



















eftir margvíslegum viðbótarupplýsingum milliliðalaust, upplýsingum umfram það sem nákvæmlega er kveðið á um í reglunum en getur varðað hlutverk hans við að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi og lánveitanda til þrautavara. Þetta eru atriði eins og skilmálar lánalína, tiltæk veð, upplýsingar er varða dótturfélög, samskipti dótturfélags og móðurfélags og möguleg smitáhrif þeirra á milli.

Reglur þær sem að ofan greinir takmarka í raun ekki eingöngu gjaldeyrisáhættu kerfisins og lausafjárahættu í erlendum gjaldmiðlum heldur mun samspil allra þessara reglna í raun takmarka möguleika bankanna til óhóflegs vaxtar.

### 3. Hugsanlegar lagabreytingar og samrýmanleiki við EES-samninginn

Stýritæki	Uptaka/framkvæmd	Teg. <sup>3</sup>
1 <b>Reglur um laust fé og gjaldeyrisjöfnuð</b> Reglurnar þarf að sniða þannig að ekki geti myndast óhóflegt ójafnvægi. Sér í lagi þarf að setja strangar reglur á gjalddagamisræmi í erlendum gjaldmiðlum.	13. gr. laga nr. 36/2001 tilgreinir ákveðnar eignir sem telja skal með í gjaldeyrisjöfnuði. Bankinn hefur því ekki heimild til að undanskilja neinar gengisbundnar eignir eins og er.	L
2 <b>Takmörk á söfnun erlendra innlána</b> Nýjar reglur um laust fé verði aðlagðar að þessu. Reglur um bindiskyldu má nýta til að ná þessu fram. Einnig að andvirði innstæðna megi ávallt greiða í íslenskum krónum, óháð því hvort það hafi í öndverðu verið í öðrum gjaldmiðli.	Núgildandi tilskipanir um innstæðutryggingarkerfi kveða ekki á um hvaða gjaldmiðil skuli nota við útborgun andvirðis innstæðna. Hins vegar segir í drögum að nýrri tilskipun ESB að andvirði innstæðu skuli greitt út í sama gjaldmiðli og innstæðan var í. Verði hin nýja tilskipun samþykkt óbreytt mun hluti þessa ekki samrýmast EES- samningnum eftir það.	L
3 <b>Gjaldeyrislán óvarinna aðila</b> Til greina kemur að gera auknar kröfur um veðhlutföll og getu til að standast sveiflur í greiðslubyrði, setja auknar eiginfjákröfur eða banna slíkar lánveitingar.	Eftir því hvaða leið er farin gæti annaðhvort þurft að breyta lögum eða setja reglu.	L/R
4 <b>Gjald á fjármagnshreyfingar</b> Heimild til þess að leggja gjald á fjármagnsflutninga til og frá landinu, eða heimildir til að leggja á bindiskyldu verði rýmkaðar, í þeim tilgangi að koma í veg fyrir óhóflegt innflæði fjármagns, e.t.v. gjald eða bindiskylda sem er tengd vaxtamun gagnvart útlöndum.	Þarf lagabreytingu.	L
5 <b>Hraðatakmarkanir á kaup lífeyrissjóða á erlendum eignum</b> Til dæmis væri hægt að miða þakið við hámark í hverjum mánuði eða hlutfall iðgjalda umfram útgreiðslur sem heimilt væri að ráðstafa til fjárfestingar erlendis. Þessum stýritækjum þyrfti að vera hægt að breyta með einföldum hætti.	Þarf lagabreytingu.	L

3. Breyta þarf R=reglum eða L=lögum.

## II. Varúðarreglur eftir höft

### 4. Umgjörð og regluverk

#### 4.1 Umgjörð fjármálakerfisins

Árið 1994 varð Ísland aðili að Evrópska efnahagssvæðinu (EES) sem kveður á um svokallað fjórfrelsi, þ.e. óheft flæði vöru, þjónustu, vinnu- afls og fjármagns á innri markaði Evrópu, oft nefnt Evrópska vegabréfið. EES-samningurinn myndar umgjörð laga og eftirlits á grundvelli tilskipana Evrópusambandsins. Samningurinn gerði meðal annars bönkum kleift að starfa yfir landamæri á innri markaðnum. Árið 2003 lauk einkavæðingu íslensku bankanna og á árunum 2003 til 2008 jukust heildareignir þeirra úr tvöfaldri í tífalda landsframleiðslu. Þessi öri vöxtur var að miklu leyti fjármagnaður með erlendum skammtímalánnum og erlendum innlánnum. Þannig má segja að aðild Íslands að EES-samningnum hafi meðal annars greitt fyrir örum vexti bankanna á skömmum tíma.

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hefur þó nokkuð verið skrifað um orsakir hennar og mögulegar úrbætur, svo sem veikleika í regluverki og áhættumati. Áhætta í bankastarfsemi yfir landamæri var stórkostlega vanmetin fyrir fjármálakreppuna, sérstaklega þar sem erlendir gjaldmiðlar komu við sögu. Áhlaup á erlenda fjármögnun banka í alþjóðlegri starfsemi var mikilvægur þáttur í framvindu fjármálakreppunnar. Umgjörð og regluverk fjármálakerfisins hefur verið tekið til gagn Gerrar endurskoðunar í kjölfar fjármálakreppunnar. Í Turnerskýrslunni (2009) í Bretlandi voru vandamál í skipulagi ESB dregin fram og stungið upp á að mynduð yrði ný stofnun til að setja reglur og hafa yfirumsjón með eftirliti með starfsemi alþjóðlegra banka. Einnig var lagt til að veita þjóðríkjum aukna heimild til að krefjast þess að starfsemi banka utan heimalands þeirra fari fram í dótturfyrirtækjum eða að takmörk verði sett á alþjóðlega innlánastarfsemi. Í De Larosière-skýrslunni (2009) var lagt til að innlánstryggingarkerfið í ESB yrði samræmt betur. Í þeirri skýrslu var einnig lagt til að eftirlitsskylda heimaríkja með tilliti til útibúastarfsemi yrði endurskoðuð og að Evrópskt kerfisáhætturáð (ESRB) yrði sett á fót með Evrópsku fjármálaeftirlitskerfi (ESFS).<sup>4</sup> Upp úr stendur að vandinn við að deila kostnaði við fjármálaaðstoð vegna alþjóðlegrar fjármálastarfsemi hefur ekki verið leystur. Basel-nefndin um bankaeftirlit (Alþjóðagreiðslubankinn, 2010) mælti með að hópur yrði settur á fót til að fjalla um yfirtöku og/eða slit alþjóðlegra banka í vanda og að byggt yrði á heimaríkisreglunni en að samstarf og samræming á milli heima- og gistiríkja yrði bætt.

Ofangreindar tillögur ganga ekki nægilega langt þegar þær eru skoðaðar í samhengi við reynslu Íslendinga. Taka þarf á sérstökum áhættum EES- og ESB-ríkja sem ekki eru aðilar að gjaldmiðlabandalaginu, sérstaklega varðandi lánveitingar til þrautavara í erlendum

4. European System of Financial Supervision, í raun formenn eftirlitsstofnana ESB, þ.e. EBA, EIOPA og ESA.

gjaldmiðlum. Umgjörð EES og ESB á sviði innlánstrygginga stóðst ekki áhlaup á alþjóðlega banka þegar á reyndi. Standist sú regla að heimaríki beri ábyrgð á erlendum útibúum yfirfærir það mögulega ábyrgð á innlánnum í gistiríki á skattgreiðendur í heimaríkinu. Ef sameiginleg innlánstrygging á EES-svæðinu er ekki á dagskrá, er vafasamt að veita bönkum smáríkja sem eru utan við evrusvæðið þau réttindi sem felast í Evrópska vegabréfinu. Nánar er fjallað um innlánstryggingar í kafla 5.3.

## 4.2 Varúðarreglur

Ein helsta niðurstaða alþjóðlegra athugana er að fjármálakreppan sem hófst 2007-2008 sé afleiðing þess að kerfisáhætta jókst mikið í uppsveiflunni án þess að við henni væri brugðist (Lim o.fl., 2011). Þróun og útfærsla varúðartækja vegna kerfisáhættu var skemmra á veg kominn en útfærsla varúðartækja vegna áhættu sem rekja mátti til einstakra fyrirtækja. Þannig var áhersla í eftirliti í uppsveiflunni að mestu leyti á að tryggja öryggi og styrk einstakra fjármálfyrirtækja og talið var að sú nálgun dygði til að viðhalda fjármálastöðugleika. Í ljós kom að það reyndist ekki nægilegt til að koma í veg fyrir kerfislegt áfall.

Í kjölfar fjármálakreppunnar hafa alþjóðastofnanir því einbeitt sér að nýju meginmarkmiði með regluverki um eftirlit með fjármálakerfinu sem miðast við að fyrirbyggja að kerfisáhætta byggist upp í fjármálakerfinu og er það markmið nefnt þjóðhagsvarúð (e. macroprudential). Með þjóðhagsvarúð er litið til stöðugleika fjármálakerfisins í heild, með það að markmiði að takmarka kerfisáhættu og mögulegt framleiðslutap vegna fjármálaáfalls. Þá er einnig horft til þess að atferli fjármálfyrirtækja og samspil þeirra getur verið sjálfstæð uppspretta áhættu (e. endogenous risk) (Seðlabanki Íslands, 2010). AGS hefur flokkað þjóðhagsvarúðartæki í þrjá meginflokka (Lim o.fl., 2011):

1. Útlánatengd stýritæki, t.d. takmörk á útlánavöxt, þak á veðsetningarhlutföll, þak á hlutfall skulda og tekna og takmörk á útlán í erlendum gjaldmiðlum.
2. Fjármögnunartengd stýritæki, t.d. takmörk á gjaldeyrismisræmi, kröfur um gjaldeyrissjóð og takmörk á gjalddagamisræmi.
3. Eiginfjártengd stýritæki, t.d. sveiflujafnandi kröfur um eigið fé, tímabreytileg framlög í varasjóð, takmörk á arðgreiðslur og breytingar á áhættumati í vogum.

Sem slík eru stýritæki þjóðhagsvarúðar nátengd stýritækjum hefðbundins fjármálaeftirlits sem byggjast á markmiðum eindarvarúðar (Seðlabanki Íslands, 2011).

### Varúðarreglur sem tengjast gjaldeyrisáhættu

Afnámi fjármagnshafta fylgir almennt áhætta er varðar flæði fjármagns og gengi krónunnar, með tilheyrandi áhrifum á verðlag. Við þetta bætist áhætta er varðar fjármögnun banka og ríkissjóðs. Frjálsar fjármagnshreyfingar milli landa takmarka möguleika seðlabanka til að stýra áhættu í fjármálakerfinu. Í þessari skýrslu eru settar fram hugmyndir að mögulegum stjórntækjum/varúðarreglum eftir höft. Um er að ræða reglur og tæki sem tengjast gjaldeyrisáhættu og því er ekki um að ræða heildaryfirlit varúðarreglna og stýritækja þjóðhagsvarúðar

og fjármálastöðugleika. Hugmyndir þessar eru á mörgum mismunandi stigum. Undirbúningur er hafinn að innleiðingu einstakra reglna, en margar eru þó á umræðustigi og því ekki enn ljóst í hvaða mæli þær eru fýsilegar. Reynt verður að draga fram kosti og galla viðkomandi reglna samhliða kynningu á þeim. Meðfylgjandi tafla sýnir yfirlit yfir varúðarreglurnar sem kynntar verða.

### Tafla 1. Varúðarreglur sem tengjast gjaldeyrisáhættu

#### Gjaldeyrisjöfnuður - Kafli 5.1

Skilgreining á erlendum eignum og skuldum  
Fjárhæðarþak til viðbótar hlutfallsþaki

#### Lausafjárreglur - Kafli 5.2

Lausafjárreglur í einstökum gjaldmiðlum  
Lengra tímaband fyrir fjármögnunarreglur í erlendum gjaldmiðlum  
Aukin lausafjárfkrafa fyrir erlend innlán

#### Erlend innlán og innstæðutryggingar - Kafli 5.3

Forgangsröðun innlána við gjaldþrotaskipti  
Útgreiðsla tryggðra innlána aðeins í krónum  
Innlánsstofnunum ekki heimilt að safna innlánum erlendis í útibúum  
Hámark á útgáfu sértryggðra skuldabréfa

#### Takmörk á erlendar lántökur innlendra aðila - Kafli 5.4

Veðsetningarhlutföll á erlend lán  
Hámark á greiðslubyrði erlendra lána sem hlutfall af ráðstöfunartekjum  
Takmörk á vaxtabætur fyrir lán í erlendum gjaldmiðlum  
Takmörk á útlánavöxt í erlendum gjaldmiðlum  
Takmörk á útlán í erlendum gjaldmiðlum til heimila, fyrirtækja og sveitarfélaga

#### Tímabundnar hömlur á útstreymi við afnám hafta - Kafli 5.5

Hraðatakmarkanir á erlenda fjárfestingu lífeyrissjóða

#### Annað - Kafli 5.6

Gjald á fjármagnshreyfingar  
Breytileg bindiskylda á erlendar skuldir  
Viðbótareiginfjárfkrafa til að mæta flökti í eiginfjárlutfalli vegna gengisbreytinga

Seðlabanki Íslands setur reglur um gjaldeyrisjöfnuð lánastofnana.<sup>5</sup> Reglurnar þjónuðu því miður ekki því hlutverki að takmarka gjaldeyrisjafnaðaráhættu í hagkerfinu. Í stórum dráttum fór þrennt úrskaiðis: Í fyrsta lagi var gjaldeyrisáhættan í reynd yfirfærð frá lána-fyrirtækjum yfir á heimili og fyrirtæki sem ekki heyrdi undir gjald-eyrisjafnaðarreglur. Heimilin voru að mjög litlu leyti með eignir eða tekjur í erlendum gjaldmiðlum og það sama átti einnig við um mörg fyrirtæki. Gjaldmiðlamisvægi í hagkerfinu jókst því, þrátt fyrir að gjald-eyrisjöfnuður bankanna væri innan marka. Í öðru lagi, og varðar þetta fremur eftirfylgni með reglunum, var hluti erlendra eigna bankanna í raun ekki erlendur, því að veðin og tekjuflæðið sem stóð að baki margra lána í erlendum gjaldmiðlum var í krónum og því litlar líkur á fullri innheimtu ef krónan veiktist að einhverju marki. Í þriðja lagi var verulegt tímamisræmi í erlendum eignum og skuldum bankanna sem skapaði mikla hættu á lausafjarpurrð í erlendum gjaldeyri. Setja hefði mátt ramma um gjalddagamisræmi í erlendum gjaldmiðlum í lausa-

5. Lánastofnun er fjármálafyrirtæki sem hefur fengið starfsleyfi skv. 1.-4. tölul. 1. mgr. laga nr. 161/2002 (lög um fjármálafyrirtæki). Um er að ræða innlánsstofnanir og ýmsar aðrar lánastofnanir, t.d. eignaleigufyrirtæki.

fjárreglum sem Seðlabankinn setur og minnka þannig lausafjánhættu í erlendum gjaldmiðli í stað þess að skilgreina laust fé óháð gjaldmiðli eins og gert er í núverandi reglum. Nánar er fjallað um þetta í kafla 5.1.

### Alþjóðlegar og íslenskar lausafjárreglur

Þegar lausafjárkreppan hófst sumarið 2007 störfuðu íslensku fjármála-fyrirtækin samkvæmt alþjóðlegu regluverki sem byggðist meira eða minna á tilmælum frá Basel-nefndinni um bankaeftirlit eða svokölluðum Basel-stöðlum.<sup>6</sup> Basel-staðlarnir hafa öðru fremur beinst að eiginfjárviðmiðum fyrir alþjóðleg fjármálafyrirtæki. Basel-nefndin hefur einnig í nokkurn tíma gefið út leiðbeinandi tilmæli um bestu framkvæmd lausafjárstýringar.<sup>7</sup> Fjármálaeftirlitið gaf árið 2008 út helstu meginreglur þessara leiðbeinandi tilmæla og uppfærði árið 2010.<sup>8</sup>

Nú liggja fyrir ný Basel-tilmæli, þau þriðju í röðinni (BASEL III), sem eru víðtækari en áður. Meginbreytingin felst í því að nú verður eftirlitið þríþætt í stað þess að einblína einungis á eiginfjárlutföll eins og áður. Markmið þeirra er að a) renna frekari stoðum undir eiginfjárgrunn fjármálafyrirtækja, b) innleiða nýjar lausafjarkvaðir ásamt því að c) takmarka skuldsetningu fjármálafyrirtækja. Lausafjarkvaðir Basel III eru:

- i. lausafjárþekja (e. liquidity coverage ratio; LCR)
- ii. fjármögnunarþekja (e. net stable funding ratio; NSFR)

Í Bandaríkjunum hafa nú þegar verið sett lög sem að einhverju leyti taka tillit til Basel-tilmælanna um lausafjarkvaðir.<sup>9</sup> Að auki hefur samráðsnefnd evrópskra fjármálaeftirlita (EBA) verið að þróa framsetningu á samræmdri upplýsingagjöf um fjármögnunarmisvægi (e. maturity ladder template). Í grunninn er hugsunin svipuð og með fjármögnunarþekjuna nema hvað um ítarlegri upplýsingagjöf er að ræða.

### Lausafjárþekja (e. liquidity coverage ratio; LCR)

Lausafjárþekja á að tryggja að fjármálafyrirtæki eigi nægjanlega miklar óveðsettar hágæða lausafjáreignir sem hægt væri að umbreyta í laust fé til að mæta lausafjarpörfum næstu 30 daga, undir töluverðu álagi sem skilgreint er nánar af eftirlitsaðilum. Þetta á að veita fjármálafyrirtækjum og eftirlitsaðilum svigrúm til að grípa til viðeigandi aðgerða vegna breyttra aðstæðna.

$$\text{LCR} = \frac{\text{Tryggar veðbandalausar lausafjáreignir}}{\text{Hreint fjárúttstreymi næstu 30 almanaksdaga}} \geq 100\%$$

Tryggar eignir samkvæmt hlutfallinu eru kvaðlausar veðbandalausar eignir, þannig að þær séu seljanlegar á mörkuðum á tímum mikilla lausafjarpþrenginga og síðast en ekki síst eru þær einnig fullgildar

6. Basel-nefndin um bankaeftirlit var sett á laggimar árið 1974 af seðlabönkum G-10-landanna. Basel-nefndin vinnur m.a. að ýmsum stöðlum og leiðbeiningum um framkvæmd bankaftirlits. Álit Basel-nefndarinnar hafa ekki lagagildi.

7. Tilmælin (e. Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision) voru síðast uppfærð í september 2008 (Alþjóðagreiðslubankinn, 2008). Þau tilmæli eiga uppruna sinn í „A Framework for Measuring and Managing Liquidity“ frá árinu 1992.

8. Fjármálaeftirlitið, leiðbeinandi tilmæli nr. 2/2010.

9. Dodd-Frank Wall Street-umbæturnar ásamt breytingum á neytendaverndarlögum (e. Consumer Protection Act). Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Act (2010).

í viðskiptum við seðlabanka. Hreint fjárstreymi tekur til nettóáhrifa vegna útfærðis og innflærðis. Í stórum dráttum eru aðeins tvær leiðir til að uppfylla lausafjárþekjuna reynist fjármálastofnun undir 100%. Annars vegar a) að auka lausafé samkvæmt skilgreiningu eða b) að draga úr hreinu fjárúttstreymi.

#### Fjármögnunarþekja (e. net stable funding ratio; NSFR)

Fjármögnunarþekja er ætlað að hvetja til stöðugar fjármögnunar til lengri tíma, a.m.k. eins árs. Það er hannað til að tryggja að langtímaeignir séu fjármagnaðar með a.m.k. ákveðnu hlutfalli stöðugar fjármögnunar að teknu tilliti til lausafjárahættu. Hlutfallinu er sérstaklega ætlað að draga úr of mikilli áherslu á skammtímafjármögnun, sem reyndist ein af ástæðum alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Þá tekur hlutfallið í meira mæli tillit til liða utan efnahagsreiknings og þeirrar áhættu sem tengist þeim. *Tiltæk stöðug fjármögnun* er fjárhæð sem er bundin í eigin fé ásamt innlánnum og skuldbindingum sem talið er að haldist nokkuð óbreytt innan árs. *Krafa um stöðuga fjármögnun* er mat eftirlitsaðila sem byggist á eignasamsetningu fjármálafyrirtækisins.

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Tiltæk stöðug fjármögnun}}{\text{Krafa um stöðuga fjármögnun}} > 100\%$$

Á alþjóðavettvangi er gert ráð fyrir að athugunartímabil vegna fjármögnunarþekju hefjist árið 2012 en lágmarksmælikvarðar verði innleiddir 2018.

Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um alþjóðlegan fjármálastöðugleika (AGS, 2011), þar sem stuðst er við opinber gögn, virðist fjármögnunarþekja evrópskra banka vera nokkuð undir þeim lágmarkskröfum sem stefnt er að. Staða bandarískra og Asískra banka er talsvert betri. Fyrir þá 60 alþjóðlegu banka sem voru í úrtakinu var viðbótar fjármögnunarþörf um 3.100 ma. Bandaríkjadala. Niðurstaðan var einnig sú að fjármögnunarþekjan hefði ekki verið óbrigðull fyrirboði lausafjárerfiðleikanna árin 2007-2008 (AGS, 2011). Þeir bankar sem urðu gjaldþrota á tímabilinu voru með fjármögnunarþekju í nokkru samræmi við banka sem enn eru starfandi. Helmingur banka sem voru með fjármögnunarþekju undir 0,8 lenti þó í verulegum lausafjávanda, því má segja að ákveðið upplýsingagildi sé í fjármögnunarþekjunni.<sup>10</sup> Fjármögnunarþekjan nær einungis til eins árs en til að hafa eftirlit með fjármögnunarmisvægi til bæði skemmri og lengri tíma hefur evrópska bankaeftirlitið (EBA) þróað framsetningu á samræmdri upplýsingagjöf um fjármögnunarmisræmi fyrir mismunandi tímabil (e. maturity ladder). Þessi upplýsingagjöf, sem getur verið aðgreinanleg niður á einstaka gjaldmiðla, veitir góðar upplýsingar um mögulega fjármagnsþörf fjármálafyrirtækja fyrir einstök tímabil.

#### Lausafjárreglur Seðlabanka Íslands og lausafjárkröfur Fjármálaeftirlitsins

Seðlabanki Íslands setur reglur um laust fé lánastofnana, sbr. ákvæði 12. gr. laga nr. 36/2001. Gildandi lausafjárreglur Seðlabankans um

10. Stuðst var við opinber gögn í rannsókninni, því má ætla að eftirlit sem er vel útfært og virkt muni geta bætt þessa niðurstöðu töluvert.

laust fé eru frá árinu 2006. Markmið lausafjárreglna er að tryggja að fjármálafyrirtæki eigi ávallt nægt laust fé til þess að mæta fyrirsjáanlegum og hugsanlegum greiðsluskuldbindingum á tilteknu tímabili. Samkvæmt lausafjárreglunum er eignum og skuldum skipt niður eftir tegundum og gefið vægi eftir eðli. Þannig fá t.d. innlán lágt vægi þar sem þau flokkast sem nokkuð stöðug fjármögnun en skammtímalán fá hærra vægi þar sem greiða skal þau á gjalddaga. Einnig er eignum og skuldum skipt niður á 4 tímabil, þ.e. 0-1, 1-3, 3-6 og 6-12 mánuði. Kröfur Fjármálaeftirlitsins til stóru bankanna þriggja, auk þeirra sparisjóða sem farið hafa í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu, byggjast annars vegar á því að tryggja lausafjáreignir til ráðstöfunar séu að lágmarki 20% af heildarinnlánum viðskiptabanka en 10% hjá sparisjóðum og hins vegar að innlánsstofnanir eigi laust fé sem nemi að lágmarki 5% af óbundnum innlánum (e. on-demand deposits). Lausafjárkröfur Fjármálaeftirlitsins eru þó óháðar öðru fjármagnsútlæði, hvort sem það er vænt eða óvænt.

## 5. Útfærsla á mögulegum varúðarreglum sem tengjast gjaldmiðlaáhættu

Í þessum kafla er farið yfir hvaða möguleikar eru fyrir hendi til að sporna við þeim áhrifum sem frjálst flæði fjármagns getur haft á lítið opið hagkerfi. Hér er um að ræða gjaldeyrisjafnaðarreglur, lausafjárreglur, reglur um innstæðutryggingar, reglur um takmarkanir á erlenda lántöku innlendra aðila, erlenda fjárfestingu lífeyrissjóða og ýmis önnur þjóðhagsvarúðartæki.

### 5.1 Gjaldyrisjafnaðarreglur

#### Reglur í dag

Samkvæmt ákvæði 13. gr. laga nr. 36/2001 er Seðlabanka Íslands heimilt að setja lánastofnunum reglur um gjaldeyrisjöfnuð.<sup>11</sup> Reglurnar skilgreina gjaldeyrisjöfnuðinn sem mismun á gengisbundnum eignum og skuldbindingum innan og utan efnahagsreiknings. Núgildandi reglur Seðlabankans um gjaldeyrisjöfnuð, nr. 950, tóku gildi árið 2010. Reglurnar kveða svo á að heildargjaldyrisjöfnuður og opin gjaldeyrisstaða í einstökum gjaldmiðlum megi hvorki vera jákvæð né neikvæð um meira en sem nemur 15% af eiginfjárgrunni lánastofnunar.<sup>12</sup>

Vegna þeirra aðstæðna sem sköpuðust eftir fall bankakerfisins var sett bráðabirgðaákvæði í reglur nr. 950/2010. Ákvæðið felur í sér að Seðlabankinn getur veitt lánastofnunum tímabundna heimild til að hafa sérstakan jákvæðan eða neikvæðan gjaldeyrisjöfnuð, sé þess þörf. Nánast allar lánastofnanir hafa nýtt sér þetta ákvæði. Heimild þessi fellur úr gildi 1. janúar 2013 og þá þurfa lánastofnanir að uppfylla 15% kröfuna sem nefnd er hér að framan.

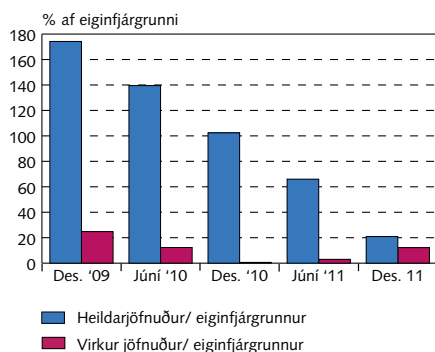
Fyrir fall íslenska bankakerfisins gáfu skýrslur bankanna til kynna að lítil gjaldeyrisáhætta væri til staðar. Bankarnir uppfylltu allir gjaldeyrisjafnaðarreglur Seðlabanka Íslands og áttu þeir allir mun meiri

11. Lánastofnun er fjármálafyrirtæki sem hefur fengið starfsleyfi skv. 1.-4. tölul. 1. mgr. laga nr. 161/2002.

12. Gjaldyrisjafnaðarreglurnar nr. 950/2010 má finna á heimasíðu Seðlabanka Íslands, <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8352>.

Mynd 1

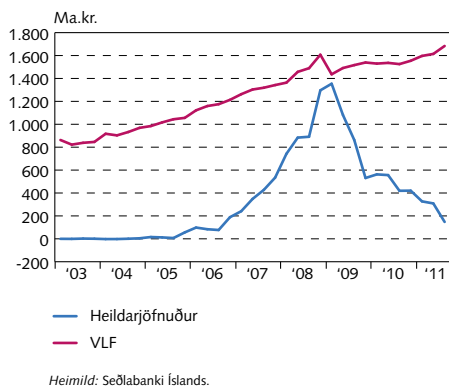
Heildarjöfnuður og virkur jöfnuður þriggja stærstu viðskiptabankanna í erlendum gjaldmiðli<sup>1</sup>



1. Heildarjöfnuður skv. gjaldeyrisjafnarreglum Sí. Virkur jöfnuður skv. mati viðskiptabankanna sem fram kemur í árs- og ársþlutareikningum þeirra.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands, árs- og ársþlutareikningar viðskiptabankanna.

Mynd 2

Heildargjaldeyrisjöfnuður þriggja stærstu viðskiptabankanna og verg landsframleiðsla



Heimild: Seðlabanki Íslands.

eignir en skuldir í erlendum gjaldeyri. Reglurnar gegndu ekki því hlutverki að minnka gjaldeyrisáhættu í kerfinu í heild. Gjalddeyrisáhættan í hagkerfinu jókst, m.a. vegna þess að hún hafði í reynd verið yfirfærð frá eftirlitsskyldum aðilum á heimili og fyrirtæki með tekjur í íslenskum krónum (sjá kafla 5.4). Þetta var mögulegt vegna þess að í lögum um Seðlabankann<sup>13</sup> er kveðið svo á að allar gengisbundnar eignir og skuldir sem og kröfur sem tengdar eru erlendum gjaldmiðlum utan efnahags skuli telja í jöfnuðinum. Margar erlendar eignir íslensku bankanna voru hins vegar í raun ekki erlendar því að tekjuflæði og veð á bak við lánin voru í krónum og því mikil hættu á að ekki yrði um fulla endurgreiðslu í erlendum gjaldmiðli að ræða, ef gengið félli verulega.

Við endurreisn stóru bankanna þriggja krafðist Fjármálaeftirlitið þess að bankarnir skiluðu mánaðarlega svokölluðum virkum gjaldeyrisjöfnuði, en virkur jöfnuður er skilgreindur sem mismunur á eignum og skuldum í erlendum gjaldmiðlum í lok tímabils en án þeirra liða sem eru í íslenskum krónum og taka mið af gengi erlendra gjaldmiðla (FX/ISK).<sup>14</sup> Eiginfjárbinding vegna gjaldeyrisáhættu tekur nú eingöngu til þessa virka jafnaðar.

### Skilgreining á erlendum eignum og skuldum

Æskilegt væri að breyta lögum og reglum um gjaldeyrisjöfnuð þannig að einungis eignir og skuldir sem eru raunverulega erlendar flokkast sem slíkar. Hugsanlega þarf að fylgjast með erlendum eignum lána- stofnana samkvæmt tveimur skilgreiningum, þ.e. annars vegar eftir gjaldmiðlum og hins vegar eftir því hvort þær tekjur og eignir sem viðskiptavinir bankanna nýta til að standa undir greiðslum lána eru erlendar eða innlendar.

### Fjárhæðarþak

Eitt af því sem einkenndi tímabilið fyrir hrun var að gjaldeyrisjöfnuður þriggja stærstu viðskiptabankanna var innan marka samkvæmt reglum Seðlabankans en heildarjöfnuðurinn í krónum talið jókst mjög hratt frá ársbyrjun 2006, sérstaklega hjá einum viðskiptabankanna. Til að koma í veg fyrir að heildarjöfnuðurinn verði eins stór og raun bar vitni fyrir hrun væri hægt að setja takmörk í formi fjárhæðarþaks í stað hlutfallsþaks eins og nú er í gildi. Fjárhæðarþakið mætti t.a.m. ákvarða út frá VLF. Fjárhæðarþakið yrði í því tilviki endurskoðað á ári hverju. Þó verður að hafa í huga að reglurnar eru á móðurfélagsgrunni.<sup>15</sup>

### Jöfnuður sem hlutfall af ...

Reglur um gjaldeyrisjöfnuð gera ráð fyrir að bæði heildarjöfnuður og jöfnuður í einstökum gjaldmiðlum taki mið af eiginfjárgrunni. Kosturinn við að nota eiginfjárgrunninn er að hann er reiknaður samkvæmt stöðluðum alþjóðlegum aðferðum. Samkvæmt gögnum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum yfir ýmis lönd fyrir árið 2010 var algengara að notuð

13. 13. gr. laga nr. 36/2001.

14. Aðferðir sem bankarnir þrjú nota við mat á virkum jöfnuði eru mismunandi en Fjármálaeftirlitið hefur farið yfir aðferðir hvers banka fyrir sig og fullvissað sig um að þær séu í lagi. Fjármálaeftirlitið hefur metið það svo að mikilvægara sé fyrir bankana að vinna úr lána- söfnunum en að samræma aðferðafræðina sem þeir beita.

15. Fjárhæðarþak hefur takmörkuð áhrif séu fjármagnshreyfingar milli dótturfélaga frjálsar.



væri opin gjaldeyrisstaða sem hlutfall af eigin fé (af einhverri tegund) heldur en eiginfjárgrunni (sjá mynd 3). Það gæfi e.t.v. skýrari mynd ef jöfnuðurinn væri reiknaður sem hlutfall af t.d. eigin fé á móðurfélagsgrunni, eiginfjárbætti A (e. Tier 1), eigin fé að frádregnum eignum í erlendum bönkum, rekstrarfé (e. working capital) eða/og þjóðhagslegum stærðum svo sem vergri landsframleiðslu. Hafa ber í huga að fjármálafyrirtæki geta bæði haft áhrif á eiginfjárgrunn sinn og eigið fé en ekki á þjóðhagslegar stærðir. Opin gjaldeyrisstaða sem hlutfall af þjóðhagslegri stærð gæti því virkað sem eins konar fjárhæðarþak.

### Tímamissvægi

Mismunandi líftími (e. maturity) erlendra eigna og skulda fjármálafyrirtækja (eða fyrirtækja) er áhyggjuefni. Fyrir hrun var verulegt tímamissræmi í erlendum eignum og skuldum hjá fjármálafyrirtækjum sem skapaði verulega hættu á lausafjárþurrð í erlendum gjaldmiðlum. Draga þarf úr erlendri skammtímafjármögnun og auka langtímafjármögnun fjármálafyrirtækja til að minnka fjármögnunaráhættu. S-Kórea dró til að mynda verulega úr skammtímafjármögnun fjármálafyrirtækja með reglum um að a.m.k. 80% af langtíma útlánunum í erlendum gjaldmiðlum væru fjármögnuð með erlendum langtímalánum (Ostry o.fl. 2011). Eftirlit og reglur um laust fé eru jafnvel betur til þess fallin að minnka tímamissvægisvanda í erlendum eignum og skuldum, sjá næsta kafla.

### 5.2 Lausafjárreglur

Eins og kom fram hér að framan hafa Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið unnið sameiginlega að endurskoðun lausafjárreglna síðustu misserin. Ef til vill þarf að útvíkka lausafjárefftirlitið til að koma í veg fyrir tilfærslur yfir í skuggabankakerfi samhliða nýjum reglum. Aukið eftirlit með lausafjárahættu þarf einnig að fylgja nýjum lausafjárreglum, bæði af hálfu Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans sem samkvæmt lögum er heimilt að setja lausafjárreglur. Huga þarf vel að því hvaða stofnanir og fyrirtæki eru kerfislega mikilvæg og laga reglur og almennt eftirlit að því. Athuga þarf hvort gera eigi ólíkar kröfur til aðila á markaði eftir t.d. stærð efnahags þeirra.

Þá er rétt að undirstrika að nýjar lausafjárreglur koma ekki í stað virkrar og ábyrgrar lausafjárstýringar fjármálafyrirtækja og öflugs innra og ytra eftirlits. Reynslan hefur einnig sýnt að bæta má upplýsingasöfnun um samsetningu lausafjár og Seðlabankinn þarf að geta fylgt eftir kröfum um skýrsluskil og annað eftirlit. Ekki er nóg að tilgreina aðgengi að lausu fé eftir eignaflokkum og tímalengdum heldur þarf einnig að leggja mat á hve tryggt aðgengi að lausu fé er ef á reynir í neyð. Hér á eftir verða settar fram hugmyndir um lausafjárreglur sem viðkoma erlendum gjaldmiðlum.

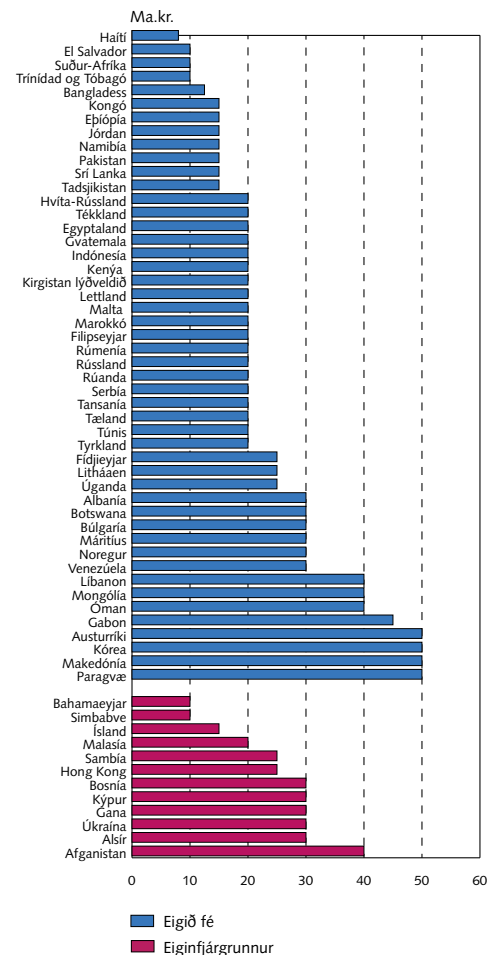
### Innleiðing Basel III-reglna

Í Basel III-reglunum eru ný viðmið um lausafjárhlutföll líkt og fjallað var um hér að framan. Með þeim verða innleiddar tvær reglur um lausafjárhlutföll. Annarri reglunni er ætlað að sjá til þess að fjármálastofnanir geti staðist mikið útlæði á 30 dögum, nefnd lausafjárþekja. Hinni reglunni er ætlað að stuðla að stöðugri langtímafjármögnun, nefnd

Mynd 3

Reglur um opna gjaldeyrisstöðu frá ýmsum löndum

Hlutfall af eigin fé (bláar súlur) eða eiginfjárgrunni (rauðar súlur)



Heimildir: Gögn frá ACS, Seðlabanki Íslands.

fjármögnunarþekja. Æskilegt er að ganga lengra hér á landi varðandi lausafjárreglur og -eftirlit í erlendum gjaldmiðlum en mælt er með í Basel III, sér í lagi að því er varðar fjármögnunarþekju. Almennt er æskilegt að lausafjárreglur hér á landi verði þannig að í heild verði gjalddagamisræmi í erlendum gjaldmiðlum þröngar skorður settar.

### **Lausafjárreglur í einstökum gjaldmiðlum**

Gildandi reglur um laust fé gera ekki greinarmun á því hvort eignir og skuldir séu í sömu gjaldmiðlum. Þrátt fyrir að laust fé sé flokkað eftir því hvort um krónur eða erlenda gjaldmiðla sé að ræða, er ekki gerð krafa um að lausafjárhlutfallið sé uppfyllt í hverjum gjaldmiðli fyrir sig. Segja má að þetta gefi ekki rétta mynd af lausafjárstöðu fjármálafyrirtækis þar sem hætta getur verið á lausafjárþurrð í einum gjaldmiðli ef aðgangur að lausu fé í þeim gjaldmiðli er verulega heftur fyrir viðkomandi fjármálafyrirtækis. Lausafjárreglur í hverjum starfsgjaldmiðli fjármálafyrirtækis myndu einnig draga úr líkum á því að lausafjárskortur leiddi til gengishruns. Seðlabankar eru lánveitendur til þrautavara og veitendur lauss fjár á tímum lausafjárskorts. Lausafjárreglur og eftirlit tengjast þessu hlutverki seðlabanka en þessi lausafjárþyrngreiðsla er veitt í íslenskum krónum og því enn mikilvægara að fjármálafyrirtæki uppfylli strangari lausafjárkröfur í erlendum gjaldmiðlum. Bönkum verður því gert skylt að standast reglur um lausafjárþekju og fjármögnunarþekju í helstu starfsgjaldmiðlum sínum.

### **Lengra tímaband fyrir fjármögnunarreglur í erlendum gjaldmiðlum**

Við útfærslu reglna um fjármögnunarþekju verður sérstaklega að hafa í huga það markmið Seðlabankans að innlend fjármálafyrirtæki geti staðið af sér lokun erlendra fjármögnunarmarkaða í allt að þrjú ár án þess að þurfa lán úr gjaldeyrisvarasjóði þjóðarinnar. Með það fyrir augum þarf að útfæra fjármögnunarþekju sem nær til allt að þriggja ára í erlendum gjaldmiðlum. Stefnt er á að reglurnar verði tilbúnar í lok árs og innleiddar með aðlögunartíma árið 2013.

### **Stöðugleiki innlána, aukinn kostnaður við öflun erlendra innlána**

Ef vafi er um lánveitanda til þrautavara vegna tiltekinna innlána þarf að hanna lausafjárreglur þannig að bankar geti staðist verulegt útstreymi þessara innstæðna samhliða þröngum markaðsskilyrðum á alþjóðlegum fjármögnunarmörkuðum. Slíkt kallar á sundurliðaðar lausafjárreglur eftir því hvort innlánasöfnun fer fram innan eða utan gjaldmiðilssvæðis Seðlabankans, eftir því hvort innlánin heyra undir Tryggingarsjóð innstæðueigenda og jafnvel eftir því hvort innlánin eru í íslenskum krónum eða öðrum gjaldmiðlum. Þá er eðlilegt að gera strangari lausafjárkröfur vegna innlánasöfnunar í erlendum útibúum en innlendum, meðal annars vegna þess að innlánasöfnun erlendis er kvikari fjármögnun vegna óvissu um ábyrgð tryggingarsjóða og þrautavarálán frá seðlabanka ef á reynir.

Aukin lausafjárkræfa vegna erlendra innlána eykur kostnað fjármálafyrirtækja við slíka fjármögnun. Önnur leið sem einnig minnkar eftirspurn innlendra banka eftir slíkri fjármögnun væri aukin bindiskylda vegna erlendra innlána.

### 5.3 Erlend innlán og innstæðutryggingar

Meginhlutverk innstæðutryggingar er að minnka líkur á áhlaupi á innstæður (e. deposit run) og stuðla þannig að fjármálastöðugleika. Einnig grundvallast þær á sjónarmiðum um neytendavernd. Slík tryggingavernd veldur hins vegar freistnivanda (e. moral hazard) og hvetur til aukinnar áhættusækni sem eftirlitsstofnanir vinna síðan gegn. Hlutverk stjórnvalda er því að hanna innstæðutryggingarkerfi sem veitir trúverðuga og sanna vernd, sem í tilviki Íslands þyrfti einnig að samrýmast tilskipunum ESB um innstæðutryggingar.

Þegar fjármagnsflæði verður gefið frjálst er nauðsynlegt að innstæðueigendur telji innstæðuvernd trúverðuga, ella munu allar innstæður í eigu erlendra aðila flæða úr landi sem og innstæður Íslendinga sem vilja dreifa áhættu sinni. Sjá má þróun innlána móðurfélaga sem hlutfall af landsframleiðslu hér til hliðar. Um þessar mundir eru innlán nánast jöfn einni landsframleiðslu, á árunum 2006 – 2008 fóru innlán úr því að vera um 80% af landsframleiðslu í næstum 180%, þar af voru innlán í erlendum gjaldmiðlum um ein landsframleiðsla.

#### Gildandi lög um innstæðutryggingar

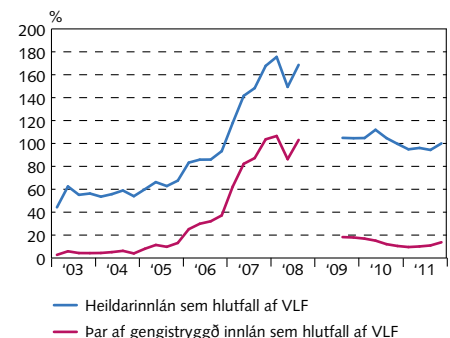
Í núgildandi íslenskum lögum um innstæðutryggingar er tryggingarverndin að lágmarki miðuð við jafnvirði EUR 20.887 í íslenskum krónum.<sup>16</sup> Með neyðarlögunum haustið 2008 var m.a. kveðið á um forgang innstæðna við gjaldþrotaskipti og að Tryggingarsjóðnum væri heimilt að endurgreiða andvirði innstæðu í íslenskum krónum, óháð því hvort innstæðan hafi í upphafi verið í öðrum gjaldmiðli.<sup>17</sup> Í maí 2011 var lögum um innstæðutryggingar breytt á þann veg að bráðabirgða-ákvæði bættist við lögin um greiðslur á árinu 2011 til nýrrar deildar Tryggingarsjóðs.<sup>18</sup> Þar er m.a. tekið fram að iðgjöld til deildarinnar skuli greidd í krónum og sama eigi við um greiðslur úr deildinni.

#### Yfirlýsing um ríkisábyrgð innlána

Í kjölfar bankahrunsins haustið 2008 gaf forsætisráðherra út yfirlýsingu þar sem sagði: „Ríkisstjórn Íslands áréttar að innstæður í innlendum viðskiptabönkum og sparisjóðum og útibúum þeirra hér á landi verða tryggðar að fullu. Með innstæðum er átt við allar innstæður almennra sparifjáreigenda og fyrirtækja sem trygging innstæðudeildar Tryggingarsjóðs innstæðueigenda tekur til.“ Í ljósi atburða á þessum tíma var talið nauðsynlegt að koma í veg fyrir innlánaflótta úr íslenskum bönkum á meðan óvissa ríkti um framtíð þeirra. Síðan hefur yfirlýsingin verið áréttuð af öllum starfandi ríkisstjórnunum. Framangreind ábyrgð hefur ekki verið lögfest, hvorki í fjárlögum né öðrum lögum.

Yfirlýsingar ríkisstjórna um allsherjarábyrgð á innstæðum eru yfirléitt ætlaðar til að forða allsherjaráhlaupi á banka. En þær hafa skaðleg-

Mynd 4  
Innlán sem hlutfall af VLF<sup>1</sup>



1. Innlán viðskiptavina hjá innlánsstofnunum móðurfélaga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

16. Lög nr. 98/1999, um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta, með síðari breytingum. Með lögunum voru innleiddar tvær tilskipanir ESB, annars vegar um innstæðutryggingarkerfi frá 1994 (Directive 94/19/EC) og hins vegar um tryggingarkerfi fyrir fjárfesta frá 1997 (Directive 97/9/EC). Nýtt frumvarp til laga um innstæðutryggingar gerir ráð fyrir hámarkstryggingu að jafnvirði EUR 100.000 í íslenskum krónum en það er til samræmis við gildandi tilskipun ESB um innstæðutryggingar.

17. Lög nr. 125/2008, um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl.

18. Lög nr. 55/2011, um breytingu á lögum nr. 98/1999, um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta, með síðari breytingum.

ar hliðarverkanir og því heppilegt að þær séu tímabundnar. Almennt er talið að slíkar ábyrgðir minnki markaðsaðhald og skapi umtalsverðan freistnivanda. Mikilvægt er því að hverfa frá allsherjarábyrgð á innstæðum um leið og aðstæður skapast og vísa til tryggingarverndar nýs Tryggingarsjóðs innstæðueigenda.

### Útgreiðslugjaldmiðill tryggðra innlána

Í nýjum lögum um Tryggingarsjóðinn þarf að kveða skýrt á um heimild sjóðsins til að greiða andvirði innstæðna í íslenskum krónum, óháð því hvort þær hafi í öndverðu verið í öðrum gjaldmiðli. Slík heimild myndi hafa áhrif á framboð erlendra innlána til íslenskra fjármálafyrirtækja, sem samrýmist því markmiði að takmarka verulega innlánasöfnun erlendis.

### Forgangur innstæðna við gjaldþrotaskipti

Mismunandi er milli landa hvar innstæður flokkast í kröfuröð við slit eða gjaldþrot fjármálafyrirtækja, sjá töflu 2. Eins og áður hefur komið fram tryggðu neyðarlögin, og síðar lög um fjármálafyrirtæki, forgang innstæðna fram yfir almennar kröfur. Í frumvarpi til laga um innstæðu-tryggingar sem lagt var fram á síðasta löggjafarþingi var tekið fram að innstæður yrðu áfram forgangskröfur. Tryggingarsjóður yfirtekur forgangskröfur innstæðueigenda við útgreiðslur. Því gagnast framan- greint fyrirkomulag sjóðnum og eykur líkur á því að hann geti staðið við skuldbindingar sínar. Til að tryggja hagsmuni nýs tryggingarsjóðs og auðvelda almenna markaðsfjármögnun hans kæmi til greina að takmarka forgang innstæðna við gjaldþrotaskipti við hámarkstryggingu innstæðna.<sup>19</sup>

Tafla 2. Forgangsröðun innlána

Land	Forgangur innlána	Viðbótarskýringar
Ástralía	Já	Innlánstryggingarsjóður hefur forgang, önnur innlán eru næst í röðinni með forgang umfram almenna kröfuhafa.
Bandaríkin	Já	
Brasilía	Nei	
Búlgaría	Já	Ótryggð innlán hafa forgang umfram almennar kröfur.
Chíle	Já	
Hong Kong	Já	Tryggð innlán eru með forgang.
Japan	Nei	
Kanada	Nei	Innlán eru almennar kröfur.
Mexíkó	Já	
Rússland	Já	
Singapúr	Já	Innlánstryggingarsjóður hefur forgang, síðan sértryggðar kröfur og þá önnur innlán.
Tyrkland	Já	Tryggð innlán eru með forgang.
Þýskaland	Já	Innlán eru með forgang umfram sértryggðar og almennar kröfur.

Heimild: International Deposit Insurance Survey. International Association of Deposit Insurers, 2008.

19. Innstæður að hámarki jafngildis EUR 100.000 í íslenskum krónum.

### Takmörk á útgáfu sértryggðra skuldabréfa

Samkvæmt lögum um sértryggð skuldabréf njóta þau tryggingaréttinda í eignum í tryggingasafni ef bú útgefanda er tekið til gjaldþrotaskipta.<sup>20</sup> Þannig standa sértryggð skuldabréf framfar forgangskröfum, s.s. launum og innstæðum. Þetta fyrirkomulag veldur því að sértryggð skuldabréf eru afar öruggur fjárfestingarkostur og vaxtakjör taka mið af því. Verði fjármögnun bankanna með sértryggðum skuldabréfum veruleg grefur hún undan forgangi innstæðna, því að minna af eignum bankanna kæmi í hlut Tryggingarsjóðs við fjármálaáfall. Til greina kemur að setja hámark á hlutfall sértryggðra skuldabréfa af heildarfjármögnun til að vernda hagsmuni forgangskrafna.

### Heimild til söfnunar innlána í erlendum útibúum

Almennt er litið svo á að innlán séu til lengri tíma litið fremur stöðug fjármögnun. Framangreint á við meðan innlánseigendur eru í eðlilegu langtíma viðskiptasambandi við innlánsstofnun og traust ríkir, s.s. á innlánsstofnunum, gjaldmiðli og innstæðutryggingarkerfi. Eins og dæmin sanna getur innlána söfnun í erlendum útibúum í erlendum gjaldmiðlum reynst verulega óstöðug. Seðlabankinn leggur því á það áherslu að Fjármálaeftirlitið heimili ekki innlendum bönkum að taka við innlánnum í erlendum útibúum. Slíkt má gera á grundvelli laga um fjármálafyrirtæki og með vísan til óburðugs innlánstryggingarkerfis og þess að stærstu viðskiptabankarnir séu kerfislega mikilvægir og fall eins þeirra yrði óviðráðanlegt Tryggingarsjóðnum nema til kæmi veruleg ríkisaðstoð. Komi í framtíðinni til innlána söfnunar erlendis yrði hún því í erlendum dótturfélögum og ábyrgð innstæðna félli algerlega undir þarlanda tryggingarsjóði. Að öðrum kosti mætti gera mun hærri lausafjárkröfur vegna erlendra innlána eins og nefnt er hér að framan.

### Frumvarp til nýrra laga um innstæðutryggingar

Á síðasta lögjafarþingi lagði efnahags- og viðskiptaráðherra fram frumvarp til nýrra laga um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta.<sup>21</sup> Efnahags- og viðskiptanefnd hafði frumvarpið til umfjöllunar í nokkurn tíma en það hlaut ekki afgreiðslu. Í frumvarpinu var m.a. kveðið svo á að hámarkstrygging innlána skuli miðast við jafngildi EUR 100.000 í íslenskum krónum, útgreiðslutími innstæðna verði stytur í 20 daga (mun þrengri en sem nemur almennum kröfulýsingarfresti samkvæmt gjaldþrotalögum) og að stærð sjóðsins skuli að lágmarki miðast við 4% af heildarinnlánnum (í stað 1% lágmarks nú). Áætlanir gera ráð fyrir að 4% markinu verði ekki náð fyrr en um árið 2020. Jafnframt var lagt til að greiðslur til sjóðsins taki mið af innlánnum og áhættustigi innlánsstofnana auk þess sem skilgreining á tryggðum innlánnum var þrengd frá núgildandi lögum. Ákvæði neyðarlaganna um að sjóðnum

20. Eðli tryggingaréttinda og fullnusturéttar á sértryggðum skuldabréfum fer samkvæmt reglum 111. gr. laga um gjaldþrotaskipti o.fl. Kröfur um innstæður samkvæmt lögum um innstæðutryggingar teljast til krafna sem njóta rétt hæðar skv. 112. gr. laga um gjaldþrotaskipti o.fl.

21. Frumvarp til laga um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta, 237. mál á 139. lögjafarþingi. Frumvarpið tók m.a. mið af tilskipun ESB um innstæðutryggingarkerfi frá árinu 2009 (Directive 2009/14/EC). ESB vinnur nú að gerð nýrrar tilskipunar um innstæðutryggingarkerfi þar sem meginmarkmiðin eru einföldun, samræming, enn styttri útgreiðslufrestur, auknar heimildir tryggingarsjóða til upplýsingaöflunar hjá innlánsstofnunum og traustari fjármögnun tryggingarkerfisins.

væri heimilt að ákveða að endurgreiða andvirði innstæðu í íslenskum krónum, að hluta til eða öllu leyti, óháð því hvort hún hafi í öndverðu verið í öðrum gjaldmiðli, var einnig að finna í frumvarpinu og gert var ráð fyrir að innstæður yrðu áfram forgangskröfur við gjaldþrotaskipti. Einnig var í frumvarpinu sérstaklega kveðið svo á að sjóðurinn myndi ekki njóta ríkisábyrgðar á skuldbindingum sínum í skilningi laga um ríkisábyrgðir. Þá var, eins og í nágildandi lögum, ákvæði um að stjórn sjóðsins væri heimilt að taka lán ef eignir hans væru ekki nægjanlegar til að standa undir lágmarksskuldbindingum. Í umsögn sinni frá árinu 2010 studdi Seðlabankinn í meginatriðum frumvarp til nýrra laga um innstæðutryggingar.<sup>22</sup>

## 5.4 Takmörk á erlenda lántöku innlendra aðila án gjaldeyrstekna

### Vöxtur gengisbundinna útlána

Árin 2003 til 2006 varð mikil breyting á fjármögnun íslenskra banka. Efnahagsreikningur þeirra stækkaði hratt og þeir gáfu út mikið magn skuldabréfa erlendis. Árin 2006 til 2008 jókst síðan innláns söfnun þeirra í útlöndum. Gott aðgengi bankanna að tiltölulega ódýrri fjármögnun í útlöndum studdi vöxt þeirra erlendis en átti jafnframt þátt í þeirri miklu útlánapenslu sem varð á Íslandi. Framan af jukust gengisbundin lán til fyrirtækja. Gengisbundin lán til heimila voru lengst af bundin við bílafjármögnun en undir lok tímabilsins, aðallega frá miðju árinu 2007, jukust gengisbundin lán til heimila vegna íbúðakaupa. Í árslok 2003 voru gengisbundin lán heimila um 8,2 ma.kr. eða um 1% af heildarskuldum heimila við lánaþyrtingu en í lok september 2008 námu þau um 320 ma.kr. eða um 17% af heildarskuldum heimila. Gengisbundin lán heimilanna nærri 40-földuðust því á stuttum tíma en megnið af vextinum átti sér stað árin 2007-2008 (mynd 5).

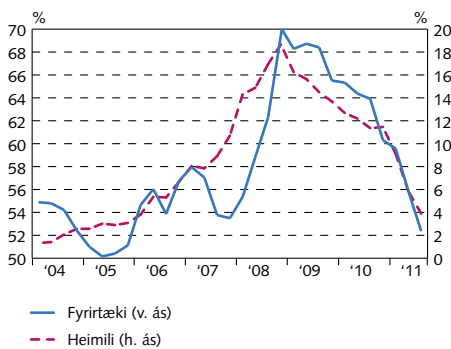
Útflutningsfyrirtæki sem hafa stóran hluta tekna sinna í erlendum gjaldeyri hafa um langt skeið verið með skuldir í erlendum gjaldmiðlum. Þá staðreynd að byrjað var að veita fyrirtækjum með tekjur í íslenskum krónum og íslenskum heimilum gengisbundin lán, má bæði rekja til framboðs og eftirspurnar eftir erlendu fjármagni. Að hluta var um að ræða lánsfjármögnun vegna fjárfestingar erlendis og að hluta var um að ræða vaxtamunarviðskipti. Eftirspurn heimila og fyrirtækja jókst samhlíða vaxandi vaxtamun þrátt fyrir aukna hættu á lækkun gengis. Aukið innflæði fjármagns leiddi svo til styrkingar krónunnar en henni fylgdi skammtíma aukning kaupmáttar og enn meiri vilji til skuldsættningar.

Mynd 5 sýnir að lán til fyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum eða tengd erlendum gjaldmiðlum voru að jafnaði 50-60% af heildarútlánnum til fyrirtækja, það var fyrst á árunum 2007 og 2008 sem þetta hlutfall fer yfir 60% og verður hæst 70% í árslok 2008.

### Helstu áhættur og hugsanlegt eftirlit

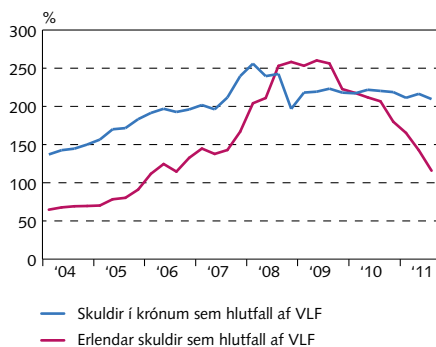
Gjaldeyrissáhætta skapast þegar tekin eru lán í öðrum gjaldmiðli en þær eignir sem verið er að fjármagna eða það tekjustreymi sem nýta á til afborgana er í.<sup>23</sup> Við lækkun á gengi heimagjaldmiðils hækkar höfuð-

Mynd 5  
Erlend útlán fyrirtækja og heimila sem hlutfall af heildarútlánnum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6  
Lán í krónum og erlendra mynt sem hlutfall af VLF



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

22. Sjá umsögn Seðlabanka Íslands um frumvarp til laga um innstæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta (heildarlög, EES-reglur), 237. mál á 139. lögjafarþingi.

23. Undantekning er ef tekjustreymið þróast með erlenda gjaldmiðlinum.

stóll erlendra lána mældur í gjaldmiðli heimaríkis, sem bæði leiðir til hærri afborgana og vaxtagreiðslna en það eykur líkur á greiðslufalli og þá útlánatapi. Jafnframt veikjast efnahagsreikningar þar sem eigið fé lækkar til samræmis við hækkun undirliggjandi lána. Neikvæð eiginfjárstaða getur leitt til þess að heimili og fyrirtæki eiga erfitt með að selja eignir, en það eykur líkur á greiðslufalli og þar með útlánatapi hjá lánastofnunum.

Þegar aðilar án tekna sem fylgja erlendum gjaldmiðli taka erlend lán er gjaldeyrisáhætta alltaf til staðar, en segja má að hún aukist eftir því sem raungengi heimagjaldmiðils er hærri og þar með auknar líkur á gengislækkun. Á árinu 2007 styrktist raungengi krónunnar töluvert og var mjög hátt í sögulegu ljósi. Þrátt fyrir það jukust gengisbundin útlán töluvert á því ári.

Jafnvel þótt gjaldeyrisstaða á efnahagsreikningum fjármála-fyrirtækja geti verið í góðu jafnvægi þrátt fyrir erlenda lántöku og útlánastarfsemi, kann útlánaáhætta þeirra að vera vanmetin séu tekjur lántaka í innlendum gjaldmiðli. Þótt gjaldeyrisáhættan liggi hjá lántakanda getur hún flust yfir á fjármálafyrirtækið ef lántakandinn lendir í greiðsluferfiðleikum. Þetta sýnir reynslan hér á landi glögg. Líkur á útlánatapi og vanskilum eru mun meiri hjá lántakendum sem taka lán í erlendum gjaldmiðli en hafa tekjur í innlendum gjaldmiðli (Walley & Dübel, 2010). Fjármálafyrirtæki eru því í raun einungis að breyta gjaldeyrisáhættu í útlánaáhættu þegar aðilum með tekjur í innlendum gjaldeyri er lánað í erlendum gjaldmiðlum, án nokkurra áhrifa á heildaráhættuna innan fjármálafyrirtækisins. Fyrir hagkerfið í heild er gjaldeyrisáhættan, sem var yfirfærð frá fjármálafyrirtækjum til heimila og fyrirtækja, óbreytt.

Ef opið er fyrir þann möguleika að veita fyrirtækjum, einstaklingum og opinberum aðilum lán í erlendum gjaldmiðli þurfa lög, reglur og eftirlit að vera með þeim hætti að áhætta lántaka, lánveitenda og þjóf-  
arbúsins í heild sé takmörkuð og ásættanleg. Hér að neðan eru settar fram hugmyndir að varúðarreglum/stýritækjum. Einnig má finna mat á því hvaða stýritækjum sé æskilegt að beita eða hvaða reglur er hægt að setja til að takmarka áhættu heimila, fyrirtækja og sveitarfélaga.

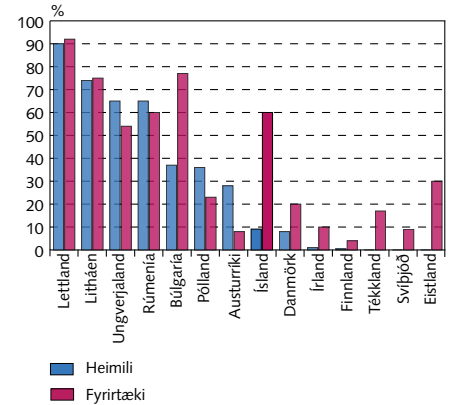
### Veðsetningarhlutföll: auknar kröfur vegna lána í erlendum gjaldmiðli

Hámark á veðsetningarhlutföll (e. loan to value eða LTV) og þá sérstaklega lánshlutfall íbúðalána er árangursríkt tæki til að tryggja að eigið fé lántakenda haldist jákvætt sem jafnframt þýðir að tryggingar á bak við hvert lán séu nægjanlegar. Mörg ríki hafa sett fram reglur um slík hlutföll sem bæði ná til innlendra og erlendra gjaldmiðla með góðum árangri (Igan & Kang, 2011).

Ef útlán í erlendum gjaldeyri til óvarinna aðila eru heimil væri hægt að takmarka slík útlán með veðsetningarhlutfalli. Í raun væri hægt að vera með mismunandi veðsetningarhlutfalli fyrir útlán í íslenskum krónum og í erlendum gjaldmiðlum sem endurspegladi mun á áhættu lánanna. Vegna útlána í erlendum gjaldmiðlum ættu slíkar takmarkanir þá sérstaklega að snúa að þeim sem ekki eru með eignir eða tekjur í erlendum gjaldeyri til að tryggja jafnvægi efnahagsreikninga og greiðslufæðis. Hægt væri að styðjast við breytilegt hlutfall,

Mynd 7

Erlend útlán sem hlutfall af heildarútlánum  
Apríl 2011

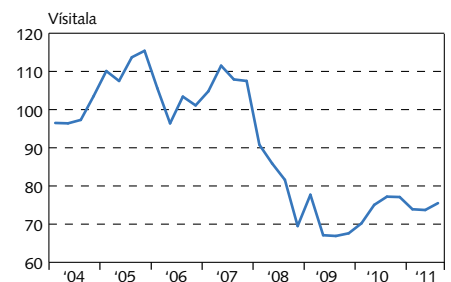


Heimildir: European Systemic Risk Board, Seðlabanki Íslands.

23

Mynd 8

Raungengi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

til dæmis ef raungengi krónunnar er hátt væri hægt að hafa hlutfallið lægra og ef raungengið er lágt væri á móti hægt að hækka hlutfallið.

Tafla 3. Veðsetningarhlutföll íbúðalána

Íbúðalán í erl. gjaldmiðlum	Veðsetningarhlutfall
Lettland	90% LTV, en talið að 70-80% hlutfall hefði verið betra.
Úkraína	Bann sett við útlán í erlendum gjaldmiðlum.
Ungverjaland	60% LTV fyrir evrulán og 45% fyrir aðra gjaldmiðla.

Heimild: European Systemic Risk Board (2011).

### Hlutfall greiðslubyrði og tekna: auknar kröfur vegna lána í erlendum gjaldmiðli

Hámark á greiðslubyrði sem hlutfall af ráðstöfunartekjum (e. debt to income eða DTI) takmarkar hversu mikið einstaklingar geta skuldbetta sig. Nú á dögum þurfa einstaklingar að standast greiðslumat og er því greiðslubyrði skoðuð með hliðsjón af tekjum, þótt opinbert hlutfall greiðslubyrði og tekna hafi ekki verið gefið út. Við lánveitingar í erlendum gjaldmiðli þarf að tryggja að lántakendur geti ráðið við sveiflur í greiðslum. Sér í lagi þarf að tryggja að lántakendur sem eru með tekjur í krónum ráði við töluverða lækkun á gengi krónunnar. Mat á greiðslugetu við lántöku í erlendum gjaldeyri yrði því að vera stífara en í krónum. Mögulegt væri að eftirlitsaðilar gæfu út leiðbeinandi tilmæli um hlutfall greiðslubyrði af ráðstöfunartekjum við erlenda lántöku eða settu beinar reglur um slíkt.

### Vaxtabætur eingöngu vegna lána í íslenskum krónum

Nú á dögum eru vaxtagreiðslur vegna íbúðalána niðurgreiddar að hluta miðað við tilteknar forsendur. Til greina kemur að einskorða almennar vaxtabætur við lán í íslenskum krónum.

### Aðrar mögulegar útfærslur

Auk ofangreindra varúðarreglna mætti nefna þrjár reglur sem hafa verið innleiddar erlendis. Fyrst ber að nefna skilmálabreytingar, en í nokkrum löndum þar sem erlend lántaka er almenn, er hægt að færa erlend lán í innlendan gjaldmiðil þegar hætta er á að eiginfjárstaða lántaka verði neikvæð og/eða til að tryggja veðhæfi trygginga. Þessi möguleiki hefur reynst vel þar sem hann hefur verið fyrir hendi (Walley & Dübel, 2010; ESRB, 2011). Slíkar skilmálabreytingar geta þó sett fjármálafyrirtæki í erfiða stöðu varðandi gjaldeyrisjöfnuð og lausafjárstýringu í erlendum gjaldmiðlum og af þeim sökum gæti slík regla verið óhentug. Í öðru lagi má nefna skilyrðisbundnar skorður við lánveitingum í erlendum gjaldmiðli. Reynslan hér á landi og erlendis sýnir að eftirspurn eftir erlendum lánnum eykst þegar innlendi gjaldmiðillinn styrkist en þá er einmitt meiri áhætta til staðar en ella. Því væri hægt að taka mið af raungengi og t.d. setja skorður við lánveitingum í erlendum gjaldmiðli eða banna þær algerlega ef raungengi er hátt. Einnig mætti athuga að takmarka sérstaklega lánveitingar tengdar gjaldmiðlum sem sveiflast mikið gagnvart krónum. Í þessu sambandi má nefna að lagst er gegn því að lánað sé í svissneskum frönskum og japönskum jeni í Ungverjalandi og Póllandi. Að lokum má nefna viðbótarálag ofan á almenna vexti og áhættuálag. Hér væri um að ræða



breytilegt gjald sem gæti tekið mið af vaxtamun útlánagjaldmiðils og krónunnar. Með þessu móti yrðu erlend lán síður fýsileg. Slíkt hefur verið reynt á Nýja-Sjálandi, (Seðlabanki Nýja-Sjálands, 2006).

### Heimili og fyrirtæki

Takmörk eða jafnvel bann við erlendri lántöku, nema heimili uppfylli þau skilyrði sem nefnd eru hér að neðan, yrði til að draga úr áhættu heimila og fjármálafyrirtækja og þar með auka fjármálastöðugleika og draga úr ójafnvægi í hagkerfinu.

- Ef bæði tekjur og eignir<sup>24</sup> eru í erlendum gjaldeyri, er viðkomandi aðili með náttúrulega gengisvörn og því minni áhætta fyrir viðkomandi að vera með skuldir í erlendum gjaldmiðli en íslenskum krónum.
- Ef aðeins tekjur eru í erlendum gjaldeyri, þ.e. eignir í krónum, má segja að viðkomandi sé varinn fyrir breytingum á greiðslubyrði, en að ójafnvægi sé í efnahagsreikningi. Snögg lækkun á gengi krónunnar gæti því þurrkað upp eigið fé þar sem skuldir hækka meira en eignir í krónum talið og jafnvel gert það neikvætt. Í þessu tilfelli þyrfti því að setja stífar reglur um veðsetningarhlutfall útlána þannig að tryggt sé að þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi krónunnar haldist eigið fé viðkomandi jákvætt.
- Ef aðeins eignir eru í erlendum gjaldmiðli yrði efnahagsreikningur í jafnvægi við erlenda lántöku, en ójafnvægi í tekjum og greiðslum. Mikil lækkun á gengi krónunnar myndi því auka greiðslubyrði, en eigið fé haldast óbreytt.

### Sveitarfélög

Á meðan tekjur sveitarfélaga eru í krónum geta skuldir í erlendum gjaldmiðlum alltaf valdið greiðsluerfiðleikum. Í Danmörku, Svíþjóð og Noregi er sveitarfélögum bannað að skuldsetja sig í erlendum gjaldmiðlum og er hér lagt til að svipað gildi um íslensk sveitarfélög, þ.e. að þeim verði ekki leyft að taka lán í erlendum gjaldmiðlum nema á móti tekjustreymi í erlendum gjaldeyri. Sama á við um sveitarfélög og heimili og fyrirtæki, þ.e. takmarkanir á erlenda lántöku geta aukið fjármálastöðugleika og bætt virkni peningastefnunnar. Þó mætti skoða að þau sveitarfélög sem hafa verulegar tekjur í erlendum gjaldeyri hafi einnig heimild til að skulda í sömu gjaldmiðlum og þau hafa tekjur en yfirleitt er slíkt erlent tekjustreymi í sérstökum félögum.

Ef sú leið verður farin að banna sveitarfélögum að hafa gjald-eyrismisræmi milli tekna og skulda þyrfti að taka tillit til stöðu þeirra og veita undanþágur vegna framlengingar útistandandi skulda, að minnsta kosti að hluta. Annars gæti myndast óhóflegur þrýstingur á krónuna á gjaldeyrismarkaði ef öll sveitarfélög þyrftu að losna undan gjaldeyrisskekkju á skömmum tíma.

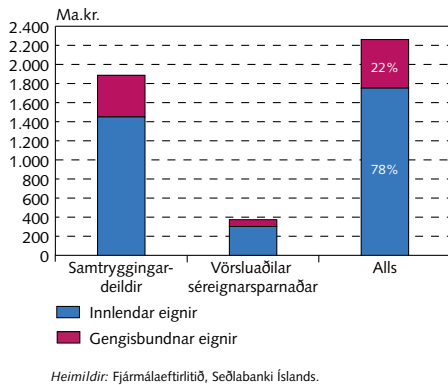
## 5.5 Erlend fjárfesting lífeyrissjóða

Áunnin og uppsöfnuð lífeyrisréttindi hér á landi eru með tvennu móti. Annars vegar er um að ræða eign í samtryggingardeildum lífeyris-

24. Að minnsta kosti eignir sem samsvara skuldum í erlendum gjaldmiðli.

Mynd 9

Eignir íslenskra lífeyrissjóða og vörsluaðila viðbótarlífeyrissparnaðar  
Lok árs 2011



sjóða og hins vegar séreignarlífeyrissparnað. Bæði lífeyrissjóðirnir og vörsluaðilar lífeyrissparnaðar starfa samkvæmt lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Samkvæmt 6. mgr. 36. gr. laganna skulu lífeyrissjóðir takmarka áhættu í erlendum gjaldmiðlum í heild við 50% af hreinni eign, frá 1.1.2010. Ákvæðið nær einungis til samtryggingardeildanna, engar takmarkanir eru á áhættu í erlendum gjaldmiðlum fyrir vörsluaðila séreignarsparnaðar.

Fjárfesting lífeyrissjóðanna erlendis hefur legið niðri frá haustinu 2008. Eignir sjóðanna hafa frá þeim tíma aukist um tæpan þriðjung. Innlendar eignir jukust um tæpan helming en erlendar eignir drógust saman um 12%. Hlutfall gengisbundinna eigna lækkaði úr tæpum 33% í nóvember 2008 í um 22% í lok desember sl. Lækkun á erlendri eign skýrist m.a. af styrkingu krónunnar frá haustinu 2008, þátttöku í krónuuppboðum Seðlabanka Íslands og kaupum á íbúðabréfum, kenndum við Avens, sem Seðlabanki Lúxemborgar og þrotabú Landsbankans í Lúxemborg eignuðust við fall íslensku bankanna. Eins og sjá má á mynd 9 nam hrein eign lífeyrissjóðanna í lok desember 2011 um 2.260 ma.kr., þar af voru gengisbundnar eignir um 508 ma.kr. Hrein eign samtryggingardeildanna nam tæpum 1.890 ma.kr., þar af voru 437 ma.kr. gengisbundnar. Vörsluaðilar séreignarlífeyrissparnaðar héldu utan um rúma 370 ma.kr., þar af voru 72 ma.kr. gengisbundnar. Samkvæmt þessu gætu samtryggingardeildirnar aukið erlenda eign sína um 506 ma.kr. og vörsluaðilar séreignarlífeyrissparnaðar um 302 ma.kr., ef gjaldeyrishöftunum væri aflétt. Þessi upphæð, 808 ma.kr., nemur um helmingi af vergri landsframleiðslu ársins 2011 og er tæplega átta sinnum hærrí en vöruskiptajöfnuður ársins 2011.

## 5.6 Tímabundnar hraðatakmarkanir á erlenda fjárfestingu lífeyrissjóðanna

Hlutfallslega eru eignir íslensku lífeyrissjóðanna með því hæsta sem gerist í löndunum sem við berum okkur helst saman við.<sup>25</sup> Eignir þeirra eru um þessar mundir um 140% af vergri landsframleiðslu eða um 40% af skuldum einkageirans á Íslandi. Áhættudreifing á svo stóru eignasafni er mikilvæg. Glöggt kom í ljós í efnahagshruninu að mótáðilaáhætta lífeyrissjóðanna var mikil og áhættudreifing af skornum skammti. Vegna stærðar sinnar fara hagsmunir lífeyrissjóðanna og hagkerfisins í heild saman. Því er mikilvægt að fjárfestingarstefna þeirra ógni ekki fjármálastöðugleika. Í ljósi mikils mögulegs útflæðis af eignum lífeyrissjóðanna við afnám fjármagnshafta telur Seðlabankinn nauðsynlegt að setja varúðarreglur um erlenda fjárfestingu þeirra fyrst um sinn, til að koma í veg fyrir mikinn þrýsting á gengi krónunnar af þeirra sökum.

Með tímabundnum takmörkum á hversu mikið erlendar eignir lífeyrissjóðanna geta aukist á gefnu tímabili í hlutfalli við heildareignir, yrði reynt að takmarka möguleg neikvæð áhrif af erlendri fjárfestingu sjóðanna. Hafa ber í huga þó að erlend fjárfesting er sjóðunum til lengri tíma litið nauðsynleg til að tryggja viðunandi áhættudreifingu í eignasöfnum sínum. Útfærslan á hraðatakmarkunum getur verið með

25. Sjá Pensions at a Glance 2011. (OECD, 2011).

nokkru móti, mikilvægt er þó að eftir því sem kostur er sé gætt jafnræðis á milli sjóðanna. Helst kemur til greina að:

- i. Setja þak á kaup lífeyrissjóðanna á erlendum eignum í hverjum mánuði eða ársfjórðungi.
- ii. Setja þak á hlutfall iðgjalda umfram útgreiðslur sem heimilt væri að ráðstafa til fjárfestingar erlendis.
- iii. Lágmarka tímabundið leyfilegt hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóða.

Takmörkunum yrði síðan aflétt í þrepum, uns fullt frelsi innan núgildandi laga væri komið á.

## 5.7 Sveiflujafnandi þjóðhagsvarúðar- og stýritæki

Önnur þjóðhagsvarúðartæki geta komið að notum við að stemma stigu við hættu tengdri frjálsu fjármagnsflæði. Gjald á fjármagnsflutninga og bindiskylda eru möguleg sveiflujafnandi stýritæki sem geta nýst hagstjórnaraðilum við að draga úr sveiflum í fjármagnshreyfingum og þannig styrkt markmið fjármálastöðugleika- og peningastefnu. Eftirlitsaðilar geta einnig krafist fjármálaafyrirtæki um viðbótar eigið fé til að mæta flökki í eiginfjárhlutfalli vegna gengisbreytinga.

27

### Gjald á fjármagnshreyfingar

Algengt er að hagstjórnaraðilar leggi gjald á fjármagnshreyfingar (Claessens, Keen & Pazarbasioglu, 2010).<sup>26</sup> Á áttunda áratugnum kynnti James Tobin (1978) tegund gjalds á fjármagnshreyfingar til að draga úr hagnaði af spákaupmennsku á gjaldeyrismarkaði og stuðla að stöðugra gengi. Hinn svokallaði Tobin-skattur er lagður á öll gjaldeyrisviðskipti, en með því er bilið á milli kaup- og sölugengis aukið. Þar sem hann hefur meiri áhrif á nettóávöxtun til skemmri tíma hefur hann áhrif á högnunarmöguleika af vaxtamunarviðskiptum, en ætti að öðru óbreyttu að hafa lítil áhrif á fjárfestingu til lengri tíma. Tobin tók fram að gjaldið þyrfti að vera notað á alþjóðavísu annars myndu fjárfestar beina fjármagni sínu til landa sem ekki legðu gjald á fjármagnsflutninga. Tilgangur gjaldsins er að draga úr spákaupmennsku og hvetja fjárfesta til þess að sækja í fjárfestingu sem stuðlar að hagvexti, en þar sem ekki er hægt að greina á milli spákaupmennsku og annarra viðskipta á gjaldeyrismarkaði er hættu á að gjaldið stöðvi einnig hagkvæma erlenda fjárfestingu. Því gæti hentað betur að nota breytilegt gjald á fjármagnshreyfingar sem stýritæki þar sem það yrði sett á ef til að mynda vaxtamunur milli Íslands og annarra landa yrði of mikill og færi gjaldið þá stigvaxandi eftir því sem sá vaxtamunur yrði meiri.

Lítill reynsla er komin á virkni gjalds á fjármagnshreyfingar þar sem fá lönd hafa tekið það upp. Af G20-löndunum er Brasilía eina landið með gjald á gjaldeyrisviðskiptum en Tyrkland afnam gjaldið árið 2008 (Matheson, 2011). Niðurstöður rannsóknar Frank Westerhoff (2003) benda þó til þess að gjald á fjármagnshreyfingar muni mögulega draga úr flökki og bjögun á gjaldeyrismarkaði og valdi því að spákaupmenn yfirgefi markaðinn. Davidson (1997) og Kasa (1999) benda á að frekar eigi að nota slíkt gjald til að koma í veg fyrir fjármálaáfall með því að draga úr óstöðugu innflæði fjármagns en sem úrræði í kreppu.

26. Flest G-20 löndin skattleggja t.d. einhverjar fjármagnshreyfingar.

Mörg lönd sem tekið hafa upp gjald á fjármagnshreyfingar leggja það á ákveðna fjárfestingu erlendra aðila. Hægt er að breyta hlutfallinu miðað við stöðu. Frá því síðla árs 2009 hafa stjórnvöld í Brasilíu tekið upp gjald á fjármagnshreyfingar til að draga úr vaxtamunarviðskiptum, stemma stigu við miklu innstreymi fjármagns og tilheyrandi þrýstingi á gengið til styrkingar. Um er að ræða gjald á innstreymi fjármagns til kaupa á hlutabréfum og skuldabréfum og erlend skammtímalán. Innstreymi fjármagns til kaupa á hlutabréfum minnkaði eftir upptöku gjaldsins en á sama tíma var fjármagnsstreymi til kaupa á skuldabréfum umtalsvert. Í desember 2010 tilkynnti Suður-Kórea að gjald yrði lagt á erlendar skuldir banka, aðrar en innstæður, og að hærra gjald yrði lagt á skammtímaskuldir (Lim o.fl., 2011 og Terrier o.fl., 2011).

### Bindiskylda

Bindiskylda getur þjónað tilgangi við að draga úr sveiflum fjármagnshreyfinga og áhrifum þeirra á efnahagslífið þótt fjármagnsflutningar séu að öðru leyti óheftir. Hægt er að auka bindiskylda á innstæður í erlendum gjaldmiðlum og á aðrar erlendar skuldir fjármálaþyrftækja. Þá gæti bindiskyldan einungis lagst á nýtt innstreymi fjármagns, en ekki það sem fyrir er. Einnig býðst stjórnvöldum sá möguleiki að setja ákveðið tímabil sem bindiskylda gildir yfir og ef fjárfestar vilja ganga á varaforðann fyrr, greiða þeir ákveðið álag. Að lokum er hægt að setja mismunandi bindiskylda á skuldir miðað við líftíma þeirra, en með því er verið að hvetja til langtímafjármögnunar.

Tilgangur virkrar stýringar á bindiskyldu banka getur verið mismunandi. Ef bindiskylda nær vítt yfir innstreymi fjármagns og tilætl-uðum árangri er náð, getur bindiskylda takmarkað óhóflega erlenda skuldsetningu og um leið takmarkað þau áhrif sem snöggur viðsnún- ingur fjármagnsstreymis hefur á fjármála- og efnahagslífið.

Nýmarkaðsríki hafa notað bindiskylda á ýmsa vegu samhliða öðrum þjóðhagsvarúðartækjum. Í Chile var bindiskylda sett á erlenda lántöku. Bindiskyldan hafði áhrif á samsetningu innstreymis fjármagns þar sem vægi langtímafjármagns jókst. Regluverkið gaf seðlabanka Chile svigrúm til að hækka vexti án þess að hafa áhrif á fjármagns- innstreymi en áhrif bindiskyldunnar á raungengi voru hins vegar ekki ótvíræð. Bindiskylda var sett á innstreymi erlends fjármagns til verð- bréfakaupa og erlendar lántökur í Kólumbíu en þar var árangurs helst að gæta í samsetningu innstreymis fjármagns líkt og í Chile en hafði lítil áhrif á magn innstreymisins og þrýsting á gengi. Á tímum ofgnóttar fjármagns í Perú hafði virk stýring bindiskyldu skulda með líftíma undir tveimur árum, jákvæð áhrif á samsetningu erlends fjármagns. Seðla- banki Perú réttlætti háa bindiskylda innstæðna í erlendum gjaldeyri á grunni skorts á lánveitanda til þrautavara í erlendum gjaldmiðli (Terrier o.fl., 2011 og Ostry o.fl. 2011).

Almennt hafa rannsóknir staðfest að bindiskylda getur haft jákvæð áhrif á samsetningu efnahagsreikninga með því að auka langtímaskuldir á kostnað skammtímaskulda en það er hins vegar umdeilanlegt hvort bindiskylda dragi úr innstreymi fjármagns á heildina lítið og um leið hvort hún dragi úr þrýstingi á gengi gjaldmiðla (Terrier o.fl., 2011).

Gjald og bindiskylda á fjármagnsflutninga minnka fjármagn til fjár- festingar og hækka fjármagnskostnað. Þetta kann að beina fjármagni til

annarra landa sem eru án þessara varúðartækja, þá sér í lagi til skemmri tíma liðið. Þetta getur einnig haft í för með sér að fjármálafyrirtæki og fjárfestar leiti sér nýrra fjármögnunarleiða sem regluverk eftirlitsstofnana nær ekki til. Þetta getur aukið líkur á aflandsþjónustu og uppsöfnun á liðum utan efnahagsreiknings sem eru undir veikara eftirliti. Þetta getur leitt til þess að veikleikar og áhætta byggist upp án þess að eftirlitsaðilar geri sér grein fyrir því í uppsveiflum. Þetta verður að hafa í huga ef annað hvort þessara stýritækja verður tekið upp hér á landi.

## Heimildaskrá

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011). *Global Financial Stability Report: Durable financial stability: Getting there from here.* (Kafli 2, How to Address the Systemic Part of Liquidity Risk). Apríl.
- Alþjóðagreiðslubankinn (2008). *Principles for sound liquidity risk management and supervision.* Bank for International Settlements.
- Alþjóðagreiðslubankinn (2010). *The Basel Committee's response to the financial crisis: Report to the G20.* Bank for International Settlements.
- Claessens, S., M. Keen & C. Pazarbasioglu (ritstj.) (2010). *Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20 and background material.* International Monetary Fund.
- Davidson, P. (1997). Are grains in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required? *Economic Journal*, 107(442), 671-86.
- De Larosière, J. (formaður) (2009). *The high-level group on financial supervision in the EU.* Sótt af [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010). Public Law 111-203, 111<sup>th</sup> Congress.
- European Systemic Risk Board (2011). Recommendation of the European Systemic Risk Board of 21 September 2011 on lending in foreign currencies. *Official Journal of the European Union*, 2011/C 342/1-47.
- Igan, D. & H. Kang (2011). Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea. *IMF Working Paper*, nr. 11/297.
- International Association of Deposit Insurers (2008). *International Deposit Insurance Survey.* Sótt af [http://www.iadi.org/searchresults.aspx?id=99&term=International Deposit Insurance Survey](http://www.iadi.org/searchresults.aspx?id=99&term=International+Deposit+Insurance+Survey). Maí.
- Kasa, K. (1999). Time for a Tobin tax? Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic letter*, 12.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel & X. Wu (2011). Macroprudential policy: What instruments and how to use them? *IMF working paper*, nr. 11/238.
- Matheson, T. (2011). Taxing financial transactions: Issues and evidence. *IMF working paper*, nr. 11/54.
- OECD (2011). Pensions at a glance 2011: *Retirement-income systems in OECD and G20 countries.* Sótt af [www.oecd.org/els/social/pensions/PAG](http://www.oecd.org/els/social/pensions/PAG).
- Ostry, J.D., A.R. Gosh, K. Habermeier, K. Laeven, M. Chamon, M.S. Qureshi, & A. Kokenyne (2011). Managing capital inflows: What tools to use? *IMF staff discussion note*, nr. 11/6.

- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérrit nr. 4*.
- Seðlabanki Íslands (2011). Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti. *Sérrit nr. 5*.
- Seðlabanki Nýja-Sjálands & Ríkissjóður Nýja-Sjálands (2006). *Supplementary stabilisation instruments*. Sótt af: <http://www.treasury.govt.nz/publications/informationreleases/monetarypolicy/ssi/ssi-report-10feb06.pdf>
- Terrier, G., R. Valdés, C. E. Tovar, J. Chan-Lau, C. Fernández-Valdovinos, M. García-Excribano, C. Medeiros, M. Tang, M. V. Martin & C. Walker (2011). Policy instruments to lean against the wind in Latin America. *IMF Working Paper*, nr. 11/159.
- Tobin, J. (1978). A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, 4, 153-159.
- Turner, A. (2009). *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*. London: Financial Services Authority.
- Walley, S. & H. Dübel (2010). *Regulation of foreign currency mortgage loans: The case of transition countries in central and eastern Europe*. Sótt af [http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Regulation\\_of\\_foreign\\_currency\\_mortgage\\_loans\\_Jan\\_2011.pdf](http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Regulation_of_foreign_currency_mortgage_loans_Jan_2011.pdf)
- Westerhoff, F. (2003). Heterogeneous traders and the Tobin tax. *Journal of Evolutionary Economics*, 13/1, 53-70.



Sérrið Seðlabanka Íslands

*Varúðarreglur eftir fjármagnshöft. Nr. 6, 2012.*

*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.*