵ Viðskiptaráð Íslands (2011).

skatt sem leggst á allar rétt skráðar fjármunaeignir umfram skilgreind mörk. Alla slíka skattlagningu þarf að skoða í samhengi við aðra gjaldheimtu af fjármálakerfinu. Mikilvægt er að heildargjaldtaka hins opinbera dragi ekki úr framboði fjárhagslegs sparnaðar, umfram ávinninginn af auknum stöðugleika sem hún getur haft í för með sér (sjá ítargrein á bls. 42–43). Sparnaður er forsenda sjálfbærrar fjárfestingar og þar með hagsældar í litlu opnu hagkerfi eins og hinu íslenska. Verulegur og viðvarandi óstöðugleiki í íslensku hagkerfi gæti einnig dregið úr innlendum sparnaði til frambúðar. Viðtæk verðtrygging var á sínum tíma forsenda aukins þjóðhagslegs sparnaðar sem fylgdi upptöku hennar. Erfiðlega hefur gengið að tryggja þá festu í efnahags- og peningamálum sem er forsenda skipulegs afnáms verðtryggingar án neikvæðra áhrifa á sparnað og fjárfestingu í hagkerfinu.⁹⁶

5.3

Bankakerfið

Heildareignir innlánsstofnana námu 2.952 mö.kr. í árslok 2011 eða sem nemur 180% af landsframleiðslu. Þá námu innlán viðskiptavina 1.534 mö.kr. eða 93% af landsframleiðslu. Stóru viðskiptabankarnir þrír eru hver um sig með tæplega þriðjungshlutdeild í innlánunum, en aðrar innlánsstofnanir, einn viðskiptabanki og 10 sparisjóðir, með samtals u.þ.b. 3%. Innlán í eigu erlendra aðila eru talin vera u.þ.b. 10% af heildarinnlánunum innlánsstofnana.⁹⁷

Eiginfjárstaða og lausafjárstaða viðskiptabankanna er tiltölulega góð um þessar mundir. Bankarnir standast jafnframt lausafjárkröfur FME og SÍ. Í þessu samhengi er mikilvægt að hafa í huga að þeir starfa í skjóli gjaldeyrishafta. Afnáam haftanna getur því haft töluverð áhrif á lausafjárstöðu þeirra. Jafnframt eru alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir mjög óaðgengilegir og óvíst hvernig þar horfir. Rekstrarkostnaður kerfisins er nokkuð

hár og hefur hækkað að undanfögnu, en tækifæri eru til hagræðingar. Það er þó ljóst að kostnaðarsamt er fyrir fjármálamarkaðinn að endurskipuleggja skuldir í þeim mæli sem unnið er að hér á landi. Í öðrum bankakreppum hliðstæðum hinni íslensku, þó ekki jafnstórum kerfislega, hefur það tekið bankakerfi 3 til 5 ár að vinna sig út úr erfiðleikum. Auk þess er enn töluverð óvissa um gæði útlánasafna, og mikil vanskil eru í kerfinu. Endurskipulagning útlána þokast áfram, en gera þarf enn betur á komandi mánuðum. Lítil eftirspurn er hins vegar eftir nýjum lánum líkt og algengt er í kjölfar efnahags- og fjármálaáfalls.

Eiginfjárstaða íslenska bankakerfisins er tiltölulega góð. Eiginfjárlutfall þess var 22,5% hinn 30. júní 2011. Samanlagt hlutfall eiginfjárbáttar A var 20,0%. Eiginfjárgrunnur íslenska bankakerfisins umfram lágmarkskröfur FME (16% eiginfjárlutfall og 12% eiginfjárlutur A) var rúmlega 145 ma.kr. Þetta samsvarar um 8,5% af útistandandi lánum til viðskiptavina. Eiginfjárvöðum á íslensku bankana er ætlað að koma til móts við þá áhættu sem bankakerfið stendur frammi fyrir, m.a. vegna mikilla vanskila. Mikilvægi tryggrar eiginfjármögnunar banka kom bersýnilega í ljós í hrúni íslenska bankakerfisins og norrænu fjármálakreppunum. Nýlegar rannsóknir benda einnig til þess að þjóðhagslega hagkvæmast sé að eiginfjárlutfall banka sé 15–20%. Fjallað er nánar um þessar rannsóknir og reynslu af mikilvægi sterkrar eiginfjármögnunar í hrúni fjármálakerfisins á Íslandi og fjármálakreppum Norðurlanda í 3. og 7. kafla þessarar skýrslu.

⁹⁶ Fjallað er um verðtryggingu og leiðir til að draga úr henni í skýrslu verðtryggingarnefndar, sjá Efnahags- og viðskiptaráðuneyti (2011c).

⁹⁷ Innlán erlendra aðila í íslenskum bankastofnunum eru að miklu leyti til kominn vegna gjaldeyrishafta sem sett voru við bankahrúnið í október 2008. Innlánin eru því hluti þess sem kallað hefur verið af-landskrónur.

Fjárhæðir og fjöldi útlána í vanskilum er hvort tveggja enn of mikið. Ekki er til alþjóðlegur samræmdur kvarði á útlán í vanskilum. Við mat á þeim og tapsáhættu lítur Fjármálaeftirlitið umfram allt til þess hvort lánþegi sé með lán í vanskilum 90 daga eða lengur. Miðað er við þá skilgreiningu að sé eitt lán viðskiptavinar í vanskilum, þá séu öll önnur lán hans í vanskilum. Samkvæmt þessum kvarða eru vanskil útlána rúmlega 30%. Fjármálaeftirlitið skoðar einnig vanskil með þeim hætti að þótt eitt útlán sé í vanskilum eigi það ekki við um önnur útlán sama viðskiptavinar. Á þann kvarða eru vanskil mun lægri eða um 15% af bókfærðu virði útlána. Þessi mælikvarði er oftast notaður í alþjóðlegum samanburði. Hjá bönkum með gott útlánasafn er algengt að vanskil á þennan kvarða séu 1-2% af bókfærðu virði útlána. Hvort sem miðað er við fyrri eða seinni mælikvarðann eru vanskil útlána enn alltof mikil. Fjármálaeftirlitið fylgist reglulega með gæðum útlána í bönkunum. Á síðasta ári lauk umfangsmikilli útlánaskoðun Fjármálaeftirlitsins hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbankanum. Athugasemdir eftirlitsins voru óverulegar. Engu að síður mun það framvegis skoða útlán í bankakerfinu reglulega, enda er þar um að ræða helstu eign bankanna, og hún byggist að verulegu leyti á matskenndum, huglægum forsendum við eignamat. Endurskipulagning eignasafna bankanna er frumforsenda þess að sá efna-hagsbati sem nú er hafinn stöðvist ekki og starfsemi bankakerfisins færast í eðlilegt horf.

Kostnaður bankakerfisins er enn of mikill. Gera má ráð fyrir því að ekki náist árangur í lækkun kostnaðar fyrr en endurskipulagningu útlána er að mestu leyti lokið. Smæð íslenska markaðarins gerir bönkunum erfitt fyrir að ná fram stærðarhagkvæmni nema til enn frekari sameiningar komi. Hér vegur hins vegar hvað á móti öðru, ávinningur af aukinni stærðarhagkvæmni og þjóðhagslegur kostnaður af mikilli samþjöppun á markaði líkt og rakið er í 6. kafla hér að aftan.

Arðsemi grunnrekstrar viðskiptabankanna hefur verið um 10% af eigin fé undanfarin misseri, en það er undir settum kröfum Bankasýslunnar.⁹⁸ Vaxtamunur hefur aukist frá árinu 2009 og er nú um 3,4%; hluta af hækkuninni má rekja til lægri innlánsvaxta. Í samanburði við vaxtamun í grannlöndum okkar er hann afar hár hér á landi. Uppbygging fjármálamarkaða hefur einnig mikil áhrif á afkomu bankakerfisins; til að mynda er velta á hlutabréfamarkaði nú takmörkuð. Fyrir vikið eru þóknatekjur af slíkum viðskiptum nú rýrar, en þær eru hluti af grunntekjum bankanna.

Mikið lausafé í bankakerfinu og skortur á trausti hefur valdið því að lítil viðskipti hafa verið á millibankamarkaði með íslenskar krónur. Auk þess sem umfang viðskiptanna er lítið eru þau til skamms tíma. Í raun má segja að millibankamarkaður með krónur hafi verið óvirkur frá hrúni þar sem fjármálafyrirtæki hafa reitt sig á fyrirgreiðslu Seðlabankans fremur en að eiga viðskipti sín á milli. Eftir því sem aðstæður breytast og færast í eðlilegt horf má vænta þess að milli-bankamarkaður með krónur verði virkari en hann hefur verið eftir hrún. Það er eitt einkenni íslensks fjármálamarkaðar hve mikill hluti hans er aðskilinn frá bankakerfinu, og ber þar hæst starfsemi Íbúðalánasjóðs. Þessi aðskilnaður hefur ekki síst áhrif á tengsl heimila og banka, en þeir veita aðeins um 30% af lánum heimilanna. Í heild nema eignir annarra lánaðfyrirtækja nærri 70% af VLF, og auk Íbúðalánasjóðs má þar nefna Lánasjóð sveitarfélaga, Byggðastofnun, Lýsingu, Straum IB og þrjú greiðslukortafyrir-

⁹⁸ Bankasýsla ríkisins gerir kröfu um 11,7% arðsemi eigin fjár miðað við 16% eiginfjákröfu FME, sjá Bankasýsla ríkisins (2011). Óvíst er þó hvort þjóðhagslega hagkvæmt sé að stefna að sem mestri arðsemi eigin fjár. Notkun þess mælikvarða getur bæði ýtt undir áhættusækni og hvatt eigendur til þess að auka skuldsetningu banka sem mest með auknum líkum á áföllum í fjármálakerfinu og líkum á hærri kostnaði ef af þeim verður.

tæki í eigu bankanna. Fyrir hrun störfuðu fleiri 'sjálfstæð' láns- og leigufyrirtæki eins og Lýsing, en þau hafa nú verið sameinuð viðskiptabönkunum eða hætt starfsemi. Framangreind lánaufyrirtæki starfa öll nema eitt á afmörkuðum sviðum. Íbúðalánasjóður er langstærstur lánaufyrirtækjanna með um 79% af heildareignum þeirra.

Eiginfjárlutfall Íbúðalánasjóðs var í lok júní 2011 2,4%; það er töluvert undir því 5% lágmarki sem reglugerð um sjóðinn kveður á um að stefnt skuli að. Staðan er þessi enda þótt ríkissjóður hafi lagt sjóðnum til 33 ma.kr. í upphafi árs 2011. Verulegar endurgreiðslur á lánum Íbúðalánasjóðs árin 2005 til 2007 reyndust sjóðnum dýrkeyptar, en á þeim tíma sóttu viðskiptabankarnir mjög inn á íbúðalánamarkaðinn. Markaðsfjármögnun Íbúðalánasjóðs hefur hins vegar verið með þeim hætti að ekki er um endurgreiðslu-ákvæði að ræða í lántökum sjóðsins sjálfs. Veruleg endurgreiðsluhætta getur því orðið hjá sjóðnum við aukna samkeppni. Aukin hlutdeild óverðtryggðra íbúðalána viðskiptabankanna undanfarin misseri beinir kastljósi enn á ný að þessari áhættu sjóðsins. Að óbreyttu getur áhætta sjóðsins aukist á nýjan leik, og það kann að lokum að leiða til kostnaðar fyrir ríkissjóð. Þessi áhætta minnir enn á mikilvægi þess að eftirlit með Íbúðalánasjóði heyri undir eftirlit FME með sama hætti og önnur fjármálaufyrirtæki – án þess að slíkt fyrirkomulag raski samfélagslegu hlutverki sjóðsins.

Eftirlitsstofnun EFTA, ESA, hefur haft starfsemi Íbúðalánasjóðs til athugunar um nokkurt skeið. Í svarbréfi stjórnvalda til ESA vegna þess álits stofnunarinnar að starfsemi sjóðsins samræmist ekki EES-samningnum, kemur fram að þau hyggist gera ákveðnar breytingar á starfsemi sjóðsins. Lagt er til að lán frá Íbúðalánasjóði verði áfram bundin við 20 milljónir króna og fari ekki yfir 80% kaupverðs eða byggingarkostnaðar. Jafnframt verði sett viðbótarskilyrði þess efnis að nemi hámarkslán 40% af fasteignamati eða

minna fáið ekki lánveiting frá sjóðnum. Með þessu er komið í veg fyrir að lán fáið hjá Íbúðalánasjóði fyrir eignum að verðmæti 50 milljónir króna eða meira samkvæmt fasteignamati. Einnig hættir Íbúðalánasjóður lánveitingum þegar markmið lántakenda er að selja íbúðarhúsnæðið þriðja aðila. Áfram verður þó lánað til almennra leigufélaga. Einnig verða fyrir 1. maí 2012 settar fram viðmiðanir svo að reikna megi út hversu mikillar ríkisaðstoðar Íbúðalánasjóður njóti. Komi upp aðstæður þar sem aðstoðin reynist umfram settar viðmiðanir eða sé ríkisaðstoðin notuð til annars en þjónustu í almannabágu mun sjóðurinn þurfa að endurgreiða hana.

Húsnæði er oftast hæstur einstakur útgjaldaliður einstaklinga og heimila. Enn sem komið er búa flestir hér á landi í eigin húsnæði. Stærstu fjármagnsskuldbindingar langflestira einstaklinga og fjölskyldna tengjast húsnæði þeirra, fyrst í formi skulda vegna öflunar húsnæðisins, en breytist síðan ef vel gengur í mikilvægustu eignamyndun þeirra þegar fram líða stundir.⁹⁹ Lánaufyringreiðsla vegna íbúðakaupa var lengst af í höndum opinberra lánastofnana, og er Íbúðalánasjóður sem nú starfar hluti af þeim meiði. Það var ekki fyrr en á árunum í aðdraganda bankahrunsins sem viðskiptabankarnir fóru að veita Íbúðalánasjóði raunverulega samkeppni um íbúðalán, og á örfáum árum tókst þeim að ná til sín umtalsverðum hluta þeirra. Hlutfallslega hefur þessi þróun gengið til baka, og er hlutdeild Íbúðalánasjóðs nú aftur komin í um 50% af lánum vegna íbúðakaupa, svipað hlutfall og var áður en viðskiptabankarnir sóttu inn á markaðinn. Einstaklingum hafa einnig staðið til boða lán frá lífeyrisjóðum vegna íbúðakaupa, og má ætla að megnið af svokölluðum sjóðsfélagalánum séu lán vegna fjárfestingar í íbúðarhúsnæði. Í árslok 2011 námu slík lán nærri 177 mö.kr. eða 8,5% af heildareignum sjóðanna.

Þrátt fyrir aukin lán bankanna til hús-

⁹⁹ Jón Rúnar Sveinsson (2005).

næðiskaupa einstaklinga á síðari árum er hlutdeild þeirra í slíkum lánum enn lægri en gerist víða annars staðar. Þessi skipting fjármálamarkaðarins getur haft áhrif á fjárhagslegan styrk bankakerfisins og færi einstakra banka til hagræðingar og ýtir enn fremur undir freistnivanda fyrir bankakerfið. Við hefðbundnar aðstæður eru lán með veði í húsnæði einhver öruggustu lán sem veitt eru og gefa lánveitendum innsýn í fjárhagslegan styrk lántakans. Með auknu aðgengi einstaklinga að ódýrri – og jafnvel niðurgreiddri – fjármögnun er hætt við að einstaklingar sækji sér fremur áhættumeiri lán til bankanna en Íbúðalánasjóðs auk þess sem geta bankanna til þess að meta greiðslusögu og lánshæfi einstaklinga minnkar. Við slíkar aðstæður eykst áhættan í bankakerfinu.

Eins og getið var hér að framan var eiginfjárhlutfall Íbúðalánasjóðs undir því lágmarki sem sett er í reglum um starfsemi sjóðsins. Úr þessu þarf að bæta. Annað opinbert lána-fyrirtæki, Bygðastofnun, var með neikvæða eiginfjárstöðu um 2,4% í lok júní 2011, en samkvæmt lögum um stofnunina skal hún vera með 8% eiginfjárhlutfall. Með fjárlögum fyrir árið 2012 var ákveðið ríkisframlag til Bygðastofnunar sem ætlað er að tryggja 10% eiginfjárhlutfall hennar. Önnur lána-fyrirtæki uppfylla lögbundnar eiginfjárkröfur.

5.4 Lífeyrissjóðir

Lífeyrissjóðir eru annar stærsti flokkur fjármálastofnana, næst á eftir innlánsstofnunum, með heildareignir að fjárhæð tæplega 2.165 ma.kr., en það samsvarar rúmlega 130% af landsframleiðslu. Lífeyrissjóðirnir er 33 talsins. Fimm stærstu sjóðirnir eru með tæplega 60% hlutdeild af heildareignum lífeyrissjóða og tíu stærstu sjóðirnir með 80%.

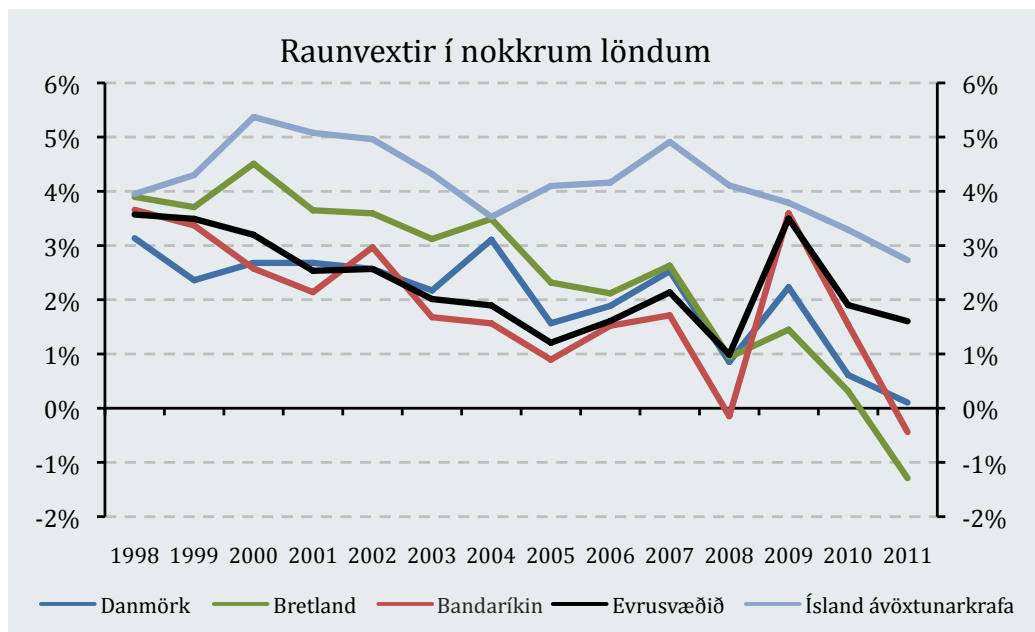
Lífeyrissjóðirnir hafa gríðarlega mikil áhrif á fjármálamarkaði, enda er árleg fjárfestingarþörf þeirra um þessar mundir um 120 ma.kr. á innlendum markaði vegna inn-

greiðslna í lífeyrissjóði og endurfjármögnunarþarfar sjóðanna. Þessi mikla fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna á innlendum markaði hefur vitaskuld mikil áhrif á vaxta-myndun hér á land. Hér koma gjaldeyris-höftin mjög við sögu eins og vikið er að annars staðar í þessum kafla. Í árslok 2011 námu heildareignir lífeyrissjóðanna rúmum 2.168 mö.kr. samanborið við um 1.989 ma.kr. í árslok 2010. Nemur aukningin um 9%, en það samsvarar jákvæðri raunaukningu um 3% miðað við vísitölu neysluverðs.

Í skýrslu sérstakrar nefndar sem skipuð var að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða um fjárfestingarstefnu, ákvarðanir og lagalegt umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins¹⁰⁰ er fjallað ítarlega um ýmsa þætti í starfsemi lífeyrissjóðanna og ýmsa annmarka sem komið hafa í ljós við nánari athugun. Tap lífeyrissjóðanna í bankahruninu var gríðarlegt og hrein raunávöxtun á árinu 2008 neikvæð um 22%. Í skýrslunni kemur fram skörp gagnrýni á stjórnarhætti í lífeyrissjóðakerfinu, og bent er á hugsanlegar umbætur á mörgum sviðum sem ekki verður fjallað um sérstaklega á þessum vettvangi. Hins vegar er mikilvægt að hugað verði að stöðu lífeyrissjóðanna í fjármálakerfinu sérstaklega þar sem fyrirsjáanlegt er að þeir muni áfram verða í lykilstöðu á markaðnum. Huga þarf að áhrifum lífeyrissjóðanna á fjármálamarkaðinn í heild, annars vegar með hliðsjón af virkni einstakra markaða, bæði skuldabréfa- og hlutabréfamarkaðar, og hins vegar með hliðsjón af því hvernig lífeyrissjóðakerfið ávaxtar eignir sínar til langs tíma með tilliti til hagsmuna lífeyrisþega.

Í þessu sambandi má minnst sérstaklega á núgildandi ákvæði um útreikninga á tryggingarfræðilegri stöðu sjóðanna og ákvæði um 3,5% raunávöxtun eigna þeirra til framtíðar. Spurningar hafa vaknað um það hvort þetta fyrirkomulag kunni að hafa óæskileg áhrif á verðmyndun á skuldabréfamarkaði við nú-

¹⁰⁰ Úttektarnefnd Landssamtaka lífeyrissjóða (2012).



Mynd 10: Raunvextir í nokkrum löndum.

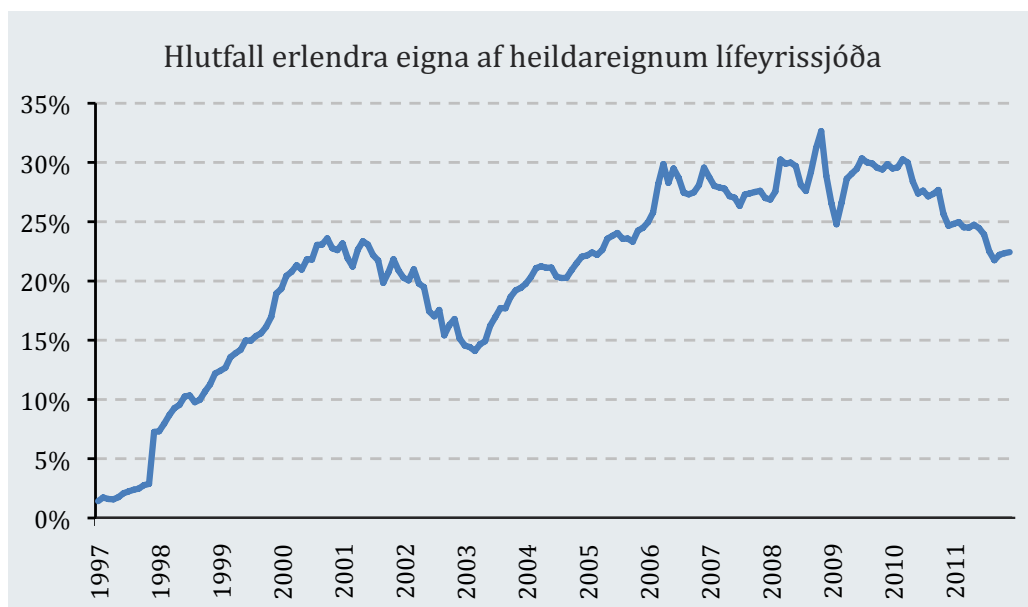
Heimildir: OECD og Seðlabanki Íslands.

verandi aðstæður, sérstaklega á verðtryggðan hluta markaðarins. Erfitt er að meta slíkt með vissu, en óneitanlega hefur það vakið athygli hversu hægt verðtryggða ávöxtunarkrafan hefur lækkað þótt markaðsaðstæður væru til lækkunar hennar. Nú hefur lengsti endi vaxtarófsins verið undir 3,5% viðmiðinu um nokkurt skeið, og er því ljóst að samspil framboðs og eftirspurnar ræður á endanum ferðinni þó svo að raunvextir hér á landi séu enn mun hærri en í öðrum löndum. Það eru þeir þrátt fyrir tiltölulega litla eftirspurn og mikið framboð.

Það skiptir lífeyrissjóðina mjög miklu að endurskipulagning á fjármálamarkaði gangi greiðlega. Núverandi fjárfestingarumhverfi er þeim á margan hátt framandi miðað við það sem verið hefur á undanförunum árum. Gjaldeyrishöftin skerða mjög svigrúm þeirra til áhættudreifingar þar sem þeim er óheimilt að fjárfesta erlendis nema sem svarar endurfjárfestingu fyrri erlendra eigna. Á sama tíma eru innlendir fjárfestingarkostir af skornum skammti, m.a. vegna fækkunar á skráðum

félögum í Kauphöll Íslands. Með því að fjármagna útflæði vegna aflandskróna með erlendum eignum lífeyrissjóðanna mun draga enn frekar úr vægi erlenda eignasafnsins; það hefur lækkað hlutfallslega mjög hratt á síðustu árum.

Framtakssjóð Íslands stofnuðu nokkrir stærstu lífeyrissjóðirnir árið 2009 í samvinnu við fyrirtæki á fjármálamarkaði. Stofnun sjóðsins var hugsuð sem tímabundin ráðstöfun í þeirri viðleitni að móta fjárhagslega og rekstrarlega endurskipulagningu á kjölfar bankakreppunnar. Undir venjulegum kringumstæðum þætti slík ráðstöfun vafalítið óeðlileg og lítt í anda opinna og gegnsærra viðskiptahátta, en við þær aðstæður sem nú ríkja er annað upp á teningnum. Bent hefur verið á þá hættu sem af því gæti stafað ef ekki tekst að fjölga til muna þeim fjárfestingarkostum sem lífeyrissjóðunum standa til boða. Mikil lánsfjárbörf ríkissjóðs á síðustu árum hefur að hluta svarað fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna, en eftir því sem betur gengur með aðlögun ríkisfjármálanna og dregur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11: Hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóða af heildareignum þeirra frá 1997.

úr hallarekstri ríkisins, þeim mun minni verður lánsfjárbörf ríkisins, og þar með fækkar álitlegum fjárfestingarkostum fyrir fagfjárfesta á borð við lífeyrissjóði.

5.5

Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir og fagfjárfestasjóðir

Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir eru reknir af átta rekstrarfélögum, en fagfjárfestasjóðir eru ýmist reknir af rekstrarfélögum eða öðrum aðilum. Af tæplega 520 ma.kr. heildareignum þessara sjóða eru eignir verðbréfa- og fjárfestingarsjóða tæplega 60% af heild, en eignir fagfjárfestasjóða rúmlega 40%.

5.6

Vátryggingarfélög og lánasjóðir ríkisins

Vátryggingarfélög fóru ekki varhluta af hruni fjármálakerfisins. Hvað eitt þeirra, Sjóvá, varðar þurfti aðkomu kröfuhafa, þ.m.t ríkis-

sjóðs, til þess að tryggja órofna starfsemi félagsins eins og vikið var að hér að framan. Víða erlendis eru vátryggingarfélög nátengd bönkum og oft hluti sömu samstæðu, en hér hafa vátryggingarfélög og bankar verið að mestu aðskilin þótt nokkuð væri um eigenda- tengsl fyrir hrun. Vátryggingarfélög sem eru með starfsleyfi útgefið hér á landi eru af tvennum toga, átta skaðtryggingarfélög og fimm líftryggingarfélög; en ekkert endurtryggingarfélag er lengur í virkri starfsemi. Heildareignir skaðtryggingafélaga nema u.þ.b. 90% af heildareignum vátryggingafélaga og heildareignir líftryggingafélaga um 10%. Markaðshlutdeild þriggja stærstu skaðtryggingafélaganna er rúmlega 90% (Viðlagatrygging undanskilin) og markaðshlutdeild þriggja stærstu líftryggingafélaganna er sömuleiðis 90%.

Hagnaður skaðtryggingafélaga á árinu 2010 var rúmlega 2,1 ma.kr. ef horft er framhjá Viðlagatryggingu Íslands sem er ríkisstofnun, starfar samkvæmt sérlægum og býr við mjög sveiflukennda starfsemi.

Eignir skaðatryggingafélaganna námu tæplega 132 mö.kr. í árslok 2010, en tæplega 124 mö.kr. árið áður og hækkuðu um 6,5%.

Eigið fé skaðatryggingafélaganna hækkaði einnig eða um 13%, og er það nú samanlagt tæplega 59 ma.kr. eða 39,6 ma.kr. án Viðlagatryggingar. Staða eigin fjár er ólík frá einu félagi til annars. Árið 2010 tóku gildi ný heildarlög um váttryggingastarfsemi, nr. 56/2010. Þar eru kröfur um lágmarksgjaldþol hækkaðar verulega í samræmi við þær fjárhæðir sem gilda samkvæmt Evróputilskipunum, en í eldri lögum hafði lágmarksfjárhæð í krónum verið óbreytt frá árinu 2003. Lágmarksgjaldþol skaðatryggingafélaga má nú aldrei vera lægra en 3,2 milljónir evra sem svarar um þessar mundir til 531 m.kr.

Eins og árið áður voru öll líftryggingafélögin rekin með hagnaði á árinu 2010. Samanlagður hagnaður þeirra dróst þó saman um 14,3% og var 1,4 ma.kr., en tæplega 1,7 ma.kr. árið áður.

Samantlagðar eignir líftryggingafélaganna voru 14,3 ma.kr. í árslok 2010; það er 6,1% aukning frá árslokum 2009. Eigið fé líf-

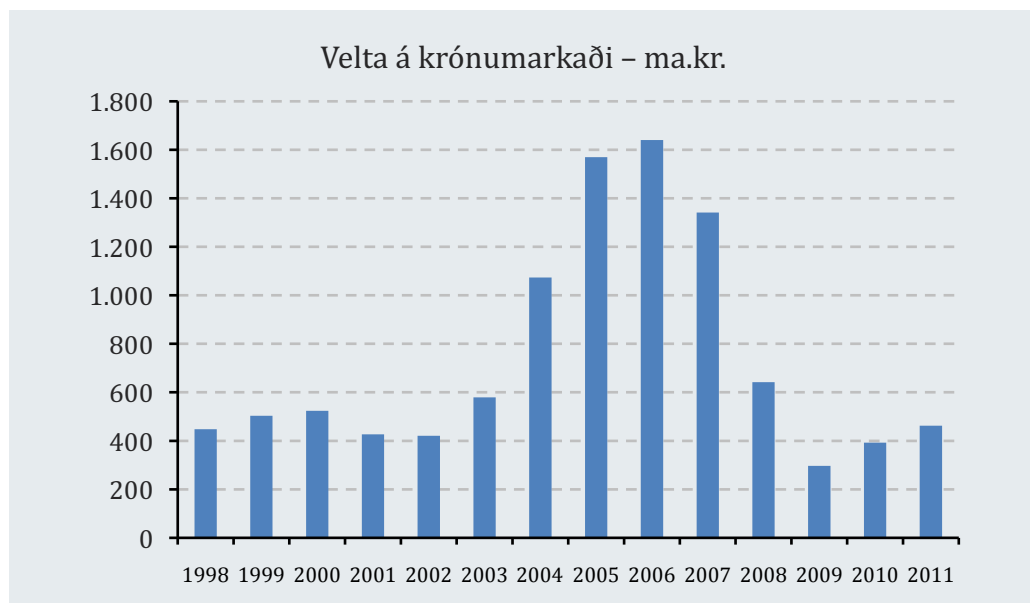
tryggingafélaga var 6,0 ma.kr. sem er 12,8% hækkan frá árinu áður. Lágmarksgjaldþol líftryggingafélaga má ekki fara undir 2 milljónir evra, eða 496 m.kr. Því sem næst öll líftryggingafélögin uppfylla nú þessar kröfur.

Til lánasjóða ríkisins teljast Lánasjóður íslenskra námsmanna (LÍN), Orkusjóður og Nýsköpunarsjóður. Heildareignir þessara sjóða í árslok 2011 námu 139.2 mö.kr. Tryggingarsjóður innstæðueigenda og fjárfesta (TIF) er talinn með lánasjóðum ríkisins í flokkun Seðlabankans á fyrirtækjum í fjármálakerfinu (sjá töflu 2) þótt TIF sé ekki í eigu ríkisins, heldur sé sjálfseignarstofnun með það að markmiði að tryggja innstæður í viðskiptabönkum og sparisjóðum í samræmi við ákvæði laga. Heildareignir TIF námu í árslok 2011 26.8 mö.kr.

5.7

Fjármálamarkaðir í lægð

Á heildina litið hafa fjármálafyrirtæki haft rúma lausafjárstöðu allt frá hruni. Mestur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

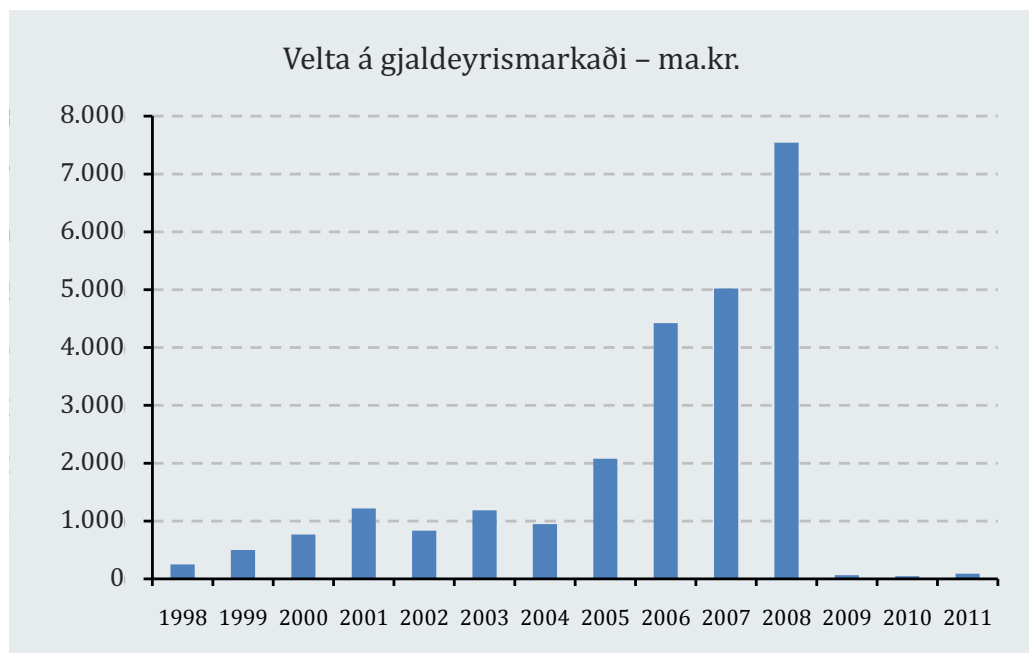
Mynd 12: Velta á krónumarkaði frá 1998 til 2011.

hluti fjármögnunar þeirra er óbundnar innstæður, en erlendir aðilar eiga þar miklar fjárhæðir sem eru háðar gjaldeyrishöftum. Undanfarin ár hefur lítil velta verið á millibankamarkaði með krónur ef borið er saman við árin fyrir hrún. Veltan var þó aðeins meiri 2011 en árið á undan, og var velta á millibankamarkaði með krónur um 462 ma.kr., en 393 ma.kr. allt árið 2010. Óvissa um horfur og lítið traust á markaði hefur valdið því að fjármálafyrirtæki hafa reitt sig á fyrirgreiðslu Seðlabankans frekar en að eiga viðskipti sín á milli. Við slíkar aðstæður verður verðmyndunin óvirkari en ella og erfitt að túlka hana. Þannig hafa vextir á millibankamarkaði hreyfst fremur skrykkjótt og oft verið óbreyttir lengi. Til þess að eðlileg hreyfing komist á fjármagn milli fjármálafyrirtækja þurfa þau að hafa hvata til að eiga viðskipti sín á milli.

Millibankamarkaður með gjaldeyri ber þess merki að hann er varinn með gjaldeyrishöftum. Markaðurinn er þunnur og velta á

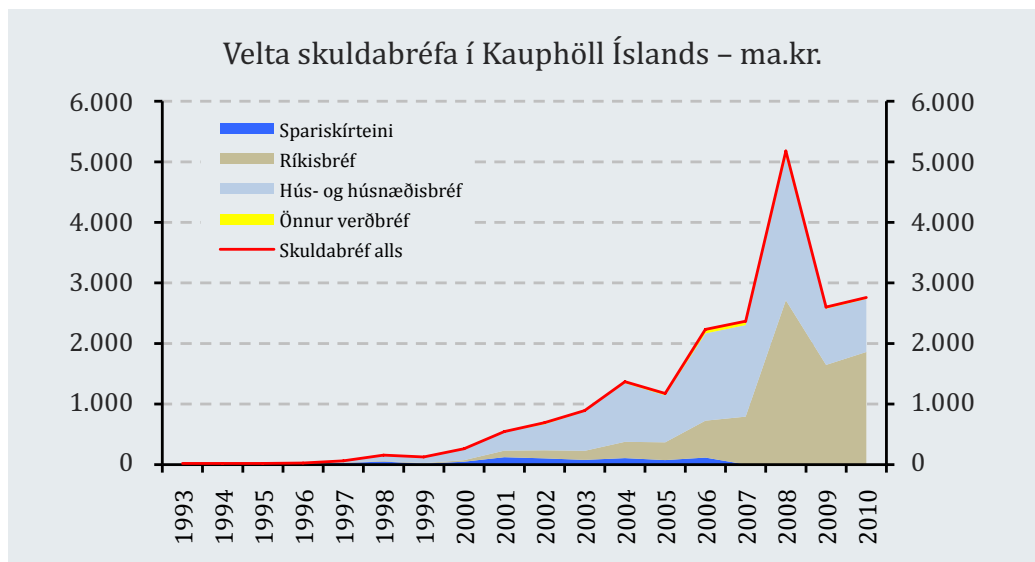
honum lítil, og má í raun segja að hann sé óvirkur miðað við það sem var fyrir hrún bankanna. Gengi krónunnar hefur veikt nokkuð það sem af er ári 2012, en hafði styrkst umtalsvert á fyrra ári. Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri hafa sveiflast nokkuð á milli ára og voru meiri árið 2011 en á árinu 2010. Að jafnaði er meiri velta yfir sumarmánuðina og fram á haust þegar innflæði eykst. Undanfarna mánuði hefur veltan enn ekki minnkað líkt og stundum áður. Þá hefur þeim dögum fækkað mjög sem eru án viðskipta. Heildarveltan árið 2011 var rétt tæplega 80 ma.kr. samanborið við rúmlega 45 ma.kr. veltu árið 2010. Hlutdeild Seðlabankans í veltu á gjaldeyrismarkaði árið 2011 nam um 14% eða 12,6 mö.kr.; það stafar af því að í lok ágúst 2010 hóf bankinn regluleg kaup á gjaldeyri. Markmið kaupanna var að auka þann hluta gjaldeyrisforðans sem ekki er fenginn að láni.

Svipuð staða er á hlutabréfamarkaði og á millibankamarkaði með krónur og gjald-



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13: *Velta á gjaldeyrismarkaði.*



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14: Velta á skuldabréfamarkaði í Kauphöll Íslands frá 1993. Myndin sýnir eingöngu viðskipti í viðskiptakerfi Verðbréfafþings.

eyrismarkaði; veltan hefur dregist mjög saman eftir hrun bankanna, og hægt hefur gengið að vekja markaðinn á nýjan leik. Nokkur skriður komst á uppbygginguna með skráningu Haga hf. á hlutabréfamarkað í lok árs 2011. Búist er við því að á árinu 2012 fjölgi skráðum félögum á íslenskum hlutabréfamarkaði umtalsvert. Mikilvægt er að þessi uppbygging gangi greiðlega þar sem virkur hlutabréfamarkaður er mikilvægur þáttur í heilbrigðu fjármálakerfi.

Markaðir með fyrirtækjaskuldabréf hafa lengst af gegnt takmörkuðu hlutverki á Íslandi eins og víðast hvar í Evrópu. Af þeim sökum sækja flest fyrirtæki, jafnvel þau sem teljast nokkuð stór á íslenskan mælikvarða, mikinn hluta fjármögnunar sinnar til banka. Á árunum fyrir bankahrunið jókst mjög útgáfa skuldabréfa íslenskra fyrirtækja. Þessi markaður hvarf því sem næst við hrunið.

Heildarveltan á skuldabréfamarkaði er nú

svipuð og hún var fyrir hrun bankanna, en viðskiptin einskorðast við skuldabréf sem gefin eru út af ríkissjóði eða Íbúðalánasjóði. Þetta eru mikil umskipti frá því sem var fyrir bankahrun þegar mikil viðskipti voru með fyrirtækjaskuldabréf af ýmsu tagi auk hefðbundinna ríkisskuldabréfa og ÍLS-bréfa. Þessi umskipti stafa einkum af brotthvarfi gömlu viðskiptabankanna og annarra fyrirtækja sem áður voru stórtæk í skuldabréfaútgáfu á markaðnum. Eftir því sem endurveisn fjármálakerfisins miðar fram má búast við því að fjölbreytni á skuldabréfamarkaði aukist og nýir útgefendur reyni fyrir sér. Fyrsta merki um slíkar breytingar er nýleg skuldabréfaútgáfa tveggja viðskiptabanka og nokkurra opinberra aðila. Miklu skiptir fyrir íslenskt efnahagslíf að vel takist til við að endurlífga eðlilegan skuldabréfamarkað þannig að fyrirtæki geti leitað þar fjármögnunar.

6

Samkeppni á fjármálamarkaði

6.1

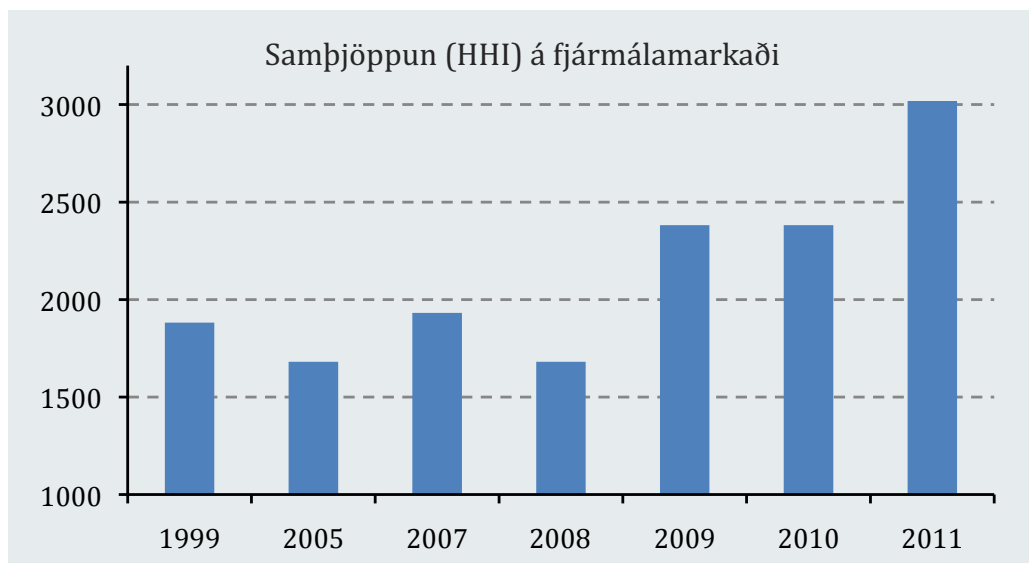
Markaðshlutdeild og samþjöppun

Samkeppnisaðstæður á fjármálamarkaði hafa tekið róttækum breytingum eftir hrunið. Fjármálamarkaðurinn hefur minnkað og sumir undirmarkaðir hans horfið. Lánsfjáreftirspurn er í lágmarki, enda heimili og fyrirtæki mörg hver mjög skuldsett. Með hruni hlutabréfmarkaðar og gjaldeyrishöftum eru fjárfestingarkostir takmarkaðir. Kraftar bankanna hafa frá hruni farið í innri mál og endurskipulagningu útlánasafna. Fjármálafyrirtækjum hefur fækkað. Sér í lagi hafa sparisjóðir og sérhæfðari lánað fyrirtæki hætt starfsemi.¹⁰¹ Samþjöppun hefur aukist með fækkun fjármálafyrirtækja. Enn fremur hefur augin samvinna fjármálafyrirtækja verið heimiluð í því

skyni að leysa úr flækjum sem upp hafa komið vegna hrunsins.

Samþjöppun á íslenskum fjármálamarkaði hefur aukist umtalsvert eftir hrun, og má búast við áhuga á frekari samruna, bæði vegna slæmrar stöðu fjármálafyrirtækja og þeirra leiða sem samruni er talinn opna til hagræðingar á fjármálamarkaði. Fjármálafyrirtækjum er enn að fækka, nú síðast með sameiningu Landsbankans og SpKef í mars 2011 og Íslandsbanka og Byrs í desember 2011. Neyðarlögunum frá því í október 2008 var beitt við samruna Landsbankans og SpKef þannig að hann féll ekki undir samrunaákvæði samkeppnislaga, en samruni Íslandsbanka og Byrs var samþykktur af Sam-

¹⁰¹ Samtímis mun sjálfstæðum fjármálaráðgjöfum hafa fjölgað, en skráning þeirra er ekki tiltæk.



Heimild: Samkeppniseftirlitið.

Mynd 15: Samþjöppun á fjármálamarkaði.

Tafla 4
Markaðshlutdeild í innlánum 1999 til 2011*

Banki	1999	2005	2007	2008	2009	2010	2011
Landsbankinn	30,0%	33,1%	28,3%	26,1%	28,9%	26,1%	30,5%
Arion banki	23,4%	22,3%	24,9%	26,2%	30,9%	32,2%	33,2%
Íslandsbanki	21,9%	21,7%	20,9%	20,9%	21,1%	23,4%	30,8%
SPRON	6,5%	6,0%	6,8%	5,5%			
BYR	3,3%	3,1%	5,9%	9,0%	9,4%	8,5%	
SpKef	2,6%	2,4%	3,3%	3,5%	4,1%	4,5%	
MP banki				0,5%	2,6%	2,2%	2,3%
Samtals	87,7%	88,6%	90,1%	91,7%	97,0%	96,9%	96,8%

* Markaðshlutdeild innlána er reiknuð út frá innlánum innlánsstofnana frá innlendum aðilum.

Heimildir: Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands.

keppniseftirlitinu á grundvelli sjónarmiða um fyrirtæki á fallanda fæti.

Samþjöppun á fjármálamarkaði mælist vera rúmlega 3.000 stig eftir samruna Landsbankans og SpKef annars vegar og Íslandsbanka og Byrs hins vegar á kvarða hins svonefnda Herfindahl-Hirschman Index.¹⁰² Fram að hruni var samþjöppunarstuðullinn

hins vegar undir 2.000 stigum, en yfirleitt telst markaður mjög samþjappaður ef stuðullinn er hærri en 1.800 stig.¹⁰³ Það er ljóst að við núverandi aðstæður á fjármálamarkaði kann að vera erfitt fyrir ný og smærri fjármálafyrirtæki að hasla sér þar völl.

Markaðshlutdeild bankanna hefur að mestu haldist óbreytt síðustu tíu árin, en yfirtaka bankanna þriggja, Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka, á innlánum nokkurra sparisjóða hefur þó aukið hlutdeild stóru bankanna þriggja í innlánum. Nýr aðili, MP banki, hefur hafið starfsemi á viðskiptabankamarkaði í stað þeirra sem hætt hafa starfsemi.

Landsbankinn hefur mesta markaðshlutdeild í lánum til heimila og fyrirtækja. Í júní 2011 var hlutur hans 32% í lánum til heimila og nærri 37% í lánum til fyrirtækja.

Tafla 5
Markaðshlutdeild í útlánum
í júní 2011*

Banki	Heimili	Fyrirtæki
Landsbankinn	32,0%	36,8%
Íslandsbanki	31,7%	28,7%
Arion banki	20,7%	26,4%
Byr	10,8%	5,7%
MP banki	0,3%	0,4%
Aðrir	4,5%	2,0%
Samtals	100,00%	100,00%

* Markaðshlutdeild útlána er reiknuð út frá útlánnum innlánsstofnana til innlendra aðila.

Heimildir: Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands.

¹⁰² Samþjöppun er hér mæld eftir markaðshlutdeild innlána viðskiptabanka og sparisjóða.

¹⁰³ Herfindahl-Hirschman Index er ein áreiðanlegasta vísbending um það hve samþjöppun á markaði er mikil og er almennt notuð sem slík af samkeppnisyfirvöldum. HHI-stuðullinn er reiknaður með því að leggja saman ferningstölur markaðshlutdeilda (þ.e. markaðshlutdeild í öðru veldi) þeirra fyrirtækja sem eru á þeim markaði sem við á. Sem dæmi um þetta má nefna markað með 10 fyrirtækjum sem hvert um sig er með 10% markaðshlutdeild. HHI væri þar $10^2 \cdot 10 = 1.000$.

6.2

Hagræðing og samkeppni

Bankamarkaðir einkennast víðast hvar af mikilli samþjöppun. Að meðaltali er hlutdeild fjögurra stærstu banka hvers markaðar um 60% af landsmarkaði í OECD-löndum. Taka verður þó tillit til þess að uppbygging og regluverk er með ólíkum hætti. Þannig er hlutdeild fjögurra stærstu bankanna aðeins um 25% í Lúxemborg og Bandaríkjunum, þeim þessara ríkja sem hafa minnsta samþjöppun á bankamarkaði, en hlutdeild fjögurra stærstu bankanna í Svíþjóð, Noregi og Finnlandi er hins vegar yfir 90%. Almennt sækir í átt til meiri samþjöppunar, en það er þó ekki algilt. Tíður bankasamruni hefur átt mikinn þátt í aukinni samþjöppun.¹⁰⁴

Fjármálakreppa ber með sér að eitthvað hefur farið úrskaiðis í skipulagi og starfsemi á fjármálamarkaði. Í kjölfar fjármálakreppu fylgir einatt tiltekið tómarúm vegna mikillar breytingar á eignarhaldi banka. Við slíkar aðstæður er eðlilegt að stjórnvöld og markaðsaðilar skoði leiðir til að skipuleggja markaðinn að nýju til að koma í veg fyrir endurtekin mistök. Reynslan sýnir að umræðan fer þá oft að snúast um samruna banka. Vaxandi tilhneiging hefur verið til samruna á síðustu tveimur áratugum og þar af leiðandi mikillar stækkunar banka. Fjölmargar hagrannsóknir hafa verið gerðar á áhrifum bankasamruna. Niðurstaða þeirra flestra er að bankasamruni hafi ekki í för með sér aukna hagræðingu.¹⁰⁵ Þetta er athyglisvert í ljósi þess mikla áhuga sem eigendur og stjórnendur banka sýna einatt á samruna. Ástæðan getur verið sú að eigendur banka ofmeti stærðarhagkvæmni í greininni eða að auðveldara sé að takast á við niðurskurð í rekstri í kjölfar samruna.

Íslenska bankakerfið er án efa of dýrt í rekstri miðað við núverandi umsvif þess og hagræðing því nauðsynleg. Samfara minni umsvifum og auknum kröfum verða stjórnendur fjármálafyrirtækja að uppfylla kröfur eigenda um arðsemi. Þessi hagræðing er hins

vegar ekki hafin nema í litlum mæli. Að hluta er unnt að rekja skýringuna til þess að mikill tími stjórnenda fer í endurskipulagningu útlánasafnsins. Hagræðingu á fjármálamarkaði má ná fram með tæknilegum umbótum, aukinni sjálfvirkni, betri nýtingu mannauðs, endurskoðun útibúanets banka og sparisjóða og aukinni samvinnu milli þeirra. Samkeppniseftirlitið hefur heimilað samruna banka og sparisjóða þegar hann leysir vanda smærri fyrirtækja sem eru á fallanda fæti, en hefur verið tortryggið á samruna tveggja af stóru bönkunum.¹⁰⁶ Samkeppniseftirlitið hefur einnig talið það forgangsverkefni að tryggja að ekki eigi sér stað samkeppnishamlandi samvinna milli fjármálafyrirtækja því að á fákeppnismarkaði er sérlega mikilvægt að keppinautar viðhaldi sjálfstæði sínu.

6.3

Aðgangshindranir og ólögmætt samráð

Íslenskur fjármálamarkaður einkennist af fákeppni. Á fákeppnismarkaði geta stærstu fyrirtækin öðlast sameiginlega markaðsráðandi stöðu. Í því felst að sé markaðsgerðin með tilteknum hætti getur komist á þegjandi samstilling (e. *tacit collusion*). Hlutaðeigandi fyrirtæki geta á slíkum markaði komist upp með að taka gagnkvæmt tillit hvert til annars í stað þess að keppa af metnaði. Fyrirtækin geta séð sér hag í því að verða samstiga í markaðshæðun, t.d. kunna þau að takmarka framboð á vöru eða þjónustu til þess að geta hækkað söluverð. Þá er hugsunin sú að með samræmdri markaðshæðun megi ná há-

¹⁰⁴ OECD (2010b).

¹⁰⁵ Sjá umræðu og lista yfir rannsóknir um áhrif samruna í Samkeppniseftirlitið (2011).

¹⁰⁶ Samkeppniseftirlitið segir í skýrslu sinni, Samkeppni á bankamarkaði, 2011: „Samkeppniseftirlitið telur að mjög alvarleg samkeppnisleg vanda-mál geti fylgt samrunum viðskiptabanka, a.m.k. í þeim tilvikum þar sem einn eða fleiri stóru banka-anna er aðili að slíkum samruna.“

marki sameiginlegs hagnaðar. Vart þarf að rökstyðja að slík hegðun fyrirtækja er andstæð hagsmunum almennings.

Samkeppnishindrandi aðgangstakmarkanir að fjármálamarkaði hafa lengi verið miklar hér á landi og yfir meðallagi í alþjóðlegum samanburði.¹⁰⁷ Fátt bendir til þess að þetta sé að breytast þótt aðgangur nýrra aðila að greiðslumiðlunar- og greiðslujöfnunarkerfum hafi rýmkast nokkuð. Þvert á móti má færa rök fyrir því að aukinn óstöðugleiki og óvissa í efnahagslífinu, tilkoma gjald-eyrishafta, aukid regluverk og aukinn kostnaður fjármálafyrirtækja vegna eftirlits, innstæðutrygginga og skatta fæli fjárfesta frá atvinnugreininni og leggist þyngra á ný og smærri fyrirtæki. Íslenska krónan sem sjálfstæð mynt hefur haft samkeppnishamlandi áhrif og latt erlenda banka og fyrirtæki að koma inn á innlandan markað þar sem þeir telja gengisáhættuna svo mikla. Þá hefur Samkeppniseftirlitið verið þeirrar skoðunar að ómálefnalegum aðferðum, t.d. tæknilegum skilyrðum eða óhóflegri verðlagningu, hafi stundum verið beitt til að hindra aðgang að fjármálamörkuðum og að kostnaður neytenda við að skipta um fjármálafyrirtæki hefti hreyfanleika þeirra.

6.4

Alþjóðleg stefnumótun um samkeppnismál í kjölfar fjármálakreppunnar

Flest ríki heims hafa orðið fyrir efnahagslegum samdrætti í kjölfar fjármálakreppunnar, í mismiklum mæli þó. Fyrirtæki víða um lönd berjast við að halda starfsemi sinni gangandi og halda í eigin sínar við erfiðar aðstæður. Á mikilvægum mörkuðum hefur fyrirtækjum fækkað og á líklega enn eftir að fækka vegna gjaldþrota. Samkeppnishömlur og fákeppnismarkaðir kunna að koma upp, og freistandi getur verið fyrir stjórnvöld að grípa til verndaraðgerða. Í ljósi þessa hafa

samkeppnisyfirvöld um allan heim fjallað mjög um fjármálakreppuna og áhrif hennar á samkeppni á mörkuðum. Þau hafa hvarvetna bent á mikilvægi þess á tímum efnahagsþrenginga að standa vörð um samkeppnina og beita í því skyni virkum og ströngum samkeppnisreglum. Lausn á efnahagskreppum felst ekki í því að draga úr eða milda eftirlit með samkeppnishömlum. Ýmsir fræðimenn sem hafa rannsakað efnahagskreppur benda á mikilvægi samkeppni við að flýta fyrir efnahagsbata.¹⁰⁸ Ein af þeim stefnumótunarspurningum sem mest vægi hefur fengið í kjölfar fjármálakreppunnar er hvort samkeppni dragi úr fjármálaeigum stöðugleika. OECD hefur svarað þessari spurningu á þessa leið: „*Competition and stability can co-exist in the financial sector. In fact, more competitive market structures can promote stability by reducing the number of banks that are ‘too big to fail’.* Policy goals for the financial sector include promoting both competition and stability. Competition encourages efficient and innovative financial services, while stability is essential to the systemic trust on which the sector depends. Are these two goals mutually exclusive or can they be achieved at the same time? If competition between banks increases, does that make them weaker so trust in the system is undermined? Evidence of inconsistency in fact is limited. In many countries, competition in the sector is oligopolistic, so it is difficult to blame excessive competition for the instability that led to the current crisis. Indeed, in a broad sense, the oligopolistic structure contributed to the crisis; it meant that many banks were systemically important, leading to moral hazard, perceived guarantees and excessive risk taking. While a less oligopolistic market structure should thus help stability, better prudential regulation should also limit excessive risk

¹⁰⁷ OECD (2006).

¹⁰⁸ Andersen (2007), bls. 136.

*taking and further reduce the risk of instability.*¹⁰⁹

Margar stefnumarkandi nefndir stjórnvalda um fjármálamarkaðinn hafa gefið út skýrslur sínar á síðustu misserum. Sú sem vakið hefur einna mesta athygli er loka-skýrsla óháðu bresku bankanefndarinnar undir forystu Sir Johns Vickers (Vickers-skýrslan) í september 2011.¹¹⁰ Nefndin leggur áherslu á samkeppnismál. Hún telur að kostnaður neytenda við að skipta um banka og skortur á gagnsæi sé verulega hamlandi fyrir samkeppni á fjármálamarkaði. Almennt séu neytendur ekki vel undir það búinir að taka upplýsta ákvörðun við val á veitanda fjármálaþjónustu.

Tillögur bresku bankanefndarinnar um samkeppnismál eru í þremur liðum:

- Að bresk stjórnvöld leiti samninga við Lloyds Banking Group til að tryggja að sala á hluta af eignum bankans, sem er skilyrði framkvæmdastjórnar ESB fyrir ríkisstuðningi við hann, muni vekja upp öflugan keppinaut.
- Að fundnar verði leiðir fyrir neytendur til að skipta um banka á eðlilegum kjörum jafnframt því sem gagnsæi verði aukið; og
- Að eftirlitsstofnun með markaðshegðun og neytendavernd á fjármálamarkaði (e. *Financial Conduct Authority*) láti virka samkeppni sitja fyrir í starfsemi sinni.

6.5

Samkeppnishorfur

Eitt af því sem ráða mun úrslitum við endur-reisn íslensks atvinnulífs er það hvernig fjármálastarfsemi verður háttað hér á landi. Aðstæður á fjármálamarkaði ráða miklu um það hvernig atvinnulífi og einstaklingum tekst að byggja vexti sínum og viðgangi traustan grundvöll. Þátttakendur á fjármálamarkaði og stjórnvöld eru óhjákvæmilega að móta stefnu til framtíðar með hliðsjón af nýjum efnahagslegum veruleika.

Þegar samkeppni á markaði er skoðuð er nauðsynlegt að hafa í huga að aðstæður kunna að breytast er fram líða stundir. Þetta á augljóslega við um íslenska fjármálamarkaðinn sem hefur breyst mjög á undanförunum árum, og sér ekki fyrir endann á þeim breytingum. Þorri íslenskra fjármálafyrirtækja hefur farið í þrot og ný komið í þeirra stað. Auk þess hafa talsverðar breytingar verið gerðar á löggjöf um markaðinn og eftirliti með honum. Hann býr nú við mjög óvenjulegar aðstæður, m.a. gjaldeyris-höft, auk þess sem fyrir liggur að eignarhald tveggja stórra fjármálafyrirtækja, Íslands-banka og Arion banka, mun að öllum líkindum breytast innan fárra ára. Þá liggur fjárhagslegur styrkleiki bankanna ekki ljós fyrir, og enn mun líða nokkur tími þar til endurskipulagningu útlánasafna bankanna lýkur og hefðbundin bankastarfsemi getur hafist með eðlilegum hætti.

Samkeppni á fjármálamarkaði verður ekki byggð á traustum grunni nema tryggt sé að þeir aðilar sem veita sams konar eða eðlislika fjármálaþjónustu lúti sömu reglum og aga. Við mótun stefnu fyrir fjármálamarkaðinn verður að huga að þessu. Í þessu samhengi má meðal annars nefna þá fjármálaþjónustu sem lífeyrissjóðir og Íbúðalánasjóður veita án þess að þeir lúti að fullu sömu reglum og fjármálafyrirtæki um fjárhagslegt öryggi og innra eftirlit og sömu kröfum um hæfi og menntun stjórnenda og starfsmanna. Þá er mikilvægt að tryggja að starfsleyfisskyld fjármálaþjónusta, svo sem fjárfestingarráðgjöf, verði einungis stunduð í fyrirtækjum sem hafa tilskilin leyfi til slíkrar starfsemi og lúta eftirliti.

Við greiningu á framtíðarhorfum fyrir samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði er óhjákvæmilegt að taka tillit til þess að rót-tækar breytingar kunna að verða á skipan

¹⁰⁹ OECD (2009) og Independent Commission on Banking (2010).

¹¹⁰ Independent Commission on Banking (2011).

peningamála, en það getur gerbreytt markaðnum. Fyrir liggur að Ísland hefur sótt um aðild að Evrópusambandinu. Í aðild, yrði hún samþykkt, fælist að öllum líkindum upptaka evru í stað krónu þegar fram líða stundir. Slík myntbreyting hefði veruleg áhrif á íslenskan fjármálamarkað, m.a. á samkeppni á markaðnum. Jafnvel án gjaldeyrishafta veldur sjálfstæð mynt því að íslenski fjármálamarkaðurinn verður einangraðri frá mörkuðum grannlandanna en hann væri ef Íslendingar notuðu evru. Þá yrði grundvallarbreyting á vaxtastigi á Íslandi við upptöku evru og breytingar á raungengi myndu lúta öðrum lögmálum en áður.

Í þessu samhengi getur verið gagnlegt fyrir Íslendinga að horfa til Finnlands. Finnar hafa einir Norðurlandabjóða tekið upp evru og gerðu það í kjölfar kreppu sem m.a. mátti rekja til fjármálageirans. Finnsla banka-kerfið hefur tekið miklum breytingum undanfarin ár. M.a. hafa umsvif fjármálafyrirtækja sem eru að meiri hluta í eigu erlendra aðila vaxið mjög hlutfallslega. Árið 2009 voru um tveir þriðju hlutar finnska bankakerfisins í meirihluta eigu erlendra aðila, sé miðað við umfang efnahagsreikninga.

Síbreytilegt efnahagsumhverfi hefur að sjálfsögðu áhrif á samkeppnisumhverfi fjármálafyrirtækja. Tilkoma gjaldeyrishaftanna hafði þannig veruleg áhrif á fjármálamarkaði. Gjalddeyrishöftin hafa ýmis skaðleg áhrif í för með sér, þau skekkja verðmyndun og einangra íslenskan fjármálamarkað enn frekar, enda þótt setning þeirra hafi verið metin nauðsynleg af öðrum ástæðum. Samruni fjármálafyrirtækja er líklegri til að hafa

minni skaðleg samkeppnisáhrif ef gjaldeyrishöftin eru afnumin, að því gefnu að hindranir vinni ekki gegn innkomu nýrra keppnauta eða eflingu minni fyrirtækja. Reglusetning er einnig ítarlegri á fjármálamarkaði en í flestum greinum atvinnulífsins og hefur þannig veruleg áhrif á samkeppnishæfni fjármálafyrirtækja. Alþjóðleg fjármálakreppa lík þeirri sem reið yfir undir lok síðasta áratugar kallar á rækilega skoðun á lögum og reglum og leiðir að líkindum til aukins regluverks. Þannig er nú til skoðunar hvort setja eigi frekari reglur um áhættustýringu og eiginfjárgrunn fjármálafyrirtækja, auk þess sem umræða fer fram um það hvort æskilegt sé að aðskilja starfsemi viðskiptabanka og fjárfestingarbanka. Slíkar reglur geta haft mikil áhrif á skipulag fjármálamarkaðarins og stærð og styrk fjármálafyrirtækja. Almenn má segja að aukið og flóknara regluverk geri smærri fjármálafyrirtækjum erfiðara fyrir að starfa eða hefja starfsemi á fjármálamarkaði.

Þátttaka erlendra banka á innlendum fjármálamarkaði gæti reynst gagnleg bæði frá sjónarmiði samkeppni og fjármálastöðugleika. Þótt hefðbundin starfsemi viðskiptabanka sé oftast bundin við heimaríkið, er erlent eignarhald á bönkum algengt. Erlendir bankar hafa hins vegar enn sem komið er ekki séð sér hag í því að opna starfsstöðvar hér á landi. Þetta gerir íslenska bankakerfið óneitanlega einsleitara. Endurskipulagning eignarhalds Arion banka og Íslandsbanka sem eru að mestu í eigu erlendra kröfuhafa fyrirrennara sinna gegnum íslensk eignarhaldsfélög gæti þó leitt til breytinga í þessum eignum.

Regluverk og eftirlit á fjármálamarkaði

7.1

Afskipti ríkisins af fjármálamarkaðnum – laga- og reglu- umgjörð fjármálakerfisins

Löggjafi og framkvæmdavald setja umgjörð laga og reglna um fjármálamarkaðinn. Ástæðan er sú að fjármálamarkaðurinn þjónar samfélagslegum hagsmunum með því að gera viðskipti ótengdra aðila möguleg, tryggja örugga geymslu sparifjár og miðla fé til fjárfestingar sem tryggir atvinnustarfsemi, ávöxtun fjár og hagvöxt.

Í fjármálaviðskiptum felst alltaf óvissa því að verðmæti eigna ræðst óhjákvæmilega af atburðarás í framtíðinni. Matið á þessari óvissu og þeirri áhættu sem í henni felst er í höndum fjármálafyrirtækja. Þau verða því að njóta trausts sparifjáreigenda sem þurfa að geta gengið að lausafé sínu hvenær sem þörf krefur. Til að stuðla að slíku trausti er fjármálastarfsemi háð starfsleyfum. Ríkið setur reglur um stofnun og starfsemi fjármálafyrirtækja, viðskipti með fjármálagerninga og felur opinberum stofnunum að hafa eftirlit með því að reglunum sé framfylgt.

Til þess að stuðla að trausti á fjármálamarkaði og til að draga úr því afdrifaríka tjóni sem sveiflur markaðarins geta haft í för með sér fyrir efnahagslíf þjóðarinnar og hag einstaklinga eru settar leikreglur sem eiga að draga úr þeirri áhættu sem sveiflur geta valdið. Hér er ríkinu vandi á höndum. Fjármálakerfið er hluti af hagkerfinu, og reynslan hefur sýnt að peningastefna og ríkisfjármál ásamt samfélagslega mikilvægum velferðarmálum eru allt mikilvægir þættir í fjármálakerfinu sem hafa áhrif á þróun markaða. Velferðarmálin varða m.a. hús-

næðislánastefnu og lífeyriskerfi landsmanna. Ákvörðun löggjafans um einstaka þætti þessa kerfis, t.d. um beitingu vaxta til að stuðla að stöðugu verðlagi, lög um lánveitingar Íbúðalánasjóðs og reglur um ávöxtunarkröfu lífeyrissjóða, allt hefur það víxlverkandi áhrif á fjármálamarkaði. Vandi löggjafans felst meðal annars í því að lagasetning verður að fela í sér heildarsýn yfir alla samverkandi þætti sem hingað til hafa mótast hver í sínu lagi. Einnig þarf að huga að því hvernig hægt er að veita fjármálamarkaðnum fullnægjandi aðhald svo að útlánþensla fari ekki úr böndum og valdi kerfisáhættu. Slíkt kann að vera örðugt með því að beita skýrum og fyrirsjáanlegum formreglum eins og íslensk lagahefð gerir kröfur til. Í því tilliti þarf að kanna hvort ekki megi setja lög sem hafa að geyma skýr markmiðs- og tilgangsrákvæði, en gefa eftirlitsaðilum síðan matskenndar heimildir sem þeir mega beita innan setts ramma. Ef hægt er að fara þá leið til að koma fram aðhaldi við fjármálamarkaði, þá er það háð því skilyrði að fyrir hendi sé heilsteypst efnahagsstefna til lengri tíma og hlutverk fjármálamarkaðanna í heildarsamhengi þjóðfélagsins sé nægilega vel skilgreint.

7.2

Lagaumgjörð fjármálamarkaðarins

Íslensk löggjöf á fjármálamarkaði er reist að mestu á tilskipunum og reglum Evrópusambandsins sem innleiddar hafa verið í samræmi við þjóðréttarlegar skuldbindingar sem Ísland gekkst undir með aðild sinni að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið. Með

aðild að EES-samningnum er Ísland aðili að hinum sameiginlega evrópska markaði.

Regluverk Evrópusambandsins á þessu sviði er að sínu leyti byggt á meginreglum Rómarsáttmálans um frjálst flæði fjármagns og þjónustu á sameiginlegum markaði aðildarríkja þess og reglum sem uppruna sinn eiga á samstarfsvettvangi Alþjóðlega greiðslubankans (BIS).

Innlend lög og reglur um fjármálamarkað, fjármálastofnanir og fjármálaeftirlit er í öllum meginatriðum sambærilegt því sem gildir í öðrum ríkjum innan Evrópska efnahagssvæðisins (EES), enda hefur Ísland sem aðili að EES skuldbundið sig til að innleiða gerðir á þessu sviði sem samþykktar hafa verið af Evrópusambandinu. Fjármálaþjónusta er veigamikill þáttur í efnahagsstarfsemi EES-ríkja. Um hana gilda ákvæði 36. og 37. gr. EES-samningsins um þjónustu og IX. viðauka þar sem nánar er fjallað um fjármálaþjónustu. Um er að ræða starfsemi fjármálafyrirtækja, váttryggingarféлага, verðbréfasjóða og verðbréfafyrirtækja. Um þessa starfsemi gilda þrjár meginreglur:

- Fjármálafyrirtæki sem hefur fengið starfsleyfi í einu af aðildarríkjunum getur á grundvelli þess opnað útibú í sérhverju hinna ríkjanna án þess að þurfa til þess sérstakt leyfi stjórnvalda þar eða boðið fram þjónustu sína þar án þess að opna útibú. Þetta þýðir t.d. að íslenskur banki getur opnað útibú í Lúxemborg eða boðið þar fram þjónustu sína án þess að til komi leyfi þarlandra yfirvalda.
- Eftirlit með starfsemi fjármálafyrirtækis í sérhverju aðildarríkjanna skal vera í höndum eftirlitsaðila í heimaríki fyrirtækisins. Þetta þýðir að starfsemi útibús þýssks banka hér á landi yrði undir eftirliti þarlandra yfirvalda, en að sjálfsögðu í samvinnu við Fjármálaeftirlitið. Á sama hátt hefði Fjármálaeftirlitið eftirlit með starfsemi útibús íslensks banka í Þýskalandi. Fjármálaeftirlit gistiríkis skal þó sinna lausafjäreftirliti.

- Samræmdar reglur skulu gilda um starfsemi fjármálafyrirtækja þannig að starfskilyrði þeirra verði svipuð hvar sem er innan EES.

7.3

Nýjar áherslur á alþjóðavettvangi

Í kjölfar hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu haustið 2008 hefur verið unnið að endurbótum á regluverki sem gildir um banka-starfsemi. Aðalvettvangur þeirrar vinnu á alþjóðavísu er Basel-nefndin um bankaeftirlit (e. *Basel Committee on Banking Supervision*) sem hefur aðsetur í Basel í Sviss. Aðild að nefndinni eiga 27 ríki frá öllum heimsálfum og þar á meðal stærstu iðnríkin. Af 27 Evrópusambandsríkjum eiga níu ríki aðild að nefndinni. Breytingar á regluverki sem nefndin samþykkir eru síðan leiddar í lög og reglur í hlutaðeigandi ríkjum og með gerðum Evrópusambandsins.

7.3.1

Endurbætur á Basel-reglum

Vinna að endurbótum á regluverki um banka skilaði sér í tillögum sem Basel-nefndin samþykkti í september 2010 (Basel III). Unnið er að innleiðingu þeirra í Evrópurétt með tilskipun, CRD-IV, og reglugerð, CRR. Helstu breytingar verða nú raktar:

Endurbætur á reglum um eiginfjárkröfur

Alþjóðlega bankakreppan hefur leitt í ljós að lágmarkskröfur um eigið fé banka hafa verið of vægar. Auk þess hafi verið veilur í skilgreiningu þess hvað teljist til eigin fjár, og ekki síst til stöðugasta þáttar eiginfjárins, svokallaðs kjarna eiginfjárliðanna (e. *core Tier 1*) sem er hlutafé og annað óráðstafað eigið fé. Af þeim sökum er í Basel III þrengd skilgreining þeirra eigna sem teljast mega til kjarna eiginfjárliðanna. Auk þess er stefnt að því að hækka hlutfall þessa kjarna eiginfjár-

Tafla 6
Útreikningur á eiginfjárkröfum skv. Basel III (% af áhættugrunni)

	Eigið fé (eftir frádráttarliði)	Eiginfjárbáttur A	Eigið fé alls
Lágmark	4,5%	6,0%	8,0%
Varasjóður	2,5%	2,5%	2,5%
Lágmark að viðbættum varasjóði	7,0%	8,5%	10,5%
Varasjóður gegn hagsveiflu	0–2,5%		

Heimild: Basel-nefndin um bankaeftirlit.

ins úr 2% í 3,5% í janúar 2013 og upp í 4,5% í janúar 2015. Eiginfjárlutfall samkvæmt eiginfjárbætti A (e. *Tier 1 capital ratio*) mun jafnframt hækka úr 4% í 6%. Kjarni eigin fjárins er það fé sem best getur þolað fjárhagslega erfiðleika fjármálafyrirtækja. Aukinn og bættur kjarni í eigin fé dregur því ekki aðeins úr hættu á falli banka, heldur er honum einnig ætlað að takmarka mögulegan kostnað hins opinbera af falli fjármálafyrirtækja.

Eiginfjárkröfur vegna markaðsáhættu af veltuverðbréfum (e. *trading book exposures*), áhættu af flóknum verðbréfunargerningum (e. *complex securitisations*) og fyrirkomulagi utan efnahags (e. *off-balance sheet vehicles*) hafa verið hertar verulega. Til að stemma stigu við óhóflegri aukningu á innan- og utanefnahagsliðum er áformað að setja vogunarhlutfall (e. *leverage ratio*) að hámarki 3% vegna eiginfjárbáttar A (e. *Tier 1*), þ.e. innan- og utanefnahagsliðir mega ekki nema meiru en 33 sinnum eiginfjárbáttur A. Þetta hámarkshlutfall er mun varkárara en gilt hefur í sumum löndum. Reglur þessar koma til framkvæmda í áföngum á tímabilinu frá janúar 2013 til janúar 2015.

Áformað er að skylda banka til að byggja upp í góðari sérstaka varasjóði (e. *buffers*) sem hluta af eigin fé til viðlaga á álagstímum. Þessir varasjóðir eiga að nema 2,5% til viðbótar við framangreint 4,5% kjarna eiginfjárlutfall A (e. *core Tier 1 ratio*) þann-

ig að kjarnaeyiginfjárlutfall verður samtals 7%.¹¹¹ Reglur um þessa varasjóði koma til framkvæmda á tímabilinu frá janúar 2016 til janúar 2019. Til viðbótar framangreindu er gert ráð fyrir varasjóði til að vega á móti hagsveiflunni (e. *countercyclical buffer*). Skylda fjármálafyrirtækja til þess að gera ráð fyrir sveiflujafnandi varasjóðum verður valkvæð; það verður á valdi eftirlitsaðila í hverju ríki að fyrirskipa slíkt þegar talið er að óhófleg útlánaaukning geti valdið kerfis-áhættu. Slíkur varasjóður yrði notaður til að mæta tapi sem ella gæti haft neikvæð áhrif á fjármálástöðugleika. Áformað er að varasjóður vegna hagsveiflujöfnunar geti orðið

¹¹¹ Mikilvægt er að benda á að rannsóknir benda til þess að eiginfjárlutföll samkvæmt Basel III – sem að er stefnt að komið verði í framkvæmd á EES-svæðinu frá 2013 – séu lægri en þau hlutföll sem væru þjóðhagslega arðbærast. Nýleg rannsókn sænska seðlabankans bendir t.d. til þess að þjóðhagslega arðbærast væri að eiginfjárbáttur A, samkvæmt nýrri skilgreiningu Basel III, væri 10–17%. Bankinn telur þó að í þessum rannsóknum kynnu menn að hafa vanmetið hagkvæmstu eiginfjárlutföllin, þar sem í þessum rannsóknum sé kostnaður af fjármálaáföllum vanmetinn. Sveriges Riksbank (2011). Aðrar rannsóknir benda til þess að jafnvel enn hærri hlutföll, allt að 20%, væru þjóðhagslega hagkvæmust, sjá t.d. Miles, Yang og Marcheggiano (2011). Það eru því skýrar vísbendingar um að þau eiginfjárlutföll sem stefnt er að á alþjóðavettvangi séu mun lægri en getur talist þjóðhagslega hagkvæmt.

allt að 2,5% af áhættugrunni. Ekki er vitað hvenær þessi varasjóður kemst á, og rétt er að taka fram að mótun reglna um þessa varasjóði er enn ekki lokið.

Framangreindir viðbótarvarasjóðir munu auka þol bankakerfisins gagnvart áföllum og draga úr fylgni útlána með hagsveiflunni (e. *mitigate procyclical*). Meðfylgjandi tafla sýnir framangreindar tillögur varðandi endurbætur á eiginfjárkröfum í hnotskurn.

Nýtt lausafjárregluverk

Basel-nefndin um bankaeftirlit hefur lagt fram tillögur um nýtt regluverk varðandi laust fé (e. *liquidity*). Um er að ræða nýjung þar sem ekki hefur tekist hingað til að koma á alþjóðlegum stöðlum um slíkt.

Annars vegar er lagt til að gerð verði sú krafa að bankar hafi nægilegt laust fé (e. *high quality liquid assets*) til að geta staðið við skammtímaskuldbindingar við erfiðar aðstæður á fjármálamörkuðum (e. *a stressed funding scenario*) í samræmi við sviðsmyndir sem ákveðnar verða af eftirlitsaðilum. Um er að ræða svonefnt lausafjárþekjuhlutfall (e. *liquidity coverage ratio – LCR*) sem á að mæla skammtímaþol banka vegna röskunar á lausafjárstöðu.

Hins vegar er lagt til að gerð verði krafa um lágmarkshlutfall hreinnar fjármögnunar (e. *net stable funding ratio – NSFR*) sem tekur á kerfisbundnu langtíma misvægi í lausafé. Allur efnahagsreikningur bankans er undir í þessu sambandi, og mun þessi lausafjárfkrafa hvetja banka til að byggja á fjármögnun sem er stöðug í eðli sínu (e. *stable sources of funding*).

7.3.2

Nýjar reglur um gjaldþol váttryggingarfélaga og áherslur í eftirliti – Solvency II

Á vegum framkvæmdastjórnar ESB og undirstofnana er nú unnið að nýjum reglum um gjaldþol váttryggingarfélaga og um nýjar

áherslur í eftirliti, svokölluðum Solvency II reglum. Reglurnar eru reistar á tilskipun nr. 2009/138 sem er ný heildartilskipun um váttryggingarstarfsemi (frum- og endurtryggingarstarfsemi) og kemur í stað eldri tilskipana. Starfið nú felst í nánari útfærslu ákvæða (e. *secondary*), og er gert ráð fyrir að framkvæmdastjórnin gefi út reglugerð með tilskipuninni í apríl 2012. Drög að reglugerð upp á rúmlega 400 blaðsíður liggja þegar fyrir. Einnig er gert ráð fyrir ýmsum bindandi reglum (e. *binding technical standards*).

Tilskipunina þarf að taka upp í íslenskan rétt í árslok 2012, og vinnur nefnd á vegum efnahags- og viðskiptaráðuneytis að því. Váttryggingarfélög þurfa að uppfylla kröfur tilskipunarinnar frá og með 1. janúar 2014.

7.4

Markmið lagasetningar

Markmið Evrópulöggjafar er umfram allt að ryðja úr vegi viðskiptahömlum á þjónustu- og fjármagnsflæði á hinum sameiginlega markaði Evrópusambandsríkja. Þetta er gert með samræmdri löggjöf um fjármálafyrirtæki og viðskipti með fjármálagerninga sem hafa m.a. það markmið að vernda neytendur og stuðla að fjármálastöðugleika. Segja má að hin eiginlegu markmið, þ.e. heilbrigð og traust fjármálafyrirtæki, vernd neytenda og fjármálastöðugleiki, séu enn fremur helsti tilgangur löggjafar um fjármálamarkaðinn hér á landi.

7.4.1

Löggjöf um fjármálamarkaðinn

Löggjöf um fjármálafyrirtæki á sér langa sögu hér á landi, aftur á síðari hluta 19. aldar. Allt til ársins 1985 voru í gildi sérstök lög um hvern viðskiptabanka sem fólu honum að sinna að verulegu leyti tiltekinni atvinnugrein, atvinnurekstri eða hagsmunahópi.

Fyrsta almenna löggjöfin um þetta efni var sett 1985, lög um viðskiptabanka nr. 86 og lög um sparisjóði nr. 87/1985. Með lögum nr. 43/1993 hófst aðlögun íslenskrar fjármálalöggjafar að Evrópurétti eins og hann birtist í gerðum Evrópusambandsins. Starfsheimildir viðskiptabanka og sparisjóða voru auknar og starfsskilyrði samræmd EES-reglum. Margar breytingar hafa síðan verið gerðar á þeirri löggjöf.

Nú gilda um fjármálafyrirtæki lög nr. 161/2002 með síðari breytingum. Lögin fjalla um stofnun og rekstrarskilyrði fjármálafyrirtækja, og er tilgangurinn að slík fyrirtæki séu rekin á heilbrigðan og eðlilegan hátt með hagsmuni viðskiptavina, hluthafa, stofnfjáreigenda og alls þjóðarbúsins að leiðarljósi. Með lögunum eru settar ítarlegar reglur um þau skilyrði sem fyrirtækin og eigendur þeirra þurfa að uppfylla til að fá starfsleyfi. Í lögunum er einnig kveðið á um tiltekin formsskilyrði sem eigendur, stjórnendur og starfsmenn fjármálafyrirtækja þurfa að uppfylla, og er eftirlitsaðilum gert að setja reglur um hæfismat stjórnenda og stjórnarmanna og standa fyrir slíku mati. Strangar kröfur eru gerðar um lágmark eiginfjárhlutfalls og lausafjár í fyrirtækjunum. Þau skilyrði eru meðal þess sem verið hefur mest til umfjöllunar í yfirstandandi fjármálakreppu. Reglur um eiginfjárhlutfall og lausafé hafa verið taldar mikilvægust ráð til að mæta sveiflum á fjármálamarkaði.

Ítarlegar reglur fjalla um ársreikninga og reikningsskil, upplýsingaskyldu, fjármálasmsteypur og hvenær beita megi viðurlögum.

Eins og útskýrt var í grein 4.3.1 voru Fjármálaeftirlitin veittar viðtækar heimildir til íhlutunar í rekstur eftirlitsskyldra aðila með lögum nr. 125/2008, neyðarlögunum. Ákvæðin voru endurskoðuð þegar vorið 2009 og nýrri grein bætt við lögin. Þar er að finna reglur um heimild Fjármálaeftirlitsins til að skipa fjármálafyrirtæki, sem eftir því leitar, bráðabirgðastjórn. Bráðabirgðastjórn hefur,

eins og nafnið bendir til, tímabundið umboð. Í greininni er mælt fyrir um skipan bráðabirgðastjórnar og um réttaráhrif þess fyrir hluthafa eða stofnfjáreigendur að slík stjórn er skipuð. Við þá skipan fellur úr gildi umboð stjórnar fjármálafyrirtækisins, og jafnframt verður óvirkur réttur hluthafa eða stofnfjáreigenda til að taka ákvarðanir um málefni þess á grundvelli eignarhluta sinna. Þá er mælt fyrir um skyldur bráðabirgðastjórnar og stöðu hennar. Má í stuttu máli segja að á meðan bráðabirgðastjórn fjármálafyrirtækis starfar sé staða hennar um margt lík stöðu stjórnar (og hluthafafundar) í félagi sem fengið hefur greiðslustöðvun.

Bráðabirgðastjórn er einkum ætlað að ná yfirsýn yfir fjárhag fjármálafyrirtækis og gera vissar mikilvægar og brýnar ráðstafanir um framhaldið. Í skipun bráðabirgðastjórnar felst íhlutun um hagsmuni hluthafa eða stofnfjáreigenda, en þó ekki síður um réttindi kröfuhafa fjármálafyrirtækis, og þess vegna er mikilvægt að henni sé settar þröngar skorður til að skipa hagsmunum og afmarkaður starfstími.

Auk þeirra breytinga sem gerðar voru vorið 2009 hefur reynst nauðsynlegt að ráðast í fleiri breytingar til þess að mæta óvæntum upptakomum, svo sem uppkvaðningu dóma erlendis sem áhrif kunna að hafa hér á landi. Þá er rétt að geta þess að ákvæði 5. gr. neyðarlaganna um afskipti Fjármálaeftirlitsins er efnislega að finna í bráðabirgðaákvæði við lögin. Hefur bráðabirgðaákvæðið ítrekað verið framlengt meðan þess er beðið hvert stefnir í löggjöf á Evrópska efnahagssvæðinu á þessu sviði.

Í lögunum eru einnig reglur um það hvernig fara skuli með smsteypur, slit, samruna og endurskipulagningu fjármálafyrirtækja. Í grein 4.3.2 hér að framan segir frá þeim ákvæðum laganna sem endurskoðuð hafa verið frá haustdögum 2008.

Auk laga um fjármálafyrirtæki er rétt að gera stuttlega grein fyrir öðrum lögum sem gilda á fjármálamarkaði.

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Annar meginbálgur regluverks á fjármálamarkaði er sú umgjörð sem sett hefur verið um víðskipti með fjármálagerninga: verðbréf, skuldabréf og hlutabréf. Fram til 1986 var slík starfsemi ekki háð opinberu starfsleyfi á Íslandi, en í lögum um stofnun Landsbankans frá 1885 er þess þó getið að hann hafi með höndum kaup og sölu víxla og ávísana hvort sem greiðast eigi hér á landi eða erlendis. Með lögum um verðbréfamíðlun frá 1986 varð þessi starfsemi háð opinberum leyfum.

Á þessari löggjöf urðu enn ýmsar breytingar fram til ársins 1993 þegar hún var felld að löggjöf Evrópusambandsins. Frá 2003 hefur löggjöf um verðbréfasjóði og starfsemi þeirra og reglur um verðbréfavíðskipti verið í aðskildum lögum.

Núgildandi verðbréfavíðskiptalög eru nr. 108/2007. Með þeim var innleidd hin svokallaða MiFID-tilskipun ESB. Megintilgangur hennar er að tryggja skilvirkni á evrópskum fjármálamarkaði ásamt því að auka yfirsýn og tiltrú fjárfesta á markaðnum. Þá miðar tilskipunin að því að öll víðskipti verði jafnskilvirk hvort sem aðilar að þeim eru í sama landi eða fleiri löndum á EES-svæðinu. Til að ná þessum markmiðum mælir tilskipunin m.a. fyrir um að lagarammi Evrópusambandsins nái til allrar starfsemi sem tengist fjárfestum, en það er talið nauðsynlegt þar sem fleiri fjárfestar hafa á undanförnum árum orðið virkir á fjármálamörkuðum og í boði er stöðugt flóknari og víðtækari þjónusta og gerningar. Kveður tilskipunin því á um samræmingu sem veitir fjárfestum víðtæka vernd og heimilar fjármálafyrirtækjum með leyfi til verðbréfavíðskipta að veita þjónustu alls staðar á Evrópska efnahagssvæðinu á grundvelli eftirlits í heimalandi þar sem fyrir er óskiptur markaður. Reglur laganna miða að því að veita fjárfestum vernd og stuðla að góðum víðskiptaháttum. Í lögnum er tilgreint hvaða þjónusta í tengslum við verðbréfavíðskipti sé

starfsleyfis skyld, svo sem móttaka og miðlun, víðskipti með fjármálagerninga í eigin reikning, eignastýring o.s.frv.

Lögin kveða jafnframt á um ýmsar hegðunarreglur sem eiga að tryggja fjárfestavernd og heilbrigða víðskiptahætti fyrirtækja. Reglunum er ætlað að tryggja að fjárfestar séu upplýstir í samræmi við þekkingu sína og reynslu og fái víðeigandi upplýsingar um fjárfestingarkosti og þá þjónustu sem í boði er. Jafnframt eru settar ýmsar reglur um form og frágang víðskipta, t.d. skriflega samninga og flokkun víðskiptavina.

Sérreglur gilda um víðskipti með skráð verðbréf á markaði. Til þess að tryggja jafnræði og koma í veg fyrir markaðssvik hafa verið settar ítarlegar reglur er varða upplýsingaskyldu um víðskiptin, útboð, skyldu til yfirtöku til að vernda minnihluta eigenda í hlutafélögum, áhrif á verðmyndun, víðskipti innherja og innherjaupplýsingar.

Lög um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestingarsjóði nr. 128/2011. Tilskipun 85/611/EBE um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum var upphaflega innleidd með lögum nr. 10/1993 um verðbréfasjóði. Miklar breytingar voru gerðar á tilskipuninni með tveimur nýjum tilskipunum sem voru samþykktar árið 2001, annars vegar um stjórnsýslu verðbréfasjóða og hins vegar um fjárfestingarstefnu slíkra sjóða. Umræddar tilskipanir voru innleiddar um leið og sett voru lög um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði nr. 30/2003. Enn voru gerðar breytingar á regluverki sjóðanna með tilskipun 2007/16/EB, en hún felur í sér útskýringar á tilteknum skilgreiningum sem notaðar eru í tilskipun um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum. Með lögnum er skýrður eðlismunur hinna ýmsu tegunda verðbréfasjóða.

Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997. Helstu ákvæði laganna fjalla um skyldutryggingu lífeyrisréttinda, samninga um lífeyrissparnað, réttindi þau sem sjóðsfélagar

eiga í lífeyrissjóðum, skilyrði fyrir rekstri lífeyrissjóðs og starfsleyfi, innra eftirlit, jafnvægi eigna og skuldbindinga, fjárreiður og eftirlit með starfsemi sjóðanna. Lífeyrissjóðirnir reka umfangsmikla starfsemi á fjármálamarkaði, einkum með kaupum á verðbréfum og lánveitingum til sjóðsfélaga.

Lög um húsnæðismál nr. 44/1998. Í III. kafla laganna eru ákvæði um starfsemi Íbúðalánasjóðs. Sjóðurinn rekur umfangsmikla starfsemi á fjármálamarkaði.

Hlutfélagalög nr. 2/1995. Að því marki sem ekki eru sérreglur í lögum um fjármálafyrirtæki gilda ákvæði hlutfélagalaganna um hina stofnanalegu umgjörð fjármálafyrirtækja.

Lög um samvinnufélög nr. 22/1991. Í 2. gr.a. er fjallað um starfsemi innlánsdeilda samvinnufélaga. Eitt samvinnufélag starfrækir innlánsdeild hér á landi.

Lög um váttryggingastarfsemi nr. 56/2010. Með sama hætti og segja má að lög um fjármálafyrirtæki séu rammalöggjöf um starfsemi þeirra fyrirtækja eru lög um váttryggingastarfsemi slíkur rammi um starfsemi váttryggingarfélaga. Mörg ákvæði laga um fjármálafyrirtæki eiga sér efnislega hliðstæðu í lögnum. Má þar nefna ákvæði um að óheimilt sé að lána fé og taka eigin hlutabréf að veði, um hæfisskilyrði stjórnarmanna og framkvæmdastjóra og bann við setu starfandi stjórnarformanns. Þá er að finna í lögnum ákvæði um að stjórn sé skylt að setja formlegar reglur sem staðfestar séu af Fjármálaeftirlitinu um innra eftirlit, innri endurskoðun, fjárfestingarstarfsemi, lánveitingar og viðskipti við tengda aðila.

Lög um miðlun váttrygginga nr. 32/2005. Með lögnum var innleidd tilskipun ESB 2002/92 um miðlun váttrygginga. Tilskipunin mælir fyrir um rétt váttrygginga- og endurtryggingamiðlara til að starfa á Evrópska efnahagssvæðinu á grundvelli skráningar í heimaríki. Eitt helsta markmið tilskipunarinnar er að afnema hindranir á því að váttryggingamiðlarar geti stundað starfsemi

sína óhindrað á Evrópska efnahagssvæðinu. Enn fremur er í tilskipuninni stefnt að aukinni neytendavernd, m.a. með strangari kröfum um starfsemi váttryggingamiðlara og ákvæðum um aukna upplýsingagjöf til neytenda.

Lög um váttryggingarsamninga nr. 30/2004. Lögin hafa að geyma almennar reglur um váttryggingarsamninga. Þær lúta einkum að þeim hluta váttryggingarstarfsemi sem tekur til réttarsambandsins milli váttryggingarfélags og váttryggingartaka eða hins váttryggða. Reglur laganna eru því einkaréttarlegs eðlis að meginstefnu til. Reglurnar tengjast öðrum réttarreglum um stofnun, framkvæmd og slit samninga. Réttarsamband váttryggingarfélags og váttryggingartaka eða hins váttryggða lýtur því almennum reglum samningsréttar og kröfuréttar að því leyti sem ekki er sérstaklega mælt fyrir um annað í lögnum. Af þessu leiðir að reglur laganna tengjast reglum laga nr. 7/1936 um samningsgerð, umboð og ógilda löggæringa og ýmsum öðrum sérlögum á þeim réttarsviðum.

Lög um rafræna eignarskráningu verðbréfa nr. 131/1997. Lögin fjalla um starfsemi verðbréfamiðstöðva og réttaráhrif rafrænnar skráningar verðbréfa. Vinna stendur yfir á vegum EVR við endurskoðun laganna.

Lög um starfsemi kauphalla nr. 110/2007. Þessi lög leystu af hólmi eldri lög frá 1993 og voru hluti af innleiðingu hinnar svokölluðu MiFID-tilskipunar. Með lögnum voru settar reglur um skipulegan verðbréfamarkað og um markaðstorg fjármálagæringa.

Lög um aðgerðir gegn peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka nr. 64/2006. Með lögnum hafa verið innleiddar tilskipanir ESB um aðgerðir gegn peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka, svo og tilmæli átakshóps um sama efni (e. *financial action task force – FATF*).

Lög um innstæðutryggingar og tryggingakerfi fyrir fjárfesta nr. 98/1999. Sérstaklega

er fjallað um innstæðutryggingar í grein 7.4.2.

Lög um sértryggð skuldabréf nr. 11/2008. Lögin tilgreina hvaða tegundir skuldabréfa mega mynda tryggingasafn, heimilt hámarksveðhlutfall hinna einstöku flokka skuldabréfa sem mynda tryggingasöfn og réttaráhrif gjaldþrots útgefanda. Lítið hefur reynt á lögin þar sem þau voru sett stuttu fyrir fjármálaáföllin 2008.

Lög um fjarsölu á fjármálaþjónustu nr. 33/2005. Með lögunum var innleidd tilskipun ESB 2002/65. Tilgangurinn með tilskipuninni er að samræma löggjöf og reglur um fjarsölu á fjármálaþjónustu til neytenda. Þá er tilskipuninni ætlað að styrkja innri markaðinn og auka neytendavernd. Ákvæði laganna gilda um fjarsölusamninga um fjármálaþjónustu sem gerðir eru á milli þjónustuveitanda og neytanda og markaðssetningu sem ætlað er að leiða til slíkra samninga. Með fjármálaþjónustu er í tilskipuninni átt við alla bankaþjónustu og lánveitingar, váttryggingar, lífeyri, fjárfestingar og greiðslur. Gildissvið er því rúmt og því ætlað að ná til allra tegunda fjármálaþjónustu sem unnt er að veita með fjarsölu.

Lög um opinbert eftirlit með fjármála-starfsemi nr. 87/1998. Með lögunum er markaður sá hópur fyrirtækja sem lýtur eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Þá er að finna í lögunum ákvæði um stjórn, starfsemi, eftirlitsheimildir og úrræði, sé ekki farið að ákvörðunum stofnunarinnar.

Lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001. Auk mikilvægra verkefna sem tengjast hagstjórn beint hefur SÍ hlutverki að gegna sem virkur þátttakandi á markaði, bæði sem 'banki bankanna' og á gjaldeyrismarkaði. Enn fremur er SÍ falinn afmarkaður hluti eindaeftirlits með fjármálafyrirtækjum.

Á grundvelli heimilda í framangreindum lögum hafa verið gefnar út fjölmargar reglugerðir og reglur, svo og leiðbeinandi tilmæli.

Fjöldi annarra laga snertir fjármálamarkaðinn beint og óbeint þótt ekki hafi þau sömu

áhrif og framangreind lög. Má hér nefna lög um vexti og verðtryggingu, ársreikninga, endurskoðendur og ýmis sérlög á váttryggingasviði.

7.4.2

Innstæðutryggingar

Fyrir gildistöku laga um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta, nr. 98/1999, var ákvæði sem tryggja áttu réttindi innstæðueigenda og eigenda verðbréfa að finna í þrennum lögum. Ákvæði um innstæðutryggingar var í lögum nr. 113/1996 um viðskiptabanka og sparisjóði, og ákvæði um vernd fyrir eigendur verðbréfa var í lögum nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti og reglugerð nr. 361/1993 um tryggingarskyldu vegna verðbréfamiðlunar og verðbréfavíðskipta. Loks má nefna ákvæði um skaðabætur vegna mistaka verðbréfamiðstöðva og reikningsstofnana, en ákvæði þar um var að finna í lögum nr. 131/1997 um rafræna eignarskráningu verðbréfa.

Með lögum nr. 98/1999 voru innleidd ákvæði tilskipunar ESB nr. 9/1997. Tilskipunin kveður ekki á um fulla samræmingu (e. *full harmonization*), og því höfðu aðildarríkin töluvert svigrúm er þau innleiddu hana. Meðal þess sem ekki var samræmt á evrópska efnahagssvæðinu var sú vernd sem innstæðueigendum skyldi standa til boða. Þá var aðildarríkjunum í sjálfsvald sett hvort tryggingakerfið væri fjármagnað fyrir fram (e. *ex ante*) eða eftir á (e. *ex post*). Hér á landi var valin sú leið að safna í sjóð, Tryggingarsjóð innstæðueigenda og fjárfesta, TIF, með álagningu hóflegs iðgjalds sem lagt var á árlega miðað við innstæður í árslok árið áður hjá innlánsstofnunum.

Innstæðutryggingum er ætlað að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins með því að draga úr hættu á áhlaupi á banka. Með því að tryggja innstæðueigendum tiltekið lágmark endurgreiðslu við fall banka innan tilsetts tíma er innstæðueigendum bætt upp ójafn-

vægi í upplýsingum milli bankans og viðskiptavinarins. Auk þess er gangverki hagkerfisins viðhaldið með því að tryggja aðgang innstæðuhafa að peningum.¹¹² Í ljósi mikillar gírunar banka eru veruleg líkindi til þess að innstæðueigendur taki út innstæður sínar ef ótti grípur um sig um afdrif banka og þeir hafa ekki trú á skilvirkni innstæðutryggingarkerfisins.

Innstæðutryggingar geta þó einnig ýtt undir freistnivanda þar sem innstæðueigandi treystir á þá vernd sem innstæðutryggingin á að veita og fylgist því ekki með starfsemi bankans. Á grundvelli þessa afskiptaleysis innstæðueigenda geta bankar leiðst út í áhættusamari viðskipti en annars. Öflugt fjármálaeftirlit og framsýnar áhættuvogir á eignir til útreiknings eiginfjárvæðing geta unnið gegn áhrifum slíks freistnivanda.

Vátryggingar felast raunverulega í því að áhættu eins aðila er dreift á fleiri, yfirleitt gegn greiðslu. Slíkt er almennt nefnt frumtrygging. Greiðslan, þ.e. iðgjaldið sem greitt er fyrir verndina, er almennt ákvörðuð út frá tölfræðilegum líkum á því að reyni á verndina. Mikilvægt er að áhætta þeirra sem vernd kaupa sé ósamhverf, þ.e. að tryggðir aðilar standi ekki allir frammi fyrir sömu áhættu á sama tíma, samanber það að ólíklegt er að allir bifreiðaeigendur lendi í sams konar umferðartjóni á sama tíma. Unnt er síðan að draga úr áhættu þess sem frumáhættuna ber með því að dreifa henni áfram til fleiri aðila; slíkt er almennt nefnt endurtrygging. Þannig getur ein áhætta í reynd verið borin af fjölmörgum aðilum með ólíkum hætti. Slík virk áhættudreifing eykur líkur á því að unnt verði að standa við þá vernd sem vátryggingunni er ætlað að tryggja.

Þótt innstæðutryggingarkerfi virðist við fyrstu sýn byggt á sömu forsendum og vátryggingar, þ.e. að áhættu eins aðila er dreift á fleiri gegn greiðslu, er í raun mikill munur á þessu tvennu. Í fyrsta lagi er greiðsla fyrir verndina ekki innt af hendi af þeim sem vernda á. Í öðru lagi hefur ekki verið sam-

hengi á milli áhættu á því að reyni á verndina og greiðslunnar, þ.e. tryggingarfræðilegur útreikningur liggur ekki að baki iðgjaldsákvörðun. Í þriðja lagi er ekki gert ráð fyrir því að greiðslur til þeirra sem fyrir tjóni verða skerðist við meiri háttar áföll. Í fjórða lagi eru áföllin af mannavöldum, og loks má nefna að áhættu þess sem ber frumáhættuna er ekki unnt að dreifa á fleiri aðila. Þess ber þó að geta að nokkur þessara atriða hafa verið til skoðunar á alþjóðavettvangi þannig að eitthvað kann að draga úr þeim eðlismun sem er á vátryggingum og þeirri vernd sem innstæðutryggingarkerfi veita.

Skiljanlegt er að innstæðutryggingum hafi verið ruglað saman við vátryggingar. Sjálfst orðið 'vátrygging' og raunar 'trygging' hefur merkingu sem flestallir tengja við 'hefðbundna' vátryggingarstarfsemi.

Til þess að innstæðutryggingarkerfi virki sem skyldi þarf að vera eðlileg dreifing á áhættu tryggingarkerfisins. Í Bandaríkjunum eru t.d. 7.436 bankar og sparisjóðir aðilar að innstæðutryggingarkerfi, og af þeim er 91% með eignir undir einum milljarði Bandaríkjadala.¹¹³ Í ljósi fjöldans og dreifðrar áhættu á markaði og umdæmi er því lítil hætta á falli nema lítills hluta þessara fyrirtækja. Þegar um slíka áhættudreifingu er að ræða geta tryggingarsjóðir því haldið fjármuni sem eru aðeins lítill hluti heildarfjárhæðar tryggðra innstæðna. Í þessu samhengi er vert að geta þess að bandaríska innstæðutryggingarkerfið virðist líkjast mun meira hefðbundnum hugmyndum manna um vátryggingar en hið evrópska. Í drögum að nýrri tilskipun um innstæðutryggingar í Evrópusambandinu er gert ráð fyrir því að tryggingarsjóðir nái fjárhæð sem nemi rúmlega 1% af tryggðum innstæðum, og er það hlutfall litlu herra í Bandaríkjunum. Þeirri áhættudreifingu sem

¹¹² Fjöldi ára getur tekið að gera upp fallna banka samkvæmt slitafærlí. Án innstæðutryggingar gætu innstæðuhafar þurft að bíða eftir uppgjöri bankans, án fjármuna sinna, þar til því ferli væri lokið.

¹¹³ FDIC (2011).

unnt er að ná í stærri hagkerfum er hins vegar ekki til að dreifa á Íslandi þar sem þrír stórir bankar varðveita um 97% allra innstæðna (sjá umfjöllun um samþjöppun á bankamarkaði í 6. kafla) auk þess sem áhættuþrófill bankanna þriggja er keimlíkur vegna smæðar og einhæfni hagkerfisins. Því er hætt við að allir bankarnir lendi í vanda ef einn þeirra stendur frammi fyrir erfiðleikum. Ísland er þó ekki eina landið þar sem mikil samþjöppun er á innstæðumarkaði; t.d. má í því sambandi nefna grannlönd. Því til viðbótar er hætt við að sú hækkun á innstæðutryggingu á innri markaði Evrópu upp í 100.000 evrur sem gerð var vorið 2009 og ítrekuð er í hinum nýju tilskipanadrögum felli langstærstan hluta allra innstæðna í íslenskum bönkum undir innstæðutryggingarkerfið. Þetta er að sjálfsgöðu háð tvennu, hversu víðtækar undanþágur frá verndinni verða í endanlegri gerð tilskipunarinnar og hvort unnt verður að fá undanþágur eða tímabundna aðlögun vegna einstakra ákvæða hennar.

Innstæðutryggingarkerfi eru ekki gerð til þess að takast beinlínis á við kerfisvanda, en þau geta ef vel tekst til dregið úr hættu á honum. Í skýrslu framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins frá árinu 2008 kemur í ljós að enginn innstæðutryggingarsjóður aðildarríkja ESB gat staðið af sér áföll sem metin voru sem greiðsla 3,24% tryggðra innstæðna í gegnum tryggingarkerfið.¹¹⁴ Niðurstöður skýrslu franska seðlabankans frá árinu 2000 eru á sama veg, en þar segir að ljóst sé að innstæðutryggingarkerfum sé ekki ætlað að takast á við kerfishrun. Veik staða innstæðutryggingarsjóða gagnvart kerfishruni varð m.a. til þess að alls níu ESB-ríki komu á fullri vernd innstæðna í núverandi kreppu, Austurríki, Danmörk, Þýskaland, Grikkland, Ungverjaland, Írland, Portúgal, Slóvakía og Slóvenía, annaðhvort með yfirlýsingum stjórnvalda svo sem í Þýskalandi, Ungverjalandi og Portúgal, eða með breytingum á regluverki. Í Bandaríkjunum voru einnig

allar innstæður sem bera ekki vexti tryggðar að fullu frá 31. desember 2010 til ársloka 2012 – óháð fjárhæð og eiganda fjármunanna. Í norrænu kreppunum upp úr 1990 gripu bæði Finnar og Svíar til allsherjar tryggingar á skuldbindingum banka, þ.m.t. innstæðum, og Norðmenn gripu til aðgerða og yfirlýsinga í sama skyni.¹¹⁵ Allsherjar innstæðutryggingar eru því algengt tæki stjórnvalda sem sjá fram á kerfisvanda bankakerfa og hættu á áhlaupi.

Þrátt fyrir veikleika innstæðutryggingarkerfa í smáum, einhæfum hagkerfum með samþjappað bankakerfi er ýmislegt hægt að gera til þess að draga úr veikleikum. Í fyrsta lagi er unnt að bæta þau verkfæri sem eftirlitsaðilar hafa til að fylgjast með áhættu í rekstri fjármálafyrirtækja, í þessu tilviki innlánsstofnana. Í öðru lagi er unnt að beita í auknum mæli tryggingarfræðilegum aðferðum við útreikning á iðgjöldum, t.d. þannig að innlánsstofnanir fái áhættuvog sem tekur mið af áhættu í rekstri. Í þriðja lagi má huga að aðferðum til þess að setja girðingar kringum innlánsstarfsemi (e. *ring-fencing*) hjá þeim fjármálafyrirtækjum sem eru í víðtækum rekstri (e. *universal*). Enn fremur má auka líkur á endurgreiðslu úr innstæðutryggingarsjóði með forgangi sjóðsins eða innstæðna í þrotabú fjármálafyrirtækja, líkt og gert var með neyðarlögunum árið 2008 og gert hefur verið í Bandaríkjunum frá árinu 1993. Í skýrslu svokallaðrar Vickers-nefndar í Bretlandi er einnig lagt til að innstæðum verði veittur forgangur við gjaldþrotaskipti. Einnig er mikilvægt að hugsa um samspil regluverks um innstæðutryggingar, um eigið fé og fjárhagslegan styrk, um íhlutun í rekstur fyrirtækja sem stefna í erfiðleika (e. *early intervention mechanism*) og um slit fjármálafyrirtækja. Með samstilltum reglum væri unnt að nýta þá fjár-

¹¹⁴ European Commission (2008).

¹¹⁵ Svíar höfðu reyndar ekki innstæðutryggingarkerfi á þessum tíma.

muni sem fyrir hendi kunna að vera í innstæðutryggingarsjóðum til íhlutunar áður en að slitum kemur. Slík finnstilling eykur jafnframt líkur á því að þegar stjórnvöld taka til sín illa stadda banka sé eigið fé þeirra ekki upp urið. Með þess háttar breytingum væri hlutverk innstæðutryggingarsjóða fyrst og fremst fylgið í því að brúa bil milli útgreiðslu úr sjóðnum til rétthafa og inngreiðslu eftir uppgjör á viðkomandi banka – en forgangur innstæðna getur tryggt betri heimtur fyrir innstæðutryggingarsjóðinn vegna útgreiðslna tryggðra innstæðna. Að síðustu er unnt að setja því mörk hvaða aðilar njóti tryggingar, t.d. hvort opinberir aðilar, fjármálastofnanir eða lögaðilar njóti verndar. Í Bandaríkjunum eru erlendar innstæður ekki skilgreindar á sama hátt og aðrar og njóta því hvorki tryggingar né sérstaks forgangs í þrotabú.

7.5

Alþjóðlegar skuldbindingar

Eins og áður hefur verið gerð grein fyrir er innlent regluverk á fjármálamarkaði að meginefni byggt á gerðum Evrópusambandsins sem innleiddar hafa verið með samningnum um Evrópska efnahagssvæðið.

Fleiri alþjóða- eða fjölþjóðasamningar hafa áhrif hér á landi. Fyrst skal nefna hinn almenna samning um þjónustuviðskipti (e. *GATS, General Agreement on Trade in Services*) sem er meðal samninga á vegum Alþjóðaviðskiptastofnunarinnar (e. *WTO, World Trade Organisation*). Í þeim samningi er að finna skuldbindingaskrá um þau svið þjónustuviðskipta þar sem aðildarríkin heimila erlendum aðilum að veita þjónustu, bæði landa í milli og með viðskiptanærveru. Ísland hefur verið aðili að samningnum um Alþjóðaviðskiptastofnunina síðan 1995.

Þá er rétt að geta tveggja skuldbindandi samþykkt á vegum Efnahags- og framfarastofnunarinnar (e. *OECD, Organisation for Economic Co-operation and Development*), en það eru samþykkt um frelsi í fjármagns-

hreyfingum, m.a. fjárfestingum yfir landamæri (e. *Code of Liberalisation of Capital Movements*) og samþykkt um frelsi í þjónustuviðskiptum (e. *Code of Liberalisation of Current Invisible Operations*). Ísland er aðili að þessum samþykktum.

Loks er rétt að nefna skuldbindingar samkvæmt fríverslunarsamningnum sem að einhverju leyti kunna að ganga lengra en skuldbindingar samkvæmt GATS.

7.6

Takmörk á skilvirkni fjármálalaga og -reglna

7.6.1

Formlegar efnisreglur og viðmið

Hér að framan hefur verið stiklað á stóru um efni fjármálalöggjafarinnar. Margir skilmálar um starfsheimildir og starfsskilyrði eru formlegs eðlis. Hegðunarreglur í viðskiptum með fjármálagerninga sem tryggja eiga jafnræði og koma í veg fyrir markaðssvik byggjast fyrst og síðast á skilvirkri og tímanlegri upplýsingaskyldu um viðskiptin. Löggjöfin leggur mikla upplýsingaskyldu á fjármálafyrirtæki. Eftirlitsstofnanir, ekki aðeins á Íslandi heldur víðast hvar, hafa litið á það sem meginhlutverk sitt að kanna á grundvelli aðsendra skýrslna hvort formsskilyrðum laga sé fullnægt, enda er hlutverk þeirra skilgreint þannig í lögum um opinbert eftirlit. Tæknileg vandkvæði og skortur á samræmingu upplýsingakerfa hefur hvort tveggja gert eftirlitið þungt og seinvirkt, og lítill tími hefur gefist til frekari greiningarvinnu. Nútíma viðskipti á skipulegum mörkuðum eru rauntímaviðskipti, en eftirlit á grundvelli innsendra upplýsinga á sér stað löngu eftir að viðskiptum lýkur. Mikilvægt er því að tryggja að unnt sé að hafa rauntímaeftirlit með viðskiptum. Til þess að slíkt sé unnt verða eftirlitsaðilar að hafa ótakmarkaðan aðgang að öllum þeim upplýsingasöfnum, bæði í kerfum viðskiptaaðila og opinberra

aðila, þar sem er að finna viðskiptahreyfingar sem tengjast greinanlegum aðilum, lögaðilum eða einkaaðilum.

7.6.2

Huglæg og matskennd viðmið

Mörg ákvæði fjármálalöggjafar kalla á huglægt mat eftirlitsaðila. Fjármálaeftirlitið hefur t.d. það hlutverk að meta hæfi eigenda, stjórnenda og stjórnarmanna fjármálafyrirtækja. Það sjónarmið hefur víða komið fram að ástæður fyrir slæmri stöðu fjármálafyrirtækja séu ekki reglurnar sem um þau gilda, heldur megi frekar rekja vandann til vanþekkingar eða vanhæfni stjórnenda þeirra. Lögin gera ráð fyrir ákveðnum formskilyrðum um hæfi stjórnenda, en huglægur þáttur matsins er vandmeðfarnari. Löggjafinn hefur mætt þeirri gagnrýni, sem fram kom um vanhæfi stjórnenda, með breyttum ákvæðum um hæfiskröfur sem Fjármálaeftirlitið hefur síðan útfært nánar í reglum um hæfismat stjórnarmanna.

Fjármálaeftirlitinu er falið að rannsaka rekstur fjármálafyrirtækja og tryggja að farið sé að heilbrigðum viðskiptaháttum. Löggjafinn kveður ekki á um nánari útfærslu á því hvernig eftirlitinu með heilbrigðum viðskiptaháttum skuli hagað eða hvað felst í heilbrigðum viðskiptaháttum.

7.6.3

Samspil formlegra og huglægra viðmiða

Það var ærið verkefni fyrir eftirlitsstofnanir eins og þær voru útbúnar að hafa eftirlit með formsskilyrðum laga. Á alþjóðavettvangi var unnið í tíu ár að því að bæta úr skorti á reglum fyrir sjálfstæða greiningu og mat á viðskiptastefnu og áhættustýringarstefnu fjármálafyrirtækja sem undirstöðu fyrir mat á eiginfjárkröfum og þær kröfur sem gera þarf til stjórnarhátta og innra eftirlits fjármálafyrirtækjanna sjálfra. Basel-nefndin um bankaeftirlit kom fram með fyrstu drög að

slíkum reglum árið 1999, en reglurnar tóku gildi 2006. Þær voru innleiddar hér á landi 2007, en höfðu ekki komist í framkvæmd fyrir hrun fjármálamarkaðarins haustið 2008. Það gefur auga leið að gerð reglna um aðferðafræði við mat á eiginfjárkröfum er ekki auðveld smíð. Hún hefur ekki heldur gagnast sem skyldi ef tekið er mið af núverandi stöðu fjármálamarkaða víða um heim. Mat á viðskipta- og áhættustýringarstefnu fjármálafyrirtækja gerir miklar kröfur til sjálfstæðrar greiningar eftirlitsaðila á fjármálafyrirtækjunum. Það krefst jafnframt góðrar yfirsýnar og mats á fjármálamarkaðnum og víxlverkan einstakra þátta hans.

Þær kröfur sem löggjafinn hefur gert til stofnana sem fara með fjármálaeftirlit um greiningu og mat á stefnu og áhættustýringu fjármálafyrirtækja með innleiðingu á Basel II reglunum varpa ljósi á nauðsyn þess að betur sé hugað að heildarsýn á fjármálamarkaðina og skýrari stefnumótun um efnahagsstefnu til langs tíma. Slíkan ramma mætti leggja til grundvallar við greiningu og þróun sem gæti gert eftirlitsaðilum betur kleift að meta hver séu eðlileg rekstrar-skilyrði fjármálafyrirtækja. Löggjafinn verður því einnig að tryggja að þekking og greining sé með þeim hætti að hún veiti heildarsýn yfir þá samverkandi þætti sem hafa áhrif á fjármálamarkaðina. Á sama hátt þarf að liggja skýrt fyrir hvar ákvörðunarvald um viðeigandi aðgerðir á heima þegar samfélagslegu hlutverki fjármálamarkaðanna er ógnað vegna þenslu eða annars óvænts vanda.

Vilji löggjafinn stuðla að trausti og stöðugleika á fjármálamörkuðum verður að sjá til þess að bregðast megi við óheillavænlegri framvindu sem víkur frá skýrri stefnu um samfélagslegt hlutverk fjármálamarkaðarins. Ákveða þarf hvar og hvernig viðvörunarbjöllum sé hringt og hver tekur ákvarðanir um aðgerðir.

Löggjöf getur verið skýr um hlutverk einstakra stofnana og formsskilyrði, en ákvarðanir um viðbrögð sem stuðla eiga að

stöðugleika fjármálamarkaða verða alltaf háð mati og dómgreind. Ætli löggjafinn að smíða umgjörð sem felur í sér eftirlit, aðhald og ákvarðanir um síkvikan fjármálamarkað sem starfar fyrir tilhlutan frjálsra markaðsafla verður ekki hjá því komist að viðurkenna þörf fyrir reglur sem styðjast við huglægt mat og dómgreind. Ekki er nokkur von til þess að unnt verði að sjá fyrir við lagasmíð öll hugsanleg tilvik sem upp geta komið og lögfesta með hvaða hætti gripið skuli til aðgerða hverju sinni. Þær stofnanir sem með ákvörðunarvaldið fara verða að hafa nauðsynlegar heimildir til að túlka reglur og grípa til úrræða á grundvelli skýrra markmiða í viðkomandi löggjöf. Slíkar lögskýringaraðferðir eru nauðsynlegar þegar setja skal reglur um markaðsstarfsemi sem er síkvik og hreyfanleg. Þar duga stífar formreglur einar saman skammt.

7.7

Opinbert eftirlit

7.7.1

Eindaeftirlit FME

Opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi er beint eftirlit framkvæmt af eftirlitsstjórnvaldi. Eftirlit Fjármálaeftirlitsins felst að miklu leyti í öflun upplýsinga um starfsemi eftirlitsskyldra aðila, vettvangsrannsóknnum, sérstökum athugunum og öðrum aðferðum sem gera því kleift að kanna hvort starfsemin sé í samræmi við lög, reglugerðir og reglur sem um starfsemina gilda og að hún sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti. Meginábyrgð á eftirliti með starfsemi hvers fyrirtækis er hins vegar á hendi eftirlitsskyldra aðila sjálfra. Það er á ábyrgð stjórnenda fjármálafyrirtækja að skipuleggja starfsemi sína þannig að fyrir hendi sé virk áhættustýring, innra eftirlit og hlýðni við lög og reglur.

Reglur um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi eru settar með lögum og reglu-

gerðum. Lagaumgjörð eftirlitsins er að meginhluta að finna í lögum um fjármálafyrirtæki, lögum um váttryggingarstarfsemi, lögum um verðbréfavíðskipti og lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Þegar sérstaklega stendur á hefur Fjármálaeftirlitið heimild til setningar reglna um einstaka þætti í starfsemi eftirlitsskyldra aðila. Fjármálaeftirlitið hefur víðtækar heimildir til að krefjast úrbóta komi í ljós við athugun að eftirlitsskyldir aðilar fylgi ekki lögum eða reglum sem um starfsemina gilda. Kveðið er á um slíkar heimildir í lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Rétt er þó að benda á að eftirlitsheimildir Fjármálaeftirlitsins vegna tveggja mikilvægra starfseininga á fjármálamarkaði, þ.e. lifeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs, eru takmarkaðar.

Sjálfstæði fjármálaeftirlits og skilyrði fyrir árangursríku eftirliti

Basel-nefndin um bankaeftirlit gaf út árið 2006 ‘kjarnareglur um árangursríkt bankaeftirlit’¹¹⁶ þar sem settar eru fram 25 reglur er nefndin telur vera forsendur árangursríks eftirlits. Meðal þeirra eru reglur um sjálfstæði eftirlitsaðila (kjarnaregla nr. 1). Í henni er áhersla lögð á að eftirlitsstjórnvald sé rekstrarlega sjálfstætt, verklag sé gagnsætt, góðir stjórnarhættir séu viðhafðir, mannaflí sé nægur og tæki séu til ráðstöfunar til að geta uppfyllt skyldur. Enn fremur er lögð á það áhersla að lagaumgjörð og lagaheimildir varðandi veitingu starfsleyfa eftirlitsskyldra aðila sé fullnægjandi sem og eftirlit og eftirlitsúrræði með fjármálastarfsemi.

Í kjarnareglunum er einnig lögð áhersla á að það sé skilyrði fyrir árangursríku bankaeftirliti að ýmsir ytri þættir, sem eru utan lögsögu eftirlitsstjórnvaldsins, séu til staðar. Þessir ytri þættir eru:

- heilbrigð opinber stefna varðandi þjóðhagslega þætti (e. *sound and sustainable macroeconomic policies*);

¹¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision (2006).

- mótaðir innviðir samfélagsins (e. *a well developed public infrastructure*);
- árangursríkt markaðsaðhald (e. *effective market discipline*); og
- fyrirkomulag sem veitir viðunandi vörn þegar reynir á kerfislega mikilvæga áhættuþætti (e. *mechanisms for providing an appropriate level of systemic protection (or public safety net)*).

Frá því að Fjármálaeftirlitið tók til starfa hafa stjórnvöld leitast við að tryggja að starfsemi þess væri í samræmi við kjarnareglurnar, m.a. með því að fjármagna rekstrarkostnað stofnunarinnar með sérstökum hætti. Þessi ásetningur hefur verið ítrekaður, m.a. í viljayfirlýsingu íslenskra stjórnvalda til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá 16. ágúst sl., þar sem því er heitið að Fjármálaeftirlitið fái fullnægjandi tekjur til þess að tryggja að stofnunin geti innt skyldur sínar af hendi með árangursríkum hætti.

7.7.2

Eindaeftirlit Seðlabanka Íslands og fjármálastöðugleiki

Seðlabankinn er lánveitandi til þrautavara og skal stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins og virkri og öruggri greiðslumiðlun. Í samræmi við þetta hlutverk hefur hann, samkvæmt heimild í lögum, sett varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð lána-fyrirtækja. Þau þurfa einnig að uppfylla bindiskyldu hjá Seðlabankanum. Eftirlit Seðlabankans með einstökum fjármálafyrirtækjum felst í eftirfylgni með þeim reglum sem hann hefur sett. Reglurnar gilda um lána-fyrirtæki á fjármálamarkaði.¹¹⁷ Fyrirtækin skila skýrslum til Seðlabankans á grundvelli reglnanna, og eru viðurlög við brotum á þeim.

Seðlabanki Íslands setur reglur um lausafjárhlutfall lánastofnana. Núgildandi reglur Seðlabankans um lausafjárhlutfall eru frá árinu 2006. Markmið reglnanna er að tryggja

að lánastofnanir eigi ávallt nægt laust fé til þess að mæta fyrirsjáanlegum og hugsanlegum greiðsluskuldbindingum á tilteknu tímabili. Nú stendur yfir endurskoðun á lausafjárreglunum, m.a. með tilliti til lausafjárreglna sem unnið hefur verið að á alþjóðlegum vettvangi og verða hluti af alþjóðlegum stöðlum (Basel III). Fjármálaeftirlitið gefur út leiðbeinandi tilmæli um bestu framkvæmd við lausafjárstýringu fjármálafyrirtækja. Nýjasta útgáfa tilmælanna var birt 4. október 2010, og fylgir hún forskrift Basel-nefndarinnar um þetta efni. Seðlabankinn setur lánastofnunum einnig reglur um gjaldeyrisjöfnuð. Reglurnar skilgreina gjaldeyrisjöfnuðinn sem mismun á gengisbundnum eignum og skuldbindingum innan og utan efnahagsreiknings. Núgildandi reglur Seðlabankans um gjaldeyrisjöfnuð tóku gildi árið 2010.

Seðlabankinn hefur ekki heimild í lögum til að framkvæma vettvangsrannsóknir við framfylgd reglna sinna líkt og Fjármálaeftirlitið hefur. Við endurskoðun á lögum og reglum mætti auka við heimildir Seðlabanka og Fjármálaeftirlitsins til að kalla eftir nákvæmri sundurliðun eigna og skulda, kvöðum og skilmálum tengdum þeim og tryggja að refsíákvæði séu fyrir hendi ef umbeðnar upplýsingar eru ekki veittar.

Eins og fyrr segir snúa varúðarreglur Seðlabankans að lána-fyrirtækjum og taka því aðeins til hluta fjármálakerfisins. Einnig er hætta á að slíkar varúðarreglur og eftirlit sem beinist eingöngu að einstökum einingum fjármálakerfisins, þ.e. eindaefitirlit (e. *microprudential supervision*) girði ekki fyrir kerfisáhættu, sem getur byggst upp í kerfinu sem heild vegna tengsla milli eindanna í því eða vegna uppsöfnunar áhættu á lengri tíma.

¹¹⁷ Lána-fyrirtæki er fjármálafyrirtæki sem hefur fengið starfsleyfi skv. 1.–4. tölul. 1. mgr. laga nr. 161/2002 (lög um fjármálafyrirtæki). Um er að ræða innlánsstofnanir og ýmis önnur lána-fyrirtæki, t.d. eignaleigufyrirtæki.

Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur þungi umræðu á alþjóðavettvangi beinst að aukinni áherslu á fjármálaeftirlit sem miðar að því að koma í veg fyrir að kerfisáhætta byggist upp í fjármálakerfinu. Þetta hefur verið nefnt þjóðhagsvarúð eða heildareftirlit (e. *macroprudential supervision*). Með slíku eftirliti er litið til stöðugleika fjármálakerfisins í heild, með það að markmiði að takmarka kerfisáhættu og mögulegt framleiðslutap vegna fjármálaáfalls. Þá er einnig horft til þess að

hegðun fjármálafyrirtækja og samspil þeirra getur verið sjálfstæð uppspretta áhættu. Víðtækari skoðun og greining á þjóðhagsvarúðartækjum þarf að fara fram. Geta stjórnvalda til að stuðla að fjármálastöðugleika byggist á því að þau hafi til þess nauðsynleg úrræði. Það er því mikilvægt að slík greining fari fram til að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins til lengri tíma. Ítarlega er fjallað um þetta efni í næsta kafla skýrslunnar.

Fjármálastöðugleiki – þriðja svið hagstjórnar

Í kjölfar fjármálakreppunnar sem skall á árið 2008 hefur vaxandi áhersla verið lögð á að finna aðferðir við heildarstjórn á fjármálakerfinu. Tilgangurinn er sá að tryggja stöðugleika kerfisins í heild svo að ekki sé treyst eingöngu á eftirlit með fjárhagslegum styrk einstakra fyrirtækja sem saman mynda kerfið. Reynslan hefur sýnt að eftirlit með hverri eind nægir ekki til þess að tryggja stöðugleika kerfisins. Það er hugsanaskekkja ef menn ætla að kerfi sé í lagi einungis ef hver eind þess er í lagi. Nauðsynlegt er að huga að eiginleikum fjármálakerfis í heild og samspili eininganna innan þess til þess að ná tökum á eðlislægri tilhneigingu þess til ofþenslu; hún gæti annars endað með hruni. Reynsla síðustu ára sýnir að hin hefðbundnu hagstjórnartæki á sviði ríkisfjármála og peningamála hafa ekki dugað til þess að koma í veg fyrir fjármálakreppu. Viðtekin þjóðhagsfræðileg greining hefur fram til þessa litið á fjármálakerfið sem næsta hlutlausan farveg fyrir greiðslumiðlun og fjárstrauma í hagkerfinu og þar með fyrir áhrif vaxtabreytinga og skattbreytinga. Að vísu var álitnið að áföll í raunhagkerfinu gætu haft áhrif á fjármálakerfið, en ekki að fjármálakerfið gæti verið sjálfstæð uppspretta hagsveiflna. Nettækni-bólan í Bandaríkjunum sem sprakk í byrjun aldarinnar og nú síðast alþjóðlega fjármálabólan sem sprakk með miklum hveli 2008 hefur hvort tveggja sýnt að fjármálakerfið getur sannarlega valdið skakkaföllum í raunhagkerfinu fari það úr böndum. Til þess að bregðast við þessum vanda hefur verið horfið að því ráði að beita svonefndum þjóðhagsvarúðartækjum, eða heildarstjórnartækjum, til þess að koma böndum á þá þætti í

samspili markaðsaflanna á fjármálamarkaði annars vegar og í raunhagkerfinu hins vegar sem valdið gætu óstöðugleika. Seðlabanki Íslands hefur nýlega fjallað um þetta mál í tveimur sérritum. Fyrri ritið fjallar um peningastefnuna eftir höft.¹¹⁸ Hið síðara fjallar um hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti.¹¹⁹ Þá birtist grein í riti bankans, Fjármálastöðugleiki 2011:1, um þetta efni með yfirskriftinni *Þjóðhagsvarúð*.¹²⁰

Það er vandasamt – með tilliti til efna-hagsgreiningar og stjórnskipulags – að koma þessum tækjum vel fyrir í stjórnkerfinu. Vandinn kemur ekki síst til vegna takmarkaðrar reynslu af beitingu nefndra tækja í þessu skyni. Þekking á áhrifamætti þeirra til þess að stuðla að fjármálastöðugleika er því takmörkuð. Víða um lönd og á vettvangi alþjóðastofnana fara nú fram athuganir á því hvernig þjóðhagsvarúðartækjum verði helst beitt við hlið hefðbundinna hagstjórnartækja til þess að efla fjármálastöðugleika. Hlutverk þessa þriðja sviðs í hagstjórn – við hlið samstilltrar stefnu í ríkisfjármálum og peningamálum – er að draga úr áhættu í fjármálakerfinu sem getur annars vegar myndast og magnast vegna uppsafnaðrar áhættu í kerfinu í heild þegar hagsveiflan er á uppleið – eða verðbólur myndast – og hins vegar vegna uppsafnaðrar áhættu í tengslaneti eindanna – fyrirtækjanna – sem kerfið mynda og ekki kemur fram við eindaeftirlit.

¹¹⁸ Seðlabanki Íslands (2010), bls. 26–44.

¹¹⁹ Seðlabanki Íslands (2011b), bls. 38–47 og 59–90.

¹²⁰ Seðlabanki Íslands (2011a), bls. 49–66.

8.1

Hugsanleg stjórnþæki

Í þessu skyni hafa á síðustu árum verið reynd í mörgum löndum ýmis stjórnþæki sem beinast að fjármálakerfinu í heild og fela í sér beinar takmarkanir á umfangi lánastarfsemi og auknar kröfur um eigið fé og laust fé fjármálafyrirtækja. Þessum tækjum má svo beita einu og einu eða fleirum saman til þess að draga úr ofvexti í fjármálakerfinu, oft í tengslum við aðrar hagstjórnaraðgerðir til þess að draga úr hagsveiflum. Hagrannsóknir á þessu sviði sýna að beiting eftirtalinnna ráða getur dregið úr þensluhneigið fjármálakerfisins og hættu á hruni:

- Hámark á hlutfall lána af veðhæfri eign, t.d. á íbúðalán,
- hámark á hlutfall skulda af tekjum, bæði hjá einstaklingum og fyrirtækjum,
- hámark skuldsetningarhlutfalls m.v. eignir,
- hámark á aukningu lánveitinga, jafnvel eftir atvinnugreinum eða sérstaklega á lán tengd erlendri mynt,
- aukin bindiskylda á banka,
- auknar lausafjárkröfur,
- auknar eiginfjárkröfur, m.a. hagsveiflujafnandi eiginfjárkröfur,
- auknar kröfur um varúðarsjóði vegna lánveitinga, þar með taldar varúðarsjóðs-kröfur tengdar útlánavexti (e. *dynamic provisioning*),
- takmarkanir á opnar stöður í erlendum gjaldeyri/gengisáhættu, þ.m.t. innlend lán tengd erlendum gjaldmiðlum,
- takmarkanir á mismun í tímalengd á eignahlið og skuldahlið/lausafjáráhættu,
- takmarkanir á vaxtaáhættu.

Allt eru þetta ráð sem beint er að fjármálakerfinu í heild eða drjúgum hluta þess, en ekki sérstaklega að einstökum fyrirtækjum. Stundum breytast þessar reglur eftir hagsveiflunni – til hækkunar í uppsveiflu en lækkunar í niðursveiflu – ýmist með sér-

stökum ákvörðunum stjórnvalda hverju sinni eða eftir fyrirfram mótuðum reiknireglum út frá tilteknum hagtölum til þess að hamla gegn hagsveiflum. Hagrannsóknir, m.a. á vegum AGS, benda til þess að takmarkandi reglur af þessu tagi geti – sé þeim beitt rétt – dregið úr sameiginlegri áhættu fyrir fjármálakerfið í heild og þar með úr líkum á fjármálakreppu.¹²¹ Á vegum AGS fer nú fram umfangsmikið starf á þessu sviði. AGS hefur nýlega birt tvær skýrslur um verkefni og stjórnþæki við heildarstjórn fjármálakerfa til þess að auka stöðugleika þeirra.¹²² Þar er birt yfirlit yfir hugsanleg stjórnþæki líkt því sem rakið er hér að framan. AGS gaf síðan út skýrslu í nóvember 2011 sem fjallar einkum um stjórnskipulag þeirra viðfangsefna víða um lönd.¹²³ Nánar verður vikið að þessu efni hér á eftir. Í lok janúar 2012 skilaði stjórnskipaður vinnuhópur í Noregi álit um skipulag og stjórnþæki við þjóðhagsvarúðareftirlit með fjármálakerfinu í heild. Á grundvelli þeirrar skýrslu er unnið að tillögu til að leggja fyrir Stórþingið. Athygli vekur að þar er fyrst og fremst, hvað stjórnþæki varðar, fjallað um beitingu hagsveiflujafnandi varasjóða til að efla stöðugleika fjármálakerfisins, en minna fjallað um önnur hugsanleg stjórnþæki í því skyni.¹²⁴ Þó er vert að benda á að sveiflujafnandi varasjóðir verða sérstakur hluti nýs regluverks á innri markaði Evrópu sem tryggja á innleiðingu Basel III reglna innan ESB frá ársbyrjun 2013.

Margvíslega fyrirvara þarf að gera við niðurstöður rannsóknarinnar á vegum AGS sem vitnað var til hér að framan. Þær eru byggðar á reynslu 49 ríkja á síðustu tíu árum. Fyrirvarar varða bæði tæknilega hlið rannsóknarinnar, aðferðir og efnivið, og gildisvið niðurstaðnanna. Það ber því að skoða þær sem bráðabirgðaniðurstöður. Þess ber að

¹²¹ Lim, Cheng Hung o.fl. (2011), bls. 6–33.

¹²² IMF (2011c).

¹²³ IMF (2011d).

¹²⁴ Finansdepartementet (2012).

geta að þessi rannsókn hefur umfram allt beinst að kerfisáhættu í tímans rás, einkum uppsöfnun kerfisáhættu í uppsveiflu. Enn sem komið er hafa hagrannsóknir beinst í mjög takmörkuðum mæli að því sem kalla mætti netáhættu (stundum nefnt þversniðs-áhætta) í fjármálakerfinu. Hér er átt við kerfisáhættu sem myndast vegna innbyrðis tengsla þeirra einda sem mynda fjármálakerfið. Áhættan fyrir kerfið í heild getur því verið meiri en samanlögð áhætta sem bundin er hverju og einu fjármálafyrirtæki fyrir sig. Netáhættan getur skipt afar miklu máli fyrir stöðugleika fjármálakerfis í heild eins og glögg kom í ljós eftir fall íslensku bankanna 2008. Þess ber að gæta að erfitt er að meta í hvaða mæli skuli beita einstökum tækjum – eða samstæðu tækja – af þessu tagi hverju sinni. Enn fremur er vandasamt að meta hvernær tækjum af þessu tagi skal beitt í varúðarskyni til þess að koma í veg fyrir vandamál í framtíðinni eða til þess að glíma við vanda sem þegar er fram kominn. Ástæða er til þess að hafa í huga að beitingu þessara tækja fylgir kostnaður, m.a. vegna reglubyrðar og skrifinnnsku sem lögð er á fyrirtækin og eftirlitsaðilana, en einnig getur fylgt þeim skerðing á hagvexti og brenglun á vísbindingum um hagkvæma fjárfestingarkosti sem ótruflaður markaður hefði sýnt. Öll íhlutun af opinberri hálfu felur í sér slík áhrif sem þarf að vega og meta á móti þeim ávinningi sem fjármálastöðugleiki felur í sér fyrir hagerfið í heild.

Víðtæk athugun starfshóps á vegum AGS sem vitnað var til hér að framan greindi tíu helstu stjórntæki sem beitt hefur verið til þess að stuðla að stöðugleika fyrir fjármálakerfið í heild, sbr. upptalninguna hér að framan. Þessum tækjum má skipta í þrennt:

- *Lánatengd tæki*: t.d. hámark á hlutfall láns af veðhæfri eign, hámark á skuldir í hlutfalli við tekjur lántaka, þak á lánveitingar í erlendum gjaldeyri og þak á lán-

veitingar eða aukin lán, beiting þyngri áhættuvoga vegna tiltekinna útlána.

- *Lausafjártengd tæki*: t.d. takmarkanir á opnar gjaldeyrisstöður/gjalddeyrishalla, takmarkanir á mismun tímalengdar á eignahlið og skuldahlið og bindiskylda sem nota mætti til að byggja upp varasjóði til að mæta áföllum.
- *Fjármagnstengd tæki*: t.d. breytilegar eiginfjákröfur til að bregðast við hagsveiflum, breytilegar kröfur um varasjóðsframlög eftir tilteknum reglum til að bregðast við hagsveiflum og takmarkanir á heimildir til að úthluta arði.

Þessum tækjum er yfirleitt beitt til þess að draga úr ferns konar áhættu sem steðjað getur að fjármálakerfinu og ógnað stöðugleika þess:

- *Áhættu sem fylgir hröðum útlánavexti* og þar af leiðandi hækkun eignaverðs og hættu á bólu myndun.
- *Áhættu sem hlýst af óhæfilegri skuldsetningu* og þeirri óhjákvæmilegu skuldalækkun sem af henni hlýst á endanum.
- *Lausafjáráhættu fyrir fjármálakerfið sem heild*.
- *Áhættu sem stafar af miklu fjármagnsflæði í erlendum gjaldeyri*, m.a. lánveitingum í erlendum gjaldeyri.

Í fjármálakreppunni sem nú stendur yfir hafa u.þ.b. tveir þriðju þeirra 49 landa sem athugun AGS náði til notfært sér tæki af þessu tagi til að efla fjármálastöðugleika. Fyrir flest þessara landa hefur beiting tækjanna verið hluti af víðtækari aðgerðum sem miða að almennum, þjóðhagslegu jafnvægi þar sem t.d. gengisbreytingar og reglur um takmörk fjármagnshreyfinga milli landa koma hér einnig við sögu. Það er mikilvægt að tækjunum sé aðallega beitt til að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins, en ekki til að hafa áhrif á gengi gjaldmiðilsins eða fjármagnshreyfingar milli landa. „*Macprudential instruments should not be confused with capital*

Skattlagning fjármálakerfisins og fjármálastöðugleiki

Á Íslandi sem og víðar á alþjóðavettvangi hefur skattlagning fjármálakerfisins komið til endurskoðunar í kjölfar bankakreppunnar. Í aðalatriðum hefur þrennt drifið umræðuna áfram. Í fyrsta lagi gríðarlegur kostnaður vegna fjármálakreppunnar sem borinn hefur verið af öðrum en eigendum og lánveitendum bankanna. Skattlagning banka þurfi því að endurspeglar þennan raunveruleika ef ekki er hægt að koma í veg fyrir fjármálaáföll til framtíðar. Í öðru lagi hefur fjármálakreppan dregið fram í dagsljósið þá óbeinu niðurgreiðslu sem fjármálafyrirtæki njóta vegna sannfæringar markaðarins um að kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki verði ekki látin falla.¹²⁶ Ef þessi niðurgreiðsla er látin óáreitt skekkir hún samkeppnisstöðu fjármálakerfisins miðað við aðrar sambærilegar greinar. Við slíkar aðstæður er hætt við því að fjármálakerfið vaxi hagkerfinu yfir höfuð og kæfi aðrar greinar sem keppa við fjármálakerfið um fjármagn og vinnuafli. Í þriðja lagi er hægt að beita skattkerfinu til þess að draga úr eðlislægum óstöðugleika fjármálakerfisins, annaðhvort með því að skattleggja fjármagnsviðskipti eða fjármögnun banka.

Fjórar megináðferðir til sértækrar skattlagningar banka hafa verið til umræðu á alþjóðavettvangi:

Skattur á eignir banka. Slíkur skattur er fyrst og fremst tekjuöflunartæki og virkar líkt og aðrir eignaskattar. Hugsanlegt er að hafa þrepa-skattkerfi til þess að hafa áhrif á samþjöppun í bankakerfinu.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur lagt til að tekinn verði upp *skattur á skuldahlíð banka*.¹²⁷ Slíkur skattur hefur það umfram skatt á eignahlíðina að hægt er að móta skattheimtuna þannig að hún geti haft jákvæð áhrif á hegðun banka, ekki aðeins með því að takmarka vöxt efnahagsreikninga þeirra. Í því sambandi má undanþiggja frá skattheimtu eigið fé banka og stöðugri fjármögnun líkt og gert er í Bretlandi og Svíþjóð. Hérlandis var tekinn upp skattur á allar skuldir banka árið 2010, þ.m.t. eigið fé.

Skatturinn hér á landi er því nú aðeins tekjuöflunartæki.

Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins hefur lagt til að tekinn verði upp *skattur á fjármálaviðskipti* (e. *financial transaction tax*). Þótt slíkur skattur félli ekki undir EES-samninginn gæti hann þegar fram líða stundir haft áhrif á Íslandi þar sem gert er ráð fyrir að skatturinn verði greiddur ef a.m.k. annar aðili að viðskiptum er innan sambandsins. Tillaga framkvæmdastjórnarinnar er sú að frá árinu 2014 verði greiddur 0,1% skattur af öllum viðskiptum með fjármálagerninga utan afleiða sem bera munu 0,01% skatt. Sérstakur skattur á fjármálaviðskipti hefur þann kost að hann gæti dregið úr hjarðhegðun og neikvæðum sveiflum á markaði. Þessar hugmyndir eru náskyldar hugmyndum um Tobin-skatt á gjaldreyrsviðskipti sem Gylfi Zoega fjallaði um í grein í Vísbendingu í janúar 2011.

Að síðustu má nefna *sérstakan skatt á hagnað og laun banka*. Hérlandis var tekinn upp slíkur skattur árið 2012. Sérstök skattlagning á hagnað og laun banka getur haft hagstjórnarlegu hlutverki að gegna. Annars vegar getur ríkissjóður, með slíkri skattlagningu, endurheimt hluta þeirrar rentu sem verður til í bankakerfinu vegna óbeinnar tryggingar sem bankar virðast njóta líkt og rætt er um framar í þessari skýrslu. Hins vegar er ekki greiddur virðisaukaskattur af viðskiptum fjármálafyrirtækja, enda væri erfitt að koma slíkri skattheimtu við. Með sérstakri skattlagningu, t.d. á launakostnað banka, má koma í veg fyrir að þessi sérstaða fjármálafyrirtækja skekki samkeppnisstöðu þeirra við önnur sambærileg fyrirtæki, t.d. um vel menntað starfsfólk.

Sértækri skattlagningu á fjármálafyrirtæki fylgja fjölmörg álitaefni, t.d. hvort skattheimtan ýti undur áhættusækni þar sem talið er að vegna hennar sé fjármagn frekar til reiðu til björgunar banka. Eins greinir menn á um það hversu mikil skattlagningin megi vera áður en hún hefur hamlandi áhrif á hagvöxt.

¹²⁶ Nýlegar rannsóknir benda í þá átt að þessi niðurgreiðsla geti numið um helmingi alls hagnaðar stærstu banka. Sjá nánar grein 4.2.1.

¹²⁷ IMF (2010).

Evrópusamstarfið og heildarstjórnþæki

Á vettvangi Evrópusambandsins hefur verið komið til móts við hugmyndir um heildarstjórnþæki með tvennum hætti, annars vegar með stofnun Kerfisáætturáðs Evrópu (e. *European Systemic Risk Board*) og hins vegar með ákvæðum í drögum að tilskipun og reglugerð vegna innleiðingar Basel III reglna í Evrópurétt (CRD IV og CRR).

Kerfisáætturáð Evrópu var stofnað með reglugerð nr. 1092/2010 og hóf starfsemi í ársbyrjun 2011. Ráðinu er ætlað að taka þátt í að koma í veg fyrir eða draga úr áhrifum áhættu fyrir evrópska fjármálakerfið. Í ráðinu sitja bankastjórnar seðlabanka ESB-ríkjanna 27 auk forseta Seðlabanka Evrópu (sem er formaður ráðsins), formenn hinna þriggja nýju evrópsku eftirlitsstofnana á fjármálamarkaði og fulltrúi framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins. Yfirmenn fjármálaeftirlita í aðildarríkjum sambandsins eru áheyrnarfulltrúar í ráðinu. Seðlabanki Evrópu sinnir stoðhlutverki fyrir kerfisáætturáðið.

Kerfisáætturáðið mótar upplýsingakerfi og fylgist með tölulegum vísbendingum um hugsanlega uppsöfnun kerfisáættu og getur beðið evrópskar eftirlitsstofnanir um upplýsingar um einstök fjármálafyrirtæki. Ráðið hefur sjálft engin tæki til þess að vinna gegn kerfisáættu. Hins vegar er ráðinu ætlað að gefa út viðvaranir um áhættu og yfirvofandi hættuástand til ráðherraráðs ESB. Auk þess getur ráðið gert tillögur til hlutaðeigandi stofnana sambandsins og aðildarríkjanna um aðgerðir til þess að draga úr áhættu. Ráðið hefur hingað til sent frá sér þrjár tillögur. Þær fjalla um: 1) hvernig fara skuli með lán í erlendri mynt til þess að draga úr gjaldeyrisáættu banka, 2) hvernig draga megi

úr áhættu banka sem reiða sig á skammtímaffjármögnun í Bandaríkjadöllum, 3) uppbyggingu og skipulag ráða eða stofnana sem fara með heildarstjórnþæki í aðildarríkjunum. Kerfisáætturáðið skal fylgjast með því hvort hlutaðeigandi stofnanir bregðist við viðvörðunum og tillögum ráðsins, og krefja þær úrbóta ef ráðið telur að ekki sé nóg að gert.

Fjóra þætti í tillögu framkvæmdastjórnarinnar um CRD IV (*Capital Requirements Directive IV*) má líta á sem heildarstjórnþæki.

- Stjórnvöld geta ákveðið stærð sveiflujafnandi varasjóðs (e. *countercyclical capital buffers*) til þess að bregðast við þjóðhagslegu ójafnvægi. Sjóðurinn getur bætt allt að 2,5% við eigið fé banka.
- Stjórnvöld geta breytt áhættuvogum vegna fasteignalána.
- Stjórnvöld geta gert auknar eiginfjárvæðingar til fyrirtækis eða hóps fyrirtækja á grundvelli annarrar stoðar í CRD með heildarstjórn kerfisins í huga.
- Framkvæmdastjórn ESB fái heimildir til að auka varúðarkröfur fyrir Evrópusambandið í heild.

Stefnt er að innleiðingu reglugerðarinnar um kerfisáætturáðið og tilskipun og reglugerð vegna innleiðingar Basel III reglna í gegnum tilskipunina CRD IV og reglugerðina Capital Requirements Regulation (CRR) í EES-samninginn. Þótt einhver aðlögun geti orðið vegna beggja þátta, ekki síst vegna stjórnskipulags innan EFTA/EES-ríkjanna, er ljóst að áframhaldandi innleiðing á regluverki ESB mun snerta mótun umgerðar vegna heildarstjórnþækja innan sambandsins.

controls“ segir t.d. á bls. 11 í skýrslu starfs-
hópsins á vegum AGS sem fyrr var til vitnað. Hið sama gildir um gengisstefnu og skatta á fjármagnshreyfingar milli landa, þar með taldar hugmyndir um svokallaðan Tobin-skatt (sem kenndur er við breska hagfræðinginn James Tobin) og nefndur hefur verið

í glímunni við fjármálakreppuna upp á síðkastið.¹²⁵ Enn hefur slíkur skattur þó ekki

¹²⁵ Í grein Gylfa Zoega í Visbendingu 23. janúar 2012, *Tobin skattur og peningastefnan*, er bent á að Tobin-skattur lagður á gjaldeyrisviðskipti á Íslandi gæti verið liður í afnámi gjaldeyrishafta.

verið lagður á. Tækjum af þessu tagi (þ.e. gengisbreytingum og sköttum á fjármagnshreyfingar) yrði þó fyrst og fremst beitt til að stuðla að almennu þjóðhagslegu jafnvægi – eða jafnvel alþjóðlegu jafnvægi í efnahagsmálum – fremur en sem sértækum fjármála-stöðugleikataekjum (e. *macroprudential instruments*). Tækjunum tíu sem að framan voru nefnd má öllum jafna við aukinn (eða eftir því sem við á, minni) kostnað við lántökur. Þau verka því líkt og vaxtabreytingar sem hemill á heildarlánveitingar og þar með á þjóðarútgjöld og verðþróun. Vaxtataekinu er hins vegar beitt öðru fremur til þess að hafa áhrif á þróun verðlags. Það hefur án efa mun óbeinni áhrif á heildarstærðir fjármálakerfisins til skamms tíma lítið en sú beina íhlutun sem hlýst af beitingu tækjanna tíu sem að framan voru talin. Einmitt af þessari ástæðu er beiting þeirra nú talin hugsanleg til þess að koma í veg fyrir áföll í fjármálakerfinu. En eins og fyrr var nefnt fylgir notkun þeirra óhjákvæmilega kostnaður vegna þess að af þeirra völdum kann að draga úr hagvexti og fjármagni að verða beint inn á brautir sem e.t.v. skila ekki jafngóðum árangri til skamms eða miðlungi langs tíma en annars væri kostur. Ef beiting þessara tækja kemur hins vegar í veg fyrir fjármálaáföll er líklegt að hagvöxtur verði jafnmikill eða meiri – horft til lengri tíma – en orðið hefði ella. Ýmislegt mælir með því að nota framangreind fjármálastöðugleikataeki til þess að fást við kerfislegar áhættur í fjármálageiranum. Í þeim löndum þar sem slík tæki hafa verið reynd hafa áhrif þeirra ekki reynst jafnóbein og óviss og áhrif peningamálastjórnstækjanna, þ.e. vaxta, og þau reynst bæði sveigjanlegri og hnitmiðaðri en flestar ríkisfjármálaaðgerðir – og áhrifin jafnframt komið fyrir í ljós.

Innan ESB er lögð á það mikil áhersla um þessar mundir að móta og nota tæki af þessu tagi til að glíma við fjármálakreppur. Framkvæmdastjórn ESB virðist leggja mesta áherslu á hagsveiflujafnandi eiginfjákröfur sem helsta fjármálastöðugleikataekið auk

heimilda fyrir fjármálaeftirlit til þess að nýta aðra stoð (Pillar 2) til þess að auka kvaðir á hóp fyrirtækja, en innan einstakra aðildarríkja ESB er horft til fleiri átta. Til dæmis má nefna að þar sem lán til fasteignakaupa og fasteignabólar víða um lönd léku mikið hlutverk í yfirstandandi og fyrri fjármálakreppum hefur í mörgum löndum verið horft til almennra takmarkana á hlutfall lána af veðhæfum eignum sem sérlega gagnlegs tækis til að sporna við ofpenslu.

Eins og framansagt ber með sér eru þau ráð sem hér eru nefnd til sögu sem fjármálastöðugleikataeki – eða þjóðhagsvarúðartæki – oftast einnig notuð eða hafa verið notuð sem eindastjórnartæki í fjármálaeftirliti með einstökum fyrirtækjum. Óbeinlínis er hér gert ráð fyrir því að þau séu tiltæk til nota sem heildarstjórnartæki ef á þarf að halda. Það er því afar mikilvægt að skýrt og skilmerkilega komi fram hvenær þau eru notuð til að efla fjármálastöðugleika og hvenær í eindaeftirlitsskyni. Augljóslega er þörf á nánú samstarfi og samræmingu þeirra stofnana sem sinna eindaeftirliti og þeirra sem hyggjast nota verkfæri eindaeftirlitsins í fjármálastöðugleikaskyni. Það gæti stundum reynst erfitt að ‘tvímenna’ á þeim tækjum sem til greina koma. Við þessa samstarfsþörf bætist svo að samræmis þarf að gæta milli stefnu á þessu þriðja sviði hagstjórnar og stefnu í peningamálum og ríkisfjármálum.

Hér á eftir verður fjallað nokkru nánar um skilgreiningu hugtaksins fjármálastöðugleiki og hvernig best fari á því að koma heildarstjórn fjármálakerfisins með tækjum af nefndu tagi fyrir í stjórnkerfinu. Samræma þarf sjónarmið úr mörgum áttum þegar þessum tækjum er beitt því að hugsanlegt er að árekstrar geti orðið milli þjóðhagsvarúðaraðgerða á fjármálamarkaði annars vegar og vaxtaákvæðana eða skattbreytinga – eða ákvæðana vegna eindaeftirlits hins vegar. Þetta nýja svið hagstjórnar er enn í deiglu, og er þess að vænta að sérstök verkfæri sem því henta verði mótuð með tímanum.

8.2

Fjármálastöðugleiki – skilgreiningar og mælingar

8.2.1

Skilgreiningar

Skilgreining Seðlabanka Íslands á fjármálastöðugleika sem birtist í riti bankans, Fjármálastöðugleiki, og hefur birst þar árlega óbreytt frá árinu 2005 (reyndar tvisvar á ári frá 2010), hljóðar svo:

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

Það er mikilvægt að huga vandlega að skilgreiningu á nefndu hugtaki þegar stofnun eða stofnunum er falið með lögum það ábyrgðarhlutverk að sjá um eftirlit með fjármálastöðugleika og aðgerðir til þess að stuðla að honum fyrir hagkerfið í heild.¹²⁸

Skilgreining Seðlabanka Íslands fer nærri skilgreiningum seðlabanka ýmissa annarra landa, t.d. Noregs, Sviss og Þýskalands. Til þess að gera skilgreininguna gagnlega í framkvæmd er vandinn ekki síst í því fölginn að finna hagamælingar eða vísbendingar sem svara til hennar. Hvað er til dæmis átt við með orðinu ‘áfall’ í þessu samhengi? Hvernig á að mæla umfang og tíðni áfalla, hvað veldur þeim og hvaða ferlar ráða því hvort þau verða í þeim mæli að sköpum skipti? Hvenær og hvernig er lánsfé og greiðslum miðlað eða áhættu dreift með ‘viðhlítandi hætti’?

Tommaso Padoa-Schioppa, fyrrum fulltrúi í framkvæmdastjórn ECB, skilgreinir fjármálastöðugleika með líkum hætti og Seðlabanki Íslands, en leggur til að nokkrum mikilvægum orðum verði skotið inn í þennan stutta texta á þessa leið: „Í fjármálastöðugleika felst að fjármálakerfið geti staðist áföll í efnahagslífi og á fjármálamörkuðum án þess að láta undan áhrifum frá uppsöfnunarferlum sem komið geta í veg fyrir að lánsfé

og greiðslum sé miðlað og áhættu dreift með viðhlítandi hætti.“¹²⁹

Með því að vísa til uppsöfnunaráhrifa beinir Padoa-Schioppa athyglinni að atburðarás sem getur valdið áföllum í fjármálakerfinu á ófyrirsjáanlegan hátt frá sjónarmiði hvers og eins fjármálafyrirtækis, en hugsanlegt er að greina megi með nokkrum fyrirvara af greiningaraðila sem horfir á kerfið sem heild. Sem dæmi um þetta mætti nefna lausafjárstöðu fjármálakerfisins í heild, ekki síst laust fé í erlendum gjaldeyri. Þá stöðu metur hvert fjármálafyrirtæki fyrir sig ef til vill ekki að jafnaði, heldur lítur fyrst og síðast á eigin stöðu í innlendri mynt. Hér getur komið upp vandamál fyrir kerfið í heild ef erlendir fjármálamarkaðir lokast. Sama máli gegnir um áhrif gagnvirkni og fylgni innan fjármálakerfisins milli aðilanna sem það mynda á heildina (netáhrif), sem og áhrif frá víxlverkun milli raunhagkerfisins og fjármálastarfseminnar. Slík áhrif getur hvert einstakt fyrirtæki sjaldan séð fyrir eða tekið með í reikninginn. Þannig er hér um svokölluð ytri áhrif (e. *externalities*) að ræða sem kallað geta á íhlutun af hálfu stjórnvalda.

¹²⁸ Í riti Seðlabankans, Fjármálastöðugleiki 2005, er fjármálastöðugleika lýst á bls. 53 þannig að tvennt þurfi til þess að hann ríki, „annars vegar að mikilvægustu fjármálafyrirtæki séu traust í þeim skilningi að yfirgnæfandi líkur séu á því að þau geti staðið við skuldbindingar sínar án truflana eða utanaðkomandi aðstoðar, og hins vegar að mikilvægustu markaðir séu traustir þannig að markaðsaðilar geti átt viðskipti snurðulaust og á verði sem endurspeglar grundvallarmarkaðskrafta og breytist ekki án tilverknaðar þeirra.“ Hér var byggt á skilgreiningu Andrews Crockett í erindinu „Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?“ sem hann flutti í málstofunni Maintaining Financial Stability in a Global Economy sem Federal Reserve Bank of Kansas City stóð fyrir árið 1997. Reyndar má sjá að ýmis erfið matsatriði eru fölgin í þessari lýsingu, en hún sýnir þó greinilega hvað reynt er að meta.

¹²⁹ BIS (2011), bls. 32–33. Í þessu riti er á bls. 27–33 að finna fróðlega umfjöllun um tilraunir til þess að skilgreina fjármálastöðugleika.

8.2.2

Mæling á fjármálastöðugleika

Miklar rannsóknir hafa á undanförnum árum beinst að tölulegum mælingum á fjármálastöðugleika – eða skorti á honum. Slíkar mælingar má meta með tölum um rekstur og efnahag fjármálafyrirtækja, en einnig með hagtölum um ýmsa aðra þætti efnahagslífsins. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gaf út árið 2005 leiðbeiningarit um mælingar á fjármálastöðugleika (e. *Financial Soundness Indicators, FSIs*). Slíkum mælingum er ætlað að sýna ástand og horfur hjá fjármálafyrirtækjum og viðskiptavinum þeirra; þær eiga að gagnast til greiningar á styrkleika fjármálakerfa og eftirlits með þeim. Þetta er í því skyni gert að efla stöðugleika og draga úr líkum á því að kerfin verði fyrir áföllum. Seðlabankinn birti tölur um íslenska fjármálakerfið samkvæmt þessum leiðbeiningum í riti sínu, Fjármálastöðugleiki 2005. Tölur bankans svöruðu til þeirra 12 vísbendinga sem AGS nefndi 'grunnsett' fyrir FSI og voru einkum unnar úr reikningum fjármálafyrirtækja. Síðan hafa slíkar mælingar ekki birst með sama hætti hversu æskilegt sem það hefði verið. Reyndar ætti það að sitja í fyrirrúmi að koma upp skipulegum og tölulegum aðferðum til þess að fylgjast með stöðugleika íslenska fjármálakerfisins. Leiðbeiningar AGS um reglulega söfnun 39 vísbendinga um fjármálastöðugleika, þar af 12 í fyrrnefndu grunnsetti, eru gagnlegar. Reynslan af fjármálakreppunni 2008 gefur tilefni til þess að hér á landi verði framvegis lögð rík áhersla á gagnasöfnun og greiningu á talnaefni sem snertir fjármálastöðugleika. Slík greining er forsenda raunhæfs eftirlits með fjármálakerfinu í heild og aðgerða sem treyst geta stöðugleika þess.¹³⁰ Sérstaka áherslu ætti að leggja á að finna fyrstu hættumerki (e. *early warning indicators*) og fylgjast með þeim. Á það hefur m.a. verið bent að fari saman ofurtrú á nýjungar á fjármálamarkaði og ofurtekjur hjá þeim sem fást við

útgáfu nýstárlegra fjármálagæringa og eignastýringu fyrir aðra, þá sé ástæða til að óttast fjármálakreppu.¹³¹

8.3

Lögbundið hlutverk

Áhrifaríkust leið til þess að beina athygli að fjármálastöðugleikastefnu sem mikilvægum þætti í hagstjórn er að skilgreina markmið stefnunnar í lögum og fela framkvæmd hennar tilteknu stjórnvaldi í sömu lögum. Í þessu felst að stjórnvaldinu sé ætlað að tryggja heildaryfirsýn yfir kerfisáhættu og stöðugleika fjármálakerfisins og bera ábyrgð á samræmdum viðbrögðum þegar á reynir.

Huga þarf að því hvernig best er að skilgreina í lagatexta (eða erindisbréfi) markmið um fjármálastöðugleika og eftirlit með honum – og þá jafnframt tækin sem eftirlitsaðila/stjórnvaldi eru fengin í þessu skyni. Þá skiptir vitaskuld máli að viðurkennd skrá yfir slík tæki er enn ekki til á blaði, hvað þá að þeim hafi öllum verið beitt í reynd. Tækin sem nefnd hafa verið til sögu eru flest hin sömu og eindaeftirlitið notar, t.d. eiginfjákröfur, lausafjákröfur, hámark lánshlutfalls af verðmæti veðhæfrar eignar o.s.frv. Hér geta einnig átt við vaxtabreytingar, skattabreytingar og höft á fjármagnshreyfingar. Forræði á þessum stjórnækjum er yfirleitt dreift á allmargar stofnanir og stjórnvaldsaðila. Það sem hér að framan er rakið er í raun og veru forsenda fyrir skilvirku heildareftirliti með fjármálakerfinu, þjóðhagsvarúðareftirliti (e. *macroprudential supervision*). Slíku eftirliti er ekki hægt að sinna svo að vel fari nema markmið hafi verið skilgreind og gerð mælanleg/sýnileg og tækin skilgreind og fengin tilteknu stjórnvaldi í hendur. Vissulega er það rétt að ekki er

¹³⁰ Framhald FSI-tölfræðinnar frá 2004 til líðandi stundar er til athugunar. Seðlabankinn hefur hug á því að taka upp FSI-práðinn að nýju.

¹³¹ Woolley (2010).

auðvelt að skilgreina hugtakið fjármála-
stöðugleiki nákvæmlega – þótt orðinu sé oft
og víða hampað með fræðilegu yfirbragði –
en þar með er ekki sagt að ekki megi reyna.

8.4

Hvernig er best að haga heildar- eftirliti með fjármálakerfinu?¹³²

Það er auðvitað komið undir tilgangi og
tækjum hvernig verkum er best skipt í eftir-
liti og stjórn fjármálakerfisins. Hér er að vísu
í meginatriðum um að ræða eitt sameiginlegt
markmið sem að er stefnt – þ.e. fjármála-
stöðugleika – en markmiðið er fjölpætt og
stjórn tækin margvísleg. Eins og fyrr var
nefnt eru enn ekki komin fram nein sérstök
stjórn tæki sem eingöngu eru ætluð til heild-
areftirlits og stjórnar á fjármálakerfinu í
varúðarskyni (e. *macroprudential policy*).
Almennt talað er heildarstjórn tækjum ætlað
að fást við áhættu sem varðar kerfið í heild
og kann að vera umfram samtölu áhættunnar
í eindum kerfisins.

Þegar fjallað er um heildarstjórn fjármála-
kerfis má greina þrjú svið eða víddir. Fyrst
má nefna *hagsveifluvídd*. Hún felur í sér
aðgerðir til að hamla gegn tilhneigingu fjár-
málakerfisins til þess að fylgja hagsveiflum
– eða jafnvel ýkja þær – og hagsveiflu-
tengdum áhrifum frá fjármálaeftirlitsreglum
sem beinast að eindunum í kerfinu og hafa
sérstaklega í sér fólgni hvata til að auka á
hagsveifluna vegna þess að eftirlitsreglurnar
verða fjármálafyrirtækjunum léttbærari í
uppsveiflunni og öfugt í niðursveiflu. Til
þess að hamla gegn þessum hagsveiflu-
tengdu þáttum þarf að auka kröfur um fram-
lög í varúðarsjóð í uppsveiflunni, en draga
úr þeim (eða losa úr sjóði) í niðursveiflunni.
Breytilegar eiginfjár- og lausafjárkröfur til
að vinna gegn hagsveifluáhrifum (einkum
tilhneigingu til ofpenslu) geta ýmist byggst
á dómgreindarákvörðun eftirlitsaðilans eða
fylgt fyrirfram settum reiknireglum. Í þessu
skyni mætti einnig hugsa sér að nota vaxta-

ákvarðanir seðlabanka innan vissra marka til
þess að stuðla að fjármálastöðugleika, þ.e. til
þess að ‘halla sér upp í vindinn’ eins og
stundum er sagt, svo lengi sem þær ganga
ekki gegn meginmarkmiði bankans um
stöðugt verðlag. Hagsveiflur hafa áhrif á öll
fjármálafyrirtæki og þar með á heildina.
Hagsveifluleiðrétting á eiginfjár- eða lausa-
fjárkröfum gildir því um alla jafnt og er
ætlað að jafna sveiflur í starfsemi fjármála-
fyrirtækjanna og þjóðarþúskaparins.

Í öðru lagi er *netvídd*, sem stundum er
nefnd *þversniðsvídd*, í kerfislegri áhættu í
fjármálakerfi – og þar með í viðleitni til að
hafa stjórn á því. Hér er átt við það að ólík
fyrirtæki og aðilar á fjármálamarkaði geti
verið í mismiklum mæli valdir að kerfis-
áhættu eftir því hverjum þeir eru fjárhagslega
tengdir og hvernig. Til þess að vinna gegn
slíkri áhættu er leitast við að beita strangari
reglum eða taka hærri gjöld fyrir trygg-
ingar/ábyrgðir sem veittar kunna að vera af
opinberri hálfu gagnvart fyrirtækjum sem
valda mikilli kerfisáhættu með starfsemi
sinni og með því að setja reglur um það
hverjar tengingar milli aðila á fjármála-
markaði eru heimilar og hverjar ekki. Hér er
ekki síst vísað til þess að tengingar og fylgni
milli eindanna sem mynda fjármálakerfið
geta verið uppspretta áhættu fyrir kerfið í
heild. Sú áhætta sést ekki þegar eingöngu er
litið á hverja eind eða fyrirtæki fyrir sig eins
og vikið var að hér að framan.

Þriðja víddin í stöðugleikastjórn fjármála-
kerfa í heild varðar skipulagsgerð fjármála-
fyrirtækja og innviði fjármálamarkaða. Hana
mætti kalla *skipulagsvídd*. Hér er vísað til
reglna sem takmarka áhættu og auka þol
innviða fjármálakerfisins. Fyrira triðið vísar
t.d. til krafna um lágmark stofnfjár og ann-
arra starfsleyfisskilyrða fjármálafyrirtækja,

¹³² Hér er m.a. stuðst við eftirtalin rit: Clark og Large
(2011), BIS (2011), Davies og Green (2010) og
Large (2010). Sjá einnig skýrslurnar frá IMF og
norska fjármálaráðuneytinu sem vitnað var til í
grein 8.1 hér að framan.

samkeppnisreglna sem hafa bein áhrif á stærð fyrirtækja og á samruna í fjármálastarfsemi, reglna um hvaða starfsemi fyrirtækjum er heimilt að stunda, skattareglana sem geta haft áhrif á girun eiginfjár og breytinga á hvatakerfum stjórnenda, kaupaukakerfum o.fl. Síðara atriðið vísar m.a. til rauntíma-uppgjörskerfa fyrir greiðslur (e. *real-time gross settlement systems*), miðlægra greiðslujöfnunar- og uppgjörskerfa og annarra slíkra innviða fjármagnsmarkaða. Heildaráhætta vex eftir því sem áhætta einstakra fyrirtækja verður einsleitari og fyrirtækjum á markaði fækkar; þannig myndast fákeppni og áhættan þjappast saman. Þegar þessa er gætt er ljóst að ýmsar þessara skipulagsreglna hljóta að vera háðar markaðsaðstæðum á hverjum tíma og geta þess vegna breyst frá einum tíma til annars. Af þessum sökum er ef til vill ekki skýr greinarmunur milli hagsveiflustjórntækja og skipulagsstjórntækja á þann hátt að hin fyrri breytist í tímans rás, en hin síðari séu fastsett í eitt skipti fyrir öll.

Með nokkrum hætti má halda því fram að stjórnvöld geti innan vissra marka valið um það hvort beita skuli ströngum fjárhagsreglum og eftirliti með starfsemi fjármálafyrirtækja eins og þau eru nú skipulögð eða breyta innra skipulagi þeirra með lögum þannig að þau verði í sjálfu sér öruggari. Sú tillaga um breytingar á skipulagsgerð banka sem einna mesta athygli hefur vakið í kjölfar bankakreppu síðustu ára er án efa sú að skilja að starfsemi viðskiptabanka og fjárfestingarbanka. Því er haldið fram að slíkur aðskilnaður myndi gera bankakerfið öruggara og draga úr hneigð til öfgakenndra sveiflna auk þess sem auðveldara yrði að takmarka hugsanlegan stuðning hins opinbera við fjármálafyrirtæki, ef á reyndi, við þá starfsemi eina sem felur í sér bráðnaðsynlega þjónustu við fólk og fyrirtæki, en ekki þá starfsemi sem er fylgin í áhættufjárfestingum, bæði spákaupmennsku á fjármálamörkuðum og áhættusömum fjárfestingum af öðru tagi.

8.5

Aðskilnaður viðskiptabanka og fjárfestingarbanka

Á bak við tillöguna um aðskilnað býr sú skoðun að bankavandræði síðustu ára hafi hlotist af því að stjórnendur og eigendur bankanna hafi notað umráðafé þeirra og annarra innlánsstofnana – ekki síst innlánsfé – til þess að stunda áhættufjárfestingar og hækka spákaupmennsku á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Fjárfestingarbankastarfsemi hafi þannig notið góðs af innstæðu-tryggingum sem ætlaðar eru til þess að verja hagsmuni ‘neytenda’ ásamt hinni óbeinu ábyrgð ríkisins á öllum bönkum sem taldir voru of mikilvægir til þess að láta þá nokkurn tíma komast í þrot. Á þessu megi ráða nokkra bót með ströngum lagaákvæðum sem banni rekstur venjulegrar viðskiptabankastarfsemi og fjárfestinga fyrir eigin reikning í sama félagi. Á því leikur ekki vafi að einmitt óheppileg tengsl milli innlánsstarfsemi og fjárfestingarstarfsemi átti snaran þátt í rótum kreppunnar 2008. Rannsóknarnefnd Alþingis komst einnig að þeirri niðurstöðu að íslenskir bankar hefðu í auknum mæli snúið sér að fjárfestingarbankastarfsemi í aðdraganda hrunsins.

Því miður er afar erfitt að setja um þennan aðskilnað einföld lagaákvæði sem skila tilætluðum árangri.

Í fyrsta lagi er ákaflega erfitt að marka í lagatexta með einföldum hætti muninn á venjulegri viðskiptabankastarfsemi annars vegar og fjárfestingarbankastarfsemi hins vegar, einfaldlega vegna þess að mörkin milli ólíkra skuldaskjala eru fljótandi. Annars vegar eru skjöl sem teljast vera tengd fjárfestingarstarfsemi og hins vegar þau sem fylgja daglegri og reglulegri þjónustu við rekstur fyrirtækja eða einstaklinga. Sé gerð tilraun til þess að festa í lög ákvæði um skil þarna á milli er hætt við að fljótt verði fundnar leiðir til þess að fara framhjá þeim. Þetta var reynslan í Bandaríkjunum, en þar

voru í gildi lagaákvæði um aðskilnað viðskiptabanka og fjárfestingarbanka frá 1933 til 1999, svonefnd Glass-Steagall-lög sem voru sett í kjölfar kreppunnar miklu. Upphaflega voru ákvæðin afar ströng, en útvötnuðust smám saman, einkum upp úr 1980, og voru loks numin úr gildi 1999.

Í öðru lagi má benda á að það voru ekki eingöngu stórir alhliða bankar – í senn viðskiptabankar og fjárfestingarbankar¹³³ – sem komu við sögu með afdrifaríkum hætti í bankakreppunni. Það gerðu líka bæði stórir og miðlungi stórir viðskiptabankar og sparisjóðir¹³⁴ sem stunduðu lítt eða ekki fjárfestingar fyrir eigin reikning, sem aðskilnaðarregla milli viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi hefði girt fyrir.¹³⁵

Í þriðja lagi má leiða að því gild rök að þótt eingöngu sérstakar, aðskildar stofnanir fengjust við fjárfestingarbankastarfsemi og hins vegar væru tandurhreinir viðskiptabankar, þá gæti sams konar sjálfmagnandi víxlverkun myndast milli hreinna viðskiptabanka annars vegar og hreinna fjárfestingarbanka hins vegar og myndaðist innan alhliða stórbankanna í aðdraganda kreppunnar 2008. Þetta gæti gerst þannig að viðskiptabankinn stofnaði til lána (t.d. fasteignalána) og seldi þau svo til fjárfestingarbanka sem höndlar með þau áfram og setur þau hugsanlega í lánavafninga samsetta úr ýmiss konar skuldaskjölum sem færu svo þannig á CDO-markað. Út úr þessu gæti komið sjálfhækkandi víxlgangur milli tveggja aðskilinna banka því að viðskiptahvatarnir verka á sama hátt milli fyrirtækja og innan þeirra. Slíkt spanferli byggist yfirleitt í upphafi á of bjartsýnu lánshæfismati og þar með á of hagstæðri verðlagningu lána fyrir lántakann. Þetta ferli getur jafnt myndast í viðskiptum milli tveggja banka, þar sem annar er hreinn viðskiptabanki og hinn hreinn fjárfestingarbanki, þótt hvor um sig fáiست eingöngu við sín sérgreindu viðfangsefni – og virði á allan hátt Volcker-reglur – sem innan blandaðs alhliða banka. Formbreyting ein nægir ekki. Það þarf að-

gerðir og reglur sem hafa áhrif á sjálfa lána-starfsemina, hver sem hefur hana með höndum, til þess að hemja sveifluhneigð fjármálakerfisins.¹³⁶

Sett var á laggirnar stjórnskipuð nefnd í Bretlandi, The Independent Commission on Banking, undir forystu Sir Johns Vickers, sem hafði það verkefni að íhuga tillögur, annars vegar um bætta skipulagsgerð breska bankakerfisins og hins vegar um aðrar umbætur því tengdar sem stuðlað gætu að fjármálastöðugleika og samkeppni á fjármálamarkaði. Nefndin skilaði álitinu sínu í september 2011. Hún gerir tillögur um skipulag til þess að greina að með girðingum (e. *ring-fencing*) innan sömu samstæðu fjárfestingarbankastarfsemi og venjulega viðskiptabankastarfsemi, en leggur ekki til fullkominn aðskilnað.

Þá gerir breska bankanefndin tillögur um verulega auknar eiginfjákröfur, sérstaklega fyrir viðskiptabankastarfsemina.¹³⁷

Tillögur þessar þykja nokkuð flóknar í framkvæmd; í þeim er fólgin tilraun til þess að varðveita þá hagkvæmni sem falist getur í alhliða bankastarfsemi, en jafnframt til að draga úr tilhneigingu til ógætilegrar töku áhættu og auka getu banka til þess að standa stöðugt án þess að stuðningur hins opinbera komi til.

Nýleg löggjöf í Bandaríkjunum fer aðra leið með ströngum aðskilnaðarreglum og lögfestir svonefnda Volcker-reglu um aðskilnaðinn sem á var minnst hér að framan. Í sem allra stystu máli er kjarni reglunnar sá að innlánsstofnunum, þ.e. bönkum og sparisjóðum

¹³³ T.d. Citi, RBS og UBS í Bandaríkjunum og Bretlandi eða hér á landi Landsbankinn, Glitnir og Kaupþing.

¹³⁴ T.d. HBOS, Northern Rock og Indymac í Bretlandi og Bandaríkjunum.

¹³⁵ Eins og t.d. hin svokallaða Volcker-regla, kennd við Paul Volcker, fyrrum seðlabankstjóra Bandaríkjanna, sjá nánari tilvísun hér á eftir.

¹³⁶ Turner (2010), bls. 59–60.

¹³⁷ Independent Commission on Banking (2011), bls. 7–78.

sem taka við innlánum frá almenningi, er bannað að kaupa hlutabréf og önnur verðbréf, utan bandarískra ríkisskuldabréfa, fyrir eigin reikning eða eiga hluti í eða tengjast vogunarsjóðum eða hlutabréfasjóðum.¹³⁸

Um miðjan janúar 2012 bárust fréttir af því að Michel Barnier, einn framkvæmdastjóra ESB með ábyrgð á málefnum innri markaðarins, hefði valið Erkki Liikanen, finnska seðlabankastjórann, til að fara fyrir nefnd sem ætlað er að kanna hvort skynsamlegt sé að innleiða bandarísku Volcker-regluna um aðskilnað eða tillögur Vickers-skýrslunnar um girðingar í öllum aðildarlöndum ESB og EES.¹³⁹ Nefndin á að skila niðurstöðum haustið 2012. Þessar ólíku hugmyndir og tillögur um aðskilnað hinna tveggja þátta í bankastarfsemi eru umdeildar, en án efa verður niðurstaðan í þessu máli sú að aðgreiningin verður skerpt, hver leið sem farin verður.

Það er mikilvægt að fylgjast grannt með framvindu þessa máls á alþjóðavettvangi áður en ákvarðanir eru teknar hér á landi um róttækar breytingar á skipulagi banka og annarra fjármálafyrirtækja. Einsætt virðist að efla megi fjármálastöðugleika með skýrari greinarmun á þessum tveimur þáttum bankastarfseminnar. Sem stendur eru hættumerki um óheppileg tengsl þessara tveggja starfsþátta ekki sérstakt áhyggjuefni í hinu nýendurreista fjármálakerfi hér á landi. Í ljósi dýrkeyptrar reynslu er ástæða til að vera vel á verði og útiloka ekki aðgreiningu eða aðskilnað þessara starfsþátta sem framtíðarfyrirkomulag, ekki síst ef þróunin stefnir í þá átt á alþjóðavísu. Aðgreiningu þarf að fylgja fast eftir í upphafi með leiðbeinandi tilmælum frá Fjármálaeftirlitinu sem binda mætti í fastmótaðar reglur þegar reynsla væri fengin af framkvæmdinni.

8.6

Ólík markmið

Ekki fer hjá því að árekstur geti orðið milli markmiða og aðgerða sem gripið er til vegna

heildareftirlits annars vegar og eindaeftirlits hins vegar. Þessar tvær greinar eftirlits, sem einatt kynnu að beita sömu tækjunum, en í ólíkum tilgangi og með ólíku viðfangi, geta stangast á. Aðgerðir á sviði peningamála og samkeppni geta einnig rekist á heildarstjórn fjármálakerfisins. Lítum á hugsanlegan árekstur eindaeftirlits og heildareftirlits. Vel má hugsa sér – og raunar finna bein dæmi þess – að þótt öll fjármálafyrirtæki á markaði væru vel varin með góðri áhættustýringu og öflugum varasjóðum á efnahagsreikningi og uppfylltu allar kröfur eindaeftirlitsins, þá gæti fjármálakerfið í heild verið vald, t.d. vegna einsleitni og samþjappaðrar áhættu sem að einhverju leyti getur meira að segja verið til komin vegna opinberra reglna á vegum eindaeftirlitsins. Þannig er hugsanlegt að sams konar áhættustýring flestra fjármálafyrirtækja vegna beinna ákvæða – eða til-mæla – í eindastjórnarreglum eftirlitsaðila geti farið í bága við það sem æskilegt er frá sjónarmiði heildarinnar, jafnvel þótt hverri eind væri vel stjórnað. Hugsá þarf fyrir því fyrirfram hvernig úr slíkum ágreiningi skuli skorið og hvernig heppilegast sé að skipa stofnunum til verka að slíkum úrlausnar-efnum.

8.7

Gegnsæi og ábyrgð

Mikilvægt er að allar aðgerðir stjórnvalda til að tryggja fjármálastöðugleika séu vel rökstuddar og greiður aðgangur sé að ákvörðunum sem teknar eru í því skyni og rökstuðningi fyrir þeim eins fljótt og við verður komið. Þess þarf þó jafnan að gæta að birtingu ákvarðana af þessu tagi sé valinn sá tími að ekki geti valdið skaða á markaði. Þess eru

¹³⁸ The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, SEC. 619. *Prohibition on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds and Private Equity Funds.*

¹³⁹ http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/news/2012/01/20120116_en.htm

dæmi að fréttir af neyðarlánum frá seðlabanka til að bæta greiðslustöðu banka hafi beinlínis valdið áhlaupi á bankann sem í hlut á. Þannig getur ótímabært gegnsæi unnið gegn eiginlegum tilgangi neyðarlánsins, þótt því væri ætlað að vekja traust á viðkomandi lánastofnun. Þetta er vandmeðfarið. Heildareftirlitsaðgerðir ættu reyndar yfirleitt að vera auðveldari í meðförum að þessu leyti en eindaaðgerðir sem beinast að einu eða fáum fyrirtækjum. Á hinn bóginn er í eðli sínu vandasamara að upplýsa um heildareftirlitsaðgerðir á fjármálamarkaði en til dæmis um vaxtabreytingar innan ramma peningastefnu. Vandinn er ekki síst sá að erfiðara er að skilgreina markmið og árangur aðgerða á sviði fjármálastöðugleika með skýrum og einföldum hætti. Því miður er ekki til nein einföld hagtala sem mælir fjármálastöðugleika á sama hátt og verðstöðugleiki á mælikvarða neysluverðsvísitölu er einfaldur mælikvarði á árangur peningamálastefnu; verðbólga á þennan kvarða er svo stundum tilefni opinberra hagstjórnaraðgerða, t.d. vaxtabreytinga. Þetta samhengi er núorðið vel kunnugt. Hið sama á ekki við um fjármálastöðugleikasviðið. Hvað sem þessu líður er gegnsæi og birting ákvarðana og rökstuðnings fyrir þeim á fyrirsjáanlegan hátt eina leiðin til þess að tryggja upplýst aðhald að ákvörðunum og ábyrgð stjórnvalda á þessu sviði eins og öðrum. Reynslan af peningamálasviði sýnir að það tekur langan tíma að móta aðferðir og finna heppilegan farveg fyrir upplýsingar og ákvarðanir um mál af þessu tagi sem gefi almenningi glögga sýn á það hvernig á málum er haldið.

8.8

Hvaða stofnun á að fela ábyrgð á fjármálastöðugleikastefnunni?

Hvaða stofnun eða stofnunum ætti að fela ábyrgð á heildarstjórn fjármálakerfisins í varúðarskyni (e. *macroprudential policy*)? Þetta álitaefni snertir svo mörg svið hag-

stjórnar og svo margvísleg stjórnþæki koma til greina að því verður ekki auðveldlega fyrir komið samkvæmt verklaginu ‘eitt markmið – eitt stjórnþæki – eitt stjórnvald’ sem tíðkast á öðrum sviðum hagstjórnar, ekki síst á peningastefnusviðinu. Við þetta bætist að við heildarstjórn fjármálakerfa þarf stundum að velja á milli ólíkra markmiða sem rekast á. Slíkt val getur verið pólitískt álitamál, og ekki er sjálfsagt að það megi fela framkvæmdaraðila sem ekki hefur pólitískt umboð frá kjósendum. Af þessum sökum og jafnframt af öðrum ástæðum munu ýmis fjármálastjórnvöld jafnan láta sig fjármálastöðugleika varða á einhvern hátt.

Þegar litið er til verkefna og starfskrafta þeirra stofnana sem nú starfa á skyldum sviðum er ljóst að Seðlabankinn ræður í meira mæli yfir þeirri sérþekkingu sem þörf er á vegna fjármálastöðugleikastefnunnar en aðrar stofnanir sem til greina koma – eða er í betri færum að verða sér út um hana. Seðlabankinn sem er ábyrgur fyrir framkvæmd stefnunnar í peningamálum hefur þess vegna yfirsýn yfir umhverfi fjármálakerfisins í viðum skilningi. Seðlabanka Íslands er falið að sinna ýmsum viðfangsefnum sem samrýmast hlutverki hans sem seðlabanka. Hann skal varðveita gjaldeyrisvarasjóð landsins og stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, m.a. greiðslukerfi í landinu og við útlönd. Þá segir í seðlabankalögum um peningastefnunefnd að ákvarðanir hennar skuli m.a. byggðar á vönduðu mati á ástandi og horfum um fjármálastöðugleika. Enn fremur er Seðlabankanum ætlað afmarkað eindaeftirlitshlutverk varðandi lausafjárstöðu og gjaldeyrisjöfnuð lánastofnana, en hvort tveggja tengist hlutverki hans samkvæmt lögnum. FME er hins vegar hin almenna eindaeftirlitsstofnun og hefur þess vegna sérþekkingu á stöðu eindanna í fjármálakerfinu – einnig varðandi lausafé og gjaldeyrisjöfnuð í fjárhag þeirra. Í lögum um opinbert eftirlit með fjármála-starfsemi og í seðlabankalögum eru gagnkvæm ákvæði um upplýsingaskipti milli

FME og Seðlabankans og um samstarfs-samning milli þeirra. Í síðasta samstarfs-samningi þeirra sem gerður var í ársbyrjun 2011 er sérstaklega kveðið á um samstarf um eftirlit með fjármálakerfinu sem heild með þjóðhagsvarúð að leiðarljósi.¹⁴⁰

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (EVR) er tengill beggja framangreindra stofnana við vettvang stjórnmalanna og hefur mótandi áhrif á laga- og regluumgjörð fjármálastarfseminnar og ákveður auk þess í einstökum atriðum markmið stefnunnar. Það virðist þó varla hyggilegt að ráðuneyti sé beinn framkvæmdaraðili við beitingu stjórnþækjanna, m.a. með vísun til þess hlutverks ráðuneytis að móta lagaumhverfið og setja nánari markmið fyrir heildarstjórn fjármálakerfisins. FME, sem er og hefur verið hreinræktuð eindaeftirlitsstofnun, virðist að óbreyttu ekki í stakk búíð til þess að taka að sér heildarstjórn fjármálakerfisins auk núverandi verkefna. Reyndar má segja að vaxandi áhersla á heildarstjórn fjármálamarkaða víða um lönd síðustu árin sé til komin vegna þess að mönnum er ljóst að leggja þarf sérstaka rækt við að fylgjast með fjármálakerfinu í heild, en einblína ekki á fjárhag og áhættu einstakra fjármálafyrirtækja – sú þrönga sýn hefur ekki reynst vel. Til þess að leggja áherslu á stefnubreytinguna í málefnum fjármálamarkaðarins fer vel á því að fela öðru stjórnvaldi en FME eða Seðlabanka æðstu ábyrgð á heildarstjórnþækjunum. Í þessu samhengi er ástæða til að benda á að þar sem eindirnar í íslensku fjármálakerfi eru fáar er væntanlega minni munur á eindaeftirliti og heildareftirliti hér á landi en yfirleitt gerist með fjölmennari þjóðum með fjölskrúðugra fjármálakerfi.¹⁴¹ Hins vegar er grundvallarmunurinn – eðlis-munurinn – hinn sami hver sem stærð fjármálakerfisins er.

Sá aðili sem falin verður ábyrgð á heildarstjórn fjármálakerfisins og forsvar fyrir henni mun án alls efa verða háður samstarfi við önnur stjórnvöld – umfram allt við efnahags- og viðskiptaráðuneytið, fjármálaráðuneytið,

Seðlabankann og FME, sem fer að öllu óbreyttu áfram með eindaeftirlitið auk eftirlits með markaðshæðun og neytendavernd á fjármálamarkaði.¹⁴² Í fyrsta lagi mun stjórnvaldið sem fer með fjármálastöðugleikastefnu þurfa gögn og upplýsingar frá þeim sem að framan eru taldir um stefnu stjórnvalda og margvíslegar hagtölur, bæði um fjármálamarkaðinn og markaði sem honum tengjast og almennt um þjóðarhag. Í öðru lagi þarf þetta stjórnvald að hafa aðgang að hæfu starfsliði til þess að greina á grundvelli bestu gagna ástand og horfur á fjármálamarkaði og til að meta hvort aðgerða sé þörf af þess hálfu. Í þriðja lagi verður sú stofnun sem fer fyrir fjármálastöðugleikastefnu jafnan háð einhverri framantalinnna stjórnvaldsstofnana um framkvæmd þeirra aðgerða sem beita þarf til þess að treysta fjármálastöðugleika. Í þessu felst að þörf er fyrir samræmingu sjónarmiða og samstillingu krafta. Það mætti gera í einhvers konar ráði eða nefnd sem hefði það lögbundna hlutverk að stuðla að fjármálastöðugleika og hafa forystu um greiningu, eftirlit og aðgerðir á því sviði.

Þennan hóp mætti nefna fjármálastöðugleikaráð þar sem saman kæmu fulltrúar fram-

¹⁴⁰ Í ársbyrjun 2011 var undirritaður nýr samstarfs-samningur milli FME og Seðlabanka Íslands sem kveður á um mun nánara samstarf milli þessara stofnana en verið hefur. Í samningnum er lögð áhersla á að skilgreina með skýrum hætti ábyrgð hvorrar stofnunar um sig og verkaskiptingu þeirra á milli. Meðal annars er gert ráð fyrir því að stofn-anirnar vinni saman að mati á kerfislægri áhættu fyrir íslenska fjármálakerfið sem heild. Samstarfs-samningurinn fylgir sem viðauki við þessa skýrslu.

¹⁴¹ Líkt og bent er á í 6. kafla skýrslunnar er samþjöppun á bankamarkaði ekki einskorðuð við Ísland, m.a. er samanlögð markaðshlutdeild fjögurra stærstu bankanna í Svíþjóð, Noregi og Finnlandi yfir 90%.

¹⁴² Reyndar er ástæða til þess að huga að því hvort heppilegt sé að hafa eftirlit með markaðshæðun og neytendavernd á fjármálamarkaði innan FME; ef til vill mætti ekki síður koma þessum verkþáttum fyrir hjá Samkeppnisstofnun og/eða Neytenda-stofu. Þessi verkefni eru að mörgu leyti eðlisólík eftirliti með fjárhag fjármálastofnana.

angreindra ráðuneyta og stofnana, helst að viðbættum óháðum, utanaðkomandi fulltrúum með viðeigandi reynslu og þekkingu. Þjónustu við ráðið, bæði ritara- og rannsóknarþjónustu, mætti fela starfandi greiningardeildum, t.d. innan Seðlabanka eða efnahagsráðuneytis. Viðleitni ráðsins til þess að ná sameiginlegum markmiðum mætti efla með virku samstarfi við greiningaraðila innan Seðlabankans, FME, SE, ráðuneyta, háskóla og fjármálafyrirtækja. Heppilegt virðist að reisa þetta starf á þeim grundvelli sem þegar hefur verið lagður, annars vegar með samkomulagi um skipun nefndar um fjármálastöðugleika – sem starfað hefur um nokkurra ára skeið undir formennsku efnahags- og viðskiptaráðuneytis með fulltrúum frá fjármálaráðuneyti, forsætisráðuneyti, FME og Seðlabankanum¹⁴³ – og hins vegar með samstarfssamningnum milli FME og Seðlabankans sem undirritaður var í janúar 2011. Í samstarfssamningnum er m.a. kveðið á um reglulega, sameiginlega fundi seðlabankastjóra og forstjóra FME a.m.k. tvisvar á ári til þess að fjalla um fjármálastöðugleika auk þess sem myndaður er sameiginlegur áhættugreiningarhópur til að meta hættur sem steðja kynnu að fjármálakerfinu með greinendum frá báðum stofnunum. Úr þessum þremur þáttum – fjármálastöðugleikanefndinni – með nýju umboði og nýrri skipan – reglulegum fundum forystumanna FME og Seðlabanka og skipulegu samstarfi FME og Seðlabankans við greiningu á kerfislegri áhættu fyrir fjármálakerfið sem heild – er í reynd myndaður starfsgrundvöllur fyrir fjármálastöðugleikaráð ef skipað yrði. Heppilegt gæti verið a.m.k. í upphafi að ritara- og greiningarþjónusta við ráðið yrði hjá Seðlabankanum, en með þátttöku frá starfsmönnum FME við áhættugreiningu fyrir fjármálakerfið sem heild. Þar kemur til skjala sérstakur sameiginlegur áhættumatshópur stofnananna beggja sem þegar starfar og ætlað er að flétta saman einda- og heildarmat (þ.e. ‘míkró og makró’ mat) á áhættu í fjármálakerfinu.

Stöðugleikaráðið getur verkað vel ‘á lygn-um sjó’, þegar sæmilega rúmur tími er til þess að taka upp mál sem athuga þarf og ræða vandlega, ekki síst ef talið er að vandamál séu í aðsigi á frumstigi sem varða fjármálakerfið í heild. Annað mál er það hins vegar hvernig heppilegast er að haga samráði stjórnvalda og stofnana þegar kreppa er á skollin.

8.9

Viðbúnaður og viðlagatæki

Flokkunin hér að framan á þjóðhagsvarúðartækjum – reglum til að hafa stjórn á fjármálastöðugleika í heild – tekur einkum til forvarnar- og varúðaraðgerða sem ákveðnar eru fyrirfram. Svo er flokkur stjórntækja sem varða fjármálastöðugleika og eru fremur viðlagatæki ef út af ber. Af því tagi má nefna fyrirkomulag lánveitinga til þrautavara til fjármálafyrirtækja sem lent hafa í greiðsluvandræðum, en eru þó ekki gjaldþrota, sem Seðlabankinn fer með. Þetta er stundum nefnt með nokkrum úrdrætti lausafjár fyrirgreiðsla vegna greiðsluerfiðleika. Þá má nefna í þessum flokki sérstakt fyrirkomulag eða skipulagt ferli til þess að fara með fjárhagsmálefni fjármálafyrirtækja sem komist hafa í alvarlegan fjárhagsvanda eða jafnvel farið í þrot (e. *special resolution regime*). Slíkan viðbúnað mætti ef til vill frekar flokka sem kreppustjórntæki en heildarstjórntæki eða eindastjórntæki. Hann varðar þó sannarlega fjármálastöðugleikann og hefur án efa áhrif á væntingar stjórnenda fyrirtækjanna, og þar með á hegðun þeirra á markaði. Viðbúnað af þessu tagi þarf því að festa vandlega í lög og reglur svo að markaðsaðilum sé ljóst hvernig við vanda af þessu tagi verður brugðist af opinberri hálfu ef upp kemur. Um þessi viðlagatæki má segja að nánari tengsl séu milli þeirra og markmiðanna sem þeim er að stefnt (þ.e. að forða

¹⁴³ Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (2010a). Sjá viðauka I og II við þessa skýrslu.

banka frá gjaldþroti eða gera skipulega upp banka sem lent hefur í vandræðum, m.a. til þess að forðast ‘smit’ á markaði) en gildir um fyrirbyggjandi tækin sem fyrr voru nefnd til heildareftirlits á fjármálamarkaði. Af þessum ástæðum liggur því yfirleitt tiltölulega beint við hvaða stofnunum fari best á að fela framkvæmdir þegar við slíkan vanda er að glíma. Ekki á þetta síst við um mál sem geta falið í sér ráðstöfun opinberra fjármuna. Þá fer fjármálaráðuneytið að sjálfsögðu með lykhlutverk.

8.10

Viðlagaákvæði vegna fjármála-fyrirtækja í vanda

Við yfirtöku fjármálafyrirtækja, sem lent hafa í alvarlegum fjárhagskröggum eða beinlínis komist í þrot, uppgjör þeirra og endurskipulagningu, slit og fleira sem þessu tengist, hefur á síðastliðnum þremur árum verið farið að neyðarlögunum nr. 125/2008 um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði, yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar um tryggingu innstæðna og ákvæðum fjármálafyrirtækjalaga. Ákvæði um heimildir til íhlutunar í starfsemi fjármálafyrirtækis í fjárhagsvanda eru þó enn bráðabirgðaákvæði í lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki og falla að óbreyttu úr gildi 1. júlí 2012. Nauðsynlegt er að setja lagaramma sem getur dugað til frambúðar um þessi viðlagamál. Markmið stjórnvaldsaðgerða þegar fjármálafyrirtæki eiga í erfiðleikum ætti að vera að takmarka fjármagnsflóttu og kerfisáhættu ásamt því að stuðla að stöðugleika í viðskipta- og atvinnulífi. Aðgerðir og aðkoma stjórnvalda þegar fjármálafyrirtæki eru í vanda stödd er mál-efni sem háskólar, ráðuneyti, seðlabankar og fjármálaeftirlit í Evrópu, Bandaríkjunum og víðar um heim rannsaka nú af kappi og undirbúa tillögur um úrbætur. Evrópusambandið vinnur að samræmdri löggjöf á þessu sviði fyrir aðildarríki sín, og verða frumvörp

að tilskipunum um þessi efni væntanlega birt á næstunni. Því næst fara frumvörpin í laga-setningarferli hjá ráðherraráðinu og Evrópuþinginu og gæti tekið eitt til tvö ár. Tilskipanirnar verða væntanlega EES-tækar og munu því að líkindum verða teknar upp í íslenskan rétt. Reynslan af framkvæmd neyðarlaganna frá 2008 hefur sýnt með áþreifanlegum hætti hve brýnt það er að festa í lög skýr ákvæði um það hvernig fara skuli með mál af þessu tagi.

8.11

Alþjóðlegt samstarf

Allt sem varðar fjármálastjórnþæki, hvort sem er heildarstjórn eða eindaeftirlit á fjármálamarkaði innanlands, kemur við sögu þegar hugað er að fjármálastarfsemi þvert á landamæri. Málið verður vitaskuld flóknara þegar til koma bæði fyrirtæki og stjórnvöld í öðrum löndum þar sem bæði laga- og reglu-umhverfi er frábrugðið og e.t.v. einnig ástand efnahagsmála. Af þessum sökum er nauðsynlegt að efla reglubundin samskipti eftirlitsstofnana yfir landamæri sem fara með þessi mál, bæði við stofnanir einstakra landa og fjölþjóðastofnanir. Mikilvægt er að stofna til slíkra samskipta þegar fjármálastarfsemin gengur sinn vanagang, snurðulítið, til þess að tryggja að samskiptaleiðir séu þekktar og opnar þegar vandi steðjar að. Reynsla síðustu ára sýnir glöggð hversu mikilvægt og gagnlegt slíkt samstarf getur verið. Á slíkum grundvelli var í ágúst 2010 samþykkt samkomulag um samvinnu Norðurlanda og Eystrasaltsríkja yfir landamæri til að tryggja fjármálastöðugleika og samhæfa viðbrögð við fjármálaáfalli sem snertir fleiri en eitt ríkjanna. Þetta byggist á samkomulagi innan EES frá júní 2008.¹⁴⁴ Fjármálaeftirlitið hefur auk þess áheyrnaraðild að nýjum eftirlitsstofnunum Evrópusambandsins á sviði fjármálaeftirlits, líkt og systurstofnanir þess í

¹⁴⁴ Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (2010b).

öðrum EFTA/EES-ríkjunum, á grundvelli aðildar Íslands að EES. Stefnt er að formlegri innleiðingu reglugerða um stofnanirnar í EES-samninginn sem mun formfesta þátttöku FME.

8.12

Fjármálastöðugleikalög – regnhlífarlög um fjármálastarfsemi

Kanna þarf kosti þess að setja rammalöggjöf um alla starfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja og stofnana til þess að tryggja að sömu ákvæði gildi um fjárhagslegt öryggi og ávöxtun eigna fyrirtækjanna og framgöngu þeirra á fjármálamörkuðum, hæfi og menntun starfsmanna og stjórnenda á þessu sviði, hvert sem yfirlýst markmið einstakra fyrirtækja og stofnana kann að vera. Með slíkum ‘regnhlífarlögum’ mætti tryggja að slík ákvæði gildi jafnt um banka, verðbréfafyrirtæki, lífeyrissjóði og íbúðalánasjóð. Reyndar má segja að slík lagasetning sé þeim mun brýnni sem félagslegt hlutverk hlutaðeigandi stofnana er mikilvægara. Forræði slíkra laga ætti að fela efnahags- og viðskiptaráðherra til að tryggja samræmi í framkvæmd allra lagaákvæða um fjármálastarfsemi í landinu. Frá sjónarmiði fjármálastöðugleika er einmitt sérstaklega mikilvægt að slík lög verði sett. Tilgangur þeirra væri að treysta stöðugleika fjármálakerfisins í heild; með lögnum væri stofnað til heimilda til þess að beita almennum stjórnækjum, þjóðhagsvarúðartækjum – sbr. grein 8.1 hér að framan – til þess að efla stöðugleika fjármálakerfisins. Í þessum lögum – lögum um fjármálastöðugleika – ættu heima lagaákvæði um það fjármálastöðugleikaráð sem fjallað var um í grein 8.8 hér að framan. Ráðinu þyrfti að veita viðtækar heimildir til að afla hvers konar upplýsinga um fjármálastarfsemina og um almenn efnahagsmál – og heimildir til þess að tryggja nauðsynlega miðlun upplýsinga milli stofnana svo að tryggt sé að ákvarðanir ráðsins um beitingu heildarstjórnækja á fjár-

málamarkaði séu sem vandaðastar. Ráðið þyrfti að hafa heimildir til þess að beina til-mælum eða fyrirmælum til hlutaðeigandi stjórnvalda um beitingu nauðsynlegra stjórnækja. Verði stjórnvald ekki við slíkum til-mælum/fyrirmælum beri því að skýra þá afstöðu sína opinberlega. Forystu í ráðinu ætti, miðað við núverandi verkaskiptingu milli ráðuneyta, að fela efnahags- og viðskiptaráðherra; í ráðinu sætu ásamt honum þeir ráðherrar aðrir sem bera stjórnskipulega ábyrgð á þeim málefnum og stofnunum sem hér koma helst við sögu, þ.e. fjármálaráðherra og velferðaráðherra (eða fulltrúar þeirra). Seðlabankastjóri, forstjóri Fjármálaeftirlits og forstjóri Samkeppniseftirlits (eða staðgenglar þeirra) ættu föst sæti í ráðinu ásamt óháðum, sérfróðum fulltrúum með viðeigandi þekkingu og reynslu. Hlutverk ráðsins verði að meta reglulega þær hættur sem steðja að fjármálakerfinu á hverjum tíma með kerfisbundnu áhættumati fyrir íslenska fjármálakerfið og ákveða viðbrögð við aðsteðjandi kerfislegum vanda – þannig tengist starf ráðsins jafnan mati á ástandi og horfum í almennum efnahagsmálum.¹⁴⁵ Þessar hugmyndir þarf að móta frekar.

Það er athyglisvert að aðeins örfá lönd hafa þegar komið á mótuðu stjórnskipulagi á þessu sviði í kjölfar fjármálakreppunnar. Þar sem nokkurn veginn föst skipan er komin á stjórnarhætti í þessu efni má greina

¹⁴⁵ Í þessu sambandi er athyglisvert að 16. janúar 2012 tilkynnti The European Systemic Risk Board (ESRB), sem sett var á fót á grundvelli tillagna de Larosiére hópsins 2009, sbr. tilvísun hér að framan, ráðleggingar til allra aðildarríkja ESB um hvernig best fari á því að setja upp í hverju þeirra skipulag fyrir þjóðhagsvarúðareftirlit og heildarstjórn fjármálakerfisins. Reynsla síðustu ára hafi sýnt að slíkt fyrirkomulag sé nauðsynlegt til þess að girða fyrir kerfisleg fjármálaáföll í framtíðinni. Ráðleggingar þessar eru birtar í skjali sem merkt er ESRB/2011/3. Frestur til þess að koma upp slíku skipulagi í ESB-ríkjum er gefinn til miðs árs 2013, enda hafi þau tilkynnt um áform sín og þegar teknar ákvarðanir á þessu sviði fyrir lok júní 2012.

tvenns konar tilhögun, annars vegar tilhögun þar sem seðlabanka er falið viðtækt hlutverk í þessum efnum, en þó jafnan með mótandi áhrifum frá ríkisstjórn hvað varðar valdsvið hans (t.d. í Bretlandi og Hollandi, löggjöf um þetta málefni hefur þó enn ekki verið samþykkt á breska þinginu) og hins vegar fyrirkomulag sem byggist á stöðugleikaráði (eða fjölskipaðri nefnd) undir forystu fjármála-/efnahagsráðherra (eða ráðuneyta þeirra) sem æðstu stofnun í þessum efnum (t.d. í Bandaríkjunum og Frakklandi). Það er athyglisvert að í ráðleggingum ESRB til aðildarríkja ESB um stjórnarhætti við heildarstjórn á fjármálamarkaði, sem vitnað er til hér að framan, er hvort tveggja kynnt sem hæfileg lausn, ‘seðlabankalausn’ eða ‘ráðslausn’. Hvergi á Norðurlöndum hefur enn verið mótuð stjórnartilhögun á þessu sviði í löggjöf, en í öllum löndunum er í gangi

nefndarstarf til undirbúnings slíkri lagasetningu. Í stjórnskipuðu norsku nefndinni um þetta mál sem vitnað var til í grein 8.1 hér að framan náðist ekki samkomulag um þessa tilhögun. Meirihluti nefndarmanna hallaðist að ‘seðlabankalausn’, en minnihlutinn vildi fela sameiginlegri nefnd hlutaðeigandi ákvarðanir um aðgerðir á þessu sviði, en endanlegt framkvæmdavald skyldi þó vera hjá fjármálaráðuneytinu. Meðal fyrstu verkefna stöðugleikaráðs – eða annars stöðugleikastjórnvalds – verður án efa að móta og velja hæfileg verkfæri til þess að þjóna tilgangi löggjafarinnar, þar sem enn er ekki til tæk vel útbúin verkfærakista og því vandasamt að móta fyrstu skrefin. Löggjöf sem sett kynni að verða um fjármálastöðugleika þarf því að gefa svigrúm til þess að móta verkfærin eftir því sem reynsla fæst af notkun þeirra hér á landi og annars staðar.

Framtíðarskipan fjármálakerfisins – yfirlit

9.1

Öruggt og skilvirkt fjármálakerfi af hæfilegri stærð

Tilgangur laga og reglna um fjármálastarfsemi er að mynda almenna umgjörð aðhalds og sanngjarnra leikreglna sem stuðlar að því að hér á landi verði starfandi öruggt og skilvirkt fjármálakerfi af hæfilegri stærð fyrir þjóðarbúskapinn. Kreppan á fjármálamarkaði sem hófst á árunum 2007 og 2008 er um þessar mundir orðin að almennri opinberri skuldakreppu víða um lönd. Íslendingar urðu harkalega fyrir barðinu á fjármálakreppunni sem skall á landinu haustið 2008 og glíma enn við eftirköst hennar eins og fjallað er um framar í þessari skýrslu. Víða um lönd – hér sem annars staðar – leita menn leiða til þess að bæta og styrkja umgjörð laga og reglna um fjármálamarkaðinn til þess að draga úr líkum á því að annað slíkt fjármálaáfall verði og leggja jafnframt grunn að hagfelldri framtíð fjármálakerfisins.

Hagsæld Íslendinga er á því byggð að hér sé rekið samkeppnisfært, opið hagkerfi á grundvelli utanríkisviðskipta sem eru hátt hlutfall af landsframleiðslu. Fjármálaþjónusta við íslenska þjóðarbúskapinn og samfélagið allt verður að taka mið af þessari grundvallarstaðreynd. Af þessum sökum verður laga- og regluumgjörð um íslenskt fjármálakerfi að virða alþjóðlegar reglur settar samkvæmt alþjóðasamningum sem Ísland á aðild að. Þessi alþjóðlega umgjörð hefur tekið breytingum að undanfögnu, ekki síst til þess að bregðast við fjármálakreppunni. Drög að innleiðingu í evrópsk regluverk á nýjum alþjóðareglum á vegum Baselnefndarinnar um bankaeftirlit (Basel III)

liggja nú fyrir í drögum að tilskipun og reglugerð. Þessar reglur munu væntanlega koma til framkvæmda á næstu árum sem hluti af regluverki ESB/EES um fjármálastarfsemi. Þær fela einkum í sér kröfur um aukið og betra eigið fé fjármálafyrirtækja, auknar lausafjárkröfur, virkari álagspróf og – það sem helst sætir tíðindum – heimildir handa eftirlitsstofnunum til að setja takmörk á skuldsetningarhlutföll og til að beita öðrum sveifluhemjandi úrræðum til þess að hafa stjórn á fjármálakerfinu sem heild, sbr. 8. kafla þessarar skýrslu. Upphaflegt markmið flestra alþjóðlegra reglna um starfsemi fjármálamarkaða og umgjörð þeirra hefur á síðustu áratugum verið að jafna samkeppnisaðstöðu fjármálafyrirtækja þvert á landamæri (e. *level playing field*), og ein af grunnstöðum Evrópusamstarfsins sem Ísland er aðili að er einmitt frjálst flæði fjármagns án samkeppnishindrana. Fjármálakreppan hefur haft þau áhrif á mótun hins alþjóðlegra regluverks að nú gætir þar í ríkara mæli en áður vitundar um mikilvægi fjármálastöðugleika og skilnings á því að taka þurfi í auknum mæli tillit til séraðstæðna í hverju landi. Verkefni íslenskra stjórnvalda á næstu misserum og árum er að sníða umgjörð laga og reglna fyrir íslenska fjármálastarfsemi sem virðir alþjóðlegar skuldbindingar, en gerir skýran greinarmun á frávikum frá hinu alþjóðlega normi sem fela í sér lögmætar öryggisráðstafanir vegna þjóðarhagsmuna annars vegar og þeirra ákvæða hins vegar sem telja mætti til samkeppnishindrana á svig við gerða alþjóðasamninga. Við innleiðingu reglna í íslenska löggjöf í samræmi við ESB/EES-gerðir þarf jafnan að kanna hvort sérreglur eða frávik frá venjubundinni túlkun gætu gilt

vegna séraðstæðna á Íslandi. Ekki er ætíð heppilegast að innleiða texta EES-tilskipana orðréttan í íslensk lög. Sérstaða íslensks fjármálakerfis markast vitaskuld eins og margt annað í íslensku samfélagi af fólksfæðinni og smæð markaðarins. Lítið en þroskað hagkerfi og fjármálakerfi er í eðli sínu jafnflókið og stórt kerfi, hver þáttur þess er aðeins minni að umfangi. Þetta gerir miklar kröfur til fámennrar þjóðar sem þarf að koma upp regluverki og eftirliti með fjármálastarfsemi sem nýtur alþjóðlegrar viðurkenningar og trausts, en það er forsenda þess að rekin sé samkeppnisfær utanríkisverslun. Af þessum sökum er mikilvægt að leita samstarfs um fjármálaeftirlit við nálæg lönd, sem líkt eru sett gagnvart EES/ESB, til að freista þess að draga úr kostnaði. Það virðist ekki ráðlegt að stjórnvöld hvetji innlenda banka sérstaklega til þess að stunda alþjóðlega bankastarfsemi því að getan til að fylgjast með slíkri starfsemi úr fjarlægð er afar takmörkuð vegna þess hve liðfáar opinberar eftirlitsstofnanir hér á landi eru óhjákvæmilega. Sjálfstæður gjaldmiðill með óstöðugu gengi sem hefur mikil áhrif á breytingar verðlags í landinu er annað sérkenni íslenska hagkerfisins sem án efa er aðgangshindrun gegn erlendra fjárfestingu og erlendra samkeppni, m.a. á fjármálamarkaði hér á landi. Þegar útbreiddri verðtryggingu fjárskuldbindinga er bætt við sérkennalistann er ljóst að ekki verður að óbreyttu auðvelt að fá dreifingu á áhættukostnaði við fjármálastarfsemi hér á landi með erlendra þátttöku. Til þess að sigrast á þessum vanda mætti hugsa sér að Ísland gerðist aðili að stærri efnahagsheild með sameiginlegan gjaldmiðil og vaxtakjör sem gerði kleift að afnema verðtrygginguna skipulega. Um ákvarðanir um slíkar breytingar mun þjóðin öll vitaskuld eiga síðasta orðið – og að þeim er langur aðdragandi. Það er því nauðsynlegt að laga umgjörð fjármálastarfseminnar að ríkjandi skilyrðum, en það getur falið í sér umfangsmiklar aðgerðir til að draga úr sveiflum í gengi krónunnar þegar

gjalddeyrishöftum hefur verið aflétt. Fjármálakerfi í fámennu landi sem hefur greiðan aðgang að evrópskum fjármálamarkaði þarf öflugt og skilvirkt fjármálaeftirlit, bæði eindaeftirlit og heildareftirlit, og náð samstarf við erlendar eftirlitsstofnanir.

Eins og vikið var að í ítagrein á bls. 78 hefur sérstök skattlagning á fjármálaafyrirtæki komið til álita – og í nokkrum mæli til framkvæmda – að undanförunu sem þáttur í viðleitninni til að auka stöðugleika fjármálakerfisins og mæta þeim kostnaði sem áföllum á fjármálamarkaði hefur fylgt fyrir samfélagið. Þegar ákvarðanir eru teknar um aðgerðir af þessu tagi af opinberri hálfu er afar mikilvægt að þess sé gætt að slík skattlagning skerði ekki samkeppnishæfni innlendar fjármálaþjónustu. Af þessu leiðir að alþjóðlegt samráð og samanburður um þessi málefni er afar nauðsynlegur. Skattmeðferð fjárhagslegs sparnaðar, fjármagnstekna og fjármunaeigna er önnur hlið á áhrifum hins opinbera á starfsemi fjármálakerfisins sem huga þarf að í þeirri umgjörð sem hið opinbera býr fjármálastarfseminni eins og vikið er að í 5. kafla hér að framan. Þessi skattmeðferð ásamt þeim vaxta- og verðtryggingarkjörum sem bjóðast á fjármálamarkaði mótar vitaskuld það sem kalla mætti framboð á fjárhagslegum sparnaði sem er mikilvægur þáttur í vaxtarmöguleikum hagkerfisins. Vöxtur lífeyrissjóðanna hér á landi á undanförunum árum og áratugum sýnir glögg hversu áhrifamikil þessi umgjörð um framboð fjárhagslegs sparnaðar getur verið. Í þessari skýrslu er athyglinni þó fyrst og fremst beint að hinu opinbera regluverki varúðar- og öryggisreglna um fjármálastarfsemina fremur en þessari hlið málsins sem er þó ekki síður mikilvæg.

Mikilvæg nýjung ryður sér nú til rúms í Basel III regluverkinu, þar sem eru úrræði er miða að því að hemja sveifluhneigð og kerfisáhættu fjármálakerfisins. Þessi úrræði gætu gefið færi á því að koma í veg fyrir ofvöxt eins og varð í fjármálakerfinu hér á

landi fram til 2008 þegar kerfið óx bæði seðlabanka og ríkisbúskap yfir höfuð. Í þjóðhagsvarúðarskyni þarf að fylgjast vandlega með því að vöxtur fjármálakerfisins fari ekki úr böndum. Í þessu felst þó ekki að það sé hlutverk ríkisins að ákveða stærð fjármálakerfisins. En ríkið getur mótað umgjörð markaðanna þannig að hún leiði til öruggs og hagkvæms umfangs kerfisins. Í þessu skyni er afar mikilvægt að efla hagrannsóknir á vegum stjórnvalda til þess að mynda sem besta undirstöðu undir mat á því hverjar langtímahorfur um þróun hagkerfisins eru og hvenær um er að ræða frávik frá settri stefnu. Það segir sig sjálft að slíkt mat er jafnan óvissu háð, en einmitt þess vegna þarf að leitast við að leggja svo traustan grunn að því sem kostur er hverju sinni.

Traust mat af þessu tagi er bæði stjórnvöldum og fjármálafyrirtækjum nauðsynlegt og afar mikilvægt við allar ákvarðanir, hvort sem þær varða fjárfestingu eða beitingu hagstjórnartækja til sveiflujöfnunar. Langtímasjónarmiðum þarf ekki síður að gefa aukið vægi við fjárfestingu stórra almanna-sjóða eins og lífeyrissjóðanna. Breyta þarf lagaákvæðum um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna til þess að koma slíkri stefnu í framkvæmd. Að þessu sjónarmiði er vikið í úttekt á fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008 sem gerð var af nefnd sem ríkissáttasemjari skipaði að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða og birt var í febrúar 2012.¹⁴⁶

9.2

Aðskilnaður fjárfestingarstarfsemi og almennrar viðskiptabankastarfsemi

Ef að er gáð á allt fjármálaeftirlit rætur að rekja til fjármálaáfalla – kreppu. Í kjölfar kreppu hafa menn í árunna rás oftast ákveðið að setja strangari reglur um fjárhag fjármálafyrirtækja en áður giltu. Með vissum hætti

eru menn þá að reyna að koma í veg fyrir að hrun af því tagi sem þegar er orðið verði aftur. Verkefni reglugjafans þegar horft er fram á við ætti að vera að móta reglur sem eru ekki endilega strangari, heldur betri en þær sem áður giltu – og að eftirlit með því að þeim sé fylgt verði virkara og þeim betur fylgt eftir. Á það hefur verið bent að í stað ítarlegra og strangra reglna og eftirlits með fjárhag fjármálafyrirtækja mætti e.t.v. breyta skipulagsgerð þeirra – oftast bankanna – til þess að gera starfsemi þeirra á þann hátt öruggari, sbr. það sem segir í 8. kafla þessarar skýrslu. Við íslenskar aðstæður virðist ástæða til að flýta sér hægt í þessum efnum, m.a. vegna þess að fjárfestingarbankastarfsemi er eðli málsins samkvæmt í lágmarki um þessar mundir þar sem fjárfesting er í lægð. Þá er til þess að líta að á þessu viðfangsefni verður væntanlega tekið í nálægum löndum á næstu misserum, og þangað gæti verið heppilegra að leita fyrirmynda en til bandarískra og breskra lausna. Við þetta bætist svo að vegna smæðar íslensks markaðar eru samlegðaráhrif innan alhliða banka hér líklega mikilvægari en á stórum mörkuðum. Greina þarf vandlega út frá íslenskum aðstæðum hvað í aðskilnaði þessara tveggja starfsháttanna gæti falist. Meðal þess sem gefa þarf sérstakan gaum við íslenskar aðstæður er hættan sem í því kann að vera fólgin að öflugur viðskiptabanki, sem stundar umfangsmiklar fjárfestingar fyrir eigin reikning á hinum þrönga íslenska markaði, gæti orðið verðráðandi á eignamarkaði. Þegar þetta bætist við fákeppnina sem ríkir á svo mörgum sviðum hér á landi og margvísleg tengsl milli manna í fámenninu og fálíðaðar eftirlitsstofnanir er ástæða til þess að huga að skipulagsbreytingum sem gætu dregið úr þessari hættu.

Það horfir án efa til aukins fjármála-stöðugleika að blanda ekki þessum tveimur þáttum bankastarfsemi ógætilega saman.

¹⁴⁶ Úttektarnefnd Landssamtaka lífeyrissjóða (2012), bls. 19 og 51–63.

Kanna þarf vandlega hvort ekki megí koma í veg fyrir óheppilega blöndun verkefna með bættu innra skipulagi og eftirliti í bönkunum undir vökulu auga fjármálaeftirlits.

9.3

Fjármálastöðugleikalög – samræmd umgjörð um alla fjármálastarfsemi

Ekki þarf að fara í grafgötur með það að meginveilan í fjármálaeftirliti á Íslandi fyrir hrun – og reyndar um allan heim – var sú að menn sáu ekki skóginn fyrir trjánun – voru blindir á stóru gloppuna í kerfinu – en hún var skortur á eftirliti með fjármálakerfinu sem heild. Þetta átti sannarlega við hér á landi þar sem bankakerfið óx bæði ríkisbúskapnum og þjóðarbúskapnum langt yfir höfuð og menn ugðu ekki að sér fyrr en harðnaði á dalnum á heimsmarkaði fyrir fjármagn – og þá var það um seinan. Fjármálakreppan hefur leitt í ljós ýmsa vankanta og veilur í fjármálastarfsemi og starfsumhverfi hennar. Af þessum sökum er þörf fyrir gagnagerar endurbætur á umgjörð og skipan fjármálakerfisins víða um lönd og á alþjóðavettvangi; Ísland er þar engin undantekning. Í skorti á heildarsýn á fjármálakerfið og tengsl þess við hagkerfið var fölginn mestur veikleiki – hér sem annars staðar. Hér varð hann sérlega afdrifaríkur. Það er hugsana-skekkja að ætla að fjármálakerfið hljóti að vera í lagi sé hver eind í því fyrir sig í lagi. Það þarf að huga að eiginleikum kerfisins í heild og samspili eindanna sem mynda það – og við raunhagkerfið og önnur lönd. Þetta þarf að gera til þess að ná tökum á eðlislægri tilhneigingu kerfisins til ofpenslu, svo að ekki sé talað um hvað gerist séu eindirnar hver um sig alls ekki í því lagi sem látið er í veðri vaka. Þá getur farið illa. Þess vegna þarf að leggja áherslu á það hér á landi eins og víðast hvar annars staðar að finna heildarstjórnþæki og beita þeim. Slík þæki ganga

m.a. undir nafninu þjóðhagsvarúðartæki, og þeim er ætlað að hafa sveiflujafnandi stjórn á fjármálakerfinu – til að stuðla að fjármálastöðugleika – við hlið eindaeftirlits.

Í starfinu framundan þarf að kanna kosti þess að setja rammalöggjöf um alla fjármálastarfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja og stofnana til þess að tryggja að ein og sömu ákvæði gildi um fjárhagslegt öryggi og ávöxtun eigna þeirra og framgöngu á fjármálamörkuðum, hæfi og menntun starfsmanna og stjórnenda – við hvers konar starfsemi á þessu sviði, hvert sem yfirlýst markmið einstakra fyrirtækja og stofnana kann að vera. Með ‘regnhlífarlögum’ af þessu tagi mætti tryggja að slík ákvæði giltu jafnt um banka, verðbréfafyrirtæki, lífeyrissjóði og opinbera lánasjóði sem taka við greiðslum frá almenningi og stunda viðskipti á verðbréfamarkaði auk lánastarfsemi. Reyndar má segja að slík lagasetning sé því brýnni sem samfélagslegt hlutverk viðkomandi stofnana er mikilvægara. Forræði slíkra laga ætti að fela efnahags- og viðskiptaráðherra til að tryggja samræmi í framkvæmd allra lagaákvæða um fjármálastarfsemi í landinu. Vegna fjármálastöðugleika er sérlega mikilvægt að slík samræmingarlög verði sett. Tilgangur laganna væri að efla stöðugleika fjármálakerfisins í heild; með þeim væru stofnaðar heimildir til þess að beita almennum stjórnþækjum, sem um er fjallað í 8. kafla þessarar skýrslu, til þess að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Í slíkum lögum – lögum um fjármálastöðugleika – ætti að kveða á um samstarf stjórnvalda, hlutaðeigandi ráðuneyta, FME, SE og Seðlabankans. Það samstarf ætti heima innan fjármálastöðugleikaráðs, sem fjallað er um í greinum 8.8 og 8.12 hér að framan. Skilgreina þarf markmið laganna og fela framkvæmd þeirra tilteknu stjórnvaldi. Stofna þarf heimildir til að afla allra nauðsynlegra upplýsinga um fjármálastarfsemina og um almenn efnahagsmál – og heimildir til þess að tryggja nauðsynlega miðlun upp-

lýsinga milli stofananna – svo að ákvarðanir um beitingu heildarstjórnþækja á fjármálamarkaði verði sem vandaðastar. Verkefni fjármálastöðugleikaráðs væri að meta reglulega þær hættur sem stöðja að fjármálakerfinu með heildstæðu áhættumati og ákveða viðbrögð við aðsteðjandi vanda. Slíkt starf tengist jafnan mati á ástandi og horfum í almennum efnahagsmálum. Greiningarstarf og ritaráþjónustu fyrir ráðið mætti tengja starfskjarna í Seðlabankanum með virkri þátttöku starfsmanna frá FME, SE og ráðuneytum. Þannig yrði mynduð öflug stuðningseining fyrir ráðið. Með tilliti til viðfangsefna Seðlabankans á sviði fjármálastöðugleika er heppilegt að hann leggi til kjarnann í slíkri stuðningseiningu fyrir stöðugleikaráðið.

Það er athyglisvert að aðeins örfá lönd hafa þegar komið á mótuðu stjórnskipulagi á þessu sviði í kjölfar fjármálakreppunnar. Til dæmis hefur hvergi á Norðurlöndum verið mótuð enn stjórnartilhögun á þessu sviði í nýrri löggjöf, en í öllum löndunum er í gangi nefndarstarf til undirbúnings slíkrar lagasetningar. Meðal fyrstu verkefna stöðugleikastjórnvalds verður að móta og velja hæfileg verkfæri til þess að þjóna tilgangi löggjafarinnar. Þar sem enn er ekki tiltæk vel útbúin verkfærakista verður vandasamt að móta fyrstu skrefin. Sum stjórnþækin sem nefnd hafa verið til sögu eru þegar notuð af öðrum eða í öðrum tilgangi. Það getur orðið vandasamt að tvímenna eða þrímenna á tækjunum, og því er samræmingar þörf. Þetta viðfangsefni tengist vitaskuld einnig Basel III regluverkinu sem gerir eins og kunnugt er ráð fyrir hagsveiflujafnandi eiginfjákröfum innan vissra marka. Þar með tengist þetta líka regluverki ESB/EES sem er í bígerð. Löggjöf sem sett kynni að verða um fjármálastöðugleika þarf að taka mið af þessu, en gefa jafnframt svigrúm til þess að laga verkfærin að þörfum eftir því sem reynsla fæst af notkun þeirra.

9.4

Skipulag og verkaskipting eftirlitsstofnana

Fyrir á árum voru gerð skýr skil í löggjöf og verkaskiptingu milli viðskiptabanka, váttryggingarféлага, verðbréfafyrirtækja og fjárfestingarfyrirtækja. Á síðustu árum og áratugum hafa mörk milli þessara ólíku greina fjármálastarfseminnar orðið óljósari og algengara að verk svið skarist, til dæmis þannig að eitt og sama fyrirtæki eða fyrirtækjasamstæða fái við fleiri en eitt eða jafnvel öll framangreind svið fjármálaþjónustu. Þetta eru í hnotskurn rökin fyrir því að fela einni samþættri og sjálfstæðri eftirlitsstofnun að líta eftir starfsemi allra fyrirtækja á fjármálamarkaði, hvort sem hún fer fram á lánamarkaði, váttryggingamarkaði, verðbréfamarkaði eða lífeyrismarkaði. Þetta voru rökin fyrir stofnun Fjármálaeftirlitsins 1998. Þessi rök hafa haldið gildi sínu.¹⁴⁷

Það er af mörgum ástæðum heppilegt verkaskipting að FME sinni öllu eftirliti með einstökum fjármálafyrirtækjum. Seðlabankinn hefur þá einkum á sinni könnu að fylgjast með fjármálakerfinu sem heild og fylgjast með stöðugleika þess í samræmi við sitt lögbundna hlutverk. Náð samstarf þarf að vera milli FME og Seðlabankans, bæði um eftirlit með fjárhag einstakra fjármálafyrirtækja og með stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Samráð og samstarf um þessi efni þarf einnig að ná til Samkeppniseftirlitsins og hlutaðeigandi ráðuneyta eins og fjallað er um í þessari skýrslu.

Mikilvægt er að efla eftirlitsstarf FME, einkum hvað varðar kerfisbundið eftirlit með starfsemi allra fjármálafyrirtækja. Marka þarf skýrt í lögum að FME sé falið eindaftirlit með öllum fjármálafyrirtækjum, þ.e. eindavarúðareftirlit (e. *microprudential supervision*). Skilgreina þarf í lögum til hvaða

¹⁴⁷ Jón Sigurðsson (2009), Davies og Green (2008) og Iðnaðar- og viðskiptaráðuneytið (1998), 4. kafli.

fyrirtækja og stofnana og hvers konar fjármálastarfsemi eindaeftirlit FME taki þannig að eftirlitið nái til alls fjármálakerfisins. Þetta tengist því sem hér að framan var nefnt samræmd umgjörð um alla fjármálastarfsemi ('regnhlífarlög').

Á árinu 2011 lögðu sérfræðingarnir Pierre-Yves Thoraval og Mats Josefsson fram ýmsar gagnlegar ábendingar og tillögur um bætt skipulag og bætta framkvæmd eftirlits FME.¹⁴⁸ Þessar tillögur og ábendingar þarf að kanna vandlega og taka tillit til þeirra í verki. Skipulagi FME hefur þegar verið breytt í þá átt sem Thoraval lagði til. En fleira þarf til að efla framkvæmd eftirlitsins. Josefsson bendir á að starfslið FME sé um of bundið við rannsóknir á hugsanlegum sakamálum innan fjármálakerfisins á liðnum árum. Þessi verkefni ættu betur heima hjá embætti sem er sérhæft í rannsóknum á efnahagsbrotum. Þá bendir hann á að hyggilegt væri fyrir FME að gera samninga við systurstofnanir sínar á Norðurlöndum, einkum til að gefa kost á góðri þjálfun starfsmanna í vel skipulögðu og öguðu starfsumhverfi. Undir hvort tveggja er ástæða til að taka.

Til þess að gera eindaeftirlit FME markvissara og einbeittara sem eindavarúðareftirlit gæti einnig verið ráð að færa það sem kalla má eftirlit með framgöngu á fjármála-markaði og neytendavernd (e. *market conduct and consumer protection*) til annarra(r) stofnana/stofnunar sem fæst við skyld verkefni. Slíkt eftirlit er annars eðlis en eftirlit með fjárhagsmálefnum fjármálafyrirtækja og meira í ætt við lögreglueftirlit. Það er afar tímafrekt og vafningasamt og dregur óhjákvæmilega úr þeim eftirlitskröftum sem unnt er að beina að meginverkefni FME, hinu fjárhagslega eftirliti með starfsemi fjármálafyrirtækjanna.

9.5

Sérstök uppgjörs- og slitameðferð fyrir fjármálafyrirtæki í fjárhagsvanda

Tímabært virðist að endurskoða nú í ljósi reynslunnar af eftirmálum hrunsins 2008 öll ákvæði laga um sérstaka uppgjörs og slitameðferð fjármálafyrirtækja sem lent hafa í alvarlegum fjárhagsvanda eða komist í þrot (e. *special resolution regime and winding-up procedures*). Sérstaklega þarf að huga að snertifleti slíkra ákvæða við hina almennu gjaldþrotaskiptalöggjöf. Miklar umræður hafa af eðlilegum ástæðum orðið um slíka meðferð í nálægum löndum, og lagasetning er víða í undirbúningi. Meðal annars hefur verið skýrt frá því að frumvörp að nýjum tilskipunum ESB um þetta efni séu í smíðum, annars vegar um samræmda meðferð mála sem varða skila- og slitameðferð (e. *recovery and resolution*) fjármálafyrirtækja sem komist hafa í þrot og hins vegar um það sem kallað hefur verið skjót íhlutun (e. *early intervention*) í málefni fjármálafyrirtækja sem lent hafa í kröggum til þess að bægja frá öðru verra. Við þessa tillögugerð mun ekki síst vera hugsað til þess að koma á samræmdum reglum um það hvernig fara skuli með fjármálafyrirtæki sem starfa í tveimur eða fleiri löndum og lenda í svo alvarlegum erfiðleikum að opinberrar íhlutunar sé þörf.

Ný meðferð mála af þessu tagi í Bretlandi sem var lögfest 2009 er athyglisverð í þessu samhengi.¹⁴⁹ Þá má eflaust draga lærdóm af þeirri lagasmíð sem er í undirbúningi á vettvangi ESB, en ekki er síður mikilvægt að draga lærdóm af þeirri reynslu sem fengin er af sífelldum lagabreytingum og málarekstri á þessu sviði hér á landi síðustu þrjú ár. Þar sem núgildandi lagaákvæði um þetta efni, sem sett voru með neyðarlögunum 2008, eru bráðabirgðaákvæði við lög nr. 161/2002 um

¹⁴⁸ Thoraval (2011) og Josefsson (2011).

¹⁴⁹ The U.K. Banking Act (2009).

fjármálafyrirtæki og renna að óbreyttu úr gildi um mitt ár 2012 er það brýnt verkefni að undirbúa varanlega löggjöf á þessu vandasama sviði.

9.6

Innstæðutryggingar og aflétting gjaldeyrishafta

Íslensk fjármálafyrirtæki starfa um þessar mundir í vernduðu umhverfi í skjóli gjaldeyrishafta og almennrar innstæðutryggingar. Við þessar aðstæður eru innlán í bönkum því sem næst eini öruggi kosturinn fyrir íslenska sparifjáreigendur. Af þessum sökum hafa bankarnir nú sterka lausafjárstöðu. Þeir þurfa nú að búa sig undir að starfa í opnara umhverfi þegar gjaldeyrishöftunum verður aflétt, en það verður væntanlega gert smám saman á næstu árum. Ný löggjöf um innstæðutryggingar er nú í undirbúningi, og hefur frumvarp um þetta efni verið til meðferðar í efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Nýjum lögum er ætlað að leysa af hólmi eldri löggjöf um þetta efni og hina almennu innstæðutryggingu sem verið hefur hér á landi síðan í októberbyrjun 2008 á grundvelli yfirlýsingar forsætisráðherra sem gefin var þegar neyðarlögin voru sett. Þessi yfirlýsing var síðan ítrekuð í febrúar 2009 og er enn í gildi. Hið nýja innstæðutryggingarkerfi verður sniðið eftir nýrri tilskipun ESB um þetta efni sem mun m.a. fela í sér miklu hærri vernd fyrir hvern einstakan innstæðueiganda en gildi fyrir hrun bankanna. Við kynningu og innleiðingu þessara nýju reglna verður að fara með mikilli varúð svo að trausti almennings á innlánsstofnunum hér á landi verði ekki raskað. Eitt atriði úr neyðarlögunum verðskuldar sérstaka athygli í þessu samhengi, og mætti íhuga að láta það halda gildi sínu; það er að áfram verði litið á innstæður (þ.e. innstæður sem njóta innstæðutryggingar skv. lögum) eða innstæðutryggingar þeirra vegna sem forgangskröfur

við slit fjármálafyrirtækja. Í þessu felst veruleg trygging fyrir innstæðueigendur, ekki síst meðan bankahrunið 2008 er enn í fersku minni. Réttur tími til kynningar á ákvörðunum stjórnvalda um þetta efni væri þegar nýtt frumvarp um innstæðutryggingarkerfi verður lagt fram á Alþingi.¹⁵⁰ Þá mætti lýsa því yfir að jafnskjótt og það frumvarp væri orðið að lögum félli hin almenna ríkisábyrgð á innstæðum niður. Þessa ákvörðun væri heppilegt að kynna áður en gjaldeyrishöftunum verður aflétt. Í þessu máli er vert að hafa í huga að beinar og óbeinar skuldbindingar ríkisins til stuðnings fjármálakerfinu – eins og felast í hvoru tveggja, yfirlýsingum ríkisstjórna um ábyrgð á innstæðum og opinberum innstæðutryggingarkerfum – valda óhjákvæmilega freistnihættu og draga þannig úr nauðsynlegu aðhaldi og varkárni í lánveitingum lánastofnana. Þessi freistnivandi er án efa ein undirrót fjármálakreppunnar sem hófst 2008.

9.7

Stefna ríkisins sem eiganda fjármálafyrirtækja

Auk þess að setja lög og reglur um fjármálakerfið getur ríkið haft bein áhrif á skipulag fyrirtækja á fjármálamarkaði sem eigandi slíkra fyrirtækja. Mikilvægt er þó að aðskilja þessi tvö hlutverk. Sem stendur á ríkið 81% hlut í Landsbankanum, 13% í Arion banka og 5% í Íslandsbanka; aðrir eignarhlutir í þeim eru í þremur sjálfstæðum eignarhaldsfélögum, einu fyrir hvern þeirra. Þessi eignarhaldsfélög eru í eigu þrotabúa/slitastjórna gömlu bankanna en þar á bak við eru kröfuhafarnir í búin. Bú gömlu bankanna munu að lokinni slitameðferð breytast í eignaum-

¹⁵⁰ Finna má fordæmi erlendis fyrir sambærilegu fyrirkomulagi, t.d. í Bandaríkjunum. Svipuð tillaga er gerð í Vickers-skýrslunni, Independent Commission on Banking (2010).

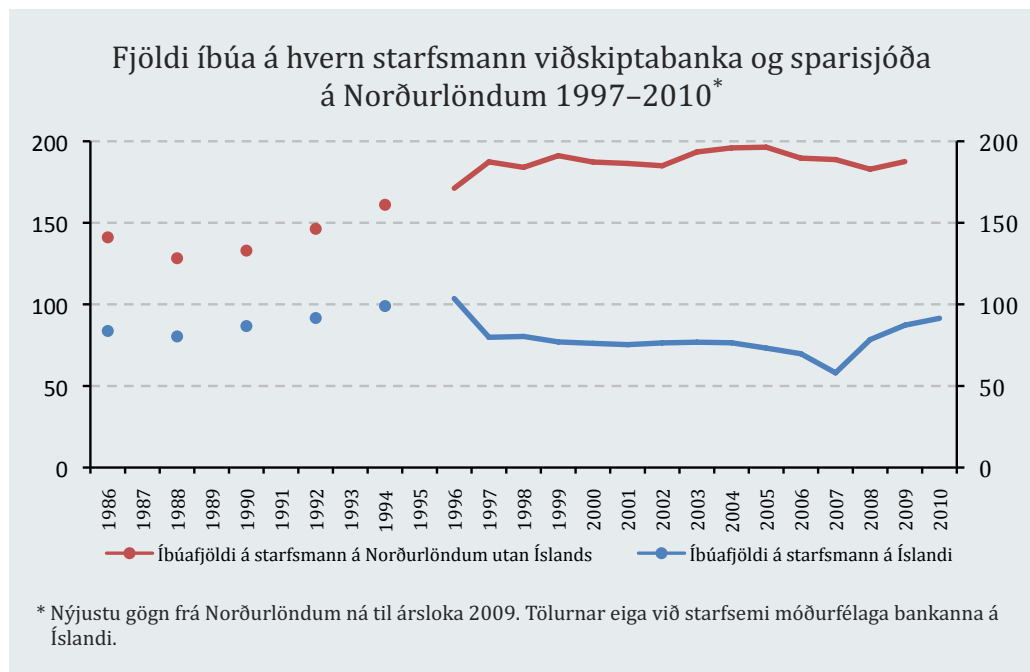
sýslufélög. Meðal eigna þessara félaga verða hlutir í nýju bönkunum. Þar sem ríkið er meðal kröfuhafi í bú föllnu bankanna munu þessar breytingar væntanlega auka hlut ríkisins í nýju bönkunum þremur nokkuð frá því sem að framan greinir.

Um framtíð Landsbankans getur ríkið ráðið miklu í krafti ráðandi eignarhlutar. Mikilvægt er að huga að því hvernig þeim eignarhlut verði ráðstafað. Óvíst er hvort af skráningu Landsbankans á innlendum hluta-bréfamarkaði getur orðið fyrr en meiri reynsla er komin á nýskráningar í kjölfar hrunsins, vanskilalánahlutfall bankans er komið í eðlilegt horf og áhrif nýgengins dóms Hæstaréttar um gengistengd lán að fullu komin í ljós. Ríkisstjórnin hefur lýst því yfir að ríkið muni halda sínum hlut í Landsbankanum um sinn og hafi að svo stöddu ekki áform um sölu á honum niður fyrir tvo þriðju af hlutafé bankans í heild.

Hvað varðar hlutina í Arion banka og Íslandsbanka er af ríkisins hálfu gert ráð fyrir því að þeir gætu verið til sölu sem slíkir eða selst með bönkunum í heild ef meirihlutaeigendur ákveða að selja. Forsenda slíkrar sölu er þó að óvissu um áhrif gengislánadóms Hæstaréttar sem fyrr var nefndur hafi verið eytt og unnist hafi með viðunandi hætti úr eignum þrotabúanna. Það er vitaskuld sjónarmið ríkisins að við sölu á bönkunum sé leitað eftir kaupendum sem hafi forsendur til þess að auka stöðugleika fjármálakerfisins og vekja á því traust.

Það er mikilvægt að ríkið beiti eigendaáhrifum sínum í bönkum til þess að stuðla að heppilegri og hagkvæmri þróun á fjármálamarkaði og skipulagi hans.

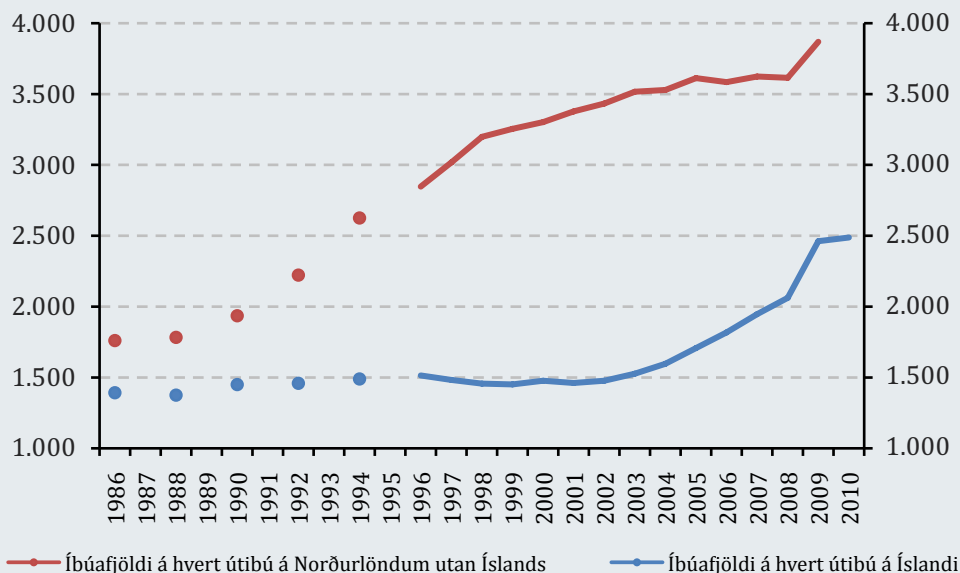
Ríkið gæti sem hluthafi í bönkum og sparisjóðum t.d. komið að málefnum sparisjóðanna með því að greiða fyrir samstarfi þeirra og samruna þar sem það á við. Ríkið



Heimild: Samtök fjármálafyrirtækja.

Mynd 16: Fjöldi íbúa á hvern starfsmann viðskiptabanka og sparisjóða annars staðar á Norðurlöndum í samanburði við Ísland.

Fjöldi íbúa á hvert útibú banka og sparisjóða á Norðurlöndum 1986–2010*



* Nýjustu gögn frá Norðurlöndum ná til ársloka 2009. Tölurnar eiga við starfsemi móðurfélaga bankanna á Íslandi.

Heimild: Samtök fjármálafyrirtækja.

Mynd 17: Fjöldi íbúa á hvert útibú banka og sparisjóða annars staðar á Norðurlöndum í samanburði við Ísland.

hlýtur þó jafnan að gæta þess að samkeppni fái að njóta sín á fjármálamarkaði svo sem kostur er. Álits Samkeppniseftirlitsins þarf því jafnan að leita í sambandi við þær skipulagslausnir sem til álita koma. Íslenska banka- og sparisjóðakerfið er dýrt og bindur mikla starfskrafta. Eins og yfirlit yfir fjölda starfsmanna og útibúa banka og sparisjóða síðustu ár og áratugi sýnir hefur tölvuvæðing bankaviðskipta verið miklu lengur að skila sér í fækkun starfsmanna og útibúa á Íslandi en annars staðar á Norðurlöndum, sjá myndir 16 og 17. Uppstokkun í íslensku bankakerfi í kjölfar kreppunnar ætti að gefa kost á því að ná hér aukinni hagkvæmni.

9.8

Fjármálastöðugleiki felur í sér mikilvæg almannagæði

Markmiðið með afskiptum hins opinbera af fjármálastarfsemi er að stuðla að því að hér á landi þrífist fjármálakerfi sem getur staðið af sér fjármálaáföll og varist skaðlegum áhrifum af uppsafnaðri áhættu innan þess, hvort sem er vegna hagsveiflna eða áhættu sem myndast kann vegna innbyrðis tengsla eindanna, þ.e. þeirra fyrirtækja sem kerfið mynda. Slík skaðleg áhrif – ná þau fram að ganga án þess að við þeim sé brugðist – geta komið í veg fyrir að lánsfé og greiðslum sé miðlað og áhættu dreift með viðhlitandi hætti. Við þá endurskoðun á löggjöf um fjár-

málakerfið sem framundan er þarf að setja skýr ákvæði um markmið laganna í hverju tilfelli og skilgreina hlutverk fjármálaeftirlits með skýrari hætti en nú er gert. Kveða þarf á um að eftirlitsstofnanir skuli við ákvarðanir sínar jafnan taka mið af markmiðum löggjafarinnar og upplýsingum sem reistar eru á greiningu á stöðunni á fjármálamarkaði hverju sinni. Lagafyrirmælin þurfa að gefa eftirlitsstofnunum færi á að bregðast skjótt við síbreytilegu ástandi á fjármálamarkaði á grundvelli þessara markmiða. Gegnsæi og

ábyrgð þarf að fylgja öllum slíkum ákvörðunum. Þetta er sérlega mikilvægt við ákvarðanir um beitingu aðgerða til að tryggja fjármálastöðugleika. Fjármálastöðugleiki felur í sér almannagæði sem eru hagkerfinu og samfélaginu öllu afar mikilsverð. Framtíðarskipan fjármálakerfis á Íslandi þarf að miða að því að kerfið verði öruggt, skilvirkt og hæfilega umfangsmikið fyrir þjóðarbúskapinn. Þessi skýrsla er framlag til umræðu um það hvernig best megi ná því marki.

Heimildaskrá

- Aliber, Robert Z. (2008). Monetary Turbulence and the Icelandic Economy, júní. <http://www.hi.is/files/skjol/icelandlecture-June-2008.pdf>
- Andersen, Torben M., Bengt Holmström, Seppo Honkapohja, Sixten Korkman, Hans Tson Söderström, Juhani Vartiainen (2007). The Nordic Model, Embracing Globalization and Sharing Risks, Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy.
- Ásgeir Jónsson (2010). Bankahrunið 1930 – Lærdómur sem ekki var dreginn, *Þjóðarspegginn 2010*, Reykjavík: Félagsvísindastofnun Háskóla Íslands, bls. 1–9.
- Bank for International Settlements (BIS) (2011). Central bank governance and financial stability (Stefan Ingves formaður), maí.
- Bankasýsla ríkisins (2011). Skýrsla um starfsemi Bankasýslu ríkisins 2011.
- The Banking Act (2009). <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/1/introduction>
- Basel Committee on Banking Supervision (2006). Core Principles for Effective Banking Supervision, október.
- Bernanke, Ben S. (2000). Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *Essays on the Great Depression*, New Jersey: Princeton University Press.
- Boone, Peter og Simon Johnson (2010). Will the politics of global moral hazard sink us again? í Layard Richard (ritstj.), *The Future of Finance – The LSE Report*, London: London School of Economics and Political Science.
- Bordo, Michael D. og Antu Panini Murshid (2001). Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What Is the Historical Evidence? í Forbes, Kristin og Stijn Claessens (ritstj.) *International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can be Stopped*, New York: Kluwer Academic.
- Borio, Claudio (2001). Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward, BIS working papers, nr. 345.
- Buiter, Willem og Anne Sibert (2008). The Icelandic Banking Crisis and What to Do About It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas, *CEPR Policy Insight Nr. 26*, Washington: The Center for Economic Policy Research.
- Clark, Alastair og Andrew Large (2011). Macroeprudential Policy: Addressing the Things We Don't Know, Washington D.C.: Group of Thirty.
- Davies, Howard og David Green (2008). *Global*

- Financial Regulation the Essential Guide*, Cambridge: Polity Press.
- Davies, Howard og David Green (2010). *Banking on the future – the fall and rise of central banking*, Princeton: Princeton University Press.
- De Larosiére Group (2009). The Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU (Jacques de Larosiére forma ur).
- De Paoli, Bianca, Glenn Hoggarth og Victoria Saporta (2006). Costs of Sovereign Default, Bank of England Financial Stability Paper, nr. 1.
- Dell’Ariccia, G., Detragiache, E., og Rajan, R. (2008). The real effects of banking crises, *Journal of Financial Intermediation*, 17, bls. 89–112.
- Demigruc-Kunt, Asli og Enrica Detragiache (1998). The Determinants of Banking Crises in Developed and Developing Countries, IMF Staff Papers, Vol.45, bls. 81–109.
- The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, SEC. 619. Prohibition on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds and Private Equity Funds*. <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- Efnahags- og vi skiptar  uneyti  (2010a). Samkomulag r  uneyta og stofnana um samr   var andi fj rm last   gleika og viðbúnað, j li. <http://www.efnahagsraduneyti.is/frettir/frettatilkynningar/nr/3126>
- Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (2010b). Samkomulag um fj rm last   gleika milli Norðurlanda og Eystrasaltsr  kjanna,  g st. <http://www.efnahagsraduneyti.is/frettir/frettatilkynningar/nr/3127>
- Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (2011a).   tlun um losun gjaldeyrishafta.
- Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (2011b).   tlun um losun gjaldeyrishafta – höftin gildi lengst til ársloka 2013
- Efnahags- og viðskiptaráðuneytið (2011c). Skýrsla nefndar sem kanni forsendur verðtryggingar   Íslandi.
- European Commission (2008). Investigating the efficiency of the EU Deposit Guarantee Scheme. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/guarantee/deposit/report_en.pdf
- European Systemic Risk Board (2011). Recommendation of the ESRB of 21 September 2011 on lending in foreign currencies, 2011/1.
- European Systemic Risk Board (2012a). Recommendation of the ESRB of 22 December 2011 on US dollar denominated funding of credit institutions, 2011/2.
- European Systemic Risk Board (2012b). Recommendation of the ESRB of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities, 2011/3.
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) (2011). FDIC Quarterly Banking Profile – Third Quarter 2011. <http://www2.fdic.gov/qbp/index.asp>
- Finansdepartementet (2012). Organisering av og virkemidler for makrooverv kning av det finansielle system – Rapport fra en arbeidsgruppe me  medlemmer fra Norges Bank, Finanstilsynet og Finansdepartementet, Oslo: Finansdepartementet, jan ar.
- Fj rm lar  uneyti  (2011a). Sk rsla fj rm lar  herra til Al ingis um endurreisn vi skiptabankanna.
- Fj rm lar  uneyti  (2011b). R kisb skapurinn 2012–2015, sk rsla um   tlun   rikisfj rm lum.
- Fors tisr  uneyti  (2006). Al j  leg fj rm lastarfsemi    slandi.
- Gylfi Zoega (2012). Tobin skattur og peningastefnan, V sbending, febr ar.
- Haldane, Andrew og Vasileios Madouros (2011). What is the contribution of the financial sector?, 22. nóvember. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7314>
- Haldane, Andrew, Andrew Brennan og Vasileios Madouros (2010). What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?   Layard Richard (ritstj.), *The Future of Finance – The LSE Report*, London: London School of Economics and Political Science.
- Hoggarth, Gleen og Jack Redhill. Desember (2003). Resolution of banking crises: a review, Bank of England Financial Stability Review.
- I na ar- og vi skiptar  uneyti  (1998). Endursko un   opinberu eftirliti me  fjármálastofnunum.
- Independent Commission on Banking (2010). Discussion Paper of the British Independent Banking Committee: Issues Paper – Call for Evidence, september.

- Independent Commission on Banking (2011). Final Report – Recommendations (John Vickers formaður).
- International Monetary Fund (IMF) (2010). A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector – Final Report for the G-20, júní.
- International Monetary Fund (IMF) (2011a). Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework.
- International Monetary Fund (IMF) (2011b). Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act? í *Global Financial Stability Report*, september, bls 103–148.
- International Monetary Fund (IMF) (2011c). Macroprudential Policy: An Organizing Framework, mars.
- International Monetary Fund (IMF) (2011d). Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models, nóvember.
- Josefsson, Mats (2011). Iceland: Recommendations to strengthen the financial system. Nóvember. <http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Iceland-Recommendations-to-strengthen-the-financial-system-pdf>
- Jón Sigurðsson (2009) Sameining eða aðskilnaður fjármálaeftirlits og seðlabanka?, Morgunblaðinu, 9. febrúar.
- Jón Rúnar Sveinsson (2005). Meginþættir í hús-næðisstefnu Íslendinga á 20. öld, *Ársskýrsla Fasteignamatats ríkisins*, Reykjavík: Fasteignamat ríkisins.
- Kaarlo, Jännäri (2009). Report on Banking Regulations and Supervision in Iceland: past, present and future, Reykjavík: forsætisráðuneytið.
- Kaminsky, Grachiela L. og Carmen M. Reinhart (1999). The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *The American Economic Review*, 89(3), bls. 473–500.
- Kindleberger, Charles P. og Ropert Z. Aliber (2011). Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. 6. útgáfa. London: Palgrave MacMillan.
- Kroszner, R., Laven, L. og Klingbild, D. (2007). Banking crises, financial dependence, and growth, *Journal of Financial Economics*, 84, bls. 187–228.
- Large, Andrew (2010). What Framework is Best for Systemic (Macroprudential) Policy? í Layard Richard (ritstj.), *The Future of Finance – The LSE Report*, London: London School of Economics and Political Science.
- Lavoie, Marc (2009). Introduction to Post-Keynesian Economics. London: Palgrave Macmillan.
- Lim, Cheng Hung o.fl. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? – Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, 11/238.
- Luc Laeven og Valencia, Fabian (2008). Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper, 08/224.
- Lög um ráðstafanir til að efla eiginfjárstöðu innlánsstofnana nr. 16/1993.
- McGuire, Patrick og Peter Von Goetz (2009). The US dollar shortage in global banking“ *BIS Quarterly Review*, mars.
- Miles, D., Yang J. og Marcheggiano G. (2011). Optimal bank capital, External MPC Unit, Discussion Paper, nr. 31.
- Minsky, Hyman. P. (1977). A Theory of Systemic Financial Instability; í Altman, Edward og Arnold W. Sametz (ritstj.), *Financial Crises: Institutions and Markets in Fragile Environment*, New York: Wiley.
- Moody's (2007), Moody's Announces Bank Rating Actions Resulting From Implementation of JDA Methodology – Iceland. <http://www.bonds.is/Assets/Rating%20reports/Moody%27s%20-%20Landsbanki%20-%20260207.pdf>
- Neal, Larry og Marc Wedenmeir (2003). Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences, í Bordo, Michael, Alan M. Taylor og Heffrey Williamson (ritstj.), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: University of Chicago Press.
- Ong, Li Lian og Martin Chiák (2010). Of Runes and Sagas: Perspective on Liquidity Stress Testing Using an Icelandic Example, IMF Working Paper, 10/156.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2002). Experiences with the resolution of weak financial institu-

- tions in the OECD area, *Financial Market Trends*, nr. 82.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2006). Competition and Regulation in Retail Banking.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2008). OECD Economic Surveys – Iceland.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2009). Competition and Financial Markets.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2010a). Competition, Concentration and Stability in the Banking sector.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2010b) Roundtable on Competition, Concentration and Stability in the Banking Sector.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2011). OECD Economic Surveys – Iceland.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009). *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Samkeppniseftirlitið (2011). Samkeppni á bankamarkaði.
- Sandal, Knut (2004). The Nordic banking crises in the early 1990s – resolution methods and fiscal costs, í Moe, Thorvald G., Jon A. Solheim og Bent Vale (ritstj.), *The Norwegian Banking Crisis*, Norges Bank Occasional Papers, nr. 33.
- Seðlabanki Íslands (2005). Fjármálastöðugleiki.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft.
- Seðlabanki Íslands (2011a). Fjármálastöðugleiki, nr.1.
- Seðlabanki Íslands (2011b). Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti, sérít nr. 5, janúar.
- Sigríður Benediktisdóttir, Jón Dánielsson og Gylfi Zoega (2011). Lessons from a collapse of a financial system, *Economic Policy*, 26(66), bls. 183–235.
- Stiglitz, Joseph E. og Andrew Weiss (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *The American Economic Review*, 71(3), bls. 393–410.
- Stortinget (1998). Rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen.
- Sveriges Riksbank (2011). Appropriate capital ratio in major Swedish banks – an economic analysis, 2011.
- Thoraval, Pierre-Yves (2011). Report on Iceland. Supervision Prepared for the Icelandic Authorities, the FME and the IMF. Promontory Financial Group, París. <http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Report-on-Iceland-Supervision.pdf>
- Turner, Adair (2010). What do banks do? Why do credit booms and busts occur? What can public policy do about it? í Layard Richard (ritstj.), *The Future of Finance – The LSE Report*, London: London School of Economics and Political Science.
- Úttektarnefnd Landssamtaka lífeyrissjóða (2012). Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008.
- Valgren, Carsten o.fl. (2006). Iceland: Geyser crisis, Kaupmannahöfn: Danske Bank, mars.
- Viðskiptaráð Íslands (2011). Gjaldeyrishöftin – kostnaður og efnahagsleg áhrif, Reykjavík: Viðskiptaráð Íslands.
- Woodford, Michael (2003). Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy, Princeton: Princeton University Press.
- Wooley, Paul (2010). Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy í Layard Richard (ritstj.), *The Future of Finance – The LSE Report*, London: London School of Economics and Political Science.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility, Central Bank of Iceland Working paper, nr. 51.

Samstarfssamningur Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands

Mælt er fyrir um að Seðlabanki Íslands (SI) og Fjármálaeftirlitið (FME) skuli gera með sér samstarfssamning, annars vegar í 35. gr. laga um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001 og hins vegar í 15. gr. laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998. Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er að stuðla að stöðugu verðlagi ásamt því að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd. Fjármálaeftirlitinu ber að stuðla að og hafa eftirlit með að fjármálastarfsemi í landinu sé í samræmi við lög og reglur sem hverju sinni gilda um starfsemina og að hún sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti.

Í samræmi við framangreint eru hlutverk og verkefni þessara tveggja stofnana að ýmsu leyti frábrugðin en markmið beggja er að stuðla að heilbrigðu, virku og öruggu fjármálakerfi. Markmiðum annarrar stofnunarinnar verður ekki náð án þess að markmið hinnar náist. Í þessu skyni gera Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið mér sér svohljóðandi

s a m s t a r f s s a m n i n g:

1. Markmið samstarfssamningsins

Markmið samstarfssamnings Seðlabanka Íslands (SÍ) og Fjármálaeftirlitsins (FME) er að *stuðla að heilbrigðu, virku og öruggu fjármálakerfi í landinu, þ.m.t. greiðslu- og uppgjörskerfum*. Til að ná því markmiði er nauðsynlegt:

- að skilgreina með skýrum hætti ábyrgð hvorrar stofnunar og verkaskiptingu þeirra á milli,
- að stofnanirnar vinni saman að skilgreindum verkefnum,
- að öflun og miðlun upplýsinga frá fjármála-

fyrirtækjum og milli stofnananna sé markviss,

- að greining á stöðugleika dragi upp skýra mynd af styrkleika og veikleika fjármálafyrirtækja og getu þeirra til að bregðast við breytingum í hinu þjóðhagslega umhverfi og á innlendum sem erlendum mörkuðum,
- að vinna stofnananna miðist að því að draga úr kerfislegri áhættu og þar með líkum á fjármálaáfalli,
- að sjá til þess að til reiðu séu samhæfðar viðbúnaðaráætlanir og reynslu aflað með viðlagæfingum,
- að reglulega sé metið hve vel lög og reglur þjóni markmiðum um stöðugleika fjármála-kerfisins.

2. Samstarf um eftirlit

2.1 Meginsjónarmið um verkaskiptingu og samstarf

Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið skulu hafa náið samstarf um eftirlit með fjármálakerfinu. Í því samstarfi felst þrennt, þ.e. nauðsynleg upplýsingaskipti, samráð milli aðila áður en gripið er til reglusetningar eða aðgerða sem hafa áhrif á starf beggja aðila og loks samvinna um skilgreind verkefni. Verkaskipting á milli þessara stofnana tekur mið af ákvæðum laga sem um starfsemi þeirra gilda. Eftirfarandi meginsjónarmið skulu höfð í heiðri.

- Þar sem skýr verkaskipting er til staðar skal sá aðili sem sinnir eftirliti á viðkomandi sviði upplýsa hinn með reglubundnum hætti um framkvæmd eftirlitsins, sbr. kafla 3 þessa samstarfssamnings.
- Þar sem verkefni skarast að einhverju leyti skal samræma eftirlit eftir því sem unnt er og skiptast á upplýsingum, þ.m.t. með starfi áhættumatshópa sem skipaðir eru sérfræðingum beggja aðila.

2.2 Eftirlit með einstökum áhættuþáttum

Í eftirfarandi yfirliti eru helstu áhættuþættir fjármálafyrirtækja tilgreindir og hvor stofnun beri meginábyrgð á eftirliti með hverjum þeirra. Eftirlitsaðili með áhættum skuldbindur sig til að taka saman yfirlit yfir stöðu áhættuþátta, sem hann hefur eftirlit með, tvisvar á ári. Þar sem ábyrgð á eftirliti með áhættum skarast starfa áhættumatshópar og skal mat eftirlitsaðila á áhættum liggja fyrir skriflega ásamt tillögum um viðbrögð. Við mat á áhættuþáttum og tillögugerð skal sérstaklega taka afstöðu til kerfislegrar áhættu.

Meðfylgjandi er yfirlit yfir helstu áhættuþætti í starfsemi fjármálafyrirtækja og hvor stofnun ber meginábyrgð á eftirliti með hverjum þeirra. Áhættumatshóparnir verða fjórir, gjaldeyrisáhættuhópur, fjármögnunar-

áhættuhópur, uppgjörs- og greiðslumiðlunar- hópur og auk þess sérstakur áhættumat hópur um greiningar á samspili áhættu tengdri starfsemi einstakra fjármálafyrirtækja og kerfislegrar áhættu (míkró-makró greininga- hópur).

Hóparnir skulu skipta með sér verkum og samræma eftirlit með gjaldeyrisáhættu, lausafjárahættu, uppgjörsáhættu og greiðslumiðlun. Við þá verkaskiptingu og samræmingu skal einkum litið til þess að báðar stofnanirnar annist fjareftirlit (e. *off-site*) en FME annist jafnframt vettvangsskoðanir/nærefthit (e. *on-site*). Eftirlit FME með framangreindum áhættum er hluti af eftirliti með áhættustýringu og innra eftirliti eftirlitskyldra aðila og nýtist SÍ við eftirfylgni varúðarregla sem bankinn setur.

Áhættur fjármálafyrirtækja	SÍ eftirlitsaðili	FME eftirlitsaðili	Áhættumatshópar
Útlánaáhætta		X	
– þ.m.t. stórar áhættuskuldbindingar		X	
– þ.m.t. önnur samþjöppunaráhætta		X	
Markaðsáhætta		X	
– þ.m.t. afleiður		X	
Áhætta vegna misvægis eigna og skulda		X	
– þ.m.t. gjaldeyrisáhætta	X	X	X
Fjármögnunaráhætta		X	
– þ.m.t. lausafjárahætta	X	X	X
– þ.m.t. eigið fé		X	
Rekstraráhætta		X	
– þ.m.t. lagaleg áhætta		X	
Kerfisleg áhætta			
Míkró-makró	X	X	X
Greiðslu- og uppgjörskerfi			X
– þ.m.t. yfirumsjón	X		
– þ.m.t. eftirlit með kerfum	X	X	
– þ.m.t. eftirlit með aðilum	X	X	

2.3 Samstarf um setningu leikreglna

Í störfum sínum leitast bæði Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið við að hafa skýra heildarmynd af því hvernig gildandi lög, reglugerðir og önnur stjórnvaldsfyrirmæli ná þeim tilgangi sem að er stefnt í samstarfs-samningi þessum. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið hafa einnig á stefnuskrá sinni að vera leiðandi við þróun og mótun nýrra laga og reglna á sínum sviðum og gera tillögur til efnahags- og viðskiptaráðherra, eða annars hlutaðeigandi ráðherra, um nýmæli í lagasetningu. Þar sem hlutverk stofnananna skarast, sbr. yfirlit yfir helstu áhættur fjármálafyrirtækja í 2.2 hér að framan, skulu þær hafa með sér samráð og samvinnu við slíka þróunarvinnu. Frumkvæði getur ýmist stafað af reglulegum samráðsfundum seðlabankastjóra og forstjóra Fjármálaeftirlits, frá starfandi áhættuhópum eða öðrum aðilum. Tengiliðir við útfærslu á slíkri samvinnu eru aðal-lögfræðingur Seðlabankans og yfirlögfræðingur Fjármálaeftirlitsins.

3. Greining á kerfislegri áhættu

Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn hafa með sér samstarf er miðar að því að bæta greiningu beggja stofnana á samspili áhættu tengdri starfsemi einstakra fjármálafyrirtækja og þjóðhagslegra þátta. Reglur og eftirlit sem beinist að starfsemi einstakra fjármálafyrirtækja má nefna eindarvarúð (e. *micro-prudential*) en það sem miðast við að treysta stöðugleika fjármálakerfisins í heild ná nefna þjóðhagsvarúð (e. *macro-prudential*). Við greiningu á kerfislegri áhættu þarf að flétta þessa tvo þætti saman. Í því skyni verður stofnaður sérstakur áhættumatshópur míkro-makró greininga, sbr. kafla 2.2 hér að framan og kafla 3.1 um efni sameiginlegra funda seðlabankastjóra og forstjóra FME.

3.1 Sameiginlegir fundir seðlabankastjóra og forstjóra FME

Tvisvar sinnum á ári hið minnsta skulu haldnir fundir seðlabankastjóra og forstjóra Fjármálaeftirlitsins, ásamt helstu sérfræðingum beggja stofnana. Skiptast þeir á um að undirbúa og boða til fundar. Fundirnir miða að því að leggja mat á umfang kerfislegrar áhættu í íslenska fjármálakerfinu. Sérfræðingahópar, þ.m.t. áhættumatshópar, beggja stofnana skulu hittast í aðdraganda funda til þess að fara yfir efni fundanna. Meðal þess sem fjallað er um á þessum fundum er eftirfarandi:

- Þjóðhagslegur stöðugleiki, framvinda á mörkuðum og líkleg áhrif hvors tveggja á fjármálakerfið með þjóðhagsvarúð að leiðarljósi.
- Mat á áhættuþáttum sem varða eindarvarúð. Helstu kennitölur úr reikningum fjármálafyrirtækja, svo sem eiginfjár- og lausafjárhlutfall, vogun (e. *leverage*), gjaldeyrisjöfnuð og aðrar kennitölur er varpað gætu ljósi á áhættu í fjármálakerfinu, þ.m.t. þróun stórra áhættuskuldbindinga og lánveitinga til tengdra eða venslaðra aðila.
- Mat á samspili áhættu tengdri starfsemi einstakra fjármálafyrirtækja og þjóðhagslegra þátta.
- Staða greiðslu- og uppgjörskerfa og framkvæmd eftirlits með þeim.
- Lög og reglur sem gilda um fjármálastarfsemi.
- Endurbætur á viðlagaaætlanum.

Að auki skulu seðlabankastjóri og forstjóri Fjármálaeftirlitsins funda a.m.k. einu sinni á ári, ásamt þeim sérfræðingum sem við á, til þess að ræða samstarf stofnananna í víðara samhengi og skiptast á upplýsingum. Þeir skiptast líka á að undirbúa og boða til þessara funda.

3.2 Fundir sérfræðihópa

Sérfræðihópar beggja stofnana, þ.m.t. áhættumatshópar, skulu funda svo oft sem þurfa þykir m.a. til að fara yfir áhættuþætti, sbr. töflu 1 í kafla 2. Hóparnir setja sér sjálfir reglur um boðun funda.

4. Öflun og gagnkvæm miðlun upplýsinga

4.1 Núverandi framkvæmd

Í fylgiskjali 1 með samningi þessum er kveðið á um núverandi gagnasöfnun hvors samningsaðila og gerð grein fyrir hvaða upplýsingar skuli látnar hinum í té og á hvaða máta. Þessari framkvæmd verður fylgt uns útfærð hefur verið endurbætt framkvæmd, sbr. fylgiskjal 2.

4.2 Endurbætt framkvæmd

Samningsaðilar telja að unnt sé að endurbæta verulega öflun, miðlun og úrvinnslu gagna (sjá fylgiskjal 2). Í þeim tilgangi er unnið að úrvinnslu og mati á hugmyndum um sameiginlegan gagnagrunn fyrir söfnun og úrvinnslu. Í grundvallaratriðum er ferlið hugsað þannig að fjármálafyrirtækin sendi inn gögn í sameiginlegt gagnaskilakerfi Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans. Gögnin yrðu lesin sjálfvirk inn en gæði gagnanna yrðu sannpröfuð. Við gagnagrunninn yrðu tengd notendavæn skýrslugerðartól þar sem starfsmenn í hvorri stofnun fyrir sig geta sótt þau gögn sem þeir þurfa á að halda og hafa heimildir til skv. aðgangsstýringu.

Þættir í þessari viðleitni til endurbóta í framkvæmd eru að:

- Koma í veg fyrir eyður í því safni upplýsinga sem nauðsynlegt er til þess að eftirlit sé fullnægjandi og hægt sé að meta kerfislegan stöðugleika.
- Taka tillit til upplýsinga sem ekki koma fram við regluleg upplýsingaskil en geta haft úrslitaáhrif á stöðugleika, t.d. varðandi aðstæður á mörkuðum, skilmálabreytingar í lánasamningum o.s.frv.
- Draga úr tvíverknaði sem leiðir til óþarfs álags á fjármálafyrirtæki, kostnaðar fyrir eftirlitsaðila og veldur ruglingi.
- Efla tæknisamvinnu á sviði upplýsingamála.
- Miðla hnökralaust upplýsingum á milli

Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins og auðvelda úrvinnslu gagna.

- Vinna saman við miðlun upplýsinga til erlendra eftirlitsaðila.

5. Viðbrögð við kerfislegri áhættu eða áfalli

5.1 Tilkynningarskylda ef grunur um aðsteðjandi vanda vaknar

Leiði athuganir Fjármálaeftirlitsins í ljós grunsemdir um bresti í fjárhagslegri stöðu eftirlitsskyldra aðila sem eru í viðskiptum við Seðlabankann eða eru umsvifamiklir á markaði, brot gegn reglum um greiðslu- og uppgjörskerfi eða alvarlega kerfislæga hættu á fjármálamarkaði að öðru leyti, skal Fjármálaeftirlitið tafarlaust gera seðlabankastjóra viðvart.

Leiði athuganir Seðlabankans í ljós grunsemdir um bresti í fjárhagslegri stöðu fyrirtækja á fjármálamarkaði, rekstraráhættu eða brot gegn reglum og samningum um greiðslu- og uppgjörskerfi eða alvarlega erfiðleika á fjármálamarkaði að öðru leyti, skal Seðlabankinn tafarlaust gera forstjóra Fjármálaeftirlitsins viðvart.

Í þessum tilvikum bregðast forstjóri Fjármálaeftirlitsins og seðlabankastjóri við í samræmi við innri reglur hvorrar stofnunar fyrir sig.

5.2 Samstarf um viðlagaáætlanir og viðlagaæfingar

Samningsaðilar leitast við að þróa aðferðir til að sjá fyrir erfiðleika í rekstrarumhverfi á fjármálamarkaði og í starfsemi einstakra fyrirtækja á fjármálamarkaði. Þeir eiga með sér samvinnu um framsetningu sviðsmynda sem nýtast í álagsprófum og jafnframt sem forsendur í viðlagaáætlunum.

Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn móta og viðhalda viðlagaáætlunum sínum en þær taka mið af áætlunum hvors um sig og gagnkvæmur aðgangur er að þessum gögnum. Á

fundum yfirstjórna (sjá lið 3.1) er lagt mat á þörfina fyrir endurbætur áætlana.

Eigi sjaldnar en árlega eru haldnar sameiginlegar viðlagæfingar fyrir fjármála-kerfið eða fyrir greiðslu- og uppgjörskerfin sérstaklega. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið taka þátt í viðlagæfingum sem stofnað er til á grundvelli fjölþjóðlegra samninga.

5.3 Samstarf um aðgerðir

Þegar verulegir erfiðleikar, svo sem vegna lausafjár- eða eiginfjárvanda, koma upp í rekstri fyrirtækis sem vegna stöðu sinnar eða aðstæðna er kerfislega mikilvægt á fjármálamarkaði hafa samningsaðilar samráð um aðgerðir sínar. Sama á við þegar erfiðleikar varða fleiri fyrirtæki á fjármálamarkaði eða fjármálamarkaðinn í heild. Komi til athugunar að Seðlabankinn veiti lánastofnun lán eða ábyrgð í samræmi við 2. mgr. 7. gr. laga nr. 36/2001 mun hann eiga náð samstarf og samráð við Fjármálaeftirlitið um lausn þess vanda sem upp kann að hafa komið.

Samningsaðili ber sjálfstæða ábyrgð á aðgerðum sem honum er heimilt að grípa til í samræmi við hlutverk sitt.

6. Önnur mál

6.1 Þátttaka í alþjóðlegu samstarfi

Samningsaðilar skulu hafa samráð um aðild að alþjóðlegu samstarfi og fundarsókn sem tengist hlutverki beggja aðila. Jafnframt skal hvor samningsaðila upplýsa hinn um atriði er fram koma í alþjóðlegu samstarfi og varða hlutverk viðkomandi aðila.

6.2 Þagnarskylda

Upplýsingar sem hvor samningsaðili veitir hinum eru háðar þagnarskyldu lögum samkvæmt. Upplýsingarnar skulu einungis nýttar í starfsemi samningsaðila. Samningsaðilar skulu gæta þess að veita ekki upplýsingar á grundvelli upplýsingalaga án samráðs við þann aðila sem þeirra aflaði.

6.3 Gildi

Samningur þessi leysir af hólmi samstarfs-samning frá 3. október 2006. Hann skal endurskoðaður telji annar hvor eða báðir samningsaðilar þess þörf en þó eigi sjaldnar en annað hvert ár.

Fylgiskjölum með samningi þessum breyta forstjóri Fjármálaeftirlitsins og seðlabankastjóri með undirritun sinni.

Reykjavík, 6. janúar 2011

Fjármálaeftirlitið

Gunnar Þ. Andersen
forstjóri

Seðlabanki Íslands

Már Guðmundsson
seðlabankastjóri

Samkomulag um skipan nefndar um fjármálastöðugleika

Samkomulag

efnahags- og viðskiptaráðuneytis, forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, Fjármálaeftirlits og Seðlabanka Íslands um samráð varðandi fjármálastöðugleika og viðbúnað

Nefnd um fjármálastöðugleika

Nefnd um fjármálastöðugleika skal vera vettvangur samráðs, upplýsingaskipta og tillagnagerðar vegna fjármálastöðugleika og samhæfingar viðbúnaðar við hugsanlegu fjármálaáfalli. Þá er nefndinni ætlað að stuðla að gagnsæi um verkaskiptingu milli aðila sem og samvinnu þeirra á milli. Nefndin er ráðgefandi og tekur ekki ákvarðanir um aðgerðir en skal þó gera tillögur að aðgerðum þegar þurfa þykir.

Nefndin getur staðið að og tekið þátt í viðlagaefingum vegna hugsanlegra áfalla á fjármálamarkaði. Nefndin skal einnig sinna samstarfi Norðurlanda og annarra Evrópuríkja vegna hugsanlegs fjármálaáfalls, sem „Domestic Standing Group“ íslenskra stjórnvalda. Í nefndinni skulu sitja fulltrúar efnahags- og viðskiptaráðuneytis, forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, Fjármálaeftirlits og Seðlabanka Íslands. Fulltrúi efnahags- og viðskiptaráðuneytis er formaður nefndarinnar og stýrir starfi hennar. Nefndarmenn og aðrir sem koma á fund nefndarinnar, eru bundnir þagnarskyldu um þær upplýsingar sem fram koma í tengslum við starf nefndarinnar með sama hætti og þær stofnanir sem láta upplýsingar af hendi við nefndina.

Nefndin getur ákveðið að kalla til fulltrúa annarra stofnana, ráðuneyta eða annarra aðila ef þurfa þykir.

Samkomulag þetta skal ekki hafa áhrif á ábyrgð aðila á málaflokkum sínum, né koma í veg fyrir að þeir taki ákvarðanir í samræmi við heimildir sínar, hver á sínu sviði.

Á fundum sínum skal nefndin fjalla m.a. um:

- Stöðu og horfur á fjármálamörkuðum.
- Samráð og aðgerðir stjórnvalda vegna hugsanlegra áfalla á fjármálamarkaði.
- Meiriháttar breytingar á lögum, reglum og starfsháttum er varða verksvið nefndarinnar.
- Þróun og breytingar í alþjóðlegu samstarfi, sérstaklega innan EES.

Viðbúnaður og verklag

Nefndin skal hittast eigi sjaldnar en sex sinnum á ári. Hún skal þó kölluð saman að ósk nefndarmanna og um leið og forstjóri Fjármálaeftirlits og/eða seðlabankastjóri leggja til að svo verði gert vegna atvika sem varða stöðu fjármálafyrirtækja eða markaða. Í þeim tilvikum þar sem fjallað er um málefni Íbúðalánasjóðs skal fulltrúi frá félagsmálaráðuneytinu boðaður á fund nefndarinnar.

Skapist þær aðstæður að fjármálakerfinu sé talin hætta búin vegna áfalls í fjármálafyrirtæki eða á markaði skal efnt til umfjöllunar í nefndinni án tafar og skal nefndin skila tillögum að aðgerðum til ráðherranefndar um efnahagsmál, auk forstjóra FME og seðlabankastjóra. Ólík sjónarmið skulu ekki koma í veg fyrir að nefndin skili tillögum til fyrr-

greindra aðila, heldur skulu tillögurnar endurspegla þau ólíku sjónarmið sem uppi eru.

Tillögur að lausnum eða aðgerðum skulu taka mið af þeim aðstæðum sem uppi eru hverju sinni. Til að tryggja fjárhagslegan stöðugleika skal nefndin við tillögugerð sína hafa það að markmiði að finna lausnir sem miða að því að hlutafjäreigendur, stofnfjäreigendur, stjórn og stjórnendur beri sjálfir fjárhagslega ábyrgð á rekstri viðkomandi fjármálafyrirtækis en ekki ríkissjóður.

Þeir aðilar sem að nefndinni standa skulu hafa frumkvæði að því að upplýsa nefndina tímanlega og með fullnægjandi hætti um atriði sem falla undir verksvið nefndarinnar, sbr. þó ákvæði laga um þagnarskyldu.

Formaður nefndarinnar ber ábyrgð á að ritaðar séu greinargóðar fundargerðir á hverjum fundi sem og öðru utanumhaldi um gögn

nefndarinnar. Fundargerðir síðasta fundar skulu teknar til umræðu og staðfestar í upphafi hvers fundar. Að jafnaði skal dagskrá funda liggja fyrir með tveggja daga fyrirvara, sé þess nokkur kostur.

Formaður nefndarinnar skal tryggja fullnægjandi upplýsingagjöf um störf og tillögur nefndarinnar og stöðu fjármálamarkaða til ráðherranefndar um efnahagsmál. Að sama skapi skulu einstakir nefndarmenn upplýsa þá ráðherra eða forsvarsmenn stofnana, sem þeir sitja sem fulltrúar fyrir, um það sem fram fer á fundum nefndarinnar.

Endurskoðun samkomulagsins

Samkomulagið skal endurskoðað í ljósi þróunar á innlendum og erlendum vettvangi og þegar einhver aðila þess óskar.

6. júlí 2010

Jóhanna Sigurðardóttir
forsætisráðherra

Gylfi Magnússon
efnahags- og viðskiptaráðherra

Steingrímur J. Sigfússon
fjármálaráðherra

Már Guðmundsson
seðlabankastjóri

Gunnar Þ. Andersen
forstjóri Fjármálaeftirlitsins