



# SÉRRIT

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Nr. 5

Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti

Janúar 2011

Seðlabanki Íslands

*Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti*

Höfundarréttur: Seðlabanki Íslands.

Heimilt er að nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands (<http://www.sedlabanki.is>)

ISSN 1670-8830

## Formáli seðlabankastjóra

Fjármálakreppan reið yfir af fullum þunga hér á landi á árinu 2008. Hún birtist fyrst í alvarlegri gjaldeyriskreppu á fyrri hluta ársins og síðan í allsherjar bankakreppu um haustið. Efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar hafa verið þungbær fyrir íslensku þjóðina líkt og í mörgum öðrum löndum þar sem hin alþjóðlega fjármálakreppa varð hvað dýpst. Það er því eðlilegt að skoðað sé vandlega hvernig draga megi úr líkum á slíkum atburðum í framtíðinni. Þar kemur mjög margt til skoðunar, allt frá skipulagi hins alþjóðlega peningakerfis til siðvæðingar fjármálafyrirtækja.

Skýrslan sem hér birtist fjallar um mikilvægan en afmarkaðan þátt í því mikla umbótastarfi sem fjármálakreppan kallar á, þ.e.a.s. um fyrirkomulag fjármálaeftirlits og þátt seðlabanka í því. Skýrslunni er ætlað að skapa grundvöll fyrir vandaða umræðu um viðfangsefnið með því að kynna þau sjónarmið og rök sem hafa komið fram í umræðu um málið á alþjóðlegum vettvangi og jafnframt veita upplýsingar um hvaða breytingar hafa þegar orðið eða eru fyrirhugaðar í einstökum löndum og svæðum. Skýrslan hefur ekki að geyma ákveðna tillögu um hvernig skipulagi fjármálaeftirlits skuli háttað hér á landi í framtíðinni, þó að glöggir lesendur geti lesið út úr skýrslunni hvert talið er ráðlegast að stefna. Seðlabankinn mun væntanlega síðar taka þátt í að móta slíka tillögu í samvinnu við önnur stjórnvöld sem málið varðar.

Í efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í nóvember 2008 var kveðið á um að leita bæri til reynds sérfræðings á sviði fjármálaeftirlits um að gera úttekt á regluverki og eftirliti með íslenska fjármálakerfinu. Kaarlo Jännäri var fenginn til verksins og var ein megin niðurstaða skýrslu hans í mars 2009 að sameina bæri Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitið í eina stofnun eða a.m.k. setja þær undir sameiginlega stjórn. Í desember 2008 samþykkti Alþingi að setja á fót og skipa sérstaka nefnd til þess að „rannsaka bankahrunið, aðdraganda þess og orsakir sem og tengda atburði.“ Rannsóknarnefnd Alþingis skilaði skýrslu sinni 12. apríl 2010 og í framhaldinu skipaði Alþingi þingmannanefnd til að álykta um efni skýrslunnar og undirbúa viðbrögð þingsins við henni. Hinn 28. september 2010 samþykkti Alþingi samhljóma þingsályktun varðandi skýrslu þingmannanefndarinnar. Í þingsályktuninni kemur fram vilji þingsins til að endurskoða löggjöf og eftir atvikum undirbúa löggjöf á ákveðnum sviðum, m.a. löggjöf um starfsemi á fjármálamarkaði og löggjöf um eftirlit með fjármálastarfsemi á vettvangi Seðlabanka Íslands, Fjármálaeftirlitsins og annarra eftirlitsaðila. Þá telur þingið æskilegt að rannsóknir og úttektir fari fram á vegum Alþingis, m.a. stjórnsýsluúttekt á Fjármálaeftirlitinu og Seðlabanka Íslands. Markmið slíkra úttekta væri að skapa grundvöll fyrir mat á kostum og göllum þess að sameina starfsemi stofnananna „í þeim tilgangi að tryggja heildaryfirsýn yfir kerfisáhættu, fjármálalegan stöðugleika og ábyrgð á samræmingu viðbragða.“ Vonandi gagnast sú skýrsla sem hér birtist til að stuðla að vandaðri stefnumótun í framhaldi af þessari ákvörðun Alþingis.

Skýrslan byggist m.a. á margvíslegum upplýsingum sem Seðlabanki Íslands hefur aðgang að frá alþjóðastofnunum, einkum Alþjóðagreiðslubankanum í Basel. Hún er tekin saman af Þorsteini Þorgeirssyni, sérstökum ráðgjafa á skrifstofu bankastjóra, en mismunandi svið bankans hafa lagt til hluta efnisins, einkum fjármálasvið, og ýmsir stjórnendur og sérfræðingar bankans hafa komið með gagnlegar ábendingar um efni skýrslunnar.

Már Guðmundsson

## Efnisyfirlit

Formáli seðlabankastjóra.....	3
Útdráttur .....	7
1. Inngangur.....	9
2. Um fjármálakerfi og hlutverk þess.....	12
Skilgreining á fjármálakerfi og fjármálastarfsemi.....	12
Skipulag fjármálakerfa og sérstaða banka.....	13
Áhrif fjármálastarfsemi á efnahagslífið.....	14
3. Fjármálaeftirlit og verkefni þess.....	17
Stofnanir og verkefni fjármálaeftirlits.....	17
Tilgangur fjármálaeftirlits.....	18
Eindarvarúðar- og viðskiptaháttaeftirlit.....	19
Þjóðhagsvarúð.....	19
Megintegundir áhættu.....	21
Grundvallaratriði fjármálaeftirlits .....	25
Stofnanaskipulag fjármálaeftirlits.....	26
Mögulegar skilgreiningar á fjármálaeftirliti .....	27
Tryggingaeftirlit .....	29
Verðbréfaeftirlit.....	30
Bankaeftirlit .....	30
Umfang fjármálaeftirlits .....	32
Aðgerðir til að draga úr áhættu.....	33
Basel-viðmiðin .....	33
4. Hlutverk seðlabanka .....	37
Lausafjárstýring.....	37
Samspil peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu.....	38
Um hlutverk seðlabanka í bankaeftirliti .....	40
Umboð seðlabanka á sviði fjármálastöðugleika .....	43
5. Mismunandi líkön fjármálaeftirlits .....	48
Hefðbundið fjármálaeftirlits-líkan .....	48
Alhliða fjármálaeftirlit.....	48
Tveggja turna líkan .....	53
Blandað líkan .....	54
Ein stofnun: Seðlabanki.....	56
6. Skipulag fjármálaeftirlits í heiminum.....	59
Niðurstöður í mótun .....	59
Fyrirkomulag fjármálaeftirlits eftir löndum.....	60
Evrópusambandið .....	62
Fjármálaeftirlit í völdum ríkjum.....	70

ESB-ríki .....	70
Bretland .....	70
Holland .....	73
Írland .....	74
Ítalía .....	75
Finnland .....	75
Svíþjóð .....	76
Danmörk .....	76
Bandaríki Norður-Ameríku .....	76
Noregur .....	80
Ísland .....	81
7. Lokaorð .....	91
Umgjörð fjármálastöðugleika og hlutverk seðlabanka .....	91
Endurskipulagning íslenska fjármálakerfisins og fyrirkomulag fjármálaeftirlits .....	93
Heimildaskrá .....	96
Viðauki 1: Alþjóðlegt umfang fjármálakreppunnar .....	100
Viðauki 2: Hugtakaskrá .....	101
Viðauki 3: Stofnanaheiti .....	105

## Útdráttur

Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur mikil vinna farið fram alþjóðlega við að endurskoða regluverk og stofnanauppbyggingu fjármálaeftirlits með áherslu á að greina og bæta það sem miður fór í aðdraganda hennar.

Hagrannsóknir sýna að starfsemi fjármálafyrirtækja og -markaða er mikilvæg fyrir langtíma-hagvöxt og jafnvægi í efnahagslífinu. Um leið fylgir þeirri starfsemi margvísleg áhætta sem getur ógnað stöðugleika fjármálakerfisins og efnahagslífsins. Stefnt er að því að móta fjármálaeftirlit-skerfi sem er þess megnugt að draga úr líkum á fjármálaáföllum en er um leið þannig úr garði gert að það íþyngi fjármálastarfsemi ekki það mikið að þjóðhagslegur ávinningur hverfi.

Ein megin niðurstaða alþjóðlegra rannsókna er að kreppan sé afleiðing þess að kerfisáhætta jókst mikið í uppsveiflunni án þess að við henni væri brugðist. Það skýrist m.a. af því að skilningur á kerfisáhættu var takmarkaður og skipulag fjármálaeftirlits tók ekki nægjanlega mið af henni. Þannig var áhersla í fjármálaeftirliti í uppsveiflunni að mestu leyti á að tryggja öryggi og styrk ein-stakra fjármálafyrirtækja og talið að sú nálgun dygði til að viðhalda fjármálastöðugleika, en annað kom á daginn.

Kerfisáhætta er tvíþætt; annars vegar heildaráhætta sem myndast yfir tíma og hins vegar netkerfisáhætta sem felur í sér áhrif aðgerða einstakra aðila á aðra í fjármálakerfinu og það í heild. Sagan geymir mörg dæmi af sameiginlegri tilhneigingu banka til að taka mikla áhættu í uppsveiflu og verða síðan áhættufælnir í niðursveiflu. Heildaráhættan birtist í sveifluaukandi útlána- og lausa-fjárveiflu sem tengist vaxandi veikleikum á bæði eigna- og skuldahlið bankanna. Netkerfisáhættan tengist smitáhrifum vegna aðgerða annarra í fjármálakerfinu. Þannig taka bankar oft ekki nægilegt mið af áhrifum aðgerða annarra á eigin efnahagsreikning. Það þýðir að áhætta í fjármálakerfinu er ekki rétt greind og þar af leiðandi ekki brugðist við henni sem skyldi. Þegar kerfisáhættan er orðin of mikil brýst fram hræðsla og þá geta bankar fallið eins og domínó ef áhættan er tengd og smitáhrif eru sterk. Eðlilegt er að miða markmið og fyrirkomulag fjármálaeftirlits við svo veigamikla áhættu.

Opinberir eftirlitsaðilar gegna mikilvægu hlutverki við að tryggja að starfsemi í fjármála-kerfinu sé örugg og í samræmi við lög og reglur. Þó hafa ólíkar leiðir verið farnar við uppbygg-ingu fjármálaeftirlits. Þannig hefur hefðbundið skipulag fjármálaeftirlits byggt á sérhæfðum og aðskildum eftirlitsaðilum í tengslum við tiltekna geira eða starfsemi fjármálakerfisins. Í því líkani gegnir seðlabankinn hlutverki eftirlitsaðila banka en aðrar stofnanir hafa eftirlit með trygginga- og verðbréfastarfsemi og neytendavernd. Enn þann dag í dag er þetta útbreiddasta fyrirkomulag fjár-málaeftirlits í heiminum. Það þykir þó um margt óskilvirkt og undanfarna áratugi hafa áherslur í fjármálaeftirliti einkennst af aukinni viðleitni að ná fram stærðarhagkvæmni með samruna eftirlits-aðila. Komið hefur til sögunnar alhliða fjármálaeftirlit sem byggir á einni eftirlitsstofnun í samstarfi við seðlabanka um fjármálastöðugleika. Við sköpun þess var einnig viðleitni að eyða skörun og tvíverknaði meðal aðskilda eftirlitsaðila, að auka ábyrgð og gegnsæi í regluverki um starfsemi á fjármálamarkaði og aðlaga regluverkið tilhneigingu fjármálafyrirtækja til að þróast í samsteypur.

Eitt alhliða fjármálaeftirlit er að hluta reglugerðar- og eftirlitsaðili á sviði eindarvarúðar og viðskiptahátta og er með umboð sem nær yfir verðbréfastarfsemi, lífeyrissjóði, tryggingarfélag og banka. Seðlabankinn er aðskilinn frá alhliða fjármálaeftirliti og er með hlutverk á sviði peningastefnu, er lánveitandi til þrautavara og umsjónaraðili með greiðslukerfinu. Þá hefur hann misjafnlega skýrt hlutverk varðandi stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Samstarfssamningur, samstarfsnefnd og gagnkvæm þátttaka í stjórnnum beggja stofnana eiga að tryggja skilvirka sérhæfingu og náíð samstarf stofnana. Á Íslandi var fyrirkomulag alhliða fjármálaeftirlits tekið upp árið 1999 með stofnun Fjármálaeftirlitsins. Í kjölfarið lagði Seðlabanki Íslands aukna áherslu á greiningu og mat á fjármálastöðugleika með m.a. myndun fjármálasviðs bankans.

Þrátt fyrir ýmsa kosti hefur kreppan bætt skilning á veikleikum alhliða fjármálaeftirlitslíkansins. Fyrirkomulag alhliða fjármálaeftirlits hefur víða verið gagnrýnt fyrir óskýra ábyrgð og umboð eftirlitsaðila á sviði fjármálastöðugleika og skort á upplýsingaflæði á milli stofnana. Viðskiptaháttaeftirlit, sem felur í sér neytendavernd, varð víða auðsýnilegra og vinsælla meðal stjórnámamanna heldur en varúðareftirlit. Skilvirkni samstarfs eftirlitsaðila við slit fjármálafyrirtækja á grundvelli samstarfs-samnings aðskilda stofnana hefur einnig verið dregið í efa. Þá var alhliða fjármálaeftirlit ekki stofnað með þjóðhagsvarúðarmarkmið í huga. Ábyrgð á fjármálastöðugleikastefnu og þjóðhagslegri útkomu var því ekki nægilega skýrt afmörkuð. Það sem mestu máli skiptir er að alhliða fjármálaeftirlitslíkanið er talið hafa brugðist í því að draga úr kerfisáhættu.

Í kjölfar kreppunnar hefur í umræðu um skipulag og verkefni fjármálaeftirlits verið lögð mikil áhersla á mikilvægi markmiða við enduruppbyggingu þess. Þar er átt við að aðilar á fjármálamarkaði búi við viðeigandi reglur og eftirlit sem miðast m.a. við að koma í veg fyrir óæskilega hegðun á fjármálamarkaði. Markmið eftirlitsstarfsemi um að draga úr kerfisáhættu í fjármálakerfinu er nefnt þjóðhagsvarúð. Annað meginmarkmið fjármálaeftirlits er nefnt eindarvarúð og miðast við að tryggja að rekstur einstakra fjármálafyrirtækja sé ætíð styrkur og öruggur. Þriðja meginmarkmiðið varðar viðskiptahætti fjármálafyrirtækja sem miðast við að tryggja réttindi neytenda fjármálaþjónustu.

Seðlabankar gegna mikilvægu hlutverki í fjármálakerfinu og búa yfir mikilli þekkingu á sviði þjóðhags- og fjármálagreiningar. Þeir eru því einstaklega vel til þess fallnir til að sinna þjóðhagsvarúðareftirliti. Markvisst hlutverk og ábyrgð seðlabanka á sviði fjármálastöðugleikastefnu, til jafns við hlutverk hans og ábyrgð á sviði peningastefnu, er talið auka líkur á að bæði markmiðin náist. Því er jafnframt víða verið að endurskoða innra skipulag seðlabanka með þetta nýja hlutverk í huga.

Helstu stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar sem nú eru til skoðunar eru breytileg eiginfjárlutföll, lausafjarkvaðir og breytileg hámarks veðsetningarhlutfalla. Sem slík eru þau nátengd stýritækjum eindarvarúðar. Þar sem notkun stýritækjanna miðast við ólíkt en tengt áhættumat þessara eftirlitsmarkmiða þarf að samræma notkun þeirra á faglegum grunni.

Megin ályktun af undangenginni reynslu er að setja eigi þjóðhagsvarúð í forgang við hönnun nýrrar umgjáðar fyrir fjármálaeftirlit. Þannig hefur breska ríkisstjórnin nýverið lýst því yfir að hún muni leggja fyrirkomulag alhliða fjármálaeftirlits niður árið 2011 og taka upp svo kallað „tveggja turna líkan“, þar sem seðlabanki landsins ber ábyrgð á varúðareftirliti í heild. Þannig er honum fengið skýrt umboð á sviði þjóðhagsvarúðar og hefðbundið fjármálaeftirlit verður undirstofnun seðlabankans. Um leið er sett á laggirnar sjálfstæð stofnun sem ber ábyrgð á viðskiptaháttaeftirliti. Svipaðar skipulagsbreytingar hafa þegar komið til framkvæmda í Hollandi og Írlandi og eru fyrirhugaðar annars staðar.

Aðrar leiðir í skipulagi fjármálaeftirlits eru mögulegar, svo lengi sem þær leggja áherslu á hlutverk seðlabanka á sviði þjóðhagsvarúðar, bætt upplýsingaflæði á milli eftirlitseininga og skynsamlega nýtingu á mannauði og þekkingu í stjórnsýslunni.



# Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti

## 1. Inngangur

Í flestum ríkjum heims eru til staðar lög, stofnanaskipulag, reglur og tilmæli sem ákveðin eru af lög-gjafanum, ráðuneytum og eftirlitsstofnunum. Þetta regluverk hefur það markmið að skapa eftirlits-umgjörð fyrir starfsemi fjármálafyrirtækja og – markaða. Ástæðan er sú að fjármálastarfsemi, sem miðlar fjármagni frá eigendum til notenda, hefur jákvæð langtímaáhrif á hagvöxt en um leið fylgir henni áhætta sem getur, ef hún verður of mikil, framkallað kostnaðarsama kreppu. Regluverk um og eftirlit með fjármálakerfinu er því hluti af viðleitni til að hagnýta fjármálastarfsemi til aukinnar velferðar með því að takmarka skaðleg áhrif hennar. Meginverkefni fjármálaeftirlits er að tryggja að farið sé eftir settum reglum um starfsemi á fjármálamarkaði, veita leiðbeinandi tilmæli, framkvæma áhættumat og grípa inn í þegar þörf krefur til að varðveita stöðugleika fjármálakerfisins. Aðrir hlutar af þessu eru m.a. starfsemi seðlabanka, umgjörð og reglur varðandi kreppuviðbrögð, og innlánstryggingar.

Vinna við að endurskoða skipulag fjármálaeftirlits er í vissum skilningi alltaf til staðar. Sú vinna fékk hins vegar mjög aukið vægi eftir að umfangsmesta fjármálakreppa síðari tíma hófst árið 2007. Þessi kreppa lék sum lönd verr en önnur og enn sér ekki fyrir endann á afleiðingum hennar. Rík áhersla er nú lögð á að greina vandlega það sem fór úrskeiðis, bæði í einstökum löndum og í alþjóð-lega fjármálakerfinu, til að hægt sé að ráðast í endurbætur á regluverki, skipulagi fjármálaeftirlits og starfsemi á fjármálamarkaði sem komi að gagni við að draga úr líkum á að slíkt áfall endurtaki sig. Kreppan leiddi í ljós marga galla í regluverki og fjármálaeftirliti. Skortur var á áhættumati og virku eftirliti. Ásamt stöðugum vexti skuldsetningar í fjármálakerfinu höfðu bankar stækkað ört, myndað flóknar viðskiptaeytingar og stóraukið fjármálastarfsemi yfir landamæri. Fjármálaeftirlit náði ekki að fylgja þróuninni eftir. Þá hafði stóraukið flækjustig fjármálafyrirtækja ásamt trú á að fjármálafyrirtæki gætu í auknum mæli dregið úr áhættu með því að flokka, verðleggja og ráðstafa henni þau áhrif að í auknum mæli var stuðst við innra eftirlit fjármálafyrirtækjanna sjálfra. Þegar á reyndi kom í ljós að fjármálafyrirtækin höfðu tekið á sig mun meiri áhættu en þau réðu við. Þá veittu viðurkenndir mælikvarðar eins og eiginfjárlutföll ekki áreiðanlegar vísbendingar um styrk þeirra. Kerfisáhætta byggðist því upp í fjármálakerfinu í mun meiri mæli en margir töldu.

Í kjölfar kreppunnar hefur skilningur á helstu markmiðum og verkefnum fjármálaeftirlits aukist. Hefðbundið fjármálaeftirlit, sem hefur það markmið að viðhalda trausti og styrk einstakra fjármálafyrirtækja er nefnt eindarvarúð (e. *microprudential*). Tengd en aðgreind nálgun að eftirliti, sem hefur að markmiði að varðveita stöðugleika fjármálakerfisins í heild, er nefnt þjóðhagsvarúð (e. *macroprudential*). Til viðbótar er eftirlit með viðskiptaháttum fjármálafyrirtækja sem hefur það markmiði að vernda neytendur fjármálaþjónustu almennt. Verkefni þessara eftirlitshlutverka eru innbyrðis tengd en um margt ólík. Í framhaldinu er verið að skoða það stofnanaskipulag sem líklegt er til að ná best þeim markmiðum sem að er stefnt. Mismunandi líkön eru í skoðun, allt frá nokkrum sérhæfðum eftirlitsstofnunum til eins alhliða fjármálaeftirlits á sviði eindarvarúðar- og við-

skiptaháttaeftirlits. Í flestum tilfellum er horft til seðlabanka að bera ábyrgð á þjóðhagsvarúðareftirliti, en í nánú samstarfi við aðra eftirlitsaðila. Þá er talið mikilvægt að sniða skipulag fjármálaeftirlits að eiginleikum fjármálakerfisins, stærð hagkerfisins og fyrirkomulagi alþjóðlegs samstarfs.

Seðlabankar eru mikilvægur hluti af fjármálakerfinu. Almennt séð er meginverkefni þeirra að stýra peningamálum með það markmið að tryggja verðstöðugleika, að viðhalda greiðslu- og uppgjörskerfum og vera lánveitandi til þrautavara, þótt munur geti verið á útfærslu einstakra þessara verkefna á milli landa. Þar sem verkefni seðlabanka á sviði peningamarkaða, gjaldeyrismarkaða og bankamála eru innbyrðis tengd í gegnum lausafjárstýringu í fjármálakerfinu koma þeir gjarnan að verkefninu að standa vörð um stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Í kreppunni kom í ljós að seðlabankar hafa víðast hvar tekið að sér hlutverk á sviði fjármálastöðugleika án þess að hafa sambærilega skýrt umboð til þess og á sviði peningastefnu, né viðeigandi stýritæki til inngripa. Þótt markmið þessara stefna fari oftast saman, komu upp árekstrar við framkvæmd þeirra vegna þess að megináherslan var á eitt stýritæki, breytilega stýrivexti. Þar sem erfitt er að slá tvær flugur í einu höggi hefur mikil vinna átt sér stað alþjóðlega við að endurskoða inntak og umgjörð þjóðhagsvarúðarreglna og –eftirlits með það markmið að styrkja umboð og stýritæki seðlabanka á því sviði og samræma það betur peningastefnunni og öðrum eftirlitsþáttum.

Í aðdraganda hruns bankanna komu í ljós margvísleg vandamál í fjármálaeftirliti víða um heim. Hér á landi voru vandamál tengd fyrirkomulagi eins alhliða fjármálaeftirlits í samstarfi við seðlabanka. Upplýsingaskipti á milli stofnananna reyndust ónóg, skilgreining á markmiðum og útteiling á ábyrgð á mikilvægum verkefnum var ekki nægilega skýr, viðeigandi stýritæki skorti til að bregðast við vandamálum og ákvarðanir voru ekki teknar um tímanleg inngrip. Niðurstaðan varð að ekki tókst að varðveita fjármálastöðugleika eins og að var stefnt. Í kjölfarið er þörf á að framkvæma heildstæða endurskoðun á skipulagi fjármálaeftirlits sem miðast við að tryggja nauðsynlegan framgang meginmarkmiða. Hluti af þeirri endurskoðun varðar hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti.

Meginverkefni seðlabanka hafa ávalt tengst því að þeir stunda bankaviðskipti. Í meirihluta ríkja heims hafa seðlabankar einnig séð um að setja reglur um bankastarfsemi og framkvæma bankaeftirlit. Vegna aukinnar samþættingar fjármála fyrirtækja undanfarin ár var í sumum af þróaðri hagkerfum heims byrjað að færa eindarvarúðareftirlit út úr seðlabankanum og inn í alhliða fjármálaeftirlit, sem einnig tók yfir eftirlit með viðskiptaháttum og starfsemi verðbréfamarkaða og váttryggingarfélaga. Fyrir þeirri breytingu voru margvísleg rök m.a. tengt stærðarhagkvæmni. Að hluta til má einnig skýra þá þróun með því að víða var verið að veita seðlabönkum á þeim tíma aukið sjálfstæði til að bæta virkni peningastefnunnar. Í sumum tilfellum er talið að stjórn-málamenn hafi ekki viljað að seðlabankar bæru einnig ábyrgð á fjármálaeftirliti þar sem þeir yrðu þá of valdamiklir. Nú virðast viðhorfin vera að breytast þannig að vilji er til að veita seðlabanka skýrari ábyrgð, aukin völd og viðeigandi stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar. Einnig er verið að skoða hvernig best er að samræma þjóðhagsvarúðareftirlit seðlabanka hefðbundinni eftirlitsstarfsemi fjármálaeftirlits og annarra stofnana, t.d. á sviði viðskiptaháttaeftirlits. Í því sambandi má nefna að nýsamþykktar breytingar á eigin- og lausafjárvöðum sem felast í Basel-III regluverkinu miðast við að taka á kerfisáhættu. Sú breyting hliðrar valdsviði regluverksins yfir í kjarnastarfsemi seðlabanka og skapar grundvöll fyrir að samræma betur hin aðskildu en tengdu markmið peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu. Til viðbótar við endurskoðun á skipulagi fjármálaeftirlits er víða verið að endurskoða innra skipulag seðlabanka til að samræma það betur nýjum áherslum í starfi.

Í þessari grein er lýst þeim margþættu atriðum sem lúta að eftirliti með starfsemi fjármálakerfisins og alþjóðlegum sjónarmiðum um skipulag fjármálaeftirlits. Helstu ástæður og rök fyrir ólíkum útfærslum eru rakin með hliðsjón af skipulagi og starfsemi fjármálakerfisins. Vegna þess víðtæka hlutverks sem seðlabankar gegna í fjármálakerfinu er einnig fjallað um samskipti þeirra

við aðila sem sjá um eindarvarúðareftirlit með fjármálastarfsemi, annaðhvort innan eða utan seðlabankanna. Byrjað er á að lýsa því sem hafa þarf eftirlit með, þ.e. fjármálakerfinu og áhrifum þess á efnahagslífið. Sérstaða banka er dregin fram í því samhengi. Því næst er farið yfir hlutverk og verkefni fjármálaeftirlits með áherslu á sérstöðu seðlabanka í þeirri vinnu. Þá er farið yfir hlutverk og verkefni seðlabanka í fjármálakerfinu. Því næst eru mismunandi líkön af fjármálaeftirliti reifuð. Að lokum er fyrirkomulagi fjármálaeftirlits víða um heim lýst í samhengi við alþjóðlegt samstarf og fjallað um nýjustu hugmyndir um breytingar á skipan þeirra mála og nokkrar ályktanir dregnar um mögulegar breytingar á fjármálaeftirliti á Íslandi.

Efnið hefur verið sótt víða að bæði í yfirgripsmiklar skýrslur eins og De Larosière (2009), Turner (2009) og Jännäri (2009) skýrslurnar en einnig í margvíslegar sérfræðiskýrslur sem fjalla oft um afmarkaða þætti. Eðli málsins samkvæmt er nálgun sérfræðinga oftast takmörkuð við ákveðin en oft mikilvæg efnisatriði. Til dæmis er efni um regluverkið m.a. sótt í ýmsar skýrslur Alþjóðagjaldeyriskans (BIS) en efni um skipulag fjármálaeftirlits er að finna í skýrslum Lannoos (2002), Nier (2009) og fleiri aðila. Sums staðar er um beinar tilvísanir í einstaka skýrslur að ræða, sérstaklega varðandi upptalningu á ákveðnum atriðum. Meginframlag skýrslunnar er að draga saman á einn stað heildstæða nálgun við efnið. Markmiðið með skýrslunni er að hún nýtist við að móta vel ígrundaða niðurstöðu að því er framtíðarskipulag fjármálaeftirlits á Íslandi varðar og þátt Seðlabankans í því.

## 2. Um fjármálakerfi og hlutverk þess

*Í þessum kafla er farið yfir grunnþætti fjármálakerfisins og samspil þess við efnahagslífið til að veita yfirlit yfir þá starfsemi sem setja þarf reglur um og hafa eftirlit með. Þá þarf að huga vel að því hvaða áhrif mismunandi leiðir í þeim efnum eru líklegar til að hafa á starfsemi fjármálakerfisins og hagkerfisins í heild.*

### Skilgreining á fjármálakerfi og fjármálastarfsemi

Fjármálakerfi er nauðsynlegt fyrir ráðstöfun verðmæta í nútíma hagkerfi. Markmið fjármálastarfsemi er að safna saman sjóðum til arðbærrar fjárfestingar. Í grunninn miðast starfsemi á fjármálamarkaði að því að taka á móti fjármagni til ávöxtunar og miðla sjóðum til þeirra sem á þurfa að halda til að fjármagna efnahagsstarfsemi gegn endurgreiðslu höfuðstóls að viðbættum vöxtum. Vaxtamunur inn- og útlána er grundvöllur viðskiptabankastarfsemi en önnur viðskiptalíkön og fjármálaafurðir eru til staðar á fjármálamarkaði. Dæmi um önnur fjármálafyrirtæki eru fjárfestingarbankar, fjárfestingarsjóðir, eignarhaldsfélög, váttryggingarfélag og verðbréfamiðlarar. Eftir því sem efnahagsstarfsemin þróast, verður fjármálageirinn að öðru óbreyttu dýpri og breiðari með fleiri og sérhæfðari fjármálafyrirtækjum. Viðskipti í fjármálakerfinu fara fram á margvíslegum fjármálamörkuðum eins og peningamarkaði, hlutabréfamarkaði, skuldabréfamarkaði, gjaldeyrismarkaði, hráefnamarkaði og afleiðumarkaði. Til viðbótar við fjármálaþjónustu bjóða fjármálafyrirtæki og –markaðir upp á innviði, þar á meðal greiðslu- og uppgjörskerfi. Þá halda seðlabankar oftast utan um greiðslu- og uppgjörskerfi fyrir peninga- og fjármálaviðskipti og eru lánveitendur til þrautavara.

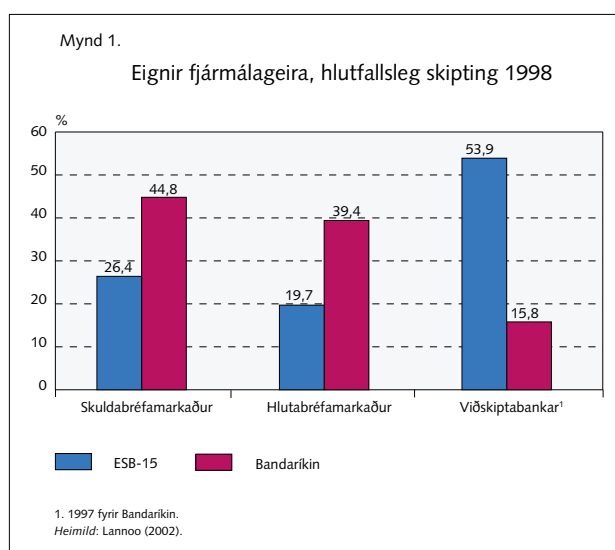
Fjármálastarfsemi grundvallast á viðskiptum með skuldbindingar og greiðslu þeirra. Við það verður tímabundinn aðskilnaður á milli eignarréttar á fjármagni og stjórn þess. Í grunninn sinnir fjármálakerfi því hlutverki annars vegar að safna saman sparnaði og hins vegar verðleggja fjármagnið og endurdreifa í formi lána til fyrirtækja, heimila og hins opinbera. Þar sem sparifjáreigendur eru að öllu jöfnu ekki eins áhættusæknir og fjárfestar verðleggur fjármálakerfið og miðlar áhættu á milli þessara aðila og auðveldar stjórn og umbreytingu á áhættu. Fjármálamarkaðir gera markaðsaðilum kleift að uppgötva markaðsverð (e. *price discovery*). Með starfsemi sinni gerir fjármálakerfið heimilum mögulegt að dreifa og jafna neyslu á milli tímabila til samræmis við væntingar um tekjuþróun eða ef kemur til truflana í tekjustreymi. Á sama hátt gerir fjármálakerfið fyrirtækjum mögulegt að jafna útgjöld vegna fjárfestingar og birgðahalds á móti væntu tekjustreymi yfir tíma. Fjármálakerfið gerir stjórnvöldum einnig kleift að skipuleggja eigin fjármálaþarfir og eiga virka aðkomu að stjórn eftirspurnar í hagkerfinu. Hallarekstur ríkissjóðs er oftast fjármagnaður á skuldabréfamarkaði en afgangur er fjárfestur þar eða hjá seðlabanka, en hvort tveggja hefur áhrif á fjármagn í umferð í einkageiranum. Peningastefna seðlabanka byggist á þátttöku hans á peningamarkaði en það hefur áhrif á framboð viðskiptabanka á lánsfé í hagkerfinu. Aðkoma seðlabanka að fjármálakerfinu beinist því að mestu leyti að innlánsstofnunum eða bankakerfinu. Á tímabili erfiðleika gegnir seðlabanki jafnframt hlutverki lánveitanda til þrautavara (LPV). Þar sem íbúar eða fyrirtæki í einu landi geta fengið sparnað annarra landa að láni eða fjárfest eignir sínar með lánveitingu eða fjárfestingu

erlendis gegnir seðlabanki jafnframt því hlutverki að tryggja jafnt greiðsluflæði á milli landa, sem byggist á virkri erlendri greiðslumiðlun en einnig gjaldeyrisforðastefnu tengdri inngrípum á gjald-eyrismarkaði til að stuðla að hnökralausu fjármagnsflæði á milli landa og til að draga úr snöggum og stórum sveiflum á gengi gjaldmiðla.

### Skipulag fjármálakerfa og sérstaða banka

Verkefni fjármálakerfa um heim allan eru í grunninn þau sömu þótt oft á tíðum sé nokkur munur á skipulagi þeirra. Þannig er hlutfall eigna banka-, verðbréfa- eða váttryggingarstarfsemi af heildar- eignum fjármálakerfisins með ólíku móti í einstökum löndum. Bankakerfi eru víðast til staðar og gegna mikilvægu hlutverki en ekki er það sama hægt að segja um verðbréfa- og váttryggingarstarfsemi sem víða hafa þróast með ólíkum hætti. Það á sér skyringar í m.a. *starfsreglum, efnahagsþróun, stærð hagkerfis eða hefðum*. Í þróuðum fjármálakerfum Evrópu og Japan hefur sögulega meiri

áhersla verið lögð á bankastarfsemi en verðbréfastarfsemi, þótt markaðsstarfsemi hafi sótt á hin síðari ár. Í Evrópu hafa bankar þróast í það að vera *alhliða bankar* (e. *universal bank*). Í Bandaríkjunum og Bretlandi hefur meiri áhersla verið lögð á verðbréfa- og váttryggingarstarfsemi þótt bankageirinn þar sé einnig öflugur. Með Glass-Steagall-löggjöfinni í Bandaríkjunum árið 1933 var starfsemi banka aðskilin í *viðskiptabanka og fjárfestingarbanka*, þ.s. áhætta í fjárfestingarbankastarfsemi þótti ekki hæfa viðskiptabankastarfsemi. Með lagabreytingum árið 1999 var opnað á starfsemi alhliða banka þar á ný, einnig



með váttryggingarstarfsemi, og þá tóku stór, flókin bankaeignarhaldsfélög að ryðja sér til rúms. Frá þeim tíma varð þróunin vestanhafs í átt til aukins samræmis í skipulagi bankastarfsemi í Evrópu og víðar. Mynd 1 sýnir af hverju talað hefur verið um *bankagrundvallað* fjármálakerfi í Evrópu en *markaðsgrundvallað* fjármálakerfi í Bandaríkjunum. Hin síðari ár hafa kerfin þróast í átt til aukins samræmis, með hlutfallslega örari vexti viðskiptabankastarfsemi í Bandaríkjunum og Bretlandi en hlutfallslega aukinni markaðsstarfsemi á meginlandi Evrópu.<sup>1</sup>

Bankarekstur gengur út á svo kallaða eignaummyndun (e. *asset transformation*), sem felst í því að taka skammtímalán (t.d. sem innlán eða lán á millibankamarkaði) og umbreyta þeim í útlán til viðskiptavina sem endurgreiða skal yfir lengri tíma. Þetta kerfi hefur bæði jákvæðar og neikvæðar hliðar. Banki þiggur vaxtamun og þóknanir fyrir sína þjónustu en á móti tekur hann á sig áhættu í formi tímamissræmis (e. *maturity mismatch*). Sú áhætta birtist m.a. í því að banki skuldbindur sig til að greiða til baka skammtímalán til þeirra sem þess beiðast (e. *pay at par on demand*).<sup>2</sup> Hefðbundin bankastarfsemi byggir einnig á aðferð brotaforða (e. *fractional reserve banking*), sem gengur út á að geyma hluta skammtímalána sem varasjóð, annað hvort peninga eða auðseljanlegar eignir, en lána aðra fjármuni út. Vegna þess hefur bankastarfsemi áhrif til að auka (eða minnka) peningamagn í umferð, bæði laust fé og peninga á innlánareikningum, umfram það sem það annars væri. Hlutfall

1. Vöxtur viðskiptabanka í nokkrum af smærri ríkjum Evrópu, eins og Danmörku, Írlandi og Íslandi, var gríðarlegur.  
2. Sjá t.d. Dwyer og Samartín (2007).

heildarinnlána bankakerfisins af varasjóðum þeirra er þekkt sem peningamargfaldari. Því hærrí sem margfaldarinn er því meiri eru útláan og tengd efnahagsstarfsemi. Aukning peningamagns er jákvæð meðan hún leiðir ekki til óhóflegrar hækkunar neyslu- eða eignaverðs. Sögulega hafa viðskiptabankar ítrekað lent í vandræðum með slíkan rekstur. Til viðbótar við hina almennu áhættu lánveitenda að lántakendur standi ekki skil á greiðslu höfuðstóls og vaxta að ákveðnum tíma liðnum eins og samningar segja til um, getur áhætta banka vegna tímamismisræmis valdið þeim erfiðleikum. Þar sem bankar eru fjármagnaðir með skammtímalánum og eignir þeirra sem samstanda af langtíma útlánum eru ekki alltaf auðseljanlegar, geta bankar orðið berskjaldaðir fyrir því að eigendur innlána krefji þá um greiðslu stórs hluta þeirra í einu, í svokölluðu áhlaupi. Ekki er víst að banki geti orðið við því ef aðgengi hans að skammtímafjármagni er takmarkað eða ekkert. Í lok síðustu uppsveiflu jókst áhættumeðvitund og fjármögnun bankastarfsemi varð stöðugt erfiðari. Þegar áhlaup varð á milli-bankamarkaði brást endurfjármögnun þeirra og fóru margir bankar í þrot eða þurfti að bjarga. Það að einn banki lendi í vandræðum þarf ekki að vera vandamál fyrir fjármálakerfið í heild. Hins vegar, ef fall eins banka leiðir til almennrar bankakreppu er það alvarlegt. Til að draga úr hættum í bankastarfsemi hafa eftirlitsaðilar vald til að setja skilyrði um eignir viðskiptabanka og hlutfall varasjóðs af eignum þeirra með það markmið að styrkja stöðu þeirra gagnvart áhlaupi og er gjarnan farið eftir viðmiðum Alþjóðagreiðslubankans við reglusetningu er þau atriði varðar. Til viðbótar leiðbeina eftirlitsaðilar viðskiptabönkunum og standa reiðubúnir til að veita þeim lán til þrautavara ef ástæða er talin til þess. Þá eru kerfi innstæðutrygginga víðast hvar við lýði til að draga enn frekar úr áhættu á áhlaupi. Slík atriði eiga að viðhalda trausti almennings á bankastarfsemi. Vandamál í bankastarfsemi geta verið mjög kostnaðarsöm fyrir þjóðfélagið, hvort heldur sem er vegna lánveitinga til þrautavara, beins fjárstuðnings við banka eða við yfirtöku þeirra eftir hrun. Bankakreppu fylgir jafnframt mikið hagvaxtartap. Það er því til mikils að vinna að koma í veg fyrir slík vandamál og er gott eftirlit mikilvægur liður í því. Um leið er mikilvægt að ákveðið jafnvægi ríki í reglusetningu og eftirliti. Annars vegar þarf að gæta þess að reglubyrði verði ekki of mikil, en það er talið líklegt til að draga úr virkni fjármálastarfsemi og efnahagslífsins. Hins vegar er ljóst að of lítið eftirlit hefur leitt til þess að kerfisáhætta tekur að byggjast upp í fjármálakerfinu sem getur framkallað kreppu.

### Áhrif fjármálastarfsemi á efnahagslífið

Að áföllum frátöldum hefur starfsemi í fjármálakerfinu reynst jákvæð fyrir hagvöxt og mikilvæg fyrir jafnvægi hagkerfisins. Fjárfesting er einn mikilvægasti drifkraftur hagvaxtar og iðnþróunar almennt.<sup>3</sup> Fjármálafyrirtæki gegna mikilvægu hlutverki við að fjármagna fjárfestingu fyrirtækja og heimila. Lánastarfsemi banka og ástand á verðbréfamarkaði eru oft talin til leiðandi vísbendinga um fjárfestingu, tækniframfarir og hagvöxt.<sup>4</sup> Áhrifin á hagvöxt eru þó ekki miðuð við þetta heldur hvernig fjármálastarfsemi hefur áhrif til að auka hagkvæmni í miðlun fjármagns frá sparifjáreigendum til endanlegra lántakenda. Ráðandi kenningar ganga út á það að fjármálastarfsemi auki hagvöxt með því að lækka viðskiptakostnað (e. *transaction costs*) eða draga úr upplýsingamissvægi í fjármálaviðskiptum.<sup>5,6</sup> Virðisauki fjármálastarfsemi er talinn minnka eftir því sem upplýsingatækni eykst, fjármálamarkaðir dýpka og upplýsingamissvægi minnkar.<sup>7</sup>

3. Sjá Demircüç-Kunt og Maksimovic (2002) og Rajan og Zingales (1998).

4. Sjá Levine (1999).

5. Sjá Scholtens og Van Wensveen (2003).

6. Nýleg skilgreining á sambandi fjármálastarfsemi og efnahagsstarfsemi byggist á reynsluheimi þeim sem einkenndi fjármálamarkaði undanfarin ár þegar *virðisauki* í banka- og tryggingarstarfsemi varð aðallega til við að taka og stýra áhættu frekar en að eyða upplýsingamissvægi.

7. Þó er ekki víst að ofangreind atriði þróist á sama veg á hverjum tíma. Þannig getur aukin notkun á upplýsingatækni átt sér stað samhliða auknu upplýsingamissvægi eins og framboð á og eftirspurn eftir rafrænum bankareikningum Icesave bendir til í aðdraganda hrunsins.

Niðurstöður rannsókna um jákvætt samband fjármálastarfsemi og hagvaxtar hafa reynst nokkuð óháðar tímabilum eða löndum. Fyrir hrun benti meirihluti slíkra rannsókna, sem náði til bæði þróaðra og minna þróaðra ríkja, til þess að umfang fjármálakerfisins væri í jákvæðu sambandi við stig landsframleiðslunnar, þótt áhrifin mælist ekki mikil.<sup>8</sup> Í kreppunni hefur umfang fjármálakerfisins dregist saman ásamt umsvifum í efnahagslífinu. Það er útbreidd skoðun að leggja beri jafna áherslu á fjármálafyrirtæki og fjármálamarkaði til að hámarka virkni fjármálakerfisins í heild.<sup>9</sup> Það tengist m.a. því að fjármálafyrirtæki gegna mikilvægu hlutverki við að yfirstíga markaðsgalla (e. *market imperfections*).

Starfsemi á fjármálamarkaði hefur í eðli sínu áhrif á stöðugleika hagkerfisins vegna skuldsetningar eða vogunar (e. *leverage*). Þegar starfsemi fjármálakerfis er í þokkalegu jafnvægi er talað um að fjármálastöðugleiki ríki. Að flestra mati er fjármálakerfið talið stöðugt þegar fjármálafyrirtæki, fjármálamarkaðir og innviðir þeirra, þar með talin greiðslu- og uppgjörskerfi, styðja flæði fjármagns milli sparifjáreigenda og fjárfesta. Þannig er fjármálastöðugleiki mikilvæg forsenda hagvaxtar, en óstöðugleiki í fjármálakerfinu truflar miðlun fjármagns sem getur haft alvarlegar afleiðingar fyrir raunhagkerfið. Truflun í einum fjármálageira er líkleg til að skerða jafnvægi fjármálakerfisins í heild. Þar sem greiðslu- og uppgjörskerfið er mikilvægt fyrir viðskipti getur truflun í því einnig valdið óstöðugleika.

Það er vel þekkt að fjármálakerfi og raunhagkerfi geta magnað upp sveiflur hvort hjá öðru, þ.e. að samspil þeirra feli í sér sveiflumagnandi (e. *procyclical*) eiginleika. Talað er um fjármála-hröðun (e. *financial acceleration*) sem lýsir því ferli þegar aukin arðsemi fyrirtækja og heimila í uppsveiflu hrindir af stað eignaverðshækkun og bættu aðgengi að lánsfjármagni.<sup>10</sup> Hækkun eignaverðs styrkir veð og stuðlar að frekari útlánþenslu og fjárfestingu sem eykur hagvöxt enn frekar. Enn aukin útlán og frekari hækkun eignaverðs koma af stað hækkandi hringrásarferli í uppsveiflu. Í niðursveiflu hefst gagnstætt ferli með hruni í eignaverði sem hefur vaxandi neikvæð áhrif fyrst í fjármálakerfinu og síðan í hagkerfinu.<sup>11, 12</sup>

Enginn sá fyrir allt í senn eðli, umfang né tímasetningu fjármálakreppunnar.<sup>13</sup> Harvey (2010) nefnir þær mörgu kenningar sem komið hafa fram um orsakir fjármálakreppunnar. Spanna þær atriði eins og mannlegt eðli, stofnanavandamál, rangar kenningar, menningarlegan uppruna, mistök í hagstjórn eða eðli kapítalismans. Í þessari skýrslu er aðallega fjallað um þátt stofnana í fjármálastöðugleika, þ.e. regluverks, eftirlits og stofnanaskipulags. Í því sambandi er vert að hafa í huga mikilvægi viðeigandi reglusetningar og virks eftirlits fyrir þá viðleitni að koma í veg fyrir hegðun í fjármálastarfsemi sem leiðir til aukinnar kerfisáhættu og kreppu.

Flest ríki og alþjóðastofnanir brugðust við kreppunni með því að grípa til aðgerða sem miðuðu að því að treysta miðlun fjármagns í hagkerfinu. Fjármálafyrirtæki fengu lausafjárstuðning eða lán, eiginfjárstaða þeirra var styrkt, ríkisábyrgðir voru veittar og torseljanlegar eignir keyptar. Þrátt fyrir það urðu mörg fjármálafyrirtæki, sérstaklega bankar, greiðslu- eða gjaldþrota. Sumum fjármálafyrirtækjum var bjargað með ríkisvæðingu. Í kjölfar þessara aðgerða og áhrifa kreppunnar á efnahagslífið jókst hallarekstur og skuldsetning ríkissjóða mjög. Heimili hafa orðið fyrir verulegum búsisfjum,

8. Rannsókn sem takmörkuð var við OECD-ríkin leiddi til sömu niðurstöðu. Sjá Leahy, Schich, Wehinger, Pelgrin og Thorgeirsson (2001).

9. Sjá Allen og Gale (2001).

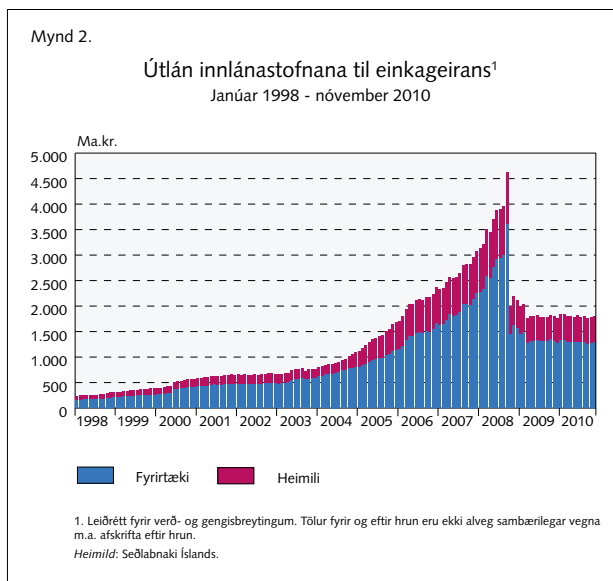
10. Bernanke, Gertler og Gilchrist (1999) segja að „fjármálahröðun sé innri þróun á lánamarkaði sem auki og framlengi áföll í efnahagslífinu.“

11. Sjá Dalsgaard, Elmeskov og Park (2002).

12. Sveiflumögnun er einnig tengd upplýsingamissvægi þ.s. lántakar hafa meiri upplýsingar en lánveitar um verkefnið sem lánið tengist. Í niðursveiflu, þegar efnahagsástandið er erfitt og virði veða lágt er erfitt að fá lán fyrir arðbær verkefni. Í uppsveiflu þegar virði veða hækkar er auðveldara fyrir framkvæmdaaðila að fá ytri fjármögnun. Annað atriði sem hefur áhrif á styrk sveiflumögnunar er útlánasveifla sem rekja má til bjögunar í áhættumati. Slík bjögun leiðir til þess að áhætta er vanmetin á þensluskeiði en ofmetin á samdráttarskeiði, en það ágerir hagsveifluna.

13. Sjá t.d. skýrslu Royal Academy (2009).





en eignaverð og kaupmáttur ráðstöfunar- tekna hafa lækkað og atvinnuleysi aukist. Á sama tíma hefur samdráttur í eftirspurn skapað fyrirtækjum erfiðleika. Víða hefur verið dregið úr aðhaldsstigi peningastefnunnar til að takmarka samdráttinn og flýta fyrir að efnahagslífið nái jafnvægi á ný. Til að þróunin verði í átt til stöðugleika og sjálfbærni er eitt helsta verkefni ríkisstjórna víða um heim að lækka opinberar skuldir með bættri tekjuafkomu, þ.e. hækkun skatta og niðurskurði útgjalda.

Mynd 2 sýnir þann gífurlega óstöðugleika sem varð í útlánum íslensku bankanna – bæði fyrir og eftir fall þeirra (og endurreisn) á haustmánuðum 2008.

Leiðrétt er fyrir verð- og gengisbreytingum til að sýna þróun útlána að raungildi. Þrátt fyrir afskriftir lána eftri hrun er ljóst að lækkunin er umtalsverð frá hápunkti útlánabólunnar og að tímabil samdráttar tók við eftir mikið þensluskeið í lánastarfsemi. Verð fasteigna hefur á sama tíma lækkað um þriðjung en lækkun á verði hlutabréfa var mun dramatískari eða um 90%. Þessi öfgakennda þróun hefur haft veruleg áhrif á efnahagsstarfsemi í landinu. Eftir mikið þensluskeið gekk Ísland árið 2009 í gegnum mesta samdrátt í innlendri eftirspurn og aukningu í atvinnuleysi frá stofnun lýðveldisins. Heildarkostnaður íslenska ríkisins það ár er nú metinn vera ríflega 40% af landsframleiðslu og verða 5% á ári eftir það.<sup>14</sup> Þótt margt bendi til að skuldir hins opinbera muni lækka hratt á komandi árum og að efnahagslífið hafi náð botni árið 2010 eru enn viðsjár.

Þessi erfiða reynsla kallar eftir því að viðtæk endurskoðun á reglum og eftirliti með fjármála- starfsemi eigi sér stað sem miðast að því að draga úr áhættunni á að slíkt endurtaki sig og um leið að vera þannig úr garði gerð að fjármálakerfið geti stutt við almenna efnahagsþróun. Mikilvægar spurningar sem þarf að svara í því sambandi eru t.d. hvaða stofnun eða stofnanir eiga að fara með vald til að fylgjast með, greina og bregðast við fjármálaóstöðugleika? Hvaða ábyrgð og tæki á sú stofnun eða þær stofnanir að fá til verksins? Hvernig verður þeim verkefnum best fyrir komið í tengslum við eftirlit með einstökum fjármálafyrirækjum og neytendavörnum? Í næstu köflum er farið nánar yfir þau atriði.

14. Sjá grein Arnórs Sighvatssonar og Gunnars Gunnarssonar (2010).



### 3. Fjármálaeftirlit og verkefni þess

*Umfjöllun um verkefni og skipulag fjármálaeftirlits er nauðsynleg til að undirbúa umfjöllun um mismunandi líkön að fjármálaeftirliti. Í þessum kafla er farið yfir helstu þætti fjármálaeftirlits, t.d. hverjir setja reglur um fjármálastarfsemi og hverjir fylgja þeim eftir. Lögð er áhersla á að lýsa verkefnum og markmiðum fjármálaeftirlits. Farið er yfir hugtökin eindarvarúðar-, þjóðhagsvarúðar- og viðskiptaháttaeftirlit. Fjallað er um þætti sem hafa áhrif á skilvirkni fjármálaeftirlits við að greina og bregðast við margvíslegum tegundum af áhættu.*

#### **Stofnanir og verkefni fjármálaeftirlits**

Opinberar stofnanir gegna mikilvægu hlutverki í fjármálakerfinu. Ráðuneyti sem hafa að gera með starfsemi á fjármálamarkaði semja lög um þá starfsemi og leggja fyrir löggjafann til samþykktar og gefa út reglugerðir. Regluverkið er hannað með það í huga að ná fram ákveðnum markmiðum gagnvart þátttakendum á fjármálamarkaði. Þannig setja reglurnar fjármálafyrirtækjum ákveðin mörk sem miðast við markmið um fjárhagslegan styrk þeirra, stöðugleika fjármálakerfisins, öryggi neytenda og almenna hagsæld. Af sömu ástæðu eru eftirlitsstofnanir hluti af stjórnsýslunni og starfa samkvæmt ákveðnu skipulagi. Þær stofnanir sem oftast sinna eftirlitshlutverki í fjármálakerfinu eru sérhæfðar eftirlitsstofnanir eða eitt alhliða fjármálaeftirlit ásamt seðlabanka. Eftirlitsaðilar hafa eftirlit með að fyrirtækin fari eftir þeim reglum sem að starfsemi þeirra lúta. Nokkur munur er á markmiðum og verkefnum einstakra eftirlitsaðila. Víða ber fjármálaeftirlit ábyrgð á eftirliti með rekstri einstakra fjármálafyrirtækja með það að markmiði að tryggja að rekstur þeirra sé traustur og stöðugur. Mikilvægur mælikvarði á viðnámsgetu fjármálafyrirtækja er eiginfjárhlutfall þeirra. Fjármálaeftirlit metur einnig áhættu í rekstri, framkvæmir álagspróf og veitir leyfi fyrir margþættum atriðum í rekstri fyrirtækjanna. Seðlabankar eru oft ábyrgir fyrir reglusetningu og eftirliti með lausafjárstýringu fjármálafyrirtækja. Þar sem seðlabankar hafa forskot í þjóðhagslegri greiningu vegna hlutverks þeirra á sviði peningastefnu og eru í nánnum tengslum við fjármálamarkaði, veita lausafjárstuðning til skamms tíma, eru lánveitandi til þrautavara, og bera ábyrgð á greiðslu- og uppgjörskerfum hefur oftast verið horft til þeirra að fara með ábyrgð á fjármálastöðugleika í heild, eða þjóðhagsvarúð. Það hlutverk felur í sér að meta áhættu í fjármálakerfinu í heild og samspil við raunhagkerfið.

Reglur eru nokkuð stórvirk tæki og miðast oftast við að hafa fyrirbyggjandi áhrif við að ná markmiðum fjármálaeftirlits. Þegar reglurnar nægja ekki einar sér til að ná þeim markmiðum sem að er stefnt veita eftirlitsaðilar fyrirtækjum á fjármálamarkaði einnig leiðbeiningar og til-mæli eða grípa til sértækra aðgerða. Í því sambandi er mikilvægt að eftirlitsaðilar ráði yfir tækjum sem hæfa verkefninu. Það er jafnframt að mörgu að hyggja við skipulag varúðareftirlits svo að það hæfi aðstæðum í hverju landi fyrir sig. Þar sem fjármálakerfi ríkja heims eru sífellt tengdari, hefur þróunin erlendis umtalsverð áhrif heima fyrir. Alþjóðastofnanir, í samstarfi við stjórnvöld í aðildarríkjunum, eiga hlutverki að gegna við að viðhalda jafnvægi í alþjóðlega fjármálakerfinu. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) fjallar m.a. um þróun gjaldeyrisjafnaðar, efnahagsstarfsemi og

hagstjórn í aðildarríkjum sínum, Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) fjallar m.a. um samspil hagskipulags, hagstjórnar og efnahagsstarfsemi en Alþjóðagreiðslubankinn er vettvangur til að móta alþjóðlega samræmdar reglur um m.a. eftirlit með fjármálastarfsemi.

### Tilgangur fjármálaeftirlits

Þörfin fyrir eftirlit með fjármálastarfsemi tengist margvíslegum tegundum áhættu í fjármálastarfsemi. Áhætta í bankastarfsemi er vel þekkt og þarf að fylgjast vel með að viðbrögð rekstraraðila við tengdri áhættu, t.a.m. bólu myndun, séu viðeigandi. Þá getur áhætta myndast við gjaldprot váttryggingarféлага. Áhættu sem fylgir skuldbindingu má rekja m.a. til tímamISRæmis, líftíma, mótaðila, vaxta, hlutabréfaverðs eða tekjuvæntinga. Áhætta tengist einnig misvægi í upplýsingum á milli aðila (e. *information asymmetry*), en lántaki veit oftast meira um eigin getu til að endurgreiða lán og þá áhættu sem því fylgir en lánveitandi. Fjármála fyrirtæki taka á sig og stýra áhættunni og fá virðisauka, m.a. í formi vaxtamunar, fyrir þá þjónustu. Bankastarfsemi hefur þróast í þá veru að draga úr áhættu m.a. með töku veða, upplýsingaöflun um tekjur og greiðslugetu og eftirliti með stöðu lántaka.<sup>15</sup> Reglur eru einnig mikilvægar til að eyða óvissu og draga úr óþarfa áhættu. Þá þurfa opinberar eftirlitsstofnanir að vera til staðar til að tryggja að farið sé eftir reglum.

Þegar fjármálaeftirlit er til umræðu þarf að gera greinarmun á annars vegar eindarvarúð – þ.e. regluverki og eftirliti með öryggi og styrk einstakra fjármála fyrirtækja – og hins vegar þjóðhagsvarúð – þ.e. regluverki og eftirliti með stöðugleika fjármálamarkaðarins í heild. Þriðja nálgunin heitir viðskiptaháttaeftirlit sem miðast við m.a. regluverk og eftirlit varðandi neytendavernd. Fylgst er með mörkuðum í heild til að kanna lausafjárstöðu og áhættuskuldbindingar í rekstri einstakra fyrirtækja, og frá rekstrarsjónarmiði til að tryggja að markaðurinn sé heill og til að gæta réttlætis og gegnsæis gagnvart öllum þátttakendum. Þessi þrískipta markmiðstengda nálgun að eftirliti með fjármála fyrirtækjum er sögulega byggð á mismunandi áhættu banka, fjármála fyrirtækja og tryggingarféлага. Eftirlit með viðskiptaháttum er sambærilegt fyrir alla þrjá fjármálagirana. Neytendur eru ekki í aðstöðu til að dæma öryggi og styrk stofnana sem þeir versla við, vegna ófullkominna upplýsinga (e. *agency problem*), en það krefst opinberrar stefnu um viðskiptahætti. Fyrir kreppuna var talið að kerfisáhætta væri sérstakt vandamál banka en minna vandamál fjárfestingar fyrirtækja, tryggingarféлага og íbúðalánabanka. Áður var talið að þessi fyrirtæki hefðu ekki mikil áhrif á kerfisáhættu þar sem þau gætu endurfjármagnað sig til lengri tíma. Í kreppunni kom annað fram og nú er einnig horft til þeirra að því er slíka áhættu varðar. Þó er mest áhætta tengd bönkum sem umbreyta lausum skammtíma skuldbindingum í langtíma viðskiptalán sem mynda torleysanlegar eignir. Innlán má hæglega draga út en lán eru ekki endilega innleysanleg með stuttum fyrirvara. Bankar þola þetta tímamISRæmi meðan innlánseigendur taka innlán sín af handahófi og eignum er haldið þar til að þær koma til greiðslu. Ef kemur til þess að traust á greiðsluþoli banka þrýtur, eru innlánseigendur í „fangaklemmu.“ Þótt þeir geti hagnast meira í heild ef þeir halda að sér höndum og gefa bankanum svigrúm til að ná sem mestum verðmætum út úr eignum sínum, er það hagur hvers og eins að taka út peningana á meðan nokkurt greiðsluþol er til staðar. Þegar bankinn stendur frammi fyrir þessari stöðu, getur hann selt eignir en því fylgir afsláttur á útlánum hans, eða þá að kemur til vaxandi greiðslufalls á útlán hans, en hvort tveggja getur leitt til gjaldþrots bankans. Þá getur fall eins banka haft áhrif á aðra með smitleiðum eða öðrum tengslum. Þannig getur áhlaup innstæðueigenda eða aðila á millibankamarkaði á einn banka framkallað áhlaup á þá alla.

Verkefnið að tryggja fjármálastöðugleika með þjóðhagsvarúðarnálgun byggist á því að meta framtíðar þróun með það að markmiði að greina veikleika í fjármálakerfinu og, þar sem mögulegt

15. Margt þessu tengt brást á íbúðalánamarkaði Bandaríkjanna í uppsveiflunni.

er, grípa til aðgerða til að treysta það. Suma veikleika má rekja til aðstæðna í efnahagsreikningum heimila og fyrirtækja og til þróunar eignaverðs, en hvort tveggja getur haft áhrif á stig og dreifingu áhættu í fjármálakerfinu um raunhagkerfið. Aðrir veikleikar tengjast því hvernig fjármálafyrirtæki og þátttakendur á fjármálamarkaði verðleggja og stýra margvíslegri áhættu. Þá er það talið hjálplegt við að viðhalda trausti þátttakenda á fjármálakerfinu í heild ef til staðar er kerfi áfallaáðstoðar sem getur tekið á mögulegu greiðsluþroti einstakra fjármálafyrirtækja sem jafnframt gæti verið ógn fyrir stöðugleika kerfisins í heild.

Skilvirkni fjármálaeftirlits byggist á ákveðnum ytri forsendum og greiningu á fjölþættum áhættuatriðum vegna starfsemi á fjármálamarkaði.<sup>16</sup> Hlutverk og ábyrgð stofnana á sviði fjármálaeftirlits þarf að vera vel skilgreind og aðgerðir til staðar sem draga úr áhættu. Forsendur skilvirkis fjármálaeftirlits eru fjórþættar, 1) hagstjórn þarf að vera traust og sjálfbær; 2) innviðir stjórnsýslunnar þurfa að vera þróaðir; 3) virkur markaðsagi þarf að vera til staðar og 4) leiðir þurfa að vera til staðar fyrir öryggiskerfi til að veita viðeigandi aðstoð.

### Eindarvarúðar- og viðskiptaháttaeftirlit

Eindarvarúðareftirlit og viðskiptaháttaeftirlit eru nátengd og hafa það meginmarkmið að vernda neytendur fjármálaþjónustu. Þó gerir eindarvarúðareftirlit það á óbeinan hátt með því að miða starf sitt við að viðhalda styrk og öryggi einstakra fjármálafyrirtækja, og með því varðveita fjármála-stöðugleika. Eitt af meginverkefnum fjármálaeftirlits er að veita leyfi til margþættra atriða í rekstri fjármálafyrirtækja sem varða eignarhald þeirra, rekstraráætlun, innra skipulag og stjórn, mat á hæfni stjórnenda, fjárhagsáætlanir og eignastöðu, samruna við erlend fjármálafyrirtæki, færslu hlutfjár banka, stór kaup fjármálafyrirtækja eða fjárfesting þeirra. Til að framkvæma hlutverk sitt þarf eftirlitsaðili formleg völd til að framkvæma aðgerðir til að leiðrétta það sem úrskæiðis hefur farið eða að slíta bönkum sem eru á leið í prot. Þá gera viðskipti yfir landamæri það að verkum að skilgreina þarf skyldur eftirlits í heimalandi og í gístillandi. Einnig geta komið upp sérstök málefni varðandi banka í ríkiseigu eða innstæðutryggingar. Rétt er að veita því eftirtækt að sumt í slíkri eftirlitsstarfsemi er ekki nátengt kjarnastarfsemi seðlabanka, en getur þó tengst verkefnum á sviði fjármálastöðugleika. Eftirlit með viðskiptaháttum beinist að gegnsæi í upplýsingum, réttlæti og heiðarleika og jöfnuði meðal markaðsaðila. Eindarvarúðareftirlit einblínir hins vegar á greiðsluhæfi og fjárhagslegan styrk fjármálafyrirtækja og tryggingar á innlánsreikningum.

### Þjóðhagsvarúð

Fjármálakreppan leiddi í ljós að ekki var nægilega sterk tenging á milli þjóðhagslegra og rekstrarlegra þátta í áhættumati og reglusetningu í fjármálakerfinu. Þannig vantaði mikið upp á áhættumat að því er varðar þjóðhagslegt ójafnvægi, uppruna og dreifingu fjármálagerninga, sveifluaukandi ferli og laust fé á markaði og til fjármögnunar. Þá var hönnun regluverksins ekki nægilega miðuð við smitáhrif og öfgakenndar markaðsaðstæður, sveiflujafnandi aðgerðir, áhrifasvæði reglna og samræmi reglna á milli fjármálageira. Einnig skorti á traust varðandi umboð í eftirliti, bæði hvað varðar eftirlitsaðila og matsfyrirtæki. Millibankamarkaðurinn hrundi og erfitt reyndist að greina á milli heilbrigðra og áhættusamra fjármálafyrirtækja. Þá var útfærsla á alþjóðlega samræmdum reglum ólík. Eftirlit reyndist oft of léttvægt. Þá reyndust sumir bankar vera of stórir, bæði til að vera bjargað og til að falla. Þannig var álitamál hvort það væri ásættanlegt að láta þá falla eða hvort hefði verið betra að gera það að hluta, en skortur á áfallaúrræðum og upplausnartækjum eða ósamræmi á milli lögsagnarumdæma truflaði ákvarðanatökuna. Öll þessi atriði tengjast með

16. Sjá Basel Committee on Banking Supervision (2006).

einum eða öðrum kerfisáhættu og möguleikum á að greina hana og fylgjast með og bregðast við henni fyrirfram með reglusetningu og eftir á með réttum viðbrögðum.

**Skilgreining:** Með þjóðhagsvarúð er litið til stöðugleika fjármálakerfisins í heild, með það að markmiði að takmarka kerfisáhættu og mögulegt framleiðslutap vegna fjármálaáfalls. Jafnframt er tekið tillit til þess að fjármálafyrirtæki geta haft áhrif á eignaverð. Þá er horft til þess að atferli fjármálafyrirtækja og samspil þeirra getur verið sjálfstæð uppspretta áhættu (e. *endogenous risk*). Með þjóðhagsvarúð er tekið tillit til þess að áhætta í kerfinu er meiri en einföld summa einstakra áhættupáttanna fjármálafyrirtækja og markaða.

Fyrir alþjóðakreppuna miðaðist starf eftirlitsstofnana að mestu við eindarvarúð þar sem fylgst var með stöðu einstakra fjármálafyrirtækja. Fjármálakerfið í heild var þá álitid stöðugt ef hvert fjármálafyrirtæki um sig var talið standa traustum fótum. Enn fremur var litið svo á að áhætta væri utanaðkomandi í fjármálakerfinu og þar með óháð aðgerðum einstakra fjármálafyrirtækja (e. *exogenous risk*), sjá töflu 1.

Tafla 1. Sjónarmið þjóðhags- og eindarvarúðar		
	<i>Þjóðhagsvarúð</i>	<i>Eindarvarúð</i>
Formarkmið	Takmarka kerfisáhættu	Takmarka áhættu einstakra fjármálafyrirtækja
Grundvallarmarkmið	Komast hjá framleiðslutapi	Vernda innstæðueigendur
Áhætta	Háð sameiginlegri hegðun fjármálafyrirtækja (e. <i>endogenous</i> )	Óháð aðgerðum einstakra fjármálafyrirtækja (e. <i>exogenous</i> )
Fylgni og sameiginlegar áhættuskuldbindingar	Mikilvægt	Óviðeigandi

Heimild: Financial Stability Forum (2008).

Frá sjónarhorni þjóðhagsvarúðar er áhætta annars vegar þversniðsáhætta (e. *cross-sectional risk*) á milli fjármálafyrirtækja á ákveðnum tímamarki og hins vegar þróun á áhættu yfir tíma. Við mat á þversniðsáhættu er litið á hvernig skipulag fjármálakerfis hefur áhrif á áhættudreifingu, meðal annars vegna sameiginlegra áhættuskuldbindinga fjármálafyrirtækja eða vegna smits og tengsla þeirra á milli, einnig þekkt sem netkerfisáhætta. Þannig er litið til hlutverks og stærðar fjármála-

fyrirtækja og metið kerfislegt mikilvægi þeirra. Kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki eru rannsökuð nánar og álagsprófuð. Við mat á áhættu yfir tíma, einnig þekkt sem heildaráhætta, er sveiflumögnun metin í fjármálakerfinu og á milli fjármálakerfis og raunhagkerfis, en hún getur grafið undan fjármálastöðugleika. Áhættuskuldbindingar og áhætta í fjármálakerfi hafa tilhneigingu til að byggjast upp í þenslu, þegar áhættumat er lágt, en koma fram í enda uppsveiflu og magna að lokum niðursveifluna þegar áhættumeðvitund eykst. Í fjármálakreppunni kom í ljós að kerfisáhætta á uppruna í skurðpunkti fjármögnunar og lausafjárahættu á markaði, þar sem viðbrögð markaðsaðila við þróuninni hafa frekari áhrif á hana.

**Þjóðhagsvarúðarreglur og –eftirlit:** Þjóðhagsvarúðareftirlit gengur út á vöktun þátta sem ógna stöðugleika fjármálakerfisins í heild og notkun varúðartækja til að fyrirbyggja og bregðast við kerfisáhættu. Undanfarin ár hefur þjóðhagsvarúðargreining verið í örri þróun hjá alþjóðastofnunum og seðlabönkum, en þeim síðarnefndu hefur verið falið að fylgjast með fjármálastöðugleika ásamt verðstöðugleika. Þegar fyrir alþjóðlegu fjármálakreppuna voru margir af þeim áhættupáttum sem leiddu til óstöðugleika í alþjóðlegu fjármálakerfi þekktir. Eins og kunnugt er dugðu varnaðarorð ekki til að hemja útlána- og eignaverðsbólu né aukna áhættusækni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Stofnanaleg ábyrgð á fjármálastöðugleika hafði ekki verið nægilega vel skilgreind og skortur var á varúðartækjum til að fyrirbyggja og bregðast við kerfisáhættu. Til viðbótar mátu álagspróf á grundvelli eindarvarúðar áhrif ytri áfalla á einstök fjármálafyrirtæki en litu fram hjá m.a. lausafjárahættu og tengslum á milli fyrirtækja. Fyrir vikið veittu slík próf eftirlitsaðilum falskt öryggi þegar kom að mati á áhættu í fjármálakerfinu í heild.

Í aðdraganda fjármálakreppunar myndaðist á alþjóðavettvangi ósjálfbær þensla í útlánum og eignaverði sem orsakaði mikið ójafnvægi í fjármála- og efnahagslífinu. Ein mikilvæg niðurstaða er að peningastefnunni eru takmörk sett við að stemma stigu við slíkri þróun. Möguleg leið út úr þeim vanda er að þróa þjóðhagsvarúðarumgjörð með fjármálastöðugleikastefnu og stýritækjum sem draga úr slíkri þenslu og þeirri kerfisáhættu sem henni fylgir. Með auknum varúðarkröfum fyrir áhættusæknar aðgerðir er slík umgjörð til þess fallin að auka viðbragðsgetu fjármálakerfisins í niðursveiflu.

Eftir að alþjóðlega fjármálakreppan hófst hafa ýmsar alþjóðastofnanir lagt fram tillögur um breytingar til að efla þjóðhagsvarúðareftirlit. Meðal annars þarf að styrkja stofnanaumgjörð í því augnamiði að stuðla að heildstæðu mati á áhættu. Einnig þarf að efla yfirsýn yfir heildarskuldsetningu og lausafjárstöðu í fjármálakerfinu. Líklegt er að eindarvarúðarreglur verði hertar samhliða aukinni áherslu á þjóðhagsvarúðarreglur til að draga úr kerfisáhættu. Þannig er verið að skoða áhættumiðað eigið fé, framsýnar afskriftir, takmarkanir á skuldsetningu, háþörk á veðsetningarhlutföll og lausafjárreglur sem möguleg stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar. Þjóðhagsvarúðarreglur sem taka á þversniðsáhættu miða að því að draga úr kerfisáhættu svo sem með því að fjármálafyrirtæki leggi til hliðar aukið eigið fé sem tekur mið af kerfislegu mikilvægi þeirra. Grunnhugmyndin að þjóðhagsvarúðarreglum, sem miðast við áhættu yfir tíma er að fjármálafyrirtæki leggi til hliðar fjármagn í uppsveiflu þegar áhættumat er lágt sem nýta má í niðursveiflu þegar áhættumeðvitund er sterk. Það ætti að öðru óbreyttu að hafa sveiflujafnandi áhrif á starfsemi fjármálafyrirtækja og stuðla að efnahagslegum stöðugleika. Til að fylgja þessu eftir þurfa eftirlitsstofnanir leiðandi vísbendingar um ójafnvægi í fjármálakerfinu og líkön til að bera kennsl á útlána- og eignaverðsbólur.<sup>17</sup> Eins er mikilvægt að þróa álagspróf með tilliti til þversniðsáhættu og þátta sem valda sveiflumögnun í fjármálakerfinu.<sup>18</sup>

Enn er töluvert í land með að útfæra þjóðhagsvarúðarreglur og -eftirlit, ekki síst hvað greiningu og tæki varðar, sem og stofnanalega þætti, einkum tengingu við eindarvarúðarreglur og -eftirlit. Þá ber að vara við of mikilli bjartsýni að hin nýja nálgun leysi allan vanda, en viðbúið er að nýjar aðstæður og nýjungar á sviði fjármálastarfsemi muni ávalt krefjast árvekni og framsýni opinberra eftirlitsaðila.

Nýleg rannsókn kemst að þeirri niðurstöðu að ýmsir kostir fylgja því að beita virkri stefnu á sviði þjóðhagsvarúðar, þ.e. fjármálastöðugleikastefnu. Um leið getur ákveðin togstreita myndast á milli fjármálastöðugleikastefnu (með fjármálastöðugleika að markmiði) og peningastefnu (með verðstöðugleika að markmiði). Sú staða bendir til að samstarf sé æskilegt um þessar tvær stefnur til að draga úr miklum sveiflum í megintækjum hvorrar stefnu fyrir sig, þ.e. eiginfjárlutföllum og stýrivöxtum.<sup>19</sup>

### Megintegundir áhættu

Áhætta á fjármálamarkaði er margvísleg og í venjubundnu eftirliti eru eftirfarandi tegundir áhættu metnar en í mismiklum mæli þó: 1) útlánaáhætta (mótaðilaáhætta); 2) *landaáhætta* (innifelur gjaldmiðlaáhætta); 3) *markaðsáhætta* (vegna flökts eignaverðs); 4) *vaxtaáhætta*; 5) *lausafjáráhætta*; 6) *rekstraráhætta*; 7) *lagaáhætta* og 8) *orðsporsáhætta*. Til viðbótar kemur síðan *kerfisáhætta*, en gagnlegt er að skoða hana aðeins nánar til að skilja betur þau atriði sem eru að hafa mest áhrif á mótun fjármálaeftirlits um þessar mundir.

**Kerfisáhætta.** Fjármálakreppan leiddi í ljós að kerfisáhætta getur skapað alvarlega ógn við stöðugleika fjármálakerfisins. Mikið vantaði upp á að tekist væri á við hana á skipulegan hátt, og

17. Sjá meðal annars Alessi og Detken (2009) og Borio og Drehmann (2009).

18. Sjá nánar um tillögur að varúðarreglum í Financial Stability Forum (2009), G20 (2009) og Brunnermeier o.fl. (2009).

19. Sjá t.d. Angelini, Neri og Panetta (2010).



fór þar saman skortur á greiningu, ábyrgð og stýritækjum. Kerfisáhætta hefur tvo grunnþætti. Fyrst ber að nefna þá sterku tilhneigingu fjármálafyrirtækja, fyrirtækja og heimila að verða áhættusækin í uppsveiflu en áhættufælin í niðursveiflu. Í öðru lagi taka einstök fjármálafyrirtæki ekki mið af áhrifum eigin aðgerða á fjármagnsflæði til annarra í tengslaneti fjármálakerfisins. Vandamálín breiðast hratt um fjármálakerfið og til raunhagkerfisins eftir tveimur leiðum, vogun og tímamisræmi. Til að bregðast við kerfisáhættu er meginhugmyndin nú að alþjóðlegir staðlar og reglur um fjármálastarfsemi snúist að miklu leyti um að draga markvisst úr kerfisáhættu.

Áhætta er í sjálfu sér ekki slæm og ekki víst að hún verði að veruleika. Hins vegar hafa fjármálakreppur sýnt að ýmsar þjaganir geta kallað áhættu yfir fjármálakerfið. Þannig er kerfisáhætta oftast talin eiga uppruna sinn í markaðsbresti. Í hagfræði er markaðsbrestur talinn vera til staðar þegar framleiðsla eða notkun á vöru eða þjónustu er ekki hagkvæm þannig að hagstæðari útkoma fyrir þátttakendur er möguleg en sú sem fæst. Ein birtingamynd er að aðilar eltast við eigin hag en útkoman er ekki hagkvæm frá samfélagslegu sjónarmiði. Markaðsbrestur er talinn mynda forsendu fyrir inngrip af hálfu stjórnvalda. Markaðsbrestur í fjármálakerfinu er gjarnan rakinn til undirliggjandi uppruna í *hvötum*, *upplýsingum* eða *samræmingu*. Hvatavandamál geta orðið til sem óviljandi afleiðing stjórnarstefnu, eins og þegar trygging þjagar áhættuhvata, hinn svokallaði freistnivandi (e. *moral hazard*). Stofnanabættir geta einnig haft áhrif eins og takmörk á ábyrgð. Upplýsingatregða getur valdið markaðsbresti þegar kaupendur efast um gæði eigna eða eigendur geta ekki fylgst með gerðum starfsmanna. Rannsóknir benda til að fólk vinni ekki úr upplýsingum á fullkomlega raunsæjan hátt.<sup>20</sup> Vandamál með samræmingu eða frifarþega (e. *free rider*) þjaga hvata einstaklinga í hegðun. Við eðlilegar aðstæður ætti heildarhegðun að vera í hag allra í hópnum, en þegar ekki er hægt að samræma aðgerðir næst jafnvægi ekki. Saga fjármálaáfalla geymir mörg dæmi um markaðsbresti.

Hvatavandamála eru víða tengd ótæpilegri áhættu í aðdraganda hruns, m.a.:

- freistnivandi vegna yfirlýstrar eða væntrar tryggingar stjórnvalda til handa fjármálafyrirtækjum sem ríkið setur reglur um. Þannig geta væntingar um opinbert björgunarnet leitt til undirverðlagningar á áhættu í fjármálafyrirtækjum, sérstaklega meðal þeirra sem eru metin vera of stór eða of mikilvæg til að falla. Viðskiptavinir fjármálafyrirtækja geta líka haft hvata til að vanmeta áhættu með því að vera þjagaðir af trú á að stjórnvöld geti fyrirbyggt óvænta fjármálakreppu, svokölluð halaáhætta (e. *tail risk*).
- Fjármálagjörningar takmarka gjarnan *tapáhættu* hluthafa og stjórnenda vegna hlutafélags. Þetta skapar hvata fyrir báða aðila að taka stóra áhættu til að fá miklar tekjur. Áætlanir banka í aðdraganda hruns auka misvægi í hagnaði. Vogun eykst, viðskiptabækur stækka og útgáfa á afleiðum ósöluhæfra fjármálagjörninga eykst.

Upplýsingatregða er einnig áberandi í aðdraganda hruns, í formi:

- Netkerfisúthriða sem verða til þegar aðilar í fjármálakerfinu hafa ekki nægar upplýsingar til að meta áhættu sem tengist þeim. Til dæmis geta afleiðingar smits vegna gjaldþrots eins fyrirtækis verið ógegnisæ öðrum fyrirtækjum í netkerfi fjármálamarkaðarins.
- Áhættublekkingar eða hörmungar þröngsýni, sem getur orðið til þegar fjárfestar sem heild vanmeta líkindi á óhagstæðri sviðsmynd eftir tímabil stöðugleika. Misskilningur á áhættu er

20. Kenning Fama (1970) um hagkvæman markað (e. *Efficient market hypothesis*) miðast við að fjárfestar séu raunsærir við að meta markaðsfréttir og bregðast við þeim. Svamkvæmt því er eignaverð alltaf raunhæft og endurspeglar eitthvert grundvallarvirði sem allir fjárfestar samanlagt leggja á eignina. Nýrri kenning Shífrin (2005) bendir á að mannlegar tilfinningar þjagi verðmat sem leiði til mistaka eins og hjarðhegðunar. Afleiðingin er óraunhæfar verðsveiflur, bæði upp og niður.

víða talinn hafa lagt grunninn að sögulega lágum greiðslum sem fjárfestar kröfðust til að vera með áhættusamar eignir í aðdragandi hrunsins – hin svokallað *leit eftir afrakstri*.

Samræmingarvandamál geta einnig skapað fjármálalegan óstöðugleika eins og *oppenslu, banka-áhlaup, brunaútsölu eignna, útlánahremmingar og markaðs- og fjármögnunar-lausafjárindræði*, en öll einkennin hafa verið áberandi í núverandi kreppu.

- Árangur einstaklinga eða fyrirtækja í fjármálageiranum er oft metinn í samhengi við jafningja eða ákveðin *geiraviðmið*. Slík sambærileg afkomuviðmið skapa hvata til að herma eftir áhættuhegðun annarra til að viðhalda afkomu, jafnvel þótt það sé engum í hag til lengri tíma litið.
- Þegar áhyggjur af greiðsluhæfi koma upp geta bankar leitast við að minnka efnahagsreikning sinn með því að selja eignir eða draga úr nýjum útlánnum. Þótt slíkt sé rökrétt fyrir einstök fyrirtæki, skapar það hættu fyrir heildina á verri útkomu fyrir alla. Þannig hafa brunaútsölur áhrif til að draga úr lausafjárstöðu markaðarins og keyra eignaverð niður. Aðhald í nýjum lánnum skapar síðan útlánaþrengingar fyrir raunhagkerfið. Bæði atriðin hafa verið sýnileg í kreppunni.
- Einfaldasta líkanið af bankaáhlapi verður þegar innstæðueigendur skortir tæki til að samræma aðgerðir sínar. Meðan lögmálið „fyrstur kemur, fyrstur fær“ gildir er hvati fyrir innstæðueigendur að verða fremstir í röðinni. Sömu hreyfiöfl eiga við á heildsölumarkaði. Lausafjárvandamál fjármögnunar, bæði í lausasölu og á heildsölustigi, voru áberandi einkenni núverandi kreppu og urðu til vegna skorts á samræmingu.

Útbreiðslufarvegir. Fjármálanúningur (e. *financial friction*) er hugtak í fjármálahagfræði sem miðast við að skýra áhrif hvata, upplýsinga og samræmingar á fjármálastarfsemi. Fjármálanúningur getur breiðst út um fjármálakerfið og haft áhrif á raunhagkerfið eftir tveim meginfarvegum – vogun og tímamisræmi. Vogun (eða skuldsetningarhlutfall) er skilgreind sem það stig sem eignir eru fjármagnaðar með skuldum. Bæði vogun og tímamisræmi eru nýtileg fyrir samfélagið en þau geta einnig farið yfir samfélagslega hagkvæmt stig. Þannig getur fjármálanúningur leitt til of mikillar vogunar og tímamisræmis og með því gert hagkerfið viðkvæmt ef kemur til áfalla. Þannig getur fjármálanúningur magnað áhrif lausafjár- og greiðslufallsáfalla á raunhagkerfið í heild. Við að skilja þessi hreyfiöfl er gott að gera greinarmun á heildaráhættu sem verður til fyrir fjármálakerfið í heild og netkerfisáhættu sem verður til innan fjármálakerfisins, en hvoru tveggja teljast til kerfisáhættu.

*Heildaráhætta.* Sagan geymir mörg dæmi af sameiginlegri tilhneigingu banka til að taka of mikla áhættu í uppsveiflu. Í niðursveiflu verða þeir síðan of áhættufælnir. Þetta birtist sem sveifluaukandi þróun vogunar og tímamisræmis í fjármálakerfinu – í útlána- og lausafjárveiflu. Þessi sveifla getur framkallað samþjöppuð viðskiptalíkön, hvort heldur er á eignahlið efnahagsreikningsins (veikleika gagnvart sérstökum geirum eða fyrirtækjum) eða á skuldahlið (að vera háður ákveðnum fjármögnunarleiðum). Fjármögnunarbíl bankakerfisins vegna útlána, sem er munur innlána og útlána til viðskiptavina, mælir hversu háðir bankar eru fjármögnun á heildsölumarkaði, sem er skammtímamiðaður í eðli sínu. Vogun og tímamisræmi eru tengd, svo og skuldsetning heimila og fyrirtækja. Aukin vogun og tímamisræmi í fjármálakerfinu voru einnig bersýnileg í notkun vafninga (e. *Structured investment vehicles*) utan efnahagsreikninga. Til dæmis voru mjög skuldsettir skuggabankar með gífurlegt tímamisræmi. Ekki er líklegt að bankar hafi tekið heildaráhættuna af þessum stöðum inn í myndina í sinni áhættustjórnun. Það sama gildir um reglugerðar- og eftirlitsaðila sem einblíndu á efnahagsreikninga einstakra banka án tillits til heildaráhættu. Ástæðurnar eru eftirfarandi:

- Samsetningarvilla (e. *fallacy of composition*). Tökum dæmi um banka sem tekur lán til einnar viku og lánað öðrum banka til tveggja vikna. Sá banki notar fjármagnið til að veita þriggja vikna lán og svo koll af kolli. Keðjan lengist og fjármálakerfið í heild gæti verið farið að lána til nokkuð langs tíma á grundvelli einnar viku láns. Eftirlitsaðili sem horfir einvörðungu á efnahagsreikning einstakra fjármálafyrirtækja gæti misst af því að sjá að kerfisáhætta hefur aukist þar sem enginn einn banki er með tímamISRæmi umfram eina viku.
- Áhætta einstakra fjármálafyrirtækja er oft mjög háð hegðun út um kerfið. Til dæmis er endurheimtuhlutfall eigna í íbúðalánum háð ástandi lánamarkaðarins í heild. Hversu mjög bankar eru berskjaldaðir er einnig háð því hvað margir bankar eru háðir sömu fjármögnunarleiðinni. Aðeins með því að skoða vogun eða lausafjárstöðu í heild er hægt að meta áhættu í fjármálakerfinu í heild.
- Virkni fjárfestingarstefnu við að dreifa áhættu er háð stefnu annarra aðila. Því minni fjölbreytni sem er í fjárfestingarstefnu banka, því minni áhrif hefur stefnan á að draga úr áhættu. Í slíkum tilfellum getur kerfisáhætta bankanna aukist, þvert á það sem stefnt er að.

**Netkerfisáhætta.** Einstök fjármálafyrirtæki eru ekki líkleg til að taka nægilegt tillit til smitáhrifa vegna aðgerða annarra í fjármálakerfinu. Þau eru ekki líkleg til að taka nægilegt mið af áhrifum aðgerða annarra á eigin efnahagsreikning. Það þýðir að áhætta í fjármálakerfinu er ekki heldur rétt greind og þar af leiðandi er ekki brugðist við henni sem skyldi. Netkerfisáhrif eru í þessu samhengi úthrif fyrir fjármálakerfið. Allir bera áhættuna en ekkert einstakt fjármálafyrirtæki er líklegt til að bregðast við henni eða draga úr henni.

Í fjármálakreppunni komu fram sterk smitáhrif. Tapið sem hlaut af falli annarra fjármálafyrirtækja hrundi af stað keðjuverkun í vanskilum mótaðila. Upplýsingasmit hefur oft haft jafnmikil áhrif og fjármálasmit, eins og kom fram hjá bandarískum verðbréfamiðlurum eftir fall Lehman Brothers. Yfirflæði (e. *spillovers*) fjármagns hafði einnig áhrif til að auka lausafjáráhættu. Til dæmis hafði hömstrun lausafjár áhrif til að peningamarkaðir frusu í kreppunni. Sumir bankar brugðust við því með því að selja eignir, sem dró enn frekar úr lausafjárstöðu á markaði, og framkallaði tap hjá öðrum bönkum – m.a. á verðbréfamörkuðum. Slíkt flæði á milli stofnana er líklegt til að magna áhættu yfir tíma. Til dæmis var smitáhætta undirverðlögð sem olli því að fjármálafyrirtæki urðu stærri og meira innbyrðis tengd en æskilegt var og þau áttuðu sig á. Slíkt leiddi til óhóflegrar skuldsetningar innan fjármálakerfisins.

Eftir á er ljóst að skilaboð seðlabanka voru ekki næg til að breyta hegðun markaðsaðila og að einhver tæki þarf til að bakka upp slík skilaboð til að skapa hvata fyrir fjármálafyrirtæki til að draga úr áhættusækni. Þörf var á slíkum tækjum til að draga úr heildarhegðunarvandanum.

Til að fást við kerfisáhættu þarf að skoða fjórar viddir. Til að byrja með eru tvær mögulegar uppsprettur kerfisáhættu: heildaráhætta (sem er breytileg yfir tíma) og netkerfisáhætta (sem er breytileg yfir stofnanir). Í öðru lagi eru tveir mögulegir farvegir fyrir útbreiðslu kerfisáhættu: tímamISRæmi (lausafé) og vogun (greiðsluhæfi). Með öðrum orðum er þjóðhagsvarúð fjölbreytt. Um leið bendir það til þess að þörf sé á sérstökum stýritækjum á sviði þjóðhagsvarúðar til að fást við kerfisáhættu. Slík stýritæki er verið að hanna til að ráðast að rótum ólíkra áhættuþátta, heildar- og netkerfisáhættu.

Vinna Alþjóðagreiðslubankans hefur beinst að alþjóðlega samræmdum varúðartækjum og er í mótun að herða kröfur um lausafé. Þar sem lausafjárúrræði voru jafn áberandi og raun ber vitni í fjármálakreppunni ætti að vera hagur af því að nota reglur um lausafjárkröfu sem stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar. Við það að hanna nýtt skipulag fyrir fjármálaeftirlit er því verið að taka tillit til kerfisáhættu og þeirra margbreytilegu aðstæðna sem geta aukið hana. Þar hafa seðlabankar sérstöku hlutverki að gegna.



## Grundvallaratriði fjármálaeftirlits

Samkvæmt Alþjóðagreiðslubankanum eru margvísleg grundvallaratriði sem taka til varúðareftirlits.

1. *Stofnanaumgjörð*. Markmið, sjálfstæði, valdsvið, gegnsæi og samstarf eftirlitsaðila þarf að vera til staðar.
2. *Leyfilegar aðgerðir*. Skilgreina þarf vel fyrirtæki með starfsleyfi til að vera banki.
3. *Leyfisviðmið*. Leyfisveitandi þarf að hafa vald til að setja viðmið og hafna umsóknum þeirra sem standast þau ekki. Alþjóðlegt samstarf þegar erlendur banki sækir um starfsleyfi.
4. *Tilfærsla á eignarhaldi*. Eftirlitsaðili hefur vald til að skoða og hafna tillögum um umtalsverða breytingu á eignarhaldi banka.
5. *Stór kaup*. Eftirlitsaðili hefur vald til að skoða og hafna tillögum um stór kaup.
6. *Varúðarfjármagn*. Eftirlitsaðili setur hæfilegt lágmark um varúðarfjármagn.
7. *Áhættustýringarferli*. Eftirlitsaðili þarf að vera sáttur við að bankar hafi heildstæða stýringu á áhættu sem er í samræmi við stærð og flækjustig banka.
8. *Útlánaáhætta*. Eftirlitsaðili tryggir að banki hafi stýringu á útlánaáhættu sem er í samræmi við áhættusnið hans.
9. *Vandræðaeignir*. Framlög og varasjóðir þurfa að vera til staðar.
10. *Stórar áhættuskuldbindingar*. Takmörk á stóra áhættu þurfa að vera til staðar.
11. *Tengdir aðilar*. Viðskipti við tengda aðila þurfa að vera á grundvelli fjarlægðar (e. *arms-length*).
12. *Landa- og tilfærsluáhætta*. Eftirlitsaðili gætir þess að banki hafi viðundandi stefnu og verkferla til að greina, meta og stýra slíkri áhættu, sem innifelur gjaldmiðlaáhættu.
13. *Markaðsáhætta*. Eftirlitsaðili þarf að vera sáttur við að bankar hafi stefnu og verkferla til að greina, mæla, fylgjast með og stjórna markaðsáhættu. Eftirlitsaðili getur sett á ákveðin takmörk eða lagt á sérstakt fjármagnsgjald ef ástæða er til.
14. *Lausafjárahætta*. Eftirlitsaðili sér um að bankar hafi heildstæða lausafjárstýringarstefnu.
15. *Rekstraráhætta*. Eftirlitsaðili þarf að vera sáttur við að bankar hafi góða rekstraráhættustýringarstefnu.
16. *Vaxtaáhætta á viðskiptabókum banka*. Eftirlitsaðili tryggir að bankar hafi virkt kerfi til að greina, mæla, fylgjast með og stýra vaxtaáhættu.
17. *Innri stjórn og eftirlit*. Eftirlitsaðili þarf að vera sáttur við að bankar búi yfir innri stjórn sem hæfir stærð og flækjustigi viðskipta þeirra.
18. *Misnotkun á fjármálaþjónustu*. Eftirlitsaðili gætir þess að bankar hafi viðunandi stefnu og verkferla til staðar til að fyrirbyggja misnotkun.
19. *Eftirlitsaðferð*. Virkt bankaeftirlit krefst eftirlitsaðila sem þróar og viðheldur góðum skilningi á bankakerfinu.
20. *Aðferðir eftirlitsaðila*. Virkt bankaeftirlit krefst viðeigandi eftirlitskerfis.
21. *Skýrslur eftirlitsaðila*. Eftirlitsaðilar þurfa að geta safnað, rýnt og greint varúðarskýrslur og tölfræði.
22. *Bókhald og birting*. Eftirlitsaðilar verða að vera sáttir við að bókhaldsstefnan og aðferðir séu í samræmi við lög og alþjóðlega staðla og endurspegla fjárhagslega stöðu og hagnað.
23. *Leiðrétandi vald*. Eftirlitsaðilar þurfa að búa yfir valdi til stuðningsaðgerða (e. *remedial powers*) og viðeigandi tækjum til að leiðrétta tímanlega það sem aflaga fer.
24. *Samstæðueftirlit*. Eftirlitsaðilar þurfa að fylgjast með banka á samstæðugrundvelli og alþjóðlega.
25. *Samband heima- og gistilands*. Alhliða eftirlit með viðskiptum yfir landamæri – krefst samstarfs og upplýsingaskipta milli eftirlits í heimalandi og ýmislegra annarra eftirlitsaðila.

Rétt er að veita því eftirtekt að sumt í eftirlitsstarfsemi eindarvarúðar getur verið nokkuð fjarri kjarnastarfsemi seðlabanka, að viðhalda verð- og fjármálastöðugleika. Verkefni geta þó tengst á margvíslegan hátt, sem gerir samskipti um þau mjög mikilvæg til að öll markmið eftirlitsaðila náist.

### Stofnanaskipulag fjármálaeftirlits

Upp hafa komið spurningar um hvort virkni og hagkvæmni reglusetningar og eftirlits sé háð tilteknu skipulagi. Þannig er talið mögulegt að ákveðið skipulag fjármálaeftirlits geti haft áhrif til þess að reglugerðir skarist, verði of flóknar eða of bindandi fyrir fjármálafyrirtækin sem setur aukinn kostnað á þau og samfélagið. Ákveðnu skipulagi getur einnig fylgt skortur á eftirliti. Að því er bankastarfsemi varðar, hefur umræðan í auknum mæli snúist um það hver eigi að vera tengsl bankaftirlits við seðlabanka. Fyrir fjármálakreppuna var það áberandi tilhneiging fjármálafyrirtækja að samþætta ólík rekstrarform í fjármálapjónustu eða í eignarhaldsfélögum sem urðu stór og flókin. Í kjölfarið komu fram rök fyrir því að eftirlitið þyrfti einnig að vera alhliða. Þá hafa þau rök einnig komið fram að samsöfnun (e. *conglomeration*) starfsgreina innan eins fjármálafyrirtækis kalli eftir eftirliti á grundvelli ákveðinna markmiða og er það eftirlit falið einni stofnun. Mótrökin eru að það er munur á áhættusniði ólíkra fjármálafyrirtækja sem bendir til hins gagnstæða, það er að eftirlitsstofnanir fylgi geirum eða starfsemi. Málið er fjölþætt og stofnanagerðin þarf að taka til tveggja markmiða, neytendaverndar og kerfisáhættu. Í því sambandi þarf að taka mið af mismunandi umfangi neytendavarna og kerfisáhættu. Einnig þarf að finna viðeigandi reglugerðartæki. Ólíklegt er að einhver ein stofnanagerð henti í öllum löndum, án tillits til þróunarstigs fjármálageirans eða annarra þátta, svo sem stærðar landa. Ef til vill getur fleiri en ein stofnanagerð hámarkað niðurstöðuna. Miðað við það er hjálplegt að skoða almenna eiginleika góðrar stofnanauppbyggingar:<sup>21</sup>

1. *Tryggja þarf að öll markmið séu skilgreind.* Stofnanauppbyggingin þarf að fela í sér að markmið séu skilgreind og að ábyrgð á minnkun kerfisáhættu og neytendavarnir sé falin ákveðnum stofnunum.
2. *Tryggja þarf innra samræmi markmiða.* Gott skipulag þarf að hámarka samstarf og fyrirbyggja innri árekstra.
3. *Ef árekstur er á milli markmiða þarf að leysa hann.* Það má gera með því að útbúa viðeigandi tæki til að takast á við hvert markmið fyrir sig. Einnig má fela aðskildum stofnunum sinni hvort markmiðið en þá þarf formlegur úrlausnarvettvangur að vera til staðar til að leysa úr árekstrum.
4. *Stýritækin þurfa að vera í samræmi við markmiðin.* Skynsamlegt skipulag miðar við að stýritækin séu í höndum þeirra sem hafa viðkomandi markmið. Þetta skapar skýra ábyrgð og eykur skilvirkni í úrvinnslu verkefnanna.
5. *Skapa þarf innra samræmi á milli stýritækja.* Að færa sambærileg verkefni til einnar stofnunar getur skapað samræmi, en gæta þarf þess að þetta skapi ekki árekstra á milli markmiða.
6. *Skapa þarf samræmi á milli verksviða stofnana.* Að færa alla verkþætti sem lúta að sama markmiði undir eina stofnun getur aukið aðgengi að upplýsingum. Það eykur líka líkur á því að tækjum verði beitt á réttan hátt og að vandræðamál gleymist ekki.
7. *Draga þarf úr möguleika á núningi á milli stofnana.* Það er hægt að gera með því að fækka stofnunum, og þar sem það er hægt, skapa sterka vinnuferla til að tryggja samstarf á milli stofnana þar sem þess gerist þörf.
8. *Tryggja þarf samræmi við fyrirliggjandi markmið.* Þegar markmið og tæki eru færð stofnunum sem þegar eru til staðar, þurfa hin nýju markmið að vera í samræmi við fyrirliggjandi markmið og tækin að vera í samræmi við fyrirliggjandi tæki.

21. Sjá Nier (2009).

9. *Eyða þarf tvíverknaði.* Tvíverknaður kemur til þegar fleiri en ein stofnun framkvæmi sama verkefnið. Fyrir hverja krónu af heildarútgjöldum er hægt að eyða tvíverknaði með því að færa verkefnið á færri stofnanir.<sup>22</sup>
10. *Draga þarf úr hlýðnikostnaði (e. compliance costs)* í geiranum. Rekstrar- og hlýðnikostnaði hættir til að vera meiri þegar fjármálafyrirtæki þurfa að eiga við margar stofnanir.

Til viðbótar þarf skipulagið að vera vakandi fyrir þróun í fjármákerfinu sem og hraða breytinga, bæði innan lands og utan. Þá þarf að huga að því að skipulag fjármálaeftirlits getur sjálft haft áhrif á þróun fjármálakerfisins. Fjármálaeignir hafa þjóðhagslegar og stjórnmálalegar víddir. Þannig er samband á milli eftirlitsaðila, ráðuneyta og hins stjórnmálalega umhverfis. Þegar veikleikar eru til staðar getur gagngerri breytingu á eftirlitsstofnunum fylgt bæði ávinningur og kostnaður, sem velta þarf ítarlega fyrir sér. Í sumum tilfellum getur verið betra að gera aðeins smávægilegar breytingar eða fínstillta fyrirliggjandi stofnanaskipulag til að fást við nýja þróun í umfangi og framboði á fjármálaþjónustu. Í kjölfar fjármálakreppunnar komu fram svo viðamiklir brestir í eftirlitskerfinu að víða hefur sú leið verið farin að breyta því umtalsvert.

### Mögulegar skilgreiningar á fjármálaeftirliti

Þrjár meginaðferðir hafa verið settar fram varðandi skilgreiningu á fjármálaeftirliti. Hægt er að skilgreina eftirlitið eftir 1) *markmiði*, 2) *geira* eða 3) *starfsemi*. Sögulega hefur skipulag fjármálaeftirlits, þ.e. þau líkön sem hafa komið fram, þróast á grundvelli geiraskiptingar. Í kjölfar kreppunnar hefur aukin áhersla verið lögð á markmið við mat á skipulagi. Í markmiðsmiðuðu eftirliti er horft til atriða eins og að takmarka kerfisáhættu (þjóðhagsvarúð), að viðhalda styrk og stöðugleika fjármálafyrirtækja (eindarvarúð) og að vernda neytendur fjármálaþjónustu (viðskiptaháttaeftirlit). Í geiraskiptu eftirliti er miðað við fyrirtæki sem starfa í sama geira, eins og banka, tryggingarfyrirtæki eða verðbréfafyrirtæki. Í starfsemimiðuðu fjármálaeftirliti er farið ítarlegar í að skilgreina eftirlit eftir starfsemi innan fyrirtækja, óháð geira. Þannig getur stór banki boðið upp á banka-, fjárfestingar- og tryggingarþjónustu. Þessi aðferð er minnst áberandi við skipulag fjármálaeftirlits. Líklega er ástæðan sú að hægt er að taka á slíkum atriðum með innra skipulagi eftirlitsstofnunar sem byggist þá á markmiðs- eða geiraskiptu fyrirkomulagi.

Mat á skipulagi miðast við aðstæður, hagkvæmni og árangur. Í alhliða fjármálaeftirliti felst sérhæfingin í eftirliti sem miðast við eindarvarúð og viðskiptahætti, sem er ólíkt bankaeftirliti innan seðlabanka eða sérhæfðu tryggingaeftirliti.<sup>23</sup> Matið miðast einnig við skipulag fjármálakerfisins og stærð viðkomandi hagkerfis. Eftirfarandi tafla sýnir mismundandi áherslur í fjármálaeftirliti valinna ríkja árið 2008, en útfærslan getur verið nokkuð flókin.

Í Bandaríkjunum er skipulagið sérstaklega flókið. Áhersla er lögð á allt í senn geiraskipt, alhliða og markaðsmiðað fjármálaeftirlit, enda er fjármálakerfið þar í landi stórt, fjölbreytt og djúpt. Ein afleiðing er að verkefni hafa skarast á milli ríkisrekkinna, fylkjarekkinna og samtakarekkinna stofnana. Í Bretlandi, eins og á Íslandi, var farin sú leið í lok síðustu aldar að búa til eitt alhliða fjármálaeftirlit. Öll þessi ríki urðu illa fyrir barðinu á fjármálakreppunni, þótt Ísland hafi líklega orðið verst úti í tengslum við umfang fjármálakerfisins.<sup>24</sup>

22. Í þessu sambandi togast á annars vegar sjónarmið um aukna hagkvæmni við að færa verkefni í eina stofnun í tengslum við aukið upplýsingaflæði á milli starfsmanna í tengdum verkefnum og hins vegar, ef markmiðin eru ólík eða stangast á, að betra getur verið að aðskilja stofnanir. Þá er talið að samkeppni á milli stofnana geti virkað sem hvati til að bæta starfsemi. Á móti getur slíkt dregið úr virkni samstarfs um sameiginleg markmið.

23. Sérhæfðir eftirlitsaðilar geta verið mjög mismunandi að því er varðar eðli og áherslur í eftirliti, t.d. tengt kerfislaugu mikilvægi stofnana og þekkingu neytenda. Þannig krefst eftirlit með viðskiptabanka meiri áherslu á stór kerfislaugt mikilvægt fyrirtæki með marga neytendur. Til samanburðar getur eftirlit með verðbréfastarfsemi sem er byggt á litlum fyrirtækjum með fáa heildsöluviðskiptavinum að öðru óbreyttu fengið léttari meðferð.

24. Sjá Viðauka 1 á bls. 100.

Tafla 2. Skipulag fjármálaeftirlits í völdum ríkjum

Alhliða fjármálaeftirlit	Ár	Bankaeftirlit í seðlabanka	Ár	Annað eftirlitskerfi	Ár
Noregur	1985	Bandaríkin <sup>1, 2, 3</sup>	..	Ástralía <sup>3</sup>	..
Danmörk	1988	Kýpur <sup>1</sup>	..	Frakkland <sup>1/3</sup>	..
Svíþjóð	1991	Grikkland <sup>1</sup>	..	Kanada <sup>2</sup>	1987
Bretland	1997	Hong Kong <sup>1</sup>	..	Finnland <sup>2</sup>	1993
Ísland	1999	Ítalía <sup>2, 3</sup>	..	Lúxemborg <sup>2</sup>	1999
Ungverjaland	2000	Litháen <sup>1</sup>	..	Holland <sup>3</sup>	2004
Japan	2000	Nýja sjáland <sup>1</sup>	..		
Lettland	2001	Portúgal <sup>1, 3</sup>	..		
Austurríki	2002	Rúmenía <sup>1</sup>	..		
Eistland	2002	Slóvenía <sup>1</sup>	..		
Þýskaland	2002	Spánn <sup>1</sup>	..		
Malta	2002	Singapor	1984		
Írland	2003	Búlgaría <sup>2</sup>	2003		
Belgía	2004	Tékkland	2006		
Pólland	2008	Slóvakía	2006		

1. Geiraskipt.  
2. Alhliða.  
3. Markmiðsmiðað.  
Heimild: Lannoo (2002) og Seðlabanki Íslands.

Einföld nálgun að fjármálaeftirliti er að skipta því eftir megingeirum fjármála-kerfisins sem bankar, verðbréf og tryggingar. Frá því á tíunda áratug síðustu aldar var geiraskipt nálgun ráðandi í fjármálaeftirliti í flestum af helstu fjármálamörkuðum heims. Hinir einstöku geirar buðu upp á ólíkar afurðir í fjármálaþjónustu. Þá ýtti regluverkið frekar undir slíka afmörkun. Geiraskipt eftirlit var ekki aðeins tengt mismunandi reglum en þjónustufarvegur einstakra geira var einnig ólíkur sem og bókhaldsaðferðir, viðskiptahættir og áhættueinkenni (e. *risk profiles*) þeirra. Hvað varðar varúðareftirlit einstakra geira var mismunur á markmiðum í reglusetningu, skilgreiningu á því fjármagni sem reglurnar

eru byggðar á (e. *regulatory capital*) og eiginfjárkröfum (e. *capital charges*).

Í Bandaríkjunum er gerður skýr greinarmunur á viðskiptabönkum, fjárfestingarbönkum og tryggingarfélögum. Eftirlitsaðilar í öllum þessum geirum sjá um eindarvarúðareftirlit og reglur um viðskiptahætti, með áherslu á neytendavarnir. Mestur munur er á því sem varðar kerfisáhættu (e. *systemic risk*). Engin ein skilgreining á kerfisáhættu er til staðar, en skilgreining G-10 ríkjanna hefur notið vaxandi vinsælda: „Kerfisáhætta er sú áhætta að viðburður setji af stað lækkun á efnahagslegu virði eða horfum, ásamt tengdri aukinni óvissu, um framvindu í fjármálakerfinu sem er nægilega alvarleg til að hafa umtalsverð neikvæð áhrif á raunhagkerfið.“ Kerfisáhætta hefur lengi verið viðfangsefni bankaftirlitsaðila, en hún endurspeglar sögulegt mikilvægi banka í fjármálaáfalli, samdrætti og kreppu. Vegna þess að áhyggjur beinast oft að smitleiðum áfalla á milli fjármálafyrirtækja í sama geira, hafa eftirlitsaðilar krafist alhliða eftirlits með bankahópum, þannig að framkvæmd varúðareftirlits miðast ekki við einstök fjármálafyrirtæki heldur geirann í heild.

Undanfarin ár hafa átt sér stað miklar breytingar á fjármálaeftirliti margra landa. Eftirlit með fjármálafyrirtækjum, aðallega bönkum, sem áður var hjá seðlabönkum hefur í þróuðum og nýmarkaðsríkjum í auknum mæli verið fært til einnar stofnunar, alhliða (e. *integrated*) eftirlitsaðila. Þannig hefur orðið til eiginlegt fjármálaeftirlit, sem sér um eftirlit með eindarvarúð og viðskiptaháttum á meðan seðlabanki hefur fylgst með fjármálastöðugleika.

Meginástæður fyrir þróuninni eru eftirfarandi.<sup>25</sup> Áhersla hefur verið lögð á að aðgreina meginþætti eftirlits með starfsemi á fjármálamarkaði í a) þjóðhagsvarúðareftirlit, b) eindarvarúðareftirlit og c) viðskiptaháttareftirlit og í framhaldinu að styrkja hvern meginþátt. Hlutverk seðlabanka er að takast á við a) og fjármálaeftirlits við b) og c). Þá hafa einn eða fleiri eftirlitsaðilar fylgst með starfsemi fyrirtækja í geirum á fjármálamarkaði, i) bönkum, ii) tryggingarfélögum og iii) verðbréfa- og eignausýslufélögum. Markmiðið er að tryggja 1) starfsemi fjármálakerfisins í heild eða fjármálastöðugleika, og 2) greiðslugetu (e. *solvency*) kerfislægt mikilvægra banka, fjármálafyrirtækja og tryggingarfélaga og 3) rétt neytenda og fjárfesta.

Markmið þjóðhagsvarúðareftirlits er að takmarka fjármálaerfiðleika sem geta skaðað raunhagkerfið. Áhersla er á kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki og afleiðingar gerða þeirra fyrir fjár-

25. Sjá Herring og Carmassi (2008).

málamarkaðinn í heild. Nálgunin er ofan frá (e. *top down*) með áherslu á veikleika hjá kerfislægum mikilvægum fjármálafyrirtækjum fyrir margvíslegum áföllum. Þessu fylgir ekki aðeins eftirlit með því hvort slíkar stofnanir fylgi viðmiðum um öryggi og styrk, heldur einnig hvort viðmiðin eru nægileg til að vernda hagkerfið ef erfiðleikar gjósa upp í þessum kerfislægum mikilvægum fyrirtækjum. Markmiðið með eiginfjárgrunni B í Basel-II samkomulaginu var að gera þessa skyldu skýra og með því láta bankaeftirlit skylda banka til að draga úr áhættu með því að leggja á fjármagnsgjöld umfram lágmarkskröfur ef talin var að áhætta bankans væri ekki nægilega tryggð með kröfu um eiginfjárlutfall í eiginfjárgrunni A. Þar sem mat á kerfisáhættu er byggt á skilningi á sambandi þjóðhagfræði og fjármála, eru það oftast hagfræðingar sem vinna á þessu sviði.

Starfsemimiðað eftirlit, sem hefur sem markmið ýmsa þætti viðskiptahátta, skarast oft við eftirlit sem byggist á geiraskiptri nálgun. Dæmi um það eru reglur um birtingarskyldu (e. *disclosure*) og eftirlit til að fyrirbyggja peningapvætti og svik. Í stórum dreifðum hagkerfum getur þessi uppbygging verið flóknari ef svæðaskipt löggjöf bætist ofan á eða kemur í staðinn fyrir þjóðarlöggjöf. Í Bandaríkjunum hefur t.d. tryggingaeftirlit verið byggt á fylkjalöggjöf án þjóðareftirlits.

### Tryggingaeftirlit

Fyrir kreppuna var kerfisáhætta ekki áhyggjuefni eftirlitsaðila í tryggingargeiranum. Ekki var reynsla af smitandi tapi á trausti í þessum geira. Tryggingarfyrirtæki voru ekki talin frumorsök fjármálakreppu eða mikils samdráttar í efnahagslífinu. Tryggingaeftirlitsaðilar beindu því mestri athygli að greiðsluhæfi einstakra stofnana. Það mat breyttist þegar stjórnvöld í Bandaríkjunum þurftu að forða tryggingarisanum AIG frá hruni í september 2008. Á sama hátt var kerfisáhætta ekki mikið áhyggjuefni aðaleftirlitsaðila fjárfestingarbanka í Bandaríkjunum, Eftirlitsnefnd með verðbréfavíðskiptum (e. *Securities and Exchange Commission, SEC*). Áhersla SEC var á hlutverk miðlara og söluaðila frekar en starfsemi fjárfestingarbankans í heild. Aðeins undir lok uppsveiflunnar hóf SEC að framfylgja samhæfðu eftirliti með hópi fjárfestingarbanka sem kusu að búa til eignarhaldsfélag um starfsemi sína. Þessi munur í markmiðum er í samræmi við mismun í ferlum við að takast á við stofnanir sem rata í vanda og einnig endurspeglar hann ólíka skilgreiningu á fjármagni. Helsta markmið eftirlitsaðila á sviði tryggingarstarfsemi er að vernda tryggingartaka. Frekar en að lappa upp á veikt fyrirtæki hættir þeim til að slá skjaldborg um það til að vernda eignir þess og þar með hagsmuni tryggingartakanna. Þar sem tilgangur fjármagnsins er að tryggja kröfur tryggingartaka, leggja eftirlitsaðilar í þessum geira ríka áherslu á varasjóði, til að geta ráðstafað eignum til að mæta tryggingarskuldbindingum.

Í tryggingageiranum hefur oftast ekki verið talin hætta á kerfisáhættu vegna gjaldþrots eins tryggingarfélags nema ef um er að ræða tengd fyrirtæki eða dótturfyrirtæki með veikleika af miklum innbyrðis lánum í samstæðunni. Fall eins fyrirtækis ætti ekki að leiða til áhlaups á önnur fyrirtæki um að innkalla tryggingar. Í samanburði við bankainnstæður eru tryggingarsamningar torleysanlegir ef umbreyta á þeim í seljanlegar eignir. Í lifandi hluta fyrirtækisins eru tryggingarsamningar sem eru í gildi til ákveðins tíma og framlög byggjast á tölfræði dánartíðni. Í dauða hlutanum eru framlög skilgreind á grundvelli slysatíðni eða annarra breyta. Varúðareftirlit í tryggingageiranum snýst aðallega um að stýra væginu milli eigna og skulda. Skuldbindingar tryggingarfélaga eru bakkaðar upp af tæknilegum varasjóði, aðallega seljanlegum markaðshæfum eignum sem stofnað hefur verið til þess að mæta framtíðarkröfum í tengslum við tryggingarsamninga. Reglur um öryggisjaðar (e. *safety margin*) eru skilgreindar í þriðju tryggingartilskipun ESB. Þar að auki þurfa tryggingarfélög að vera með ákveðið verðmæti í sjóðum til að mæta ófyrirséðu tapi, greiðsluþjálfing (e. *solvency margin*), og til að endurbyggja kröfur á önnur fyrirtæki. Kerfið hefur virkað vel undanfarna áratugi.



Þrjú atriði gætu gert tryggingarfélög (og einnig íbúðalánabanka) viðkvæmari fyrir kerfisáhættu:

- i) atriði í neytendavarnarlögum sem heimila neytendum að innleysa tryggingarsamninga auðveldlega (fyrir tímalok), eða reglur sem skylda ákveðna tryggða nafnvexti á tryggingarsamninga, eins og lög mæla fyrir um í flestum ESB-ríkjum;
- ii) þjóðhagsóstöðugleiki og hrun eignaverðs;
- iii) tilkoma fjármálasamsteypa, eða eignarhaldsfyrirtækja sem hafa starfsemi aðskilinna geira innan sinna vébanda.

Fyrstu tveir áhættuþættirnir gætu verið undir áhrifum af slæmri stjórnarstefnu.

### Verðbréfaeftirlit

Eftirlitsaðilar í verðbréfaeiranum hafa mestan áhuga á að vernda viðskiptavini miðlara og söluaðila en ekki miðlara og söluaðilana sjálfa. Þeir vilja tryggja að neytendur hafi óheftan aðgang að eignum til að geta verslað með þær hverjar sem aðstæður miðlara og söluaðila eru. Áherslan er á tímanleg inngrip, áður en kemur til gjaldþrots, til að millifæra reikninga neytenda til sterkari fyrirtækja áður en skilanefndir koma að málinu. Þar sem ekki er áhersla á að byggja upp veik miðlara- og sölufyrirtæki er minni áhersla lögð á fjármagnseign hjá þessum eftirlitsaðilum en þeim sem sjá um banka. Oft leyfist miðlara- og sölufyrirtækjunum að telja víkjandi lán (e. subordinated debt) sem lögbundið eigið fé. Þótt eftirlitsaðilar í þessum þrem geirum telji hreint virði (e. net worth) sem hluta reglugerðarfjármagns, er skilgreiningin á hreinu virði ekki alltaf sú sama þar sem bókhaldsvenjur eru mjög ólíkar milli geira. Eftirlitsaðilar með verðbréfum eru hrifnir af gegnsæi sem leið til að auka neytendavörn og skilvirkni markaða.

### Bankaeftirlit

Bankar hafa þróast ört í tímans rás sem hefur mótað eftirlit með þeim. Á tuttugustu öldinni var bankaþjónusta aðallega innt af hendi af margvíslegum tegundum bankafyrirtækja, t.d. sem viðskiptabankar, fjárfestingarbankar og sparisjóðir. Stífl regluumgjörð sá til þess að ólíkar tegundir bankaviðskipta voru ekki í beinni samkeppni. Meðal þessara stofnana voru viðskiptabankar og aðrar innlánsstofnanir venjulega stærst og buðu fjölbreytta fjármálaþjónustu. Á undanförunum tuttugu og fimm árum hafa bankakerfi um heim allan, ekki síst í Bandaríkjunum, tekið gagngerum breytingum.<sup>26</sup> Samrunar og yfirtökur fækkuðu viðskiptabönkum um helming. Stærstu bankarnir urðu margfalt stærri en áður og áhætta þeirra jókst mikið. Eftirlitskerfi sem komið var á fót í kjölfar kreppunnar miklu á fjórða áratug síðustu aldar voru víða afnumin í lok aldarinnar. Ný tækni umbylti aðferðum banka við að framleiða og dreifa fjármálaþjónustu og samkeppni jókst sem setti þrýsting á banka að hagræða í rekstri. Bankar af öllum stærðum tóku að keppa um viðskiptavini á grundvelli ólíkra aðferða. Litlir bankar veittu persónulega þjónustu og sérhæfðu sig í lánum til staðbundinna fyrirtækja á meðan stærri alhliða bankar veittu veltumeiri fjármálaþjónustu og kepptu um viðskiptalán, fjárfestingarbankastarfsemi og tryggingarmarkaði um allan heim. Til að byrja með juku breytingarnar hagkvæmni í bankageiranum og fyrir viðskiptavini en í kjölfarið tók áhætta að safnast upp í fjármálakerfinu sem leiddi til aukins óstöðugleika. Árangur í bankastarfsemi endurspegladi það. Um langt skeið var hagnaður í bankastarfsemi mikill en síðan urðu bankar fyrir stórkostlegu fjárfestingartapi. Eftir áherslu eftirlitsaðila á markaðshagkvæmni í bankastarfsemi á undanförunum árum er nú aftur aukin áhersla á fjármálastöðugleika.

Hefðbundið bankaeftirlit er oftast ekki í höndum seðlabanka. Þannig hafa seðlabankar oft séð um bæði eindarvarúð og fjármálastöðugleika í fjármálaeftirliti, sérstaklega þar sem þeir

26. Sjá DeYoung (2009).

eru oft kallaðir til að sjá um lánveitingu til þrautavara þegar fjármálakreppur bresta á. Þeir hafa einnig verið í samstarfi við aðrar opinberar stofnanir um viðskiptaháttaeftirlit, t.d. neytendaeftirlit, vinnuveitendasamtök eða lögregluembætti. Eftirlit með tryggingar- og verðbréfafyrirtækjum er þá framkvæmt af sérhæfðum eftirlitsaðilum eða stofnunum sem sjá um eigin regluverk. Hingað til hafa tryggingar- og verðbréfafyrirtæki yfirleitt ekki verið talin hluti af þjóðhagsvarúðareftirliti og lengi hefur verið talið að fátt réttlæti að þjóðhagsvarúðarreglur séu settar á slík fyrirtæki. Þetta hefur breyst eftir kreppuna og með tilkomu alhliða banka.

Slit á föllum banka er nátengt þjóðhagsvarúðarstarfsemi. Ef þjóðhagsvarúðareftirliti tekst ekki að koma í veg fyrir erfiðleika í stóru fjármálafyrirtæki, getur þurft að grípa inn í starfsemina til að forða kerfisbundnum afleiðingum. Þetta má gera með tvennum hætti. Veita má

1. lausafjárstuðning fyrir viðkomandi fjármálafyrirtæki. Með því er fyrirtækinu gert kleift að taka lán gegn veði í eignum frekar en að selja þær við aðstæður óróleika. Þannig geta stjórnvöld komið í veg fyrir að *lausafjárkreppa* snúist í *eiginfjárkreppu* sem ógnað gæti fjölda annarra fjármálafyrirtækja og raunhagkerfinu í heild.
2. lausafjárstuðning á almennum markaði með kaupum á skuldabréfum.

Í flestum tilfellum sjá seðlabankar um að stýra lausafjármagni í hagkerfinu og því eiga þeir hlutverki að gegna að því er báðar þessar lausnir varðar. Þá veita seðlabankar venjulega lausafjárstuðning gegn veði. Ef kerfislægt mikilvæg stofnun verður ógreiðsluhæf, þarf sá aðili sem sér um innstæðutryggingar eða fjármálaráðuneytið, sem er fulltrúi skattgreiðenda, að koma að endurfjármögnun stofnunarinnar eða veita stuðning við samruna við aðra og fjárhagslega styrkari stofnun. Hlutverk eindarvarúðar er nátengt hlutverki þjóðhagsvarúðar en áherslan þar er á greiðslugetu einstakra stofnana frekar en fjármálakerfið í heild sinni. Markmiðið er að vernda neytendur fyrir tapi með því að fylgjast með eftirfylgni einstakra stofnana með varúðarreglum og grípa inn í þegar eftirfylgniákvæðum er ekki fylgt. Eindarvarúðarhlutverkið er með nálgun grasrótar (e. *bottom up*) frekar en ofan frá (e. *top down*) og byggir á hópgreiningu (e. *peer group analysis*) til að greina hvort áhætta einstakra fyrirtækja er meiri en annarra. Þessi hlutverk eru greinilega tengd. Sú lausn sem er best er byggð á þeim gögnum og þekkingu á einstaka fjármálafyrirtækjum sem fást við eindarvarúðareftirlit og innsýn sem fæst við þjóðhagsvarúðargreiningu. Í fjármálaáfalli verða viðbrögðin háð skilvirkni aðferða við slit félaga (e. *resolution tools*) og slitaferlinu gagnvart gjaldþrota fjármálafyrirtækjum. Ef hægt er að auðvelda brottfall kerfislægt mikilvægra fjármálafyrirtækja án þess að það hafi áhrif til að auka stórkostlega kostnað annarra fyrirtækja, sparast lánveitingar til þrautavara eða styrkir vegna samruna.

Reglur um viðskiptahætti (e. *conduct of business*) tengjast neytendavörnum, en áherslan er ekki á að vernda neytendur fyrir gjaldþroti stofnana heldur ósanngjörnum starfsaðferðum.<sup>27</sup> Eftirlit með viðskiptaháttum byggist á því að fylgjast með mögulegum hagsmunaaárekstrum milli fyrirtækis og viðskiptavina. Slíkt eftirlit getur einnig tengst upplýsingaákvæðum, samkeppnismálum og reglum til að varna peningaþvætti. Þar sem slíkt eftirlit byggist á túlkun reglna, viðmiða og laga, eru lögfræðingar ríkjandi í slíku eftirliti.

Eðli áhættu í fjárfestingarviðskiptum er ólíkt áhættu í bankaviðskiptum. Eignir fjárfestingarfyrirtækja, t.d. fjárfestingarbanka, -miðlara og -sjóða, eru aðallega verðbréf á markaði, sem eru verðlögð og keypt á hverjum degi. Þar sem tímamismræmi bankakerfisins er ekki til staðar í sama mæli í fjárfestingargeiranum, er tap á trausti ekki eins mikið vandamál í fjárfestingarfyrirtækjum. Með tilkomu alhliða bankastofnana og eignarhaldsfélaga er þessi röksemdafærsla hins vegar ekki

27. Líklega er það vegna þess að vörn gegn gjaldþroti kemur fram í innstæðutryggingum eða lánveitingum til þrautavara.

jafn gild í dag og áður, en áhættumynstur fjárfestingarfyrirtækja hefur breyst mikið undanfarin ár. Þannig hafa fjárfestingarfyrirtæki í auknum mæli tekið þátt í afleiðuviðskiptum þar sem áhætta getur orðið umtalsvert meiri en í hefðbundinni bankastarfsemi og átt sér skamman aðdraganda. Fjárfestingarbankar eru einnig stórir þátttakendur í mörgum hávirðisviðskiptum í fjármálakerfinu. Fall eins stórs fjárfestingarbanka eða -sjóðs getur haft áhrif á fjármálakerfið í heild. Þá hefur fjárfestingarbankastarfsemi orðið sífellt blandaðri hefðbundinni bankastarfsemi, sérstaklega í Evrópu, þar sem alhliða bankastarfsemi er tekin sem viðmið í seinni bankatilskipuninni.

Á tíunda áratug síðustu aldar bentu tölfræðirannsóknir til þess að sjaldan hefði greiðslufall eins banka leitt til falls annarra banka.<sup>28</sup> Greiðslufall banka var oftast rakið til slæmrar stjórnunar og niðursveiflu, en bankar féllu ekki sem dómínó. Bæði fjárfestar og eigendur innlánsreikninga höfðu sýnt getu til að aðgreina fjárhagslega veika banka frá sterkum. Niðurstöðurnar bentu jafnframt til þess að bankaáhætta hefði aukist vegna opinberrar stjórnunarstefnu og ekki minnkað, en það er talið vera dæmi um stjórnunarbrest frekar en markaðsbrest. Stjórnunarbresturinn felst í því að eftirlitsaðilar einblíndu um of á að leysa lausafjávanda sem felur í sér freistnivanda. Lærdómurinn er að leggja beri meiri áherslu á markaðsaga og þjóðhagsleg atriði við ákvörðun stuðningsaðgerða. Nýfengin reynsla hefur sýnt að greiðslufall banka og fjármögnunarerfiðleikar geta smitað hratt út frá sér. En þá niðurstöðu má einnig rekja til þess að kerfisáhætta byggðist upp jafnt og þétt án þess að á henni væri tekið. Ofangreind niðurstaða virðist því enn í fullu gildi að það sé mikilvægt fyrir eftirlitsaðila að virkja betur markaðsaga gagnvart stjórnendum banka og að auka úrræði til að grípa inn í og leysa fyrirtæki upp ef rekstur þeirra stefnir í að verða ósjálfbær. Um leið er mikilvægt að slíkar aðgerðir sé mótaðar fyrirfram og framkvæmdar áður en hinn veiki banki taki að auka kerfisáhættu.

### Umfang fjármálaeftirlits

Varðandi æskilegt umfang fjármálaeftirlits hafa margvísleg atriði verið nefnd sem taka ber tillit til, samanber

- stærð fjármálageirans í samanburði við hagkerfið
- skiptingu fjármálageirans í innlenda og erlenda starfsemi
- skipulag fjármálageirans eftir eign t.d. banka, skuldabréfa, hlutabréfa, váttryggingarfyrirtækja, lífeyrissjóða og vogunarsjóða
- eignarhald fjármálafyrirtækja, þ.e. í ríkis- og/eða einkaeigu og dreifing þess
- uppruna lagakerfis, þ.e. hvort lagabálkurinn sé þýskur, franskur, bandarískur eða af öðrum toga og hvaða áhrif það hefur á réttindi t.d. fjárfesta og skuldara
- innstæðutryggingakerfi og hversu öflugt það er
- myntsvæði, þ.e. hvort ríki styðst við eigin mynt eða tilheyrir sameiginlegu myntsvæði.

Mörg þessara atriða eru innbyrðis tengd. Svo að dæmi sé nefnt þarf fjármálaeftirlit að vera öflugra eftir því sem fjármálageirinn er stærri, alþjóðlegri, blandaðri, með samþjappaðra eignarhald, með takmarkaðri innstæðutryggingakerfi og með höfuðstöðvar í landi með eigin mynt. Á Íslandi hefur bankakerfið skroppið saman í stærð, úr því að vera ríflega tíföld landsframleiðsla árið 2008 í það að vera tæplega tvöföld landsframleiðsla árið 2010. Um leið hefur alþjóðlegt umfang bankakerfisins breyst úr því að vera að tveimur þriðju hlutum með erlenda starfsemi í það að vera að mestu með starfsemi á innlendum markaði. Það er því ljóst að skipulag fjármálaeftirlits á Íslandi þarf að taka tillit til svo umfangsmikilla breytinga.

28. Kaufman (1996).



## Aðgerðir til að draga úr áhættu

Þrjú megin veikleikar í starfsemi fjármálafyrirtækja og –markaða frá sjónarhóli þjóðhagsvarúðar eru skuldsetning, fjármögnun og innbyrðis tengingar.<sup>29</sup> Margvísleg stýritæki má nota til að auka viðnámsþrótt fjármálakerfisins gegn áfalli og til að jafna sveiflur í hagkerfinu sem tengjast starfsemi fjármálakerfisins tengt m.a. efnahagsreikningum eða lánasamningum fjármálafyrirtækja, ákvörðunum fjárfesta, aðstæðum á skuldabréfamarkaði eða innviðum fjármálakerfisins. Helstu aðgerðir til að treysta stoðir fjármálafyrirtækja og draga úr fjármálaóstöðugleika varða fjármagnsstöðu þeirra og margvíslega áhættustýringu. Í stuttu máli gefur eftirfarandi yfirlit mynd af megináðgerðum sem fjármálaeftirlit setja reglur um eða hafa eftirlit með að sé fylgt:

1. Eignaáhættustýring
  - a. Útlánastaðlar og –eftirlit
  - b. Mat á eignagæðum og afskriftasjóðum
  - c. Áhættusambjöppun og stór áhætta
  - d. Tengd lán
2. Markaðsáhættustýring
  - a. Vaxtaáhætta
  - b. Lausafjárstýring
  - c. Landaáhætta (innifelur gjaldmiðlaáhættu)
3. Rekstraráhættustýring
4. Innra eftirlit og stjórn
5. Kerfisáhættustýring
  - a. Netkerfisáhætta
  - b. Heildaráhætta

## Basel-viðmiðin

Eftirlitsaðilar reyna að tryggja að bankar og önnur fjármálafyrirtæki hafi nægilegt fjármagn til að þau lendi ekki í vandræðum. Bankar hafa tilhneigingu til að vera með of lítið af hreinum eignum og lausu fé. Það að bankar eru með minna fjármagn í rekstrinum þýðir að arðsemi eigenda þeirra er meiri. Um leið hafa bankarnir minni varasjóði til að standa af sér útlána- eða fjárfestingartap. Bankar hafa líka mikinn hvata til að fjármagna langtíma eignir með styttri skuldum. Auknu slíku tímamistræmi fylgir meiri vaxtamunur sem eykur hagnað banka. Um leið eykst áhætta banka af áhlaupi á innstæður eða erfiðleikum í endurfjármögnun. Reynslan sýnir að jákvæð slík áhætta er eigendum í hag en neikvæð áhætta fellur á skattgreiðendur. Því má segja að stig varúðarkröfunnar ákveði hvar skipting áhættunnar liggi. Upp að vissu marki má gera ráð fyrir því að stærri varasjóður banka auki líkur á því að starfsemi þeirra samræmist þjóðhagslegum markmiðum um minni kerfisáhættu og jákvæð langtímaáhrif á hagvöxt.<sup>30</sup> Þó er viðbúið að ef varasjóðurinn verður of stór að það mikið dragi úr útlánum að jákvæð langtímaáhrif á hagvöxt hverfi. Reglur eða viðmið eru því hönnuð fyrir fjármálafyrirtækin til að hámarka bæði öryggi starfsemi þeirra og jákvæð áhrif þeirra á hagvöxt. Margt ber að gæta í því sambandi þar sem úrræðin geta haft hliðaráhrif á starfsemi fjármálafyrirtækja og árangur við að ná markmiðunum.<sup>31</sup>

*Basel-I.* Árið 1988 skilgreindi Basel-nefnd alþjóðlegra bankaeftirlitsaðila nýjar kröfur um varúðarfjármagn. Basel-I samkomulagið skilgreindi varúðarfjármagn sem eina tölu, sem fjármagn

29. Sjá t.d. BIS Committee on the Global Financial System (2010).

30. Sjá t.d. Cecchetti (2010).

31. Sjá t.d. grein Jóns Danielssonar o.fl. (2001) um slíka galla í Basel-II regluverkinu.

(e. *capital*) banka í hlutfalli við eignir (e. *assets*) þeirra. Í regluverkinu eru tvær tegundir fjármagns skilgreindar sem eiginfjárgrunnur A og B. Eiginfjárgrunnur A (e. *Tier 1 capital*) samanstendur aðallega af hlutafé en eiginfjárgrunnur B samanstendur af öðrum eignum, eins og forgangsbréfum og víkjandi lánum. Aðalkrafan er að banki hafi ætíð til ráðstöfunar minnst 8% af eigin fé, þ.e. áhættuvegið eiginfjárhlutfall (e. *solvency ratio*) sem er 8% að lágmarki fyrir banka til að hann væri álitinn greiðsluhæfur. Í eiginfjárgrunnum A og B er miðað við fjármagn í hlutfalli við heildar áhættuvegnar eignir. Að minnsta kosti helmingur af þessu viðurkennda fjármagni þarf að vera *kjarnafjármagn*, það er almenn hlutabréf, úppsafnað forgangshlutafé og staðfestir sjóðir. Afgangurinn, viðbótar- eða eiginfjárgrunns-B-fjármagn, inniheldur óstaðfesta sjóði, almennt framlag á móti væntu tapi, endurvirtar eignir, sérstaka fjármálagerninga og víkjandi lán. Það síðasttalda er takmarkað við 50% af eiginfjárgrunns-A-fjármagni. Hver flokkur (e. *class*) eigna fær vog sem er á bilinu 0% til 100%. Mjög öruggar eignir, eins og skuldir ríkissjóðs, hafa 0% vog en eignir með mikla áhættu, eins og óveðtryggt lán, hafa hærri vog. Aðrar eignir eru með vogir þar á milli. Hið vegna verðmæti eigna er virði þeirra margfaldað með vog fyrir hverja eign. Útlánaveikleika er skipt í fimm flokka, með vogir sem eru á bilinu 0% til 100%. Lán til OECD-ríkja hafa 0% vog, kröfur á banka frá OECD-löndum hafa 20% vog, íbúða- eða fjárfestingarlán eru með 50% vog og öll önnur lán eru með 100% vog, og þ.m.t. kröfur á lönd utan OECD-svæðisins. Árið 1989, innleiddi ESB þessar reglur í tilskipuninni um greiðsluhæfi.

*Basel-II.* Árið 2001 vék Basel-I samkomulagið fyrir nýrri reglum. Með Basel-II viðmiðum var vogunum og ýmsu öðru breytt. Basel-II byggðist á þrem eiginfjárgrunnum sem gengu út á lágmarksfjármagnskröfu, eftirlits endurskoðunarferli og markaðsaga. Eiginfjárgrunnur A hélst svipaður og í Basel-I samkomulaginu en eiginfjárgrunnur B byggði á faguðum áhættulíkönum til að meta hvort þörf væri á viðbótarfjármagni umfram það sem Basel-I samkomulagið gerði ráð fyrir. Í þriðja eiginfjárgrunninum var krafist meiri upplýsinga um áhættu, fjármagn og áhættustýringarstefnu. Það var álitid hvetja markaðinn til að bregðast við aukinni áhættu. Til viðbótar við ákvörðun um fjármagnspörf (e. *capital adequacy*), var í flestum löndum til staðar trygging á innstæðum að hluta.

Basel-II samkomulagið, sérstaklega notkun þess á markaðsverði, lánshæfiseinkunnum og áhættulíkönnum banka var harðlega gagnrýnt í kjölfar lausafjárþurrðar og samdráttar. Þótt Basel-II viðmiðin væru endurskoðuð og breytingar samþykktar hélst togstreita um leiðir í þeim efnum. Eftirlitsaðilar vildu ekki draga úr trausti á veikum bönkum, sérstaklega þegar kerfisáhætta blasti við, en þá gat verið mikilvægt að reglurnar væru það lausar að bankar hefðu svigrúm, allavega að því marki sem eftirlitsaðilar leyfa, til að komast yfir erfiða hjalla. Á sama tíma þurftu reglurnar að vera nægilega traustar til að fyrirbyggja óþarfa áhættutöku eins og gerst hefur.

*Basel-III.* Á grundvelli fenginnar reynslu fór vinna af stað við að gera endurbætur á regluverki fyrir banka. Í september 2010 voru tillögur Basel-nefndarinnar samþykktar. Þær ganga út á það að styrkja alþjóðlegar reglur um fjármagn og laust fé með það að markmiði að auka viðnámsþrótt banka. Ásamt aðgerðum sem nefndin lagði fram í júlí 2009 til að styrkja Basel-II samkomulagið, miðast ofangreindar tillögur við þann lærdóm sem dreginn hefur verið af fjármálakreppunni varðandi reglur, eftirlit og áhættustýringu alþjóðlegra banka. Í tillögum nefndarinnar má greina eftirfarandi megináherslur:<sup>32</sup>

- Auka þarf gæði, staðfestu og gegnsæi fjármagns banka. Það mun auka getu bankakerfisins til að takast á við tap bæði hjá starfandi lántakendum og þeim sem urðu kreppunni að bráð.
- Breikka þarf áhættuvið fjármagnsins. Til viðbótar við nýja hönnun skipulags í tengslum við

32. Samkvæmt óbirtu minnisblaði fjármálaeftirlitsins.

viðskiptabók og skuldabréf hefur nefndin lagt til að fjármagnskröfur fyrir mótaðilaáhættu í tengslum við afleiður og fjármögnun í endurhverfum og skuldabréfaviðskiptum verði styrktar. Nefndin leggur einnig áherslu á frekari samræmingu í mælingu, stýringu og eftirliti með rekstraráhættu.

- Skuldahlutfall verði innleitt sem nýr mælikvarði í Basel-III áhættumiðaða regluverkinu. Skuldahlutfallið mun koma í veg fyrir of mikla vogun í bankakerfinu. Því tengt þarf að innleiða varnir fyrir líkansáhættu og mælingavillu. Til að tryggja samanburðarhæfi þarf að samræma slík hlutföll alþjóðlega, að teknu tilliti til ólíkra bókhaldsaðferða.
- Útbúa þarf úrræði til að styðja við uppbyggingu eiginfjár í uppsveiflu sem hægt er að ganga á í niðursveiflu. Sveiflujafnandi fjármagnsumgjörð gerir bankakerfið stöðugra, þ.e. mildar frekar en magnar sveiflur og áföll. Til viðbótar er hægt að taka upp framsýn framlög á afskriftar-reikning á grundvelli vænts útlánataps.
- Innleiða þarf samræmt lágmark varðandi lausafé fyrir alþjóðlega banka til að mæta 30 daga lausafjárþörf. Slíkt úrræði má styrkja frekar með langtíma kerfisbundnu lausafjárhlutfalli. Umgjörðin felur í sér nýjar mælistikur til að gera eftirlitsaðilum auðveldar fyrir við að sjá og greina lausafjárahættu bæði hjá einstaka banka og í kerfinu í heild.

*Bókfært eigið fé.* Skilgreiningum á eiginfjárgrunni er breytt þannig að stærri hluti en áður samanstendur af lágmarks eiginfjárliðum þ.e. hlutafé og óráðstöfuðu eigin fé. Á móti koma viðskiptavild og reiknuð skattinneign til frádráttar frá lágmarks eiginfjárliðum. Núverandi 2,0% lágmarks eiginfjárhlutfall hækkar í 3,5% í janúar 2013 og í 4,5% í janúar 2015. Eiginfjárhlutfall samkvæmt eiginfjárgrunni A (e. *Tier 1 capital ratio*) mun hækka úr 4% í 6%. Eiginfjárfrafa vegna markaðsáhættu í veltubók (e. *trading book exposures*), flókninna vafninga (e. *complex securitisations*) og gjörninga utan efnahags (e. *off-balance sheet vehicles*) hefur verið hert verulega. Til að stemma stigu við óhóflegri aukningu liða innan- og utan efnahags er áformað að setja 3% hámarksvogunarhlutfall (e. *leverage ratio*) vegna eiginfjárgrunn A, þ.e. liðir innan og utan efnahags mega ekki vera meira en 33 sinnum eiginfjárgrunnur A. Þetta hámarkshlutfall er mun varkárara en gilt hefur í sumum löndum. Innleiðingin verður framkvæmd í skrefum á tímabilinu frá janúar 2013 til janúar 2015.

Áformað er að skylda banka til að byggja upp í góðæri sérstakan varúðarsjóð (e. *conservation buffer*) sem hluta af eigin fé til að geta gripið til á álagstímum. Varúðarsjóðurinn mun nema 2,5% til viðbótar við framangreint 4,5% lágmarks eiginfjárhlutfall A þannig að lágmarkseiginfjárhlutfall verður samtals 7%. Stefnt er að því að Varúðarsjóðurinn verði innleiddur í lög og reglur á tímabilinu frá janúar 2016 til janúar 2019.

Til viðbótar framangreindu er gert ráð fyrir sveiflujöfnunarsjóði (e. *countercyclical buffer*) til að vega á móti hagsveiflunni. Krafa um slíkt yrði á valdi eftirlitsaðila að ákvarða í þeim tilvikum þegar talið er að óhófleg útlánaaukning sé talin tengjast kerfisáhættu. Slíkur sjóður yrði notaður til að mæta tapi sem

ella gæti veikt fjármálastöðugleika væri slíkur sjóður ekki fyrir hendi. Áformað er að sveiflujöfnunarsjóður vegna hagsveiflujöfnunar geti orðið allt að 2,5% af áhættugrunni. Ekki liggur fyrir hvenær gert sé ráð fyrir að þessi varasjóður taki gildi. Þessir sjóðir munu auka þol bankakerfisins

Tafla 3. Eiginfjárumgjörð Basel-III  
Eiginfjárkröfur og viðbótar varasjóður (allar tölur í %)

	Bókfært eigið fé (eftir frádrátt)	Eiginfjár- grunnur A	Eiginfjárgrunnur- samtals
Lágmark	4,5	6,0	8,0
Varúðarsjóður	2,5		
Lágmark auk varúðarsjóðs	7,0	8,5	10,5
Sveiflujöfnunarsjóður	0–2,5		

Heimild: Fjármálaeftirlitið (2010).

fyrir áföllum og stuðla að sveiflujöfnun gagnvart hagsveiflunni. Eftirfarandi tafla sýnir framan- greindar breytingartillögur varðandi endurbætur á eiginfjárkröfum í hnotskurn:

*Lausafjárkvaðir.* Basel-nefndin um bankaeftirlit hefur lagt fram tillögur um nýtt regluverk varðandi laust fé. Um er að ræða nýjung þar sem ekki hefur tekist hingað til að koma á alþjóð- legum stöðlum um slíkt. Annars vegar er lagt til að gerð verði sú krafa að bankar verði með öruggar seljanlegar eignir (e. *high quality liquid assets*) til að geta staðið við skammtímaskuldbind- ingar við erfiðar fjármögnunaraðstæður (e. *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 skammtímapól banka vegna truflana á lausafjárstöðu. Hins vegar er lagt til að gerð verði krafa um tryggt nettó fjármögnunarhlutfall (e. *Net Stable Funding Ratio*, NSFR) sem tekur á kerfisbundnu langtíma misvægi í lausu fé. Allur efnahagsreikningur bankans er undir í þessu sambandi og mun þessi lausafjárkrafa hvetja banka til að byggja á fjár- mögnun sem er trygg í eðli sínu (e. *stable sources of funding*). Ekki liggja fyrir tímasetningar um inleiðingu á þessum lausafjárkröfum.

*Kerfisáhætta.* Það sem vekur kannski mesta athygli er að Basel-III samkomulagið felur í sér aukna áherslu á reglur sem miða að því að draga úr kerfisáhættu. Þannig er gert ráð fyrir sveiflu- jafnandi höggdeyfi til að draga úr sveiflumagnandi hegðun í uppsveiflu. Einnig eru gerðar auknar eiginfjárkröfur vegna millibankaááhattu sem reyndist vera stærsta ógnin við fjármálastöðugleika eftir að kreppan braust fram. Reglur varðandi veltuverðbréfa- og verðbréfunaráhættuþætti hafa einnig verið hertar. Þá eru í smíðum tillögur um sérstaka eiginfjárkröfu á banka sem taldir eru *of stórir til að falla* og einnig í því sambandi eru gerðar kröfur um fjármálagerninga (e. *contingent capital*) sem hægt er að nota til að mæta tapi eða umbreyta í eigið fé sé starfsemi banka að mati eftirlitsaðila ekki talin lífvænleg. Það sem er markverðast við Basel-III breytingarnar er því að með ofangreindum atriðum er verið að færa eftirlitshlutverkið nær kjarnastarfsemi seðlabanka.

*Aðrar tillögur Basel nefndarinnar.* Auk framangreinds hefur Basel-nefndin um bankaeftirlit unnið að eftirlitsstöðlum (e. *supervisory standards*) um þýðingarmikla þætti sem snerta banka sérstaklega. Þar má nefna álagspróf, matsaðferðir, eftirlitsaðila og -hópa, stjórnarhætti, hvata- og launakerfi og grundvallaratriði í bókhaldi varðandi fjármálatæki (e. *high-level principles for financial instruments accounting*), þ.á m. reikningsskil fjármálagerninga.

## 4. Hlutverk seðlabanka

*Umfjöllun um seðlabanka og hlutverk þeirra er nauðsynleg til að undirbúa umfjöllun um mismunandi líkön um fjármálaeftirlit í næsta kafla. Í þessum kafla er farið yfir það viðamikla hlutverk sem seðlabankar gegna í fjármálakerfinu. Farið er yfir meginþætti í starfsemi þeirra á fjármálamarkaði með áherslu á atriði er varða skipulag fjármálaeftirlits. Meginmarkmið seðlabanka eru að stuðla að verðstöðugleika annars vegar og fjármálastöðugleika hins vegar. Fjallað er sérstaklega um síðarnefnda verkefnið, en umboð seðlabanka á því sviði er ekki nægilega skýrt og skortur er á tækjum til að sinna því.*

### Lausafjárstýring

Eitt helsta hlutverk seðlabanka er að vera bakhjarl banka varðandi laust fé, sérstaklega þegar markaðsaðstæður verða erfiðar. Starfsemi fjármálakerfisins grundvallast á viðleitni fjármálafyrirtækja og –markaða að safna sparnaði og lána til margvíslegrar fjárfestingar. Fjármagn sem dregið er saman úr sparnaði, t.d. sem bankainnstæður, er að stórum hluta skammtímalán, sem bankinn þarf að greiða þegar eigandinn krefst þess. Um leið eru sjóðirnir oftast lánaðir til að fjármagna framkvæmdir sem greiða fyrir sig yfir lengri tíma.<sup>33</sup> Í fjármálastarfsemi er falið ákveðið tímamisræmi sem getur orðið að miklum veikleika ef margir sparifjäreigendur krefjast endurgreiðslu í einu. Jafnframt er áhætta fyrir hendi fyrir þá sem lána fjármagnið að aðstæður fari ekki á þann veg sem notendur fjármagnsins ætla og hefur áhrif á getu þeirra til að endurgreiða eigendunum fjármagnið ásamt umsömdum vöxtum. Margvíslegar aðstæður geta komið upp sem trufla flæði sparnaðar til fjárfestingar og endurgreiðslu höfuðstóls ásamt vöxtum og skapa áhættu fyrir bæði lánveitendur og lántakendur. Oft eru nefnd í því sambandi áföll í þjóðhagskerfinu, óraunhæfar eignaverðsveiflur o.s.frv., sem geta framkallað lausafjárskort og jafnvel gjaldprot fjármálafyrirtækja. Meðan streymi „innra“ fjármagns rennur ótruflað og í nægu magni um fjármálakerfið þurfa stjórnvöld ekki að hafa afskipti af kerfinu hvað slík atriði varðar.

Ef fjármálastarfsemin verður hins vegar fyrir viðtækri truflun er þörf á „ytra“ fjármagni frá stjórnvöldum. Seðlabankinn sem hluti af fjármálakerfinu gegnir mikilvægu hlutverki við að tryggja eðlilega fjármálastarfsemi og nægt lausafé í fjármálakerfinu. Aðkoma seðlabanka að lausafjárstýringu er m.a. tengd seljanleika (e. *liquidity*) fjármálaafurða. Víða er seljanleiki fjármálaafurða háður vilja seðlabanka til að kaupa eða taka í veð slíkar eignir. Þær fjármálaafurðir sem seðlabanki samþykkir að eiga viðskipti með verða seljanlegri. Þegar bankakerfið skortir laust fé, þurfa bankar að snúa sér til seðlabankans. Að öðrum kosti hækka vextir mikið þ.s. eftirspurn banka eftir fjármagni er óteygjin. Seðlabankar bjóða yfirleitt nægilegt skammtímafjármagn til að halda vöxtum á peningamarkaði nálægt stýrivöxtum. Hins vegar þótt jafnvægi skapist þannig á milli framboðs og

33. Vextir umbuna eigendum fyrir áhættu af lánveitingu og fyrir tækifæriskostnað sem fylgir ráðstöfunarréttinum á fjármagninu annað. Án vaxta væri lítill hvati fyrir eigandur fjármagns að lána það eða fyrir lántakendur að nota það til framleiðniaukandi fjárfestingar sem ávaxtar fjármagnið. Um leið fá fjármálafyrirtæki vaxtamun sem tekjur fyrir miðlun fjármagns á milli eigenda og notenda.



eftirspurnar á peningamarkaði í heild, eru alltaf einhverjir bankar með afgangsfé sem aðrir sjá sér hag í að taka að láni á millibankamarkaði. Þegar erfiðleikar steðja að geta lánveitingar banka með afgangsfé fljótt þornað upp. Auknar áhyggjur af greiðslugetu lántaka og óvissa um eigin lausafjárþarfir í framtíðinni útskýra það.

Fjármálakreppan frá árinu 2007 leiddi í ljós að lausafjárahætta í tengslum við hegðun markaðsaðila í heild jók á óstöðugleika fjármálakerfisins. Sjóðasöfnun banka sem kljást við lausafjárskort eða hafa áhyggjur af honum í framtíðinni jók á fjármagnsþurrð á markaði. Í kjölfarið byrjuðu bankar að afskrifa torseljanlegar eignir og við það varð lausafjárahættan að greiðsluvandamáli.<sup>34</sup> Þetta varð til þess að stjórnvöld fóru að skoða nánar samspil fjármögnunar og lausafjárahættu og tengsl þeirra við kerfisáhættu, sem er hluti af þjóðhagsvarúðarnálguninni. Til að greina betur slík hreyfiöfl þarf að skilgreina betur hegðun fyrirtækja í tengslum við þróun fjármálakerfisins í heild. Tvær nálganir eru mögulegar til að skýra lausafjárahættu. Annars vegar er hægt að nálgast málið frá sjónarhóli eindarvarúðar þar sem áhættan er greind, henni stýrt og reglur gerðar um hana í tengslum við fjármögnunarstöðu einstakra fjármálafyrirtækja. Hins vegar er hægt að skoða málið frá sjónarhóli þjóðhagsvarúðar í samhengi við kerfisáhættu og stöðugleika fjármálakerfisins í heild.

### Samspil peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu

Það eru almannahagsmunir að varðveita stöðugleika fjármálakerfa, bæði heima fyrir og alþjóðlega, ekki síst vegna hins mikla þjóðhagslega kostnaðar sem hlýst af truflun í starfsemi fjármálakerfa.<sup>35</sup> Eitt af meginverkefnum seðlabanka er að varðveita verðstöðugleika. Stefna með stöðugleika fjármálakerfisins að meginmarkmiði er einnig atriði sem margir seðlabankar horfa til þótt formlegt umboð þeirra til að fást við það verkefni sé æði misjafnt. Þá er markmið peningastefnunnar um verðstöðugleika mjög mikilvægt fyrir markmiðið um fjármálastöðugleika. Ef verðbólga er mikil og/ eða breytileg er það líklegra til að skapa óstöðugleika í fjármálakerfinu. Þar sem fjármálakerfið á mikilvægu hlutverki að gegna fyrir miðlun peningastefnunnar horfa seðlabankar í auknum mæli til þess að fjármálakerfið og sérstaklega bankar séu vel starfandi. Truflanir í fjármálakerfinu geta tafið eða dregið úr miðlun aðgerða á sviði peningastefnu til raunhagkerfisins. Þannig grafa eignaverðbólur og útlánaþensla undan verðstöðugleika til miðlungs eða langs tíma. Hrun gjaldmiðla og fjármálafyrirtækja hefur ekki síður áhrif á verðstöðugleika og efnahagsstarfsemi. Traust á gjaldmiðli og eðlileg fjármálastarfsemi fara saman og eru innbyrðis háð. Seðlabankar hafa einnig áhuga á þróun fjármálakerfisins vegna þess að einstakir aðilar á fjármálamarkaði geta skyndilega þurft á mikilli lausafjáraðstoð að halda þegar áföll eða ójafnvægi knýja á. Á samþættum fjármálamörkuðum hefur lausafjárskortur eins eða fárra fjármálafyrirtækja fljótlega neikvæð áhrif á fjármálakerfið í heild. Þar sem seðlabankar stýra framboði lausafjár við slíkar aðstæður, eru þeir leiðandi við að bregðast við fjármálakreppu sem lánveitandi til þrautavara. Á síðari hluta 19. aldar kom Walter Bagehot með þá reglu að það væri skylda seðlabanka að vera lánveitandi til þrautarvara, þ.e. að lána traustum viðskiptabönkum í lausafjáraðstoð ef hræðsla grípur um sig á fjármálamarkaði en gegn refsivöxtum (e. *penalty rate*).<sup>36</sup> Reynslan hefur sýnt að það eru ýmis álitamál varðandi slíka neyðaraðstoð. Þannig telja margir að það skapi freistnivanda sem bjargar ákvarðanatöku fjármálafyrirtækja og markaðsaðila ef talið er að þau eiga slíka aðstoð vísa.<sup>37</sup> Í núverandi kreppu var slík aðstoð víða veitt til að koma í veg fyrir algert hrun fjármálakerfisins.<sup>38</sup> Samhliða þessu fjármálastöðugleikahlutverki

34. Sjá Van den End og Tabbae (2009).

35. Seðlabanki Þýskalands (2010).

36. Sjá t.d. Bagehot (1866 og 1873). Fischer (2010) telur að þessi túlkun sé of einföld og vísar hann m.a. í þá skoðun Charles Goodhart að slíkt vaxtarstig eigi aðeins við eftir að mestu erfiðleikar í kreppu eru afstaðnir.

37. Sjá t.d. Wood (2003).

38. Víða er það talið réttlætismál að gengið sé á hlutafé eigenda og kröfur helstu lánveitenda áður en skattgreiðendur eru látnir borga fyrir aðstoð við kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki á barmi gjaldþrots.

þurfa seðlabankar að meta áhrif lausafjárinnspýtingar í fjármálakerfið á raunhagkerfið og ákveða hvenær grípa þarf til aðgerða á sviði peningastefnunnar til að viðhalda verðstöðugleika.

Við framkvæmd peningastefnunnar sést vel hið mikilvæga hlutverk seðlabankans í fjármálakerfinu. Hefðbundin kenning um það hvernig peningastefnan miðlast í gegnum starfsemi bankakerfisins er að breyting á vaxtastigi hefur bein áhrif á innstæður bankanna og, að því leyti sem innstæðurnar mynda framboð á lánsfjármagni, eru þær burðarás í útlánum bankakerfisins. Nýrri skoðun er sú að áhersla á útlán bankakerfisins ein og sér missi marks. Réttara sé að skoða áhrif peningastefnunnar í víðara samhengi og taka með í reikninginn áhrif vaxtabreytinga á efnahagsreikninga bankanna og áhættuskyn þeirra. Niðurstöður rannsókna virðast styðja þá kenningu að peningastefnan miðlist eftir farvegi útlána, efnahagsreikninga og áhættutöku bankanna.<sup>39</sup> Þvert á það sem áður hefur verið haldið fram, á markaðsframboð fjármagns að styrkja miðlunarfarveg bankalána. Sú nálgun gefur einnig til kynna að ef efnahagsreikningur banka er sterkur getur hann virkað sem höggdeyfir. Að sama skapi ef bankar eru fjárhagslega veikir geta þeir magnað áföll í fjármálakerfinu. Aukið aðhald peningastefnunnar hefur í öllum tilfellum áhrif til að minnka innstæður, en það þvingar banka til að leita að staðkvæmdarfjármagni á markaði sem er oftast dýrara eða getur verið áhættusamara. Þar sem aðstæður á markaði eru breytingum háðar, kallar það eftir stöðugu endurmati og aðgerðum af hálfu seðlabankans til að ná markmiðum sínum í fjármálakerfinu.

Markmið og stýrirtæki peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu eru ekki þau sömu og það krefst samræmingar og faglegrar úrlausnar vandamála sem upp geta komið við framkvæmd þeirra. Markmið peningastefnu er að viðhalda verðstöðugleika og stýrirtæki hennar, m.a. stýrvextir, hafa áhrif á verð peninga. Peningastefnan hefur áhrif á lánsfjáreftirspurn neytenda og fjárfesta og eftirspurn banka eftir peningum til útlána. Til samanburðar er markmið fjármálastöðugleikastefnu að draga úr kerfisáhættu og til þess hefur hún stýrirtæki, eins og eiginfjárlutföll og lausafjarkvaðir, sem hafa bein áhrif á framboð banka á peningum. Við venjulegar aðstæður er peningastefnan því talin hafa meiri bein áhrif á eftirspurn í hagkerfinu en fjármálastöðugleikastefnan. Við framfylgd þessara tveggja markmiða eiga þessar stefnur að fara vel saman og styðja hvor aðra. Þó geta komið upp aðstæður á fjármálamarkaði sem skapa togstreitu á milli markmiða peningastefnunnar annars vegar og fjármálastöðugleikastefnunnar hins vegar. Það kom í ljós í uppsveiflunni, þar sem þungi aðgerða seðlabanka var á sviði peningastefnunnar, að ekki var mögulegt að sinna báðum markmiðunum svo að vel færi.

De Larosière (2009) skýrslan fjallar m.a. um áhrif peningastefnunnar á fjármálastöðugleika. Niðurstæða skýrslunnar er að lausafjárgróttin og lágir stýrivextir víða um heim hafi gert kreppuna mögulega með því að auðvelda áhættusamar stöðutökur fjárfesta, banka og annarra fjármálafyrirtækja. Um leið kemst skýrslan að þeirri niðurstöðu að líklega sé ekki best að stöðva bóllumyndun með stýrivaxtataekinu. Raunhæfara sé að leitast við að gera það með viðeigandi stýrirtækjum þjóðhagsvarúðar. Þannig telur Posner (2010) að peningastefna Bandaríkjanna hafi verið óviðeigandi og lagt grunninn að bóllumyndun á fasteignamarkaði sem sprakk og felldi þar með fjármálakerfið vegna gríðarlegra fjárfestinga í fasteignatengdum vafningum. Þá flækti það stöðuna að ábyrgð seðlabanka á markmiði peningastefnunnar var víðast hvar mun skýrari en ábyrgð hans á markmiði fjármálastöðugleikastefnunnar. Hugsanlega skipti það sköpum fyrir seðlabanka að þessi tvö markmið náðust ekki að þeir studdust aðallega við eitt stýrirtæki, stýrivexti, og að fjármálaeftirlit beittu sínum stýrirtækjum ekki markvisst til að draga úr kerfisáhættu enda var takmarkaður skilningur á þessum tíma á notkun annarra stýrirtækja til að hefta öran vöxt útlána og banka og þá kerfisáhættu sem fylgdi slíkri þróun.

39. Sjá De Bondt, Maddaloni, Peydró og Scopel (2010).

Ofangreind staða gerði Seðlabanka Íslands einnig erfitt fyrir við framkvæmd peningastefnunnar hér á landi.<sup>40</sup> Við alþjóðlegar aðstæður sem einkenndust af lausafjárgnótt og lágum vöxtum bætist síðan að vaxandi fjármáaleg sambætting hins litla opna íslenska hagkerfis við umhverfið veikti áhrif stýrivaxta á lengri tíma vexti en magnaði áhrifin á gengi krónunnar. Uppsveiflan og aukin verðbólguþrýstingur kallaði á hækkun stýrivaxta sem magnaði þá gengishækkun sem í gangi var af öðrum orsökum. Við þetta bættust svo ýmsir sérstakir íslenskir þættir sem veiktu miðlunarferli peningastefnunnar í gegnum vaxtafarveginn, svo sem fyrirkomulag húsnæðisfjármögnunar. Það magnaði síðan enn gengissveifluna að ríkisfjármál voru ekki nægilega aðhaldssöm og því reyndi meira á peningastefnuna heldur en ella. Háir vextir juku innstreymi fjármagns í gegnum vaxtamunarviðskipti sem stuðlaði að tilfærslu eftirspurnar út úr landi og sló þannig á verðbólgu um hríð en á kostnað aukins ytra ójafnvægis sem birtist hvað skýrast í feykilegum viðskiptahalla. Ljóst var að sú þróun myndi ganga til baka, jafnvel í gegnum harkalegt ferli en þá var gert ráð fyrir að vaxandi slaki myndi vinna gegn þeirri verðbólgu sem af hlytist að óbreyttu. Áður en ferlið gat gengið á enda fór bankakerfið á hliðina og lágu þar að baki mun fleiri og jafnvel veigameiri ástæður en ójafnvægið í íslensku efnahaglífi. Afleiðingin var síðan að gengið féll langt niður fyrir líklegt jafnvægisgengi með tilheyrandi verðbólguþrýstingum.

Ekki verður fjölyrt frekar hér um peningastefnuna á Íslandi í aðdraganda hruns og lærdóma fyrir framtíðina þar sem Seðlabankinn hefur nýverið gefið út sérstaka skýrslu um það efni.<sup>41</sup> Það sem skiptir máli fyrir þessa skýrslu hér er að einn helsti lærdómurinn af reynslunni virðist vera sá að Seðlabankinn þarf að ráða yfir fleiri stýritækjum en vöxtum ef hann á að hafa einhverja möguleika á að ná bæði markmiðum um verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.<sup>42</sup> Um leið má ætla að fleiri og betri tæki muni auðvelda Seðlabankanum að einhverju marki að reka peningastefnu á grundvelli krónunnar á opnum alþjóðlegum fjármálamarkaði. Nú er alþjóðasamfélagið að vinna að því að þróa virk stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar sem eiga að draga úr kerfisáhættu í formi t.d. óhóflegrar útlánaþenslu.<sup>43</sup> Tilkoma þeirra ætti að létta byrðar peningastefnunnar.

### Um hlutverk seðlabanka í bankaeftirliti

Sögulega hafa seðlabankar gegnt ákveðnu hlutverki í fjármálastöðugleika og bankaeftirliti. Með nokkurri einföldun má segja að seðlabankar fylgist með skuldahlið fjármálaframtækja. Með því að bera ákveðna skyldu til að veita lán þegar kreppir að á fjármálamarkaði draga seðlabankar úr áhættu í fjármálakerfinu. Um leið fylgir því hlutverki ákveðin freistnivandi sem bregðast þarf við. Til samanburðar er áhersla hefðbundins fjármálaeftirlits á eignahlið fjármálaframtækja. Seðlabankar setja því oft reglur um lausafjárhlutföll en fjármálaeftirlit framfylgja reglum um eiginfjárhlutföll. Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur sú skoðun fengið hljómgrunn alþjóðlega að styrkja beri hlutverk seðlabanka í eftirliti með fjármálastöðugleika. Aðkoma seðlabanka að bankaeftirliti hefur alla tíð mótast af hlutverki þeirra sem *lánveitandi til þrautavara, eftirlitsaðili með fjármálastöðugleika og framkvæmdaraðili peningastefnu*.<sup>44</sup> Í kjölfar vandamála Northern Rock bankans í Bretlandi var Englandsbanka fengin lögskipuð ábyrgð á fjármálastöðugleika og valdsvið hans til að safna upplýs-

40. Framkvæmd peningastefnu Seðlabankans hefur reynt umdeild. Í Rannsóknarskýrslu Alþingis (2010) kemur fram það mat á peningastefnu Seðlabankans að hækka hefði þurft stýrivexti fyrr og meira í byrjun uppsveiflunnar. Í framhaldinu hefði Seðlabankinn átt að kaupa mun meiri gjaldeyri með það að markmiði að styrkja gjaldeyrisforðann og nota hann til að draga úr styrkingu krónunnar í uppsveiflunni. Á móti má benda á að Seðlabankinn færði ákveðin rök fyrir vaxtaákvörðunum á hverjum tíma. Jafnframt komu fram gagnstæð viðhorf um uppsöfnun gjaldeyrisforða. Sumir drógu í efa að seðlabankar þyrftu að vera með mikinn gjaldeyrisforða vegna lausafjárgnóttar á alþjóðlegum mörkuðum en á þeim tímapunkti var auðvelt fyrir seðlabanka og ríkissjóði að taka stór lán á hagstæðum kjörum.

41. Seðlabanki Íslands (2010a).

42. Sjá t.d. Bank of England (2009).

43. Sjá t.d. Group of Thirty (2010) og Basel Committee on Banking Supervision (2010).

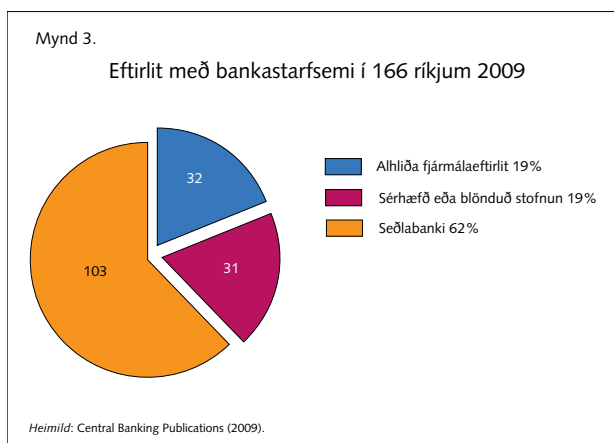
44. Sjá Bernanke (2010a).



ingum frá bönkum aukið. Í samræmi við áætlun Íhaldsflokksins hefur hin nýja ríkisstjórn Bretlands kynnt áform um að leggja alhliða fjármálaeftirlitið niður í núverandi mynd og búa til nýja eftirlitsstofnun sem verður undir umsjón seðlabankans.<sup>45</sup> Með því skapast forsenda fyrir mun nánara samstarfi stofnananna. Í Þýskalandi hafa áform um að færa bankaeftirlitið frá fjármálaeftirlitinu til seðlabankans fengið mikla athygli. Í ESB er verið að setja á laggirnar Evrópska kerfisáhætturáðið (e. *European Systemic Risk Board, ESRB*) þar sem seðlabankar aðildarríkjanna og evrópski seðlabankinn fara með lykilhlutverk í að móta aðgerðir til að vernda fjármálakerfið í heild fyrir kerfisáhættu.

Skýrsla Central Banking Publications (2010) fjallar um hvernig ríki fylgjast með bönkum, tryggingarfélögum og verðbréfamörkuðum. Árið 2009 voru seðlabankar ábyrgir fyrir bankaeftirlit í 103 ríkjum (af 166). Í skýrslunni kemur einnig fram að í um 96 ríkjum telur seðlabankinn sér skylt að fylgjast með fjármálastöðugleika. Kreppan leiddi hins vegar í ljós að í fæstum tilfellum hafa seðlabankarnir nægilega skýrt umboð á þessu sviði með viðeigandi stjórnvaldi og stýritækjum til að gegna því verkefni svo að vel fari.

Því má vera ljóst að seðlabankar gegna mikilvægu hlutverki í bankaeftirliti, sem er afleiðing af víðtæku hlutverki þeirra í fjármálakerfinu. Þá fylgja því þjóðhagslegir kostir að seðlabanki komi að reglugerð og eftirliti með fjármálafyrirtækjum. Í fyrsta lagi gerir viðamikil sérfræðipækking þeirra það að verkum að seðlabankar eru taldir henta einstaklega vel til að fara með eftirlit með



stórum, flóknum fjármálafyrirtækjum og að takast á við áhættu er varðar öryggi og heilbrigði þeirra sem og áhættu í fjármálakerfinu í heild. Í öðru lagi bætir þátttaka seðlabanka í umsjón með bönkum af öllum stærðum getu hans til að framfylgja seðlabankahlutverkum sínum, þ.á m. peningastefnu, útlánnum í endurhverfum viðskiptum og að stuðla að fjármálastöðugleika.<sup>46</sup> Seðlabankar eru einnig „bankar“ þátttakenda á fjármála-markaði og í daglegum viðskiptum við viðskiptabanka. Úr því starfi fæst mikið af

upplýsingum. Ofangreint myndar góðan grundvöll fyrir það að færa seðlabanka skýra ábyrgð og tæki til að móta og fylgja eftir fjármálastöðugleikastefnu.

Fjármálakreppan hefur undirstrikað að fall stórra og innbyrðis tengdra fjármálafyrirtækja getur ógnað stöðugleika fjármálakerfisins og hagkerfisins. Ef slík fyrirtæki eru til staðar þurfa þau að sæta sterku samhæfðu eftirliti.<sup>47</sup> Að stuðla að öryggi og heilbrigði einstakra fjármálafyrirtækja krefst hefðbundinnar kunnáttu bankaeftirlits, m.a. sérþekkingar í áhættustjórnunaraðferðum. Seðlabankar búa yfirleitt yfir slíkri þekkingu. Eftirlit með stórum, flóknum fjármálafyrirtækjum og greining hugsanlegrar áhættu fyrir fjármálakerfið í heild krefst ekki aðeins hefðbundinnar kunnáttu heldur einnig annarrar sérþekkingar á sviði þjóðhagslegrar greiningar og hagspárgerðar, innsýn í hagþróun geira, svæða og alþjóðlega. Þá þarf þekkingu á innlendum og alþjóðlegum fjármála-mörkuðum eins og á peningamarkaði, fjármagnsmarkaði, gjaldeyrismarkaði og afleiðumarkaði.

45. Conservative Party (2009).

46. Bernanke (2010b).

47. Roubini (2010) telur að fjármálafyrirtæki sem eru *of stór til að falla geti* í raun verið *of stór til að bjarga* þegar ríkissjóðir eru mjög skuldsettir. Sú staða dregur fram mikilvægi þess að fjármálafyrirtæki fái ekki að verða það stór eða flókin að þau geti með því myndað ógn við fjármálastöðugleikann.

Einnig þarf ítarlega starfsþekkingu á fjármálaskipulaginu og greiðslukerfinu fyrir skráningu og uppgjör fjármálaafurða.

Við það að sinna hlutverki sínu mynda seðlabankar víðtæka reynslu og þekkingu á öllum þeim sviðum sem eru nauðsynleg fyrir skilvirkt alhliða fjármálaeftirlit. Til dæmis eru starfsmenn seðlabanka sérfræðingar á sviði þjóðhagsspágerðar og við mótun peningastefnunnar, sem er mikilvægt fyrir greiningu á efnahagslegum áhættuþáttum fyrir fjármálafyrirtæki og -markaði. Til viðbótar afla þeir sér ítarlegrar markaðsþekkingar með daglegri þátttöku á fjármálamörkuðum við innleiðingu peningastefnunnar og framkvæmd fjármálaviðskipta fyrir hönd ríkissjóðs. Á sama hátt öðlast seðlabanki víðtæka þekkingu á greiðslu- og uppgjörskerfum með rekstri á stórum slíkum kerfum, eftirliti með lykilveritendum greiðslu- og uppgjörspjónustu og þátttöku í alþjóðlegu samstarfi um greiðslu- og uppgjörskerfi. Það er ólíklegt að nokkur önnur stofnun sé líkleg til að geta endurskapað þá breidd og dýpt þekkingar sem seðlabankinn býr yfir á því sviði við eftirlit með stórum, flóknum bankastofnunum eða við greiningu kerfisáhættu.

Það að sinna hefðbundnum verkefnum sínum styrkir sérfræðiþekkingu seðlabanka á eftirlitssviðinu, og á móti bætir þátttaka í eftirliti með bönkum af öllum stærðum getu seðlabanka til að sinna hefðbundnu hlutverki sínu. Það sem er líklega mikilvægast er, eins og kreppan hefur sýnt, að geta seðlabanka til að greina og bregðast við fjölbreytilegri og ill fyrirsjáanlegri áhættu fyrir fjármálastöðugleika er á mikilsverðan hátt háð upplýsingum, sérfræðiþekkingu og valdi sem seðlabanki hefur við framkvæmd eftirlits og annarra verkefna hans. Það er ekki aðeins í þessari kreppu sem eftirlitshlutverk seðlabankans hefur víða reynst mikilvægt fyrir fjármálastöðugleikann, sagan geymir mörg önnur slík tilvik.

Eftirlitsreynsla seðlabankans gagnast honum við mótun peningastefnu og við stjórn á endurhverfum viðskiptum. Geta seðlabanka að fylgjast með greiðslu- og uppgjörskerfum er einnig háð eftirlitshlutverkinu. Það er alveg ljóst að ef seðlabanki gegnir ekki eftirlitshlutverki er geta hans til að rannsaka fjármálafyrirtæki og bregðast við áhættu í rekstri þeirra fremur takmörkuð.

Fyrir kreppu var löggjöf um bankaeftirlit yfirleitt með of þröngt sjónarhorn á öryggi og heilbrigði bankastofnana og of lítil áhersla var lögð á eftirlit með kerfisáhættu, sem var oftast meiri eftir því sem bankastofnanir voru stærri. Leggja þarf ríkari áherslu á að kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki hafi meira fjármagni og af betri gæðum og nægilega mikið laust fé til að komast í gegnum erfið tímabil. Öll fjármálafyrirtæki þurfa að geta mætt krefjandi viðmiðum um áhættustjórnun. Þá þarf að auka alþjóðlegt samstarf á milli markaðsaðila og reglugerðaraðila um að styrkja innviðina í lykilmörkuðum, þ.á m. mörkuðum fyrir endurhverf skuldabréfaviðskipti og afleiður.

Mikilvægt er að skilgreina tengsl milli fyrirtækja og markaða sem geta grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins til að bæta heildstætt eftirlit og getu til að greina áhættu í fjármálakerfinu. Í því sambandi er mikilvægt að taka upp fjölbætta nálgun sem byggist á annars vegar sérþekkingu seðlabanka í hagfræði, á fjármálamörkuðum, greiðslukerfum og og hins vegar á þeirri sérþekkingu sem verður til við bankaftirlit. Einnig þarf að skoða hópa fyrirtækja til að greina uppsprettur á sameiginlegum áhættuþáttum og bestu aðferðir við að bregðast við þeim.

Til að bæta við upplýsingar innan úr bankakerfinu er verið að þróa tölfræðileg eftirlitakerfi fyrir stórar bankasamsteypur sem styðjast við gagnagreiningu og líkanagerð til að meta áhættu fyrirtækja og fjármálakerfisins í heild. Slík greining byggir á upplýsingum sem þurfa að koma á tímanlegan, sundurliðaðan og stöðugan hátt frá eftirlitsskyldum fyrirtækjum. Slík vinna byggist á langri reynslu af álagsprófum.<sup>48</sup>

48. Seðlabanki Íslands hefur hafið þróun á nýjum líkönum til að styrkja álagspróf með tilliti til m.a. líkinda á gjaldþroti fyrirtækja, innbyrðis tengsla fjármálafyrirtækja og lausafjárahættu þeirra.

Mikilvægt er að skilja að bætt umgjörð eftirlits er aðeins gagnleg ef daglegt eftirlit er framkvæmt á réttan hátt, þar sem áhættuþættir eru greindir og brugðist við þeim tímanlega. Í framtíðinni er mikilvægt að auðvelda skjótari og virkari eftirlitsviðbrögð með umsjón og stjórn eftirlitsverkefna í höndum miðlægra ákvarðanatökuaðila, allt frá aðilum í fjármálaeftirliti til bankastjórnar seðlabanka. Koma þarf áhyggjum eftirlitsaðila fljótlega á framfæri við stjórnendur viðkomandi fyrirtækja með tímanlegri aðkomu háttsettra eftirlitsaðila. Slíkt á að leiða til kröftugri bótaúrræða innan fyrirtækjanna. Þar sem það er nauðsynlegt, má nota formlegar eða óformlegar aðgerðir til að tryggja rétt viðbrögð við alvarlegum málum.

Það að bæði sérhæfð og alhliða fjármálaeftirlit eru til staðar í jafn ríkum mæli bendir til að ekki voru afgerandi rök fyrir öðru hvoru fyrirkomulaginu fyrir kreppu, þótt vissulega hafi verið merkjanleg leitni undanfarna áratugi til aukinnar hagkvæmni með samruna sérhæfðra eftirlitsaðila. Goodhart og Schoenmaker (1995) telja að eftirlitið þurfi að vera sniðið að banka- eða fjármálakerfi viðkomandi lands og þeim vandamálum sem við er að etja á hverjum stað frekar en að eitthvert algilt fyrirkomulag henti öllum. Rannsóknir fyrir 1999 á gjaldþroti banka á áratugum þar á undan gáfu tölfræðilega marktæka niðurstöðu um að gjaldþrot væru líklegri í sérhæfðu eftirlitsumhverfi heldur en alhliða. Samt þarf að veða og meta þessa niðurstöðu þar sem margir aðrir þættir hafa áhrif, eins og gæði eftirlits, vilji yfirvalda til að leyfa bönkum að falla og tilvist fákeppnismarkaðar í bankageiranum. Goodhart og Schoenmaker fundu meiri líkur á því að viðskiptabankar tækju þátt í björgunaraðgerðum í alhliða eftirlitsumhverfi. Fyrir fjármálakreppuna var almenn tilhneiging í þá veru að seðlabankar drægju sig í hlé frá eftirlitshlutverki og eru nokkrar ástæður fyrir þeirri þróun, m.a. tengdar auknu sjálfstæði þeirra á sviði peningastefnu og því að stjórnálamenn vildu ekki að þeir yrðu of valdamiklir. Í kjölfar kreppunnar hafa viðhorfin ört verið að breytast, sérstaklega þar sem áfallið var mest, eins og í Bretlandi og á Íslandi, en löndin voru bæði með alhliða fjármálaeftirlit utan seðlabanka. Ljóst er að ýmsir kostir fylgja alhliða fjármálaeftirliti umfram sérhæfða eftirlitsaðila. Um leið voru áberandi gallar, eins og skortur á skilningi á kerfisáhættu, óskýr ábyrgð á milli seðlabanka og fjármálaeftirlits að því er varðar fjármálastöðugleika í heild og í framhaldi á því vanhöld á samræmingu um aðgerðir.

Bankar eru í auknum mæli flókna viðskiptaæiningar og í alhliða bankalíkaninu eru mörk bankastarfsemi óljósari en áður. Leiðandi bankar eru með starfsemi í mörgum lögsagnarumdæmum og bjóða ógrynni fjármálaafurða. Undanfarin á var aukin áhersla lögð á hlutverk eigin eftirlits og innri áhættustýringar í fjármálaafyrirtækjum. Þrátt fyrir það tókst ekki að koma í veg fyrir fjármálaáfallið og hugsanlega var það hluti af vandanum. Seðlabankar geta skipulagt og samræmt bankaaðstoð. Í eigin mynt er lausafjáraðstoð þeirra nánast takmarkalaus. Í fjármálakreppunni kom hins vegar í ljós að mögulegum lausafjárstuðningi þeirra við fjármálaafyrirtæki í viðskiptum yfir landamæri á grundvelli erlendra gjaldmiðla voru veruleg takmörk sett án virks samráðs við þá seðlabanka sem gefa út alþjóðlega gjaldmiðla.<sup>49</sup> Þá eiga seðlabankar hvorki né geta veitt eiginfjáraðstoð. Þegar fjármálafall dynur yfir þarf ríkið að koma til þar sem það eru endanlega skattgreiðendur sem greiða fyrir endurreisn bankakerfis eftir hrun.

### Umboð seðlabanka á sviði fjármálastöðugleika

Umboð seðlabanka á sviði peningastefnu er óumdeilt og skýrt.<sup>50</sup> Öðru máli gegnir um umboð þeirra á sviði fjármálastöðugleikastefnu. Fjármálakreppan hefur vakið upp mikilvægar spurningar um hvert hlutverk seðlabanka í fjármálastöðugleikastefnu er og hvernig framkvæmd hennar hefur

49. Sjá grein eftir Må Guðmundsson og Þorstein Þorgeirsson (2010).

50. Sjá t.d. Ferguson (2010).

áhrif á stjórnun seðlabanka. Ljóst er að stjórnvöld, bæði seðlabanka og fjármálaeftirlit, skorti oft skilning á kerfisáhættu í aðdraganda hrunsins. Ásamt óskýru formlegu umboði á sviði fjármálastöðugleika var vöntun á stýritækjum og skortur á valdheimildum til að grípa inn í ósjálfbæra þróun. Í nýlegri rannsókn á vegum BIS er leitast við að koma með svör við mikilvægum spurningum í þessu sambandi. Tilgangurinn er ekki að útbúa nálgun sem er byggð á lögmálinu að „ein stærð hentar öllum“, heldur að varpa ljósi á þau atriði sem máli skipta miðað við ólíka stofnanagerð, sögulegt samhengi og það stjórn málaumhverfi sem seðlabankar starfa í. Hér á eftir er yfirlit yfir helstu niðurstöður að því er þetta varðar:

- Seðlabankar þurfa að taka þátt í mótun og framkvæmd fjármálastöðugleikastefnu ef slík stefna á að hafa áhrif.
- Fjármálastöðugleikaumboð seðlabanka og tengt fyrirkomulag framkvæmda þarf að vera í góðu samræmi við ábyrgð þeirra á sviði peningastefnu.
- Hvert sem fjármálastöðugleikaumboð seðlabanka er þurfa þeir að búa yfir viðeigandi stýritækjum, valdi og varúðarstöðlum.
- Hlutverk og ábyrgð allra stjórnvaldsaðila í fjármálastöðugleikastefnu – seðlabanka, eftirlitsaðila, innstæðutrygginga og ráðuneyta -- þurfa að vera fyrirfram (e. *ex ante*) skýrt afmörkuð, en það er mikilvægt fyrir virka og tímanlega ákvarðanatöku, meðferð málamiðlana (e. *trade-off*) og ákvörðun ábyrgðarskyldu.

Margar ástæður eru fyrir því að seðlabankar gegna áberandi hlutverki í fjármálastöðugleikastefnu. Óstöðugt fjármálakerfi hefur neikvæð áhrif á hið þjóðhagslega umhverfi, með miklum afleiðingum fyrir efnahagsstarfsemina, verðstöðugleika og miðlun peningastefnunnar. Seðlabankar eru uppspretta lausafjár í hagkerfinu og afar mikilvægt er fyrir fjármálastöðugleika að framboð lausafjár sé rétt ákvarðað. Framkvæmd verkefna á sviði peningastefnu færir seðlabönkum þjóðhagslegt sjónarhorn og skilning á fjármálakerfinu, stofnunum og innviðum sem þarf til að sinna þjóðhagsvarúðarverkefninu.

Skýr ábyrgð á fjármálastöðugleika er nauðsynleg til að eyða misræmi á milli þess sem almennigur æskir og þess sem seðlabanki getur innt af hendi, en einnig til að styrkja ábyrgðarskyldu. Mikilvægt er að stofnanir sem eru ábyrgar fyrir verkefnum hafi stýritæki til að sinna þeim. Þegar seðlabankar bera þjóðhagsvarúðarábyrgð, verða þeir að hafa stýritæki sem þeir geta nýtt í eigin krafti eða með því að fá eða skylda aðra stjórnvaldsaðila til að grípa til viðeigandi ráðstafana. Eins og með peningastefnuna, þar sem löggjöfin býr til markmiðin og seðlabankinn mótar og tilkynnir peningastefnuna, er rétt að kynna fjármálastöðugleikastefnu opinberlega. Jafnvel þótt erfitt sé að skilgreina og útfæra hugtök fyrir fjármálastöðugleika, er mikilvægt að seðlabankar hafi formlegt umboð á því sviði.

*Um samskipti seðlabanka.* Í fjármálaáfallinu skorti mikið á í sumum löndum, eins og Bretlandi og Íslandi, að seðlabankinn fengi nægilega tímanlegar upplýsingar um ástand og aðgerðir fjármálafyrirtækja. Þar sem seðlabankar bera ábyrgð á sviði fjármálastöðugleika, þurfa þeir aðgengi að upplýsingum um fjármálafyrirtæki til að geta framfylgt verkefnum sínum. Þeir þurfa upplýsingar um gæði veða sem lögð eru fram gegn lánnum hjá þeim, greiðsluhæfi fjármálafyrirtækja sem leita eftir lausafjárstuðningi, ástand kerfislegt mikilvægra fjármálafyrirtækja og innbyrðis tengsl fyrirtækja og markaða í fjármálakerfinu. Sú staða krefst víðtæks upplýsingasamstarfs á milli aðskilda eftirlitsaðila. Seðlabankinn þarf að hafa umboð til að fá upplýsingar beint hjá fjármálafyrirtækjum,

með lagalegu valdi ef þarf til að kalla eftir skýrslum og til að framkvæma vettvangskannanir þegar það er metið vera nauðsynlegt.

Umfang og eðli samstarfs við aðra stjórnvaldsaðila mótast af því hvernig ábyrgð er úthlutað varðandi reglusetningu, eftirlit, uppgjör og skil fallinna banka (e. *bank resolution*), -innstæðu-tryggingar, framlag ríkisábyrgðar og greiðslustuðning. Að vita hver gerir hvað, á mismunandi stigum fjármálakreppu, styrkir hraða ákvarðanatökunnar. Nefnd tengdra stofnana (e. *interagency councils*) getur skapað vettvang fyrir upplýsingaskipti og ráðgjöf eða verið sameiginlegur ákvörðunartökuaðili. Í fyrra tilfellinu er byggt á gegnsæjum tillögum og kröfu um að aðilar „aðhafist eða útskýri“ en það kemur í veg fyrir áhættuna að samráð verði einungis að formsatriði. Í seinna tilfellinu þarf ákvarðanatökufarlið að vera vel skilgreint, hvort sem stuðst er við formlega atkvæðagreiðslu, skuldbundna neitun beggja aðila (e. *mandatory double veto*) eða neitun annars aðila. Í báðum tilfellum þarf að hanna ferli fyrir ákvarðanatöku að teknu tilliti til getu stjórnvaldsaðila til að framkvæma aðskilin verkefni.

Ábyrgðarskylda seðlabanka varðandi framkvæmd peningastefnunnar er háð gegnsæi. Æskilegt er að hið sama gildi eftir því sem við á um verkefni á sviði fjármálastöðugleika. Birting upplýsinga um ákvarðanir og aðgerðir á sviði fjármálastöðugleika og ástæður þeirra er mikilvæg, þótt tafir í birtingu sumra atriða ákvarðana geti verið nauðsynlegar ef tafarlaus birting þeirra getur leitt til hegðunar á markaði sem eykur á óstöðugleika. Að svo stöddu er ekki hægt að skilgreina markmið fjármálastöðugleika af sömu nákvæmni og peningastefnunnar, hins vegar er hægt að skilgreina vandlega viðeigandi ábyrgðarskyldu. Tímaáætlun fyrir fjármálastöðugleikastefnu, eins og fyrir peningastefnu, er til þess fallin að skýra framkvæmd hennar hjá seðlabanka. Einnig þarf að skýrgreina hvernig tekið er á málamiðlunum varðandi árekstra á milli markmiða ólíkra stjórnunarstefna. Þá er gagnlegt að aðgerðir og verkferlar séu endurskoðaðir af óháðum aðilum með viðeigandi sérþekkingu og umboð. Eins og með peningastjórnina þarf að vanda til við endurskoðun og ábyrgðarskyldu til að styðja við frekar en grafa undan fengnu sjálfstæði til að gera seðlabanka kleift að framkvæma opinber verkefni sín.

Til að framkvæmd peningastefnunnar heppnist vel og sé sjálfstæð, þarf seðlabankinn að hafa fulla stjórn á eigin efnahagsreikningi. Rannsókn BIS bendir einnig til að því meiri ábyrgð sem seðlabanka er veitt til að bregðast við með neyðaraðgerðum til að styðja við fjármálastöðugleika, því meiri þarf geta hans að vera til að axla þá áhættu og að yfirfæra fjármálatap yfir á ríkissjóð. Þá þurfa mörkin þar sem fjármálaráðuneytið tekur yfir ábyrgð á fjármálaáhættu að vera skýr.

**Umboð og valdsvið.** Rannsókn BIS náði einnig til áhrifa mismunandi umboða varðandi fjármálastöðugleika, t.a.m. hvort vald seðlabanka á mismunandi sviðum sé skilgreint nákvæmlega eða sjálfgefið, hversu víðtækt eða takmarkað það er. Meðal annars var skoðað hvaða afleiðingar það hefur á sjálfstæði og stjórn seðlabanka að fela þeim þjóðhagsvarúðarábyrgð og auka getu þeirra til að styrkja fjármálakerfið. Sérstaklega var skoðað hvaða stjórnunarfyrirkomulag þarf til að viðhalda virkri og sjálfbærri framkvæmd kjarnaverkefna á sviði peningastefnunnar. Um leið er ljóst að aukin ábyrgð seðlabanka á þjóðhagsvarúð skapar tengingu í eindarvarúð og eykur þörfina á samræmingu á þessum tveim varúðarverkefnum. Farið er yfir umfang núverandi umboðs og valdsvið seðlabanka á sviði fjármálastöðugleika, bæði við eðlilegar aðstæður og við aðstæður fjármálakreppu, en mikil áherslubreyting verður á verkefninu við þau skil.

Umboð seðlabanka á sviðum sem líklega snerta mest fjármálastöðugleika eru mjög mismunandi í alþjóðlegum samanburði, bæði á rólegum tímum og þegar á móti blæs. Sameiginlegt er með flestum seðlabönkum að þeir hafa yfirumsjón með greiðslukerfum en enginn þeirra sér um reglugerð vegna þjóðhagsvarúðar. Byggt á könnun 12 ríkja má sjá ákveðin mynstur sem veita

Tafla 4. Umfang umboðs seðlabanka

	IS	JP	SE	AU	ECB	UK	PL	CL	MX	US	FR	PH
Bankar	Reglugerðarvald											
	Skráning											
	Eftirlit											
	Yfirumsjón											
	Leiðbeining											
	Þjóðhagsvarúð											
Greiðslu-kerfi	Reglugerðarvald											
	Tilnefning											
	Yfirumsjón											
	Leiðbeining											
Fjármála-kerfi	Yfirumsjón											
	Leiðbeining											
	Þjóðhagsvarúð											
	Lykill:											

Heimildir: BIS og Seðlabanki Íslands.

innsýn inn í umfang umboðs seðlabanka á sviði fjármálastöðugleika og hvaða niðurstöður er hægt að mynda sér um undirliggjandi ástæður (Tafla 4).<sup>51</sup>

- Seðlabankar með virka þátttöku í bankaeftirliti álíta að þeir hafi stýritæki til að takast á við fjármálastöðugleika-verkefnið. Seðlabankar sem eiga ekki aðkomu að eða hafa ekki tekið virkan þátt í bankaeftirliti hafa í staðinn þróað greiningargetu á sviði fjármálastöðugleika. Seðlabanki Íslands er dæmi um

hið síðarnefnda. Þannig virðast seðlabankar með umboð á sviði bankaeftirlits hafa lagt minna upp úr stofnun sérstakra greiningardeilda á sviði fjármálastöðugleika eða birtingu reglulegra fjármálastöðugleikaskýrslna en seðlabankar sem hafa lítið sem ekkert með bankaeftirlit að gera.

- Ef draga á ályktun um leiðir seðlabanka til að hafa beina aðkomu að fjármálastöðugleika er það í gegnum greiðslukerfin. Vel starfandi greiðslukerfi er nauðsynlegt fyrir skilvirka starfsemi peningamarkaða og framkvæmd peningastefnu seðlabanka. Margir seðlabankar nota greiðslukerfisábyrgðina sem hvata fyrir ríkari ábyrgð á sviði fjármálastöðugleika, ekki síst þar sem truflun í starfsemi greiðslukerfisins hefur viðtæk áhrif.
- Umboð seðlabanka á sviði peningastöðugleika er nokkuð óumdeilt og einfalt, allavega í samanburði við mögulegt umboð hans á sviði fjármálastöðugleika, sem er bæði fjölbreytt en um leið nokkuð óljóst.

Tafla 5. Heimildir umboðs seðlabanka<sup>1</sup>

	IS	JP	SE	AU	ECB	UK	PL	CL	MX	US	FR	PH
Bankar	Reglugerðarvald	1	0	0	0	2	1	2	2	2	0	2
	Skráning	0	0	0	0	0	1	2	0	2	0	2
	Eftirlit	0	0	0	0	0	1	2	2	1	0	2
	Yfirumsjón	1	1	1	0	0	0	1	1	2	0	2
	Leiðbeining	0	1	1	0	0	1	1	1	0	1	0
	Þjóðhagsvarúð	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
Greiðslu-kerfi	Reglugerðarvald	1	1	1	2	2	2	2	2	2	0	1
	Tilnefning	1	1	1	2	0	2	2	2	0	0	2
	Yfirumsjón	2	0	1	2	2	1	1	2	2	0	2
	Leiðbeining	1	1	1	1	2	2	1	1	1	0	1
Fjármála-kerfi	Yfirumsjón	1	1	1	1	2	2	1	1	1	0	1
	Leiðbeining	0	1	0	0	2	1	1	1	0	0	0
	Þjóðhagsvarúð	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
	Lykill:	0				1			2			

1. Í lögum, birtu efni eða hefð.  
Heimildir: BIS og Seðlabanki Íslands.

Í töflu 5 er að finna upplýsingar um heimildir umboðs seðlabanka. Slíkt lögmæti er ýmist fengið með tilvísun í lög, birt efni eða hefð. Þannig er umfang umboðs seðlabanka Bretlands og Ástralíu álíka mikið en lögmætið skýrara í Bretlandi, með tilvísun í lög um viðskiptabanka árið 2009. Í Ástralíu er umboðið skýrt með tilvísun í kynningu ráðherra á lögum um fjármálaeftirlit árið 1999.

Eftirfarandi mynstur kom í ljós:

- Umboð varðandi þjóðhagsvarúð eða stöðugleika fjármálakerfisins í heild á sér óljósari tilvísun í lög en umboð varðandi kerfiseiningar (banka og greiðslukerfi).

51. IS: Ísland, JP: Japan, SE: Svíþjóð, AU: Ástralía, ECB: Evrópski Seðlabankinn, UK: Bretland, PL: Pólland, CL: Tékkland, MX: Mexíkó, US: Bandaríkin, FR: Frakkland, PH: Filippseyjar.



- Þótt lagalegur grunnur stöðugleikaumboðs sé ólíkur á milli landa, einnig tengt mismunandi lagakerfum, er slíkt umboð í flestum tilfellum fengið með því að draga ályktanir af lagatilmælum, yfirlýsingum eða hefð, frekar en beinum lagatilmælum.

Tilhneiging hefur verið að gera umboðið skýrara eftir því sem ábyrgðin er meiri. Sumir seðlabankar bera þó frekar mikla ábyrgð sem er lítt útskýrð og er það rakið til þess að erfitt er að skilgreina markmiðin eftir því sem verkefnin verða flóknari. Þessi verkefni eru þó óðum að skýrast og áform um skipulagsbreytingar á sviði varúðareftirlits eru langt komin í Bandaríkjunum, Bretlandi og í ESB þar sem ný löggjöf kveður skýrt á um umboð seðlabanka.

Ríflega helmingur seðlabanka í heiminum ber fulla eða mikla ábyrgð á bankaeftirliti. Í mörgum Evrópuríkjum eru hins vegar seðlabankar með takmarkaða slíka ábyrgð en geta haft áhrif á beitingu stýritækja með því að eiga fulltrúa í stjórn fjármálaeftirlits. Þó er munur á því á milli landa hvort fulltrúinn eigi beina aðkomu að framkvæmd eftirlitsins (Pólland og Mexíkó), t.a.m. ákvörðunum um reglur, leyfi og eftirlit með bönkum, eða eigi aðeins aðkomu að stefnumótun og yfirumsjón (Bretland, Ísland og Svíþjóð). Í einhverjum tilfellum þar sem bankaeftirlit er utan seðlabanka, hefur seðlabankinn (Japan) rétt til að framkvæma reglulegar vettvangskannanir á grundvelli samnings við fjármálafyrirtækin.

Allir bankar styðjast við greiningu á þróun á fjármálamarkaði við mótun og framkvæmd peningastefnunnar. Með nýrri löggjöf um seðlabanka á Íslandi er eftirlit með fjármálastöðugleika lauslega tengt framkvæmd peningastefnunnar. Evrópski seðlabankinn er með peningastefnu sem byggist á tveggja stöða nálgun, þar sem peningamagnsstoðin felur í sér áhættu á sviði verðstöðugleika til miðlungs og langs tíma og opnar því á að aðrar miðlunarleiðir séu skoðaðar eins og að greina áhrif þróunar fjármálakerfisins á verðstöðugleika. Peningastefna í Japan felur í sér skoðun á lágíkindaáhættu til lengri tíma, þ.á m. fjármálaóstöðugleika.

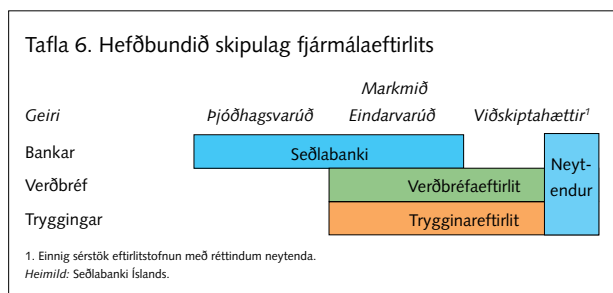
Aukið hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti nýtir hvata bankans til að draga úr kerfisáhættu. Þá er líklegt að ákveðin samvirkni sé með varúðareftirliti og peningastjórn þegar kemur að meginmarkmiðinu um að draga úr kerfisáhættu. Einnig nýtir slíkt skipulag þekkingu seðlabanka á þjóðhagsgreiningu til að bæta hönnun og notkun stýritækja til þjóðhagsvarúðar. Þá nýtir það þekkingu á innviðum viðskiptakerfa á fjármálamarkaði í viðlagastjórn og -aðgerðum. Það eykur einnig aðgengi seðlabanka að upplýsingum og styrkir stýritæki þeirra til að draga úr kerfisáhættu. Skilvirkari notkun stýritækja til að draga úr tíðni fjármálaáfalla og áhrifum þeirra getur einnig dregið úr þrýstingi af opinberum vettvangi á seðlabanka við aðstæður fjármálaáfalls.

## 5. Mismunandi líkön fjármálaeftirlits

Ýmis líkön að fjármálaeftirliti hafa þróast í tímans rás og er farið yfir þau helstu og meginrök með og á móti hverju fyrir sig. Lögð er áhersla á að greina snertifleti á milli fjármálaeftirlits og seðlabanka. Í því sambandi má nefna að sjónarmið tóku umtalsverðum breytingum undanfarna áratugi m.a. varðandi það hvort fjármálaeftirlit eigi að vera innan eða utan seðlabanka. Þau sjónarmið hafa breyst enn á ný í kjölfar kreppunnar.

### Hefðbundið fjármálaeftirlits-líkan

Eftirfarandi tafla sýnir hefðbundið geiraskipt skipulag fjármálaeftirlits, sem er til staðar víða í heiminum í dag. Í því líkani hefur seðlabankinn umsjón með varúðareftirliti fyrir banka og er hið eiginlega bankaeftirlit. Sérhæfðir eftirlitsaðilar eru á sviði verðbréfa- og tryggingarstarfsemi. Þá sér enn



önnur stofnun um neytendavernd en viðskiptahættir að því er varðar verðbréf og tryggingar hjá hinum sérhæfðu eftirlitsaðilum. Slíkt kerfi er enn víða til staðar en var lagt niður á Íslandi árið 1999, þegar alhliða fjármálaeftirlit var tekið upp. Markmið um fjármálastöðugleika (nú þjóðhagsvarúð) var lítið skilgreint í þessu líkani. Rökin með eða á móti þessu fyrirkomulagi koma fram

í umfjöllun um líkön sem á eftir koma og hafa verið að ryðja sér til rúms undanfarin ár. Í grunninn má þó segja að rök er varða rekstrarhagkvæmni og jafnan samskeppnisgrundvöll hafi leitt til þess að tekin hafa verið upp önnur líkön, s.s. alhliða fjármálaeftirlit, tveggja turna líkan, blandað líkan eða ein stofnun í seðlabanka.

### Alhliða fjármálaeftirlit

Kerfi einnar alhliða eftirlitsstofnunar (e. *integrated financial supervisor*) var innleitt í mörgum löndum eftir breytingar í fjármálageiranum. Fram til miðs tíunda áratugar síðustu aldar var yfirgnæfandi meirihluti ríkja með reglugerðar- og eftirlitsfyrirkomulag sem byggist á geiraskiptingu í fjármálakerfinu. Leyfisveitingar og regluverk voru geiraskipt í banka-, trygginga- og verðbréfastarfsemi. Í flestum tilfellum var það jafnframt hlutverk seðlabanka að sjá um regluverk og eftirlit með bankastarfsemi. Í um tvo áratugi varð hins vegar þróun í átt að samhæfðu reglu- og eftirlitskerfi til að fækka eftirlitsstofnunum og samræma regluverkið sem lýtur að fjármálakerfinu.

Frá 1984 til 2007 stofnuðu 30 ríki alhliða fjármálaeftirlit, þar af 23 í byrjun 21. aldarinnar. Þegar slíkt kerfi var tekið upp í Bretlandi árið 1997 virtist herða á upptöku þess annars staðar. Árið 2009 bættust 2 lönd í hópinn þó að strax það ár væru komnar blikur á loft varðandi það fyrirkomulag og þau ríki sem verst urðu úti í kreppunni hófu að endurskoða skipulag fjármálaeftirlits frá grunni. Þannig hafa bandarísk stjórnvöld þegar innleitt mikilvægar breytingar og bresk stjórnvöld hafa nýverið ákveðið að leggja Fjármálaeftirlitið (FSA) niður árið 2011 og auka hlutverk seðlabankans í fjármálaeftirliti. Líklegt er að aðrar þjóðir fylgi í kjölfarið.



Hér á eftir er farið yfir helstu nýjungar og hvata að baki þróunar í átt til alhliða fjármálaeftirlits. Megináherslan var á að setja eftirlit undir einn hatt fyrir banka, hvort heldur sem er viðskiptabanka, fjárfestingarbanka eða eignaumsýslufélög. Í sumum tilfellum náði samruni eftirlits til tryggingarfélaga, fjárfestingarfélaga og lífeyrissjóða. Í meginatriðum hefur hefðbundið fjármálaeftirlit verið bundið við eindarvarúð og viðskiptahætti en eftirlit með fjármálastöðugleika eða þjóðhagsvarúðareftirlit verið framkvæmt í samstarfi við aðrar stofnanir, aðallega seðlabanka. Í flestum tilfellum hefur fjármálaeftirlitið verið í eigin húsnæði en í nokkrum tilfellum í húsnæði seðlabankans.

Alhliða fjármálaeftirlits-líkanið byggist á eftirtöldum atriðum:<sup>52</sup>

1. Eitt alhliða fjármálaeftirlit er að hluta reglugerðar- og eftirlitsaðili á sviði eindarvarúðar og viðskiptahátta og er með umboð sem nær yfir verðbréfastarfsemi, lífeyrissjóði, tryggingarfélög og banka.
2. Seðlabankinn er aðskilinn frá alhliða fjármálaeftirliti og er með hlutverk á sviði peningastefnu, er lánveitandi til þrautavara og umsjónaraðili með greiðslukerfinu. Í sumum tilfellum er hann líka með misskýrt hlutverk varðandi stöðugleika fjármálakerfisins í heild.
3. Samstarfssamningur, samstarfsnefnd og gagnkvæm þátttaka í stjórnnum beggja stofnana eiga að tryggja skilvirka sérhæfingu og náíð samstarf stofnana.

Viðhorf til skipulags fjármálaeftirlits hefur tekið miklum breytingum undanfarin ár. Fyrir um áratug voru margir á því að alhliða fjármálaeftirlit væri betri kostur en aðskildar eftirlitsstofnanir, hvort heldur sem er bankaeftirlit í seðlabanka eða bankaeftirlit í sjálfstæðri stofnun. Þróunin í stofnanagerð fjármálaeftirlits margra Evrópuríkja ber það með sér. Miðað er við stærðarhagkvæmni í eftirliti og praktískan og stjórnmálalegan ávinning af slíku fyrirkomulagi.

Tafla 7. Eitt alhliða fjármálaeftirlit

Geiri	Markmið	
	Þjóðhagsvarúð <sup>1</sup>	Eindarvarúð
Bankar	Seðlabanki	Fjármálaeftirlit
Verðbréf		
Tryggingar		

1. Í samstarfi við fjármálaeftirlit.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Einn afgangur af slíku fyrirkomulagi er einn afgangur af slíku fyrirkomulagi. Einn afgangur af slíku fyrirkomulagi er einn afgangur af slíku fyrirkomulagi. Einn afgangur af slíku fyrirkomulagi er einn afgangur af slíku fyrirkomulagi.

er talið að einn eftirlitsaðili leiði til lægri eftirlitsgjalda, allavega í löndum þar sem fjármálafyrirtækin greiða beint fyrir eftirlitskostnaðinn. Sumir hafa talið að þetta skipulag auðveldi alþjóðlegt samstarf um fjármálaeftirlit. Þó ber að geta að í þessu kerfi er varúðareftirlitinu skipt í eindar- og þjóðhagsvarúðareftirlit. Því er ekki víst að sú skipting auðveldi alþjóðlegt samstarf um aukna skörun þessara atriða.

Tafla 8. Stofnanaumgjörð fyrir fjármálaeftirlit

Tegund viðskipta/ Markmið eftirlits	Bankar – verðbréf		Tryggingar
	Lausasala	Heildsala	
Þjóðhagsvarúð	XX		X
Eindarvarúð	XX		XX
Neytendavarnir/ viðskiptahættir	XX	X	XX

Skýringar: XX: mjög mikilvægt. X: ekki mjög mikilvægt.  
Heimild: Lannoo (2002).

Eftirfarandi tafla veitir yfirlit yfir helstu markmið eftirlits og mikilvægi þess eftir tegund fjármálafyrirtækja. Bankar og verðbréfafyrirtæki eru tekin sem ein heild, að teknu tilliti til hins alhliða bankalíkans í Evrópu. Þjóðhagsvarúð er mjög mikilvæg fyrir banka og verðbréfafyrirtæki en hefur lengi verið álitin minna vandamál fyrir

52. Stundum er gerður greinarmunur á samhæfðu eftirliti (e. *integrated regulator*) og einum eða sameinuðum eftirlitsaðila (e. *single or unified regulator*).

tryggingarstofnanir þótt viðhorf til þess hafi tekið breytingum í kreppunni. Stjórn á greiðsluhæfi er jafn mikilvæg fyrir alla geira. Einn kostur markmiðsmiðaðs eftirlits er að hægt er að skilja á milli lausasölu og heildsölu viðskiptabanka annars vegar og verðbréfafyrirtækja hins vegar. Hugsanlega er einnig viðeigandi að gera það í tryggingageiranum. Það tengist því að upplýsingamisvægi og áhrif markaðsbrests eru líklegri til að verða að vandamáli í lausasölu og neytendavörnum en heildsölu. Miðað við það má færa rök fyrir því að heildsöluviðskipti séu ekki betur sett í alhliða fjármálaeftirliti. Ein afleiðing alhliða fjármálaeftirlits er sú að mismunandi markmið viðskiptaháttaeftirlits eru sameinuð og hverfa en það getur leitt til meiri reglusetningar fyrir heildsöluviðskipti.

Fjögur meginmarkmið hafa legið að baki viðleitni stjórnvalda að samþætta eftirlit með starfsemi á fjármálamarkaði í eitt alhliða fjármálaeftirlit:

- 1) ná fram stærðarhagkvæmni með samþættingu eftirlitsaðila
- 2) eyða skörun og tvíverknaði
- 3) auka ábyrgð og gegnsæi í regluverki um starfsemi á fjármálamarkaði
- 4) aðlaga regluverkið tilhneigingu fjármálafyrirtækja til að þróast í samsteypur.

Margt fleira þarf að skoða í þessu sambandi. Rök með og á móti eru fjölþætt og mörg álitamál hafa lengi verið þekkt, jafnvel þegar vinsældir þessa skipulags voru sem mestar. Alhliða fjármálaeftirlitslíkanið hefur lengi verið talið búa yfir ákveðnum kostum. Með því að fækka stofnunum minnkar þörfin á að samræma aðgerðir margra stofnana í sérhæfðum geirum (bönskum, tryggingum og verðbréfum), sem erfiðleikum getur verið háð að ná fram. Í mörgum löndum hefur þetta líkan verið valið til að koma til móts við aukna tilhneigingu til að sameina í einu og sama fjármálafyrirtækinu alhliða fjármálaþjónustu með viðskiptabankastarfsemi, fjárfestingarbankastarfsemi, sjóðastýringu og tryggingum. Meginkostur alhliða fjármálaeftirlits er talinn vera sá að það er bara einn aðili sem öll fjármálafyrirtæki eiga samskipti við, þar á meðal fjármálasamsteypur. Slíkt getur dregið úr eftirfylgnikostnaði. Þetta líkan sameinar jafnframt tvö verkefnasvið – eindarvarúðareftirlit og neytendavarnir – á einni hendi og það er talið skapa jafnan samkeppnisgrundvöll fyrir alla geira fjármálakerfisins.

Í reynd hafa sumir efast um að einn alhliða eftirlitsaðili sé hagkvæmari kostur.<sup>53</sup> Mismunur í áhættusniði og eðli viðskipta er röksemd gegn einum alhliða eftirlitsaðila og er litið sérstaklega

til banka í samanburði við tryggingarfélag að því er það varðar. Alhliða eftirlitsaðili getur fljótt orðið samsafn aðskilinna deilda. Almenningsálitið getur þróast á þann veg að fjármálakerfið sé talið í góðum höndum og öruggt. Við þær aðstæður getur fall eins fjármálafyrirtækis orðið til þess að trún- aðartraust á eftirlitskerfinu laskast meira en ella. Til samanburðar er sérhæfður eftirlitsaðili talinn nær viðkomandi fyrirtækjum og betur að sér í vandamálum þeirra. Slík stofnun getur verið virkari eftirlitsaðili og auðveldari að stýra. Sumir telja að ein valdamikil stofnun geti aukið freistnivanda

Tafla 9. Rökin með	
<i>Alhliða fjármálaeftirliti</i>	<i>Sérhæfðu eftirliti</i>
Öll þjónusta á einum stað og eitt regluverk	Skýrt skilgreint umboð
Einn eftirlitsaðili fyrir fjármála samsteypur og flókna fjármálagæringa	Betur aðlagð að ólíku áhættusniði og eðli starfseminnar (þ.e. lausa- eða heildsala)
Samstarf á milli tegunda fjármálaviðskipta	Skýr nálgun á markmið og ástæður reglna
Dregur úr viðleitni að leita að ódýrasta eftirlitsaðila og reglur verða hlutlausari	Eftirlit verður ekki eins áberandi
Stærðarhagkvæmni þegar öll sérþekking á sama stað	Eftirlit (getur verið) nær viðskiptunum
Lægri eftirlistgjöld	Betri þekking á viðskiptunum og meiri sérhæfing
Gegnsærra fyrir neytendur	Stuðlar að stofnanasamkeppni

Heimild: Lannoo (2002).

53. Sjá t.d. Goodhart et al. (1997).

með því að draga úr hvatanum fyrir fjármálafyrirtæki að varðveita hagsmuni sína með varfærni í viðskiptum. Fyrir hrun var áhersla lögð á markaðsaga í áhættustjórnun (e. *market discipline in risk control*). Sú þróun á uppruna í þeim skilningi að reglur eru nokkuð stórgerð tæki sem geta hent illa við að draga úr markaðsáhættu. Sem dæmi má nefna að áhætta banka getur breyst mjög hratt með fjárfestingarákvörðunum þeirra. Verkefni eftirlitsaðila er að setja áhættumörk á grundvelli líkana. Í öðru lagi er talið að sérhæfing í eftirliti geti leitt til samkeppni á milli eftirlitsstofnana (e. *interagency competition*) og það haft jákvæð áhrif á virkni eftirlitskerfisins í heild. Þegar nokkrar sérhæfðar eftirlitsstofnanir vinna hlið við hlið er mögulegt að stofnanasamkeppni skapi hvata fyrir hverja stofnun til að vera virk. Með einum alhliða eftirlitsaðila er ekki um að ræða slíka samkeppni.

Umræðan um eina alhliða eða nokkrar sérhæfðar eftirlitsstofnanir sneiðir oft fram hjá mikilvægum atriðum eins og upplýsingaskiptum milli ólíkra sérhæfðra eftirlitsaðila eða skipun leiðandi eftirlitsaðila. Vandinn er líka til staðar alþjóðlega, en tilkoma fjármálasamsteypna kallar eftir góðum upplýsingaskiptum milli sérhæfðra eftirlitsaðila varðandi áhættuveikleika á ólíkum stöðum í samstæðunni og samkomulag um hver leiðir eftirlitið með henni og tekur endanlega ábyrgð á henni. Snemma komu fram efasemdir um að alhliða eftirlit auðveldaði þetta ferli.<sup>54</sup> Líkleg afleiðing af samsteyputilhneigingu fjármálafyrirtækja er að eftirlit er að verða meira markmiðsmiðað, þar sem æ erfiðara er að greina starfsemi innan einstakra fyrirtækja. Undanfarin ár hefur áhættusnið fjármálafyrirtækja orðið mun ógreinilegra. Þegar stórar samstæður sameina banka- og aðra fjármála-starfsemi verður fjármálaeftirlitið að færa sig í lárétta líkanið (e. *horizontal model*) sem miðast við reglugerðar markmið en ekki t.d. geiraskipt markmið.

Frá sjónarhóli þess að draga úr kerfisáhættu er jafn samkeppnisgrundvöllur hjálplegur við að minnka reglugerðasamkeppni (e. *regulatory arbitrage*) á milli geira sem getur leitt til þess að áhætta byggist upp og verði meiri í þeim geirum sem búa við léttara regluverk. Hins vegar ef fjármálaeignir yta undir myndun stórra og flókinna fjármálafyrirtækja vaknar sú spurning hvort jafn samkeppnisgrundvöllur sé rétta viðmiðið til að meta hvort varúðareftirlit sem kerfislegt mikilvægt fjármálafyrirtæki búi við sé nægilega öflugt. Þannig bendir reynslan til að tilhneiging til að mynda alhliða fjármálafyrirtæki hafi skapað tækifæri fyrir áhættusækna hegðun fjármálafyrirtækja og að þau séu orðið of flókin fyrir virkt eftirlit með tímanlegum viðbrögðum. Það bendi til að í stað þess að nota sömu varúðarnálgun og fyrir almenn fjármálafyrirtæki þurfi strangari varúðarumgjörð fyrir fjármálafyrirtæki sem bera með sé meiri kerfisáhættu.

Þrátt fyrir ýmsa kosti hefur kreppan bætt skilning á veikleikum alhliða fjármálaeftirlits-líkansins.<sup>55</sup>

- Viðskiptaháttaeftirlit er auðsýnilegra og vinsælla meðal stjórnmalamanna heldur en varúðareftirlit. Fyrir vikið er talið að alhliða fjármálaeftirlit hafi varið meiri tíma og orku í það atriði, og umfram það sem þurfti, til samanburðar við það sem fór í varúðareftirlit.
- Alhliða fjármálaeftirlit var ekki stofnað með þjóðhagsvarúðarmarkmið í huga og ábyrgð á fjármálastöðugleikastefnu var ekki skýrt afmörkuð.
- Við slit fjármálafyrirtækja er mikilvægt að stofnanir vinni saman á skilvirkan hátt, og oft er það gert á grundvelli samstarfssamnings, einnig með samstarfsnefnd og þátttöku í stjórn hinnar stofnunarinnar. Eins og nefnt er hér á undan, þurfa seðlabankar aðgang að upplýsingum til að framkvæma hlutverk sitt á skilvirkan hátt. Ekki er víst að þríhliða samstarfssamningar veiti nægilega gott flæði upplýsinga, þar sem eftirlitsaðilar hafa oft vald yfir því hvaða upplýsingar þeir láta frá sér og hvenær. Í framkvæmd hefur þetta fyrirkomulag leitt til þess að seðlabankinn hefur ekki nægilega stjórn á því hversu tímanlegar aðstoðaraðgerðir eftirlitsaðila eru.

54. Sjá Lannoo (1999).

55. Sjá Nier (2009).

- Í alhliða fjármálaeftirlitsskipulaginu er umsjón með kerfislegt mikilvægum greiðslu- og uppgjörskerfum hjá seðlabankanum, en fjármálaeftirlitið hefur umsjón með notkun kerfisins. Afleiðingin er að seðlabankann skortir formleg völd til að hafa áhrif á val notenda á greiðslu- og uppgjörskerfum sem bjóða upp á meiri viðnámsþrótt og hinna sem auka kerfisáhættu. Kreppan sýndi fram á að greiðslu- og uppgjörkerfi á 'óskipulögðum' (e. *over-the-counter*) mörkuðum voru ekki nægilega burðug, en vandamálið er almennara eðlis en það og varðar getu seðlabanka til að hafa áhrif á val á öruggum kerfum. Dæmi um það er val á alþjóðlegu kerfi fyrir gjaldeyrisviðskipti með sítengdu uppgjöri (e. *continuous linked settlement*) eða kerfi heima fyrir sem eru mögulega í samkeppni. Að auki, vegna aðskilnaðar umsjónar og eftirlits, taka varúðarviðmið ekki nægilega á aukinni mótaðilaáhættu í útlánum sem tengjast greiðslu- og uppgjörskerfum.
- Alhliða fjármálaeftirlitlíkanið hefur brugðist við að draga úr kerfisáhættu og að nýta hvata til að auka skilvirkni reglna.

Seðlabanki hefur hvata til að draga úr kerfisáhættu því að ef slík áhætta er framkölluð hefur það áhrif á þjóðhagsleg markmið hans. Seðlabanki hefur hvata til að draga úr freistnivanda sem tengist lánveitingum til þrautavara, með skilvirkri reglusetningu varðandi lausafé. Að því marki sem seðlabankar taka þátt í slitum gjaldþrota fjármálafyrirtækja, hafa þeir hvata til að fækka gjaldþrotum. Þótt veita megi alhliða fjármálaeftirliti markmið um að draga úr kerfisáhættu, þarf fleiri hvata til að festa slíka áherslu í sessi í menningu og störfum stofnunarinnar. Stofnanalegir hvatar eru mjög mikilvægir þegar kemur að því að draga úr kerfisáhættu, þar sem oft líður langur tími á milli fjármálaáfalla og velgengni í eftirliti kemur fram sem fjarvera áfalla.

Erfitt er talið að hægt sé ná fram þessum markmiðum með dreifðu eftirlitsskipulagi vegna ólíkra hvata eftirlitsaðila og samskiptaörðugleika sem fylgja dreifðu skipulagi. Þar sem kreppan hefur sýnt að þörfin á að auka áherslu á stöðugleika fjármálakerfisins í heild, þjóðhagsvarúð, er mjög mikil, þarf að leita annarra leiða. Það dregur fram aðra staðreynd, að seðlabanki, sem sinnir hlutverki þjóðhagsvarúðar og lánveitanda til þrautavara í kerfi alhliða fjármálaeftirlits, er utan þess. Fyrirkomulagið dregur því úr þekkingu hans á stöðu bankanna, t.d. með því að takmarka aðgengi starfsmanna hans að daglegum fjárhagslegum upplýsingum, sem nauðsynlegt er að hafa þegar ákvarðanir eru teknar um aðstoð. Sú staða hefur reynst mikill veikleiki í eftirlitsskipulaginu. Ein lausn er að gera seðlabankann að miðlægum eftirlitsaðila. Önnur leið er að samþætta fjármálaeftirlit og seðlabanka. Því, að búa til eina stofnun fylgir aukin hagkvæmni í upplýsingaflæði. Hins vegar veldur það áhyggjum að ein stofnun sem hefur að geyma allt eftirlitsvaldið innleiði stefnu sem eykur á reglubyrði fjármálafyrirtækja. Auk þess eru áhyggjur af því að ein stofnun verði of valdamikil. Lausnin er að mismunandi verkefni verði með mismunandi stjórnkerfi innan sömu stofnunar. Það hefur líka þau áhrif að enginn einn einstaklingur verður of valdamikill. Í þessu samhengi er vert að huga að því að þótt alhliða fjármálaeftirlitum hafi fjölgað undanfarna áratugi styðjast flest lönd enn við reglusetningarvald sem dreift er á nokkrar stofnanir. Þar sem þjóðhagsvarúðarhlutverkið er jafn mikilvægt og raun ber vitni, ætti það þó að hafa forgang í hönnun skipulags um eftirlit með starfsemi á fjármálamarkaði.

Þá er mikilvægt í hugmyndum um samþættingu eftirlitshlutverka hvernig hlutverki lánveitenda til þrautarvara (LPV) verður best fyrir komið. Sum stór lönd hafa tekið upp skipulag með alhliða fjármálaeftirlit og seðlabanka utan þess með LPV-valdið en án reglugerðar- og eftirlitsábyrgðar. Þótt ýmsir hafi bent á vandamál tengd því að sameina eftirlitshlutverkið og seðlabanka eru sterk rök sem mæla á móti að gera það ekki. Upplýsingar sem safnað er með því að framkvæma daglegt eftirlit eru mikilvæg fyrir ákvarðanatöku þeirra sem bera ábyrgð á lánveitingum

vegna LPV. Upplýsingarnar hafa sérstakt gildi þar sem LPV-lán eru oftast veitt fyrirtækjum sem erfitt er að meta lánshæfið hjá. Þótt sameinað fjármálaeftirlit eigi í grundvallaratriðum að áframsenda slíkar upplýsingar til seðlabanka verða í reyndinni alltaf praktísk vandamál sem því fylgja. Það er því ákveðin togstreita á milli þess að fá hagkvæmnina og fyrirbyggja kostnaðinn af einum eftirlitsaðila. Að auki er vandamál hvernig LPV er fyrirkomið í alhliða fjármálaeftirlits-skipulagi. Þá er mikilvægt að tekið verði á vandamálum sem komið hafa upp varðandi upplýsingaskipti á milli fjármálaeftirlits og seðlabanka við aðskilin verkefni á sviði fjármálaeftirlits.

### Tveggja turna líkan

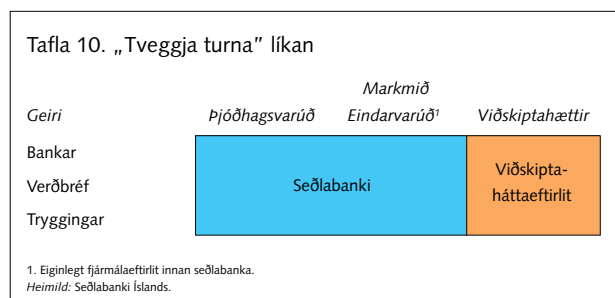
Annað líkan þar sem leitast er við að bregðast við sumum þessum vandamálum um leið og haldið er í ávinning af alhliða fjármálaeftirlits-líkaninu er tveggja turna líkanið (e. *twin peaks model*). Eins og í alhliða fjármálaeftirliti, og andstætt því sem er í dreifðara stofnanaskipulagi, eru aðeins tvær stofnanir, viðskiptaháttaeftirlit og kerfisáhættueftirlit, en síðarnefndi aðilinn er hluti af seðlabanka.

- Varúðareftirlit. Áhersla er á varúðareftirlit, bæði eindar- og þjóðhagsvarúðareftirlit, fyrir fjármálafyrirtæki í öllum geirum, með sérstakri áherslu á þau sem eru kerfislega mikilvæg. Þá hefur stofnunin umsjón með kerfislega mikilvægum greiðslu- og uppgjörskerfum. Þessi verkefni eru falin seðlabankanum.
- Viðskiptaháttaeftirlit. Þessi stofnun sér um viðskiptaháttaeftirlit fyrir alla geira fjármálaþjónustu (banka-, tryggingar- og verðbréfaþjónustu), bæði heildsölu og endursölu og er megináhersla á neytendavarnir.

Lykilatriði í tveggja turna líkani er varúðarhlutverk seðlabankans. Mörg lönd eru með þetta líkan en viðskiptaháttaeftirlit er stundum í nokkrum stofnunum. Samstarfssamningur er mikilvægur til að skerpa á hlutverkum og ábyrgðarsviðum til að fá sem mest út úr samstarfi varðandi skörun markmiða, eins og þegar viðskiptahættir fyrirtækja í ákveðnum geirum hafa áhrif á kerfisáhættu.

Ávinningurinn af þessu líkani endurspeglast í hugsanlegum ókostum alhliða fjármálaeftirlits eins og rakið er hér að framan. Til að byrja með hefur hvor stofnun eitt markið, sem er

annars vegar að draga úr kerfisáhættu og hins vegar neytendavarnir. Þetta dregur úr hættunni á að markmiðin stangist á innan einnar stofnunar. Í öðru lagi fellur tveggja turna líkanið betur að því að fjármálastöðugleikastefna (eða þjóðhagsvarúðarstefna) og peningastefna séu samnytt til að draga úr uppsöfnun fjármálalegs ójafnvægis. Í þriðja lagi, að því er varðar eftirlit og við-



brögð við vandræðum kerfislægt mikilvægra fjármálafyrirtækja, er minni þörf fyrir samráð stofnana. Í fjórða lagi er tveggja turna líkanið betur til þess fallið að taka á kerfisáhættu sem myndast í kringum óburðug greiðslu- og uppgjörskerfi. Í fimmta lagi eykur þetta líkan hvata og möguleika seðlabanka að draga úr kerfisáhættu með setningu reglugerða.

Efasemdir um tveggja turna líkan tengjast m.a. því að seðlabankinn færir meira í fang við gerð fjármálareglna. Þá er mögulegur ókostur tveggja turna líkans að þjóðhagsvarúðarreglur fyrir kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki og eftirlit með viðskiptaháttum fyrir fjármálafyrirtæki verða í aðskildum stofnunum. Þar sem viðskiptaháttaeignir miðast við markmið um neytendavarnir, frekar en að draga úr kerfisáhættu, er slík skipting oftast skynsamleg. Hins vegar getur sá aðskilnaður orðið að veikleika þegar þörf er á sérstökum tegundum viðskiptaháttaeigna til að minnka kerfis-



læga áhættu í samræmi við markmið seðlabankans. Undir slíkum kringumstæðum gæti seðlabankinn gert of lítið í tveggja turna líkaninu. Þriðji hugsanlegi veikleikinn er að kerfislægt mikilvæg fyrirtæki á sviði fjármálaþjónustu þurfa að lúta tvenns konar reglum, um varúð og viðskiptahætti, og eiga samskipti við tvær aðskildar stofnanir frekar en eina. Þótt þetta geti verið aukin reglubyrði fyrir fyrirtækin má réttlæta það ef tveggja turna líkanið dregur úr kerfisáhættu samanborið við alhliða fjármálaeftirlit.

### Blandað líkan

Það líkan sem hentar best er líklegt til að vera háð hverju landi fyrir sig og taka tillit til margra þátta. Eitt atriði er stig fjármálaþróunar og vænt þróun fjármálakerfisins. Annað atriði er hlutfallsleg skipting fjármálakerfisins í geira: banka, tryggingar og verðbréf. Tilvist mikilvægra ríkisfyrirtækja eykur á flækjustigið. Þriðja atriðið sem taka þarf tillit til er fjöldi fjármálasamsteypa. Fjórða atriðið lýtur að stærð landsins. Ef fjármálakerfið er samsett af stórum flóknum fjármálafyrirtækjum sem starfa í aðskildum geirum, t.d. eins og í Hollandi þ.s. fyrirtæki sjá um banka- og tryggingarstarfsemi, er skynsamlegt að seðlabankinn sjái um varúðareftirlit með fyrirtækjum í þeim geirum. Þar sem markmiðið er að nýta hagkvæmni stærðar og umfangs er talið óskynsamlegt að hafa sérstakt varúðareftirlit utan seðlabankans.

*Þrjár stofnanir:* Ein útgáfa af blönduðu líkani með þrjár stofnanir, þ.e. seðlabanka (þjóðhagsvarúð, ásamt eftirliti með kerfislægt mikilvægum bönkum), bankaeftirlit (eindarvarúð,

Tafla 11. Blandað líkan - 3 stofnanir (A)

Geiri	Markmið		
	Þjóðhagsvarúð	Eindarvarúð	Viðskiptahættir
Bankar	Seðlabanki	Fjármálaeftirlit	
Tryggingar		Verðbréfaeftirlit	
Verðbréf			

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ásamt eftirliti með öðrum bönkum og tryggingarfyrirtækjum) auk verðbréfaeftirlits (Tafla 11).

Þar sem fjármálakerfið samanstendur af fjölda hlutfallslega lítilla banka, til viðbótar við stór skuldsett fjármálafyrirtæki sem geta haft kerfisleg áhrif, eins og í Bandaríkjunum, Þýskalandi og Japan, getur verið að

það sé ekki eins hagkvæmt að seðlabankinn taki að sér hlutverk eindarvarúðareftirlits fyrir bankakerfið í heild. Í þeirri stöðu getur verið skynsamlegra að hafa aðra stofnun sem sinnir eindarvarúðareftirliti með hinum mikla fjölda banka í jaðrinum sem, vegna lítilla kerfisáhrifa, réttlæta ekki eftirlit af hálfu seðlabankans. Slíkt fyrirkomulag gerir seðlabankanum jafnframt kleift að nota krafta sína til að einblína á kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki, í samræmi við markmið hans að varðveita fjármálastöðugleika í heild. Þó ber að geta þess að þau rök hafa verið sett fram um mikilvægi þess að seðlabanki fylgist með öllum bönkum vegna þess að erfiðleikar hjá mörgum minni bönkum í senn geta einnig haft áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Þá eru upplýsingar um starfsemi í bankakerfinu í heild mikilvægar fyrir seðlabanka við að sinna því hlutverki að fylgjast með lausafé í bankakerfinu í heild og móta og framfylgja virkri peningastefnu.

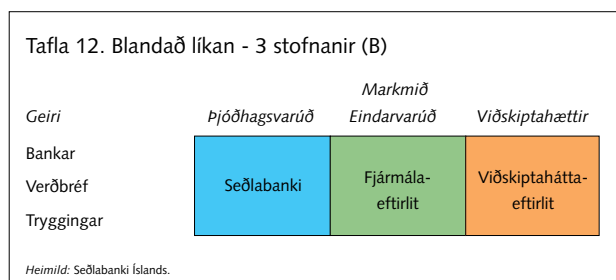
Seðlabanki getur einnig séð um það hlutverk einn að hanna reglur fyrir bankakerfið í heild til að tryggja að dregið sé úr kerfisáhættu. Einn ókostur tengdur því að seðlabanki taki þátt í eftirliti með kerfislægt mikilvægum fjármálafyrirtækjum er að álykta þarf um kerfislægt mikilvægi fyrirtækjanna. Opinber þekking á því hvaða fyrirtæki eru kerfislægt mikilvæg og hver ekki skapar ákveðið vandamál fyrir stjórnvöld sem vilja viðhalda ákveðnu óræði þegar kemur að því hvaða aðgerða verður gripið til og gagnvart hverjum ef kemur til áfalla í fjármálakerfinu. Hins vegar, ef aðilar á fjármálamarkaði búast við opinberum stuðningi fyrir stærstu fyrirtækin, getur það dregið



úr markaðsaga og skapað freistnivanda. Slíkar væntingar voru víða staðfestar með aðgerðum stjórnvalda í kreppunni.<sup>56</sup>

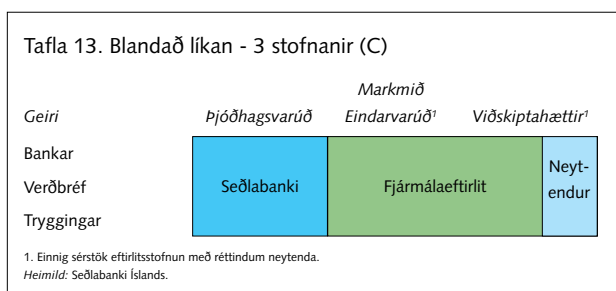
Gegnsæi varðandi mat stjórnvalda á möguleikanum á kerfisáhættu getur einnig valdið minni áhyggjum í eftirlitskerfi þar sem ávinningur fjármálafyrirtækis sem metið er vera kerfislægt mikilvægt er minnkaður með aðhaldssamari varúðarviðmiðum, eins og tekin hafa verið upp gagnvart UBS og Credit Suisse í Sviss. Nánara eftirlit með slíkum stofnunum og sérstök viðbragðsáætlun geta frekar dregið úr freistnivanda.

Ein leið til að framkvæma slíkt blandað líkan væri að láta seðlabankann sjá einan um eftirlit með kerfislægt mikilvægum fjármálafyrirtækjum. Önnur leið til að vinna á grundvelli slíks líkans væri að hafa tvenn augu, með seðlabankann í leiðandi hlutverki í eftirliti með fjármálafyrirtækjum sem metin eru vera kerfislega mikilvæg, og aðskilda eftirlitsstofnun sem héldi í hlutverkið að vera eftirlitsaðili allra annarra fjármálafyrirtækja. Í báðum tilfellum gæti verið nýtleigt að veita seðlabankanum völd til að skilgreina kerfislægt mikilvægi fjármálafyrirtækja, rétt eins og seðlabankar skilgreina kerfislega mikilvæg greiðslu- og uppgjörskerfi. Slíkt gerir það mögulegt að framkvæma kraftmikla og sveigjanlega nálgun þar sem seðlabankar geta aukið eða dregið saman áherslu á fjármálafyrirtæki í takt við breytingar á fjármálaafurðum þeirra og kerfislæga áhættu því tengt.



Annað blandað líkan, einnig með þremur stofnunum, með seðlabanka (þjóðhagsvarúð), fjármálaeftirliti (eindarvarúð) og stofnun á sviði viðskiptahátta er í Ástralíu (Tafla 12). Í þessu líkani er varúðareftirlit aðskilið frá neytendavörnum og báðar stofnanirnar utan seðlabankans. Samanborið við alhliða fjármálaeftirlit er

líklegt að sér varúðareftirlit skerpi sýn á varúðarstefnunna. Eftir fjármálaáfallið hafa Bretar ákveðið að færa sig frá alhliða fjármálaeftirliti og í tveggja turna líkanið. Það er þó nokkuð líkt þessu skipulagi að því leyti að skil á milli seðlabankans (sem sér um þjóðhagsvarúð) og fjármálaeftirlits (sem sér um eindarvarúð) eru formlegri. Þá er sérstök stofnun sem sér um viðskiptaháttaeftirlit fyrir alla geira. Í Bretlandi þar sem seðlabankinn mun hafa yfirumsjón með störfum hins eiginlega fjármálaeftirlits í tveggja turna líkaninu, er áherslan á að tryggja mikil og góð samskipti varðandi framkvæmd þessara aðskildu en tengdu verkefna.



Í ríkjum þar sem stjórnvöld hafa valið að hafa alhliða fjármálaeftirlit, er hægt að aðskilja neytendavarnir frá öðru viðskiptaháttaeftirliti og setja það í sérstaka stofnun (Tafla 13).

Í blönduðu eftirlitsumhverfi þarf að skilgreina vandlega markmið og hlutverk hvarrar stofnunar og leggja sérstaka

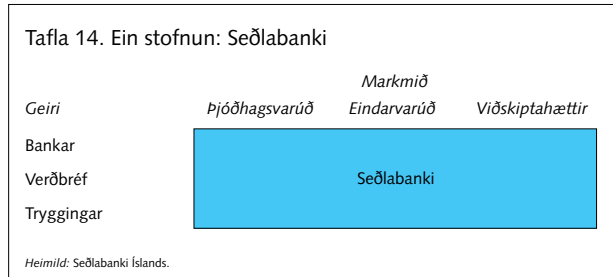
áherslu á að efla samstarf á milli seðlabankans og stofnunarinnar sem sér um eindarvarúðareftirlit til að draga úr hugsanlegum núningi sem getur hamlað samstarfi og samskiptum þeirra. Til að styrkja samstarfið við að draga úr kerfisáhættu þarf líklega sérstakt átak, til að skilgreina markmið samvinnunnar og til að setja samstarfið í ákveðinn farveg sem er jafnframt skilvirkur að því er

56. Undantekning frá þessu er líklega fall fjárfestingabankans Lehman Brothers 15. September 2008. Það að bandarísk stjórnvöld komu ekki í veg fyrir það virtist koma fjárfestum í opna skjöldu og frusu alþjóðlegir lánamarkaðir gersamlega í kjölfarið. Líklega voru markaðsaðilar viðbúnari falli íslensku bankanna ef marka má ofurhútt skuldatryggingarálag í skuldabréf þeirra frá árslokum 2007.

áhrif seðlabankans varðar í útfærslu þjóðhagsvarúðareftirlits sem og í eindarvarúðareftirliti við að takmarka áhættu kerfislegt mikilvægra fjármálafyrirtækja.

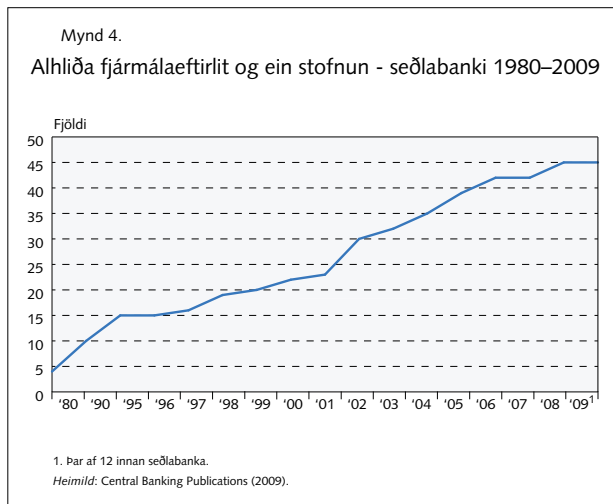
### Ein stofnun: Seðlabanki

Enn annað líkan er að vera með eina samhæfða eftirlitsstofnun í seðlabanka sem ber ábyrgð á öllum geirum fjármálakerfisins (Tafla 14). Slíkt fyrirkomulag gengur mun lengra en eitt alhæft fjármála-



eftirlit eða tveggja turna líkan. Skipulag fjármálamarkaða og stærð hagkerfisins móta svigrúmið til að skapa skilvirka framkvæmdatengingu á milli seðlabanka og aðskilinna eftirlitsstofnana. Mörg ríki byrja með bankagrundvallað fjármálakerfi, þar sem útlánaáhætta er á reikningum fyrirtækja sem miðla fjármálaþjónustu. Hins

vegar eykst vægi skulda- og hlutabréfamarkaða þegar þróunin er í átt að markaðsgrundvölluðu fjármálakerfi og er bandaríska fjármálakerfið dæmi um leiðandi þróun í þá veru. Þar hefur fjármálaeftirlit hins vegar verið byggt á mörgum eftirlitsstofnunum.<sup>57</sup>



Mynd 4 sýnir þróun til aukinnar hag-ræðingar í fjármálaeftirliti undangengna þrjá áratugi. Árið 2009 voru 33 ríki komin með alhliða fjármálaeftirlit. Til viðbótar eru talin ríki sem voru með eftirlitsstarfseminna að öllu leyti – þjóðhagsvarúðar-, eindarvarúðar- og viðskiptaháttaeftirlit -- innan seðlabankans. Árið 2009 voru tólf ríki með það fyrirkomulag.<sup>58</sup> Um er að ræða smærri ríki með takmörkuð fjárráð þar sem áhersla er lögð á að samnýta mannauðinn sem best. Gott er að hafa hugfast að seðlabanki sem ein eftirlitsstofnun er frábrugðin alhliða fjármálaeftirliti og tveggja

turna líkani að því leiti að seðlabankinn gegnir þar mun veigameira hlutverki í fjármálaeftirliti, sérstaklega á sviði viðskiptaháttaeftirlits. Þó eru ýmis álitamál í tengslum við það fyrirkomulag, aðallega varðandi stærðarhagkvæmni og sérhæfingu.

Ofangreint beinir athyglinni að æskilegri ábyrgð seðlabanka. Sú umræða tengist því hversu miðstýrt eftirlitskerfið á að vera, sérstaklega í stærstu og smæstu ríkjunum. Í Bandaríkjunum, þar sem stór og flókin eignarhaldsfélög hafa þróast sem eru kerfislega mikilvæg, eru rök færð fyrir því að ábyrgð seðlabanka eigi aðeins að ná til slíkra fjármálafyrirtækja en ekki hins mikla fjölda smærri fjármálafyrirtækja sem oftast eru ekki kerfislega mikilvæg.<sup>59</sup> Þar sem stór fjármálafyrirtæki eru kerfislega mikilvæg og seðlabankinn er lánveitandi til þrautavara er eðlilegt að hann beri ábyrgð

57. Tengt dreifðu skipulagi fjármálaeftirlits í Bandaríkjunum var ekki nægilegt eftirlit með viðskiptum með fjármálaafurðir sem einangra útlánaáhættu hjá stórum lántakendum, bæði fyrirtækjum og ríkissjóðum. Stórukin notkun á vöndlum sem innihéldu skiptasamninga fyrir skuldtryggingar eða áhættusöm skuldabréf, einnig þekkt sem verðbréfun (e. securitization), leiddi til uppsöfnunar mikillar kerfisáhættu og að lokum kreppu. Sjá nánari umfjöllun um skipulagsbreytingar á fjármálaeftirliti í Bandaríkjunum á blaðsíðu 76.

58. Frekari sundurgreiningu er að finna í töflu 16 og mynd 6 í kafla 6.

59. Sjá t.d. Blinder (2010) og Feldstein (2010).

Tafla 15. Róf ábyrgðar seðlabanka

(a)	(b)	(c)	(d)
Penninga- stefna 1	Fjármála- stöðugleiki 2	Eftirlit & reglu- setning með stórum fjárm. ft.	3 Eftirlit & reglu- setning með með smærri fjárm. ft.
(Meiri þjóðhagsnálgun)----->(meiri eindarnálgun)			

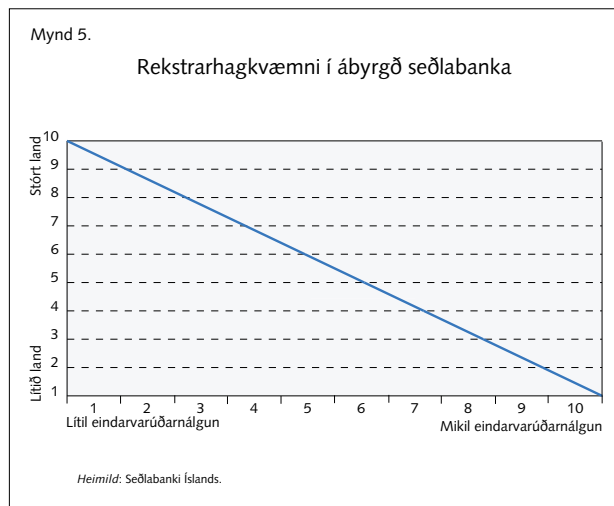
Heimild: Blinder (2010).

á eftirliti með þeim. Í töflu 15 eru fjögur hugsanleg verkefni sem seðlabanki getur sinnt. Ekki er umdeilt að seðlabanki sinni peningastefnu og fjármálastöðugleika. Hins vegar er spurning hvort hann eigi að sinna eiginlegu fjármálaeftirliti, þ.e. eindarvarúð, og þá í hve miklum mæli. Í Bandaríkjunum,

þar sem eftirlitskerfið er mjög flókið, telja margir eðlilegt að seðlabankinn sinni fjármálaeftirliti upp að vissu marki. Taflan sýnir æskilegan skurðpunkt 3 fyrir verkefni seðlabankans þar í landi. Að hafa eftirlit með stærri fjármála fyrirtækjum myndi falla vel að lykilverkefnum seðlabanka, að viðhalda peninga- og fjármálastöðugleika. Eftirlit með smærri bönkum yrði þá á höndum aðskilinnar stofnunar. Að fela seðlabanka í stóru ríki verkefni sem krefst meiri eindarnálgunar skapar byrðar sem eru í ósamræmi við eðlilega þjóðhagsnálgun stofnunarinnar.

Margvíslegar athugasemdir má gera við ofangreinda ályktun. Náin tengsl þurfa að vera á milli aðila sem framkvæma þjóðhagsvarúðareftirlit og eindarvarúðareftirlit. Víðtækt eftirlitshlutverk

seðlabankans í bankakerfinu í heild er talið gagnlegt fyrir hann til að fá upplýsingar um framgang peningastefnunnar sem og kerfislæg vandamál tengd hóphegðun smærri þátttakenda. Þá verður að telja líklegt að rekstrarhagkvæmni fyrir seðlabanka í litlu ríki sé meiri en í stóru að því er ábyrgð á eindarnálgun varðar (Mynd 5).



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Einnig sýnir reynslan að fjárhagslegar nýjungar leiða gjarnan til þess að fjármálamarkaðir þróast hratt en að stofnana-skipulagið fylgi því ekki nægilega vel eftir. Þetta getur átt við um innviði greiðslu- og uppgjörskerfa í mörkuðum í örum vexti

eins og skiptasamningum fyrir skuldatryggingar. Veikleikar hafa einnig komið fram í hvatakerfum í ört vaxandi verðbréfunarmörkuðum.<sup>60</sup> Viðskiptaháttareglur sem spanna breytt svið heildsölu- og endursölu markaða geta oft verið skilvirkar þegar þeim er fylgt eftir með það að sjónarmiði að vernda neytendur og fjárfesta. Hins vegar þegar markaðir þróast hratt geta reglur og viðskiptalíkon haft áhrif á kerfisáhættu. Í slíkum tilfellum þarf reglugerðaraðili á sviði kerfisáhættu að geta unnið náið með þeim aðila sem ber ábyrgð á að reglum um viðskiptahætti sé fylgt. Þegar viðskiptaumhverfið er í örri þróun geta samskipti á milli stofnana verið mikilvæg til að auka samhæfingu í eftirliti með hinu nýja viðskiptaumhverfi. Á krepputíma getur slíkt fyrirkomulag verið gagnlegt, þegar þörf getur verið á samhæfðum viðbrögðum allra stofnana til að ná utan um vandann. Slík atriði þarf að taka með inn í myndina þegar upphaflegt skipulag er alhliða fjármálaeftirlit og þar sem viðskiptaháttareftirlit er utan seðlabanka og greiðslukerfishlutverki hans.<sup>61</sup>

Að koma upp virkum tengingum, t.d. með samstarfssamningi á milli seðlabankans og viðskiptaháttastofnunar er ein leið til að takast á við slík álitamál. Önnur leið er að fela seðlabanka fulla ábyrgð á sviði fjármálaeftirlits, bæði á sviði varúðareftirlits og neytendavarna. Hvort það er

60. Sjá t.d. Mishkin (2008).

61. Til samanburðar er viðskiptaháttareftirlit utan seðlabankans og varúðareftirlits hans í tveggja turna líkani.

raunhæft eða ekki fer eftir stærð fjármálamarkaðarins og væntum þróunarhraða. Í stærri löndum með þróað fjármálakerfi getur verkefnaálag viðskiptaháttastofnunar yfir bæði heildsölu- og endursölumarkaði orðið það mikið að ógerlegt er að samhæfa starfsemina við seðlabankann. Þar sem fjármálakerfið er hlutfallslega lítið en gæti þróast hratt er hægt að rökstyðja þessa leið, eins og nýmarkaðsríkjum á borð við Singapore og Tékkland.

## 6. Skipulag fjármálaeftirlits í heiminum

*Í þessum kafla er farið yfir þær breytingar sem verið er að gera í fjármálaeftirliti í löndum sem við getum dregið lærdóm af. Fjallað er um skipulagsbreytingar hjá ESB og í einstökum ríkjum. Að lokum er fjallað um núverandi fyrirkomulag á Íslandi.*

### Niðurstöður í mótun

Í umræðu um skipulags- og lagbreytingar komu fram ýmsar hugmyndir um róttækar skipulagsbreytingar, annaðhvort með auknum takmörkunum á starfsemi fjármálafyrirtækja eða með breytingum á skipulagi og framkvæmd fjármálaeftirlits. Þar sem helstu vandamálin sem leysa þarf tengjast vanmati fjármálafyrirtækja og eftirlitsaðila á kerfisáhættu, sem tengist tímamismæmi á milli útlána fjármálafyrirtækja og fjármögnun þeirra og uppbyggingu kerfisáhættu yfir tíma, hefur verið lögð sérstök áhersla á að taka á þeim atriðum. Þannig er verið að innleiða breytingar á stofnanaskipulagi til að skapa viðeigandi umgjörð fyrir fjármálaeftirlit sem leggur sérstaka áherslu á stöðugleikamarkmiðið eða þjóðhagsvarúð og útbúa skýrara verklag um ábyrgð, eftirlit og inn-grip að því er það markmið varðar. Vaxandi samþætting fjármálamarkaða með aukinni starfsemi fjármálafyrirtækja utan heimalands og flæði fjármagns á milli landa kallar einnig á aukið alþjóðlegt samstarf og á milli heima- og gístitands eins og kemur fram í ályktunum G-20 landanna og ESB-ríkjanna. Hvað varðar fjármálamarkaðinn í Bandaríkjunum, felur löggjöf um fjármálaeftirlit og -starfsemi í Bandaríkjunum í sér ákveðnar breytingar í þessa veru um leið og gripið hefur verið til löggjafar til að bregðast við því sem úrskaiðis fór víðs vegar í fjármálakerfinu.<sup>62</sup> Í umræðunni komu upp efasemdir um réttmæti þess að leyfa alhliða bankastarfsemi, þ.e. að sami banki sinni bæði fjárfestingar- og viðskiptabankastarfsemi. Í löggjöfinni var horfið frá slíkum breytingum. Í stað þess var áhersla lögð á að takmarka möguleika viðskiptabanka, sérstaklega þeirra sem hlotið hafa ríkisaðstoð, til að taka þátt í spákaupmennsku fyrir eigin reikning, svokölluð 'Volcker-regla'. Í endanlegri útfærslu var sú hugmynd milduð. Bandarískt fjármálakerfi er fjölbreytt og viðamikil og því var í löggjöfinni lögð áhersla á að seðlabankinn hefði aðkomu að kerfislægt mikilvægum stofnunum á öllum sviðum fjármálastarfseminnar og að hann búi ætíð yfir bestu upplýsingum um stöðu mála hverju sinni.<sup>63</sup> Í Evrópu varð svipuð niðurstaða. Löng hefð er fyrir alhliða bankastarfsemi þar og ekki áhugi á að hverfa frá því fyrirkomulagi. Áherslan var lögð á að þróa innviði miðlægs eftirlits með stöðugleika fjármálakerfisins sem og einstakra stofnana til að endurspegla áframhaldandi samþættingu á hinum sameiginlega markaði.

62. Þannig telur Posner (2010) að seðlabankanum og verðbréfaeftirlitinu (e. *Securities and Exchange Commission*) hafi láðst að skilja breytingar í bankastarfsemi, sérstaklega aukna starfsemi fjármálafyrirtækja sem voru háð skammtíma fjármögnun og ótryggðu fjármagni. Einnig urðu bandaríska þjóðin og ríkissjóður of skuldbett sem hamla þvi nú að útlánavöxtur taki við sér á ný. Þá brugðust fjármálaeftirlitið og seðlabankinn með því að bjarga ekki fjárfestingarbankanum Lehman Brothers, en þeir skildu ekki að við fall hans myndi verða áhlaup á bankakerfið sem skapaði alkul á alþjóðlegum lánamörkuðum.

63. Sjá t.d. Blinder (2010).

## Fyrirkomulag fjármálaeftirlits eftir löndum

Eftirfarandi umfjöllun dregur fram lykil atriði í því sambandi. Tafla 16 lýsir bankaeftirliti í einstökum löndum. Ljóst er að seðlabankar gegna mjög víða lykilhlutverki í bankaeftirliti og eru margvísleg rök fyrir því, eins og áður hefur verið nefnt.

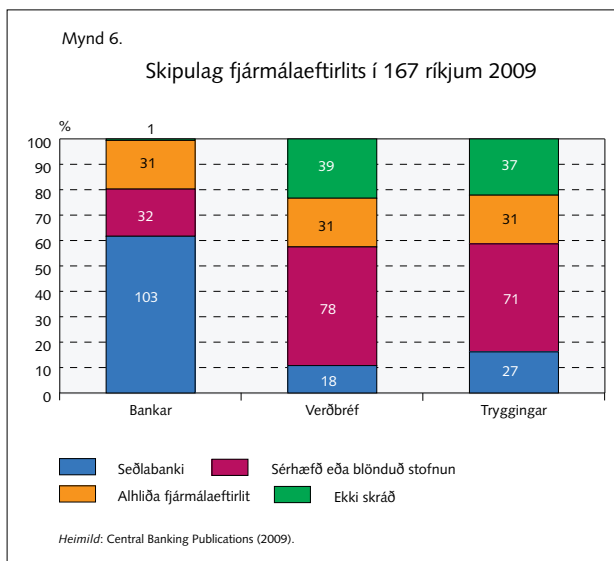
Undanfarin ár hefur færst í vöxt að stofnanaumgjörð fjármálaeftirlits hafi þróast í átt til eins alhliða eftirlitsaðila fyrir bankakerfið, tryggingakerfið og fjármagnsmarkaði. Í fræðum um fjármálaeftirlit hafa mörg rök verið færð fyrir mikilvægi slíks fyrirkomulags og þróunin undanfarna áratugi endurspeglar það, en árið 2009 voru 31 ríki búin að tileinka sér það fyrirkomulag.

Gild rök hafa einnig verið færð fyrir því að seðlabankar sjái um bankaeftirlit. Meðal þeirra landa sem hafa valið að halda fjármálaeftirliti aðskildu frá seðlabanka eru mörg sem velja að seðlabankinn fari sérstaklega með bankaeftirlit, og má nefna Bandaríkin, Frakkland, Portúgal, Spán og Tæland í því sambandi. Holland og Þýskaland eru lönd með blandað kerfi sameinaðs eftirlits með sérstakt hlutverk fyrir seðlabankann.

<i>Alhliða fjármálaeftirlit (31)</i>	Tyrkland	Brasíla	Marokkó
Austurríki	Venezuela	Burundi	Máritanía
Belgía	<i>Sérhæft banka- og váttryggingar- eftirlit (11)</i>	Búlgaría	Mongólía
Bresku Jómfrúareyjar	Anguilla	Cayman-eyjar	Mósambík
Bretland	Ástralía	Djibouti	Namibía
Brunei	Ekvador	Egyptaland	Nepal
Cook-eyjar	El Salvador	Eritrea	Nigería
Danmörk E	Kanada	Eþíópía	Óman
istland	Monteserrat	Fíji	Pakistan
Finnland	Nevis	Filippseyjar	Papúa-Nýja-Gínea
Gíbraltar	Perú	Gambía	Paragvæ
Guernsey	Samóa	Georgía	Portúgal
Honduras	St. Vincent	Ghana	Quatar
Ísland	Tímor	Grikkland	Rúmenía
Japan	<i>Sérhæft banka- og verðbréfa- eftirlit (5)</i>	Grænhöfðaeyjar	Samein. furstadæmið
Jersey	Andorra	Guyana	San Marínó
Kazakhstan	Eyján Mön	Haití	Saudi Arabía
Kólombía	Lúxemborg	Holl. Antilleeyjar	Serbía
Kórea	Mexíkó	Holland	Seychelleseyjar
Lettland	Púertó Ríkó	Hong Kong	Singapor
Liechtenstein	<i>Seðlabanki og sérhæft bankaeftirlit (2)</i>	Hvíta-Rússland	Sierra Leóne
Malta	Frakkland	Hvítfjallaland	Slóvakía
Noregur	<i>Seðlabanki (104)</i>	Indland	Slóvenía
Níkaragúa	Afghanistan	Indónesía	Spánn
Pólland	Albanía	Írak	Srí Lanka
St. Kitts	Algería	Íran	Suður Afríka
St. Lúsía	Angóla	Írland	Súrinam
Sviss	Antígua	Ísrael	Sýrland
Svíþjóð	Argentína	Ítalía	Tajíkistan
Tævan	Armenía	Jamaica	Tanzanía
Ungverjaland	Arúba	Jórdan	Tékkland
Þýskaland	Azerbaijan	Kambódía	Tonga
<i>Sérhæft bankaeftirlit (13)</i>	Bahamaeyjar	Kenýa	Trinidad og Tobago
Bosnía og Herzeg.	Bahrain	Kósóvó	Turkmenistan
Bólívía	Bangladesh	Króatía	Túnís
Chile	Belize	Kúvæt	Tæland
Costa Rica Dóminíska Lýðv.	Bermuda	Kyrgiz. Lýðveldið	Uzbekistan
Gvatemala	Bhutan	Kýpur	Úganda
Kína	Botswana	Litháen	Úkraína
Madagascar		Macau	Úrugvæ
Nýja-Sjáláland		Makedónía	Vanuatu
Panama		Malasía	Vietnam
Rússland		Malavía	Zambía
		Maldíveeyjar	Zimbabve

Heimild: Central Banking Publications (2009).





Mynd 6 sýnir skipulag fjármálaeftirlits eftir geirum. Ljóst er að það heyrir til undantekninga að seðlabankar gegni hlutverki eftirlitsaðila í verðbréfa- og tryggingarstarfsemi. Þó má gera ráð fyrir því að ákveðin rök fyrir því geti komið fram þegar miðað er við aðstæður í hverju landi fyrir sig, eins og Goodhart og Schoenmaker leggja ríka áherslu á að sé gert. Einnig er breyting úr alhliða fjármálaeftirliti yfir í tveggja turna líkan í þó nokkrum löndum tekið að breyta þeirri mynd.

Í kjölfar fjármálaáfallsins árin 2007-2008 eru sífellt fleiri sem hafa bæst í hóp þeirra sem telja að seðlabankinn eigi að

fara með stærra hlutverk á sviði fjármálaeftirlits og stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Miklu skiptir að reglur um fjármálastarfsemi og eftirlit séu í góðu samræmi við fjármálakerfið sem fyrir er. Seðlabankar í Evrópu þurfa að búa yfir faglegri þekkingu á sviði fjármálaeftirlits sem er í samræmi við evrópskar reglur þar að lútandi.<sup>64</sup> Þá mega einstakir bankar ekki verða ógn við stöðugleika fjármálakerfisins. Við slíkar aðstæður getur verið réttmætt að seðlabanki gegni mun víðtækara hlutverki á sviði fjármálaeftirlits.

Fjármálaáfallið leiddi einnig í ljós að mikil vanhöld eru á eftirliti með bankastarfsemi á milli landa, sérstaklega á Evrópska efnahagssvæðinu (EES).<sup>65</sup> Með tilkomu Myntbandalagsins var nokkrum þegar ljóst, þ.á. m. Lannoo (1999), að þörf væri fyrir aukið samstarf um fjármálaeftirlit á hinum sameiginlega markaði. Reynslan sýnir að reglugerðir, stofnanir og eftirlit réðu ekki við þróunina á markaðinum. Lannoo benti sérstaklega á þann galla að á meðan samþætting alþjóðlegra fjármálamarkaða í tengslum við Myntbandalagið væri að aukast héldist reglugerðar og eftirlitshlutverkið áfram að miklu leyti hjá heimaríkinu og að alþjóðlegt samstarf um slík mál væri of takmarkað.

Umræða um breytingar á skipulagi fjármálaeftirlits hefur verið mest áberandi á alþjóðlegum samráðsvettvangi og í alþjóðastofnunum. Hér á eftir er fjallað um nýlegar ákvarðanir í því sambandi, einnig í ríkjum sem hafa skírskotun til aðstæðna hér á landi.

*Fjármálastöðugleikanefnd G-20 landanna.* Í febrúar 1999 stofnuðu fjármálaráðherrar og seðlabankastjórar G-7 landanna fjármálastöðugleikasamráðið (e. *Financial Stability Forum*, FSF) til að skapa umræðugrundvöll fyrir stjórnvöld landanna á sviði fjármálastöðugleika á alþjóðlega mikilvægum mörkuðum, í alþjóðlegum fjármálafyrirtækjum, geiraskiptum alþjóðlegum samtökum stjórnvalda og eftirlitsaðila og nefndum sérfræðinga seðlabanka. Hlutverk FSF var að styðja við alþjóðlegan fjármálastöðugleika með bættum upplýsingaskiptum og alþjóðlegri samvinnu um stjórn og eftirlit með fjármálamörkuðum.<sup>66</sup> Þegar fjármálakreppan ágerðist árið 2008 var samráð G-20 landanna aukið og í apríl 2009 var Ráðgjafanefnd um fjármálastöðugleika (e. *Financial Stability Board*, FSB) stofnuð, sem er ígildi stjórnvaldsaðila og í raun stækkuð útgáfa af FSF. Markmið FSB

64. Sjá Albuiescu (2008).

65. Sjá t.d. Már Guðmundsson og Þorsteinn Þorgeirsson (2010).

66. Framkvæmdastjórn FSF er með aðsetur í Alþjóðagreiðslubankanum í Basel, Sviss.

er að styðja við alþjóðlegan fjármálastöðugleika með bættum upplýsingaskiptum og alþjóðlegri samvinnu. Nefndin hefur það markmið að greina vandamál í fjármálakerfinu og stýra viðbrögðum við þeim. Hinu nýja stjórnvaldi, FSB, er ætlað að fylgjast með hugsanlegri áhættu í fjármálakerfinu, sérstaklega tengdri stærstu fyrirtækjunum, og mun framkvæma tímanlegar viðbúnaðaræfingar og reglubundna endurskoðun til að greina möguleg vandræði. FSB mun einnig hafa samstarf við AGS, sem fylgist með fjárhagslegri heilbrigði aðildarlanda sinna og lánar fjármagn ef þörf krefur. FSB mun tilkynna hugsanlegar ógnir við stöðugleika alþjóðlega fjármálakerfisins til fjármálaráðherra og seðlabankastjóra G-20 landanna, en einnig til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. FSB mun fylgjast með kerfislegt mikilvægum fjármálafyrirtækjum, afurðum og mörkuðum. Í fyrsta sinn mun slíkt eftirlit ná til vogunarsjóða (e. *hedge funds*), sem munu þurfa að birta upplýsingar um stefnu, skuldir og áhættustig. FSB mun stofna eftirlitshóp sem fylgist með fjármálum og skipulagi stærstu alþjóðlegu fjármálafyrirtækjanna, m.a. stefnu um varúðarfjármögnun (e. *contingency plan*). Hópurinn verður jafnframt upplýsingaveita fyrir aðildarríkin. Fjármálafyrirtæki verða hvött til að byggja upp eigið fé sem nýta má ef stofnun fellur. Fyrirtækin verða einnig hvött til að vera með fjármögnunaráætlanir sem grípa má til ef truflun verður á markaði, þ.á m. digra sjóði í erlendum gjaldmiðlum ef þörf krefur. Til að fyrirbyggja nýja útlána- og skuldabólu mun hópurinn mæla með því að fjármálafyrirtæki leggi til hliðar fjármagn til að geta mætt tapi og að gripið verði til takmarkana á útlánavexti ef þörf krefur. Þá verði takmörk sett á afleiðuvíðskipti til að bregðast við óhóflegri spákaupmennsku. Slíka fjárfestingu, sem miðast við undirliggjandi eignir eins og skuldabréf eða lán, mun þurfa að fá samþykktu hjá miðlægum markaðsaðila (e. *clearing house*).

### Evrópusambandið

Reglusetning fjármálakerfis ríkja Evrópusambandsins hefur tekið miklum breytingum frá byrjun níunda áratugar síðustu aldar. Sameinuðum markaði Evrópu fyrir banka-, verðbréfa- og tryggingarþjónustu var komið á laggirnar án teljandi samræmingar í stofnanabyggingu aðildarríkjanna. Í lok tíunda áratugarins var orðið ljóst að með tilkomu Myntbandalagsins væri markaðurinn ekki nægilega vel í stakk búinn til að takast á við svo viðamikið skref í samrunaferlinu. Aðgerðaáætlun fyrir fjármálaþjónustu (e. *Financial Services Action Plan*) var því innleidd árið 1999 á grundvelli 42 tilskipana til að skapa raunverulega samræmdan markað.<sup>67</sup> Áætlunin, sem er langt komin, byggist á fjórum höfuðmarkmiðum um að *i)* þróa sameiginlegan heildsölumarkað fjármálaþjónustu; *ii)* skapa opinn og öruggan lausasölumarkað; *iii)* tryggja fjármálastöðugleika með bestu varúðarreglum og –eftirliti; og *iv)* skapa rýmri aðstæður fyrir fullkominn sameiginlegan fjármálamarkað.<sup>68</sup> Til viðbótar var nefnd skipuð undir forystu Alexander Lamfalussy sem hafði það hlutverk að koma með tillögur um hvernig best væri að aðlaga regluverkið þróun markaðarins. Samhliða því hefur endurhönnun á skipulagi fjármálaeftirlits haldið áfram. Fjármálaeftirlit í aðildarríkjum Evrópusambandsins hafa verið hönnuð á hefðbundinn hátt en eftir ólíkum leiðum sem endurspeglar ólíka þróun og uppsetningu fjármálamarkaða þeirra. Þó hefur undanfarin ár verið greinileg þróun í átt til aukinnar samræmingar á milli þeirra. Þannig höfðu skipulagsbreytingar í Bretlandi árið 1997, þegar alhliða fjármálaeftirlit, Financial Services Authority (FSA), var sett á laggirnar, áhrif á þróunina í mörgum öðrum löndum, sem fylgdu því fordæmi. Nú eru Bretar aftur að gera stórtækar breytingar á skipulaginu hjá sér um leið og Evrópusambandið tekur einnig stór skref fram á við sem hafa áhrif á þróunina í aðildarríkjunum, en umræðan hefur þróast hratt á undanförunum árum og hjálplegt að fara yfir hana.

67. Sjá Lannoo (2002).

68. Sjá Malcolm, Tilden og Wilson (2009).

*Evrar, hinn sameiginlegi markaður og hlutverk Evrópska seðlabankans.* Tilkoma evrunnar árið 1999 framkallaði umræðu um það hvort eftirlitsumgjörð með fjármálafyrirtækjum væri nægileg.<sup>69</sup> Þrjúmeigin atriði voru nefnd í því sambandi:

1. Samþætting fjármálamarkaða í tengslum við Myntbandalagið skapar álag á eftirlitshlutverk heimalands og í tengslum við takmarkaða samþættingu og samstarf um eftirlit á hinum sameiginlega markaði.
2. Leit eftir stærðarhagkvæmni og samruna í fjármálageiranum á hinum sameiginlega markaði, en Myntbandalagið á þar stóra sök á máli, vekur upp spurninguna um það hvort *stofnanaumgjörð fyrir eftirlit* með fjármálafyrirtækjum sé í samræmi við þær aðstæður.
3. Tilfærsla peningastjórnar aðildarlandanna til *Evrópska seðlabankans* vekur upp spurningar um hvaða *hlutverk* sú stofnun á að hafa á sviði *varúðar og fjármálastöðugleika* á hinum sameiginlega markaði sem að stórum hluta er í höndum aðildarlanda.

Við aldamótin var bankastarfsemi enn að verulegu leyti í heimalandi hvers ríkis fyrir sig og áhersla á eftirlitshlutverk heimaríkis að mestu leyti skiljanleg. Þá hafði Evrópski seðlabankinn (ECB) ekki hlutverk í hefðbundnu fjármálaeftirliti en einskorðaði sig við það hlutverk að fara með peningastefnu á evru svæðinu. ECB fékk sjálfstæði til að tryggja verðstöðugleika en stjórnvöld aðildarríkjanna áttu að sjá um fjármálastöðugleika og varúðarstefnuna að öðru leyti. ECB gegndi aðeins ráðgefandi hlutverki við að samræma eftirlit með bönkum. Um leið átti hann að veita stuðning við að tryggja stöðugt peningaflæði í greiðslukerfi á evrusvæðinu. Til samanburðar fóru seðlabankar þjóðríkjanna oftast með þau hlutverk sem miðast við að viðhalda verð- og fjármálastöðugleika. Komnar voru fram spurningar um það hvort eftirlit með fjármálafyrirtækjum annars vegar og fjármálamarkaðinum á hinum sameiginlega markaði með evruna hins vegar krefðist miðlægs eftirlitsaðila, sérstaklega fyrir banka. Dreigið var í efa að evrópskir bandar og fjármálafyrirtæki myndu halda áfram að hafa skýrt afmarkaðan heimamarkað og í því tilfelli var spurning hver myndi vera lánveitandi til þrautavara fyrir sannanlega evrópskt fjármálafyrirtæki. Lítið var aðhafst til að koma til móts við þessar áhyggjur og voru ofangreindar takmarkanir á skipulagi fjármálaeftirlits á hinum sameiginlega markaði, sem náði til aðildarríkja EES-svæðisins, enn til staðar þegar íslenska bankakerfið féll árið 2008. Ofangreint fyrirkomulag reyndist því síður en svo nægilega traustur grundvöllur fyrir fjármálaviðskipti og starfsemi fjármálafyrirtækja yfir landamæri á hinum sameiginlega markaði.

Miklar vonir voru bundnar við að Myntbandalagið myndi leiða til mikilla framfara er varða samhæfingu fjármálamarkaða Evrópu. Framan af eftir að sameiginlegur markaður Evrópu þróaðist frá Maastricht-samkomulaginu árið 1993 héldust fjármálamarkaðir nokkuð einangraðir. Ólíkir gjaldmiðlar skýldu heimamörkuðum fyrir samkeppni. Fyrir upptöku evrunnar voru fjárfestar með áberandi hneigð til að fjárfesta aðallega á heimamarkaði og voru ekki mjög virkir alþjóðlega. Á fyrsta áratug hins sameiginlega markaðar fyrir fjármálaafurðir bentu kannanir um viðskipti með banka- og tryggingarþjónustu yfir landamæri til að lítil samræming hefði átt sér stað í verðlagningu fjármálaþjónustu í aðildarríkjunum. Jafnframt voru opinberar skuldir aðallega boðnar fram á heimamarkaði. Framan af voru bankaviðskipti yfir landamæri mjög takmörkuð. Árið 1996 var þorri lána banka yfir landamæri í helstu ESB-ríkjunum til annarra banka.<sup>70</sup> Þessi heimahneigð var staðfest í efnahagsreikningum evrópskra banka með metnað til að taka þátt á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Á þeim tíma var meira en helmingur tekna og hagnaðar fengin á heimamarkaði en hlutdeild á hinum sameiginlega markaði Evrópu var enn takmörkuð. ESB-regluverkið, sem er

69. Lannoo (1999).

70. Sjá t.d. White 1998.

hneigt að heimastjórn, hefur því verið mótað við aðstæður takmarkaðra viðskipta yfir landamæri í Evrópu. Eftirlitsaðilar heima fyrir hafa með höndum eftirlit með fjármálafyrirtækjum í ESB. Fyrir upptöku evru var heimalandið jafnframt við stjórnvölinn þegar kom að björgunaraðgerðum heima-banka, hvort heldur sem var lausafjárstuðningur seðlabanka, með stuðningi frá öðrum viðskipta-bönkum eða, ef nauðsyn bar til, frá ríkissjóði. Ef um það síðastnefnda var að ræða, þurfti jafnframt að framkvæma slíkt í samræmi við reglur ESB um ríkisstyrki. Takmarkað umboð ESB var í samræmi við þessa umgjörð á hinum sameiginlega markaði og í samræmi við leitnina að draga úr eftirlits-hlutverki seðlabanka og færa sig inn á alhliða fjármálaeftirlitslíkanið. Álitid var að þátttaka Evrópska seðlabankans í bankaeftirliti gæti þvingað hann til að aðstoða banka í vandræðum, en það gæti verið erfitt að samræma hlutverki hans að tryggja verðstöðugleika og gæti einnig takmarkað sjálfstæði hans. Miðlæga verkþætti, aðra en að framkvæma sameiginlega peningastefnu, hefði einnig verið erfitt að gera að raunveruleika, þar sem slíkt hefði gengið þvert á dreifræðisregluna (e. *subsidiarity principle*). Bankaeftirlit var því auðveldara að framkvæma heima fyrir þar sem gott aðgengi var að sérfræðipækkingu á heimamarkaðinum og vegna hins takmarkaða samruna fjármálamarkaða í Evrópu.

Í ljós hefur komið að margvíslegir gallar voru á þessari umgjörð eftir að Myntbandalagið varð að raunveruleika. Myntbandalagið gerbylti fjármálakerfi Evrópu. Evran er nú heimamynt 17 ríkja með um 330 milljón borgara. Þrátt fyrir margvíslega erfiðleika í kjölfar kreppunnar eru mörg önnur ESB-ríki í biðröðinni að bætast í þeirra hóp. Samkeppni hefur aukist, álagning lækkað og leitni orðið til aukinnar stærðar banka og fjármálafyrirtækja til að þau haldist samkeppnishæf. Undanfarin ár hefur ferli endurskipulagningar og hagræðingar náð yfir landamæri og geiramörk, þannig að eignarhald á milli landa hefur aukist. Þegar allar opinberar skuldir voru skráðar í evrum urðu gjaldmiðlaákvæði tryggingarsamninga merkingarlaus. Fjárfesting í skuldabréfum tók til skulda fleiri ríkja sem var talið gera fjármálafyrirtæki öruggari (e. *prudentially sound*). Þá var hagnaður hlutabréfa-fjárfestingar metinn með vísitölu evruhlutabréfa sem ýtti undir frekari markaðssambættingu. Með aukinni samkeppni í Myntbandalaginu kom veikleiki evrópskra banka, sem felst í takmörkuðum varúðarsjóðum þeirra, betur í ljós. Samrunar og yfirtökur sem sköpuðu stórar einingar juku á “of stór til að falla“-vandann. Eftir á að hyggja er ljóst að rétt hefði verið að stórauka fjármálaeftirlit þegar Myntbandalagið og hinn sameiginlegi markaður voru orðin að veruleika. Fyrstu viðbrögð við þessari stöðu hefðu átt að vera að auka samstarf milli eftirlitsaðila og seðlabanka í Evrópu, til að byggja upp sterkar samskiptalínur milli eftirlitsstjórnvalda heima fyrir og alþjóðlega varðandi heildarveikleika fjármálasamstæðna og til að framkvæma samræmt eftirlit. Það gerðist hins vegar ekki nema í takmörkuðum mæli. Tekin voru skref um samhæfingu eftirlits, byggð á fjölbjóðlegu samstarfssamkomulagi (e. *Memorandum of Understanding, MOU*), en það var ekki nóg og skapaði hættu á því að missa af ákveðnum atriðum að því er starfsemi alþjóðlegra fjármálafyrirtækja í Evrópu varðar. Auka hefði átt samstarfið enn frekar. Þetta er ekki nýtt sjónarmið því að árið 1998 lagði Evrópska skuggafjármálaeglugerðarnefndin (e. *European Shadow Financial Regulatory Committee, ESFRC*) til að samstarf eftirlitsaðila yrði byggt á skýrri ESB-nálgun um hegðunarviðmið (e. *code of conduct*) varðandi eftirlitsábyrgð til að koma í veg fyrir misskilning, stofnunaríg og óþarfa eftirgjöf af hálfu eftirlitsaðila heima fyrir.

Í vinnu sinni frá lokum tíunda áratugar síðustu aldar hefur áherslan verið á að auka samstarf eftirlitsaðila og að útbúa stofnskrá fyrir eftirlitsstofnanir með frekari lýsingu á ábyrgð og verklagi á samstarfi þeirra.<sup>71</sup> Framkvæmdastjórn ESB hefur tekið þátt í endurskoðun á Basel-fjármagnsreglunum og skoðað mál er varða fjármálasamsteypur. Sérstakt álitamál var að Evrópskir

71. Sjá European Commission (1998).

bankar voru með þrisvar sinnum meiri lán til nýmarkaðsríkja en bandarískir bankar. Slíkt leiddi sjónir að áhættustýringu evrópskra banka og ytri stjórn á útlánastefnu þeirra. Þessa stöðu hefði þurft að skoða í samhengi við Myntbandalagið og hlutverk Evrópska seðlabankans. Evrópska seðlabanknum var falið að sjá um verðstöðugleika en ekki fjármálastöðugleika, ólíkt seðlabönkum flestra annarra ríkja. Fjármálastöðugleiki var því áfram á höndum seðlabanka og fjármálaeftirlita aðildarríkja. Að þessu leyti var hlutverk Evrópska seðlabankans takmarkaðra en fyrirrennara hans Evrópsku peningastofnunarinnar (e. *European Monetary Institute, EMI*). Vera má að þetta skipulag hafi átt að innifela uppbyggilegt óræði (e. *constructive ambiguity*)<sup>72</sup> sem stuðst er við í hönnun öryggisneta í bankakerfinu til að draga úr freistnivanda. Þannig var aðferðum um LPV gagnvart bankakerfinu á markvissan hátt haldið óræðum. Þau rök eru hins vegar ekki lengur gild. Mikið óræði hefur leitt af sér mikla áhættusækni fjármálafyrirtækja og of mikla eftirgjöf stjórnvalda sem þurft hafa að kljást við erfiðleika í bankakerfinu. Slíka stefnu er aðeins hægt að laga með auknu gegnsæi um hvaða stuðning stofnun fái sem lendir í erfiðleikum og við hvaða kringumstæður. Hinu óræða LPV-ferli gæti fylgt skaði, ef aðildarríkin halda áfram að veita heimabönkum aðstoð byggða á eigin áhættumati. Í Myntbandalaginu er líklegt að geta einstakra seðlabanka til að veita lausafjárstuðning til heimastofnana stangist á við hlutverk Evrópska seðlabankans við að stýra lausafjárstöðu á svæðinu í heild. Hvaða aðgerð sem tekin er heima fyrir hefur áhrif á myntsvæðið í heild. Til dæmis, getur ríkisstyrkurur í formi vaxta á endanum verið greiddur af öðrum bönkum á svæðinu og viðskiptavinum þeirra. Það getur einnig, ef um kerfislægan viðburð er að ræða, grafið undan fjármagni viðkomandi seðlabanka. Af þessum sökum og á grundvelli jafnar samkeppnisstöðu þarf að samræma LPV-verklag og ábyrgð á lausafjárstuðningi á milli Evrópska seðlabankans og seðlabanka aðildarlandanna. Til að draga úr freistnivanda þarf að krefjast nægjanlegra veða í LPV-verklagi í samræmi við stofnskrá Evrópska seðlabankakerfisins, skaðabótavaxta og, það sem mestu máli skiptir, að heimild frá heimalandinu liggi fyrir hjá Evrópska seðlabankanum varðandi lausafjárstuðning.

Sú nálgun sem var við lýði á evrusvæðinu þýddi að enginn var leiðandi að því er varðar heildarveikleika evrópska bankakerfisins eða að greina hættumerki. Skortur á slíkum upplýsingum þýddi að á svæðinu í heild var erfiðara en ella að meta umfang lausafjárvalda á hinum evrópska markaði.

ESFRC mælti með því árið 1998 að á evrusvæðinu yrðu samstarfsleiðir um eftirlit með fjármálafyrirtækjum styrktar með evrópskri stofnun sem fylgdist með mörkuðum þar sem eftirlitsvandamál í einu lögsagnarumdæmi getur fljótlega gera vart við sig í öðrum ríkjum. Slík stofnun hefði það markmið að tryggja sameiginleg eftirlits- og gegnsæisviðmið, til að fylgjast með þróuninni

í Evrópu og gera stjórnvöldum einstakra ríkja vart við veikleika sem gæti haft áhrif á kerfið í heild. Lagt var til að stofnunin yrði annaðhvort hluti af Evrópska seðlabanknum eða utan hans. Bent var á að hinn lagalegi grundvöllur væri þegar til staðar og þar með svigrúm fyrir ECB til að auka hlutverk sitt á þessu sviði. Meðfylgjandi tafla lýsir mati á þörfum breytingum á skipulagi eftirlits á myntsvæðinu í heild á þeim tíma.

Tafla 17. Markmið eftirlits og takmarkanir á evrusvæðinu

Markmið eftirlits	Skipulagið 2002	Þarfar breytingar
Þjóðhagsvarúð	Fjármálaeftirlit eða seðlabanki	Skýrt hlutverk fyrir ESCB/EBC <sup>1</sup> . Samevrópsk stofnun fyrir þjóðhagsvarúðareftirlit
Eindarvarúð	Fjármálaeftirlit, samstarfssamkomulag, breytileg viðhorf til bankavandamála, óþarfa eftirgjöf	Styrkja upplýsingaskipti, þörf á marghliða samstarfi og samstarfsverklagi, skapa þarf hlutverk fyrir ECB í LPV ferli
Viðskiptahættir/neytendavörn	Heimaland (þ.s. þjónustan er veitt) fyrir bæði lausasölu og heildsölu	Heimaland fyrir heildsölu

1. Seðlabankakerfi Evrópu og Seðlabanki Evrópu. Heimild: Lannoo (2002).

72. Sjá Schinasi (1998).

Þá var bent á að Evrópski seðlabankinn þyrfti að hafa nægt bolmagn til að geta framkvæmt hratt mat á stöðu ólíkra fjármálamarkaða. Þá var bent á það að fjármálaeftirlit ríkjanna þyrftu að veita Evrópska seðlabankanum reglulegar upplýsingar um veikleika bankakerfisins. Bent var á að vegna skorts á samstarfi í þessa veru ætti að flýta stofnun miðlægrar samevrópskrar eftirlitsstofnunar. Á sviði Evrópska seðlabankans hefur stofnun Evrópska bankaeftirlitsnefndarinnar (e. *EBSC*) verið þarft skref fram á við að því er upplýsingaskipti varðar. Til samanburðar er Framkvæmdastjórn Evrópu (*European Commission*) með Ráðgjafarnefnd um bankamál (e. *Banking Advisory Committee, BAC*) sem hefur verið með mörg lögbundin verkefni, en verkefni EBSC eru meira á sviði fjármálastöðugleika, að fylgjast með stöðugleika fjármálakerfisins í heild, að styðja upplýsingaskipti milli fjármálaeftirlita og að veita tímanlega viðvörðun ef ný þróun á sér stað.

Á sviði trygginga er samhliða nefnd og BAC, Trygginganefndin (e. *Insurance Committee, IC*), sem var stofnuð 1991, sem er hluti af opnari tryggingarmarkaði í Evrópu. Hætt var við tillögur um verðbréfamarkaðarnefnd í ESB, eftir að þingið og ráðherraráðið gátu ekki komið sér saman um grundvallaratriði, þ.e. um valdsvið nefndarinnar. Framkvæmdastjórnin studdi Samráðsvettvang evrópskra verðbréfaráða (e. *Forum of European Securities Commissions, FESCO*), sem er óformlegt samráð opinberra eftirlitsaðila á sviði verðbréfavíðskipta, sem hefur varanlega framkvæmdastofnun, Verðbréfastarfsemiráðið (fr. *Commission des Opérations de Bourse, COB*) með aðsetur í París. Knúði hefur verið á örari framfarir í eftirlitsaðferðum, í ljósi hröðunar á samstarfi kauphalla í ESB, samanborið við mikinn mun á regluviðmiðum, neytendavörnum og markaðsupplýsingum í ríkjunum. Mikilvægt er að fjármálaeftirlit fylgi þróun verðbréfamarkaða. Árið 2001 tók sjálfstæð nefnd evrópskra verðbréfaeftirlitsaðila (e. *Committee of European Securities Regulators, CESR*) við samþykktum, stöðlum og vinnu FESCO. Framkvæmdastjórn ESB uppfærði eftirlitsumboð CESR árið 2009 til að styrkja samráðið enn frekar. Þótt stofnanagerðin hafi þróast hratt undanfarin ár er nauðsynlegt að samstarf og samræming fylgi vel þróun á markaði. Eftirlitsaðilar og stjórnendur þurfa að viðhalda trú á fjármagnsmörkuðum Evrópu og á sama tíma þurfa sömu viðmið að gilda á öllum mörkuðum. Þannig þurfa þeir að fylgjast náið með áhrifum af samþættingu fjármálamarkaða og vera tilbúnir að aðlaga stofnanaskipulag fjármálastjórnar þróun markaðarins.

Lengi hefur verið talið líklegt að Myntbandalagið leiði til þess að eitt eftirlitsstjórnvald verði til staðar í ESB, í samræmi við þróun í átt til fjármálasamsteypna sem kallar á eitt fjármálaeftirlit. Mörg samhliða atriði þarf að taka inn í myndina við hönnun á hagkvæmu skipulagi fyrir fjármálaeftirlit: freistnivanda, markmið eftirlits, samstarf stofnana, markaðsaga, hagkvæmni og ábyrgð. Það hefur verið tilhneiging að takmarka umboð seðlabanka, einnig ECB, við stjórn peningamála og færa bankaeftirlit út úr þeim. Sú þróun hefur verið talin samræmast heimastjórnargrundvelli hins sameiginlega markaðar. Sérþekking á og vitneskja um varúðarstjórn er staðsett heima fyrir, þar sem meginþorri starfsemi fjármálafyrirtækja er enn til staðar og þar sem lánveiting til þrautavara er veitt. Erfitt er að koma í kring aukinni miðstýringu verkefna umfram það sem sameiginleg peningastefna útheimtir þar sem það er á svig við dreifræðisregluna. Þar að auki hefur ekki verið talið æskilegt að veita Evrópska seðlabankanum skýrt hlutverk í tilfelli bankabjörgunar þar sem hann hefur ekki beina tengingu í opinbera fjármálastjórn aðildarríkjanna og slík ábyrgð er aðeins til staðar í þjóðríkinu.

Þar sem Myntbandalagið bætti við lagi á þegar flókið skipulag fjármálaeftirlits í ESB dró það úr heildstæðri virkni þess að því er fjármálastöðugleika varðar. Í De Larosière (2009) skýrslunni er því lagt til að efla formlegt samstarf eftirlitsaðila í þjóðríkjum og á svæðinu í heild.<sup>73</sup> Áhersla er á

73. Hugmyndir um grunnstoðir hins nýja skipulags höfðu áður komið fram undir heitinu "Lamfalussy Architecture". Sjá t.d. Kammel (2005).

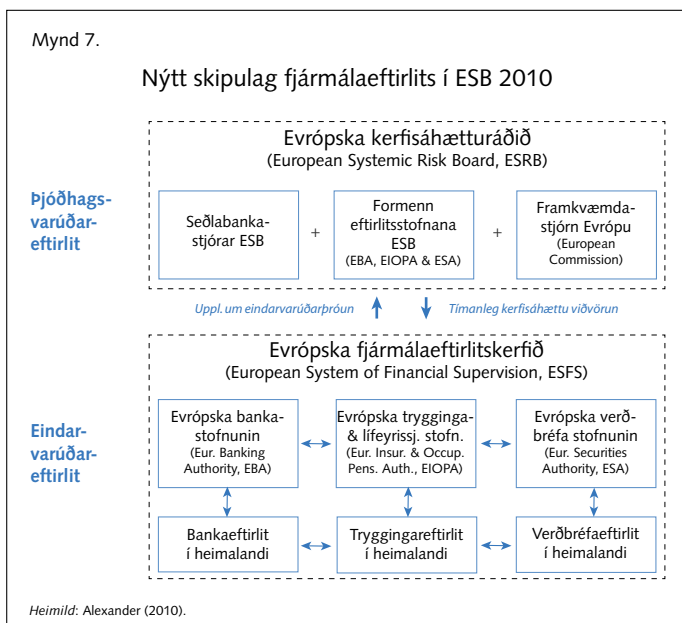


að skýra betur hvaða stofnun leiði viðbrögð við vandamálum á sviði fjármálastöðugleika, þ.á m. lán í neyðartilvikum. Þótt þau verkefni verði áfram heima fyrir, eins og lagt er til í Turner (2009) skýrslunni, eru þau klárlega tengd hinni sameiginlegu peningastefnu. Þá er skilningur á því að ótakmarkaður LPV-stuðningur í einu ríki hefur áhrif á evrusvæðinu í heild. Ekki er hægt að tryggja verðstöðugleika ef fjármálastöðugleiki er ekki til staðar. Því er talið nauðsynlegt að koma með skýra verkferla milli seðlabanka aðildarríkjanna, eftirlitsaðila ríkjanna og Evrópska seðlabankans til að fylgjast með stöðugleika fjármálafyrirtækja og -markaða. Með stofnun Evrópska kerfisáhætturáðs-ins, ESRB (sjá síðar), hefur hlutverk Evrópska seðlabankans til að afla og miðla ítarlegri vitneskju um þróun á fjármálamörkuðum ríkjanna verið aukið. Það hjálpar við að meta hvort ógnir séu að myndast fyrir evrópska fjármálakerfið í heild. Um leið þarf að tryggja að samkeppnisgrundvöllur fjármálafyrirtækja í ESB sé jafn. Þá er talið mikilvægt til að fyrirbyggja misskilning og stofnanaríg að efla stöðu Evrópska seðlabankans þannig að hann verði fremstur meðal jafningja og geti sett sameiginlegar reglur í samstarfi við seðlabanka ríkjanna um umfang öryggisnets fyrir fjármálafyrirtæki. Slíkt fyrirkomulag þarf, eins og mögulegt er, að verða opinbert. Að því er varðar stöðugleika fjármálamarkaða þarf að vera til staðar samþykkt verklag sem fylgt er á krepputíma. Í kreppunni, þegar almennur lausafjávandi skapaðist í Evrópu, kom það í hlut Evrópska seðlabankans að grípa inn í og samræma viðbrögð. Tilkoma ESRB, í nánnum tengslum við Evrópska seðlabankann, er talið þarft innlegg í viðleitni við að efla eftirlit með þróun á evrópskum fjármálamörkuðum og til að leggja mat á áhættu evrópska bankakerfisins í heild. Þar er einnig átt við þann eftirlitsvanda sem tengdur er fyrirtækjasamsteypum sem starfa á alþjóðavísu. Áhersla er á að breyta reglum í Evrópu til að bregðast við þróun slíkra fjármálafyrirtækja.

Til lengri tíma litið þarf viðtæka aðlögun í stofnanafyrirkomulagi. Taka þarf tillit til heildstæðrar nálgunar í fjármálaeftirliti, sem er í samræmi við tilhneigingu til að mynda samsteypur í fjármála-geiranum. Reglugerðarmarkmiðum verður í auknum mæli erfiðara að ná á grundvelli verkefna eða lóðréttis skipulags og þarf að meta í heild. Það mun gera kleift að sjá hvar mest vantar upp á í virku eftirliti í Evrópu.

*Bankaeftirlit í ESB.* Peningastjórn og bankaeftirlit eru aðskilin í helmingi ESB-ríkja, sem eru með sérstakt bankaeftirlit, og sameinuð í seðlabanka í hinum ríkjunum. Rökin fyrir því að sameina þessi verkefni í seðlabanka eru að þeir gegna almennt því mikilvæga hlutverki að tryggja verð- og fjármálastöðugleika. Þeir stýra m.a. lausafé í bankakerfinu og eiga að fyrirbyggja smit sem leitt getur til kerfisáfalls. Það að bankaeftirlit og reglugerð eru falin seðlabanka ætti að bæta grundvöllinn fyrir stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Sem lánveitandi til þrautavara er heppilegt að seðlabanki sé nátengdur bankaeftirliti. Rök gegn því að sameina þessi hlutverk eru m.a. að hagsmunaárekstur getur átt sér stað. Seðlabanki sem tekur þátt í stuðningi við banka getur með aðgerðum sínum grafið undan verðstöðugleika og aukið freistnivanda. Þá getur það bjagað samkeppni að ráðstafa fjármagni seðlabanka til banka á hagkvæmari kjörum en þeim sem aðrir bankar fá. Að lokum getur það aukið væntingar í einkageiranum um að seðlabanki verði undir áhrifum aðstæðna er varða fjármálastöðugleikann þegar hann tekur ákvarðanir á sviði peningastjórnar. Orðspor seðlabanka getur þá verið í húfi.

*Nýtt skipulag varðandi kerfisáhættu í ESB.* Evrópska bankakerfið er nú orðið mun samþætta-ara yfir landamæri en áður. Regluverkið og inngrip eru þó áfram framkvæmd í hverju landi fyrir sig. Þetta skapar tvo kerfislega veikleika: *i)* mögulegt er að bankakerfið þarfnist aðstoðar sem er umfram getu ríkissjóðs viðkomandi lands; og *ii)* samræmingaráhætta þegar margar ríkisstjórnir þarf til að grípa inn í til að forða bankakerfinu frá hruni. Vissulega geta IMF og lánaþyrirgreiðsla á evrusvæðinu hlaupið undir með ríkissjóðum við að aðstoða banka. Sú staða eykur hvata til að styrkja stofnanalegt samráð á ESB-svæðinu í heild. Í samræmi við tillögu De Larosière (2009)



skýrslunnar tók ESRB til starfa árið 2010 og fylgdist með áhættu í fjármálakerfinu. Um 60 stofnanir, seðlabankar og eftirlitsaðilar aðildarríkjanna og stofnanir ESB munu eiga fulltrúa í ráðinu. Um leið er komið á fót Evrópsku fjármálaeftirlitskerfi (e. *European System of Financial Supervision*) sem mun fylgjast með eindarvarúð og vera í nánú samstarfi við Evrópska kerfisáhætturáðið (Mynd 7).

Hinn 16. desember 2010, tóku gildi lög ESB um stofnun Evrópska kerfisáhætturáðsins (ESRB). Markmið ESRB er að hafa yfirumsjón með þjóðhagsvarúðareftirliti á hinum

sameiginlega markaði Evrópu. Við mótun ráðsins var miðað við þrjú þætti nálgun:

- Það tryggir nauðsynlegan grundvöll fyrir bætt eftirlit með fjármálakerfinu í heild, til að greina mögulegar áhættur fyrir fjármálastöðugleika.
- Það hefur viðeigandi stofnanabyggingu, sem innifelur virkar samskiptaleiðir og samræmingu á milli stofnana sem ábyrgar eru fyrir þjóðhags- og eindarvarúð í ESB ríkjunum og alþjóðlega.
- Það býr ekki yfir eigin stýritækjum en gefur út viðvaranir og beinir tilmælum til þeirra sem hafa stýritæki. Aðaláherslan er á að gera ráðinu kleift að fylgja mati eftir með beinum aðgerðum til að styrkja viðbragðsgetu fjármálakerfisins.

ESRB er ábyrgt fyrir þjóðhagsvarúðareftirliti með fjármálakerfi Evrópusambandsins. Markmið ESRB er að fyrirbyggja tímabil óstöðugleika með því að draga úr kerfisáhættu sem sprottið getur upp í fjármálakerfinu eða verið tengd efnahagsþróun. Ráðið hefur einnig að markmiði að stuðla að samfelldri virkni hins sameiginlega markaðar til að tryggja sjálfbær jákvæð áhrif fjármálageirans á hagvöxt. Til að ná markmiðum sínum mun Evrópska kerfisáhætturáðið

- ákveða, safna og greina allar viðeigandi og nauðsynlegar upplýsingar;
- greina og forgangsraða kerfisáhættu, tilkynna þegar slík áhætta er orðin veruleg, og þar sem við á, vara almenning við;
- birta tillögur um leiðréttandi aðgerðir til að bregðast við kerfisáhættu, og þar sem við á, tilkynna þær opinberlega;
- þegar ESRB ákveður að neyðarástand geti skapast varar það ráðherraráðið við með mati á stöðunni, til að gera ráðherraráðinu kleift að taka ákvörðun sem það beinir að fjármálaeftirlitum á hinum sameiginlega markaði um að kanna tilvist neyðarástands;
- fylgjast með viðbrögðum við aðvörðunum og tillögum;
- starfa náið með öðrum aðilum Evrópska fjármálaeftirlitskerfisins (ESFS); þar sem við á láta Evrópsku fjármálaeftirlitin hafa upplýsingar um kerfisáhættu sem eru nauðsynlegar fyrir framkvæmd verkefna þeirra; og þróa sameiginlega eiginda- og magnmælikvarða til að greina og meta kerfisáhættu í samstarfi við fjármálaeftirlitin;
- taka þátt í starfi sameiginlegrar nefndar evrópskra fjármálaeftirlita (e. Joint Committee) eins og tók eru á;

Tafla 18.

### Skipulag Evrópska kerfisáætturáðsins

#### Yfirstjórn

- Forseti og varaforseti Evrópska seðlabankans (ECB)
- Seðlabankastjórnar aðildarríkja ESB
- Fulltrúi framkvæmdastjórnar ESB (EC)
- Formenn 3 stofnana Evrópska fjármálaeftirlitskerfisins
- Formaður og 2 varformenn ráðgefandi vísindanefndar (RVN)
- Formaður ráðgefandi tækninefndar (RTN)

Eftirfarandi eru einnig meðlimir ESRB, en án kosningarréttar:

- Háttsettur fulltrúi fjármálaeftirlits aðildarríkja
- Formaður Evrópska fjármálaráðsins (EFC)

#### Stýrinefnd

- Forseti og varaforseti ESRB
- Varaforseti (ECB)
- Fjórir meðlimir yfirstjórnar ESRB
- Fulltrúi EC
- Formenn 3 stofnana Evrópska fjármálaeftirlitskerfisins
- Forseti EFC
- Formenn RVN og RTN

#### Ráðgefandi vísindanefnd (RVN)

- 15 sérfræðingar með breytt svið þekkingar og reynslu.
- Formaður RTN

#### Ráðgefandi tækninefnd (RTN)

- Fulltrúi seðlabanka aðildarríkja ESB
- 1 fulltrúi hvers aðildarríkis af hálfu fjármálaeftirlits
- Fulltrúi 3 stofnana Evrópska fjármálaeftirlitskerfisins
- 2 fulltrúar EC
- Fulltrúi EFC
- Fulltrúi RVN

Heimild: Evrópska kerfisáætturáðið.

- samræma aðgerðir með öðrum alþjóðlegum fjármálastofnunum; sérstaklega AGS, FSB og viðkomandi stofnunum á sviði þjóðhagsvarúðar í þriðju ríkjum;
- framkvæma önnur verkefni eins og gert er ráð fyrir í löggjöf ESB.

ESRB samanstendur af yfirstjórn, stýrinefnd, framkvæmdastjórn, ráðgefandi vísindanefnd og ráðgefandi tækninefnd. Yfirstjórn ESRB tekur ákvarðanir sem nauðsynlegar eru til að tryggja framgang þeirra verkefna sem ESRB eru falin. Seðlabankastjórnar ESB eiga sæti í ráðinu með atkvæðisrétt en forstjórnar eftirlita eru áheyrnarfulltrúar. Stýrinefndin aðstoðar við ákvarðanatökufærlíð með því að undirbúa fundi yfirstjórnar ESRB, fer yfir skýrslur sem verða ræddar og fylgist með framgöngu mála hjá ESRB. Ráðgefandi vísindanefnd (RVN) kemur með ráðgjöf og aðstoð varðandi málefni sem

tengjast verkefnum ESRB. Ráðgefandi tækninefnd (RTN) kemur með ráðgjöf og aðstoð við úrlausn verkefna ESRB. Framkvæmdastjórn er ábyrg fyrir daglegum rekstri ESRB og er með aðsetur í Frankfurt am Main. Fyrsti fundur yfirstjórnar ESRB verður haldinn 20. Janúar 2011. Tafla 18 veitir frekari upplýsingar um meðlimi ESRB.

Áhyggjur eru af því að það verði vandasamt að ná fram virkri stjórn í svo stóru samráði þar sem helstu stýritæki verða úrbótatillögur og viðvaranir frekar en reglugerðir. Þá eru einnig áhyggjur af því að eftirfylgni með siðferðisþrýstingi einan að vopni verði ekki nóg til að draga úr kerfisáhættu. Á móti munu breytingar á Basel-III viðmiðunum sem miða að því að bregðast við vaxandi kerfisáhættu og aukinn skilningur á slíkum vandamálum styðja Evrópska kerfisáætturáðið við að vinna að markmiðum sínum. Þá hefur Evrópski seðlabankinn hafið endurskipulagningu á starfsemi á sviði fjármálastöðugleika og fjármálaeftirlits og þann 15. febrúar 2010 ákvað stjórn bankans að setja á fót Fjármálastöðugleikasvið (e. *Directorate General Financial Stability*).<sup>74</sup> Með því er starfsemi hefðbundins fjármálaeftirlits aðskilin frá stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Þetta er gert í ljósi aukinnar ábyrgðar vegna greiningar og mats á kerfisáhættu á evrusvæðinu og í fjármálakerfi Evrópu og til að styðja við vinnu Evrópska kerfisáætturáðsins. Fjármálastöðugleikasviðið hefur þrjár deildir: i) Fjármálastöðugleikaeftirlit, með sérstaka áherslu á eftirlit og greiningu á kerfisáhættu í evrópska fjármálakerfinu; ii) Fjármálastöðugleikamat með sérstaka áherslu á mati á hugsanlegum áhrifum kerfisáhættu á fjármálakerfi ESB; og iii) Fjármálaþjónustustefnu, með sérstaka áherslu á málefni er varða reglusetningu, eftirlit og áfallaaðstoð í fjármálageiranum.

74. European Central Bank (2010a).

Þann 9. maí 2010, ákvað ráðherraráð ESB að setja á fót Evrópska fjármálastöðugleikasjóðinn (e. *European Financial Stability Facility, EFSF*). Markmið með sjóðnum er að vinna að fjármálastöðugleika í Evrópu með því að veita ríkjum á evru-svæðinu aðstoð á tímum erfiðleika. Samþykkt var að EFSF hefði allt að 440 milljarða evra til ráðstöfunar, sem byggir á hlutfallslegu framlagi 16 ríkja evru-svæðisins. Evrópski fjárfestingasjóðurinn (e. *European Investment Bank, EIB*) er framkvæmdaraðili fyrir EFSF hvað varðar sjóðsstjórn og almennan rekstur á grundvelli þjónustusamnings. Framkvæmdastjórn ESB, með aðstoð Evrópska seðlabankans, sér um að meta og semja um neyðaraðstoð við aðildarríkin og hafa Grikkir og Írar þegar fengið slíka aðstoð. Á fundi 29. nóvember 2010 ákvað ráðherraráðið nýjar reglur fyrir EFSF varðandi veitingu neyðaraðstoðar frá 1. júlí 2013 en þar er m.a. gert ráð fyrir þátttöku kröfuhafa í endurskipulagningu lána.

### Fjármálaeftirlit í völdum ríkjum

Áður en kemur að umfjöllun um Ísland er athyglinni beint að nokkrum aðildarríkjum ESB, Bretlandi, Danmörku, Finnlandi, Hollandi, Írlandi, Ítalíu og Svíþjóð. Fjögur þeirra eru innan evrusvæðisins en þrjú utan þess. Þá er farið yfir þróun þessara mála í Bandaríkjunum og í Noregi, sem er í EES ásamt Íslandi. Þannig er hægt að fá betri skilning á þeirri þróun sem er að eiga sér stað í löndum sem hugsanlega höfða meira til okkar aðstæðna.

**ESB-ríki.** Árið 2010 var alhliða fjármálaeftirlit, þar sem Seðlabankinn fylgist með fjármálastöðugleika, við lýði í þó nokkrum ESB ríkjum: Austurríki, Belgíu, Bretlandi (ásamt Gíbraltar, Guernsey og Jersey), Danmörku, Eistlandi, Lettlandi, Möltu, Póllandi, Svíþjóð, Ungverjalandi og Þýskalandi. Í sumum þessum ríkjum var alhliða eftirliti komið á í kjölfar gjaldþrota eða björgunaraðgerða. Í Hollandi og Írlandi var skipulagsbreytingum komið á pólitíska stefnuskrá rétt fyrir hrún og þær nú komnar í framkvæmd. Í Belgíu og Bretlandi er unnið að innleiðingu víðtækra breytinga á skipulagi fjármálaeftirlits. Í öðrum löndum eru margvísleg kerfi, sem spanna allt frá því að vera með sérhæfða og aðskilda eftirlitsaðila til þess að vera með samtvinnað banka- og verðbréfaeftirlit. Til að ljúka yfirlitinu má nefna mismunandi áhersla er á skipulagt eigið eftirlit (e. *institutionalised self regulation*) í fjármálakerfum innan ESB. Eigið eftirlit í fjármálakerfi er útbreiddast í verðbréfaceiranum, þar sem valdið er í höndum kauphallarinnar. Þetta er ólíkt lögfestu verðbréfaeftirliti, sem einnig er að finna í nokkrum ríkjum. Það er því nokkur munur á þessu innan ESB sem bjagar samanburðinn á milli einstakra landa.

Þýska fjármálaeftirlitið (d. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin*) sér um bankaeftirlit. Það fer með stjórnvald eins og að veita leyfi og útbúa reglugerðir en þýski seðlabankinn (d. *Bundesbank, BB*) tekur þátt í eftirlitinu með því að safna og vinna úr upplýsingum og koma með niðurstöður. Lögin gera ráð fyrir samstarfi beggja aðila. BaFin þarf að ráðfæra sig við BB vegna nýrra reglugerða. Í Danmörku veitir seðlabankinn lausafjárstuðning en fjármálaeftirlitið sér um eftirlit. Fjármálaeftirlitið hefur ekki formleg samskipti við seðlabankann, en í reynd er um samstarf að ræða um margvísleg málefni. Í Frakklandi er blandað kerfi. Franski seðlabankinn er samsett stofnun undir forsæti seðlabankastjóra. Seðlabankinn sér um eftirfylgni við varúðarreglur fyrir lánaþyrirtæki og fjárfestingarfélög. Vettvangsrannsóknir eru framkvæmdar af bankaeftirlitinu fyrir hönd seðlabankans.

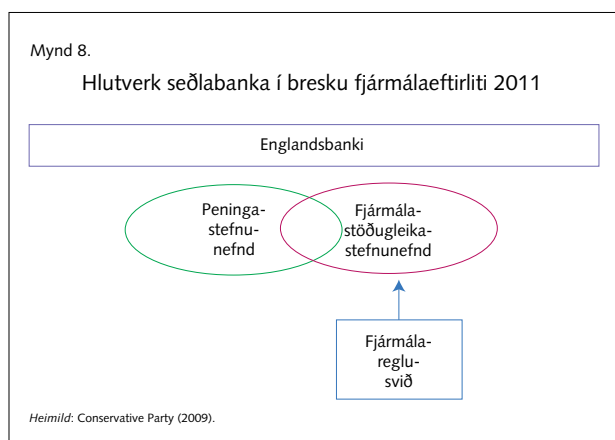
### Bretland

Breski Verkamannaflokkurinn innleiddi umfangsmiklar breytingar á regluverki fjármálakerfisins í kjölfar nokkurra bankaáfalla og svikamála, sem leiddu til aukinnar gagnrýni á kerfið, en það var byggt á blöndu af lögskipuðum reglum og hálf-einkavæddu kerfi eigin eftirlitsstofnana. Breski seðlabankinn (e. *Bank of England, BOE*) færði bankaeftirlitshlutverkið til fjármálaeftirlits Bretlands

(e. *Financial Supervisory Authority, FSA*) í október 1997. FSA er alhliða eftirlitsaðili. Í júlí 1998 voru sett lög (e. *Financial Services and Markets Bill*) sem sameinuðu allar eftirlitsstofnanir undir einn hatt. Frá þeim tíma voru öll verkefni á sviði fjármálaeftirlits samhæfð í FSA sem heildstæðu lögskipuðu reglugerfi. Breytingarnar höfðu það markmið að færa aukna samhæfingu og samræmi yfir ólík svæði reglugerða, einfalda aðgengi reglugerðaraðila að neytendum, skapa skýrar línur fyrir ábyrgð og ná stærðarhagkvæmni. FSA sameinaði bankaeftirlit sem áður tilheyrði BOE, verðbréfaeftirliti (e. *Securities and Investment Board, SIB*) og tryggingareglugerð iðnaðar- og viðskiptaráðuneytisins (e. *Department of Trade and Industry, DTI*). Við mótun á nýju skipulagi voru þrjár eigin eftirlitsstofnanir (e. *Securities and Futures Authority, SFA, Investment Management Regulatory Organisation, IMRO, og Personal Investment Authority, PIA*) lagðar niður. FSA fékk einnig valdsvið annarra stofnana (e. *Building Societies Commission og Friendly Societies Commission*). FSA hefur einnig reglugerðarvald og starfar með kauphöllum og afstemningaraðilum. FSA er ábyrgt aðeins gagnvart ríkisstjórninni og þinginu. BOE hafði áfram ábyrgð á að tryggja stöðugleika fjármálakerfisins í heild, sem krafðist vöktunar og inngripa á markaði, ef nauðsyn bar til. Samstarfssamningur (e. *Memorandum of Understanding*) á milli fjármálaráðuneytisins, BOE og FSA aðskildi ábyrgðarsvið hverrar stofnunar. Þá var einnig sett á fót vinnunefnd þessara stofnana til að ræða um fjármálastöðugleika og upplýsingaskiptasamning milli BOE og FSA.

*Skýrsla breska Íhaldsflokksins.* Í skýrslu breska Íhaldsflokksins (2009) fyrir kosningarnar í maí 2010 kom fram ásetningur um gagngera uppstokkun í varúðareftirliti í Bretlandi. Í skýrslunni kemur fram að atriði sem leiddu til fjármálakreppunnar hafi verið flókið samspil undirliggjandi þjóðhagssójafnægis, skortur á skilningi á áhættu sem varð til við aðstæður fjármálanýjunga og veikra reglugerða fyrir fjármálafyrirtæki. Það leiddi til aukinnar skuldsetningar, bæði fyrir heimilin og banka. Við það varð hagkerfið mjög viðkvæmt fyrir áföllum. Á sama tíma sköðuðust neytendur af óábyrgum lánveitingum og óréttlátum aðferðum. Þegar kreppan skall á, kom í ljós að stórir hlutar fjármálakerfisins gátu tekið áhættu á kostnað skattgreiðenda. Bent var á að ekki væri hægt að halda áfram með kerfi þar sem bankar uppskáru mikinn hagnað í góðæri og högnuðust síðan einnig á sjálfvirkri ábyrgð skattgreiðenda þegar illa gekk. Til að draga úr áhættu og umfangi slíkra áfalla og þess að þau geti aftur átt sér stað þarf umgjörð fjármálaeftirlits að stuðla að viðunandi greiningargetu sem getur dregið ólíka þræði saman og hefur viðhlítandi vald til að grípa til afgerandi aðgerða. Það fyrirkomulag sem var við lýði undanfarin ár var ruglingslegt. Ábyrgð, valdi og

getu var dreift á ómarkvissan hátt á milli stofnana sem voru jafnframt í innbyrðis samkeppni. Afleiðingin var að enginn kom auga á vandamál sem jukust stöðugt og enginn hafði vald til að bregðast við þegar fjármálakreppan brast á. Þörf er á grundvallarbreytingu á regluverkinu sem tekur mið af nýrri þekkingu á því hvað þarf til að treysta fjármálastöðugleika á hnattvæddum fjármálamörkuðum. Skýrslan lagði til eftirfarandi þrjár megináherslur í endurskipulagningu fjármálaeftirlitsins:



1. *Sterkur og valdamikill seðlabanki.* Leggja þarf FSA og þriggja stoða kerfið niður til að búa til sterkan og valdamikinn seðlabanka, sem hefur valdsvið og tæki til að tryggja fjármálastöðugleika.



- Seðlabankinn verði ábyrgur fyrir þjóðhagsvarúðarreglum, mati og stjórnun áhættu í fjármála-kerfinu í heild. Slíkt endurvekur sögulegt hlutverk seðlabankans við að fylgjast með þróun útlána og skulda í hagkerfinu.
  - Sköpuð verður fjármálastöðugleikastefnunefnd (e. *financial policy committee*) í bankanum, sem vinnur meðfram peningastefnunefndinni (e. *monetary policy committee*), við að fylgjast með kerfisáhættu, nota ný stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar og framkvæma slit á bönkum sem falla.
  - Fjármálastöðugleikastefnunefndin mun skipuð sjálfstæðum aðilum til að fá ytri sérþekkingu varðandi fjármálastöðugleika. Þá mun hún skipuð seðlabankastjóra og aðstoðarseðlabankastjóra, sem einnig sitja í peningastefnunefndinni, til að samræma peninga- og fjármálastöðugleikastefnurnar.
  - Seðlabankinn verði ábyrgur fyrir þjóðhagsvarúð gagnvart öllum bönkum, íbúðalánasjóði og öðrum mikilvægum fjármálafyrirtækjum, þ.á m. tryggingarfélögum.
  - Stofnað verður nýtt fjármálareglusvið í bankanum til að sinna eindarvarúðarhlutverkinu, sem stýrt verði af nýjum framkvæmdastjóra. Fjármálastöðugleikastefnunefnd mun hafa umsjón með nýja fjármálareglusviðinu til að tryggja náð samræmi á milli þjóðhagsvarúðar- og eindarvarúðarreglna. Framkvæmdastjórinn verði einnig nefndarmaður í fjármálastöðugleikastefnunefndinni.
  - Skipulagi seðlabankans verður breytt til að endurspeglar nýja ábyrgð. Skipulagið mun sjá til þess að peningastefnan, fjármálastöðugleikastefnan og reglur um starfsemi einstakra fjármálafyrirtækja verði í nánu samræmi.
2. *Ný stýritæki til að tryggja fjármálastöðugleika.* Á sama tíma og skipulagi fjármálaeftirlits er breytt er mikilvægt að endurskoða fjármálastöðugleikastefnuna. Skapa þarf nýtt tækjasafn, bæði fyrir rekstrar- og þjóðhagshlið fjármálastöðugleika.
- Seðlabankinn mun fá vald til að tryggja að eiginfjár- og lausafjárkröfur endurspeglar áhættu sem felst í stærð og flækjustigi fjármálafyrirtækja.
  - Seðlabankanum er fengið vald til að setja á mun hærra eiginfjárhlutfall á áhættumeiri aðgerðir eins og stórar áhættutökur viðskiptabanka. Í framkvæmd þýðir þetta að viðskiptabönkum verður ekki kleift að taka þátt í áhættusömum aðgerðum þar sem slíkt verður of kostnaðarsamt. Á sama tíma mun bankinn skoða hvort hægt sé að aðskilja slíkar aðgerðir á alþjóðlegum samsráðsvettvangi.
  - Öryggi verður hert að því er varðar áhættu vegna flókinna eða innbyrðis tengdra fyrirtækja með meiri áherslu á miðlægt mótaðilauppgjör (e. *central counterparty clearing*) og til að skapa viðeigandi jafnvægi milli markaðsviðskipta og OTC-viðskipta með skuldabréf og meira gegnsæi í fjármálagjörningum.
  - Á alþjóðlegum vettvangi verður unnið að því að skapa aðferðir fyrir skipuleg slit fjárfestingarbanka og alþjóðlegra banka. Þá mun seðlabankastjóri kalla eftir lifandi erfðaskrá til að aðstoða við að vinda ofan af slíkum félögum.
  - Nýtt lausafjárhlutfall verður tekið upp sem takmarkar hve mikið bankar geta lánað m.v. ákveðið fjármagn. Slík takmörk, sem Basel-nefndin hefur nú ákveðið, eiga að auka öryggi fjármálakerfisins.
  - Þróað verður alþjóðlega samræmt safn stýritækja fyrir þjóðhagsvarúð sem fjármálastöðugleikastefnunefndin getur notað til að hafa hemil á kerfisáhættu bæði í geirum og hagkerfinu í heild. Unnið verður í samstarfi við Fjármálastöðugleikaráðið (e. *Financial Stability Board*), Basel-nefndina og aðra lykilnefndir til að ná alþjóðlegu samkomulagi um slík tæki.



- Lögð verður áhersla á það í alþjóðlegu samstarfi að útbúa sveiflujafnandi eiginfjárhlutföll.
- Áhersla verður einnig lögð á að móta umræður um evrópska og alþjóðlega reglugerð sem miði að því að gera hana virkari.

Í ræðu þann 16. júní 2010 tilkynnti George Osborne, fjármálaráðherra Breta, að Breska fjármálaeftirlitið (FSA) verði lagt niður í núverandi mynd ekki síðar en árið 2011 og í stað þess komi nýtt eindarvarúðareftirlit og ný Stofnun um neytendavernd og markaði (e. *Consumer Protection and Markets Authority*).<sup>75</sup> Hið nýja eindarvarúðareftirlit mun hafa eftirlit með öllum fjármála-geirum. Osborne tiltók þá ástæðu að FSA væri reglugerðaraðili í of þröngum skilningi sem hefði nær einvörðungu einblínt á framfylgd reglna í eftirlitsstarfsemi sinni. Enginn hefði fylgst nægilega vel með vexti skulda og þegar fjármálaáfallið reið yfir vissi enginn hver ætti að vera leiðandi í viðbrögðum við því. Kjarni vandamála var ósjálfbær vöxtur skulda sem þjóðhags- og reglugerðarverkinu mistókst að greina og stöðva. Í verðbólgu markmiði komu fram vandamál tengd eignaverði og umboð Englandsbanka var að einblína á verðbólgu markmiði. Fjármáladeild breska fjármálaráðuneytisins varð einnig einangruð og óvirk. Meginröksemdin fyrir breytingunni er að seðlabanki sem lánveitandi til þrautavara þarf að vera kunnugur öllum hliðum rekstri fjármálafyrirtækja. Því þarf seðlabankinn einnig að vera ábyrgur fyrir þjóðhagsvarúðareftirliti og hafa umsjón með eindarvarúðareftirliti. Þar að auki mun ríkisstjórnin stofna sjálfstæða fjármálastöðugleikanefnd, sem mun

hafa tæki og ábyrgð til að fylgjast með þjóðhagsframvindunni sem getur myndað ógn fyrir fjármálastöðugleikann og bregðast við henni á virkan hátt. Ríkisstjórnin mun einnig setja á fót Eftirlitsnefnd með bankageiranum (e. *Commission on the Banking Industry*). Eftirlitskerfið mun verða byggt á nýjum alþjóðlegum viðmiðum um hærra eiginfjárhlutföll og strangari lausafjárkvæðir. Þá á hinn nýi bankaskattur að fylgja útlánasveiflunni.<sup>76</sup> Í töflu 19 er yfirlit yfir megináherslur í hinu nýja skipulagi:

Tafla 19.

Nýtt skipulag á bresku fjármálaeftirliti 2011

Heildstæð skipulagsbreyting

i) Aukið hlutverk Seðlabanka á sviði fjármálastöðugleika

- Fjármálastefnunefnd (e. financial policy committee, FPC) sett á fót innan seðlabankans, sem er sambærileg peningastefnunefnd (MPC)
- Verkefni FPC er að útbúa reglur á sviði þjóðhagsvarúðar, fylgjast með, bregðast við og tilkynna um aðgerðir á því sviði
- Nefndin fær ný stýritæki til að framkvæma hlutverk sitt á sviði þjóðhagsvarúðar, tengt stýritækjum á sviði eindarvarúðar
- Samstarf FPC og MPC um verkefni og markmið beggja stefna

ii) Nýtt fjármálaeignarsvið (í stað alhliða fjármálaeftirlits)

- Undirstofnun seðlabanka og í samstarfi við FPC
- Hefur skýr markmið, starfssvið, vald, hlutverk og stýritæki
- Reglugerðarvald, eftirlit og eftirfylgni

iii) Neytendavarna- og markaðsstofnun

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Holland

Seðlabanki Hollands (h. Der Nederlandsche Bank, DNB) er opinber stofnun. Fjármálaráðuneyti Hollands ber formlega ábyrgð á fjármálakerfinu og seðlabankinn er undirstofnun þess. Daglegur rekstur bankans er í höndum bankastjórnar. Seðlabankinn starfar undir eftirliti Eftirlitsráðs (h.

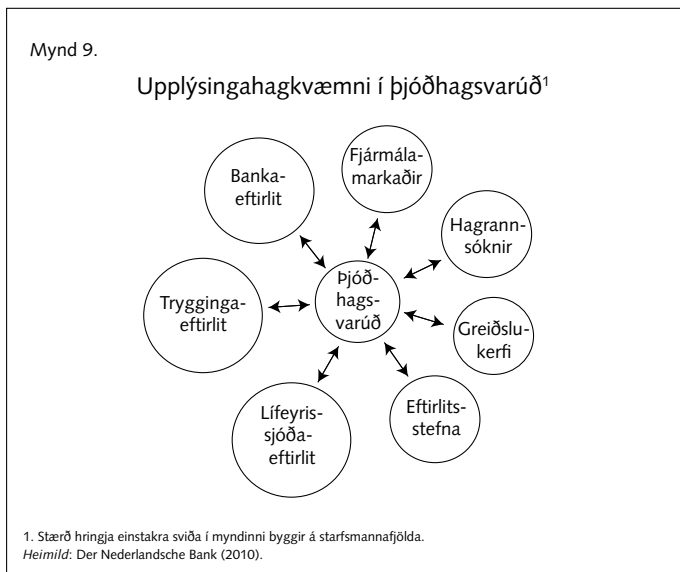
Tafla 20. Skipulag Seðlabanka Hollands

Bankastjórn											
Fjármála- stöðug- leiki	Hag- rann- sóknir	Fjár- mála- mak- aðir	Hag- tölur og upp- lýsingar	Peninga og greiðslu- kerfi	Lög- fræði- svið	Fyrir- tækja- þjón- usta	Trygg- inga- eftirlit	Lífeyris- sjóða- eftirlit	Eftirlits- stefna	Banka- eftirlit	Fjármál og upp- lýsinga- tækni

Heimild: Seðlabanki Hollands.

75. Fjármálaráðuneyti Bretlands (2010).

76. Viðbrögð Mervyn King, seðlabankastjóra, voru jákvæð en hann telur að breytingin geri seðlabankanum auðveldara fyrir að draga úr þenslu í hagkerfinu. Sjá Investment News – 16. júní 2010. „George Osborne to abolish Financial Services Authority“ <http://www.financialadvice.co.uk/news/investments/89006-george-osborne-to-abolish-the-financial-services-authority.html>.



Raad van Commissarissen) og nýtur ráðgjafar Bankaráðs (h. *Bankraad*). DNB hefur tvö meginhlutverk, sem hluti af Evrópska seðlabankakerfinu, ESCB, og sem sjálfstæð opinber stofnun. Sem hluti af ESCB, fer DNB með sameiginlega ábyrgð á ákvörðun og framkvæmd peningastefnunnar fyrir evrusvæðið. Til viðbótar við það er DNB tengiliður við alþjóðlega greiðslumiðlunarkerfið og styðst við Target 2 stórgreiðslukerfið sem starfrækt er af Evrópska seðlabankanum. Sem sjálfstæð opinber stofnun ber DNB einnig ábyrgð á

varúðareftirliti með starfsemi fjármálafyrirtækja og -markaða. Árið 2010 var skipulagi fjármálaeftirlits í Hollandi breytt. Neytendavernd var færð á ábyrgð Neytendastofnunar fyrir fjármálaþjónustu (h. *Klachteninstituut Financiële Dienstverlening, Kifid*) en varúðareftirlit, sem er á ábyrgð seðlabankans, fékk aukna áherslu á þjóðhagsvarúð.<sup>77</sup> Hið nýja skipulag bankans er því hluti af tveggja turna líkani í fjármálaeftirliti (Tafla 20).<sup>78</sup>

Ofangreindu skipulagi fylgir mikil hagkvæmni í flæði upplýsinga á milli tengdra sviða í seðlabankanum (Mynd 9). Þannig nýtir fjármálastöðugleikasviðið, sem ber ábyrgð á framkvæmd þjóðhagsvarúðareftirlits, upplýsingar sem koma fram við starfsemi annarra sviða bankans. Til viðbótar gegna önnur svið, eins og lögfræðisvið og upplýsingasvið, mikilvægu hlutverki við framkvæmd mildandi aðgerða (e. *mitigating actions*) í fjármálaeftirliti.

## Írland

Árið 2003 var Seðlabanki Írlands endurskipulagður með samruna seðlabankans og Fjármála-stjórnsýslunnar (e. *Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, CBFSAI*). Eiginlegt fjármálaeftirlit var sett á fót innan þessarar stofnunar sem sjálfstæð stofnun (e. *Irish Financial Services Regulatory Authority, IFSRA*), með ábyrgð á eindarvarúðareftirliti með öllu fjármálakerfinu að undanskildum lífeyrissjóðum. IFSRA var í nánú samstarfi við CBFSAI hvað varðar stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Í þessu kerfi hafði seðlabankastjórinn ákveðin völd varðandi t.d. samráðs-skyldu IFSRA við hann um öll mál er snerta fjármálastöðugleika, að skipa starfsmenn CBFSAI til vettvangsrannsókna á útlánafyrirtækjum og að beina til IFSRA að leggja fram leiðbeinandi tilmæli varðandi verkefni CBFSAI. Árið 2010 var þessu fyrirkomulagi breytt með því að færa allt fjármála-efirlit inn í Seðlabanka Írlands, með einni yfirstjórn (e. *Central Bank of Ireland Commission*). Breytingin fólst einnig í því að búa til tvær nýjar yfirmannastöður, framkvæmdastjóra fjármála-efirlits og framkvæmdastjóra seðlabanka. Hin nýja löggjöf tryggir sjálfstæði seðlabankastjórans samkvæmt lögum ESB og Evrópska seðlabankakerfisins. Eftirlit með neytendavörnum hefur um leið verið fært undir aðskilda Neytendastofnun (e. *National Consumer Agency*).

77. Sjá Der Nederlandsche Bank (2010).

78. Síðan árið 2002 hefur Seðlabanki Belgíu (fr. *Banque Nationale de Belgique*) verið ábyrgur fyrir fjármálastöðugleika. Í kjölfar skýrslu Lamfalussy (2009) um þarfir breytingar á skipulagi fjármálaeftirlits í Belgíu, þar sem fyrra skipulag er gagnrýnt og lagt til að eindarvarúðareftirlit verði fært inn í seðlabankann og aðskilinn viðskiptaháttastofnun sett á laggirnar. Verið er að undirbúa að bankinn taki yfir aukna slíka ábyrgð í kjölfar nýrrar lagasetningar belgiska þingsins í maí 2010. Seðlabanki Belgíu mun þá gegna svipuðu hlutverki og Seðlabanki Hollands.

## Ítalía

Á Ítalíu er seðlabankinn (it. *Banca d'Italia*) ábyrgur fyrir eftirliti með fjármála fyrirtækjum að því er þjóðhagsvarúð og eindarvarúð varðar. Eftirlitsnefnd með verðbréfavíðskiptum (it. *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, CONSOB*) fylgir eftir viðskiptaháttareglum fyrir bæði banka og verðbréfafyrirtæki. Í maí 2008 var innleidd víðtæk endurskipulagning á Seðlabanka Ítalíu. Ráðist var í breytingar í ljósi aukinnar samþættingar evrópskra og alþjóðlegra markaða, útbreiðslu nýrra áhættupátta og tækniframfara sem hafa breytt því hvernig seðlabankar starfa og eru skipulagðir. Þannig dró endurskipulagningin saman fjárhagsleg fjárfestingarviðskipti á einn stað, skapaði getu til að samþætta áhættustjórnun sem er óháð hvaða stofnun eða starfsemi sem hún tengist, færði peningastjórn og sérstakar fjármögnunaraðgerðir í eitt svið, sameinaði umsjón með greiðslu- og uppgjörskerfinu og þeim mörkuðum sem peningastefnan er grundvölluð á, nýtti tækifæri til að skoða á heildstæðan hátt málefni sem varða fjármálakreppur og hvernig á að fyrirbyggja þær, styrkti samráðsgrundvöll og hagræddi í sjálfstýrðum verkþáttum. Lögð var áhersla á að þar sem verkþættir seðlabankastarfsemi, markaða, greiðslukerfa og þjónustu við ríkissjóð eru samstilltir er hagkvæmt að sameina þá á einu sviði. Fyrirkomulaginu fylgir einnig hagræðing fyrir innlent og alþjóðlegt samstarf. Eftirfarandi deildir eru á hinu nýja sviði markaða og greiðslukerfis:

- *Seðlabankastarfsemi*. Innifelur stefnumótun og stjórn á markaðsinngripum sem nauðsynlegar eru til að innleiða peninga- og gengisstefnu innan evrukerfisins, til viðbótar við ferli til að veita lausafjárstuðning í neyð (e. *Emergency Liquidity Assistance, ELA*) og útgáfu skuldabréfa ríkissjóðs.
- *Fjárhagsleg fjárfesting*. Ábyrgð á eignastýringu allra fjárhagslegra eigna í evrum, erlendum gjaldmiðlum og gulli og eftirfylgni með öllu fjárfestingarferlinu, frá viðskiptum (e. *front office*) til uppgjors (e. *back office*).
- *Áhættustýring*. Sameinar verkþætti mats og stjórnar á fjárhagslegri áhættu (markaða, útlána og lausafjár) og rekstraráhættu tengdri fjárhagslegri starfsemi. Deildin stýrir einnig áhættu á eignasafni og sérstökum lífeyrissjóði.
- *Markaðs- og greiðslukerfisumsjón*. Ábyrgð á eftirliti bankans með greiðslukerfinu, reglum og eftirliti með peninga- og fjármálamörkuðum og tengdum félögum, sem og öryggisinnlánum (e. *securities depositories*) og viðskiptamiðlun (e. *clearing houses*).

## Finnland

Finnland komst nokkuð vel út úr fjármálakreppunni og það hefur mótað afstöðu til skipulagsbreytinga. Árið 2009 var gerð breyting á skipulagi fjármálaeftirlits þegar fyrirkomulag eins alhliða fjármálaeftirlits (FIN-FSA) var tekið upp í nánu samstarfi við Seðlabanka Finnlands. Reynsla Finna undanfarin ár hefur styrkt röksemdir fyrir hinu nýja kerfi, þar sem lögð er áhersla á að auka samstarf á milli aðskilinna eftirlitsaðila á sviði eindar- og þjóðhagsvarúðar. Að því er varðar aðskilnað varúðareftirlits og neytendavarna í tveggja turna líkani eru finnsk stjórnvöld þeirrar skoðunar að betra sé að samnýta eftirlitsmannauðin eins og gert er með alhliða fjármálaeftirliti. Þó að vandamálið um hagsmunarárekstra á milli seðlabanka og fjármálaeftirlits eigi við rök að styðjast fylgir alhliða fjármálaeftirlits-líkaninu ákveðin samhæfing þar sem starfsemi hefðbundins fjármálaeftirlits er undir einu þaki. Þá er skipting í nokkrar aðskildar eftirlitsstofnanir talin flækja alþjóðlegt samstarf eftirlitsaðila. Að því er seðlabankann varðar, er verið að leggja áherslu á að byggja upp þjóðhagsvarúðargetu í samstarfi við FIN-FSA. Þar sem Finnland er aðili að evrusvæðinu, gegnir stofnun Evrópsku ráðgjafanefndarinnar um kerfisáhættu lykilhlutverki í þeim undirbúningi. Ekki er ráðgert að stofna sérstaka ráðgjafanefnd um kerfisáhættu í Finnlandi eða að setja á laggirnar

fjármálastöðugleikastefnunefnd innan seðlabankans. Samstarfssamingur seðlabankans, FIN-FSA og tveggja tengdra ráðuneyta hefur reynst ágætlega að því er fjármálastöðugleika varðar. Hvað varðar aðgerðir til að auka þjóðhagsvarúðargetuna í seðlabankanum er verið að innleiða skipulagsbreytingar á grundvelli fylkja (e. *matrix organisation*) með því að setja á laggirnar fjóra ferla um lykilstefnur bankans. Ein er nefnd fjármálastöðugleikastefna og hinar tengjast peningastefnunni. Markmiðið er að styrkja samstarf milli ólíkra verksviða bankans og sérstaklega að ná fram samvirkni (e. *synergy*) á milli fjármálastöðugleika og þjóðhagsgreiningar. Þar sem verið er að draga saman fjölda starfsmanna á næstu árum, þarf bankinn að framkvæma greininguna með sífellt færri starfskröftum.

### Svíþjóð

Þann 12. febrúar 2010 sendi Seðlabanki Svíþjóðar (Riksbanken) erindi til sænska þingsins til að biðja um að sett yrði á fót nefnd til að rannsaka ýmis atriði er varða skipulag fjármálaeftirlits og hlutverk seðlabankans í því. Spurningarnar sem seðlabankinn biður um að verði svarað eru m.a. hvort seðlabankinn þurfi ný þjóðhagsvarúðartæki, hvort tengja eigi seðlabankann og fjármálaeftirlitið nánari böndum, hvort nauðsynlegt sé að búa til verklag til að leysa upp fallna banka, hvort breyta þurfi seðlabankalögunum. Seðlabankinn hefur þegar hafið skoðun á verklagi og skipulagi sem gæti samræmst auknu þjóðhagsvarúðarhlutverki hans.

### Danmörk

Svipaðar umræður eru einnig hafnar í Danmörku en þær eru ekki langt á veg komnar. Í kjölfar kreppunnar hefur danska fjármálaráðuneytið fengið ný tæki sem gera því kleift að grípa betur inn í rekstur fjármálafyrirtækja. Hægt er að þvinga banka til að skipta um viðskiptalíkan ef þeir fara yfir ákveðin mörk, eins og óhóflegur vöxtur útlána, veik lausafjárstaða, veikleikar gagnvart fasteignamarkaði, og stórar áhættur. Fjármálaeftirlitið getur einnig krafist breytinga í stjórn banka eða að stjórnendum sé vikið frá. Seðlabanki Danmerkur er þeirrar skoðunar að nánari tengsl á milli eftirlitsaðila og seðlabanka alþjóðlega í kjölfar kreppunnar og þarfar fyrir skýra fjármálastöðugleikastefnu (e. *macroprudential policy*) kalli á mun nánari tengingu á milli Seðlabanka Danmerkur og fjármálaeftirlitsins, t.d. eins og í Hollandi eða Bretlandi. Ríkisstjórnin er að skoða málið og líklegt að nefnd verði sett á fót sem rannsakar málið.

### Bandaríki Norður-Ameríku

Skipulag fjármálaeftirlits er flókið í Bandaríkjunum enda er fjármálakerfið gríðarlega stórt, margþætt og starfsemin flókin. Seðlabanki Bandaríkjanna (e. *Federal Reserve System*, FRS) hefur verið leiðandi eftirlitsaðili með bönkum í Bandaríkjunum, sem tekur til 12 svæðisbundinna aðildarbanka. Fimm aðrar stofnanir eiga hlutverki að gegna á sviði bankaeftirlits um gervöll Bandaríkin, en það eru Bankaeftirlitið (e. *Office of the Comptroller of the Currency*, OCC), Innstæðutryggingarnar (e. *Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC), Sparisjóðaeftirlitið (e. *Office of Thrift Supervision*, OTS), Íbúðalánastofnunin (e. *Federal Housing Finance Agency*, FHFA) og Sparisamlagaftirlitið (e. *National Credit Union Administration*, NCUA). Til viðbótar eru eftirlitsaðilar í einstökum fylkjum. Á sviði verðbréfa er Eftirlitsnefndin með verðbréfavíðskiptum, SEC, sem er með 11 svæðaskrifstofur, leiðandi aðili. Einnig koma þar að málum Nefnd um framvirk hráefnaviðskipti (e. *US Commodity Futures Trading Commission*, CFTC) og Eftirlitsnefnd með skuldabréfaútgáfu sveitarfélaga (e. *Municipal Securities Rulemaking Board*, MSRB). Einnig eru nokkrar stofnanir sem fást við eigið eftirlit, en það eru Nefnd um reglur fyrir fjármálageirann (e. *Financial Industry Regulatory Agency*, FIRA) og Nefnd um framvirk viðskipti (e. *National Futures Association*, NFA) ásamt

verðbréfaeftirliti einstakra ríkja. Á sviði tryggingarmála er Eftirlitsstofnun á tryggingarmarkaði (e. *National Association of Insurance Commissioners*) ásamt eftirlitsaðilum einstakra fylkja.

OCC, sem er undirstofnun fjármálaráðuneytisins (e. *US Treasury Department*), sér um banka-  
eftirlit og leyfisveitingar til banka og alríkisleyfi til útibúa erlendra banka. FRS og fylkisstjórnir sjá um eftirlit með bönkum með bankaleyfi innan fylkja og eru aðilar að FRS. Bankar með fylkjaleyfi en ekki tengdir FRS eru undir eftirliti fylkisstjórna. FRS hefur vald til að hafa eftirlit með öllum bankaeignarhaldsfélögum og dótturfyrirtækjum þeirra. Að auki hefur sjálfstæð FDIC einhverjar eftirlitsskyldur.

Stjórn Seðlabanka Bandaríkjanna setur lagalegar tilskipanir (e. *statutory directives*), markar stefnu um eftirlit og reglur fyrir fjármálakerfið og tryggir eftirfylgni banka í ríkjunum á alríkis-  
lögum sem vernda neytendur sem taka lán. Svæðisbundnir aðildarbankar hafa staðbundið eftirlit með bönkum ríkjanna og eignarhaldsfélögum banka, skoða beiðnir um yfirtökur eða samruna og breytingar á stjórn banka og eignarhaldsfélaga banka. Markmið og verkefni bankaeftirlits Seðlabanka Bandaríkjanna er að hafa leiðandi eftirlit og reglugerð með *i)* öllum bankaeignarhaldsfélögum, öðrum fyrirtækjum þeirra og dótturfyrirtækjum erlendis, *ii)* viðskiptabönkum sem starfa með leyfi viðkomandi fylkis og eru aðilar að Seðlabankakerfinu og dótturfyrirtækjum eða útibúum þeirra erlendis, *iii)* Edge-löggjöfinni og fyrirtækjum sem starfa samkvæmt samþykktinni (notað af bandarískum bönkum sem eru með starfsemi erlendis) og *iv)* fjármálaleg eignarhaldsfélög (sem regnhlífar-  
eftirlitsaðili).

Seðlabankinn ber auk þess eftirfarandi eftirlits- og reglugerðarábyrgð með að *i)* setja reglur um framlagsskyldu (e. *margin requirements*) á verðbréfavíðskipti, *ii)* vernda neytendur í innlána- og lántökuviðskiptum, *iii)* berjast gegn peningaþvætti (bankaleyndarlöggjöfin) og *iv)* setja reglur um viðskipti á milli banka. Meginmarkmið með eftirlits- og reglugerðarstarfsemi Seðlabanka Bandaríkjanna er að stuðla að öryggi og styrk eftirlitsskyldra stofnana og eftirfylgni þeirra með lögum og reglum. Skrifstofa fjármálastjóra gjaldmiðilsins sinnir almennu eindarvarúðareftirliti en Innstæðutryggingarsjóðsstofnunin sinnir einnig hlutverki á sviði bankaeftirlits sem tengist því að meta áhættu fyrir sjóðinn tengda starfsemi innlánsstofnana. Íbúðalánasjóðsstofnunin, sem var sett á laggirnar árið 2008, gegnir hlutverki við að tryggja að íbúðalánveitingar lúti viðeigandi reglum og eftirliti. Sparisjóðastjórnsýslan hefur eftirlit og setur reglur um starfsemi sparisjóða. Þá eiga eftirlitsstofnanir einstakra fylkja einnig mikilvægu hlutverki að gegna á sviði bankaeftirlits.

Bankakerfi Bandaríkjanna varð fyrir miklu áfalli frá árinu 2007 og hafa mörg hundruð bankar orðið gjaldþrota eða verið teknir yfir. Mikil umræða varð á Bandaríkjaþingi í aðdraganda endurskipulagningar á regluverki og eftirliti með fjármálafyrirtækjum. Obama forseti leitaði til Paul Volcker, fyrrverandi seðlabankastjóra Bandaríkjanna, um að hann leiddi ráðgjafarnefnd um málið. Sú nefnd skilaði af sér og beindust áherslur skýrslunnar aðallega að fjárfestingarstarfsemi banka, sem nefndin taldi ekki fara saman við innlánabankastarfsemi. Í framhaldinu endurskoðaði þingið hlutverk seðlabankans í bankaeftirliti og varð niðurstaðan sú að eftirlit með stórum bönkum er falið Seðlabankanum en um leið eru mörk dregin við eftirlit með bönkum með eignir umfram 100 milljarða dollara. Sú ráðstöfun þýðir að Seðlabankinn mun fylgjast með 23 stærstu stofnununum.<sup>79</sup> Mat flestra var að Seðlabankinn ætti að gegna ofangreindu hlutverki þar sem aðeins hann er hæfur til að fylgjast með kjarna fjármálakerfisins. Ábyrgð á eftirliti með miðlungsstórum og smærri bönkum var færð annað. Þá var mikil umræða um það hverjum ætti að fela ábyrgð á nýjum neytendavörnum á sviði bankamála og var það verkefni einnig falið Seðlabankanum.

79. Financial Times (2010).

Nýju kerfi skilaneftnda (e. *resolution regime*) var komið á fót til að fást við kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki sem eru við það að falla, en það mun auðvelda ríkisstjórninni að slíta slíkum stofnunum og forða því að smit breiðist hratt út í fjármálakerfinu. Til að bregðast við áhyggjum af því að stjórnvöld fengju þar með of mikil völd yfir einkafyrirtækjum var ákveðið að stofna embætti sérstaks gjaldprotadómara til að gæta hlutleysis og réttar lögaðila. Kerfið miðast við að fyrirbyggja þann mikla kostnað sem varð af björgun tryggingarrisans American International Group (AIG) og gjaldþroti eins stærsta fjárfestingarbanka Bandaríkjanna, Lehman Brothers.

Tafla 21.

### Ný lög um bandarískt fjármálakerfi 2010

1. Stýrning um fjármálastöðugleika (FSOC) stofnað  
Tíu aðilar, þ.e. fjármálaráðherra (formaður), seðlabankastjóri, forstjórar helstu eftirlitsstofnana og aðili samþykktur af Öldungadeild þingsins, eiga sæti í ráðinu. Ráðið er ekki eiginlegur eftirlitsaðili en setur reglur og beinir tilmælum til bandaríska seðlabankans og Innisæðutryggingasjóðarar (FDIC) um að bregðast við erfiðleikum í rekstri fjármálafyrirtækja sem geta ógnað fjármálastöðugleika. Ný skrifstofa fjármálarannsóknar styður vinnu FSOC.
2. Heildstæð lagabreyting á fjármálakerfinu  
Lagabreytingin nær til bankakerfisins, afleiðuviðskipta, verðbréfa- og vogunarsjóða, skuldabréfa, tryggingafélaga, neytenda- og fjárfestaverndar, fyrirtækjastjórnar og launa stjórnenda.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

*Ný löggjöf.* Í byrjun júlí 2010 staðfesti Forseti Bandaríkjanna lög sem fulltrúadeildin og öldungadeildin höfðu samþykkt. Lögin miða að því að auka getu til að greina og bregðast við áhættum er varða stöðugleika fjármálakerfis Bandaríkjanna. Þessi nýja löggjöf felur í sér mestu breytingar á fjármálaeðglum síðan í „Kreppunni miklu“ á fjórða áratug síðustu aldar. Þótt löggjöfin breyti ekki fjármálakerfinu né brjóti upp

stærstu fyrirtæki landsins felst í henni mikil breyting á skipulagi fjármálaeftirlits landsins. Markmiðið er að færa heimilum þá vernd sem þau eiga skilið, vernda fjárhagslegt öryggi og færa fyrirtækjum aðgang að því lánsfé sem þau þurfa til að vaxa og skapa nýjungar. Tvær megináherslur felast í lögnum. Annars vegar er áherslan á að bæta mat og viðbrögð við kerfisáhættu með aukinni samræmingu aðgerða stjórnvaldsaðila og hins vegar að grípa til viðtækra lagabreytinga varðandi ólíka en mikilvæga þætti í fjármálastarfsemi.<sup>80</sup> Í lögnum eru bættar reglur m.a. fyrir afleiður, verðbréf, verðbréfavarning, lánshæfisfyrirtæki og vogunarsjóði og fjárfestavernd. Í töflu 19 er fjallað um meginbreytingarnar.

*Stýrning um fjármálastöðugleika.* Fyrir fjármálakreppuna var engin stofnun sem bar ábyrgð á stöðugleika í fjármálakerfinu í heild sinni og sá um að leita að hugsanlegum ógnum við hann. Fyrir vikið voru stjórnvöld óupplýst um hættur sem tengdust stórum og flóknum fjármálafyrirtækjum með tengingar víða, eins og tryggingarisinn AIG sem hefði getað tekið fjármálakerfið með sér ef hann hefði fallið. Lögin kveða á um stofnun Stýrningu um fjármálastöðugleika (e. *Financial Stability Oversight Committee, FSOC*) sem mun fylgjast með fjármálaumhverfinu með tilliti til hugsanlegrar kerfisáhættu og vara við henni. Ráðið, sem samanstendur af eftirlitsaðilum og er undir forystu fjármálaráðherra, hefur það markmið að framkvæma skipuleg skil á fjármálafyrirtækjum sem eru komin í þrot til að lágmarka ókyrrð í efnahagslífinu og vernda hagsmuni skattgreiðenda. FSOC mun greina kerfisáhættu sem tengist stórum og flóknum fjármálafyrirtækjum og einblína á fjármálaafurðir og aðferðir sem geta magnað upp áhættu margra fyrirtækja. Ráðið getur einnig beðið eftirlitsaðila að herða reglur fyrir fyrirtæki sem eru svo stór og flókin að þau mynda ógn við fjármálakerfi landsins.

*Of stór til að falla.* Þegar stór fjármálafyrirtæki fóru að verða gjaldþrota árið 2008, stóðu stjórnvöld frammi fyrir tveim erfiðum kostum. Annars vegar var hægt að leyfa þeim að verða gjaldþrota í langvarandi ferli sem gæti haft alvarleg áhrif á fjármálamarkaðinn eða hins vegar að

80. Gagnrýni á löggjöfina er að hún taki ekki nægilega vel á aðferðum við undirskrift samninga, né leysi hún vandan tengdan ríkisstyrktu íbúðalánafyrirtækjunum Fannie Mae og Freddie Mac. Fyrir vikið álíta sumir að löggjöfin muni ekki skapa þann stöðugleika og það traust á fjármálamörkuðum sem þarf, né muni hún merkjanlega draga úr kerfisáhættu í fjármálakerfinu. Sjá t.d. Posner (2010).



nota fé skattgreiðenda til að bjarga þeim. Seinni leiðin var farin. Til að fyrirbyggja að slíkt geti gerst aftur hefur ríkisstjórnin fengið nýtt og víðtækt vald til að taka yfir og leysa upp stór fjármálafyrirtæki sem eru á leið í gjaldþrot. Eigendur hlutabréfa og ótryggðir lánveitendur munu tapa fé sínu og stjórn fyrirtækisins verður sagt upp. Þá getur hið nýja fjármálastöðugleikaumsjónarráð skyldað stór og flókin fjármálafyrirtæki að leggja til meira fjármagn til að standa undir hugsanlegu tapi og takmarka lántöku þeirra.

*Afleiður.* Afleiðumarkaðurinn, sem byggist á því að veðja á framtíðarverð á einhverjum öðrum fjármálagerningi hefur þanist út á undanförunum árum án opinbers eftirlits. Þegar fjármálakreppan brast á greip um sig ótti þegar fjárfestar vissu ekki hvort mótaðilar þeirra gætu greitt. Þessi óvissa jók á erfiðleikana þar sem þúsundir fyrirtækja voru tengd í neti mögulegra gjaldþrota. Til að bregðast við þessu mun ríkisstjórnin nú hafa umsjón með hinum gríðarstóra afleiðumarkaði. Flestir afleiðusamningar munu fara fram í miðlægu greiðslu- og uppgjörskerfi, til að fjárfestar geti verið vissir um að þeir fái það sem þeim ber. Fyrirtæki verða skylduð til að safna sjóðum til að greiða óvænt tap. Þá munu slík viðskipti eiga sér stað í kauphöllum en ekki sem hliðarviðskipti. Löggiöfin þvingar stærstu bankana ekki til að losa sig við arðvænlegar afleiðuviðskiptadeildir, sérstaklega hina áhættusömu skiptasamninga á sviði skuldatrygginga. Afleiðudeildir ríkistryggðra banka geta gengið inn í sjálfstætt fjármögnuð dótturfyrirtæki. Þá hafa fyrirtækin tvö ár til að framfylgja hinum nýju reglum.

*Áhætta fjármálafyrirtækja.* Volcker-reglan<sup>81</sup> gengur aðallega út á tvennt, að a) takmarka getu banka að vera í áhættusamri fjárfestingu sem kemur viðskiptavinum þeirra ekki til góða og b) takmarka getu stærstu bankanna til að nota lánsfé til að fjármagna eigin vöxt. Seinni reglan kemur til þar sem áhyggjur fóru að vakna að ríkisábyrgðir til að hvetja banka til að lána leiddu til þess að bankarnir tækju ódýrari lán og notuðu þau til að vera í áhættusamri fjárfestingu sem jók hagnað þeirra. Þannig miðast nýju reglurnar ekki bara við að „heyja fyrra stríð“, heldur einnig að taka á framtíðarvandamálum. Samkomulag náðist um Volcker-regluna sem hindrar banka í að taka áhættusamar stöður fyrir eigin reikning, svokölluð eignaviðskipti. Sérstök tegund eignaviðskipta er bönnuð. Þá er fjármálafyrirtækjum bannað að taka stöður á móti verðbréfum sem þau selja viðskiptavinum. Löggiöfin leyfir bönkum jafnframt að halda áfram að eiga afleiðuviðskipti tengd vöxtum, gengi gjaldmiðla, gulli og silfri. Þeir fá einnig að eiga afleiðuviðskipti til að eyða eigin áhættu. Eitt markmið með löggiöfinni er að draga úr þátttöku í ofuráhættuviðskiptum sem geta framkallað mikið tap hjá fjármálafyrirtækjum sem eru kerfislega mikilvæg fyrir fjármálakerfið. Annað markmið er að koma í veg fyrir að ódýrt fjármagn, sem viðskiptabankar með tryggðar innstæður hafa aðgang að verði notað til að greiða með ofuráhættu viðskiptum. Þó fá bankar að fjárfesta 3% af eigin fjármagni í vogunarsjóðum og hlutabréfum.

*Reglugerðarval.* Fjármálafyrirtæki gátu valið eftirlitsaðila (e. *regulator arbitrage*) sem veitti þeim þægilegasta starfsumhverfið. Þetta var hægt í umhverfi aðskilinna eftirlitsaðila með verk-svið sem sköruðust. Í sumum tilfellum höfðu eftirlitsaðilar ekki næga sérþekkingu til að skilja hvað fyrirtækin sem þau fylgdust með voru að gera. Sérstaklega var þetta áberandi í eftirliti með sparisjóðabönkum. Til að koma í veg fyrir þetta hafa skýrar línur verið lagðar fyrir ábyrgð til að draga úr reglugerðarvali.

*Neytendavarnir.* Fyrir fjármálaáfallið voru sjö stofnanir sem sáu sameiginlega um neytendavarnir á sviði íbúðalána, bílalána og kreditkorta, en engin þeirra lagði höfuðáherslu á þá starfsemi.

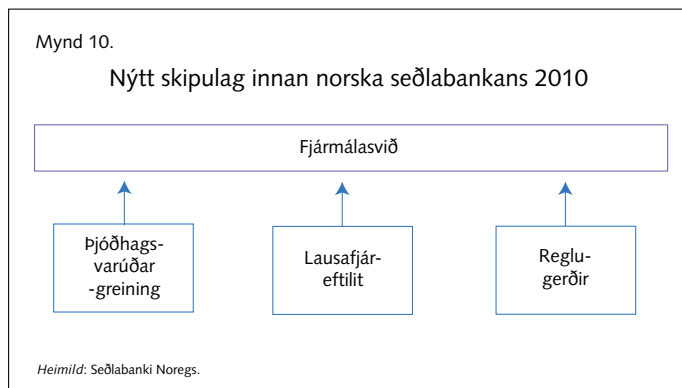
81. Fjármálaráðherra Bandaríkjanna, Timothy Geithner, var fylgjandi því að til að draga úr áhættusamri fjárfestingu banka væri rétt að skylda þá til að setja til hliðar meira fjármagn til að verja sig tapi, en þetta dregur úr hagnaði bankanna. Þá voru áhyggjur af því að Volcker-reglan myndi banna ýmsar tegundir viðskipta sem gætu átt við góð rök að styðjast. Þótt Volcker reglan hafi orðið ofan á, voru ströngustu ákvæði hennar milduð í endanlegri gerð laganna.

Afleiðingin varð sú að neytendalán urðu mjög flókin og áhættusöm, en það leiddi til hruns á íbúðalánamarkaðinum. Um leið snarhækkuðu vextir á kreditkortalán og þjónustugjöld bankanna þöndust út. Þá störfuðu íbúðalánamiðlarar og bílálánafyrirtæki án eftirlits ríkisstofnunar. Nefnd um neytendavernd á sviði fjármálaþjónustu (e. *Consumer Financial Protection Agency*) hefur verið sett á laggirnar til að bæta reglur um neytendafjármálaafurðir og –þjónustu. Þessi stofnun verður til húsa hjá Seðlabankanum (e. *Federal Reserve System*). Stofnunin mun hafa sjálfstæða fjármögnun, sjálfstæðan stjórnanda sem Forsetinn skipar, og nær algert sjálfstæði við að setja reglur og fylgja þeim eftir. Sett hefur verið á fót skrifstofa alríkistrygginga (e. *Office of National Insurance*) innan fjármálaráðuneytisins til að gera ríkisstjórninni kleift að samræma betur tryggingar.

*Áhrif eigenda.* Að lokum fá eigendur hlutabréfa bankanna aukið vægi við stjórn fyrirtækjanna, takmarkanir eru settar á íbúðalán og áhættumiðað gjald verður lagt á stór fjármálaafurðir til að hjálpa til við að greiða fyrir hina víðtæku löggjöf, sem fjárlagaskrifstofa þingsins metur að kosti 20 milljarða dollara næsta áratuginn.<sup>82</sup>

## Noregur

Af EFTA-ríkjunum hefur Noregur, eins og Ísland, alhliða fjármálaeftirlit og seðlabanka sem eru með sameiginlega ábyrgð á fjármálastöðugleika. Fjármálakreppan hafði lítil áhrif í Noregi og lítil umræða hefur verið um skipulagsbreytingar þar. Þó hefur seðlabankinn hafist handa við að innleiða skipulagsbreytingar sem styðja við markmiðið um fjármálastöðugleika og gera honum kleift að fylgjast betur með þáttum sem hafa áhrif á kerfisáhættu og þróa stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar



til að taka á auknu ójafnvægi. Löng hefð er í fjármálastöðugleikaskýrslum seðlabankans að gefa ábendingar um vaxtastig frá sjónarhóli fjármálastöðugleika. Þótt stýrivaxtahækkanir geti almennt slegið á innlenda þenslu til að viðhalda verðstöðugleika og bóllumyndun á eignamörkuðum til að draga úr kerfisáhættu, eru einnig dæmi um að eitt stýritæki, stýrivextir, geti ekki samtímis náð að tryggja

bæði verðstöðugleika og fjármálastöðugleika. Til þess þurfa önnur tæki að koma til á sviði þjóðhagsvarúðar. Í dag er í Noregi, eins og á Íslandi, virkt samstarf seðlabanka við fjármálaeftirlit og fjármálaráðuneyti og er í auknum mæli verið að þróa það samstarf til að taka kerfisáhættu. Framundan er vinna við að útbúa viðeigandi tæki en það krefst skipulags- og lagabreytinga. Seðlabankinn hefur nýverið skipt fjármálasviði bankans upp í þrjár einingar, en með óbreyttum starfsmannafjölda. Áherslan er á að styrkja greiningu á sviði þjóðhagsvarúðar og framkvæmd fjármálastöðugleikastefnunnar. Aðskilnaður verkefna á sviði peningastefnu annars vegar og fjármálastöðugleikastefnu hins vegar tryggir að tekið er á togstreitu á milli hinna aðskildu en tengdu markmiða á hlutlægan hátt með það að leiðarljósi að hámarka samræmingu þeirra á faglegum grunni.

Samhliða því er verið að auka samstarf sérfræðinga á hagfræðisviði og fjármálasviði um peningastefnu og fjármálastöðugleika. Til dæmis koma sérfræðingar á fjármálasviði nú markvisst að þróun heildarjafnvægis þjóðhagslíkans bankans til að endurspeglar sem best fjármálaþætti í peningastefnunni. Áður var slík líkanavinna algerlega unnin af sérfræðingum á hagfræðisviði bankans.

82. Fjárlagaskrifstofa þingsins (e. *Congressional Budget Office*) er sú stofnun löggjafarþingsins sem endurskoðar fjárlagafrumvarp og aðra löggjöf sem hefur áhrif á fjárreiður ríkissjóðs og lögð er fram á þinginu.

## Ísland

Eftirlit með starfsemi fyrirtækja á fjármálamarkaði er tvískipt á Íslandi. Fjármálaeftirlitið sér um eftirlit með starfsemi fjármálfyrirtækja en Seðlabankinn fylgist með fjármálastöðugleika. Vinna er hafin við að endurmeta fjármálaeftirlit á Íslandi í kjölfar hruns bankakerfisins og er mikilvægt að draga rétta ályktun af þeim breytingum sem átt hafa sér stað á íslensku fjármálakerfi og hinu alþjóðlega umhverfi við að hanna nýja umgjörð varúðareftirlits.

**Fjármálaeftirlitið.** Frá 1. janúar 1999 fer fjármálaeftirlitið (FME) með eftirlit með starfsemi banka sem Seðlabanki Íslands hafði fram að þeim tíma séð um. FME er einnig eftirlitsaðili með sparisjóðum, lánveitendum, verðbréfamiðlurum, eignarhaldsfélögum UICITS, kauphöllum og öðrum reglubundnum mörkuðum, verðbréfavörsluaðilum, innlánsdeildum samvinnufélaga, lífeyrissjóðum, tryggingarfélögum, tryggingarmiðlurum og öðrum eftirlitsskyldum aðilum. Frá þeim tíma hefur Seðlabanki Íslands fylgst með fjármálastöðugleika kerfisins í heild. Á milli þessara aðila hefur verið samstarf og hafa þrjú samstarfssamningar verið undirritaðir.<sup>83</sup> Fjármálaeftirlitið er sjálfstæð ríkisstofnun sem heyrði undir viðskiptaráðuneytið fyrir 1. október 2009 en efnahags- og viðskiptaráðuneytið eftir það. Stofnunin heyrir undir 3 manna stjórn. Árið 2009 voru 73 starfsmenn á skrá Fjármálaeftirlitsins og útgjöld stofnunarinnar námu 1.075 m.kr. (þ.a. launakostnaður 60%).

Hlutverk Fjármálaeftirlitsins (FME) er að fylgjast með því að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög og reglur og að öðru leyti í samræmi við eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti, sbr. 8. gr. laga nr. 87/1998, um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Þá veitir FME fjármálfyrirtækjum starfsleyfi, skv. 2. gr. laga um fjármálfyrirtæki, nr. 161/2002. Eftirlitsskyldir aðilar á fjármálamarkaði eru viðskiptabankar, sparisjóðir, váttryggingarfélög, váttryggingarmiðlanir, lána-fyrirtæki (fjárfestingarbankar og greiðslukortafyrirtæki), verðbréfafyrirtæki, verðbréfamiðlanir, rekstrarfélög verðbréfasjóða og lífeyrissjóðir, auk annarra aðila sem heimild hafa til að taka á móti innlánnum. Þá er FME í nokkrum sérlægum gert að hafa eftirlit með tilteknum aðilum, svo sem Nýsköpunarsjóði atvinnulífsins og húsbúðingadeild Íbúðalánasjóðs.

Tvenn lög kveða sérstaklega á um starfsemi Fjármálaeftirlitsins. Annars vegar eru það lög nr. 87/1998, með síðari breytingum, um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, fjalla um stofnunina og stjórnarsýslu hennar, starfsemi, þagnarskyldu og fleira. Hins vegar eru það lög nr. 99/1999, um greiðslu kostnaðar við opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, fjalla um greiðslu kostnaðar við eftirlitið. Eftirlitsskyldir aðilar greiða sérstakt eftirlitsgjald samkvæmt lögnum og standa straum af kostnaði við starfsemi Fjármálaeftirlitsins. Í hinum ýmsu lögum um starfsemi eftirlitsskyldra aðila er einnig að finna margvísleg ákvæði er lúta að framkvæmd eftirlits með viðkomandi starfsemi og afskiptum sem Fjármálaeftirlitinu ber að hafa af starfseminni. Lög um starfsemi þessara aðila, reglugerðir og ýmsar reglur sem settar hafa verið með tilvísun í lög má finna undir "Lög og reglur" á valseðlinum til vinstri á síðunni.

Eftirgreindir flokkar fjármálfyrirtækja og aðila í fjármála- og váttryggingarstarfsemi lúta eftirliti Fjármálaeftirlitsins:

- Viðskiptabankar (lög nr. 161/2002)
- Sparisjóðir (lög nr. 161/2002)
- Lána-fyrirtæki (fjárfestingarbankar) (lög nr. 161/2002)

83. Í samkomulagi á milli Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands um greiðslu- og uppgjörskerfi frá 28. mars 2003 er kveðið á um samningsmarkmið, lögbundin hlutverk samstarfsaðila í tengslum við greiðslu- og uppgjörskerfin, skiptingu umsjónar- og eftirlitsverkefna, tilkynningar, upplýsingaskipti og upplýsingaöflun aðila og önnur mál. Í samstarfssamkomulagi milli Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands frá 3. október 2006 er kveðið á um samstarfsmarkmið, hlutverk og verkaskiptingu hvað varðar umsjón og eftirlit með greiðslu- og uppgjörskerfum, fundi með samstarfsaðilum, tilkynningar, upplýsingaskipti og -öflun samstarfsaðila, reglusetningu, samstarf um aðgerðir, þátttöku í alþjóðlegu samstarfi, trúnað og önnur mál. Fjallað er um samstarfssamninginn frá 6. janúar 2011 á bls. 89.

- Verðbréfafyrirtæki (lög nr. 161/2002)
- Verðbréfamiðlanir (lög nr. 161/2002)
- Rekstrarfélög verðbréfasjóða (lög nr. 161/2002 og lög nr. 30/2003)
- Vátryggingarfélög (lög nr. 60/1994)
- Félög og einstaklingar sem stunda vátryggingarmiðlun (lög nr. 60/1994)
- Kauphallir og skipulegir tilboðsmarkaðir (lög nr. 34/1998)
- Verðbréfamiðstöðvar (lög nr. 131/1997)
- Lífeyrissjóðir (lög nr. 129/1997)
- Innlánsdeildir samvinnufélaga (lög nr. 22/1991)
- Innheimtuaðilar (lög nr. 95/2008)

Fjármálaeftirlitinu er einnig falið eftirlit með nokkrum aðilum sem starfa samkvæmt sérlögum:

- Íbúðalánasjóður,
- Tryggingarsjóður innstæðueigenda og fjárfesta og
- Tryggingarsjóður sparisjóða.

Um eftirlit með starfsemi innlendra aðila erlendis og erlendra aðila hér á landi fer samkvæmt ákvæðum sérlaga og alþjóðasamningum sem Ísland er aðili að.

Ljóst er að fjármálaeftirlitið sem hefur verið til staðar frá því árið 1999 hefur ekki tekist að tryggja stöðugleika kerfislega mikilvægra fjármálafyrirtækja og má leita margra orsaka, m.a. þeirra að ör alþjóðlegur vöxtur bankakerfisins varð meiri en Fjármálaeftirlitið gat ráðið við. Einnig var óskýr skipting ábyrgðar á stöðugleika fjármálakerfisins á milli Fjármálaeftirlitsins annars vegar og Seðlabankans hins vegar. Fjármálaeftirlitið hafði valdumboð og tæki til að bregðast við vanda-málum í fjármálafyrirtækjum í mun ríkari mæli en Seðlabankinn.

Í nóvember 2010 lagði Fjármálaeftirlitið fram stefnu sem byggir á nýjum áherslum í framkvæmd eftirlits með fjármálamörkuðum í kjölfar hruns íslenska fjármálakerfisins, með sérstaka áherslu á „fyrirbyggjandi eftirlit,“ sem aðgreint er frá eftirliti sem miðast við að „fylgja eftir form-skilyrðum laga.“<sup>84</sup> Um leið er lögð áhersla á mikilvægi þess að „gera ríkari kröfur en áður til fjármálafyrirtækja um haldbæra stefnumótun og áhættustjórnun og almennt um vinnubrögð sem standast faglegar kröfur.“ Einnig verður gerð ríkari krafa til faglegrar getu Fjármálaeftirlitsins sjálfs og lögð áhersla á „aukið samstarf um tímanlega greiningu á viðskiptastefnu og nýjungum og þeirri hagþróun sem mótar rekstrarskilyrði fjármálamarkaðarins.“ Varðandi aukið samstarf FME og SÍ á grundvelli núverandi löggjafar um starfsemi þessara stofnana leggur stefna Fjármálaeftirlitsins áherslu á nauðsyn aukins samstarfs við Seðlabankann um hin aðskildu en tengdu markmið fjármálaeftirlits þar sem „stjórnvöld og greiningaraðilar horfi á áhættu einstakra aðila og kerfislega þróun markaðarins í samhengi“ og að „hvor aðili um sig að hafa nokkra innsýn í starfssvið hins til að unnt sé að sinna eftirliti á fullnægjandi hátt.“ Eftir stendur sú niðurstaða í alþjóðlegri umræðu að fyrirkomulag alhliða fjármálaeftirlits, eins og er til staðar hér á landi, sé ekki til þess fallið að skapa grundvöll fyrir nægilega skilvirkt samstarf milli þessara aðila til að tryggja framgang hinna mikilvægu meginmarkmiða í fjármálaeftirliti.

**Ný lagaumgjörð fyrir fjármálafyrirtæki.** Frá því síðla árs 2008 hefur verið unnið að því að bæta lagaumhverfi fjármálafyrirtækja til þess að bregðast við orsökum og afleiðingum þess áfalls sem dundi yfir íslenskt efnahagslíf þá um haustið. Stjórnvöld fólu Kaarlo Jännäri, fyrrverandi forstjóra finnska fjármálaeftirlitsins, að meta lagaumhverfið og gera tillögur til úrbóta.

84. Sjá Fjármálaeftirlitið (2010b). Nýlegar upplýsingar um rekstur Fjármálaeftirlitsins má sjá í Fjármálaeftirlitið (2010a).

Í skýrslu Jännari (2009) eru helstu niðurstöður þær að fækka beri ráðuneytum sem beri ábyrgð á löggjöf fyrir fjármálamarkaðinn og að Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið verði saminuð eða færð undir sömu yfirstjórn. Lagt er til að fjármálaeftirlitinu verði gefin meiri völd til að grípa til sértækra aðgerða og að það noti völdin á kraftmeiri hátt. Koma þarf á fót miðlægum skuldagrunni (e. *National Credit Registry*) í fjármálaeftirlitinu til að draga úr útlánaáhættu í fjármálakerfinu og veita betri yfirsýn yfir stórar stöðutökur í hagkerfinu. Herða þarf reglur og síðan fylgja eftir í framkvæmd varðandi stórar stöðutökur, tengd lán, gæði eigenda og að nota góða dómgreind þegar þarf. Efla þarf eftirlit á staðnum til að sannreyna fjarlægðareftirlit og skýrslur, sérstaklega varðandi útlánaáhættu, lausafjáráhættu og gengisáhættu. Þá þarf að endurskoða og bæta innlánstryggingakerfið og fylgjast með þróun mála í ESB. Nauðsynlegt er að taka virkan þátt í alþjóðlegu samstarfi um fjármálareglur og –eftirlit, sérstaklega á EES-svæðinu og í ESB.

Starfshópur á vegum efnahags- og viðskiptaráðuneytisins fjallaði nánar um niðurstöðu Jännari og átti þátt í að smíða frumvarp til laga sem lagt var fram á Alþingi í árslok 2009. Í lögnum er brugðist við ábendingum sem fram hafa komið um auknar valdheimildir eftirlitsaðila, ábyrgð stjórnenda fjármálafyrirtækja og virkari takmarkanir á áhættu og hagsmunatengslum. Þá hafa ýmsar umbætur og breytingar verið innleiddar til að bæta regluverk fjármálamarkaðar og endurmeta hlutverk eftirlitsaðila. Helstu breytingar á lögum um fjármálafyrirtæki varða auknar eftirlitsheimildir, innri endurskoðun, áhættustýringu, skuldbindingaskrá, upplýsingakvöð sem lögð er á skuldara, heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, upplýsingar um viðskiptamenn, sölu fullnustueigna, eigin hluti, lán með veði í eigin hlutabréfum eða stofnfjárbréfum, lánveitingar til stjórnarmanna, stórar áhættuskuldbindingar, virkan eignarhlut, aukna ábyrgð stjórnarmanna, kaupaukakerfi og starfslokasamninga. Aðrar lagabreytingar vörðuðu breytingar á Innstæðutryggingarsjóði, verðbréfasjóðum, hlutafélag- og einkahlutafélagalögum, váttryggingarstarfsemi og málshöfðunarfrestum í riftunarmálum.

**Seðlabanki Íslands.** Seðlabanki Íslands (Sí) er sjálfstæð ríkisstofnun sem heyrði undir forsætisráðuneytið fyrir 1. október 2009 en efnahags- og viðskiptaráðuneytið eftir það. Stofnunin lýtur 7 manna bankararáði og voru 135 starfsmenn skráðir í árslok 2009 en rekstrarútgjöld árið 2009 námu 2.502 m.kr. (þ.a. launakostnaður 53%). Eitt meginhlutverka Seðlabanka Íslands er að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd. Heilbriggt fjármálakerfi er nauðsynleg forsenda hagstæðrar framvindu í efnahagsmálum og virkrar stefnu í peningamálum.

Lög um Seðlabanka Íslands, sem tóku gildi árið 2001, veita honum ákveðið sjálfstæði og gera hann ábyrgan að sama marki og aðra seðlabanka í þróuðum ríkjum, þótt sjálfstæði hans sé minna en hjá t.d. Evrópska seðlabankanum og Seðlabanka Bandaríkjanna. Meginverkefni bankans er að stuðla að verðstöðugleika.<sup>85</sup> Lögin kveða einnig svo á að Seðlabankinn hafi gjaldeyrisvarasjóð og stuðli að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslu- og uppgjörskerfi bæði innan lands og utan. Af þessum sökum hefur Seðlabankinn vald til að setja reglur um lausafjárstöðu lánaþyrirtækja og gjaldeyrisáhættu. Jafnframt, ef Seðlabankinn telur það nauðsynlegt til að varðveita stöðugleika fjármálakerfisins, getur hann gengið í ábyrgð fyrir lánaþyrirtæki í lausafjávanda eða veitt þeim lán gegn veði eða öðrum skilyrðum sem hann ákveður.

Á alþjóðavettvangi hefur verið lögð vaxandi áhersla á virkt eftirlit með fjármálastarfsemi og yfirsýn yfir ýmsa áhættuþætti í fjármálakerfi og í þjóðarbúskap í því skyni að leitast við að koma í veg fyrir alvarleg áföll. Áherslan á virkt og öruggt fjármálakerfi er í samræmi við það stefnumið seðlabanka flestra landa að tryggja fjármálastöðugleika. Viðfangsefnum Seðlabanka Íslands á

85. Ríkisstjórnin ákveður í samráði við Seðlabankann hvert verðbólguþolmið sem bankinn á að stefna að skal vera.

sviði fjármálastöðugleika er nánar lýst í sérstakri samþykkt bankastjórnar.<sup>86</sup> Seðlabankinn leitast við að stuðla að öryggi fjármálakerfisins með því að fylgjast náið með þjóðhagslegu umhverfi og fjármálamörkuðum, fjármálafyrirtækjum og greiðslukerfum. Jafnframt fylgist bankinn með þróun fjármálakerfisins bæði hér á landi og erlendis, styrk þess og skilvirkni og áhrifum efnahagslegra þátta á kerfið í heild sinni. Starfsemi seðlabanka á þessu sviði er frábrugðin hefðbundnu fjármálaeftirliti að því leyti að í stað þess að fylgjast fyrst og fremst með stöðu einstakra fjármálafyrirtækja er áhersla lögð á þætti sem kunna að fela í sér hættu fyrir fjármálakerfið í heild sinni. Í því skyni að stuðla að traustum undirstöðum og heilbrigði fjármálakerfisins eiga Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið með sér náið samstarf. Seðlabankinn birtir úttekt á fjármálastöðugleika á Íslandi í ritinu Fjármálastöðugleiki.

Á síðustu áratugum hafa fjármálaáföll riðið yfir víða um heim með viðtækum afleiðingum. Fjármálaáföll eru truflun eða skyndileg breyting á starfsemi fjármálafyrirtækja eða markaða sem hefur marktæk neikvæð áhrif á efnahagsþróun. Erfiðleikar í einu fjármálafyrirtæki eða mikil verðbreyting á einum eignamarkaði, sem hefur ekki viðtæk áhrif á fjármálakerfið í heild og/eða á efnahagsstarfsemina, telst ekki fjármálaáfall. Afdrifaríkustu fjármálaáföllin eru þegar bankaáföll og gjaldeyrisáföll fylgjast að. Fjármálaáföll sem ógna fjármálakerfinu í heild kunna að krefjast sérstakra neyðaraðgerða af hálfu seðlabanka og/eða annarra opinberra aðila. Því er mikilvægt að treysta undirstöður fjármálakerfisins og fylgjast með þáttum sem grafið gætu undan trúverðugleika þess.

Þegar sérstaklega stendur á og Seðlabankinn telur að fyrirgreiðsla hans sé nauðsynleg til að varðveita traust á fjármálakerfi landsins eða að möguleiki sé á keðjuverkun vegna erfiðleika eins fjármálafyrirtækis getur hann gripið inn í til þess að fleyta viðkomandi fjármálafyrirtæki tímabundið yfir þá erfiðleika sem það kann að hafa ratað í vegna lausafjávanda. Ef í hlut á banki með höfuðstöðvar í einu Norðurlandanna eða Eystrasaltsríki og jafnframt starfsstöð í að minnsta kosti einu öðru ríki á svæðinu gæti reynt á samkomulag þeirra landa um fjármálastöðugleika.<sup>87</sup>

*Hlutverk Seðlabankans í fjármálakerfinu.* Samkvæmt lögum nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands, eru verðstöðugleiki, fjármálastöðugleiki og örugg greiðslumiðlun helstu markmið bankans. Eftirlit með lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja tengist ofangreindum markmiðum Seðlabankans. Þannig miðlast peningastefnan í gegnum reglubundin viðskipti Seðlabankans við fjármálafyrirtæki um lausafjáfyrirgreiðslu. Til að meta virkni peningastefnunnar þarf bankinn að búa yfir góðum upplýsingum um stöðu lauss fjár í fjármálakerfinu. Seðlabankinn fær upplýsingar um lausafjárstöðu í krónum og erlendri mynt og getur því lagt mat á margvísleg önnur atriði eins og virkni gjaldeyris-hafta. Eftirlit Seðlabankans með greiðslukerfum er tengt lausafjárstýringu. Þannig byggist örugg greiðslumiðlun á því að fjármálafyrirtæki inni greiðslur af hendi á réttum tíma og það krefst góðrar lausafjárstýringar og veða fyrir uppgjörstyggingu. Miklar framfarir hafa átt sér stað til að takmarka áhættu í greiðslukerfum, m.a. hafa verið settir sjálfvirkir lásar í greiðslukerfin sem gera það að verkum að fjármálafyrirtæki geta ekki farið upp fyrir tryggingar innan dags. Ef erfiðleikar koma upp og eitt fjármálafyrirtæki lendir í greiðsluþroti, getur slíkt haft keðjuverkandi áhrif sem skaðar fjármálakerfið í heild. Lausafjárreglur Seðlabankans gera ráð fyrir vissum lausafjárþrengingum, en taki erfiðleikarnir að ógna stöðugleika fjármálakerfisins getur Seðlabankinn gripið inn í atburðar-rásina sem lánveitandi til þrautavara.

Samkvæmt reglum sem Seðlabankinn setur um laust fé lánastofnana (reglur nr. 317/2006) eru lausar eignir og skuldbindingar flokkaðar eftir tímabilum og gefið vægi eftir áhættu. Eignir og skuldir eru flokkaðar á fjögur tímabil; laust fé innan eins mánaðar, innan eins til þriggja mánaða, innan þriggja til sex mánaða og innan sex til tólf mánaða. Lánastofnanir skulu samkvæmt regl-

86. Seðlabanki Íslands (2006).

87. Seðlabanki Íslands (2010b).



unum hafa lausar eignir umfram skuldir næsta einn mánuð og næstu þrjá mánuði. Í reglunum er fólgið visst álagspróf þar sem frádrag er á ýmsum eignaliðum en gert ráð fyrir að greiða þurfi allar skuldbindingar á gjalddaga og hluta annarra skuldbindinga svo sem innlána. Við mat á lausafjárstöðu er einnig mikilvægt að skoða samsetningu lausraigna og skulda og meta seljanleikaigna og aðra áhættuþætti við ríkjandi aðstæður. Skýrslum er skilað til Seðlabankans mánaðarlega. Þær eru lesnar inn í gagnasafn bankans, og sendar Fjármálaeftirlitinu samkvæmt samstarfssamningi. Seðlabankinn hefur einnig fengið innri lausafjárskýrslur frá stærstu bönkunum þremur.

Sem fyrirbyggjandi aðgerð framkvæma FME og Seðlabankinn álagspróf á einstaka banka. Áherslur þeirra eru þó aðeins frábrugðnar þar sem FME ber ábyrgð á eindarvarúð og SÍ ber ábyrgð á þjóðhagsvarúð. FME einblínir því meira á áhættu í rekstri einstakra banka og SÍ á áhættu fyrir fjármálakerfið í heild eða kerfisáhættu. Í aðdraganda hrunsins lagði Seðlabankinn áherslu á að álagsprófa stærstu bankana vegna kerfislegs mikilvægis þeirra. Eftir hrun hefur aukin áhersla verið lögð á að bæta greiningu kerfisáhættu í álagsprófum. Það sem hefur helst hamlað þeirri vinnu eru takmarkaðar nýtanlegar upplýsingar. Þó eru uppi hugmyndir um að kortleggja eignatengsl m.a. með upplýsingum úr skuldagrunni FME og veita SÍ aðgang að honum. Varðandi þróun verkaskiptingar á milli SÍ og FME í fjármálaeftirliti þarf að leggja ríkari áherslu á að upplýsingar og vinnukraftar verði nýttir sem best með aukinni samvinnu. Undanfarin tvö ár hefur verið leitast við að auka samvinnu FME og SÍ og innan SÍ, milli deilda, að því er vinnuna við fjármálastöðugleika varðar.

Til viðbótar við lausafjárreglur Seðlabanka Íslands hefur Fjármálaeftirlitið sett leiðbeinandi til-mæli vegna lausafjárstýringar. Árið 2008 jókst samstarf Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands vegna lausafjäreftirlits. Það var í meginatriðum til komið vegna heimilda Fjármálaeftirlitsins til að krefjast gagna og fara í vettvangsskoðanir. Einnig hafði Fjármálaeftirlitið aukið áherslu á lausafjäreftirlit og leitað aðstoðar SÍ vegna þess. Í framhaldinu var stofnaður vinnuhópur sem útbjó skýrslur sem skilað skyldi til beggja aðila. Þær skýrslur voru um lausafjárstöðu annars vegar til viku í senn og hins vegar til 18 mánaða.

Í tengslum við stofnun nýju bankanna þriggja fór Fjármálaeftirlitið yfir lausafjármál þeirra. Vegna áhættu sem stafaði af hættu á úttektum vissra innlána í nýju bönkunum var þess krafist að nýju viðskiptabankarnir hefðu á hverjum tíma lausar eignir sem nema 20% af öllum innstæðum og geti greitt út í reiðufé 5% allra lausra innstæðna. Seðlabankinn mun endurskoða reglur um lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja og þá verður tillit tekið til vinnu alþjóðlegra aðila svo sem Basel-nefndarinnar. Í tengslum við endurskoðunina verður fundað með bönkum um lausafjárstýringu þeirra.

Fjármálasvið Seðlabankans, sem stofnað var árið 2001 til að annast m.a. viðfangsefni bankans á sviði fjármálastöðugleika, hefur einnig haft umsjón með reglum og eftirliti með lausafjárstöðu. Við úrlausn þeirra verkefna nýtur fjármálasvið þess að alþjóða- og markaðssvið bankans sér um lánamál ríkissjóðs og er í miklum samskiptum við fjármálafyrirtæki vegna umsjónar með lausafjäreftirliti.

*Greiðslumiðlunarhlutverk Seðlabankans.* Samkvæmt ákvæðum gildandi 4. gr. laga um Seðlabanka Íslands skal bankinn sinna viðfangsefnum sem samrýmast hlutverki hans sem seðlabanka, svo sem að varðveita gjaldeyrisvarasjóð og að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd.<sup>88</sup>

Greiðslumiðlun er eitt af kjarnaverkefnum allra seðlabanka og Seðlabanki Íslands hefur eins og aðrir seðlabankar sett sér það markmið að uppfylla alþjóðleg tilmæli BIS á þessum vettvangi. Úttekt

88. Fyrir lítil opin hagkerfi eins og Ísland, er gengi gjaldmiðilsins mikilvægt fyrir bæði verð- og fjármálastöðugleika. Þetta er vegna gjaldmiðlamisræmis (e. *currency mismatch*) sem myndast þegar lántakendur skulda í erlendum gjaldmiðlum (eða hafa lán sem tengd eru gengisþróun annara mynta) en hafa tekjustreymi í krónum. Gengisbreytingar geta haft umtalsverð áhrif á uppbyggingu efnahagsreiknings slíkra aðila.

sérfræðinga sænska Seðlabankans á tilteknum þáttum í rekstri stórgreiðslukerfis Seðlabankans leiddi í ljós að ýmsir þættir greiðslumiðlunar eru fullveikir og staða greiðslumiðlunarinnar innan bankans endurspeglar ekki mikilvægi þessa kjarnaverkþátta í starfseminni.

Margvíslegar endurbætur hafa verið gerðar á vettvangi greiðslumiðlunarinnar innan Seðlabankans á undanförunum árum, einkum þeirrar innlendu. Mikilvægi þeirra endurbóta sannaði sig þegar í upphafi fjármálaáfallsins því að þrátt fyrir hrún banka og sparisjóða var unnt að halda allri innlendri greiðslumiðlun óskertri og koma í veg fyrir bankaáhlaup. Innlenda greiðslumiðlunin er án efa einn þeirra þátta í rekstri SÍ sem best stóðst áfallið.

Seðlabanki Íslands skilgreindi í riti sínu „*Fjármálastöðugleiki 2007*“ hlutverk sitt og stefnu varðandi greiðslu- og uppgjörskerfi. Sú stefna var mörkuð í samræmi við alþjóðleg viðmið og henni hefur verið fylgt eftir svo sem kostur er. Meginhlutverk og stefna Seðlabanka Íslands varðandi greiðslu- og uppgjörskerfi er:

- Mótun stefnu varðandi þróun kerfanna (e. *policy-making role*)
- Setning reglna fyrir kerfin (e. *regulatory role*)
- Stuðningur við markaðslausnir og frumkvæði á þessu sviði (e. *catalyst role*)
- Rekstur stórgreiðslukerfis og uppgjör í jöfnunar- og verðbréfauppgjörskerfi (e. *operational role*)
- Yfirsýn með greiðslukerfum, bæði eigin og annarra (e. *oversight role*)

Samstarfssamningur milli FME og Seðlabankans tekur m.a. til verkefna á vettvangi greiðslumiðlunar.<sup>89</sup> Hér að ofan eru tilgreindir þeir þættir sem snúa að SÍ, en FME hefur hins vegar með höndum eftirlit með einstökum fjármálafyrirtækjum sem eru þátttakendur í greiðslumiðlunarkerfum og hvernig þátttöku þeirra er háttað. Stærsti hluti verkefna á vettvangi greiðslumiðlunar er í höndum Seðlabankans.

Erlenda greiðslumiðlunin brást í fjármálaáfallinu en var endurvakin svo fljótt sem auðið var með milligöngu SÍ. Engu að síður er á þeim vettvangi ýmislegt enn óunnið. SÍ ber einnig að sinna þessum verkefnum sbr. ákvæði 4. gr. laga um bankann. Á undanförunum misserum hefur verið lögð áhersla á enduruppbyggingu innviða á vettvangi erlendra greiðslumiðlunar og frekari styrkingu innlendra þátta. Varðandi bæði erlendu og innlendu greiðslumiðlunina hefur Seðlabankinn leitast við að ná fram auknu samstarfi milli þátttakenda, aðlögun og hagræðingu sem og aukinni upplýsingamiðlun til eftirlitsaðila og stjórnvalda.

- Í mars 2010 beitti Seðlabankinn sér fyrir stofnun samstarfsvettvangs um greiðslumiðlun með aðkomu innlendra fjármálafyrirtækja og markvissri upplýsingamiðlun til stjórnvalda (efnahags- og viðskiptaráðuneytis, fjármálaráðuneytis, FME, Samkeppniseftirlits og Bankasýslu).
- Seðlabankinn hefur unnið að endurskipulagningu á sameiginlegum innviðum fjármálakerfisins með það að markmiði að ná fram auknu gagnsæi og skýrari hlutverkaskipan með aðskilnaði notenda veitukerfisins (greiðslumiðlunarinnar) og eignaraðildar. Þann 15. desember 2010, undirrituðu eigendur Reiknistofu bankanna (RB) rammamning um að skipta starfsemi Reiknistofu bankanna upp og var framkvæmdinni lokið fyrir lok mánaðarins. Veitukerfið og allt sem því tengist verður fellt inn í félag í eigu SÍ, Greiðsluveitunnar ehf. Samtímis því dregur SÍ sig út úr starfsemi og eignarhaldi RB að öðru leiti, sem verður sjálfstætt félag, Reiknistofa bankanna hf.
- Fyrirhuguð breyting á gildandi lögum um Seðlabankann þarf að skýra betur en nú er hlutverk og verkefni hans á vettvangi greiðslumiðlunar.

89. Sjá t.d. Seðlabanki Íslands (2003) og Seðlabanki Íslands (2011).

Eins og að ofan greinir eru verkefni Seðlabankans á vettvangi greiðslumiðlunar nú tvíþætt. Annars vegar snýst starfsemin um mótun stefnu varðandi þróun kerfanna, setningu reglna um kerfin, stuðning við markaðslausnir og yfirsýn með greiðslukerfum, bæði eigin og annarra.

Hins vegar snýst starfsemi Sí um rekstur á stórgreiðslukerfi bankans en í því kerfi eru öll greiðslufyrirmæli milli þátttakenda (banka og sparisjóða) endanlega gerð upp. Allar greiðslur yfir 10 m.kr. fara í gegnum stórgreiðslukerfið á opnunartíma þess milli kl. 9 og 16:30 á bankadögum. Greiðslur undir 10 m.kr. fara í gegnum jöfnunarkerfið, sem er í eigu Fjárgreiðslumiðlunar (FGM). Greiðslur vegna verðbréfauppgjör fara í gegnum verðbréfauppgjörskerfi Verðbréfaskráningar Íslands. Endanlegt greiðsluuppgjör þessara tveggja síðastnefndu kerfa fer hins vegar jafnframt í gegnum stórgreiðslukerfi Sí. Með tilkomu Greiðsluveitunnar og þeirra kerfa sem hún hefur með höndum hefur Seðlabanki Íslands tekiðst á hendur enn stærra hlutverk á vettvangi greiðslumiðlunar.

Allir viðskiptabankar og sparisjóðir þurfa að hafa aðgang að þessum greiðslukerfum. Flestir eru með beina aðild að greiðslukerfum, en minni sparisjóðir semja við stærri aðila sem þá þjóna viðkomandi aðila. Umtalsverð samskipti eru milli Sí og þátttakenda vegna aðildarinnar, samninga um yfirdráttarheimildir, tryggingartöku vegna heimilda og rekstrar stórgreiðslukerfisins. Allar breytingar og þróun á stórgreiðslukerfinu eru gerðar í samvinnu við þátttakendur með viðmið við alþjóðleg tilmæli og öryggissjónarmið. Starfsemi Seðlabankans á vettvangi greiðslumiðlunar er tiltölulega sjálfstæð og aðgreinanleg frá annarri starfsemi bankans. Hér er m.a. um að ræða þjónustuhlutverk í þágu markaðsaðila. Það er viðtekin venja að seðlabankar innheimti þóknun fyrir þessa þjónustu og því æskilegt að starfsemin sé aðgreind frá annarri kjarnastarfsemi seðlabanka. Út frá sjónarmiðum öryggis og stöðugleika er hins vegar talið nauðsynlegt að seðlabankar hafi með höndum þessa starfsemi. Slík er raunin í öllum hagkerfum.

Tengsl við aðra starfsemi Sí kemur m.a. fram í samtengingu viðskiptareikninga fjármála-fyrirtækja og stórgreiðslureikninga, heimildum til yfirdráttar og tryggingartöku og lausafjárstöðu. Varðandi tengsl við aðrar rekstrareiningar Sí eru nokkur samskipti við fjárhagssvið (bókhald) og markaðs- og alþjóðasvið. Einnig eru rík tengsl við fjármálasvið og fjármálastöðugleika almennt. Vandamál í rekstri fjármálafyrirtækja koma hvað fyrst fram í greiðsluflæði fjármálafyrirtækja og birtast m.a. sem hnókrar í greiðslumiðluninni. Seðlabankinn er því með stöðuga vakt á stórgreiðslu-reikningum allra þátttakenda frá opnun kerfisins til lokunar og getur gripið inn í fyrirvaralaust ef upp koma vandamál. Ítarleg greining peningaflæðis þessara reikninga gefur vísbendingu um stöðu og þróun viðkomandi fjármálafyrirtækja og er því tengd fjármálastöðugleika. Seðlabankinn (sú eining sem annast yfirsýn með greiðslukerfum) stýrði í samvinnu við FME og RB flutningi allra inn-stæðna milli fjármálafyrirtækja við hrun gömlu viðskiptabankanna, SPRON og annarra sparisjóða er eignir og skuldir voru fluttar milli fjármálafyrirtækja. Samtímis var tryggt óhindrað aðgengi allra viðskiptavina að netbönkum og virkni þeirra og greiðslukorta tryggð.

Í kjölfar hrunsins hafa verkefni á vettvangi greiðslumiðlunar aukist til muna og verksvið hefur jafnframt verið útvíkkað. Í hruninu kom m.a. fram að þekking á sviði greiðslumiðlunar var mjög takmörkuð innan stjórnkerfisins og jafnvel innan fjármálafyrirtækjanna sjálfra. Sí beitti sér því fyrir aukinni samvinnu allra þátttakenda og miðlun upplýsinga til stjórnkerfisins eins og áður hefur verið nefnt.

Jafnframt hefur í kjölfar hrunsins verið lögð meiri áhersla á erlenda greiðslumiðlun og korta-viðskipti, því að reynslan hefur sýnt að ekki var hugað nægilega vel að þessum þáttum.

Í takt við alþjóðlega þróun greiðslu- og uppgjörskerfa, eru aðilar á vettvangi greiðslumiðlunar hér á landi að auka og útvíkka hlutverk sitt. Eftir breytinguna á stofnanaupbyggingu (RB og Greiðsluveitan) í árslok 2010 á Sí og rekur eftirfarandi kerfi auk þess að hafa með höndum yfirsýn og eftirlitshlutverk á vettvangi greiðslumiðlunar:

- o Störgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands
- o Jöfnunarkerfið
- o RÁS kerfið (heimildarkerfi fyrir kortaviðskipti)
- o Kröfupottur (skráning allra viðskiptakrafna – greiðsluseðlar)
- o SWIFT-Alliance kerfið (kerfi til útgáfu greiðslufyrimæla)

Ofangreind breyting hefur í för með sér umtalsverða aukningu í starfsemi SÍ á vettvangi greiðslumiðlunar. Greiðsluveitan er rekin sem dótturfyrirtæki bankans og hefur hún með höndum rekstur kerfanna og þjónustu þeim tengda. Áætlað er að starfsmannafjöldi Greiðsluveitunnar verði umi 15 manns, sem felur í sér fjölgun upp á 2-3 stöðugildi í tengslum við þau nýju verkefni sem flytjast frá RB til Greiðsluveitunnar.

*Samskipti um fjármálastöðugleika.* Varðandi stofnanauppbyggingu fjármálaeftirlits, með-áherslu á fjármálastöðugleika, er samstarf Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins með eftirfarandi hætti: Eitt hlutverka Seðlabankans er að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd en hlutverk Fjármálaeftirlitsins er að fylgjast með því að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög, reglur og eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti.

Varðandi samskipti FME og SÍ fyrir hrun bankanna haustið 2008 má fullyrða að sömu vandamál voru til staðar á Íslandi og erlendis sem birtust í því að skilning skorti á eðli og umfangi kerfisáhættu. Að einhverju leyti hafði sú takmarkaða þekking sem var til staðar um atriði sem tengdust kerfisáhættu mótandi áhrif á viðhorf, viðbrögð og samskipti íslenskra sem erlendra eftirlitsaðila, allavega framan af.

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis (2010) um hrun íslensku bankanna kemur fram gagnrýni á samskipti þessara tveggja stofnana, en ýmislegt fór úrskeiðis í því sambandi. Fyrir utan það voru hlutverk og verkferlar stofnana ekki nægilega skýr að því er fjármálastöðugleika varðar þegar á reyndi. Þá er líklegt að upplýsingaflæðið hafi ekki verið nægilega skilvirkt í aðdraganda áfallsins. Þannig bendir margt til að Seðlabankinn hafi ekki haft nægilega greiðan aðgang að fjárhagslegum upplýsingum FME. Á haustmánuðum 2008 þurfti Seðlabankinn að panta upplýsingar hjá FME en þegar þær bárust voru þær oftast ekki orðnar úreltar. Þá gat Fjármálaeftirlitið ekki veitt Seðlabankanum ýmsar nauðsynlegar upplýsingar á grundvelli trúnaðarskyldu. Þannig átti Seðlabankinn erfitt með að fá upplýsingar um stórar áhættuskuldbindingar og önnur mikilvæg atriði sem varða eftirlitsverkefni hans á sviði fjármálastöðugleika. Rannsóknarnefndin telur að Seðlabankinn hafi nægar heimildir til að kalla eftir slíkum upplýsingum en skilningur FME á lögum um hvað þetta atriði varðar hefur verið annar en Seðlabankans. Styrkja þarf heimildir Seðlabankans við endurskoðun laga um Seðlabankann og Fjármálaeftirlitið með það að markmiði að upplýsingar nýtist jafn vel á sviði eindahags- og þjóðhagsvarúðar. Þannig væri best að Seðlabankinn hefði beinan aðgang að gögnum sem FME byggir sína vinnu á. Þá myndi stofnun miðlægrar skuldaskrár leysa mörg vandamál varðandi slíkar upplýsingar. Margt bendir til þess að gögn sem látin voru af hendi fyrir mælikvarða á eignfjárstöðu og lausafjárstöðu bankanna hafi gefið ranga mynd af stöðu bankanna.<sup>90</sup> Einnig kom í ljós að samskipti Fjármálaeftirlits og Seðlabankans við systurstofnanir í öðrum ríkjum á Evrópska efnahagssvæðinu voru ekki fullnægjandi þegar erfiðleikarnir jukust.

Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið hafa með sér margvíslegt samstarf og máli skiptir að Seðlabankinn á tvo fulltrúa í stjórn Fjármálaeftirlitsins. Samstarfið grundvallast á samstarfssamningi sem tók gængurum breytingum við endurnýjun hans í byrjun janúar 2011. Mælt er fyrir um að

90. Sjá m.a. grein Más Guðmundssonar og Þorsteins Þorgeirssonar (2010).

Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands 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.

Í samningnum er lögð aukin áhersla á fjármálastöðugleika. Til að fjármálakerfi í landinu sé heilbrigt, virkt og öruggt er mikilvægt að ábyrgð hvorrar stofnunar og verkaskipting þeirra á milli sé skilgreind með skýrum hætti. Ekki sé síður mikilvægt að Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands vinni náið saman að skilgreindum verkefnum og að öflun og miðlun upplýsinga frá fjármálafyrirtækjum og milli stofnananna sé markviss. Þá skuli greining á stöðugleika draga 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. Vinna stofnananna þurfi að miða að því að draga úr kerfisáhættu. Enn fremur er það markmið samstarfssamningsins að sjá til þess að til reiðu séu samhæfðar viðbúnaðaráætlanir og að reglulega sé metið hve vel lög og reglur þjóni markmiðum um stöðugleika fjármálakerfisins.

Meðal helstu nýmæla í samningnum má nefna að samkvæmt honum halda forstjóri Fjármálaeftirlitsins og seðlabankastjóri að minnsta kosti tvisvar á ári fundi, ásamt helstu sérfræðingum stofnananna beggja, þar sem lagt er mat á kerfisáhættu í íslenska fjármálakerfinu. Dagskrá fundanna spannar meðal annars þjóðhagslega þætti, áhættur í starfsemi fjármálafyrirtækja, samspil áhættupátta, stöðu greiðslu- og uppgjörskerfa, lög og reglur um fjármálastarfsemi og endurbætur á viðbúnaðaráætlunum. Fyrir þessa fundi tekur hvor stofnun saman yfirlit yfir stöðu áhættupátta sem hún hefur eftirlit með. Í þeim tilvikum sem ábyrgð skarast er sameiginlegum áhættumats-  
hópum falið þetta verkefni. Meðal annarra nýmæla sem má nefna í samstarfssamningnum er að áformað er að innleiða endurbætta framkvæmd við öflun og gagnkvæma miðlun upplýsinga stofnananna. Þá er stefnt að sameiginlegum gagnagrunni Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans með aðgangsstýringu.

Samstarf Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins hefði þurft að vera mun nánara í aðdraganda fjármálakreppunnar eins og rakið er í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis. Nýi samstarfssamningurinn er mikilvægt skref til að bæta úr því og verður vart lengra gengið innan núverandi lagaramma. Þó má vera ljóst að svigrúm er til að gera enn betur og samtvinna starfsemi þessara tveggja stofnana mun nánari böndum, eins og verið er að gera í Bretlandi, Hollandi, Írlandi og víðar.

Í kjölfar hruns bankanna var skipan efnahagsmála gerbreytt í stjórnslunni. Efnahagsmál og ábyrgð á undirstofnunum Seðlabanka Íslands og Hagstofu Íslands voru færð út úr forsætisráðuneytinu og inn í nýtt efnahags- og viðskiptaráðuneyti. Um leið var efnahagsskrifstofa fjármálaráðuneytisins lögð niður og verkefni hennar og starfskraftar færð til tekju- og lagaskrifstofu fjármálaráðuneytisins, efnahags- og viðskiptaráðuneytisins og rannsóknadeildar Hagstofu Íslands. Til viðbótar var stofnað til formlegs samráðs stjórnvalda á grundvelli Ráðherranefndar um efnahagsmál. Nefndinni „er ætlað að samræma stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum og hafa eftirlit með framkvæmd efnahagsstefnunnar á einstökum sviðum. Meðal annarra verkefna er samstarfið við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, framtíðarskipulag peningamála og samræming í fjármálum hins opinbera til lengri og skemmri tíma. Einnig mun hún verða stefnumótandi og hafa forystu um samskipti við aðila vinnumarkaðarins, uppbyggingu fjármálakerfisins og stöðu Íslands á alþjóðavettvangi með tilliti til efnahagsmála.“ Til viðbótar var sett á fót Nefnd um fjármálastöðugleika, sem fékk nýtt umboð 16. júní 2010, og „skal vera vettvangur samráðs, upplýsingaskipta og tillagnagerðar vegna fjármálastöðugleika og samhæfingar viðbúnaðar við hugsanlegu fjármálaáfalli“.

Árið 2006 var hafið samráð á milli forsætis-, fjármála- og viðskiptaráðuneytis ásamt Fjármálaeftirliti og Seðlabanka Íslands um fjármálastöðugleika og viðbúnað. Í kjölfar m.a. ábendinga í rannsóknarskýrslu Alþingis var ákveðið að endurskoða og uppfæra samráðið. Hinn 6. Júlí

2010, undirrituðu forsætisráðherra, fjármálaráðherra, efnahags- og viðskiptaráðherra, seðlabankastjóri og forstjóri Fjármálaeftirlitsins samkomulag ráðuneyta og stofnana um samráð varðandi fjármálastöðugleika og viðbúnað. Skipuð var nefnd um fjármálastöðugleika, með fulltrúum ofangreindra ráðuneyta og stofnana, sem skal vera vettvangur samráðs, upplýsingaskipta og tillagna-gerðar 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. Samkomulagið hefur þannig engin áhrif á ábyrgð aðila á málaflokkum sínum, né kemur í veg fyrir að þeir taki ákvarðanir í samræmi við heimildir sínar, hver á sínu sviði. Nefndin fjallar m.a. um stöðu og horfur á fjármálamörkuðum, samráð og aðgerðir stjórnvalda vegna hugsanlegra fjármálaáfalla, breytingar á lögum, reglum og starfsháttum er varða verksvið nefndarinnar og þróun og breytingar í alþjóðlegu samstarfi, sérstaklega innan EES. Nefndin getur staðið að og tekið þátt í viðlagaæfingum vegna hugsanlegra áfalla á fjármálamarkaði. Hún skal einnig sinna samstarfi Norðurlanda og annarra Evrópuríkja vegna hugsanlegs fjármálaáfalls.

Alþjóðlegt samráð um efnahagsmál hefur einnig tekið breytingum að því er við kemur samstarfi íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um efnahagsáætlun fyrir Ísland í kjölfar bankahrunsins. Annað samstarfi heldur áfram á sama grundvelli og áður og tekur Seðlabankinn þátt í fjölþjóðlegu samstarfi um fjármálastöðugleika með þátttöku í vinnu Alþjóðagreiðslubankans, Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og nefndarstarfi tengdu Evrópska seðlabankanum. Sí og FME taka þátt í fundum Evrópsku bankastofnunarinnar (e. *European Banking Authority, EBA*). Sem hluti af norrænu samstarfi funda seðlabankastjórar landanna reglulega. Upphaflega var unnið á grundvelli samkomulags frá júní 2003 um viðbrögð við fjármálaáfalli. Tengslahópur starfaði samkvæmt því samkomulagi. Nýjungar eru viðbúnaðarsamkomulag um fjármálastöðugleika annars vegar við ESB frá 1. júní 2008 og hins vegar svæðisbundið samkomulag Norður- og Eystrasaltslanda frá 17. ágúst 2010.<sup>91</sup>

---

91. Sjá Seðlabanki Íslands (2010).



## 7. Lokaorð

*Kostnaðurinn af fjármálakreppunni er af þeirri stærðargráðu að eftirlitsaðilar, leiðtogar í fjármálageiranum og stjórnámamenn hafa víðast hvar tekist á við það verkefni að hanna nýja reglu- og eftirlitsumgjörð fyrir fjármálakerfið sem miðar að því að draga úr líkum á að slíkt áfall hendi á ný. Helsta áskorun í því verkefni er að finna eftirlitsumgjörð sem miðast við að ná hinum gullna meðalvegi hagkvæmni, heilbrigði og stöðugleika í starfsemi fjármálakerfisins. Mikilvægur hluti af því er að tengja reglurnar betur við það meginmarkmið eftirlitskerfisins að greina og hamla upphleðslu kerfisáhættu.*

*Margvíslegir gallar í eftirlitskerfum komu fram í hruninu. Greining áhættu var ábótavant, einkum varðandi lausafjárahættu og almenna kerfisáhættu. Stýritæki til að bregðast við áhættu skorti í ýmsum tilfellum, einkum á sviði þjóðhagsvarúðar. Ásamt vanmáttugum tækjum reyndist ábyrgð seðlabanka illa skilgreind við að framfylgja markmiðinu um fjármálastöðugleika. Víða var skortur á lagalegum heimildum til aðgerða á þessu sviði. Þá var sú skoðun ríkjandi að fjármálaeftirlitið bæri endanlega ábyrgð á fjármálakerfinu.*

*Eftir á að hyggja var skilningur á kerfisáhættu takmarkaður fyrir fjármálakreppuna. Þá var ekki nægjanleg áhersla lögð á að draga úr freistnivanda tengdum öryggisnetum, en í kjölfar kreppunnar hefur verið bent á leiðir til að leiðrétta það m.a. með gjaldtöku fyrir áhættusæknar aðgerðir sem auka kerfisáhættu. Eindar- og þjóðhagsvarúðareftirlit þróaðist ekki nægilega til að takast á við stór og flókin fjármála fyrirtæki sem gátu fallið og með því skapað mikla truflun á fjármálamörkuðum. Umgjörðin í heild var því fjarri því að vera nægilega góð og markmiðin of óskýr til að draga á virkan hátt úr kerfisáhættu.*

### Umgjörð fjármálastöðugleika og hlutverk seðlabanka

Almennt séð hefur fjármálakreppan skapað tilhneigingu til að auka hlutverk og ábyrgð seðlabanka í fjármálaeftirliti.<sup>92</sup> Ástæðan er aukinn skilningur á því að þörf er á að þróa nýja umgjörð fyrir fjármálaeftirlit sem miðast við að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins í heild og tengja verkefni hefðbundins fjármálaeftirlits betur við það höfuðmarkmið. Þar hefur verið lögð áhersla á að koma með skýra skilgreiningu á því markmiði að minnka kerfisáhættu og með því draga úr uppsöfnun og áhrifum af ójafnvægi í fjármálakerfinu í heild. Í framhaldi af því er verið að þróa viðeigandi stýritæki til að ná fram því markmiði. Í þessu sambandi er lögð sérstök áhersla á að skilgreina vel hlutverk og ábyrgð seðlabanka. Stýritæki hefðbundins fjármálaeftirlits (eindarvarúðar) miðast m.a. við að minnka áhættu af því að kerfislega mikilvæg fjármála fyrirtæki verði gjaldþrota. Nú er hins vegar lögð áhersla á að ný stýritæki þjóðhagsvarúðar verði aðlöguð stýritækjum eindarvarúðar um leið og miðað er að því að þau dragi úr kerfisáhættu. Einnig er verið að styrkja viðmið eindarvarúðareftirlits til að minnka áhættu einstakra stofnana. Til viðbótar þarf að bæta úrræði við slit fjármála fyrirtækja.

92. Sjá t.d. European Central Bank (2010b). Undantekning frá þessum áherslum eru breytingar á skipulagi fjármálaeftirlits í Bandaríkjunum.

Þeirri skoðun vex einnig ásmegin að sama stofnun, t.d. seðlabanki, beri ábyrgð á markmiðum og stýritækjum til að minnka kerfisáhættu. Það hefur sýnt sig að sameiginleg ábyrgð á fjármálastöðugleika leiddi til þess að ekki var næg fjárfesting á því sviði. Engin ein stofnun bar meginábyrgð og viðbrögð við kerfisáhættu urðu því ekki sem skyldi. Í sumum tilfellum gæti núningur á milli stofnana hafa dregið úr virkni stýritækja, bæði á sviði þjóðhagsvarúðar og eindarvarúðar.

Mikilvægt er að umgjörð fjármálastöðugleika nýti sérþekkingu seðlabanka, sérstaklega þjóðhagsþekkingu, sem kemur að góðum notum við mótun og framkvæmd þjóðhagsvarúðar. Um leið er ráðlagt að stefnan verði endurmetin reglulega sem og reglur og sértækar aðgerðir. Seðlabankar hafa einnig mesta getu til að meta kerfisbundin áhrif af varúðarreglum. Þá byggjast slit einstakra fjármálafyrirtækja á sérþekkingu seðlabanka á greiðslu- og uppgjörskerfi og þátttöku hans á fjármálamörkuðum. Það að kerfisáhætta verður raunveruleg er mjög kostnaðarsamt fyrir seðlabanka, en slík þróun vinnur gegn þjóðhagsmarkmiðum þeirra og dregur úr virkni peningastefnutækja þeirra. Við þær aðstæður er hefðbundnum ramma hagstjórnar varpað fyrir róða og óstöðugleiki getur skaðað efnahagsreikning seðlabankans. Sérstaklega mikilvægt er að nýta sérþekkingu seðlabanka þegar þörf er á kerfisbundnum lausafjárstuðningi til að bregðast við áföllum. Um leið getur fjármálaóstöðugleiki skaðað orðspor seðlabanka, sérstaklega þegar seðlabanki tekur þátt í erfiðum björgunarverkefnum, eins og nýverið varð raunin í Bandaríkjunum. Það að framköllun kerfisáhættu er kostnaðarsöm fyrir seðlabanka skapar mikinn stofnanalegan hvata til að draga úr slíkri áhættu í gegnum fjármálareglur og -eftirlit. Hvatar geta aukið virkni fjármálareglna sem hafa það markmið að minnka kerfisáhættu. Þá fellur slík fjármálastöðugleikaumgjörð vel að öðrum tækjum seðlabanka. Hlutverk seðlabanka við að draga úr kerfisáhættu er líklegt til að leiða til þess að stýritæki sem eru til staðar á sviði peningastefnu og ný stýritæki á sviði fjármálastöðugleikastefnu verði notuð á samvirkan hátt. Skilgreina þarf vel þau stýritæki á sviði þjóðhagsvarúðar sem seðlabanki þarf að búa yfir til að geta tekist á við það verkefni að draga úr kerfisáhættu. Slík umgjörð er talin líkleg til að fjármálastöðugleikastefnan og peningastefnan geti unnið vel saman við að fyrirbyggja að ójafnvægi myndist í fjármálakerfinu sem heild.<sup>93</sup>

Vissulega eru ákveðin mótrök gegn slíkri skipan.<sup>94</sup> Aukin aðkoma seðlabanka að eindarvarúðareftirliti, bæði hlutverk í reglusetningu og við slit fjármálafyrirtækja, getur ógnað sjálfstæði seðlabankans. Þannig virðist nýleg reynsla í Bandaríkjunum benda til að sjálfstæði seðlabanka sé mest hætta búin í fjármálakreppu. Þó er ljóst að formlegt hlutverk seðlabanka á sviði eindarvarúðareftirlits er líklegt til að auka skilvirkni við að minnka kerfisáhættu. Það gæti jafnframt dregið úr tíðni fjármálaáfalla og kostnaði þeirra. Þá er ráðlegt að skýra hlutverk fjármálaráðuneytis við að taka á sig hina fjárhagslegu ábyrgð t.d. með því að hanna á vandaðan hátt sérstaka umgjörð fyrir úrlausn vandamála.

Önnur mótrök eru að þátttaka seðlabanka í eindarvarúðareftirliti þjappi valdi á of fáa aðila. Hlutverk seðlabanka í fjármálareglum og úrlausn vandamála þjappar valdi í stofnanir sem lúta ekki lýðræðislega kjörinni leiðsögn. Þá ber að horfa til þess að meginhlutverk seðlabanka er að stjórna peningamálum, en þó ber að merkja að styrku og sjálfstæðu valdi fylgja einnig stjórnunar- og efnahagslegur ávinningur. Stór kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki hafa getu og hvata til að draga úr virkni reglugerða. Stjórnámamenn vilja að fjármálageirinn dafni, sérstaklega í góðæri.<sup>95</sup> Slíkar aðstæður geta myndað kapphlaup niður á botninn í regluverkinu.<sup>96</sup> Sterkar stofnanir geta betur hindrað slíka tilhneigingu.

93. Sjá m.a. rammagrein 5 í Fjármálaráðuneytið (2009).

94. Sjá m.a. Nier (2009).

95. Sjá Goodhart (2008).

96. Sjá Turner (2009).

Þriðju mótrökin eru að slíkt skipulag, sérstaklega aukið hlutverk seðlabanka á sviði fjármálareglna, leggi of miklar byrðar á hann. Í því samanbandi má nefna að fjármálareglur hafa tvö markmið, i) að minnka kerfisáhættu og ii) vernda neytendur og fjárfesta í endursölu og heildsölu á fjármálamörkuðum. Seðlabankinn þarf að einblína á minnkun kerfisáhættu og því er talið ráðlegt að færa ábyrgð á markmiðum og stýritækjum á sviði neytendavarna yfir í aðskilda stofnun. Þetta er þó ekki algilt, þ.s. stærðarhagkvæmni getur kallað eftir að meginmarkmiðin þrjú náist best þegar eftirlitsmannauðurinn er samnýttur í einni stofnun - seðlabanka.

Ofangreint undirbýr jarðveginn fyrir umræðu um val á eftirlitslíkani. Einn valkostur er að hafa tvær stofnanir eins og í tveggja turna líkaninu. Í þessu kerfi sér seðlabankinn um að draga úr kerfisáhættu með því að hafa þjóðhags- og eindarvarúðareftirlit með bönkum og kerfislægt mikilvægum fjármálafyrirtækjum, sem kemur til viðbótar við hlutverk hans að sjá um peningastefnu, greiðslu- og uppgjörskerfi og gjaldeyrisforða. Önnur stofnun sér þá um viðskiptaháttaeftirlit og einblínir á að vernda neytendur og fjárfesta á sviði sem nær yfir heildsölu- og endursölumarkaði.

Annar valkostur er blandað líkan með þremur stofnunum. Í stórum löndum með fjölda smærri banka eins í Bandaríkjunum er líklegt að varúðareftirlit með öllum bönkum leggi of þungar byrðar á seðlabankann. Þar er talið skynsamlegt að seðlabankinn hafi eftirlitshlutverk sem einblínir á kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki. Annað varúðareftirlit er þá með áherslu á smærri fjármálafyrirtæki. Til viðbótar er margþætt kerfi eftirlits- og reglugerðaraðila á sviði viðskiptahátta, þar sem stofnanir á því sviði eru aðskildar frá aðilum sem sjá um varúðareftirlit. Slíkt er þó ekki algilt en í Bandaríkjunum hefur seðlabankinn einnig neytendavernd innan sinna vébanda. Aðrir valkostir eru mögulegir í blönduðu líkani með þrjár stofnanir þar sem stuðst er við enn aðrar útfærslur. Hver sem útfærslan er þarf að leggja áherslu á varfærni, þar sem líkanið felur í sér að kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki eru aðgreind. Slíkt getur orðið auðveldara í framkvæmd í framtíðinni að kerfislægt mikilvæg fjármálafyrirtæki verði látin undirgangast meira krefjandi reglur. Einnig þarf að taka upp burðugt kerfi við slit fjármálafyrirtækja. Slíkar útfærslur eru þó mjög háðar aðstæðum í hverju landi fyrir sig. Þannig má helst færa rök fyrir sérhæfingu eftirlitsstofnana í stórum ríkjum með fjölbreytt fjármálakerfi, en einnig þar er verið að auka hlutverk og ábyrgð seðlabanka í fjármálaeftirliti.

Einn valkostur enn er að ein stofnun sjái um allt fjármálaeftirlit. Í þessu sambandi er miðað við fullkomna samþættingu allra fjármálareglna innan seðlabankans. Almennt séð er aðskilnaður seðlabanka og viðskiptaháttastofnunar skynsamlegt fyrirkomulag, þar sem oftast er takmarkuð samvirkni þar á milli og neytendavernd getur fylgt óþægileg orðsporsáhætta fyrir seðlabanka. Þó gæti seðlabanki viljað hafa áhrif á slík atriði þegar markaðir eru í örri þróun en það krefst virkra stofnanalegra tenginga í formi samstarfssamninga eða laga. Slíkt fyrirkomulag gæti verið hjálplegt í smærri ríkjum og í nýmarkaðsríkjum. Í mörgum löndum er byrjunarreiturinn eitt alhliða fjármálaeftirlit. Dæmi um það eru Ísland, Lettland, Ungverjaland, Belgía, Sviss, Bretland, Svíþjóð, Danmörk, Noregur og Finnland. Mikilvægt er að hröð og markviss endurskipulagning eigi sér stað, t.d. með því að færa til seðlabankans hlutverk við mótun þjóðhagsvarúðar og hugsanlega einnig eftirlit með kerfislega mikilvægum fjármálafyrirtækjum. Þannig hafa Belgar, Bretar, Hollendingar og Írar nýverið ákveðið að færa sig yfir í tveggja turna líkan. Til samanburðar hafa Finnar tekið upp alhliða fjármálaeftirlit með áherslu á náið samráð seðlabanka og fjármálaeftirlits. Einnig má skoða líkan þ.s. ein stofnun, seðlabanki, sér um varúðareftirlit í heild ásamt neytendavernd.

### **Endurskipulagning íslenska fjármálakerfisins og fyrirkomulag fjármálaeftirlits**

Á undanförunum áratugum var íslensku fjármálakerfi umbreytt með einka-, markaðs- og alþjóðavæðingu. Sú tilraun tókst ekki betur en svo að hún leiddi til algers hruns fjármálakerfisins árið 2008 í alþjóðlegri fjármálakreppu. Nú er verið að hanna fjármálakerfið og eftirlit með því frá grunni. Í því

sambandi gæti verið gagnlegt að rifja upp það sem Mishkin (2001) hefur sagt um fjármálastöðugleikastefnu sem miðast að því að koma í veg fyrir fjármálaáfall í þróunarríkjum en að einhverju leyti á slíkt við um Ísland um þessar mundir. Mishkin telur að eftirfarandi atriði þurfi að vera til staðar þegar hugað er að þátttöku á alþjóðlegum fjármálamarkaði: 1) gott varúðareftirlit, 2) virkir bókhalds- og upplýsingastaðlar, 3) gegnsætt og skilvirkt laga- og dómskerfi, 4) agað markaðshagkerfi, 5) þátttaka erlendra fjármálafyrirtækja, 6) fjármagnshöft sem verða losuð, 7) markvisst dregið úr þátttöku hins opinbera á fjármálamarkaði, 8) takmörk á erlenda skuldsetningu, 9) komið í veg fyrir að fjármálafyrirtæki verði of stór til að falla, 10) áætlun um rétta tímaröð á opnun fjármálamarkaða, 11) peningastefna sem miðast við verðstöðugleika, og 12) vel skilgreint gengisfyrirkomulag og hæfilegan gjaldeyrisvaraforða.<sup>97</sup>

Íslenska fjármálakerfið hefur skroppið saman úr því að vera með efnahagsreikning sem er tífalt stærri en hagkerfið og að tveimur þriðju hlutum með starfsemi erlendis í erlendum gjaldeyri í það að vera með efnahagsreikning sem er tæplega tvöföld landsframleiðslan og að langstærstum hluta í innlendra efnahagsstarfsemi. Ísland er því aftur komið nær þeirri sviðsmynd sem forsendur Mishkin miða við um lokað frekar en alþjóðlega opið fjármálakerfi, þótt vissulega sé erlent eignarhald tveggja bankanna breyting frá því sem var. Ríkið er með stóran eignarhlut í einum stórum banka og í mörgum minni sparisjóðum. Hin jákvæða hlið á hrúni bankakerfisins er að hin mikla kerfisáhætta er horfin og að hægt er að endurreisa fjármálakerfið á grundvelli dýrmætrar reynslu. Mikilvægt hlýtur að teljast að endurskipulagning á varúðareftirliti verði sem best úr garði gerð og þau atriði sem misfórust í því sambandi verði lagfærð. Í því sambandi þarf að sníða regluverkið og eftirlitið að þörfum fjármálakerfisins og hagkerfisins. Þannig er hægt að draga úr hættunni á að þróun fjármálakerfisins verði aftur ósjálfbær og sjá til þess að hún stuðli frekar að hámarksvelferðar íbúanna til lengri tíma litið eins og henni er ætlað.

Til að meta hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti er nauðsynlegt að skoða skipulag, starfsemi og áhrif fjármálakerfisins í heild og þátt seðlabankans í því. Það sem stendur upp úr er að meginverkefni seðlabanka, stjórn peningamála og stöðugleiki fjármálakerfisins í heild, eru nátengd bankastarfsemi. Þannig fer miðlun peningastefnunnar að stórum hluta fram í tengslum við starfsemi bankakerfisins og fjármálastöðugleikastefnan, sem miðast við að draga úr kerfisáhættu, byggist á upplýsingum um þróun í bankastarfsemi og þjóðarbúskapnum ásamt mati á fjármálastjórn hins opinbera. Seðlabankar búa yfir víðtækri sérfræðipækkingu á því sviði. Um leið nýtist sérfræðipækking þeirra á sviði bankastarfsemi við bankaeftirlit. Þá verða margvíslegar upplýsingar til við reglubundið bankaeftirlit, sem eru mikilvægar við útfærslu peningastefnunnar og fjármálastöðugleikastefnunnar. Ofangreint er einnig mikilvægt við mat á þörf fyrir lánveitingu til þrautavara og samspil allra þessara þátta. Það að seðlabanki framkvæmi fjármálaeftirlit, sérstaklega bankaeftirlit, nýtir þekkinguna betur en þar sem verkefni eru aðskilin. Um leið hverfa samskiptavandamál stofnana. Þessi leið er þó ekki gallalaus eins og áður hefur komið fram og því þarf að skoða kosti og galla mismunandi útfærslna, svo sem eins og tveggja turna líkan.

Eins og Jännäri (2009) bendir á er líklegt að skipulag með mun nánara samstarfi seðlabanka og fjármálaeftirlits muni eiga vel við hér á landi. Við það munu upplýsinga- og samskiptavandamál þessara tveggja stofnana lagast mikið og ábyrgð og ákvarðanatöku verða skýrari. Auðvitað er spurning hvort færa eigi neytendavernd í sérstaka stofnun í svo fámennu ríki og mikilvægt er fyrir smáþjóðir að nýta vel sinn takmarkaða mannaúð til að hámarka hagkvæmni og ná sem bestum árangri í stjórnsýslu og alþjóðlegu samstarfi. Á móti kemur að viðskiptaháttaeftirlit og neytendavernd fellur ekki endilega vel að kjarnaverkefnum Seðlabanka. Því má færa rök fyrir því að skyn-

97. Sjá Mishkin (2001).

samlegt sé að færa eftirlit með viðskiptaháttum til aðila sem sérhæfir sig í neytendavernd en leggja um leið áherslu á gott samstarf eftirlitsaðila. Það sem stendur upp úr er að við endurskipulagningu eftirlitskerfisins þarf að leggja áherslu á að bæta samskipti við framkvæmd verkefna Seðlabankans á sviði þjóðhagsvarúðar og verkefna eftirlitsstofnunar á sviði eindarvarúðar og viðskiptahátta. Skýrari ábyrgð Seðlabankans á þjóðhagsvarúð með viðeigandi stýritækjum myndi auðvelda að samræma framkvæmd peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu og með því auka líkur á að markmið beggja náist. Slík breyting á stofnanaskipulaginu krefst jafnframt innri skipulagsbreytinga, eins og eru að eiga sér stað í seðlabönkum margra nágrannaríkja. Það er allavega rökrétt niðurstaða að eindarvarúðareftirlit, sérstaklega bankaeftirlit, fari fram í mun nánari tengingu við starfsemi seðlabanka á sviði þjóðhagsvarúðar en verið hefur. Því þyrfti að skoða hvort þær leiðir sem nú er verið að útfæra í mörgum löndum og lýst hefur verið í þessari skýrslu gætu falið í sér hentugar lausnir fyrir íslenskt efnahags- og fjármálalíf.

## Heimildaskrá

- Albulescu, Claudiu Tiberiu (2008). „Central Bank or Single Financial Supervision Authority: The Romanian Case“, Universit e de Poitiers, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), 21. February. [http://mpa.ub.uni-muenchen.de/17225/1/MPRA\\_paper\\_17225.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/17225/1/MPRA_paper_17225.pdf).
- Alessi, Lucia og Carsten Detken (2009), „Real Time' Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles“, ECB Working Paper, nr. 1039.
- Alexander, Kern (2010). „Reconfiguring Financial Regulation in the European Union, Presentation at ESRC World Economy and Finance Programme, 28. jan ar, London.
- Allen, Franklin og Douglas Gale (2001). Comparing Financial Systems. The MIT Press.
- Angelini, Paolo, Stefano Neri og Fabio Panetta (2010). „Macroeconomic stabilization policies: Grafting macro-prudential tools in a macroeconomic framework.“ HKIMR-BIS Conference on “Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach” 5-6 July 2010, Hong Kong SAR.
- Bagehot, Walter (1866). “What a Panic Is and How It Might Be Mitigated.” The Economist 24 (May 12): 554–55. Endurprentað í Collins, Michael (1993). Central Banking in History. Vol. 7. Aldershot, England: Edward Elgar, 1993.
- Bagehot, Walter (1873). Lombard Street, a Description of the Money Market. London: Kegan Paul. Rpt., London: John Murray, 1920.
- Bank of England (2009). “The Role of Macroprudential Policy – A Discussion Paper.” November. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/financialstability/roleofmacroprudentialpolicy091121.pdf>.
- Basel Committee on Banking Supervision (2006). “Core Principles for Effective Banking Supervision“, October, Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010). “The Basel Committee's responset o the financial crisis: report to the G20.” Basel. October. <http://www.bis.org/publ/bcbs179.pdf>
- Bernanke, Ben (2010a). “The Federal Reserve's role in bank supervision.” Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., March 17. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>.
- Bernanke, Ben (2010b). “The Public Policy Case for a Role for the Federal Reserve in Bank Supervision and Regulation.” Br ef   vi hengi til Christopher J. Dodd og Richard C. Shelby, 13. jan ar.
- Bernanke, Ben, M. Gertler og S. Gilchrist (1999) “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”   Handbook of Macroeconomics Volume 1, Part 3, 1999, Pages 1341-1393.
- BIS Committee on the Global Financial System (2010). “Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences“, CGFS Papers No. 38, ma . <http://www.bis.org/publ/cgfs38.pdf>.
- Blinder, Alan (2010). “How Central Should Central Bankers Be.” Journal of Economic Literature, 2010. 48:1 (pp 123-133).
- Borio, Claudio og Mathias Drehmann (2009), „Towards an Operational Framework for Financial Stability: “Fuzzy” Measurement and its Consequences“, BIS Working Paper, nr. 284.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud og Hyun Song Shin (2009), „The Fundamental Principles of Financial Regulation“, Geneva Report on the World Economy, nr. 11.
- Cecchetti, Stephen G. (2010). “Financial reform: a progress report.” R e a   Westminster Economic Forum, National Institute of Economic and Social Research, London. 4. okt ber.



- Central Banking Publications (2009). "How countries supervise their banks, insurers and securities markets - 2010" London.
- Conservative Party (2009). "From Crisis to Confidence: Plan for Sound Banking." Policy White Paper, July.
- Crockett, Andrew (1997). "The Theory and Practice of Financial Stability." GEI Newsletter, Issue No. 6, júlí.
- Dalsgaard, Thomas, Jorgen Elmeskov, og Cyn Young Park (2002). "Ongoing Changes in the Business Cycle – Evidence and Causes." SUERF Studies, No. 20, SUERF, Vienna.
- Danielsson, Jon, Oaul Embrechts, Charles Goodhart, Con Keating, Felix Muennich, Oliver Renault and Hyun Song Shin (2001). "An Academic Response to Basel II." Special Paper No. 130. LSE Financial Markets Group. May.
- De Bondt, Gabe, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró og Silvia Scopel (2010). "The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth." Working Paper Series, No 1160/ February. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1160.pdf>.
- De Nederlandsche Bank (2010). "Towards a more stable financial system." Júlí. [http://www.dnb.nl/en/binaries/Towards%20a%20more%20stable%20financial%20system\\_tcm47-236522.pdf](http://www.dnb.nl/en/binaries/Towards%20a%20more%20stable%20financial%20system_tcm47-236522.pdf).
- De Larosière, Jacques (chair), (2009). The High Level Group on Financial Supervision in the EU. Brussels, 25. February. Financial Services Authority.
- Demirgüç-Kunt, Asli og Vojislav Maksimovic (2002). "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm level data." *Journal of Financial Economics* 65, 337-363.
- DeYoung, Robert (2009). "Banking in the United States." *The Oxford Handbook of Banking*. Oxford University Press. [http://cis.uchicago.edu/outreach/summerinstitute/2009/documents/cis\\_sti2009-deyoung-banking\\_in\\_the\\_united\\_states.pdf](http://cis.uchicago.edu/outreach/summerinstitute/2009/documents/cis_sti2009-deyoung-banking_in_the_united_states.pdf).
- Dwyer, Gerald og Margarita Samartín (2007). "Why Do Banks Promise to Pay Par on Demand?," Federal Reserve Bank of Atlanta. Desember.
- Evrópska kerfisáætturáðið (2010). Skipulag Evrópska kerfisáætturáðsins. <http://www.esrb.europa.eu/about/orga/html/index.en.html>
- European Central Bank (2010a). "ECB's Executive Board creates Directorate General Financial Stability and appoints its Director General." Frétt, 15 Febrúar. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100215.en.html>.
- European Central Bank (2010b). "Recent developments in supervisory structures in the EU member states (2007-2010). Frankfurt.
- European Commission (1998). Framework for Action Paper, October.
- Fama, Eugene (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2. Pp.383–417. May.
- Feldstein, Martin (2010). "What Powers for the Federal Reserve?" *Journal of Economic Literature*. 48:1 (pp 134-145).
- Ferguson, Roger (2002). "Should Financial Stability be and Explicit Central Bank Objective?" Speech at IMF Conference, September. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/ferguson.pdf>
- Financial Stability Forum (2009), „Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System“, 2. apríl.
- Financial Times (2010). "Big bank oversight to stay with Fed." Frétt, 7. mars. <http://www.ft.com/cms/s/0/0f1b6822-2a2c-11df-b940-00144feabdc0.html>.
- Fischer, Stanley (2010). Comment on Charles Goodhart's paper "The changing role of central banks." BIS Working Paper No. XX – Annual Conference 2010. <http://www.bis.org/events/conf100624/fischer-comms.pdf>.
- Fjármálaeftirlitið (2010a). Ársskýrsla Fjármálaeftirlitsins 2010, 15. nóvember, Reykjavík.
- Fjármálaeftirlitið (2010b). „Stefna Fjármálaeftirlitsins 2010.“ 15. nóvember. Reykjavík. <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7603>
- Fjármálaráðuneyti Bretlands (2010). Ræða George Osborne, fjármálaráðherra, 16. júní, London. [http://www.hm-treasury.gov.uk/press\\_12\\_10.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/press_12_10.htm).

- Fjármálaráðuneytið (2009). Þjóðarbúskapurinn – Haust 2009. 1. október, Reykjavík. <http://www.fjarmal-araduneyti.is/Utgefid-efni/thjodarbúskapur/nr/12544>.
- G20 (2009). „G20 Working Group 1 - Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency“, Final Report, 25. mars
- Goodhart, Charles (2008). *The Regulatory Response to the Financial Crisis*. Edwin Elgar.
- Goodhart, Charles, Philipp Hartmann, David T. Llewellyn, Liliana Rojas-Suarez and Steven R. Weisbrod (1997). *Financial regulation: Why, how and where now?* Routledge.
- Goodhart, Charles og Dirk Schoenmaker (1995). “Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?” *Oxford Economic Papers*, Vol. 47, N. 4. Október.
- Group of Thirty (2010). “Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future.” October. [http://www.group30.org/pubs/GRP30\\_FinStability\\_ExecSum\\_A.pdf](http://www.group30.org/pubs/GRP30_FinStability_ExecSum_A.pdf)
- Gudmundsson, Már og Thorsteinn Thorgeirsson (2010). “The fault lines in cross-border banking: lessons from the Icelandic case.” 2010/5, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna.
- Harvey, David (2010). *The Enigma of Capital: And the Crises of Capitalism*. London, Profile Books.
- Herring, Richard og Jacopo Carmassi (2008). “The Structure of Cross-Sector Financial Supervision”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 17, Issue 1, pp. 51-76, February.
- Jännäri, Kaarlo (2009). “Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: past, present and future.” Forsætisráðuneytið, Reykjavík. 30. mars. [http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari\\_\\_2009.pdf](http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari__2009.pdf).
- Kammel, Armin (2005). “A Proposal for the Governance of Financial Regulation and Supervision in Europe” *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 74 (2005) 4, S. pp. 167-181.
- Kaufman, George (1996). “Bank failures, systemic risk, and bank regulation.” *Cato Journal*, Vol. 16, No. 1 (Spring/Summer). <http://www.cato.org/pubs/journal/cj16n1/cj16n1-2.pdf>.
- Lamfalussy, Alexandre (Chairman) (2009), High Level Committee on a New Financial Architecture - Final Report. “ 16. júní. [http://www.nbb.be/doc/ts/Other/Lamfalussy\\_final\\_report.pdf](http://www.nbb.be/doc/ts/Other/Lamfalussy_final_report.pdf).
- Lannoo, Karel (1999). “Financial Supervision and Economic Policy Coordination in EMU.” CEPII, document de travail no. 99-04.
- Lannoo, Karel (2002). “Supervising the European Financial System,” CEPS Policy Brief no. 21, May 2002, Brussels.
- Leahy, Michael, Sebastian Schich, Gert Wehinger, Florian Pelgrin og Thorsteinn Thorgeirsson (2001). “Contributions of Financial Systems to Growth in OECD countries”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 280.
- Levine, Robert (1999). “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda.” *World Bank Policy Research Working Paper* No. 1678, November.
- Malcolm, Kyla, Mark Tilden og Tim Wilson (2009). “Evaluation of the economic impacts of the Financial-Services Action Plan.” *CRA Final Report*, Project No. D12460, March 2009, London.
- Mishkin, Frederic (2001). “Financial policies and Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries.” *NBER Working Papers* 8087, janúar.
- Mishkin, Frederic (2008). “Leveraged losses – lessons from the mortgage meltdown.” *Ræða á the US Monetary Policy Forum í New York*, 29. febrúar. <http://www.bis.org/review/r080306g.pdf>
- Nier, Erland (2009). “Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons From the Crisis.” *IMF Working Paper* WP/09/70. April. Washington D.C.
- OECD (2010). “Economic Outlook.” No. 87, May. Paris.
- Posner, Richard (2010). “Financial Overhaul Is Politics in Worst Sense.” *Bloomberg Opinion*, June 29. <http://www.bloomberg.com/news/2010-06-30/financial-bill-is-politics-in-worst-sense-commentary-by-richard-a-posner.html>.
- Rajan, Raghuram G. og Luigi Zingales (1998). “Financial dependence and growth.” *American Economic Review* 88, 559-586.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis*. 12. apríl. <http://rna.althingi.is/>

- Roubini, Nouriel (2010). "Banks Too Big to Fail, Too Big to Bail Out: Roubini." CNBC, 6. Júlí.  
<http://www.cnbc.com/id/38102194>.
- Royal Academy (2009). Letter to Her Majesty The Queen. July 22. London.  
<http://media.ft.com/cms/3e3b6ca8-7a08-11de-b86f-00144feabdc0.pdf>.
- Schinasi, Garry (2004). "Defining Financial Stability." IMF Working Paper, WP/04/187, október. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>
- Scholtens, Bert og Dick van Wensveen (2003). "The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain." SUERF Studies, no 1, SUERF, Vienna
- Seðlabanki Íslands (2003). „Samskomulag á milli fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands um greiðslu- og uppgjörskerfi.“ 28. mars.
- Seðlabanki Íslands (2006). „Bankastjórnarsamþykkt um viðfangsefni Seðlabanka Íslands á sviði fjármála-stöðugleika“, 27. nóvember. <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=4938>.
- Seðlabanki Íslands (2010a). „Peningastefnan eftir höft.“ Skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra. Sérnit nr. 4, desember.
- Seðlabanki Íslands (2010b). „Samkomulag um fjármálastöðugleika milli Norðurlanda og Eystrasaltsríkjanna.“ 17. ágúst. <http://www.sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=2552>.
- Seðlabanki Íslands (2011). „Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands gera með sér nýjan og markvissari samstarfssamning.“ 6. janúar. <http://www.sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=2701>.
- Seðlabanki Þýskalands (2010). „Um verkefni þýska seðlabankans á sviði fjármálastöðugleika.“ [http://www.bundesbank.de/finanzsystemstabilitaet/fs\\_notenbankaufgabe.en.php](http://www.bundesbank.de/finanzsystemstabilitaet/fs_notenbankaufgabe.en.php).
- Shifrin, Hersh (2005). A Behavioral Approach to Asset Pricing Theory, 2005. Elsevier; 2nd edition in 2008.
- Sighvatsson, Arnór og Gunnar Gunnarsson (2010). "Iceland's financial disaster and its fiscal implications." Managing Risk in the Financial System, Edward Elgar, 2011.
- Turner Review (2009). "A regulatory response to the global banking crisis." Mars.
- Van den End, Jan Willem og Mostafa Tabbae (2009). „When liquidity risk becomes a macro-prudential issue: Empirical evidence of bank behavior.“ De Nederlandsche Bank NV Working Paper No. 230/2009. Nóvember.
- White, William (1998). "The coming transformation of continental European banking." BIS Working Papers No. 54. June. <http://www.bis.org/publ/work54.pdf>.
- Wood, John H. (2003). "Bagehot's Lender of Last Resort: A Hollow Hallowed Tradition." The Independent Review, v. VII, n. 3, Winter, pp. 343– 351.

## Viðauki 1: Alþjóðlegt umfang fjármálakreppunnar

Erfitt er að meta kostnaðinn af fjármálakreppunni á þessu stigi, en grófar vísbendingar sýna að hann er nokkuð mismunandi eftir löndum. Þannig sýna áætlanir OECD (2009) að fjármögnunarpörf hins opinbera

Tafla 1. Breyting á nettó fjármögnun hins opinbera, % af VLF, 2007–2009<sup>1</sup>

Lönd með bankaeftirlit innan seðlabanka		Lönd með bankaeftirlit utan seðlabanka	
Finnland	-7,5	Austurríki	-3,6
Frakkland	-5,4	Belgía	-5,5
Grikkland	-8,7	Bretland	-9,9
Holland	-4,6	Danmörk	-6,9
Írland	-12,4	Ísland	-21,1
Ítalía	-4,0	Lúxemborg	-6,0
Portúgal	-4,0	Noregur	-8,0
Slóvakía	-4,0	Pólland	-4,5
Spánn	-11,5	Sviss	-2,4
Tékkland	-5,1	Svíþjóð	-5,7
Þýskaland	-3,4	Ungverjaland	0,6
Bandaríkin	-8,4	Nýja-Sjáland	-6,2
		Ástralía	-5,7
		Japan	-4,8
		Kórea	-6,5
		Kanada	-6,4
Meðaltal	-6,6	Meðaltal	-6,4
Án Írlands	-6,1	Án Íslands	-5,4

1. Skýring: + : afgangur - : halli.  
Heimild: OECD, Seðlabanki Íslands.

í 28 af 30 ríkjum samtakanna jókst að meðaltali um 6,5% af landsframleiðslu á milli áronna 2007 og 2009.

Til samanburðar jukust fjárhagslegar skuldbindingar ríkjanna um 13,5% af landsframleiðslu þessi tvö ár, en það skýrist af því að aukin fjármögnunarpörf nam samtals um 12% í ríkjunum árin 2008 og 2009. Kostnaður fjármálakreppunnar skýrist af beinum fjárhagslegum stuðningi við fjármálakerfið og yfirtökum á fjármálafyrirtækjum, en einnig í því að tekjur hins opinbera skruppu saman um leið og útgjöld til atvinnuleysisbóta jukust. Ofangreindar tölur eru nokkuð góð vísbending um fjárhagsleg áhrif fjármálakreppunnar á fjármál hins opinbera, en ekki kostnaðinn fyrir efnahagslífið í heild. Hvað hið opinbera varðar má sjá að niðurstöðurnar fyrir einstök lönd voru afar mismunandi. Þannig minnkaði fjármögnunarpörf Ungverjaland um 0,6% af landsframleiðslu en jókst um 21,1% á Íslandi þessi tvö ár. Að vísu útskýrist talan fyrir Ungverjaland af því að fjármögnunarpörfin var einnig mikil fyrir hrun. Brúttó fjárhagsskuldbindingar ríkja þróuðust líka á ólíkan hátt. Þannig lækkuðu þær í Sviss um 2,8% af landsframleiðslu þessi ár, en jukust á Íslandi um 64,0%.

Íslandi þessi tvö ár. Að vísu útskýrist talan fyrir Ungverjaland af því að fjármögnunarpörfin var einnig mikil fyrir hrun. Brúttó fjárhagsskuldbindingar ríkja þróuðust líka á ólíkan hátt. Þannig lækkuðu þær í Sviss um 2,8% af landsframleiðslu þessi ár, en jukust á Íslandi um 64,0%.

Tafla 2. Breyting á brúttó fjárhagsskuldbindingum % af VLF, 2007–2009<sup>1</sup>

Lönd með bankaeftirlit innan seðlabanka		Lönd með bankaeftirlit utan seðlabanka	
Finnland	2,2	Austurríki	10,7
Frakkland	14,7	Belgía	13,1
Grikkland	10,9	Bretland	24,1
Holland	19,3	Danmörk	13,7
Írland	37,5	Ísland	64,0
Ítalía	11,1	Lúxemborg	7,2
Portúgal	12,7	Noregur	1,5
Slóvakía	4,5	Pólland	6,3
Spánn	17,2	Sviss	-2,8
Tékkland	8,4	Svíþjóð	4,8
Þýskaland	12,0	Ungverjaland	13,0
Bandaríkin	22,1	Nýja-Sjáland	0,8
		Ástralía	0,6
		Japan	22,2
		Kórea	7,5
		Kanada	17,8
Meðaltal	14,4	Meðaltal	12,8
Án Írlands	12,3	Án Íslands	9,4

1. Skýring: + : aukning skulda - : minnkun skulda.  
Heimild: OECD, Seðlabanki Íslands.

Ef rýnt er í fyrirkomulag fjármálaeftirlits í ríkjunum kemur ekki fram mikill munur í því hvort ríkin voru með bankaeftirlit innan eða utan Seðlabanka. Líklegra má telja að þar sem bankakerfið hafði aukist að umsvifum í löndum eins og Íslandi, Írlandi, Bandaríkjunum, Bretlandi og Hollandi hafi kostnaðurinn af björgun eða falli þeirra verið meiri. Þar sem áfallið var mest, á Íslandi, var alhliða fjármálaeftirlit til staðar og bankaftirlit því utan Seðlabankans. Sömu sögu er að segja af Bretlandi sem fór einnig illa út úr kreppunni. Hins vegar voru önnur lönd, eins og Bandaríkin, sem bjuggu við önnur eftirlitskerfi en þar sem bankakerfin voru einnig fyrirferðarmikil og kostnaðurinn af kreppunni mjög mikill. Það er því erfitt að draga beinar ályktanir af ofangreindum samanburði til að námunda þátt eftirlitskerfa í útkomunni. Til að greina betur

áhrif á hina fjárhagslegu niðurstöðu þarf líklega að skoða aðstæður vandlega í hverju landi fyrir sig.

## Viðauki 2: Hugtakaskrá

<i>Íslenska</i>	<i>Enska</i>	<i>Skýring</i>
Aðgerðaáætlun fyrir fjármálaþjónustu	Financial Services Action Plan	Átak til að samræma sameiginlegan markað ESB fyrir fjármálaþjónustu
alhliða fjármálaeftirlit	integrated financial supervisor	Ein stofnun sér um eindarvarúðar- og viðskiptaháttaeftirlit
alhliða bankar	universal banking	Bankar sem bjóða upp á margvíslega fjármálaþjónustu
bankastarfsemi með aðferð brotaforða	fractional reserve banking	Bankar endurlána stærstan hluta innlána en nota afgang sem varsjóð
bókfært eigið fé	common equity	Basel-viðmið um fjármagnsgrunn banka
dreifræðisreglan	subsidiarity principle	Regla ESB um töku ákvarðana á lágsta mögulega stjórnsýslustigi
eftirlitsstaðlar	supervisory standards	Alþjóðleg rekstrar viðmið sem fjármálafyrirtæki þurfa að virða
eigið fé	net worth	Heildar eignir að frádregnum heildar skuldum
eiginfjárlutfall	capital adequacy ratio or solvency ratio	Mælikvarði á getu fjármálafyrirtækja að standa við skuldbindingar
eiginfjárgrunnur A	Tier 1 capital	Kjarnafjármagn sem innifelur hlutafé og varasjóði
eignaummyndun	asset transformation	Grundvöllur bankastarfsemi að taka skammtímalán og veita langtímalán
eindarvarúðar-	microprudential	Markmið um að tryggja styrk og öryggi einstakra fjármálafyrirtækja
einn afgreiðslustaður	one-stop shopping	Getan að eiga öll viðskipti á sama stað
fjármálahröðun	financial acceleration	Áhrif fjármálastarfsemi á hagsveifluna
fjármálanúningur	financial friction	Beinn og óbeinn kostnaður af því að stunda fjármálastarfsemi
fjármálastöðugleika-stefna	financial policy	Stefna sem miðast við að draga úr kerfisáhættu
framlagsskylda	margin requirements	Upphæð sem fjárfestir þarf að leggja inn á reikning áður en verslað er með ákveðna fjármálagerninga
freistnivandi	moral hazard	Hættan að öryggisnet verði misnotuð
fyrirfram	Latína: ex ante	Gildi sem reiknað er með áður en óvissu er eytt
færsluvingarstöð	clearing houses	Stofnun sem gerir upp viðskipti frá því að ákvörðun er tekin og greiðsla er móttækin
gjaldmiðlamisræmi	currency mismatch	Þegar eignir og skuldir eru skráðar í ólíkum gjaldmiðlum
grundvallaratriði í bókhaldi fyrir fjármálagerninga	high-level principles for financial instruments accounting	Viðmið um bestu bókhaldsaðferðir

## Viðauki 2: Hugtakaskrá (frh.)

<i>Íslenska</i>	<i>Enska</i>	<i>Skýring</i>
halaáhætta	tail risk	Það sem talið er afar ósennilegt að gerist
hegðunarviðmið	code of conduct	Reglur um hegðun á markaði
hlýðnikostnaður	compliance costs	Útgjöld lögaðila í formi tíma eða peninga við að verða við kröfum sem felast í lögum og reglum
hreint virði	net worth	Heildareignir að frádregnum heildarskuldum
innri áhætta	endogenous risk	Áhætta sem verður til innan kerfis
jafnvirðisgreiðsla við beiðni	pay at par on demand	Réttur eigenda innlána til að fá peninga sína greidda að fullu
Kenning um hagkvæman markað	Efficient market hypothesis	Kenning um að fjármagnsávöxtun geti ekki verið umfram meðaltal markaðarins, leiðrétt fyrir áhættu, á grundvelli opinberra upplýsinga
lausafjárstýring á almennum markaði	open market operations	Framkvæmd peningastefnu þar sem seðlabanki stjórnar skammtímaavöxtum og peningamagni í hagkerfinu
lausafjárþekjuhlutfall	Liquidity Coverage Ratio	Viðmið um þol banka til skamms tíma vegna truflana á lausafjárstöðu þeirra
lántökugjöld	capital charges	Kostnaður fyrirtækja af lántökum og afskrift eigna
lagalegar tilskipanir	statutory directives	Tilmæli eða leiðbeining stjórnvalda sem bundin eru í lögum
lögbundið eigið fé	regulatory capital	Hrein eign lögaðila sem kveðið er á um í reglum eftirlitsaðila
markaðsagi í áhættustjórn	market discipline in risk control	Áhrif markaðarins til að takmarka áhættu
markaðsáhætta tengd veltubók	trading book exposures	Áhættur sem tengjast virkum viðskiptum með eignasafn banka
markaðsverð á hverjum tíma	mark to market	Þegar eign er færð í bókum lögaðila á markaðsvirði hvers tíma en ekki bókvirði
miðlægt mótaðilauppgjör	central counterparty clearing	Ferli þar sem fjármálaviðskipti með verðbréf eru gerð upp á einum miðlægum uppgjörsaðila
mildandi aðgerð	mitigating action	aðgerð eftirlitsaðila sem miðast við að draga úr áhættu í fjármálakerfinu
reglugerðasamkeppni	regulatory arbitrage	Þegar eftirlitsaðilar keppa um eftirlitsskyld fjármálafyrirtæki með afslætti á eftirlitskröfum
sameinaður eftirlitsaðili	unified regulator	Einn eftirlitsaðili sem tekur til allra geira og starfsemi á fjármálamarkaði
samhæft eftirlit	integrated regulator	Eftirlit sem tekur til fleirri en eins fjármálageira



## Viðauki 2: Hugtakaskrá (frh.)

<i>Íslenska</i>	<i>Enska</i>	<i>Skýring</i>
samsetningarvilla	fallacy of composition	Sú villa að heildin sé jöfn summu einstakra hluta hennar
samstarfssamkomulag	Memorandum of Understanding, MOU	Leið til að koma á samstarfi opinberra stofnana
samsöfnun	conglomeration	Það að draga saman ólíka starfsemi
sítengt uppgjör	Continuous Linked Settlement	Alþjóðlegt uppgjörskerfi fyrir gjaldeyrisviðskipti
skipulagt eigin eftirlit	institutionalised self regulation	Þegar innra eftirlit fjármálafyrirtækja er orðið ígildi utanaðkomandi eftirlits
skuldsetning eða vogun	leverage	Skuldsetning
sveiflujöfnunarsjóður	countercyclical buffer	Varasjóður sem safnað er í þegar vel gengur og veitt er úr þegar á móti blæs
sveiflumögnun	procyclical	Tilhneiging til að magna uppsveiflu og dýpka niðursveiflu
sviðsmynd fjármögnunar-erfiðleika	stressed funding scenario	Ástand skilgreint af eftirlitsaðila sem fjármálafyrirtæki þurfa að ráða við
tímamissræmi	maturity mismatch	Eignahlið og skuldahlið hafa mismunandi líftíma
trygg fjármögnun	stable sources of funding	Fjármögnun sem er áreiðanleg
Tveggja turna líkan	twin peaks model	Fjármálaeftirlit með tvær stoðir, varúðareftirlit í seðlabanka og viðskiptaháttaeftirlit í sjálfstæðri stofnun
uppbyggileg margræðni	constructive ambiguity	Óræðar yfirlýsingar stjórnvalda um öryggisnet til að draga úr misnotkun á þeim
vafningar	Structured Investment Vehicles	Vöndull fjármálagerninga sem miðar að því að hagnast á vaxtamun skammtímaskulda og langtímaeigna í vöndlinum
val á eftirlitsaðila	regulator arbitrage	Viðleitni fjármálafyrirtækja að velja sér eftirlitsaðila með léttari reglu umgjörð
valdsvið nefnda	comitology	Hugtak sem lýsir aðferðum við ákvarðanatöku í ESB samkvæmt lögum sambandsins
varúðarsjóður	conservation buffer	Basel-viðmið um sérstakan sjóð til að auka varnir banka gegn áföllum
varúðarstefna	Prudential policy	Fjármálaeftirlit sem miðar að því að tryggja styrk og öryggi einstakra fjármálafyrirtækja og stöðugleika-fjármálakerfisins í heild
verðbréfamíðstöðvar	securities depositories	Stofnun sem sér um bókhald verðbréfa og framsal eignarhalds þeirra í viðskiptum

## Viðauki 2: Hugtakaskrá (frh.)

<i>Íslenska</i>	<i>Enska</i>	<i>Skýring</i>
viðbréfun	securitisation	Söfnun ólíkra forma skuldbindinga í skuldabréf til endursölu á fjármálamarkaði
viðbúnaðaráætlun	contingency plan	Áætlun um viðeigandi viðbrögð við rofi í starfsemi til að endurvekja hana
viðskiptahættir	conduct of business	Reglur sem lúta að almennri hegðun lögaðila í formi aðgerða, viðbragða eða aðgerðaleyfis
viðskiptakostnaður	transaction costs	Kostnaður sem verður til við viðskipti
virðisvarasjóður	valuation reserves	Varasjóður til að bregðast við eignaverðbreytingum
vikjandi lán	subordinated debt	Lán sem hefur ekki sama forgang í kröfur og önnur lán
vogunarhlutfall	leverage ratio	Heildareignir í hlutfalli við eigið fé. Mælir hversu mikil skuldsetning er.
yfirflæði	spillovers	Óbein áhrif útgjalda
ytri áhætta	exogenous risk	Áhætta sem verður til utan kerfis
þjóðhagsvarúðar-	macroprudential	Markmið um að draga úr kerfis-áhættu í fjármálakerfinu
öruggar, seljanlegar eignir	high quality liquid assets	Eignir sem eru vel seljanlegar og halda verðgildi sínu

## Viðauki 3: Stofnanaheiti

<i>Íslenska</i>	<i>Enska</i>
Bandaríska bankaeftirlitið	Office of the Comptroller of the Currency, OCC
Bandaríska eftirlitsnefndin með verðbréfavíðskiptum	Securities and Exchange Commission, SEC
Bandaríska eftirlitsstofnunin á tryggingarmarkaði	National Association of Insurance Commissioners
Bandaríska fjármálaráðuneytið	US Treasury Department
Bandaríska íbúðalánastofnunin	Federal Housing Finance Agency, FHFA
Bandarísku innstæðutryggingarnar	Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC
Bankaráð	Hollenska: Bankraad
Eftirlitsnefnd með bankageiranum	Commission on the Banking Industry
Eftirlitsnefnd með skuldabréfaútgáfu sveitarfélaga	Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB
Eftirlitsráð	Hollenska: Raad van Commissarissen
Evrópsk samráðsnefnd um fjármálareglur	European Shadow Financial Regulatory Committee, ESFRC
Evrópska bankastofnunin	European Banking Authority, EBA
Evrópska fjármálastöðugleikastofnunin	Directorate General Financial Stability
Evrópska trygginga- og lífeyrissjóðastofnunin	European Insurance and Occupational Pension Authority, EIOPA
Evrópska kerfisáhætturáðið	European Systemic Risk Board, ESRB
Evrópska verðbréfastofnunin	European Securities Authority, ESA
Evrópski fjárfestingasjóðurinn	European Investment Bank, EIB
Evrópski fjármálastöðugleikasjóðurinn	European Financial Stability Facility, EFSF
Evrópski seðlabankinn	European Central Bank, ECB
Fjármálaeftirlit Bretlands	Financial Services Authority, FSA
Fjármálaeftirlit Þýskalands	Þýska: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin
Fjármálastöðugleikastefnunefnd	financial policy committee
Framkvæmdastjórn ESB	European Commission
Írska fjármálareglugerðarstofnunin	Irish Financial Services Regulatory Authority, IFSRA
Írska fjármálastjórnsýslan	Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, CBFSAI
Írska seðlabankastofnunin	Central Bank of Ireland Commission
Ítalska eftirlitsnefndin með verðbréfavíðskiptum	Ítalska: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa , CONSOB
Nefnd evrópskra verðbréfaeftirlitsaðila	Committee of European Securities Regulators, CESR
Nefnd um framvirk hráefnavíðskipti	US Commodity Futures Trading Commission, CFTC
Nefnd um framvirk víðskipti	National Futures Association, NFA
Nefnd um neytendavernd á sviði fjármálaþjónustu	Consumer Financial Protection Agency
Nefnd um reglur fyrir fjármálageirann	Financial Industry Regulatory Agency, FIRA
Nefnd um verðbréfastarfsemi	Franska: Commission des Opérations de Bourse, COB
Neytendastofnun fyrir fjármálaþjónustu	Hollenska: Klachteninstituut Financiële Dienstverlening, Kifid

### Viðauki 3: Stofnanaheiti (frh.)

<i>Íslenska</i>	<i>Enska</i>
Neytendastofnunin	National Consumer Agency
Peningastefnunefnd	Monetary policy committee
Ráðgjafanefnd um bankamál	Banking Advisory Committee, BAC
Ráðgjafanefnd um fjármálastöðugleika	Financial Stability Board
Samráðsvettvangur evr. verðbréfaráða	Forum of European Securities Commissions, FESCO
Seðlabanki Bandaríkjanna	Federal Reserve System
Seðlabanki Belgíu	Franska: Banque Nationale de Belgique
Seðlabanki Bretlands	Bank of England, BOE
Seðlabanki Hollands	Hollenska: De Nederlandsche Bank, DNB
Seðlabanki Þýskalands	Þýska: Bundesbank, BB
Sparisamlagaeftirlitið	National Credit Union Administration, NCUA
Sparisjóðaeftirlitið	Office of Thrift Supervision, OTS
Stofnun um neytendavernd og markaði	Consumer Protection and Markets Authority
Stýrinefnd um fjármálastöðugleika	Financial Stability Oversight Committee, FSOC
Trygginganefndin	Insurance Committee, IC
Verðbréfaeftirlit	Securities and Investment Board, SIB

Sérrit Seðlabanka Íslands

*Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti. Nr. 5, 2011.*

*Peningastefnan eftir höft. Nr. 4, 2010.*

*Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi. Nr. 3, 1998.*

*Efnahags- og myntbandalag Evrópu - EMU. Nr. 2, 1997.*

*Úrlausnir kvartana til bankaeftirlits Seðlabanka Íslands á árunum 1990 - 1996. Nr. 1, 1997.*