



EFNAHAGSMÁL

Nr. 9

Samvirkni peningalegs og fjármálalegs
stöðugleika

Þorsteinn Þorgeirsson

Apríl 2017

Útgefandi:

Sedlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

9. rit apríl 2017

Vefrit

ISSN 1670-8172

Öllum er frjálst að nota efni úr *Efnahagsmálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Samvirgni peningalegs og fjármálalegs stöðugleika

Í meira en þrjár aldir hefur hlutverk seðlabanka þróast með ýmsu móti og í takt við aðstæður og kröfur hvers tíma. Smám saman hafa tvö verkefni, að viðhalda peningalegum og fjármálalegum stöðugleika, myndað hinn rauða þráð í starfsemi seðlabanka. Það skýrist meðal annars af miðlægu hlutverki seðlabanka í bankakerfinu og þjóðhagslegum áherslum í starfi þeirra vegna virkra tenginga á milli peninga-, fjármála- og hagsveiflna og getu seðlabanka til að hafa áhrif á þær. Undanfarna áratugi voru þessi tvö verkefni í auknum mæli hugmyndafræðilega aðskilin. Ein birtingarmynd á því er að í sumum löndum var bankaeftirlit fært út úr seðlabönkum og falið annarri stofnun, fjármálaeftirliti, sem hafði jafnframt eftirlit með annarri starfsemi í fjármálakerfinu. Um svipað leyti var seðlabönkum veitt aukið sjálfstæði til að ná markmiðum á sviði peningamála. Þessi þróun átti sér stað þegar flækjustig, umfang og áhætta í fjármálakerfinu voru að aukast hratt. Jafnframt var tilhneiging til að draga úr opinberu eftirliti og auka frelsi á markaði. Ýmislegt bendir til að hin hugmyndafræðilega nýbreytni hafi átt þátt í stærstu bankakreppu í sögu þjóðarinnar. Í þessari grein er fjallað um lærdóma og leiðir í skipulagi fjármálaeftirlits til að stuðla að því að markmið um peningalegan, fjármálalegan, og efnahagslegan stöðugleika náist. Þar ber hæst áhersluna á að tengja betur peningalegan og fjármálalegan stöðugleika á ný á grundvelli kerfislegrar nálgunar. Í nokkrum löndum sem urðu hvað verst úti í bankakreppunni hefur það verið talið best að gera með því að fela seðlabönkum vel skilgreint og leiðandi hlutverk í mótun og framkvæmd peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnu. Það að stýritæki þjóðhagsvarúðarstefnu hafi áhrif á vaxtastig peningastefnunnar og öfugt og að hvor stefna hefur árangur hinnar, eru sterk rök fyrir því að þær séu samræmdar og á sömu hendi. Þá byggist mótun og framkvæmd þjóðhagsvarúðarstefnu á starfsemi eindarvarúðareftirlits og því er mikilvægt að samþætta einnig þessi tvö svið varúðareftirlits. Með aukinni samþættingu þessara innbyrðis tengdu verkefna eykst skilvirkni og hagkvæmni í notkun upplýsinga og mannaúts við greiningu og stefnumótun. Ásamt skýrari ábyrgð styður það við uppbyggingu þekkingar og tímanlega ákvarðanatöku á þessum sviðum. Ýmsar úrbætur hafa þegar átt sér stað með nýrri reglusetningu um bankastarfsemi, þróun þjóðhagsvarúðartækja og tilkomu fjármálastöðugleikaráðs ásamt kerfisáhættunefnd. Þær endurbætur hvíla hins vegar á fyrri stofnanagerð. Hægt er að styrkja þessa vinnu enn frekar með því að sameina varúðareftirlit með fjármálakerfinu í Seðlabankanum og endurspeglja þannig samvirgni stefnanna. Það er til þess fallið að styrkja fjármálaeftirlitið og bæta árangur starfsins við að ná fram peningalegum og fjármálalegum stöðugleika, með jákvæðum áhrifum fyrir efnahagslífið.

1. Inngangur

Frá níunda áratug síðustu aldar varð áberandi sú hugmyndafræðilega nýbreytni í sumum löndum að auka sérhæfingu stofnana, sem leiddi til þess að bankaeftirlit var fært út úr seðlabönkum og yfir í sjálfstætt fjármálaeftirlit. Sérhæfðum eftirlitsaðilum með bönkum, sjóðum og váttryggingarfélagum var steipt í eina eftirlitsstofnun til að auka hagkvæmni og gegnsæi í eftirlitsstarfsemi en einnig sem viðbrögð við samruna fjármálaframtækja með ólíka starfsemi. Vaxandi aðskilnaður peningalegs og fjármálalegs stöðugleika tengdist auknu svigrúmi og

1. Höfundur er sérstakur ráðgjafi bankastjóra Seðlabanka Íslands. Áslaug Jósepsdóttir, Björn Ólafsson, Guðmundur Kr. Tómasson, Sigríður Logadóttir, Stefán Jóhann Stefánsson, Tryggvi Pálsson, Pétur Urbancic og Þorgeir Eyjólfsson fá þakkir fyrir yfirllestur og gagnlegar ábendingar, en ábyrgð á efninu er höfundar. Grein þessi er ætluð til að örva faglega umræðu um stofnanalegt fyrirkomulag fjármálaeftirlits á Íslandi með áherslu á bættan árangur í stefnumótun á sviðum peningalegs og fjármálalegs stöðugleika. Skoðanir sem hér birtast eru höfundar og ber ekki að túlka sem skoðanir Seðlabanka Íslands, enda hefur Seðlabankinn ekki gefið út neina stefnu hvað fyrirkomulag þessara mála varðar.

sjálfstæði seðlabanka til að sinna því mikilvæga verkefni að tryggja stöðuga og litla verðbólgu. Sérstaklega var þessi þróun áberandi í meðalstórum og litlum ríkjum með eigin gjaldmiðil. Lögð var áhersla á að veita seðlabönkum skýrt umboð, markmið, ábyrgð og stýritæki á þessu sviði.

Á Íslandi var bankaeftirlit Seðlabanka Íslands (SÍ) lagt niður árið 1999 og Fjármálaeftirlitið (FME) stofnað og því falið m.a. að hafa eftirlit með bönkum, sjóðum og váttryggingarfélögum. Við breytinguna var samt ákveðið að halda þeim hluta af lausafjareftirliti og –stöðu eftir í SÍ sem hefur að gera með setningu lausafjár- og gjaldeyrisjafnaðarreglna og eftirlit með framfylgni þeirra, og var það gert vegna tengingar við önnur mikilvæg verkefni bankans, ekki síst hlutverk hans sem lánveitandi til þrautavara. Snemma árs 2001 var SÍ falið að stefna að tölusettu verðbólgu markmiði. Um svipað leyti var stofnað fjármálsvið í bankanum til að auka getu hans til að fylgjast með fjármálastöðugleika í heild, en þó án þess að honum væri veitt nægilega skýrt hlutverk, markmið, umboð eða viðeigandi stýritæki á því sviði.

Í kjölfar stærstu alþjóðlegu bankakreppu í marga áratugi hefur róttæk endurskoðun átt sér stað á alþjóðavettvangi á hugmyndafræðinni á bak við eftirlitsskipulagið og í mörgum tilfellum hefur sú endurskoðun leitt til víðtækra breytinga á því.² Í því sambandi er gott að gera greinarmun á áhrifum *framkvæmdar* annars vegar og *skipulags* hins vegar á árangur eftirlitsstarfsins. Í þessari grein er miðað við bestu framkvæmd þessara verkefna og sjónum beint að skipulagsþáttum sem líklegir eru til að stuðla að háværkun árangurs á sviðum peningalegs og fjármálalegs stöðugleika. Sérstök áhersla er lögð á að greina ávinninginn af aukinni samþættingu í skipulagi hinna sjálfstæðu stefna en það endurspeglar aukna þekkingu á samvirkni peningalegs og fjármálalegs stöðugleika og býr í haginn fyrir bætta samræmingu við mótun stefnanna.

Í kafla 2 er fjallað um þróun þessara hugmynda og tengdar skipulagsbreytingar, fyrst um aðskilnað peningalegs og fjármálalegs stöðugleika, ýmsar takmarkanir af þeirri skipan og um áherslu á endursamningu þessara verkefna eftir fjármálakreppuna. Í kafla 3 er fjallað um nýjar rannsóknir á samvirkni peninga- og þjóðhagsvarúðarstefna og ávinninginn af aukinni samræmingu fyrir markmið beggja stefna, sem og þjóðhagslegan stöðugleika. Í kafla 4 er farið yfir helstu stofnanalegu þætti sem leiðir af þessari hugmyndafræðilegu endurskoðun. Að lokum eru helstu niðurstöður reifaðar.

2. Þróun hugmynda um skipulag eftirlits með peningalegum og fjármálalegum stöðugleika

Seðlabanki hefur um aldir verið þekktur sem „banki bankanna“. Í margþættum og flóknum samskiptum seðlabanka og viðskiptabanka hverfast peninga- og fjármálin með mikilvægum áhrifum á efnahagslífið. Af þeim sökum hefur seðlabanki orðið til sem það stjórnvald sem ber ábyrgð á stefnu ríkis á sviði peninga- og lánamála.³

2. Sjá t.d. Constâncio (2015).

3. Sjá t.d. Bordo (2007).

Viðskiptabankar, sem m.a. þiggja innlán hjá almenningi og veita útlán, leggja víða bindiskyld fé inn á reikning í seðlabanka sem hefur um leið eftirlit með rekstri þeirra. Þá hafa seðlabankar um langa hríð haft einkarétt á útgáfu reiðufjár (seðla og myntar) en það leggur grunninn að öðrum verkefnum þeirra í bankakerfinu. Vel þekkt er það hlutverk seðlabanka að vera lánveitandi til þrautarvara og lána gjaldfærum viðskiptabönkum fjármuni gegn tryggum veðum ef markaðsframboð á lánsfjármagni til þeirra er ekki nægilegt.⁴ Með því er reynt að tryggja eðlilegt framboð af lánsfé í hagkerfinu og í verstu tilfellum að koma í veg fyrir að fjármálakreppa grafi um sig með tilheyrandi neikvæðum afleiðingum fyrir efnahagsstarfsemi og atvinnustig.

Almennt séð veita seðlabankar ríkissjóðum ekki lengur bein lán, en það er talið geta ýtt undir lausatök í ríkisfjármálum og verðbólgu. Þó eru víða samningar til staðar á milli ríkis og seðlabanka um þjónustuhlutverk seðlabankans varðandi lántökur fyrir ríkissjóð og stýringu á gjaldeyrisvarasjóði. Þegar aðstæður versnuðu á lánamörkuðum bættist við það hlutverk seðlabanka að vera viðskiptavaki á verðbréfamarkaði til þrautavara (e. market maker of last resort). Með því tengdust peningastefna, þjóðhagsvarúðarstefna og opinber fjármálastefna mun nánari böndum en áður.⁵ Þá fylgjast seðlabankar með fjármagnsflæði inn og úr landi og reyna að fyrirbyggja að gengið sveiflist það mikið að verð- og fjármálastöðugleika stafi ógn af. Þörfin er einnig sífellt að aukast fyrir meiri árvekni í störfum seðlabanka hvað samspil fjármála- og efnahagslífsins varðar.⁶ Seðlabankar hafa jafnframt með höndum yfirsýn með kerfislega mikilvægum fjármálainviðum (greiðslu- og uppgjörskerfum) og annast rekstur stórgreiðslu- og jöfnunarkerfis. Þá byggist framkvæmd peningastefnu víðast hvar á viðskiptum þeirra í bankakerfinu. Af þessu hafa seðlabankar dregið enskt heiti sitt, *central bank*, sem þýða má sem mið- eða aðalbanki.

Opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi má rekja til áhættu í slíkri starfsemi, sem einnig hefur þjóðhagslegan ávinning í för með sér. Sérstaklega er bankastarfsemi, sem byggist á tíma- og gjaldmiðlamisræmi, áhættusöm. Áhættan felst í því að samfélagið verði fyrir kostnaði af starfsemi fjármálafyrirtækja sem ekki er hluti af rekstrargjöldum þeirra. Slíkur kostnaður er oft nefndur úthrif (e. externality). Ef fyrirtækin bera ekki þann kostnað þarf samfélagið að gera það að öðrum kosti. Úrbætur á regluverkinu hafa því miðast við að færa kostnaðinn, ef hann raungerist, á eigendur og kröfuhafa banka. Þar sem hættan á samfélagslegum kostnaði er ávallt til staðar, skapast hlutverk fyrir hið opinbera að hafa eftirlit með rekstri fjármálafyrirtækja til að draga úr áhættu í starfsemi þeirra eða skylda þau til að greiða (fyrirfram) í sjóði til að mæta samfélagslegum kostnaði af starfsemi ef illa tekst til í rekstri þeirra.

4. Holmström og Tirole (2011) sýna fram á hvernig óvissa um tekjustreymi fyrirtækja skapar eftirspurn eftir og framboð á eignum sem teljast til lausafjár með áhrifum á verðlagningu verðbréfa, töku fjárfestingarákvarðana og lausafjárstöðu fyrirtækja og almennings. Þær sveiflur á lausu fé í hagkerfinu sem hljótast af skapa það hlutverk fyrir seðlabanka að reyna að jafna þær út.

5. Sjá t.d. Buitier (2007) eða Fischer (2012).

6. Sem dæmi um þetta hefur nýverið borið á því í sjóðastýringu margra seðlabanka að leitað er úr ríkisskuldabréfum með lága eða neikvæða ávöxtun í áhættumeiri hlutabréf í von um betri ávöxtun. Sjá t.d. Whittall et al. (2017).

Ástæðan fyrir því að opinbert eftirlit með bankastarfsemi þróaðist víða hjá seðlabönkum er vegna mikilvægis miðlægrar stöðu þeirra í bankakerfinu. Í upphafi miðaðist eftirlitshlutverk seðlabanka við að gæta þess að starfsleyfisskyldir viðskiptabankar færu varlega með fé almennra innstæðueigenda. Goodhart og Tsomocos (2012) benda á að vegna samkeppni Englandsbanka við stóra banka um ýmiskonar bankaþjónustu á 19. öld hafi eftirlitshlutverk hans upphaflega snúist meira um að tryggja gæði skuldabréfa en að rýna í bækur viðskiptabanka. Það tengist m.a. hlutverki hans að kaupa slík bréf með afslætti í kreppu, en með því að tryggja gæði bréfanna var dregið úr líkum á tapi bankans af slíkum kaupum. Lopez (2011) bendir jafnframt á að fyrstu bankar alríkisins í Bandaríkjunum hafi innleitt ýmsar úrbætur í bankastarfsemi frá lokum 18. aldar til fjórða áratugar 19. aldar. Eftir að þeir voru leystir upp, vegna hræðslu almennings við vald seðlabanka, upphófst hins vegar tímabil áhættusamrar samkeppni og óstöðugleika.

Vegna síendurtekinna bankakreppa þróaðist eftirlitshlutverk seðlabanka í byrjun 20. aldar í að varðveita einnig stöðugleika fjármálakerfisins og efnahagslífsins.⁷ Það er skiljanlegt vegna þess víðtæka hlutverks sem seðlabanki gegnir í bankakerfinu, sem varasjóður viðskiptabanka, ekki síst þegar bankakreppur hafa gengið yfir. Á sama tíma og eftirlitshlutverk þeirra var eftir var hlutverki þeirra breytt þannig að þeir voru ekki lengur í samkeppni við viðskiptabanka.

Þegar fjær dró frá kreppunni miklu á fjórða áratug síðustu aldar féll eftirlitshlutverk seðlabanka á sviði bankastarfsemi og fjármálastöðugleika meira í skuggann af öðrum verkefnum hans, ekki síst því að viðhalda verðstöðugleika. Í lok síðustu aldar komu fram sjónarmið um að rétt væri að aðskilja eftirlit með öryggi innstæðueigenda og fjármálastöðugleika.⁸ Eftir bankakreppuna hafa slík sjónarmið í auknum mæli vikið fyrir þörfinni að samþætta eftirlitsstarfsemina undir regnhlíf þjóðhagsvarúðar.⁹

Það að bankaeftirlit var fært út úr seðlabanka fól í sér ákveðna grundvallarbreytingu á hlutverki hans. Starfsemi seðlabanka á sviði fjármálastöðugleika var aðskilin að öllu leyti eða að hluta frá starfsemi á sviði eindarvarúðareftirlits með bönkum. Aðskilnaður þessara verkefna breytti ekki tengslum seðlabanka við viðskiptabanka að öðru leyti en það gæti hafa dregið úr hvötum í starfsemi seðlabanka að byggja upp þekkingu í samræmi við þróun og breytingar í fjármálastarfsemi.

2.1 Áherslur í peningalegum stöðugleika

Peningalegan stöðugleika má almennt séð skilgreina sem ástand þar sem verðbólga er lítil og stöðug og traust ríkir á gjaldmiðlinum. Vegna síðastnefnda atriðisins er hugtakið peningalegur stöðugleiki aðeins víðara en hugtakið verðstöðugleiki sem miðast við að verð vöru og þjónustu breytist hægt eða ekki. Peningalegur stöðugleiki er álitinn mikilvægur fyrir almenna velferð með því að stuðla að sjálfbærum

7. Bagheot (1866) fjallaði um hlutverk Englandsbanka að mæta óróleika á fjármálamarkaði með lánveitingum til viðskiptabanka. Í byrjun 20. aldar komu fram hugmyndir um að Seðlabanki Bandaríkjanna gæti haft hlutverki að gegna við að draga úr efnahagsveiflum.

8. Sjá t.d. Goodhart (1995).

9. Sjá umfjöllun um hugtakið þjóðhagsvarúð síðar í þessum kafla.

vexti og stöðugleika efnahags- og fjármálalífisins. Vextir á markaði, sem mótað af framboði sparnaðar og fjárfestingareftirspurn, eru að öðru óbreyttu stöðugri og lægri við aðstæður peningalegs stöðugleika. Peningastefna er sú viðleitni stjórnvalda að ná fram peningalegum stöðugleika með ákveðnum stýritækjum og hafa kenningar um fjölda og virkni stýritækja hennar þróast yfir tímann.

Eftir endalok Bretton-Woods fastgengis- og gullfótarkerfisins á áttunda áratug síðustu aldar urðu tvær veigamiklar breytingar í hagstjórnaráherslum víða um heim, tengdar aukningu í fjármagnsflæði og vöru- og þjónustuviðskiptum á heimsvísu. Annars vegar var flotgengi talið betur til þess fallið að viðhalda ytra jafnvægi hagkerfa, eða jafnvægi í erlendum viðskiptum.¹⁰ Hins vegar var peningamagnskenningin ekki lengur talin áreiðanlegur grundvöllur peningalegs stöðugleika þar sem samband peningamagnsvaxtar og verðbólgu reyndist ekki vera stöðugt yfir tíma.¹¹ Til að bæta virkni peningastefnunnar færðist áherslan yfir á breytilega stýrivexti sem tæki til að halda eftirspurn og verðbólgu í skefjum.¹² Ástæðan var aukinn skilningur á því að við frjálst fjármagnsflæði, þar sem gengið er fljótandi, er hægt að miða stýrivexti meira við að hafa áhrif á innlenda eftirspurn. Eftir aukna verðbólgu á áttunda áratug kom jafnframt fram krafa um meira aðhald í opinberum fjármálum en það var m.a. talið líklegt að styðja viðleitni seðlabanka að viðhalda peningalegum stöðugleika.

Á tíunda áratug varð verðbólguþáttur með stýrivexti sem stjórnþæki vinsæl útfærsla á framkvæmd peningalegs stöðugleika. Sú þróun byggðist m.a. á kenningu Kydland og Prescott (1977) um að tölulegu markmiði um verðbólgu sé hægt að ná fram með reglu sem leggur áherslu á samkvæmni ákvarðana yfir tíma. Þar sem þrýstingur frá stjórnámálönnum er talinn geta myndað ógn við 'tímasamkvæmni' ákvarðana í tilskipuðu (e. *fiat*) peningakerfi var seðlabönkum veitt faglegt sjálfstæði til ná fram markmiðum sínum á grundvelli slíkrar regluumgjarðar um vaxtaákvarðanir. Útbreiðsla peningastefnu sem grundvallast á notkun stýrivaxta byggðist á þroska fjármálamarkaða. Fram að því voru magnstýring og tæki eins og bindiskylda mikilvægari. Ekki dró það úr vinsældum verðbólguþáttis að frá árinu 1985 til um 2005 reyndist hagvöxtur víða á Vesturlöndum stöðugri en áður og verðbólga minni. Þetta tímabil hefur verið kallað 'Mikla hófsemin' (e. The Great Moderation) og var það talið til marks um að peningastefna, jafnvel ein og sér, væri skilvirk við að halda verðbólgu í skefjum við aðstæður aukinnar alþjóðlegrar samþættingar.¹³

Utan Íslands var árangur peningastefnunnar víða góður hvað verðbólgu varðar. Það sama er hins vegar ekki hægt að segja um áhrif peningastefnu á fjármálastöðugleika. Annars vegar leiddi bankakrepp-

10. Í fámennu og opnu hagkerfi Íslands var enn um sinn stuðst við fastgengi í baráttunni við verðbólgu, en gengisbreytingar hafa sögulega haft mikil áhrif þar um. Hinn 27. mars 2001 ákváðu ríkisstjórn Íslands og bankastjórn Seðlabanka Íslands að taka upp verðbólguþáttur og sveigjanlegt gengi. Sjá t.d. Stefánsson (2014).

11. Sjá t.d. Galbraith (2008).

12. Með því kom peningastefnan í auknum mæli að því verkefni opinberra fjármála að viðhalda innra jafnvægi hagkerfisins. Eins og Mundell (1962) bendir á, var sú verkaskipting í hagstjórn, við að ná fram innra- og ytra jafnvægi hagkerfisins, að peningastefna miðaðist við gengisstöðugleika en opinber fjármálastjórn við fullt atvinnustig.

13. Sjá t.d. Bernanke (2004) og Goodfriend (2007). Alþjóðavæðingin er einnig talin hafa átt þátt í þessari þróun m.a. með innflutningi þróaðra ríkja á ódýrum iðnvarningi nýmarkaðsríkja.

an í ljós að lítil og stöðug verðbólga er nauðsynleg en ekki næg (e. necessary but not sufficient) forsenda fjármálastöðugleika. Í ljós kom þörf fyrir ný stjórnþæki á sviði bankastarfsemi sem miðast við að viðhalda fjármálastöðugleika, svokölluð þjóðhagsvarúðartæki.¹⁴ Jafnframt varð ljóst að skilningur á áhrifum peningastefnu á fjármálastöðugleika var ófullnægjandi og að ýmsar forsendur þjóðhagsfræði á sviði fjármála- starfsemi höfðu brugðist.¹⁵

Í Bandaríkjunum, þar sem verðbólgan hafði verið lítil og stöðug um langt árabíll, er talið að lágir stýrivextir um nokkurra ára skeið, í kjölfar þess að *netbólan* sprakk árið 2000, hafi kynt undir meira ójafnvægi og kerfisáhættu í fjármálakerfinu. Kerfisáhætta er skilgreind af G20-hópnum sem „sú áhætta að einhver atburður auki óvissu sem skaði efnahagsreikninga og grafi undan trausti hjá stórum hluta fjármálakerfisins sem á endanum geti haft mikil neikvæð áhrif á raunhagkerfið.“ Þegar stýrivextir voru aftur hækkaðir árin 2005-06 hafði það líklega þau áhrif að fasteignabóla sprakk, en hún er talin hafa myndast vegna ógætilegra fasteignalána frá árinu 2001 sem urðu undirstaða að útgáfu ógegnsærra og áhættusamra skuldavafninga. Sú þróun framkallaði djúpa bankakreppu þar í landi og víðar árin 2007-08.

Hrun íslensku bankanna má einnig rekja til hraðrar skuldasöfnunar á góðæristíma. Gríðarlegar skuldir höfðu safnast upp hjá fyrirtækjum og heimilum en gjaldmiðlamisræmi í þeim gerði íslensku bankana berskjaldaða fyrir óróleika á alþjóðlegum lánamörkuðum. Háir og stighækkandi stýrivextir á Íslandi árin 2005-07 juku einnig hvata fyrir innflæði alþjóðlegs fjármagns og þar með kerfisáhættu tengda gengi krónunnar. Már Guðmundsson og Þorsteinn Þorgeirsson (2010) lýsa þeirri áhættu sem fólst í því að EES-samningurinn heimilaði íslensku bönkunum að fara í útrás án þess að hafa til staðar öryggisnet ef markaðsfjármögnun þeirra í erlendum gjaldmiðlum myndi bregðast og hvernig sú áhætta raungerðist í hrúni þeirra.

Viðbrögð ríkisstjórnar og seðlabanka Bandaríkjanna við bankakreppunni voru m.a. að styrkja bankakerfið, með margvíslegum fjárhagslegum stuðningi, til að auka útlánagetu þess. Með því urðu fjármál seðlabankans og peningastefnan jafnframt flóknari og háðari greiningu á starfsemi fjármálakerfisins.

Í nóvember 2008 voru fjármagnshöft innleidd á Íslandi til að forðast frekara fall krónunnar og um leið var hafist handa við að undirbúa losun þeirra og endurreisn bankakerfisins.¹⁶ Þau verkefni hafa útheimt mikla sérfræðivinnu í Seðlabankanum m.a. á sviðum greiðslu- jafnaðar þjóðarbúsins og gjaldeyris- og fjármálamarkaða. Í júlí 2009 sóttu íslensk stjórnvöld um aðild að Evrópusambandinu með það m.a. að markmiði að taka upp evru sem leið að auknum peninga- og fjármálastöðugleika.¹⁷ Í árslok 2010 lagði Sí fram tillögu að nýrri peningastefnu fyrir krónuna eftir höft.¹⁸ Þar kom fram að fleiri stjórnþæki þarf

14. Sjá t.d. Rammagrein 5: Álitamál í hagstjórn í uppsveiflunni í Fjármálaráðuneytið (2009).

15. Sjá t.d. Buitter (2009), McCombie og Pike (2012) og Batra (2015) um vandann sem þjóðhagsfræði stendur frammi fyrir eftir bankakreppuna.

16. Sjá t.d. Þorsteinn Þorgeirsson og Paul van den Noord (2013).

17. Í mars 2015 var aðildarviðræðum við ESB slitið með bréfi frá utanríkisráðherra Íslands til framkvæmdastjórnar ESB, en ríkisstjórnin leit svo á að Ísland væri ekki lengur í hópi umsóknarríkja sambandsins.

18. Seðlabanki Íslands (2010).

til að ná fram markmiðum peningastefnunnar við frjálst fjármagnsflæði, þar á meðal ný stýritæki sem miðast fyrst og fremst við að viðhalda fjármálastöðugleika, þ. á m. á sviði gjaldeyrismarkaða.¹⁹

Haustið 2012 var ítarleg skýrsla Sí um Valkosti í gengis- og gjaldmiðlamálum birt. Þar var m.a. að finna greiningu á því hvaða áhrif aðild að ESB og upptaka evru geta haft á verð- og fjármálastöðugleika á Íslandi. Undanfarin ár hefur peningastefnan hér á landi eins og hjá ESB og víða annars staðar tengst framkvæmd þjóðhagsvarúðarstefnunnar nánari böndum. Allt útlit er fyrir að sú aukna tenging sé komin til að vera.

2.2 Áherslur í fjármálalegum stöðugleika

Fjármálastöðugleika má almennt séð skilgreina sem það ástand þegar bankar og markaðir búa yfir nægum styrk og viðbragðsgetu til að halda áfram að veita fjármálaþjónustu þótt áföll dynji á. Í lok síðustu aldar var fjármálastöðugleiki ekki ofarlega í hugum margra þar sem langt var liðið frá kreppunni miklu á fjórða áratug aldarinnar og margir töldu fjármálakreppur í þróuðum ríkjum heyra sögunni til. Að vísu var farið að bera á afmörkuðum fjármálakreppum en það var gjarnan álitid fjarlægur möguleiki og afsprengi atriða eins og óraunhæfrar bjartsýni, of hraðrar afreglunar (e. *deregulation*), ágalla í hagskipulagi eða ónógs aðhalds í hagstjórn.²⁰ Lengi vel var eftirlit með bankastarfsemi og fjármálastöðugleika víðast hvar í höndum seðlabanka. Þó fór sífellt minna fyrir þeim hluta starfsemi þeirra en verkefninu að viðhalda peningalegum stöðugleika. Á níunda áratug síðustu aldar komu fram sjónarmið um að færa bankaeftirlitið út úr seðlabönkum og setja í heildstætt fjármálaeftirlit. Sú skipan var álitin til þess fallin að ná fram stærðarhagkvæmni í eftirliti með fyrirtækjum á fjármálamarkaði. Jafnframt þótti rétt að gefa þessum stofnunum meira faglegt sjálfstæði til að ná hinum aðskildu markmiðum um peningalegan og fjármálalegan stöðugleika.

Líklega var starfsemi fjármálaeftirlits álitin nægilega ólík framkvæmd peningastefnu til að skynsamlegt væri að aðskilja þessi tvö svið. Eins og og fjallað er um í kafla 3, reyndist það á misskilningi byggt. Þannig sýna Kiley og Sim (2012) fram á að þörfin fyrir fjármálaeftirlit er tengd útlánastarfsemi einkaaðila sem leitast við að hámarka hagnað en það getur haft mikil og óhagkvæm úthrif (e. *externality*) fyrir fjármögnunarkosti annarra aðila og samfélagsins í heild. Stjórnvöld reyna síðan með reglum og eftirliti að draga úr slíkum úthrifum. Það er einmitt þetta einkenni á fjármálastarfsemi sem myndar ákveðna skörun í starfi stjórnvalda á þessum sviðum þegar þau leitast við að ná fram og viðhalda fjármálastöðugleika og peningastöðugleika.

Þegar bankakreppan skall á höfðu um 30 lönd lagt niður bankaeftirlit í seðlabanka og tekið upp sjálfstætt fjármálaeftirlit. Í yfir 100 löndum víðs vegar um heiminn var bankaeftirlit hins vegar áfram innan vébanda seðlabanka. Fjallað hafði verið um þessar breytingar

19. Seðlabanki Íslands (2012a).

20. Dæmi um fjármálakreppur fyrir bankakreppuna eru sparisjóðakreppan í Bandaríkjunum á níunda áratug 20. aldar, bankakreppur í Japan, Svíþjóð, Finnlandi og Noregi snemma á tíunda áratugnum og alþjóðlega internet-bólan í byrjun 21. aldarinnar. Fjármálakreppur í Mexíkó, Venesúela, Tælandi, Indónesíu, Ekvador, Rússlandi og Argentínu á undanförunum áratugum voru m.a. tengdar ósjálfbærum ríkisfjármálum.

og sumstaðar togast á um þær.²¹ Þannig sagði Birgir Ísleifur Gunnarsson (1997), seðlabankastjóri, á ársfundi bankans að það væri „eindregin skoðun Seðlabanka Íslands að bankaeftirliti sé best fyrir komið í bankanum.“ Þá var tekist á um það hvort færa ætti bankaeftirlit út úr Suður-Afríska seðlabankanum og setja það í sjálfstætt fjármálaeftirlit. Helstu rökin gegn því voru að á tímum velgengni væru fáir sem teldu fyrirkomulag fjármálaeftirlits skipta höfuðmáli. Hins vegar þegar á móti blési skipti það máli að hafa fyrirkomulag þar sem allar upplýsingar og þekking til ákvarðanatöku væru á einum stað.²² Sjónarmið um að halda bankaeftirliti innan seðlabankans urðu því ofan á og því er m.a. þakkað að landið þurfti ekki að fást við kreppu með upptök í eigin fjármálakerfi. Singer (2009) færir sömu rök fyrir því að alþjóðlega fjármálakreppan var auðveldari viðfangs fyrir Tékkland.

Í fjármálakreppunni komu í ljós mikilvægir gallar á þeirri hugmyndafræði og framkvæmd hagstjórnar og fjármálaeftirlits sem gekk út á að skilja að peningalegan og fjármáalegan stöðugleika. Eins og rakið hefur verið í skýrslu Seðlabanka Íslands (2011) var markmiðið um fjármálastöðugleika víðast hvar ekki bundið í lög eða sett fram á nægilega skýran hátt. Annar galli var að seðlabönkum var falið að fylgjast með fjármálastöðugleika án þess að fá til þess viðeigandi skilgreint hlutverk, umbod, ábyrgð og stjórnþæki. Á meðan var fjármálaeftirlitum falið eindarvarúðareftirlit (e. microprudential regulation) sem miðast við að viðhalda styrk og rekstraröryggi einstakra fjármálafyrirtækja og -markaða. Sú nálgun var talin nægja til þess að viðhalda fjármálastöðugleika. Þessi hugmyndafræði var jafnframt grundvöllur ákvörðunarinnar að aðskilja þessi verkefni og fela þau seðlabanka og fjármálaeftirliti. Mikilvæg ástæða þess að sú nálgun dugði ekki til að viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins í heild tengist því, sem síðar kom betur í ljós, að fjármálastöðugleiki er kerfislegt fyrirbæri sem byggir á þróun nýrrar áhættu, kerfisáhættu.

Megináhætta í bankastarfsemi felst í því að hratt getur gengið á eigið eða laust fé viðskiptabanka, en þeir afla fjármagns með skammtíma skuldbindingum en veita lán til langs tíma. Lausafjárþröng myndast við aðstæður innlánaflóttu eða ef framboð skammtímalána gufar upp. Við slíkar aðstæður neyðast bankar til að selja eignir, sem eru m.a. útistandandi lán, en þær eignir geta orðið illseljanlegar og virði þeirra fallið ef óróleiki ríkir á markaði. Til að fyrirbyggja slíkar aðstæður er lögð sérstök áhersla á að efla eiginfjár- og lausafjárvarnir banka.²³ Bankakerfi sem er vel fjármagnað er jafnframt ólíklegra til að hafa sveifluaukandi áhrif á hagkerfið ef áföll dýnja yfir. Ef óróleiki byrjar að grafa um sig er það hins vegar hlutverk seðlabanka að reyna að draga úr óróleika og veita þrautavarálan gegn tryggum veðum telji hann ástæðu til þess.

Það reyndist vera samsetningarvilla (e. fallacy of composition) að álíta að ef öll fjármálafyrirtæki hefðu nægan fjárhagslegan styrk, út frá tæknilegum mælikvörðum, m.a. um eiginfjár- og lausafjárstöðu, myndi það nægja til að viðhalda fjármálastöðugleika. Áhersla var á eindarvarúðarnálgun í fjármálaeftirliti þar sem hugtakið þjóðhagsvarúð

21. Sjá t.d. Llewellyn (2006), U.K. Parliament (2008) og Seðlabanki Íslands (2011).

22. Sjá t.d. Carmichael, Fleming og Llewellyn (2004).

23. Of miklar kröfur um eigið og laust fé banka geta hins vegar haft áhrif til að hefta lausafjárstöðu þeirra um of og skerða getu þeirra til að lána fé á ábyrgan og sjálfbæran hátt. Sjá t.d. Kohn (2013).

hafði á þeim tíma ekki verið útfært nægilega vel. Þá naut það ekki almennrar viðurkenningar fyrr en eftir bankakreppuna, með auknum skilningi á þeirri kerfisáhættu sem falin var m.a. í innbyrðis tengslum banka, eignabólum og skuldasöfnun. Á grundvelli eindarvarúðarnálgunar í fjármálaeftirliti komust margir bankar í vandræði þrátt fyrir að þeir uppfylltu skilyrði um eigið fé. Það má rekja til þess að bankar sem komust í vandræði voru með brunaútsölur sem lækkuðu ekki bara virði eigna þeirra heldur virði eigna annarra banka sem við það komust einnig í vandræði. Jafnframt var álitid að bankarnir og lánveitendur þeirra hefðu hag af því að takmarka eigin áhættu, þegar hvatar í kerfinu eins og bankabónusar voru beinlínis áhættuvaldandi. Stjórnendur banka höfðu beinlínis hag af því að auka útlán, sama hversu áhættusöm þau voru fyrir bankann. Þeir töldu jafnframt að ríkið myndi taka yfir skuldbindingarnar ef illa tækist til. Vegna þessara röngu hvata, sem kallaðir eru freistnivandi (e. moral hazard), var lánað miklu meira en góðu hófi gegnir.

Jafnvel þótt flestir viðskiptabankar hafi uppfyllt skilyrði um eigið fé, staðist álagspróf, og verðbólga haldist lítil og stöðug, urðu heilu fjármálakerfin ofpenslu og kreppu að bráð. Of mikil áhersla var á tæknilega mælikvarða einstakra banka en ónógri athygli beint að vaxandi ójafnvægi í fjármálakerfinu í heild. Þrátt fyrir ákveðna skörun í og tvíverknað við framkvæmd eftirlitsverkefna seðlabanka og fjármálaeftirlita var um leið skortur á miðlun tímanlegra upplýsinga á milli þeirra og ákvarðanatökan í heild reyndist of sein og ómarkviss. Þessir margþættu skipulagsgallar komu vel í ljós á Íslandi.

2.3 Sameinuð stöndum við, sundruð föllum við²⁴

Forn sannindi og ný eru að sameining krafta sé líklegri til árangurs en sundrun þeirra. Þau sannindi komu fram í núverandi skipulagi fjármálaeftirlits við hrun íslensku bankanna árið 2008. Á Íslandi hefur Sí heimild til að veita þrautavarlán gegn tryggum veðum. Í því felst að Sí er í raun óheimilt að veita slík lán án þess að hafa gengið úr skugga um að fyrirtækið uppfylli eiginfjárkröfur, sem er jafnframt forsenda þess að viðkomandi félag hafi gilt starfsleyfi FME. Um leið er Sí háð FME hvað slíkar upplýsingar varðar. Þrátt fyrir ákvæði í lögum um upplýsingaskipti á milli stofnana kom í ljós að Sí bjó ekki yfir nægilega góðum upplýsingum um eiginfjárstöðu bankanna til að meta veðhæfi eigna þeirra. Heildstæð syn Sí á raunverulega fjárhagsstöðu fyrirtækja á fjármálamarkaði er því að upplagi ófullnægjandi í þessu skipulagi.

Með því að fela sjálfstæðu fjármálaeftirliti að hafa eftirlit með rekstraröryggi viðskiptabanka en seðlabanki sinnir öðrum verkefnum í bankakerfinu er í framkvæmd einnig verið að stía í sundur eindarvarúðareftirlitinu, þar sem seðlabanki hefur eftirlit með lausafjárstöðu viðskiptabanka en fjármálaeftirlit fylgist með eiginfjárstöðu þeirra. Með því fyrirkomulagi er verið að rjúfa þau tengsl seðlabanka og eftirlits sem upphaflega voru sett á vegna hlutverks hans sem lánveitandi til þrautavara. Þannig er seðlabankanum gert erfiðara fyrir að meta veðhæfni eigna fjármálafyrirtækja og þar með hvort vandi þeirra í neyðartilvikum er lausafjávandi eða raunverulegur eiginfjávandi.

24. Tilvitnunin er í dæmisögu Esóps, en hann er talinn hafa verið uppi árin 620-564 f.Kr.

Dæmi um þennan alvarlega kerfisgalla er þegar stjórnendur Glitnis banka komu til Sí í septemberlok 2008 og báðu um neyðarlán. Af því sem kemur fram í kafla 20 um orsakir falls íslensku bankanna í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (2010) má draga þá ályktun, að það hafi verið við lestur gagna um m.a. stærstu skuldara Glitnis að mat Seðlabankans á fjárhagslegri stöðu Glitnis breyttist mikið. Þannig reyndust veð bankans sýnu lakari en upphaflega var ætlað. Vandinn var ekki bara snögghemlun í aðgengi bankans að lánsfé eða takmarkað hæfi hjá Glitni að mæta framtíðarskuldbindingum sínum heldur höfðu lán til stærstu hluthafa bankans og tenging stórra áhættuskuldbindinga rýrt eiginfjárstöðu hans. Undirliggjandi rekstraráhætta og áhættan í fjármálakerfinu í heild var því mun meiri en áður var talið. Einnig lá fyrir að afborganir Glitnis á næstu árum væru svo miklar að það yrði Seðlabankanum eða ríkissjóði líklega ofviða að taka þær yfir.²⁵

Ef Sí hefði haft fjármálaeftirlit innan sinna vébanda má velta fyrir sér hvort Seðlabankinn hefði þá haft meiri upplýsingar um fjárhagslega stöðu bankanna áður en Glitnir falaðist eftir neyðaraðstoð. Að sama skapi má velta fyrir sér hvort mat Seðlabankans á hundruðum milljarða króna í veðlánnum til viðskiptabankanna, svokölluðum ástarbréfum, hefði verið annað ef Sí hefði haft betri upplýsingar um stöðu eigna þeirra.²⁶ Í öllu falli er ljóst hve bagalegt það er fyrir Sí sem lánveitanda til þrautavara að hafa takmarkað aðgengi að upplýsingum um eiginfjárstöðu banka sem sækja um slíka fyrirgreiðslu hjá honum.

Sem lánveitandi til þrautavara þarf Sí að hafa góðar og tímanlegar upplýsingar um það hvort veð viðskiptabankanna eru trygg eða ekki. Seðlabankinn hefur einnig varan á við almenna lausafjárforgreiðslu ef grunur vaknar um að banki sé í raun og veru gjaldþrota. Einnig er mikilvægt að Sí viti hve mikil veð viðskiptabanki hefur til að nota til lausafjárforgreiðslu ef á reynir. Með núverandi aðskilnaði stofnananna og samskiptum byggðum á samstarfssamningi og samstarfi í fjármála-stöðugleikaráði er samt sem áður ekki tryggt að Sí hafi ætíð nýjustu slíkar upplýsingar eða viðeigandi þekkingu á takteinum ef óróleiki gýs upp.²⁷ Mikilvægi þess felst í því, eins og m.a. Carmichael, Fleming og Llewellyn (2004) benda á, að aðstæður breytast mjög hratt þegar áfall er í gangi sem gerir það kröfu um aðgengi seðlabanka að nýjustu upplýsingum. Einnig er líklegt að upplýsingar hinna aðskildu verkefnasviða varúðareftirlits og peningamála nýtist ekki jafn vel við greiningarvinnu í hinum sviðunum þegar verkefni eru í aðskildum stofnunum, sem getur haft mikil áhrif á árangur stefnumótunar þeirra allra.

Eins og að ofan greinir má færa rök fyrir því að skipulag fjármálaeftirlits, þ.e. aðskilnaður Sí og FME, hafði þau áhrif að Sí hafði ófullnægjandi mynd af fjárhagslegri stöðu bankanna og hefti með því viðbrögð við henni. Eins og víða alþjóðlega voru ákvarðanir Sí og FME hvorki nægilega tímanlegar né markvissar.²⁸ Eignabólur mynduð-

25. Ekki kom til neyðarláns til Glitnis með veði í lánasafni og hlutabréfum bankans þar sem hann féll í millitíðinni.

26. Mikil áhersla var sýnileg hjá seðlabönkum alþjóðlega að bjarga bönkum frá lausafjárþurrð og jafnvel falli. Þá lá fyrir að ECB mat veð íslensku bankanna hæf. Þótt Sí hafi veitt bönkunum fyrirgreiðslu var það aldrei gert að því marki sem reglur ECB heimiluðu.

27. Það að Sí skipar fulltrúa í stjórn FME er fjarri því að vera nóg til að samþætta eftirlitsstarfsemi stofnananna.

28. Sjá frétt Önnu Lilju Þórisdóttur og Kjartans Kjartanssonar (2012).

ust, skuldsetning fór úr böndunum og mesta bankakreppa og dýpsti samdráttur í marga áratugi urðu að veruleika. Vissulega voru helstu ástæður hruns bankanna ógætileg útlánastarfsemi, sérstaklega erlendis á grundvelli lítills gjaldmiðils, og ónóg áhættustjórn þeirra sjálfra. Þótt fleira hafi komið til er það samt staðreynd að með reglum, til-mælum og eftirliti fjármálaeftirlitsins og stýrivöxtum og lausafjáraðstoð seðlabanka gátu þessar opinberu stofnanir með samstarfi sínu ekki viðhaldið fjármála- og efnahagslegum stöðugleika.

2.4 Umbætur byggjast á þjóðhagsvarúð

Nýtt hugtak, *þjóðhagsvarúð* (e. macroprudential), hefur rutt sér til rúms og er nú lagt til grundvallar umbótum í skipulagi fjármálaeftirlits. Þjóðhagsvarúð má skilgreina almennt séð sem það markmið að viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins með því að halda kerfisáhættu í skefjum.²⁹ Með því hefur lykílahersla eftirlitsstarfseminnar verið færð frá styrk einstakra banka (þótt það sé áfram mikilvægt) og á starfsemi fjármálakerfisins í heild. Um leið er markviss áhersla sett á að viðhalda fjármálalegu jafnvægi og efla viðbragðsgetu fjármálakerfisins. Dæmi um það eru þegar komið er í veg fyrir myndun eignabólu, óhóflega skuldsetningu einkaaðila eða óhóflegar innbyrðis tengingar í fjármálakerfinu. Basel III-regluviðmiðin og CRD IV-tilskipun ESB miðast við hinar nýju áherslur. Meginniðurstaðan er að umbæturnar byggjast á breyttum skilningi á því hvernig best er að skipuleggja eftirlitsstarfsemina til að viðhalda fjármálastöðugleika.

Tilrú á þá hugmyndafræði sem ríkti fyrir kreppuna um skipulag eftirlitsstofnana, með áherslu m.a. á aðskilnað peningalegs og fjármálalegs stöðugleika, hefur víða gufað upp.³⁰ Þessi nýbreytni í fjármálaeftirliti, að fela sameinuðu fjármálaeftirliti eindarvarúðareftirlit og seðlabanka að fylgjast með fjármálastöðugleika að öðru leyti, fékk sérstaklega slæma dóma í löndum þar sem bankakreppan varð hvað dýpst.³¹ Þannig sagði David Cameron, forsætisráðherra Breta, að í því kerfi „hefði enginn fylgst með heildarmyndinni, enginn borið ábyrgð eða haft vald til að grípa inn í og enginn raunverulega stjórnað ferðinni.“³² Cameron endurspegladi það álit sem var að myndast í bresku stjórnkerfi að það hafi verið „sérkennileg ráðstöfun að sú stofnun sem færi með peningastefnuna væri aðskilin frá eftirliti með bankakerfinu.“³³ Eins og skýrsla U.K. House of Lords (2010) leiðir í ljós, lutu rökin fyrir því að sameina verkefni aftur í einni og sömu stofnun, seðlabanka, að samræmingu upplýsingagjafar, rannsókna, greiningar, mats, stefnumótunar og ákvarðanatöku á grundvelli ólíkra en tengdra stýrætækja til að bæta árangur eftirlitsstarfsins í heild.

Nefnt hefur verið að sum ríki, eins og Noregur og Svíþjóð, hafi farið sér hægt í skipulagsbreytingum á sviði fjármálaeftirlits. Á móti má benda á að ekki reyndi eins mikið á eftirlitskerfi þeirra í bankakreppunni. Í því sambandi hefur Andrew Haldane, aðalhogfræðingur Eng-

29. Sjá t.d. Constâncio (2014).

30. Sjá t.d. Canuto og Cavallari (2013) og Whelan (2012).

31. Sjá t.d. Tett (2014), U.K. House of Commons (2012) og U.K. House of Lords (2010).

32. Sjá frétt Trenor og Elliott (2010).

33. Sjá Brereton og Roth (2009).

landsbanka, bent á að þrátt fyrir að ríkisstjórnir Noregs og Svíþjóðar hafi ekki gengið eins langt hvað hlutverk seðlabanka þeirra varðar í þjóðhagsvarúð við breytingar á stofnanaskipulagi fjármálaeftirlits eigi að hans mati engu síður að fela seðlabönkum að fara með þessi tvö valdsvið, rétt eins og gert hefur verið í Bretlandi.³⁴

Endurskoðun á fyrirkomulagi fjármálaeftirlits í Þýskalandi undanfarin ár leiddi til þess að ríkisstjórnin ákvað að halda í núverandi eftirlitsskipulag, allavega að hluta. Það var gert, m.a., til að skilja að vinnu þýska seðlabankans (þ. Bundesbank, Buba) við mótun sameiginlegrar peningastefnu á vettvangi evrópska seðlabankans (ECB) annars vegar, og framkvæmd fjármálaeftirlits hins vegar. Þannig er fjármálaeftirlitið, Bafin, áfram til staðar og ber ábyrgð á reglusetningu og eftirliti með fjármálafyrirtækjum, sjóðum og mörkuðum að því undanskildu að Buba sér um eftirlit með lausafjár- og útlánastarfsemi. Whelan (2012) telur að þessi ríka áhersla á eldveggi á milli vinnunnar við peningastefnu og framkvæmd bankaeftirlits sé á misskilningi byggð og að mun fleiri rök mæli með sameiningu verkefnanna á vettvangi seðlabanka auk þess sem fyrirkomulagið þar í landi sé úr takti við þróunina í Evrópusambandinu (ESB). Þá þykir það almennt ekki skynsamlegt að aðskilja reglugerðarvald og eftirlit, þar sem sú þekking sem myndast í eftirliti er forsenda úrbóta í lögum og reglum.

Bandarískt fjármálakerfi er mjög stórt og að mörgu leyti enn fylkjaskipt og eftirlitakerfið endurspeglar það. Árið 2010 voru ný lög (e. Dodd-Frank Act) sett um bankakerfið þar í landi.³⁵ Stofnuð var Stýrnfnd um fjármálastöðugleika (e. Financial Stability Oversight Committee, FSOC) með aðkomu Seðlabanka Bandaríkjanna (e. Federal Reserve System) og annarra eftirlitsaðila. Fjármálaráðherra var falið að veita FSOC formennsku, sem er skiljanlegt í ljósi hinna miklu fjármuna sem ríkissjóður Bandaríkjanna hefur lagt fram til að bjarga bankakerfinu undanfarin ár. Þá mynda margir stórir bankar enn kerfisáhættu þar í landi en eitt meginmarkmið nýju laganna er að brjóta upp stærstu bankana og er álitnið að það verkefni muni taka mörg ár. Þvinginn af verkefninu að stuðla að fjármálastöðugleika í landinu hefur fallið Seðlabankanum í skaut, en mikilvægi þess jókst eftir tilkomu óhefðbundinnar peningastefnu. Nýverið var sett á fót fjármálastöðugleikanevnd (e. Financial Stability Committee) innan bankans til að styðja betur við það verkefni að varðveita fjármálastöðugleika.

Innan ESB hefur ECB fengið lykilhlutverk að leysa úr fjármálakreppunni, sérstaklega á evrusvæðinu. Seðlabankastjóra ECB var falið að fara með formennsku í Kerfisáhætturáði ESB og bankanum fengið bankaeftirlit með áherslu á 120 stærstu banka evrusvæðisins.

Pau lönd í ESB sem urðu fyrir hvað mestum skakkaföllum eftir að bankakreppan braust út, Belgía, Holland, Írland og Bretland, hafa fært seðlabönkum sínum nýtt umboð á sviði þjóðhagsvarúðar. Annaðhvort hefur það verið gert með því að leggja niður sjálfstætt fjármálaeftirlit og færa varúðareftirlitsstarfsemina í heild inn í seðlabankann með það að markmiði að laga ofangreinda kerfisgalla, eins og í Bretlandi, eða þar sem bankaftirlit var þegar til staðar innan seðlabankans, eins og

34. Sjá frétt Carlyle (2013) um málið.

35. Sjá t.d. skýslu Seðlabanka Íslands (2011).

á Írlandi. Ákvörðunin byggist á umfangsmikilli endurskoðun á fyrirkomulagi, framkvæmd og samspili þessara verkefna í kjölfar bankakreppunnar.

Í Nýja-Sjálandi myndaðist mikil fasteignabóla og kerfisáhætta varð mikil. Þrátt fyrir það varð skaðinn af kreppunni minni þar en víða annars staðar. Því er að hluta til þakkað að eignarhald á bönkum þar í landi er erlent.³⁶ Til að auka skilvirkni fjármálaeftirlits hefur Seðlabanka Nýja-Sjálands engu að síður nýlega verið falið að sjá um þjóðhagsvarúð í landinu, en kerfinu þar svipar til þess sem nú er til staðar á Írlandi.

Þótt vel hafi tekist til við að greina það sem úrskaiðis fór í fjármálakreppunni hafa markmið fjármálastöðugleikastefnu, eins og Tucker (2016) bendir á, verið nokkuð óljós. Þannig hafa sum ríki lagt áherslu á að auka viðbragðsgetu fjármálakerfisins, sem getur dregið úr kostnaðinum og líkum á hruni þess, en önnur ríki hafa einbeitt sér að því að draga úr útlánasveiflum, sem leiða til ofurskuldsetningar og óhagkvæmrar ráðstöfunar fjármuna. Sviðið er þó tekið að skýrast með auknum rannsóknum og bættri þekkingu. Þar ber hæst hvernig peningastefna og fjármálastöðugleikastefna tengjast og hvernig það skapar grundvöll til að bæta árangur beggja. Um leið og markmiðin verða skiljanlegri verður árangurinn við að ná þeim auðsærri. Þessi at-riði eru mikilvæg fyrir umræðuna um það hvaða skipulag hentar best til að hámarka árangurinn, en fjallað er nánar um það hér á eftir.

3. Um samvirkni peningalegs og fjármálalegs stöðugleika

Þær breytingar sem víða hafa verið innleiddar til að styrkja fjármálaeftirlit eftir bankakreppuna fela í sér almenna viðurkenningu á því að peningalegur og fjármálalegur stöðugleiki eru hluti af sömu almanna-gæðunum og að þau verði ekki aðskilin svo að vel fari.³⁷ Miðað er við tvö markmið í þessu sambandi, annars vegar litla og stöðuga verðbólgu og hins vegar fjármálastöðugleika sem stuðlar að stöðugri þróun landsframleiðslunnar. Í grunninn er talið best að setja þjóðhagsvarúðarstefnu það markmið að takmarka uppsprettur kerfisáhættu en peningastefnu er beint að því að hemja eftirspurn til að viðhalda verðstöðugleika. Eitt eða fleiri stýritæki þarf til að ná hvoru markmiði fyrir sig.³⁸

Schoenmaker (2014) telur að þjóðhagsvarúðareftirlit, sem miðast við að halda kerfisáhættu í skefjum, sé týndi hlekkurinn í umgjörð peninga- og fjármálastöðugleikastefnu. Kerfisáhætta myndast oft af þeim eiginleika fjármálastarfsemi að vera sveifluaukandi, ekki síst vegna þess að eignaverðshækkun eykur virði þeirra veða sem lánsákvarðanir grundvallast á.

Skuldaskveiflur hafa reynst dýrkeyptar en fáar hagfræðikenningar eru til um tilurð þeirra. Þó eru ákveðin tengsl á milli þróunar tekna og skulda sem dregur fram hið mikilvæga samspil í þróun hagkerfisins og fjármálakerfisins. Batra (2015) hefur sett fram þjóðhagslíkan þar sem langvarandi og mikið ójafnvægi í skiptingu þáttatekna fyrirtækja og vinnandi fólks getur haft áhrif til að stuðla að skuldasköfnun heimila og

36. Sjá t.d. Tripe (2009).

37. Sjá t.d. Caruana (2014).

38. Sjá t.d. Armstrong, Caselli, Chadha og den Haan (2014).

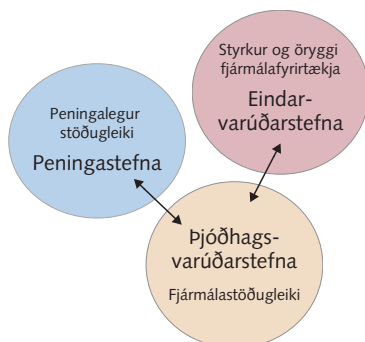
hins opinbera sem grefur undan stöðugleika fjármála- og efnahagslífsins. Með því að taka upp sérstakt viðmið um jafnvægi í þróun launa og framleiðni, eða í launa-framleiðnibílinu (e. wage-productivity gap), telur hann að hægt verði að draga úr slíkum sveiflum. Í öllu falli má vera ljóst að vinna við að móta og framfylgja þjóðhagsvarúðarstefnu, rétt eins og peningastefnu, þarf að miðast við framvinduna í efnahagslífinu og fjármálakerfinu. Reynolds undanfarinna ára hefur sýnt að það að koma í veg fyrir ójafnvægi í fjármálakerfinu er mun skárri kostur en að fást við afleiðingarnar af því. Almennt er meginverkefni þjóðhagsvarúðarstefnu nú skilgreint sem það að hemja fjármálasveiflur eða ójafnvægi í fjármálakerfinu sem ógnað geta fjármálastöðugleika en meginverkefni peningastefnu er að draga úr hagsveiflum til að viðhalda peningalegum stöðugleika. Þar sem sveiflur í fjármálakerfinu hafa áhrif á hagsveiflur og öfugt, getur það aukið velferð að samræma þessarar stefnur. Það er þó vandasamt verk þar sem þjóðhagsvarúðar- og peningastefnur eru með ólíkar áherslur og stýritæki. Vel þekkt er að stýrivextir hafa viðtæk áhrif í hagkerfinu. Til samanburðar hafa stýritæki þjóðhagsvarúðarstefnu áhrif á afmarkaða geira fjármálakerfisins. Á endanum koma áhrif stýrivaxta fram í fjármálakerfinu og áhrif stýritækja þjóðhagsvarúðarstefnunnar í hagkerfinu.

Stýritæki peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu eru einnig með ólíka virkni og ýmist samverkandi (e. complement) eða staðkvæm (e. substitute). Jafnframt er meiri óvissa um áhrif stýritækja þjóðhagsvarúðar á þá fjármálastarfsemi sem henni er beint að, þótt það sé smám saman að breytast.³⁹ Talið er að hægt sé að beita þjóðhagsvarúðarstefnunni til að bæta miðlun peningastefnunnar til raunhagkerfisins. Hagvöxtur víða erlendis hefur verið undir væntingum og markmiðið er að stýrivextir örvi eftirspurn í efnahagslífinu en þjóðhagsvarúðarstefnan heldur kerfisáhættu í skefjum. Til samanburðar er peningastefnan hér á landi með þéttara taumhald í tengslum við vaxandi innlenda eftirspurn og mikið laust fé í fjármálakerfinu. Í auknum mæli má nýta vel miðaða þjóðhagsvarúðarstefnu hér á landi til draga úr fjármálalegu ójafnvægi en það gæti skapað svigrúm fyrir lækkun jafnvægisraunvaxta.

Aukin samræming stefnanna þarf að eiga sér stað með nánara samráði stefnufundanna en nú er raunin. Sú staða gerir ríkari kröfu til að stefnuundirbúningur sé framkvæmdur með bestu fáanlegu upplýsingum og þekkingu á þeirri efnahags- og fjármálastarfsemi sem tækjunum er ætlað að hafa áhrif á. Aðeins með því er hægt að tryggja sem vandaðast mat á kerfislegum áhrifum þessara stjórnækja á fjármála- og efnahagsstarfsemi í heild. Eins og fjallað er nánar um hér á eftir benda rannsóknir til að stýritæki peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu hafi á endanum áhrif eftir svipuðum ef ekki sömu miðlunarfarvegum og á sömu starfsemi, þótt það gerist á ólíkan hátt. Ekki er síður mikilvægt að þjóðhagsvarúðartæki skarast við stýritæki eindarvarúðar.

Mynd 1 sýnir flæði áhrifa stýritækja einnar stefnu á markmið annarrar stefnu. Annars vegar hafa stýritæki eindarvarúðar- og þjóðhagsvarúðarstefnu áhrif á markmið hvor annarrar og hins vegar hafa

Mynd 1
Flæði stefnuáhrifa



Heimild: Þorsteinn Þorgeirsson.

39. Þannig bendir nýleg reynsla til að þjóðhagsvarúðartæki Seðlabanka Nýja-Sjálands, eins og breytilegt hámark á veðsetningarhlutfall, hafi tilætluð áhrif að stemma stígu við fasteignabólu. Sjá t.d. Van Onselen (2014).

stýritæki þjóðhagsvarúðar- og peningastefnu áhrif á markmið hvor annarrar. Þessi virka tenging á milli stefnanna skapar ríka þörf til að samþætta og samræma mótun þeirra og beitingu stýritækjanna. Getan til þess er hins vegar háð skipulagi eftirlitsstarfseminnar og reynslan bendir til að skipulagið geti haft mikil áhrif á árangur varúðareftirlits í heild en einnig fyrir árangur peningastefnunnar.

3.1 Um stýritæki peningastefnu og áhrif þeirra

Hefðbundin stýritæki peningastefnu eru stýrivextir en einnig bindiskylda og inngrip á gjaldeyrismarkaði. Undanfarin ár hafa eignakaup og framvirk leiðbeining einnig víða verið notuð. Notkun stýritækja peningastefnu miðast við að hafa áhrif á eftirspurn í hagkerfinu en rannsóknir sýna að verðbólguþróun mótast af framleiðsluspennu eða –slaka.⁴⁰

Fyrir bankakreppuna komu fram sjónarmið um að viðeigandi væri að nota peningastefnu til að slá á eignabólu. Hins vegar var bent á að óvissa væri um áhrif peningastefnunnar til að draga úr eignabólu og að slík beiting gæti haft óæskileg áhrif á aðra þætti efnahagslífsins. Eftir bankakreppuna hefur sjónum í auknum mæli verið beint að því að nýta þjóðhagsvarúðarstefnu til þess að draga úr myndun eignabólu. Þannig er niðurstaða skýrslu IMF (2013) að þjóðhagsvarúðarstefna sé betur til þess fallin en peningastefna að bregðast við ójafnvægi með uppruna í fjármálakerfinu. Canuto og Cavallari (2013) benda jafnframt á að þjóðhagsvarúðartæki séu betur til þess fallin að fyrirbyggja eignabólu, sérstaklega ef hún er lánsdrifin. Stýrivextir peningastefnunnar eru einnig álitnir hafa of viðtæk áhrif til að draga úr kerfisáhættu sem á rót að rekja til eignaverðs- eða útlánasveiflu í einstökum geirum. Ef stýrivöxtum er beint að kerfisáhættu í einum geira er það líklegt til að hafa áhrif á útgjöld og lántökur í öðrum geirum sem mynda ekki slíka áhættu. Því er ekki talið skynsamlegt að nota stýrivexti til að jafna út slíkar sveiflur.

Svensson (2012) telur óráð að fela peningastefnunefnd markmið um fjármálastöðugleika en að skynsamlegt sé að fela seðlabankanum sjálfum markmið um fjármálastöðugleika, en þá aðeins ef því fylgir stjórn á eftirliti og stjórnstækjum sem telja má skilvirk í verkefninu að viðhalda fjármálastöðugleika.

3.2 Um stýritæki þjóðhagsvarúðar og áhrif þeirra

Stýritæki þjóðhagsvarúðar eru í örri þróun en þeim er gjarnan beint að meginþáttum fjármálasveiflunnar eins og bólu í fasteignaverði eða útlánum og ójafnvægi í efnahagsreikningum. Í skýrslu IMF (2014) er fjallað um fjóra flokka af stýritækjum sem i) eru með breiða verkun, ii) er beint að heimilum, iii) miðast við fyrirtæki og iv) stýra lausu fé fjármála-fyrirtækja.

Þjóðhagsvarúðartæki sem nýta má á Íslandi eru t.d. sveiflujöfnunarauki, bankafjármagn, lánstakmörk, kaupgeta og kaupstöð. Í Basel III-viðmiðunum er ætlast til að ríki leggi sveiflujöfnunarauka á banka með áherslu á að byggja eigið fé þeirra upp yfir tíma sem nota má til útlána í niðursveiflu. Þá má setja skýr takmörk í kaupgetuprófi á

40. Í grein Þorsteins Þorgeirssonar (2017) er bent á að launa-framleiðnibilið getur haft áhrif á verðhegðun fyrirtækja og þróun verðbólgunnar.

gjaldfærni lántakenda. Ef eignaverðsbóla er að myndast á íbúðamarkaði eða skuldahlutfall heimila hækkar má draga úr því með lækkun á hámarks veðsetningarhlutfalli en það gerir kröfu um meiri sparnað íbúðakaupenda sem er líklegt til að draga, allavega tímabundið, úr eftirspurn eftir húsnæði. Hægt er að setja hámark á tekjuhlutfall láns en það takmarkar lánsupphæðina við ákveðið margfeldi af tekjum. Ríkisstjórnin getur einnig sett takmörk í kerfi kaupaðstoðar, eins og styrki tengda vaxtagreiðslum við kaup á fyrstu íbúð, hvenær sem hætta er á ósjálfbærri þróun sem raskað geti stöðugleika.

Rannsóknir eru hafnar á áhrifum slíkra stýritækja en meiri óvissa ríkir um virkni þeirra en t.d. stýrivaxta. Áframhaldandi rannsóknir og reynsla munu smám saman draga úr þeirri óvissu. Þó er líklegt vegna þróunar fjármálaafurða og –markaða að það verði erfitt að útbúa samþæfilega gegnsæja og skilvirka umgjörð fyrir þjóðhagsvarúðarstefnu og til staðar er fyrir peningastefnuna, en þar er unnið á grundvelli reglu með stýritækjum sem hafa þekkta svörun við að draga úr þjóðhagslegu ójafnvægi.

Stýritækjum þjóðhagsvarúðar er ætlað að draga úr kerfisáhættu án þess að gera upp á milli íbúa eða gjaldmiðla heimaríkis eða erlends ríkis.⁴¹ Talið er best að nýta slík tæki ásamt t.d. peningastefnu, fjármálastefnu hins opinbera og samkeppnisstefnu til að viðhalda fjármála-, peninga- og þjóðhagsstöðugleika heima fyrir. Stýritæki sem beinast að fjármagnsflæði eða viðskiptum á gjaldeyrismarkaði flokkast einnig sem þjóðhagsvarúðartæki nema ef þau gera upp á milli íbúa, gjaldmiðla, geira eða fjármálagerninga heimaríkis og erlends ríkis, en þá flokkast þau sem stýritæki á sviði fjármagnsflæðis (e. capital flow management). Ef þjóðhagsvarúðartæki nægja ekki til að ná markmiðum sínum heima fyrir er álitnið viðeigandi að beita stýritækjum á sviði fjármagnsflæðis. Þannig er í auknum mæli álitnið að slík stýritæki, jafnvel víðtæk fjármagnshöft, séu réttlætunleg á meðan unnið er að því að vinda ofan af miklu ójafnvægi í skuldbindingum yfir landamæri, eins og gerðist hér á landi eftir hrun íslensku bankanna.

3.3 Um tengsl peningalegs og fjármáalegs stöðugleika

Hefð er í hagfræði fyrir því að tengja verðstöðugleika við þjóðhagslegan stöðugleika. Það samband var t.d. formgert með reglu Taylor (1993) um það hvernig seðlabanki breytir vaxtastigi í tengslum við þróun verðbólgu og hagvaxtar. Taylor-reglan hefur einnig verið notuð til að greina það vægi sem peningastefnunefnd leggur annars vegar á verðstöðugleika og hins vegar á þjóðhagslegan stöðugleika í vaxta-ákvörðunum sínum.⁴² Peningastefnan hefur þróast í þessu tvíþætta samhengi en tæki peningastefnunnar, vextir, nægja hins vegar ekki til að tryggja að bæði verð- og þjóðhagslegur stöðugleiki náist. Eins og kenning Tinbergen (1952) sýndi þarf að minnsta kosti eitt stýritæki fyrir hvert markmið efnahagsstefnunnar. Því koma tæki þjóðhagsvarúðar, sem miðast við að ná fram markmiði um fjármálastöðugleika, til með að auka getuna til að ná einnig þjóðhagslegum stöðugleika vegna tengingar ferlis fjármálahröðunar við hagsveifluna. Saman eiga tæki

41. Sjá t.d. Claessens (2016).

42. Sjá t.d. Asso, Kahn og Leeson (2010).

peningalegs og fjármálalegs stöðugleika betur með að ná fram þjóðhagslegum stöðugleika en hvor stefnan út af fyrir sig.

Framan af var reglusetning fyrir fjármálakerfið fjarlæg hugmyndum um efnahagsstjórn. Möguleg undantekning var í smáum, opnum hagkerfum með virka fjármálamarkaði eins og í Hong Kong og Singapore, þar sem alþjóðlegt fjármagnsstreymi var mikilvægt en um leið gat það skapað veikleika í forni gengisbreytinga. Sú staða tengdi fjármála-reglur og efnahagsstjórn í hugum stjórnvalda viðkomandi landa.⁴³ Það var því nokkuð viðtekin skoðun fyrir fjármálakreppuna að ekki væri til staðar „almenn málamiðlun (e. trade-off) á milli peningalegs og fjármálalegs stöðugleika.“⁴⁴ Sú skoðun leiddi af sér þá hugmynd að framkvæmd peningastefnu og reglusetning og eftirlit með bönkum og fjármálamörkuðum í einni og sömu stofnun gæti skapað stefnutogstreitu.⁴⁵

Eftir bankakreppuna hafa þessi viðhorf breyst og nú er ein helsta ástæða þess að margir telja að peningastefna og þjóðhagsvarúðarstefna eigi vel heima í seðlabanka að þessar stefnur geta verið bæði samverkandi og staðkvæmar. Vel þekkt er að ákveðið samband er á milli raunhagkerfisins og fjármálageirans, með tengingum efnahagsreikninga heimila, fyrirtækja og banka.⁴⁶ Margar rannsóknir á áhrifum hinnar nýju stefnu benda til að hún hafi rík tengsl við peningastefnuna og að breyting hennar samhliða peningastefnunni sé líkleg til að bæta árangur beggja. Þannig bendir rannsókn Harmata, Purwanto, Rachmanto og Oktiyanto (2013) til, á grundvelli DSGE-líkans fyrir lítið, opið hagkerfi, að blanda peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu sé líklegri til að halda landsframleiðslu stöðugri um leið og verðbólgu er haldið í skefjum.

Mörkin á milli þessara stefna eru þó ekki alltaf skýr. Stýritæki þjóðhagsvarúðarstefnu eru ekki nægilega skilvirk til að hafa markviss áhrif á efnahagssveiflur en þar er peningastefnan á heimavelli. Það sem þjóðhagsvarúð hefur fram að færa er að hún gerir kleift að beina spjótum að fjármálasveiflunni og ákveðnum geirum sem mynda kerfisáhættu. Mikilvægur ávinningur af þjóðhagsvarúðarstefnu er að hún getur haft áhrif til að draga úr takmarkandi áhrifum fjármálaáhættu á framkvæmd peningastefnunnar. Til dæmis, með því að þjóðhagsvarúðarstefna stuðli að auknum fjármagns- og lausafjávörnum í góðæri, þarf peningastefnufndin ekki að hafa eins miklar áhyggjur af áhrifum peningastefnunnar á fjármálastöðugleika.

Ójafnvægi getur einnig borist utan frá. Þannig benda Miyajima, Mohanty og Yetman (2014) á að við aðstæður frjáls fjármagnsflæðis hefur erlent stýrivaxtastig áhrif á gengi gjaldmiðils heimalands sem dregur úr sjálfstæði peningastefnunnar. Að auki getur það haft áhrif á langtímavexti og sveiflumögnun í fjármálakerfinu og þar með framvinduna í raunhagkerfinu. Sú staða getur því krafist viðbragða í þjóðhagsvarúðarstefnu, en áhrif óhefðbundinnar peningastefnu Bandaríkja-anna undanfarin ár á peningastefnu og fjármálastöðugleika í mörgum nýmarkaðsríkjum er dæmi um slíkt.

43. Sjá t.d. Underhill og Zhang (2009).

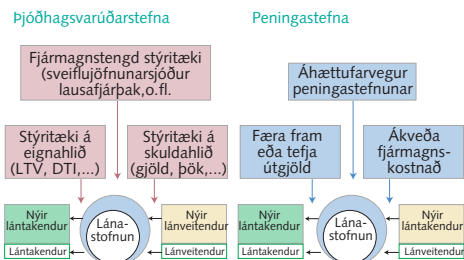
44. Sjá t.d. Issing (2003).

45. Sjá t.d. Barnea, Landskroner og Sokoler (2011).

46. Sjá t.d. Brunnermeier og Sannikov (2010).

Mynd 2

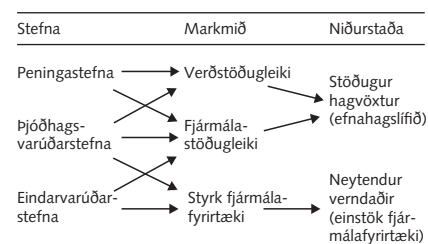
Samanburður á þjóðhagsvarúðarstefnu og peningastefnu



Heimild: Shin (2015).

Mynd 3

Stefnumgjörð fyrir peninga- og fjármálakerfið



Heimild: Schoenmaker (2013).

Eins og bent hefur verið á höfðu stýritæki peningastefnunnar, sérstaklega stýrivextir, sem beitt var til að ná verðbólguþröngun, hliðarverkun sem gekk gegn markmiðum um fjármálastöðugleika. Með áhrifum á vexti og fjármálaáðstæður til að ná fram kjarna- og hliðar-markmiðum getur peningastefnan aðeins haft takmörkuð áhrif á fjármálasveifluna. Annars vegar geta mjög lágir vextir aukið kerfisáhættu með því að hvetja til sóknar í ávöxtun, viðskipti með vaxtamun og tímamisræmi, hækkunar eignaverðs og aukinnar skuldsetningar. Hins vegar geta mjög háir vextir leitt í ljós hættur fyrir fjármálastöðugleika, en þeim getur t.d. fylgt eignatap á suma eignaflokka og niðurhallandi tímaróf vaxta sem dregur úr hagnaði banka.

Eins og sjá má í mynd 2 hafa báðar þessar stefnur áhrif á lánaeftirspurn með því að hliðra til sparnaði yfir tíma, annaðhvort með því að fresta útgjöldum, þ.e. með því að hvetja neytendur og fyrirtæki til að draga úr lántökum, eða með því að flyta þeim, þ.e. með því að hvetja til meiri lántöku. Báðar stefnur hafa áhrif á lánsframboð með því að hafa áhrif á lántökur fjármálafyrirtækja og þær hafa einnig áhrif á fjármagnskostnað. Mynd 3 dregur fram miðlunarleiðir og áhrif þessara tveggja stefna á lánaeftirspurn og -framboð.

Hins vegar eru tvö atriði sem eru ólík. Í fyrsta lagi er hægt að beita sumum tækjum þjóðhagsvarúðarstefnu beint að ákveðnum geirum eða gerningum, en peningastefna hefur áhrif á töku fjármála-áhættu á breiðari grunni, bæði á heimamarkaði og yfir landamæri, og er erfiðari að komast hjá. Síðara atriðið sem ólíkt er með þessum stefnum er að peningastefna eins lands er takmörkuð af áðstæðum á alþjóðamörkuðum, aðallega vegna gjaldmiðilsins.

Þjóðhagsvarúðarstefnan miðast við að hafa áhrif á fjármálasveifluna og styrkja fjármálastöðugleika. Stýritæki þjóðhagsvarúðarstefnu eins og eiginfjár-, lausafjár- eða veðsetningarhlutföll geta haft hliðarverkun á markmið peningastefnunnar með því að hækka kostnað við fjármálaþjónustu og það haft áhrif til að takmarka framboð útlána.

Rammagrein 1

Áhrif þjóðhagsvarúðarstefnu á vaxtastigið

Líkan Bernanke og Blinder (1988) af útlánahegðun banka veitir einfalda umgjörð til að greina áhrif peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu á vaxta- og framleiðslustig í hagkerfinu. Miðað er við markaðsvexti skuldabréfa sem tengjast eignasamsetningu banka. Ef bankar meta það sem svo að áhætta útlána hafi minnkað selja þeir skuldabréf til að skapa svigrúm fyrir aukin útlán miðað við óbreytt hlutfall bindisskyldra sjóða og ákveðna þjóðhagsvarúðarstefnu. Við sölu skuldabréfa lækkar verð þeirra og vextir hækka. Að sama skapi lækka vextir ef bankar kaupa skuldabréf. Miðað við gefna peningastefnu, geta aðgerðir á sviði þjóðhagsvarúðarstefnu dregið úr vilja banka að lána og með því lækkað vexti.

Í mynd A er jafnvægi á markaði þar sem tvær kúrfur skerast í punkti 1 með raungildi vaxta i_0 og framleiðslu Y_0 . LM kúrfan sýnir öll gildi af i og Y þar sem framboð og eftirspurn eftir peningum er mögulega í jafnvægi. Peningastefnan veitir ákveðið aðhaldsstig miðað við að peningamagn (eða stýrivaxtastig í samræmi við það) og þjóðhagsvarúðarstefna eru gefin. Þegar aðhald peningastefnunnar er aukið, færast LM línan til vinstri, til LM^1 , og þá fæst nýtt markaðsjafnvægi í skurðpunkti 2 með hærri vexti i^1 en lægra framleiðslustig Y^1 . CC kúrfan sýnir öll gildi af i og Y þar sem framboð og eftirspurn eftir bankalánum eru mögulega í jafnvægi. Það sem getur haft áhrif á framboð banka á útlánum er annars vegar áhættumat þeirra eða

breytingar í þjóðhagsvarúðarstefnu. Með auknu aðhaldi í fjármálum er dregið úr lánaframboði, og við það færast CC kúrfan inn á við og í skurðpunkti 3 fást lægri vextir i^* og framleiðslustig Y' . Líklega má yfirfæra sömu rök um áhrif aðgerða á sviði þjóðhagsvarúðarstefnu á jafnvægisraunvexti, sem skapar þá grundvöll fyrir peningastefnu að taka tillit til aðgerða þjóðhagsvarúðarstefnu.¹

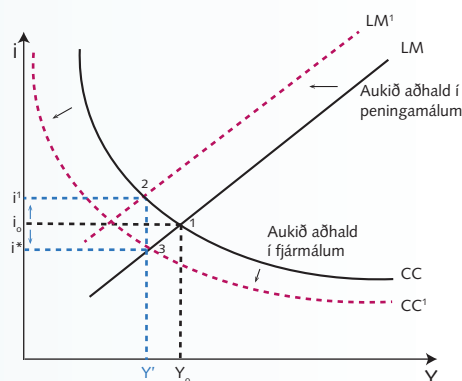
Draga má eftirfarandi lærdóma:

1. Vextir eru ekki einungis ákvarðaðir af peningastefnu seðlabanka heldur einnig af framboði útlána m.a. vegna ákvarðana í þjóðhagsvarúðarstefnu.
2. Aðhaldssamri þjóðhagsvarúðarstefnu fylgir lægra vaxtastig en sambærilega aðhaldssamri peningastefnu.
3. Skynsamlegt er að samræma stefnurnar til að hámarka árangurinn. Til dæmis er mögulega betra að draga úr innflæði fjármagns með því að beita þjóðhagsvarúðarstefnu en peningastefnu ef uppspretta lánaeftirspurnar er þekkt og viðeigandi þjóðhagsvarúðarstýritæki eru til staðar.

1. Rannsókn Ásgeirs Danielssonar et al. (2016) veitir frekari upplýsingar um mat á jafnvægisraunvöxtum á Íslandi.

Mynd A

Áhrif peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu á vaxtastig



Heimildir: Turner (2016) og Þorsteinn Þorgeirsson.

Sem slík getur þjóðhagsvarúðarstefnan einnig haft áhrif á viðleitni til að ná fram verðbólgu- og efnahagsstöðugleika.

Í rammagrein 1 má sjá einfalt líkan sem dregur fram hvernig þessar tvær stefnur geta haft svipuð áhrif á framleiðslustigið en með ólíkum áhrifum á vaxtastigið.

Mynd 4 dregur fram að upplýsingar og ákvarðanir á einu sviði hafa áhrif á markmið hins sviðsins. Eins og kemur fram í rammagrein 1 getur þjóðhagsvarúðarstefna haft bein áhrif á markaðsvexti og að peningastefna getur haft samsvarandi bein áhrif á áhættu fyrir efnahag banka. Aðalatriðið er að árangur beggja þessara stefna er háður innbyrðis tengingum og umfangi samræmingar við framkvæmd þeirra. Það er ekki síst vegna þess, eins og Whelan (2012) bendir á, að bankakerfið veitir upplýsingar sem eru mikilvægar fyrir bæði peningastefnuna og þjóðhagsvarúðarstefnuna, en þær upplýsingar verða aðallega til við eindahvarúðareftirlit með bönkum. Taka þarf fullt tillit til slíkra atriða við endurskoðun á skipulagi fjármálaeftirlits.

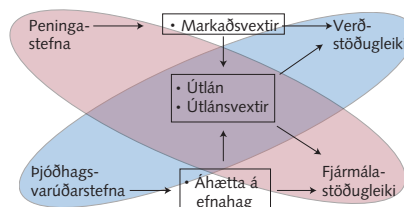
3.4 Um samræmingu stefnanna

Samræming peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu í umgjörð reglufestu er talin fela í sér þrenns konar meginávinning. Í fyrsta lagi eru líkur taldar aukast á að markmiðum beggja stefna verði náð. Í öðru lagi er talið að auðveldara verði að ná fram hliðarmarkmiði um þjóðhagslegan stöðugleika. Í þriðja lagi er talið að hægt verði að draga merkjanlega úr breytileika stýritækja beggja stefna. Í greinargerð bankaftirlitsstofnunar ESB, EBA (2014), er einnig lagt til að stefnumótun á sviðum eindah- og þjóðhagsvarúðar verði samræmd til að fyrirbyggja að brugðist sé við sömu áhættu með tveimur stýritækjum eða á ósamkvæman hátt. Samræmingu er því ætlað að bæta stefnumótun tengdra sviða sem helgast af skörun í áhrifum stýritækja sviðanna.

Í skýrslu IMF (2013) er bent á þá staðreynd að verðstöðugleiki er engin trygging fyrir því að þjóðhagslegur stöðugleiki náist. Til að auka

Mynd 4

Innbyrðis tengsl peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnu



Heimild: Spencer (2014).

líkur á því þarf aðkomu þjóðhagsvarúðarstefnu með markmið um fjármálastöðugleika. Grunnhugsunin er að tæki einnar stefnu geti stutt við markmið hinnar stefnunnar. Af því leiðir að skynsamlegt er að leitast við að stilla saman strengi þessara tveggja stefna og að það er best að gera á vettvangi seðlabanka. Þótt þessar hugmyndir séu í mótun, má mögulega túlka það sem svo að hin nýja stefnumgjörð gefi sér sameiginlegt hliðarmarkmið um að lágmarka þjóðhagslegar sveiflur, að því gefnu að það stríði ekki á móti meginmarkmiðum nefndanna. Í fræðilegu líkani myndi slík útfærsla byggjast á sameiginlegri lausn með aðferðum hámarkunar.⁴⁷ Það er hægt að gera með samræmingu í stefnumótun sem byggð er á sjálfstæðum meginmarkmiðum beggja stefnanna.

Að hve miklu leyti peningastefna á að taka mið af markmiðum þjóðhagsvarúðarstefnu og þessu hliðarmarkmiði við eigið markmið um peningalegan stöðugleika, ræðst m.a. af virkni þjóðhagsvarúðarstefnunnar að viðhalda fjármálastöðugleika og áhrifum peningastefnunnar á áhættutöku og fjármálastöðugleika.⁴⁸ Samræming þessara stefna

47. Sjá t.d. DePaoli og Paustian (2013).

48. Sjá t.d. Smets (2013).

Rammagrein 2

Rannsóknir á samspili peningasetefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu

Fjöl margar rannsóknir benda til þess að það sé þjóðhagslega hagkvæmt að samræma peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu. Það helgast meðal annars af því að stýritæki þjóðhagsvarúðar eru betur til þess fallin að draga úr fjármálalegu ójafnvægi. Þannig bendir rannsókn Alpanda, Cateau og Meh (2014) á áhrifum stýritækja þjóðhagsvarúðar í Kanada til að takmörk á veðhlutföll séu áhrifaríkari leið við að draga úr skuldsetningu heimila en t.d. eiginfjárvæðing eða peningastefna. Rannsókn Castillo, Carrera, Ortiz og Vega (2014) styður þá skoðun að stýritæki þjóðhagsvarúðar sem beinast að því að takmarka framboð á eða spurn eftir lánsfjármagni hafi áhrif til að draga úr sveiflum á fjármálamörkuðum. Ozkan & Unsal (2014) telja það velferðaraukandi að nýta þjóðhagsvarúðarstefnu í meira mæli en peningastefnu til að hemja útlánabólu við aðstæður óvissu, þar sem val á stýritækjum þjóðhagsvarúðar miðast við tegund skulda. Slík stefnublanda, t.d. þjóðhagsvarúðarstefna = 60%, peningastefna = 25% og opinber fjármálastefna = 15%, er sérstaklega viðeigandi fyrir lítill og opin hagkerfi þar sem innflæði fjármagns tengist vaxtamun við útlönd.¹

Þar sem stýritæki þjóðhagsvarúðar hafa áhrif á eftirspurn eins og stýrivextir peningastefnunnar, er mikilvægt að samræma notkun þessara stefna, en það er til þess fallið að hámarka útkomu beggja markmiða um peningalegan og fjármálalegan stöðugleika. Þannig benda rannsóknir Ghilardi og Peiris (2014) og Korinek og Simsek (2014) til að stýritæki þjóðhagsvarúðar styðji við peningastefnuna með því að bæta áhrifamátt stýrivaxta. Stýritæki þjóðhagsvarúðar gera það með því að draga úr ójafnvægi í fjármálalífnum og þar með úr hagsveiflum, sem er velferðaraukandi. Rannsóknir Ozkan og Unsal (2014) og Martin og Ventura (2014) benda einnig til að ef þjóðhagsvarúðarstefnu er *hallað upp í vindinn* styrki það heildaráhrif peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnu í litlum, opnum hagkerfum við aðstæður óvissu.

Rannsókn Furlanetto, Gelain og Sanjani (2014) dregur fram annað sjónarhorn á samspil þessara stefna. Þeir sýna fram á að þar

1. Til samanburðar var peningastefnu beitt í meira mæli fyrir hrun íslensku bankanna, t.d. þjóðhagsvarúðarstefna = 15%, peningastefna = 60% og opinber fjármálastefna = 25%.

sem fjármálanúningur (e. financial frictions) er til staðar í fjármála-kerfinu hefur peningastefna meiri áhrif á nafnstærðir en raunstærðir. Sú staða skapar svigrúm fyrir stýritæki þjóðhagsvarúðar að hafa áhrif á raunstærðirnar, sem hámarkar árangurinn.

Þá bendir rannsókn Mishra, Moriyama og N'Diaye (2014) til að þau nýmarkaðsríki sem voru með betri efnahagslegar undirstöður, dýpri fjármálamarkaði og sterkari þjóðhagsvarúðarstefnu upplifðu minni gengislækkun og vaxtahækkun ríkisskuldabréfa en önnur ríki þegar Seðlabanki Bandaríkjanna hóf að gefa framvirkar leiðbeiningar um niðurlag óhefðbundinnar peningastefnu í ársbyrjun 2013.

Því má vera ljóst að nýlegar rannsóknir á þessu sviði leiða flestar að sömu niðurstöðu, að það sé velferðarukandi að samræma þessar tvær stefnur eins og kostur er.

dregur einnig úr hættunni á því að fjármálastöðugleikasjónarmið dragi úr ásetningi seðlabankans að tryggja litla og stöðuga verðbólgu. Í rammagrein 2 er fjallað um nýlegar rannsóknir um samspil þessara tveggja stefna.

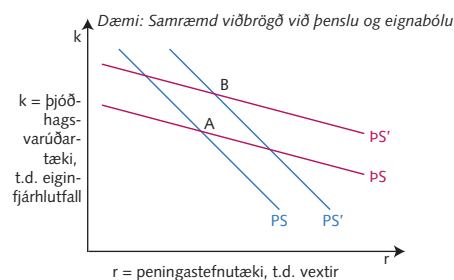
Bent hefur verið á möguleg vandamál sem geta komið upp við samræmingu þessara stefna, sérstaklega ef þær eru á einni hendi. Þannig fjalla Masciandaro og Quintyn (2013) um að það sé aukið svigrúm fyrir stefnumistök með nálægð peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu. Sú skoðun hefur orðið útbreiddari eftir bankakreppuna að mistök í eftirlitsstarfinu hafi frekar mátt rekja til aðskilnaðar og skorts á samræmingu þessara stefna heldur en að þær hafi verið á einni hendi.

Beck og Gros (2012) benda á að það sé betra að samræma stefnurnar en að aðskilja þær með eldveggjum. Starf beggja stefnunnafnda miðast við að hafa jákvæð áhrif á markmið sinnar stefnu. Um leið er eðlilegt að báðar stefnur taki mið af ákvörðunum hvor annarrar við að hámarka hið sameiginlega markmið um þjóðhagslegan stöðugleika, en Gelain og Ilbas (2014) sýna að það eykur árangurinn í heild. Jafnframt benda rannsóknir til að hliðaráhrif á milli stefnanna leiði til verri útkomu ef stefnurnar eru ekki samræmdar og ákvörðunum þeirra er ekki forgangsraðað.⁴⁹

Rannsókn De Paoli og Pastian (2013) bendir til að samræming á peninga- og fjármálastöðugleikastefnum leiði til aukinnar velferðar. Hins vegar benda þau á að þar sem aðskildar stofnanir útfæra þessar tvær stefnur, hvort sem er með samvinnu eða ekki, auki það samræmingarvandann ef stýritæki beggja hafa áhrif eftir svipuðum leiðum en miðast við að ná ólíkum markmiðum.

Mynd 5 sýnir hvernig samræma má aðgerðir á sviði peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu til að bregðast við þjóðhagslegu og fjármálalegu ójafnvægi. Stýritækin hafa mismunandi virkni og tíma að ná hinum tveim aðskildu markmiðum sem sést í ólíkum halla jafnvægisferlanna, en það dregur jafnframt fram mikilvægi þess að aðgerðir á báðum sviðum séu vel þekktar og samræmdar. Skurðpunktur A sýnir stig stýritækja þar sem jafnvægi næst í bæði peningalegum og fjármálalegum stöðugleika. Skurðpunktur B er þar sem aðhald beggja stefna hefur verið aukið í viðleitni að viðhalda jafnvæginu eftir t.d.

Mynd 5
Þjóðhagsleg tenging peningastefnu (PS) og þjóðhagsvarúðarstefnu (PS')



Heimild: Bean (2015).

49. Sjá t.d. Spencer (2014) og Jonsson og Moran (2014).

búhnykk. Myndin gefur einnig til kynna að þar sem aðhald í báðum stefnum er aukið (PS' og PS' línurnar) til að ná ákveðnum árangri, dregur það úr þörf fyrir meira aðhald í peningastefnunni (með hækkun stýrivaxta), ef aðeins þeirri stefnu er beitt til að ná sama árangri.

Rannsókn Angelini, Neri og Panetta (2012) bendir til að samræming þessara stefna sé áhrifameiri við aðstæður óróleika á fjármálamörkuðum, en þjóðhagsvarúðarstefna er einmitt sköpuð til að bregðast við slíku ástandi. Sjálfstæði peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnunnar þarf ekki að vera vafa undirorpið ef rétt er að málum staðið við samræmingu aðgerða, eins og nánar er fjallað um hér að neðan.

Caruana (2015) leggur ríka áherslu á að fyrirkomulag peningamála og aðstæður á fjármálamarkaði séu tengd alþjóðlega og hafi áhrif hvort á annað. Þannig hafa peningastefnur áhrif á fjármagnsflæði yfir landamæri, skuldahlutföll og verðbréfamarkaði sem getur skapað kerfisáhættu. Af því má vera ljóst að samráð á milli peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu þarf að vera umtalsvert og náð ef ráða á við slíkar hættur.

Í skýrslu IMF (2014) er bent á það að þegar seðlabanka er falið umboð til að fara með þjóðhagsvarúðarstefnu og allt varúðareftirlit er innan hans vébanda er starfsemin grundvölluð á starfi tveggja hliðstæðra stefnunnar á sviðum annars vegar peningalegs stöðugleika og hins vegar fjármálalegs stöðugleika. Sú skipan er talin skapa svigrúm fyrir umræðu um málamiðlanir (e. trade-offs) en því fylgir óhjákvæmilega að setta þarf fleiri sjónarhorn en ella. Til viðbótar við bættan þjóðhagslegan árangur í stefnumótun er það talið hafa áhrif til að aga þau völd sem seðlabankanum eru falin.

3.5 Samræming, gegnsæi og sjálfstæði

Mikilvægt er að huga vel að sjálfstæði og gegnsæi peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu þegar rætt er um fyrirkomulag og framkvæmd sem styður best við samræmingu þeirra. Ástæðan fyrir samræmingu þeirra er þó eins og Malovana og Frait (2016) benda á tilkomin vegna víxlverkunar eða innbyrðis tengingar peninga- og fjármálastöðugleikastefnanna, en þær geta aukið við eða dregið úr áhrifum hvor annarrar. Þótt stefnurnar vinni á ólíkum tímaplönnum og peningastefna taki ákvarðanir fjármálastöðugleikastefnu sem gefnar, er stefnusamræming nauðsynleg til að fyrirbyggja óhagkvæma stefnublöndu sem dregur úr getunni til að ná markmiðum beggja.

Víða er verið að gera auknar kröfur um gegnsæi (e. transparency) í peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnum til að auðvelda almenningi að skilja markmið og stýritæki stefnunnar. Það er talið auka trúverðugleika stefnu ef sú stofnun sem ber ábyrgð á henni fylgir stefnunni eftir. Gegnsæi er hluti af því að skapa trúverðugleika og sátt um stefnu þar sem að sjálfstæði við framfylgd stefnu felst ákveðið framsal valds. En fleira þarf til. Stofnunin þarf einnig að bera ábyrgð á stefnunni og til þess þarf sjálfstæði til þess að vinna að framgangi stefnunnar að vera tryggt með lögum. Gegnsæi er einnig mikilvægt við að leysa úr stefnotogstreitu ef slík staða kemur upp. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS), í samstarfi við Alþjóðagreiðslubankann (BIS) og aðra, hefur þróað staðla fyrir góða framkvæmd og gegnsæi í peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu sem byggjast á fjórum undirstöðum: 1. Hlutverk, ábyrgð

og markmið þurfa að vera skýr í lögum og vel kynnt. 2. Stefnumót-unarferlið þarf að vera opið og ákvörðun um beitingu stýritækja að vera vel kynnt til að ná markmiðum. 3. Almennigur þarf að hafa gott aðgengi að upplýsingum um stefnuna. 4. Tryggt þarf að vera að unnið sé eftir stefnunni.⁵⁰

Í grein Brunnermeier (2013) er fjallað um að verðstöðugleiki, fjármálastöðugleiki og sjálfbærni opinberra skulda séu öll innbyrðis háð og því þurfi að samræma þær þrjár stefnur sem hafa með þessi atriði að gera. Fjármálakreppan hefur leitt í ljós hve mikil áhrif peningastefna getur haft á ríkisfjármál og öfugt. Með aðkomu ríkissjóða að úrlausn fjármálakreppunnar og óhefðbundinni peningastefnu myndaðist snertiflötur fyrir nánari samræmingu þessara stefna. Eftir því sem undið er ofan af áfallastjórnunarstiginu munu áhrif opinberra fjármála aftur taka að miðlast meira í gegnum ytri eftirspurnarþætti, mælt með vöru- og þjónustujöfnuði.⁵¹ Við eðlilegar aðstæður er ekki talið rétt að samræma peningastefnu og fjármálastefnu hins opinbera þar sem stefnurnar lúta ólíkum hagsmunum og gæta þarf að sjálfstæði peningastefnunnar. Þannig varða opinber fjármál skiptingu verðmætanna og sértæka hagsmuni ólíkra þjóðfélagshópa sem krefst aðkomu kjörinna fulltrúa til að framfylgja lýðræðislegu umboði við ákvarðanatökuna. Að sama skapi á fagleg úrlausn peningastefnu á grundvelli regluumgjarðar og bestu aðferða að nægja til að hámarka almannahagsmuni og velferð að því er þá stefnu varðar. Við framkvæmd peningastefnunnar getur peningastefnunefnd aðeins gefið skoðun sína á stjórn opinberra fjármála og brugðist við aðgerðum á því sviði.

Á sama hátt miðast fagleg úrlausn þjóðhagsvarúðarstefnu við að fyrirbyggja fjármálaóstöðugleika. Ef áfall ríður yfir er hins vegar þörf á að taka ákvörðun um slit eða endurreisn fjármálafyrirtækja. Þar kann aðkoma dómskerfisins eða lýðræðislega kjörinna fulltrúa að vera óhjákvæmileg. Miðað við eðlilegar aðstæður og þau skil í ábyrgð er til staðar stjórnsýslulegur grundvöllur fyrir faglega framkvæmd og samræmingu á peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnum.

Í kjölfar bankakreppunnar var samræming þessara stefna víða miðuð við aðstæður slaka í efnahagslífinu og veikleika í bankakerfinu. Þar hafa fjármálastöðugleikastefnunefndir þurft að móta leiðir til að auka eigið fé banka án þess að það hafi of mikil áhrif til að draga úr framboði á lánsfé.⁵² Sú staða hefur aukið svigrúm peningastefnu til að einblína á verðbólgustöðugleika til miðlungs tíma og það haft jákvæð áhrif á efnahagslegan stöðugleika. Við samræmingu peninga- og fjármálastöðugleikastefnu þarf að taka mið af áhrifamætti og hlutverka-skiptingu á milli þeirra og reyna að leysa stefnutogstreitu á grundvelli faglegrar greiningar.

Fisher (2014) bendir á, byggt á reynslu Englandsbanka, að það takmarkar ekki sjálfstæði markmiða um peningalegan og fjármálegan stöðugleika að fela einni stofnun að vinna að framgangi þeirra beggja. Líklegra má telja að samræming verði erfiðari ef verkefni eru

50. IMF Fact Sheet (2011).

51. Sjá t.d. Kincaid og Watson (2014).

52. Sjá t.d. Bordo (2014) um að það var samdráttur í útlánnum banka frá árinu 1930 en ekki hrun í verði hlutabréfa um haustið 1929 sem var hin raunverulega ástæða kreppunnar miklu.

ekki í einni stofnun, þar sem hinar sjálfstæðu stefnunefndir geta farið að vega upp á móti aðgerðum hvor annarrar. Dæmi um slíkt er stefnuágreiningur sem kom upp í nýju Fjármálastöðugleikaráði Svíþjóðar á milli fulltrúa seðlabankans og fjármálaeftirlitsins.⁵³ Fulltrúar seðlabankans bentu á að ef samstaða næðist ekki um beitingu áhættuvoga í þjóðhagsvarúðarstefnunni myndi seðlabankinn þurfa að beita lausafjárhlutfalli (e. liquidity coverage ratio) eða hækka stýrivexti peningastefnunnar, en það var ekki talið eins líklegt til að hámarka árangurinn af stefnunum. Aðeins með samstarfi sem miðast við að hámarka samvirkni í báðum stefnum er hægt að auka líkur á að kjarnamarkmið beggja stefna náist ásamt hliðarmarkmiðinu um þjóðhagslegan stöðugleika. Þannig bendir skýrsla IMF, FSB og BIS (2016) á að skýrir ferlar fyrir samstarf og upplýsingaskipti á milli stefnuaðila geti hjálpað til við að ná markmiðum beggja stefna.

Auðveldara hefur reynst að leysa slíkan samræmingarvanda með varúðareftirlit innan seðlabanka eins og hjá Englandsbanka. Þar getur peningastefnunefnd sótt ráð til þjóðhagsvarúðarnefndar við að meta áhættu en síðan tekið eigin ákvörðun um aðgerðir. Bent hefur verið á að með því að veita peningastefnunefnd forgang við ákvarðanatökuna sé tekið mið af sjálfstæði og tíðari ákvarðanatöku bankans á því sviði. Það er skynsamlegt þar sem hagsveiflan, sem peningastefnan er meira tengd við, er talin hafa hærri tíðni en fjármálasveiflan, sem er meginviðfangsefni þjóðhagsvarúðarnefndarinnar.⁵⁴ Um leið þarf að miða við sjálfstætt hlutverk þjóðhagsvarúðarnefndar við faglega úrlausn við mótun og framkvæmd þjóðhagsvarúðarstefnunnar. Þannig geta báðar stefnurnar tekið mið hvor af annarri þótt önnur sé leiðandi.⁵⁵ DePaoli og Paustian (2013) benda á, miðað við að stefnuákvarðanir beggja nefnda séu staðfastar, að með því að annar aðilinn verði leiðandi í ákvarðanatökunni muni það draga úr samræmingarvandanum á milli þeirra.

Claessens (2014) varar við að stefnuskilaboð geti orðið óskýr ef báðar stefnur eru á sömu hendi. Það má hins vegar fyrirbyggja með því að leggja áherslu á að báðar stefnunefndir séu ætíð með skýr skilaboð (e. communication) varðandi eigin markmið. Fyrirkomulag þessara mála hjá Englandsbanka og annars staðar bendir til að skýr stefnumarkmið dragi úr hættunni á að sjónarmið um fjármálastöðugleika dragi úr trúverðugleika verðbólgu­markmiðs bankans eða öfugt. Um leið skapar aukin samvinna þessara tveggja sviða við undirbúning stefnumótunar tækifæri til að styrkja ákvarðanir beggja stefnunefnda og með því hámarka árangurinn í heild.

Buiter (2016) telur að seðlabankar hafi öðlast of mikil völd og orðið of pólitískir í kjölfar bankakreppunnar með því að hlutast til um endurdreifingu almennagæða í þeirri viðleitni að endurheimta fjármálastöðugleika. Á grundvelli aukins reglugerðar- og eftirlitsvalds hafi þeir reynt að móta hagstjórnina en með takmörkuðum árangri. Hann leggur því til að þeir hverfi aftur til þröngrar skilgreiningar á starfsemi sinni með ábyrgð aðeins á peningastefnu. Þessari gagnrýni er aðal-

53. Sjá t.d. Central Banking (2013) og Central Banking (2014).

54. Sjá t.d. Drehmann, Borio og Tsatsaronis (2012).

55. Rochet (2008) telur að þjóðhagsvarúðarstefna þurfi einnig að njóta sjálfstæðis þar sem afskipti stjórnmálanna geti að öðrum kosti dregið úr getu eftirlitsaðila til að ná fram markmiðum stefnunnar.

lega beint að seðlabönkum stærri ríkja og varðar áhyggjur af sjálfstæði og trúverðugleika þeirra. Eins og kemur fram í kafla 4 er fjallað um hvernig best er að einangra seðlabanka frá pólitískri ákvarðanatöku og gera starf þeirra faglegra, um leið og stofnanaskipulaginu er breytt til að auka skilvirkni í stefnumótun á hinum tengdu sviðum fjármála-stöðugleika og peningamála.

3.6 Um breytt hlutverk stofnana í fjármálaeftirliti

Víðast hvar er nú talið að sá tími sé liðinn að seðlabanki sem styðst við stýrivexti til að viðhalda verðstöðugleika hafi einnig eftirlit með fjármálastöðugleika án þess að hafa til þess nægilega skýr markmið, umboð, ábyrgð eða viðeigandi stjórnæki til þess að grípa inn í þróunina. Eftir fjármálakreppuna hefur ábyrgð seðlabanka því víðast hvar verið aukin til að sinna hlutverki sínu að viðhalda fjármálastöðugleika.⁵⁶ Með auknu hlutverki og umboði á því sviði hafa seðlabönkum verið færð ný stjórnæki. Vel þekkt er að verðstöðugleiki er nauðsynleg en ekki nægjanleg forsenda fjármálastöðugleika. Um leið er fjármálastöðugleiki mikilvægur fyrir verðstöðugleika. En það sem nú er orðið ljóst er að hin nýju þjóðhagsvarúðartæki breyta samspili fjármála- og hagkerfisins. Með því að fyrirbyggja eignabólur hefta þessi tæki sveiflumagnandi áhrif fjármálakerfisins á efnahagslífið og létta byrðar seðlabanka við að fyrirbyggja þenslu með hærri vöxtum. Hin aðskildu markmið um verð- og fjármálastöðugleika eru því innbyrðis háð og styðja hvort við annað.

Þjóðhagsvarúð eins og peningastefna er einnig mikilvæg í alþjóðlegu samhengi. Stýrivextir hafa um langt árabíl víða verið sögulega lágir og óhefðbundnar aðgerðir peningastefnu hafa miðast við styðja við veikburða og ójafnan endurbata við aðstæður mjög lítillar verðbólgu. Í þessu umhverfi myndaðist hættu á að fjárfestar, sem stöðugt leita að ábatasamri en oft á tíðum einnig áhættusamri fjárfestingu, leiddu til þess að fjármálalegt ójafnvægi byggðist upp á ný, bæði innan landa og á milli þeirra. Skuldsetning er víða mjög mikil og vísbendingar um bólumyndun á ný á fasteigna-, hlutabréfa- og gjaldeyrismörkuðum margra landa. Með kjöri Donald Trump til forseta Bandaríkjanna hafa margir spáð örari hagvexti þar í landi árin 2017 og 2018, en þó með aukinni óvissu.⁵⁷ Tengt þessu hefur Seðlabanki Bandaríkjanna boðað að stýrivextir verði líklega hækkaðir örar og meira en áður var talin þörf á.⁵⁸ Slíkt er talið geta haft neikvæð áhrif á fjármálaþróunina í nýmarkaðsríkjum.⁵⁹ Alþjóðleg samræming í stefnuviðbrögðum er líklega æskileg til að vel fari, en það er erfitt í framkvæmd.

Skipulag vinnu við mótun og framkvæmd peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu skiptir því miklu máli heima fyrir og alþjóðlega. Þó ber að merkja að talið er viðeigandi að hafa aðskildar rekstrar-einingar til að stýra tækjum eindarvarúðar, þjóðhagsvarúðar- og peningastefnu.⁶⁰ Það er í samræmi við hugmyndina að hver stefna búi

56. Sjá t.d. Fleming (2014) og Masciandaro (2013).

57. Sjá t.d. Obstfeld (2017).

58. Sjá t.d. Saphir (2017).

59. Sjá t.d. Kuepper (2016).

60. Sjá t.d. reglugerð ráðherraráðs ESB nr. 1024/2013 þann 15. október 2013 þar sem ákveðin verkefni voru færð til Evrópska seðlabankans (ECB) varðandi varúðareftirlit með útlána-fyrirtækjum.

yfir sjálfstæði við beitingu stýritækja sem falla best að því að ná eigin markmiðum. Þar sem skörun er mikilvægur þáttur í starfi viðkomandi nefnda og aukin þörf er fyrir samræmingu við framkvæmd stefnanna er nánast óhjákvæmilegt að þær staðreyndir endurspeglit í stofnana-skipulaginu.

Eins og aðrir seðlabankar gegnir SÍ mikilvægu hlutverki á sviði bankaeftirlits sem bakhjarl viðskiptabankanna á sviði lausafjárstýringar og hefur Seðlabankinn byggt upp mikla faglega getu á því sviði. Á meðan starfsemi þjóðarbúsins byggir á eigin gjaldmiðli og viðskiptum yfir landamæri er óhjákvæmilegt að Seðlabankinn verði þar í lykilhlutverki þótt FME sé falið fjármálaeftirlit að öðru leyti. Spurningin er aðeins hvort fela eigi Seðlabankanum allt fjármálaeftirlit og er hún skoðuð nánar hér á eftir.

3.7 Ávinningur af rannsóknum ef báðar stefnur eru á sömu hendi

Virkni sumra stýritækja þjóðhagsvarúðar er háð því að breyta hlutfallslegum kostnaði ákveðinna fjármálaafurða en það er í grunninn það sama og stýrivextir peningastefnunnar gera. Því er mikilvægt að tengja rannsóknir á báðum þessum stefnum til að varpa skýrara ljósi á miðlun beggja. Rannsóknir á áhrifum stefnanna á markmið hvorrar annarrar munu einnig styrkja viðleitni í að bæta samræmingu þeirra. Þessi staða dregur fram þörfina á því að rannsóknir á sviði þjóðhagsvarúðar séu í nálægð við rannsóknir á sviði peningastefnu þannig að niðurstöður beggja upplýsi hvor aðra.

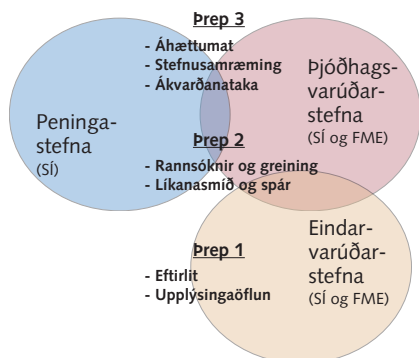
Innbyrðis áhrif peninga, þjóðhagsvarúðar- og eindarvarúðarstefnu benda til að það sé kostur að samræma þær. Þó er ljóst að miðlun ákvarðana peningastefnunefndar er enn sem komið er betur þekkt en miðlun ákvarðana þjóðhagsvarúðarstefnunefndar. Mikil vinna er því fram undan við rannsóknir á samspili þessara stefna. Rannsóknasviðið er einnig viðameira en svo að það lúti einungis að þessum tveim stefnum. Þannig dregur rannsókn Angelini, Nicoletti-Altimari og Visco (2012) fram mikilvægi eindarvarúðareftirlits fyrir árangur seðlabanka að ná fram markmiði þjóðhagsvarúðarstefnu um fjármálastöðugleika. Til viðbótar við mat og töku ákvarðana eru sterk rök fyrir sameiningu þessara verkefna í einni stofnun vegna hagræðingar og samlegðar-áhrifa við upplýsingagjöf og greiningarvinnu.

Mynd 6 sýnir þrjú þrep, frá öflun upplýsinga til töku ákvarðana, í eftirliti með peningalegum og fjármálalegum stöðugleika. Þrátt fyrir tilkomu fjármálastöðugleikaráðs vantar mikið á að öll tækifæri til hagræðingar á þessum þrepum séu nýtt, tengt því að þau eru framkvæmd ýmist í SÍ eða FME.

Rannsókn Sanjani (2014) leiðir í ljós að frá miðri 20. öld hafa áföll í bandaríska fjármálakerfinu haft meiri áhrif á hina þjóðhagslegu framvindu en áföll tengd arðsemi fjárfestingar. Slíkar rannsóknir, sem tengja fjármagnskostnað og fjárfestingu, draga fram þá einföldu en mikilvægu staðreynd að gangur raunhagkerfisins er mjög háður ástandi fjármálakerfisins. Þannig bendir Blanchard (2014) á að rannsóknir á áhrifum fjármála á þjóðarhag eru í auknum mæli framkvæmdar á grundvelli þjóðhagslíkans með innbyggðum fjármálageira. Þessi staða krefst meiri þekkingar á fjármálakerfinu en verið hefur og kallar eftir

Mynd 6

Þrjú þrep eftirlits með peningalegum og fjármálalegum stöðugleika



Heimild: Þorsteinn Þorgeirsson.

auknu samstarfi sérfræðinga innan seðlabanka á sviðum efnahagsmála og fjármála. Til viðbótar er þörf á að bæta skilning á hinum nýju stjórntækjum þjóðhagsvarúðar með rannsóknum sem tengja betur hin aðskildu svið til að hjálpa við val og beitingu þeirra.

Hafa þarf hugfast að eindarvarúðarstefnu er beitt til að efla styrk og viðbragðsgetu einstakra fyrirtækja á fjármálamarkaði, þjóðhagsvarúðarstefna leitast við að draga úr fjármálalegu ójafnvægi í fjármálakerfinu með vel miðuðum tækjum en peningastefnu er beint að rótum verðþrýstings í hagkerfinu. Rannsóknir á slíkum tækjum og fjármála-starfsemi munu hafa áhrif til að styrkja þekkingu okkar á miðlun þessara stefna betur, ekki síst þjóðhagsvarúðarstefnunnar. Þessi margþætta samvirkni allra þessara stefna er lykillinn að því að tengja betur saman á ný peningalegan og fjármálalegan stöðugleika.

Í grunninn má segja að sú hugmyndafræðilega breyting tengd þjóðhagsvarúð sem átt hefur sér stað frá því að fjármálakreppan brast á og er orðin grundvöllur nýrra hugmynda í skipulagi fjármálaeftirlits hafi haft ófyrirséð áhrif á möguleika í samþættingu áður aðskilinna verkefna. Með sjálfstæðum stefnunefndum, sem hafa skýr markmið, er kominn mun öflugri grundvöllur fyrir samþættingu þessarar starfsemi en áður, eins og áður hefur verið rakið. Þar ber hæst að peningastefnan hefur einnig áhrif á fjármálasveifluna en fjármálastöðugleikastefnan hefur líka áhrif á hagsveifluna. Það skapar grundvöll fyrir samræmingu þeirra til að hámarka árangurinn. Um leið á ýmis gagnrýni frá því fyrir kreppu um vandamál við að framfylgja tveim stefnum innan sömu stofnunar ekki lengur sama rétt á sér.⁶¹ Þvert á móti, þessi nýja nálgun hefur opnað möguleika á að hagræða í starfseminni innan sömu stofnunar og með því auka samnýtingu upplýsinga við greiningu, ráðgjöf, mat og ákvarðanatöku. Í þessu felast gríðarleg tækifæri til að breyta skipulagi þessarar starfsemi til batnaðar.

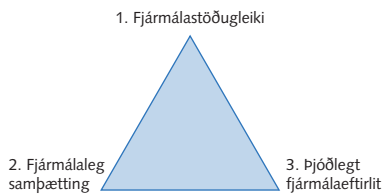
4. Framtíðarskipulag sem ræður við krefjandi umhverfi

Umfang alþjóðlega fjármálamarkaðarins hefur aukist mjög undanfarna áratugi og það hefur mikil áhrif á raunhagkerfið í heiminum. Samhliða því hefur flækjustig í fjármálastarfsemi aukist með örrí þróun fjármálafyrirtækja, -markaða og -afurða. Ötker-Robe (2014) bendir á að skortur á þekkingu verður þeim mun stærra vandamál eftir því sem áhætta verður viðameiri, flóknari og óvissan eykst um uppruna hennar, hvata og möguleg áhrif. Þrátt fyrir niðurlag bankakreppunnar er margháttuð kerfisáhætta enn til staðar í heiminum, m.a. tengt háu skuldastigi og eignaverði. Þannig veldur áhyggjum að laust taumhald peningastefnu beggja vegna Atlantsála hefur aukið áhættutöku fjárfesta í leit að ávöxtun á margvíslegum eignamörkuðum. Við þær aðstæður hefur hækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum t.d. leitt til þess að fjármagn í nýmarkaðsríkjum flæðir nú aftur til þróaðra ríkja með tilsvarendi áhrifum á eignaverð, sérstaklega gengi gjaldmiðla.

Hvort sem Ísland er með fjármagnshöft eða ekki, hefur ástand á alþjóðlegum mörkuðum fyrr en síðar áhrif á styrk og viðbragðsgetu

61. Sjá t.d. rannsókn Koetter, Roszbach og Spagnalo (2014) þar sem ekki er gerður slíkur greinarmunur.

Mynd 7
Ómöguleikaprírhyrningur fjármála



Heimildir: Thygesen (2003), Schonemaker (2011).

Íslenskra fjármálafyrirtækja og fjármálasveifluna hér á landi.⁶² Samkvæmt EES-samningnum er Ísland skuldbundið til að losa höftin um leið og það er talið mögulegt. Eftir höft er jafnframt viðbúið að aðstæður fyrir lítið hagkerfi með eigin gjaldmiðil verði meira krefjandi. Innlendir eftirlitsaðilar þurfa að vera með viðeigandi fjárstreymistæki og bregðast við áhættu tímanlega til að stuðla að fjármála- og efnahagsstöðugleika heima fyrir. Lawton (2014) telur að vegna aukins mikilvægis alþjóðlegrar fjármálastarfsemi sé sérstaklega mikilvægt fyrir eftirlitsaðila að auka alþjóðlegt samstarf, ekki síst innan Evrópu, með það fyrir augum að tryggja fjármálastöðugleika heima fyrir.

Út frá ómöguleikaprírhyrningi fjármála (e. financial trilemma), einnig þekktum sem þríkostur fjármála, má segja að stjórnvöld standi frammi fyrir vali á einni hlið þríhyrningsins (mynd 7). Ef þau vilja viðhalda fjármálastöðugleika heima fyrir stendur valið annars vegar á milli áframhaldandi samþættingar fjármálamarkaða heimaríkis og nágrannaríkja eða að dregið verði úr samþættingunni. Áframhaldandi samþætting felur í sér aukna aðkomu yfirþjóðlegs fjármálaeftirlits til að samræma eftirlit og aðgerðir vegna fjármálastarfsemi yfir landamæri. Verði dregið úr samþættingunni, er miðað við að fjármálaeftirlit verði meira á þjóðlegum grunni.

Á EES-svæðinu hefur verið tilhneiging til áframhaldandi samþættingar fjármálamarkaða og að yfirþjóðlegt fjármálaeftirlit sinni í auknum mæli því hlutverki að samræma aðgerðir og leiða viðbrögð við fjármálaáfalli.⁶³ Yfirþjóðlegt samráð um fjármálaeftirlit fer einnig í auknum mæli fram á vettvangi seðlabanka. Þannig er yfirstjórn Kerfisáhætturáðs ESB, sem sér um mat á og viðbrögð við kerfisáhættu á svæðinu, skipuð seðlabankastjórum Evrópska seðlabankans og seðlabönkum aðildarríkjanna. Formenn hinna þriggja stofnana evrópska fjármálaeftirlitskerfisins sitja einnig í yfirstjórninni. Fjármálaeftirlit aðildarríkjanna senda háttsetta fulltrúa á fundi yfirstjórnar en þeir hafa ekki kosningarétt. Bankaeftirliti ECB (e. Single Supervisory Mechanism) hefur verið falið að hafa daglegt eftirlit með 130 stærstu bönkum, sem ráða yfir um 80% af eignum í bankageiranum, á evrusvæðinu.⁶⁴ Daglegt eftirlit með minni bönkum, öðrum fjármálafyrirtækjum og viðskiptaháttum banka verður í höndum til þess bærri ríkisstofnana, seðlabanka eða fjármálaeftirlita. Þó getur bankaeftirlit ECB einnig hlutast til um eftirlit með minni bönkum, sérstaklega ef þeir eru metnir hafa kerfisleg áhrif.

Eins og fyrir hrun, þegar flæði fjármagns var frjálst, býr íslenska fjármálakerfið nú aftur við aukna gjaldmiðlaáhættu vegna óheftrar þátttöku á alþjóðlegum fjármálamarkaði. Í því sambandi er rétt að benda á að meðal þeirra tólf skilyrða sem Mishkin (2001) telur að þurfi að vera til staðar þegar fjármagnshöft eru losuð er gott varúðareftirlit sett í fyrsta sæti.⁶⁵ Þá sýnir rannsókn Rachdi (2010) fram á mikilvægi þess að styrkja alþjóðlega umgjörð fjármálaeftirlits vegna afnáms fjármagnshafta. Eftir höft er eftirlit með hreyfingum á gjaldeyrismarkaði enn mikilvægari þáttur í eftirliti með og mati á fjármálastöðugleika, en það er sérsvið seðlabanka. Canuto og Cavallari (2013) benda á að

62. Sjá t.d. rannsókn Bjarna Einarssonar et al. (2016) á fjármálasveiflunni á Íslandi.

63. Sjá t.d. kafla 25 í Seðlabanki Íslands (2012b).

64. Sjá t.d. Fox (2014).

65. Sjá t.d. bls. 94 í Seðlabanki Íslands (2011).

reynslan af miklum smitáhrifum á milli landa hefur dregið úr trú á að sveigjanlegt gengi nægi sem höggdeyfir og það hefur leitt til þess að ný tæki til að tempra fjármagnsflæði hafa verið þróuð.⁶⁶ Um leið er önnur áhersla greinileg á Evrópska efnahagssvæðinu en hún er sú að verið er að fela seðlabönkum í auknum mæli ábyrgð á fjármálaeftirliti vegna kerfislegrar nálgunar í störfum þeirra og tengingum við banka-kerfið. Jafnframt fer alþjóðlegt samstarf um fjármálaeftirlit, sérstaklega hjá ESB, í auknum mæli fram á vettvangi seðlabanka þótt önnur stjórnvöld hafi vissulega aðgang að því samráði. Samhliða öðrum rökum þarf að skoða þörfina fyrir nýtt skipulag fjármálaeftirlits á Íslandi einnig í þessu ljósi.

4.1 Fjármálakerfin hafa þróast hratt og kerfishætta er enn til staðar

Seðlabankar og fjármálaeftirlit starfa ekki í tómarúmi. Ekki er hægt að líta fram hjá því að sögulegar skipulagsbreytingar á eftirlitskerfum hafa átt sér stað um það leyti sem umfang og áhætta fjármálakerfa margra ríkja jókst hröðum skrefum. Lágir stýrivextir í þróuðum ríkjum stórvök framboð á lausu fé á alþjóðamörkuðum og á lægra verði en áður. Þeirri þróun fylgdi dýpkun fjármálamarkaða, margvíslegar fjármálanýjungar, stóraukið flækjustig fjármálastarfsemi og aukin kerfisáhætta. Óheftir fjármagnsflutningar og breytilegt gengi komu ekki í veg fyrir ójafnvægi í alþjóðaviðskiptum. Sum lönd urðu mjög skuldsett en eignir annarra jukust. Bankastarfsemi yfir landamæri, einnig á grundvelli ólíkra gjaldmiðla, átti þátt í að ójafnvægi á milli erlendra eigna og skulda varð mikið. Skipting auðs og tekna varð einnig víðast hvar ójafnari á undanförunum áratugum sem leiddi til þess að eigna- og skuldabólur tóku að grafa um sig tengdar því m.a. að fjöldi eignaminni og tekjulægri heimila tók á sig meiri skuldir.⁶⁷

Í dag er kerfisáhætta varðandi ójafnvægi í bankakerfinu mun minni en hún var fyrir hrún þess. Þannig er efnahagsreikningur bankakerfisins orðinn innan við tvöfalda landsframléiðsluna en hann fór hæst í meira en tífalda landsframléiðslu fyrir hrún. Jafnframt er gjaldmiðlaáhættan í rekstri þeirra orðinn hverfandi lítil en hún fór hæst í um sjöfalda landsframléiðslu. Þó eru enn óuppgerð mál tengd fjármagnshöftum og einstaka bankar eru mögulega enn það stórir að það stafar af þeim sérstök kerfisáhætta sem gerir það að verkum að ríkissjóður getur ekki leyft þeim að falla þar sem slíkt myndi trufla miðlun fjármálaþjónustu og skapa ógn við efnahagsframvinduna. Sá vandi er víða enn til staðar og líklega mun það taka langan tíma að brjóta upp stærstu banka heims í smærri einingar. Mikilvægi þess er þó ljóst þar sem réttir hvatar í bankastarfsemi geta ekki myndast ef einstakir bankar mynda ógn við fjármálastöðugleika og ríkissjóður er stöðugt í skotlínunni við að styðja þá ef áföll dýnja yfir. Í eðlilegu umhverfi á enginn banki að vera undanþeginn þeim aga sem markaðurinn veitir. Þá á tryggingasjóður innstæðueigenda að vernda innstæður þeirra upp

66. Í skýrslu Seðlabanka Íslands (2012a) var farið yfir ýmsar mögulegar aðgerðir til að draga úr áhættu í fjármálakerfinu, m.a. vegna frjálstra fjármagnsflutninga.

67. Þegar fasteignabólan sprakk og djúpur samdráttur myndaðist varð hátt hlutfall skulda af tekjum þessara heimila ósjálfbært. Sjá t.d. Batra (1985); Perugini, Hölscher og Collie (2013); Piketty (2014) og Nikiforos (2017).

að ákveðnu marki, ef bankar falla sem fara ógætlega með það fé sem þeim er treyst fyrir. Jafnframt gera nýjar reglur ráð fyrir að eignir hluthafa og kröfuhafa banka glatist fyrst ef banki fer ógætlega.

Önnur kerfisáhætta er jafnframt ævinlega til staðar en hún tengist áhættu í efnahagslífinu, bæði heima fyrir og alþjóðlega, m.a. í tengslum við gengi krónunnar. Íslenskt efnahagslíf er mjög háð alþjóðlegri þróun varðandi tekjur af sölu á vöru og þjónustu til útflutnings og kaupum á innfluttri vöru og þjónustu á mörgu er varðar nútíma framleiðslutæki og lífspægindi. Óvænt truflun í alþjóðlegri efnahags-samvinnu eða -starfsemi getur skapað mikið álag á bankakerfið og efnahag landsmanna.⁶⁸

Miðað við ofangreindar áskoranir má vera ljóst að eftirlitskerfið þarf að vera í stakk búið til að bregðast við áhættu í fjármálakerfinu og hvort sem það er áhætta sem myndast innan þess eða utan.⁶⁹ Í síðara tilfallinu þarf að fylgjast með innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins og bregðast tímanlega við ef ójafnvægi tekur að mynda ógn við fjármála-stöðugleika.⁷⁰ Áherslan í fjármálaeftirliti er því mun meira þjóðhagsleg eða kerfislega áhættumiðuð en áður. Margir telja að ein stofnun, seðlabanki, sé í bestu stöðu til að bregðast við þessum ólíku en tengdu tegundum áhættu.

4.2 Gallar á kerfi fjármálaeftirlits á Íslandi

Núverandi eftirlitskerfi á Íslandi er kallað alhliða fjármálaeftirlit (e. Integrated supervisor). Það er í grunninn tvískipt fyrirkomulag þar sem fjármálaeftirlit ber að miklu leyti ábyrgð á eindarvarúðar- og viðskiptaháttaeftirliti en Seðlabankinn gegnir hlutverki á sviði lausafjäreftirlits og fjármálastöðugleika með áherslu á þjóðhagsvarúð. Alhliða fjármálaeftirlit er tilkomið þar sem eitt fjármálaeftirlit er talið hagkvæmara en margir sérhæfðir eftirlitsaðilar. Þótt sérþekking byggist upp hjá sérhæfðum eftirlitsaðilum er málsmeðferðin stundum ekki samræmd. Þá kemur eitt fjármálaeftirlit betur til móts við þróun til stærri og flóknari fjármálafyrirtækja.

Eindarvarúðareftirlitshlutverk FME beinist að m.a. eiginfjárstöðu viðskiptabanka og gjaldþoli váttryggingarfélaga en SÍ fer með lausafjäreftirlit og –stöðu lánastofnana.⁷¹ Verkefni stofnananna á sviði eindarvarúðareftirlits eru því samtvinnuð. Þannig myndar FME tímanlegar upplýsingar um eiginfjárstöðu banka í störfum sínum, grípur inn í rekstur banka ef stöðugleika er ógnað og leggur áherslu á styrk fyrirtækja á fjármálamarkaði í eindarvarúðarhlutverki sínu. Á móti myndast tímanlegar upplýsingar um lausafjárstöðu bankanna í starfi Seðlabankans.

68. Alþjóðlegt samstarf er byrjað að taka örum breytingum með útgöngu Breta úr Evrópu-sambandinu og kjöri Donald Trump til embættis forseta Bandaríkjanna. Þá eru fram undan þingkosningar í Evrópu síðar í ár þar sem fylgi við þjóðernisstefnu gæti verið að aukast. Slíkt getur haft áhrif á stöðu Íslands í umheiminum og getu ríkisstjórnarinnar til að fylgja eftir hagsmunamálum þjóðarinnar á alþjóðlegum vettvangi.

69. Mishkin (2001) bendir á að helstu miðlunarleiðir fjármálakreppu eru um efnahagsreikninga fjármálafyrirtækja, hækkun stýrivaxta, vaxandi óvissu og efnahagsreikninga fyrirtækja og heimila. Á Íslandi má bæta við versnandi viðskiptajöfnuði og veikingu á gengi krónunnar, en síðasta fjármálakreppa var bæði banka- og viðskiptajafnaðarkreppa.

70. Rannsóknir sýna að í þriðjungi tilfella þar sem skulda- og eignabólar myndast leiðir það til fjármálakreppu.

71. Sjá t.d. Thimann (2014) um muninn á eftirliti með bönkum og tryggingarfélögum.

Skörun verkefna getur leitt til þess að sambærileg þekking er byggð upp á báðum stöðum til að fylgjast með og meta hættur sem steðja að. Slíkri skörun í verkefnum fylgir ekki bara óhagræði tvíverkn-aðar heldur er líklegt að hvorug stofnun fjárfesti í allri þeirri þekkingu sem þarf þar sem ekki er nægilega skýrt hvor ber endanlega ábyrgð á fjármálastöðugleika. Hins vegar má benda á að með núverandi samstarfssamningi er verkaskipting skýrari þótt eftir sem áður geti bil myndast í þekkingu.

Fyrir bankakreppuna var megináhersla í störfum aðskilins fjármálaeftirlits á eindarvarúð, þ.e. styrk og öryggi fjármálafyrirtækja, en hefur þróast yfir í að fylgjast einnig með þjóðhagsvarúð. Á sama hátt eru verkefni fjármálastöðugleikasviðs SÍ bæði á sviði lausafjareftirlits, sem er í eðli sínu eindarvarúðareftirlit, og á sviði þjóðhagsvarúðar. Möguleg afleiðing af þessari skipan er vöntun á tímanlegum upplýsingum um stöðu bankanna, sérstaklega þegar áfall dynur yfir. Þannig hefur FME þörf fyrir upplýsingar SÍ um lausafjástöðu bankanna en SÍ hefur þörf fyrir upplýsingar FME um eiginfjástöðu þeirra. Núverandi skipulag felur í sér meiri fjarlægð á milli starfsmanna og takmarkanir í notkun upplýsinga á þverfaglegum sviðum. Með nánara samstarfi stofnananna undanfarið ár hefur dregið úr þessum vanda en hann er að upplagi enn til staðar.

Líklegt má telja að heildarkostnaður vegna hruns íslensku bankanna, vegna tapaðra krafna bæði hér á landi og erlendis, nemi margfaldri landsframleiðslu. Gallar á því fyrirkomulagi voru að ákvörðunartaka FME og SÍ var ómarkvissari en ella. Eins og víðast hvar alþjóðlega skorti báðar stofnanir skýr hlutverk, umboð og stjórnþæki og ábyrgð á viðbrögðum við fjármálaáfalli og því áorkuðu þær ekki að fyrirbyggja bankakreppu. Almennt séð var skortur á samræmingu laga og reglna, upplýsingaskipti á milli fjármálaeftirlits og seðlabanka voru ekki sem skyldi og ráðstöfun mannauðs og fjármuna í eftirlitskerfinu hefði sennilega getað verið betri. Þannig er niðurstaða flestra alþjóðlegra skýrslna að einblínt hafi verið um of á styrk einstakra fjármálafyrirtækja í fjármálaeftirliti en litið að mestu fram hjá áhættu fjármálakerfisins í heild. Þó á það ekki við um fjármálastöðugleikaskýrslur SÍ sem vöruðu við áhættu fjármálakerfisins í heild, en Seðlabankann skorti ábyrgð, umboð og stjórnþæki til að takast á við vandann. Rannsóknarnefnd Alþingis (2010) telur að togstreita hafi jafnframt myndast á milli FME og SÍ annars vegar um kröfu um gegnsæi og hins vegar um trúnað upplýsinga. Það má því vera ljóst að skilvirkt fjármálaeftirlit þarf skýran og vel skilgreindan tilgang og að eftirlitsskipulagið þarf að endurspeglja það.

4.3 Auka þarf skilvirkni í eftirlitskerfinu

Hawkesby (2000) bendir á að við mat á kostum og göllum eftirlitsskipulags þurfi að taka tillit til kostnaðar, framleiðni og skilvirkni eftirlitsins ásamt áhrifum þess á peningastefnuna. Það eru góð og gild rök fyrir því að lausafjareftirlit sé í seðlabönkum. Hið lögbundna hlutverk þeirra er að gefa út peninga, en það leggur grunninn að mikilvægum verkefnum þeirra í bankakerfinu. Þar er mikilvægast hlutverk seðlabanka að veita þrautarvaralán. Það kallar jafnframt á lausafjareftirlit og heildaryfirsýn sem eru grundvöllur að vinnu bankans á sviði fjármálastöðugleika. Þessi starfsemi tengist einnig framkvæmd peningastefnunnar, sem

síðan, eins og rakið er í kafla 3, skapar þörfina fyrir aukna samræmingu þessara tveggja stefna. Um leið eru góð og gild rök fyrir nánnum tengslum á milli lausafjárefirlits og eiginfjárefirlits. Sú lausn sem nýtur vaxandi fylgis varðandi samræmingu þessara tveggja stefna er að sameina báðar tegundir eftirlits á vettvangi seðlabanka. Önnur lausn, sem nú er við lýði á Íslandi, er að tengja þessa starfsemi með mjög ítarlegum samstarfssamningi á milli FME og SÍ. Af því leiðir að ef gera á breytingar á skipulagi fjármálaeftirlits, með það að markmiði að auka skilvirkni og getu eftirlitsstarfseminnar í heild, er ekki mögulegt að gera það með því að draga frekar úr hlutverki seðlabankans í fjármálakerfinu. Nú þegar er eftirlitsstarf beggja stofnana grundvallað á þjóðhagsvarúð með fjármálastöðugleika að meginmarkmiði. Sú skörun verkefna vekur upp spurningar um hámarksáhrif á skilvirkni eftirlitsstarfsins.

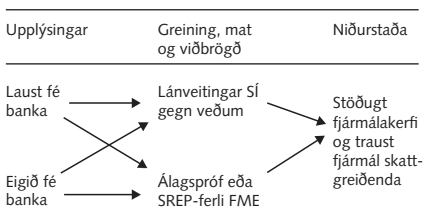
Lítum til þess margvíslega árangurs sem náðst hefur á undanförunum árum við að bæta eftirlitsstarfið í heild. Á grundvelli samstarfssamninga FME og SÍ hafa áhættumatshópar starfað frá árinu 2011. Markmiðið er m.a. að meta kerfisáhættu út frá samspili þjóðhags- og eindarvarúðar. Þá eiga báðar stofnanir fulltrúa í kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikaráði. Þær breytingar hafa vissulega bætt mat á fjármálastöðugleika og ákvarðanatöku við mótun þjóðhagsvarúðarstefnunnar. Þær hafa hins vegar ekki dregið úr þeirri skörun sem liggur til grundvallar vinnunni við verkefnið og þeim göllum sem því fylgja.

Báðar þessar stofnanir þurfa upplýsingar sem verða til við starf hvor annarrar. SÍ þarf upplýsingar frá FME um eiginfjárstöðu banka við mat á veðum við lausafjárþingreiðslu og þrautavaralán. Á sama hátt þarf FME upplýsingar frá SÍ um lausafjárstöðu bankanna vegna SREP-vinnu (Supervisory Review and Evaluation Process) við að meta eigin- og lausafjárþörf bankanna á grundvelli ICAAP- (Internal Capital Adequacy Assessment Process) og ILAAP-upplýsinga (Internal Liquidity Adequacy Assessment Process) frá bönkunum. Það er í samræmi við Basel-III staðla og CRD-IV tilskipun ESB. Ásamt forsendum fyrir álagspróf krefst vinna FME sífellt meiri upplýsinga frá SÍ. Mikilvægi þess að fela Seðlabankanum öll verkefni á sviði eindarvarúðareftirlits er að báðar einingar munu njóta góðs af bættum upplýsingum, sérstaklega þegar að krepplir.

Mynd 8 sýnir hvernig upplýsingar úr bankakerfinu eiga að nýtast á öllum sviðum bankaeftirlits. Samstarfssamningur hefur verið í gildi á milli SÍ og FME frá því að FME var stofnað og gekk hann upphaflega mjög skammt í að brúa það bil sem er á milli þessara stofnana varðandi t.d. upplýsingaskipti. Samningurinn hefur verið endurbættur eftir hrun með ákvæðum um m.a. aukin upplýsingaskipti og virkara samráð á milli stofnananna. Þótt samningurinn sé ágætur eins langt og hann nær leysir hann ekki þann grundvallarvanda sem felst í áður nefndum kerfisgöllum. Með því að sameina sérþekkingu Seðlabankans á þjóðarþúskaðum og fjármálakerfinu í heild og sérþekkingu FME á einstökum fyrirtækjum á fjármálamarkaði er hægt að auka skilvirkni eftirlitsstarfseminnar í heild, en einnig er líklegt að það bæti árangur peningastefnunnar við að ná peningalegum stöðugleika á grundvelli þjóðhagslegs stöðugleika. Um leið mun ein sterk stofnun eiga meiri möguleika á því að sporna á móti sögulegri tilhneigingu stjórnáráðanna að greiða veg banka í góðari, einnig þeirra áhættusömu.

Mynd 8

Upplýsingar um lausafjár- og eiginfjárstöðu banka og áhrif á aðgerðir eftirlitsaðila



Heimild: Þorsteinn Þorgeirsson.

Miðað við hin jákvæðu áhrif af því að samræma vinnu við mótun og framkvæmd peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnanna er rökrétta leiðin og sú sem er í bestu samræmi við almannahagsmuni að styrkja eftirlitsstarfsemina með því að færa alla varúðareftirlitsstarfsemi FME á vettvang SÍ. Mikilvægt er að halda til haga rökunum með sameiningunni þegar kemur að skipulagningu á þverfaglegu samstarfi hinna sjálfstæðu eininga til að styrkja stefnumótunina sem mest má verða.

Með eina varúðareftirlitsstofnun verður enginn vafi lengur til staðar um það hver ber ábyrgð á stöðugleika fjármálakerfisins og skyldum stefnum. Með sameiningu verður jafnframt hægt að lækka eftirlitskostnaðinn sem bankar greiða og með því stuðla að lægra verði fyrir neytendur fjármálaþjónustu. Þá mun það líklega hafa jákvæð áhrif á starfsemina ef starfsmenn þessara stofnana verða í meira návigi. Það sem er meira um vert er að það verður hægt að minnka líkur á að illa takist til í fjármálaeftirliti, eins og nýverið varð raunin, og sem fjármagnseigendur, skattgreiðendur og launþegar hafa þurft að axla byrðar á. Á heildina litið er því sameining þessara stofnana til þess fallin að skapa svigrúm til að auka rekstrarhagkvæmni, skilvirkni í starfinu og líkur á að markmiðin um fjármálastöðugleika, peningastöðugleika og þjóðhagsstöðugleika náist.

4.4 Úrbætur á skipulagi fjármálaeftirlits

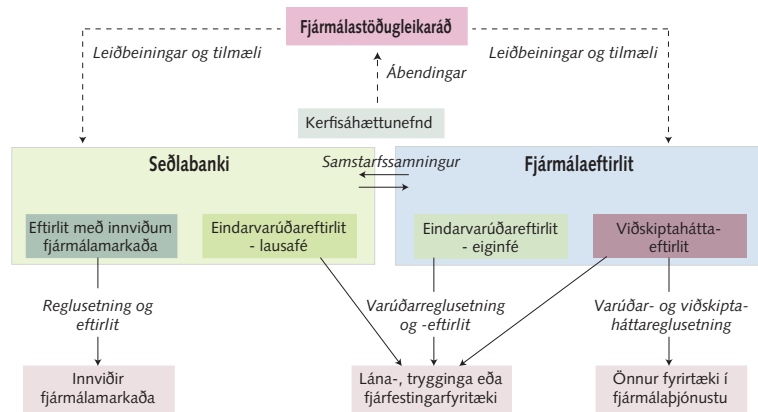
Miklar umbætur hafa verið gerðar á löggjöf á fjármálamarkaði frá árinu 2010. Að hluta til er það einnig vegna breytinga á löggjöf Evrópusambandsins, tengt þátttöku Íslands í samningnum um Evrópska efnahagssvæðið. Eins og áður greinir hefur FME eftir bankakreppuna í auknum mæli beint athyglinni að þjóðhagsvarúð í störfum sínum. Þannig leggur FME nú áherslu á það hlutverk sitt að standa vörð um traust og heilbrigði fjármálamarkaðarins. Í samræmi við það hefur FME, rétt eins og SÍ, byggt upp sérfræðipekkingu á sviði þjóðhagsvarúðar. Að því er samskipti SÍ og FME varðar hafa þegar verið gerðar tvíþættar breytingar: Annars vegar hafa verið gerðar endurbætur á samstarfssamningnum á milli SÍ og FME, nú síðast 1. desember 2014, með áherslu á aukna kerfislega nálgun varúðareftirlitsins, skilvirkari upplýsingaskipti og gagnkvæmar viðvaranir ef á bjátar á starfssviðum stofnananna. Samstarfssamningur þessara stofnana miðast einnig við að auka getu SÍ til að meta gæði veða þegar lausafjárstuðningur er veittur og fyrir FME að fá betri forsendur fyrir mat á stöðu banka með uppfærðum gögnum einnig um lausafjárstöðu þeirra. Hins vegar voru árið 2014 samþykkt á Alþingi lög um fjármálastöðugleikaráð, m.a. til að bæta ákvarðanatöku á sviði varúðareftirlits.⁷² Kerfisáhættunefnd hefur einnig verið komið á fót og starfar samkvæmt lögum. Mynd 9 sýnir núverandi skipulag eftirlits með fjármálalegum stöðugleika. Með því er leitast við að brúa það bil sem er í vinnu við söfnun upplýsinga, greiningar og mats á þeim í störfum beggja stofnana.

Í nóvember 2014 kynnti fjármála- og efnahagsráðuneytið nýja opinbera stefnu um fjármálastöðugleikaráð með sex millimarkmiðum. Eitt þeirra er sérstaklega mikilvægt fyrir Ísland, en það er að vinna beri „gegn óæskilegum áhrifum af óhóflegu fjármagnsflæði til og frá land-

72. Sjá Lög um fjármálastöðugleikaráð 2014, nr. 66 28. maí.

Mynd 9

Eftirlitshlutverk fjármálastöðugleikaráðs



inu sem getur magnað hagsveifluna.⁷³ Um leið og fjármálastöðugleikaráð getur beint tilmælum til SÍ um að bregðast við slíku ójafnvægi, dregur stefnan fram i) hve þjóðhagsvarúð er háð starfsemi SÍ, ii) hversu nátengdar peningastefnan og þjóðhagsvarúðarstefnan eru á Íslandi og iii) hve mikilvægt það er að samræma þær sem best til að auka hagkvæmni og skilvirkni í öllu ferlinu frá öflun upplýsinga til töku ákvarðana.

Núverandi samstarf stofnananna undirbyggir betur en áður töku ákvarðana um stöðugleika einstakra fjármálafyrirtækja og fjármálakerfisins í heild. Sem slíkar eru umræddar breytingar vissulega til bóta.⁷⁴ Að mati greinarhöfundar og annarra ganga þessar breytingar hins vegar ekki nógu langt.⁷⁵ Claessens (2013) endurómar það álit í alþjóða fræðasamfélaginu að það geti verið hagkvæmt að fela einni stofnun, seðlabanka, framkvæmd beggja þessara stefna. Miðað við öll þau rök sem nefnd hafa verið, yrði það líklega betri kostur að stíga skrefið til fulls og sameina allt varúðareftirlit á vettvangi SÍ. Það fyrirkomulag ætti að bæta skilvirkni við mat á lánum til þrautavara og hámarka árangur beggja stefna. Mikilvægt er að samskipti á milli Seðlabanka Íslands og fjármála- og efnahagsráðuneytisins verði áfram mikil og góð til að undirbyggja ákvarðanatöku ef áfall dynur yfir. Fjallað er nánar um það hér á eftir.

4.5 Skipulag seðlabanka með ábyrgð á fjármálaeftirliti

Það líkan sem nýtur mestrar hylli við að leysa vanda núverandi skipulags fjármálaeftirlits er tveggja turna líkanið (TTL). Með því er lögð höfuðáhersla á að þjóðhagsvarúð verði í heildstæðu varúðareftirliti

73. Samkvæmt reglugerð ESB getur SÍ m.a. beitt tækjum eins og lausafjárhlutfalli (e. Liquidity Coverage Ratio, LCR) og fjármagnshlutfalli (e. Net Stable Funding Ratio, NSFR) að þessu marki.

74. Sjá t.d. Jánnari (2009) og Large (2012).

75. Eichengreen (2015) endurómar það almenna álit að stjórnvöld hafi víða brugðist við að innleiða skipulagsbreytingar í kjölfar bankakreppunnar. Hann rekur það m.a. til þess hve vel tókst að draga úr áhrifum hennar. Þannig varð atvinnuleysi mun minna nú en í kreppunni miklu á 4. áratug síðustu aldar vegna betri stefnuviðbragða við lausafjárkreppunni. Það gleymist hins vegar hve margt er svipað með kreppunni miklu og nýliðnum samdrætti, eins og óstjórnleg útlán, eignaverðsbólur og bankakreppa. Þar sem kostnaðurinn af bankakreppum er gríðarlegur og margar hættur eru enn til staðar, telur Eichengreen brýnt að styrkja eftirlitskerfin og reglurnar meira en gert hefur verið.

sem seðlabanki framkvæmir, byggt á víðtækum tengingum hans í bankakerfinu. Neytenda- og fjárfestavernd verður þá komið fyrir í sérstöku viðskiptaháttaeftirliti. Auk ávinningsins af aukinni samræmingu sem felst í því fyrirkomulagi leysir það upplýsingavandann með því að sameina lausafjár- og eiginfjáreftilit með fjármála fyrirtækjum í einu heildstæðu eindarvarúðareftirliti. Fyrirkomulagið skerpir á tilgangi og skilvirkni fjármálaeftirlits. Tafla 1 sýnir hina gagnkvæmu upplýsingaþörf eins og hún birtist í núverandi skipulagi, en takmörk og núninga í samstarfi um þessar upplýsingar má leysa auðveldlega í TTL.

Tafla 1. Gagnkvæm upplýsingaþörf aðskildra stofnana

Upplýsingar gagnaðila	Mikilvægar fyrir
FME: Eigið fé	Prautarvaralán og álagspróf SÍ
SÍ: Þjóðhagsforsendur og laust fé	Álagspróf og SREP-ferli FME

Heimild: Þorsteinn Þorgeirsson.

Seðlabankar hafa sérþekkingu á hinni þjóðhagslegu framkvæmd og fjármála- og gjaldeyrismörkuðum. Alhliða fjármálaeftirlit er með sérþekkingu á og sér um framkvæmd á eindarvarúðareftirliti með einstökum fjármála fyrirtækjum og –mörkuðum. Þar sem seðlabanka hafa verið falin bæði hlutverk, telja sumir mikilvægt að hafa einhverskonar eldvegg á milli peningastefnu annars vegar og verkefna hans á sviði varúðareftirlits hins vegar til að varðveita trúverðugleika peningastefnunnar.⁷⁶ Þó eru fleiri, eins og áður er fram komið, sem telja slíkt ónauðsynlegt og mikilvægara að efla samstarf þessara sviða til að bæta árangur þeirra í heild.⁷⁷ Í þeim tilgangi leggur Claessens (2013) áherslu á að útbúa umgjörð þar sem skýr greinarmunur er gerður á þessum stefnum hvað varðar ákvarðanatöku, ábyrgð og samskiptaleiðir þeirra.

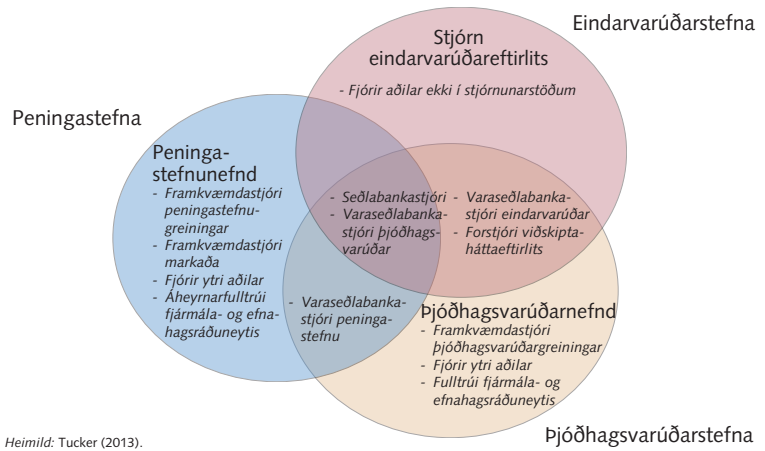
Í auknum mæli er því verið að miða við þörfina að efla upplýsingaflæði á milli þessara ólíku sviða og að hagræða starfsemi sérfræðinga innan seðlabanka og fjármálaeftirlits þannig að þekkingin nýtist sem best í öllum verkefnum á sviðum peningastefnu og varúðareftirlits. Í því sambandi má auka þverfaglegt samstarf á milli sviða bankans sem vinna að fjármálastöðugleika og peningamálum. Með tveggja turna líkani er miðað við að skapa heildstætt eindarvarúðareftirlit á vettvangi Seðlabanka Íslands. Það myndi koma til móts við þarfir fjármálaeftirlitssviðs um upplýsingar við að meta bæði eiginfjár- og lausafjárþörf banka í SREP-ferlinu. Um leið yrði gerð rík krafa um gott upplýsingaflæði á milli fjármálaeftirlitssviðs og annarra sviða seðlabanka, t.d. varðandi mat á gæðum veða vegna lausafjárþyrngreiðslu sem og við gerð álagsprófa fyrir banka.

Reynslan af alþjóðlegu bankakreppunni leiddi til þess að Evrópska seðlabankanum var falið að hafa eftirlit með fjármálastöðugleika og bankastarfsemi. Breska fjármálaeftirlitið var lagt niður árið 2010 og Englandsbanka falið að taka við verkefnum þess á sviði varúðareftirlits í heild en hlutinn sem snýr að vernd neytenda fjármálaþjónustu, viðskiptaháttaeftirlit, var fært í sérstaka stofnun. Eftir að Englandsbanki fékk vel skilgreinda ábyrgð, hlutverk og stjórnþæki til að vinna

76. Sjá t.d. Claessens (2013).

77. Sjá t.d. Verhelst (2013).

Mynd 10
Skipun nefnda í seðlabanka (TTL)



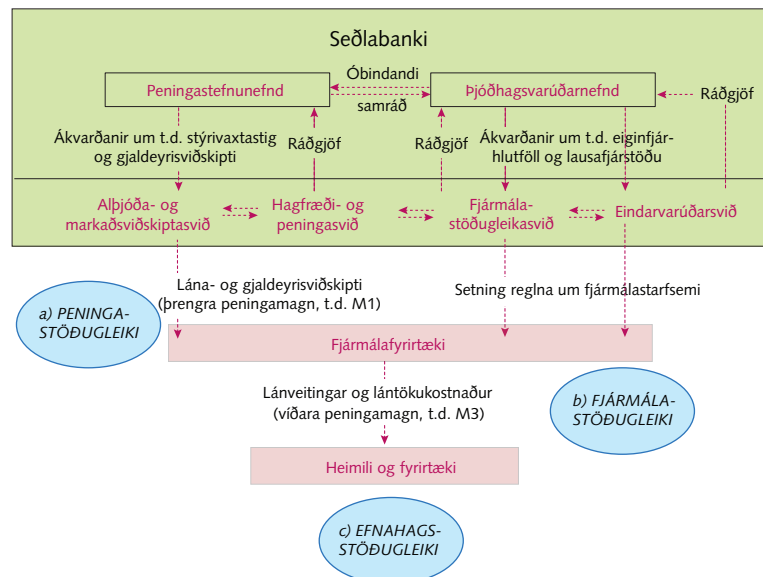
Heimild: Tucker (2013).

að stöðugleikamarkmiðinu hafa miklar skipulagsbreytingar átt sér stað í stjórnkerfi bankans.

Í mynd 10 má sjá skipulag fjármálaeftirlits sem byggist á TTL og hvernig tekið er á skörun stefnanna með skipun nefndarmanna í fleiri en eina stefnunefnd. Ásamt seðlabankastjóra taka þrír varaseðlabankastjórar þátt í nefndarstarfinu, þ.a. einn í peningastefnunefnd, annar í þjóðhagsvarúðarnefnd og sá þriðji í eindarvarúðareftirliti. Þannig er lögð höfuðáhersla á að varúðareftirlit sem seðlabanki framkvæmir sé byggt á tengingum á milli hinna þriggja stöða bankans í peningastefnu, þjóðhagsvarúðarstefnu og eindarvarúðareftirliti.

Það er mat margra að við þessa skipulagsbreytingu, m.a. með tilkomu sjálfstæðra en samþættra stefnunefnda, hafi hæfi Englandsbanka aukist til að takast á við þau mikilvægu verkefni sem honum eru falin. Flestar tillögur að skipulagi fjármálaeftirlits í tveggja turna líkani gera ráð fyrir að fulltrúi fjármála- og efnahagsráðuneytis taki

Mynd 11
Stefnumótun á sviðum peninga-, fjármála- og efnahagsstöðugleika í seðlabanka (TTL)



Heimild: Þorsteinn Þorgeirsson.

þátt í störfum og ákvörðunum þjóðhagsvarúðarnefndar, sem að öðru leyti lýtur valdmörkum seðlabankans. Jafnframt er áheyrnarfulltrúi í peningastefnunefnd, en þar er þátttakan takmörkuð til að virða fullt sjálfstæði seðlabankans á því sviði. Með því er ráðuneytið þó ætíð vel upplýst ef kemur að fjármálaáfalli sem gæti leitt til útgjalda af hálfu ríkissjóðs.

Mynd 11 dregur fram áhugaverð atriði tengd starfsemi í tveggja turna líkani. Til að byrja með dregur hún fram hve virkur þátttakandi seðlabanki er í fjármálakerfinu, eins og fjallað er um í kafla 2, vegna tenginga peningalegs, fjármálalegs og efnahagslegs stöðugleika. Í öðru lagi, og þótt um mikla einföldun sé að ræða, má álykta að peningastefnan hafi meiri áhrif en þjóðhagsvarúðarstefnan á þrönga skilgreiningu á peningamagni eins og M1 en að það snúist við hvað áhrif á almenna lánastarfsemi varðar, sem endurspeglar víðari skilgreiningu á peningamagni eins og M3. Aðalatriðið er að í TTL er byggt á þessum víðtæku tengingum á milli stefnanna þar sem vinnan við peningastöðugleika hefur áhrif á vinnuna við fjármálastöðugleika og saman hafa þessar stefnur áhrif á efnahagsstöðugleika. Þannig sýnir myndin það margþætta samspil upplýsingaöflunar, greiningar og líkanaspágerðar sem nýtast munu við að útbúa ráðgjöf við stefnunefndir seðlabankans í þessu fyrirkomulagi, en slík samnýting upplýsinga og þekkingar, sem myndast í þessum störfum, mun skila sér í betri ákvarðanatöku, ekki síst við krefjandi aðstæður. Að lokum dregur myndin fram hve mikilvægt hlutverk eindarvarúðareftirlits er fyrir þjóðhagsvarúðarstefnu, sérstaklega í nánara samstarfi við fjármálastöðugleikasvið bankans.

4.6 Takmörk á ábyrgð og völd

Fyrir bankakreppu komu fram sjónarmið um að ein stofnun geti misbeitt valdi og upplýsingum ef röng sjónarmið ráða ferð í eftirlitsstarfinu.⁷⁸ Eins og kemur fram í kafla 2, sýnir nýfengin reynsla að valddreifing eða aðskilnaður verkefna í stofnunum kom ekki í veg fyrir slíkt. Til að vernda almannahagsmunum er mikilvægt að stjórnendur í eftirlitsstarfinu leggi ríkari áherslu á greiningu og mat á kerfisáhættu í ákvörðunum sínum en önnur sjónarmið. Í auknum mæli er verið að fela matið og ákvarðanatökuna til þess bærnum nefndum sem skipaðar eru einstaklingum með sérþekkingu á viðkomandi sviði. Jafnframt er stuðlað að gegnsæi í störfum slíkra nefnda með birtingu fundargerða um umræður og ákvarðanir. Þá er mikilvægt að búa til stofnanaumgjörð fyrir eftirlitsstarfið sem stuðlar að því að greiningarvinna við stefnumótunina byggist á sem bestum upplýsingum.

Ef seðlabanka verður á ný falið það hlutverk að vera eftirlitsaðili með bankakerfinu (ásamt annarri fjármálastarfsemi) er mikilvægt að tryggja skýr skil á milli ákvarðana hans og annarra þátta stjórnsýslunnar. Eins og á sviði peningastefnu þarf seðlabanki að hafa skýrt markmið, hlutverk, umboð, ábyrgð og stjórnþæki á sviði þjóðhagsvarúðar og sjálfstæði til að beita stýritækjum stefnunnar. Með því móti getur nefndin unnið faglega á grundvelli upplýsinga og sérfræðiþekkingar að því að ná fram settum markmiðum með ákvörðunum á sínu starfssviði. Þó ber að gæta að því að peningastefna byggist á því að vaxta-

78. Sjá t.d. Masciandro og Quintyn (2013).

stefna hefur ekki langtímaáhrif á raunhagkerfið. Sum tæki þjóðhagsvarúðar, eins og LTV-hlutföll, hafa mikil og ólík áhrif á stöðu einstakra þjóðfélagshópa. Þar með skapast ákveðin umboðsvandi, sem hægt er að leysa með samráði við önnur stjórnvöld. Stefán Jóhann Stefánsson (2014) bendir á mikilvægi þess að ábyrgð stjórnenda Seðlabankans sé skýr og vinnubrögðin gegnsæ til að tryggja lögmæti þeirra verkefna sem honum eru falin og sátt um starfsemina. Goodhart (2008) hefur bent á að mikilvægur mælikvarði á sjálfstæði seðlabanka sé óskoruð yfirráð hans yfir eigin efnahagsreikningi.

Þegar kemur að ákvörðunum um tekjur og gjöld ríkissjóðs, sem hafa áhrif á skiptingu gæða á milli þjóðfélagshópa, eiga slíkar pólitískar ákvarðanir að lúta vilja stjórnámanna sem hafa umboð frá kjósendum.⁷⁹ Á sama hátt á ríkisstjórn að ákveða hvort opinberu fé er veitt í því skyni að varðveita fjármálastöðugleika með því t.d. að forða kerfislega mikilvægu fjármálafyrirtæki frá gjaldþroti.⁸⁰

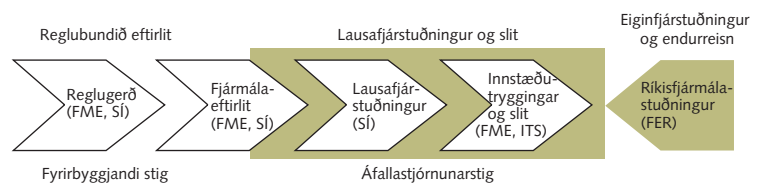
Vald seðlabanka er einnig takmarkað af því að hann getur aðeins veitt lausafjárþyngingargreiðslu á grundvelli veða sem eiga að vera trygg. Þannig er lánun seðlabanka til fjármálafyrirtækja minni hætta búin. Um leið þarf seðlabanki góð og tímanleg gögn um gjaldfærni bankans til að meta gæði veðanna. Slík skil á milli ákvarðana stjórnsýslustiganna eru gagnleg við að verja orðspor seðlabankans, sem er viðkvæmara þegar kemur að ákvörðunum sem snerta afmarkaða einkahagsmuni eða ráðstöfun opinberra fjármuna. Seðlabanki á þá síður á hættu að sogast inn í öldurót hinnar pólitísku umræðu sem getur skaðað orðspor hans.⁸¹

Mynd 12 sýnir hvar valdmörk FME og Sí enda og við tekur vald fjármála- og efnahagsráðuneytisins, tengt ákvörðun um endurreisn fjármálafyrirtækis á áfallastjórnunarstigi. Stefnuhlutverk seðlabanka takmarkast við lausafjárstuðning við banka gegn góðum veðum en FME við slit fyrirtækja.⁸² Þessi skil á milli ráðuneytis og eftirlitsstofnana verða alltaf einhverri óvissu háð, sérstaklega í miðju fjármálaáfalli ef lausafjárkreppa tekur að umbreytast í eiginfjárkreppu. Það dregur fram þörfina fyrir góða og tímanlega upplýsingagjöf á milli eftirlitsstofnana, til að þær geti veitt ráðuneytinu viðeigandi ráðgjöf um slit eða endurreisn.

Mynd 12

Stig fjármálaeftirlits

(frá reglugerð til ríkisfjármálastuðnings)



Sí: Seðlabanki Íslands; FME: Fjármálaeftirlit; ITS: Innstæðuþryggingasjóður; FER: Fjármála- og efnahagsráðuneyti.
Heimildir: Schoemaker (2013), Þorsteinn Þorgeirsson.

79. Benda má á að umræða hefur aukist undanfarin ár um að takmarka svigrúm stjórnámanna við slíkar ákvarðanir, með t.d. fjármálareglum.

80. Þó getur peningastefnunefnd þurft að taka mið af áhrifum slíkrar aðgerðar á peningamagn og eftirspurn í ákvörðunum sínum.

81. Dæmi um slíka umræðu er bók Björns Jóns Bragasonar (2016) um gjaldeyriseftirlitið. Með losun hafta verður fyrirsjáanleg breyting á umsvifum og störfum þess í Sí.

82. Buiter (2014) leggur ríka áherslu á þessi skil í ákvörðunum og valdi seðlabanka og ríkissjóðs.

Ef allt varúðareftirlit FME er sameinað á vettvangi SÍ, fær SÍ formlega hlutverk við slitameðferð en héraðsdómur er þó áfram ákvörðunaraðilinn. Ákvörðun um að endurreisa viðskiptabanka í vanda með opinberu fjármagni verður þó ekki tekin án aðkomu ríkisstjórnarinnar. Við það takmarkast núverandi valdsvið FME, en heimildir stofnunarinnar ná ekki til þess að ákveða opinber framlög. Sameining þessara verkefna á vettvangi SÍ breytir engu um þau valdmörk. Þá má geta þess að í eðlilegu árferði reynir lítið á þau verkefni. Þegar áföll dynja yfir er hins vegar eðlilegt að ríkisstjórnin hafi aðkomu að ákvörðunum eins og nýfengin reynsla sýnir.⁸³ Einnig er mikilvægt að hafa hugfast að valdi stofnana ríkisins eru takmörk sett af Alþingi. Fjármála- og efnahagsráðuneytið fer með málaflokk FME en forsætisráðuneytið með málefni SÍ. Ráðuneytin hafa að öðru leyti lítið um störf sjálfstæðra stofnana að segja. Alþingi skipar í ráð eða stjórnir sem bera ábyrgð á að starfsemi sé í samræmi við góða stjórnsýsluhætti og þau lög og reglugerðir sem gilda þar um. Með sameiningu þessara stofnana væri eðlilegt að mál þeirra heyrðu á ný undir eitt og sama ráðuneytið.

Ávinningurinn af sameiningu er sá að sú starfsemi sem nú fer fram innan FME og SÍ, fer þá fram innan einnar stofnunar sem gegnir veigamiklu hlutverki í lausafjárþrengingum sem lánveitandi til þrautavara og fær hún þá greiðan aðgang að öllum nauðsynlegum upplýsingum sem verða til í starfseminni. Um leið myndast svigrúm til að uppskera margvísleg samlegðaráhrif í hinni sameinuðu starfsemi sem eykur skilvirkni í störfum hennar. Þá telur IMF (2017) að sjálfstæði eindarvarúðareftirlits sé betur borgið innan Seðlabanka Íslands. Eins og fjallað er um í kafla 3 er TTL til þess fallið að styrkja stefnumótun á sviðum peningalegs og fjármálalegs stöðugleika með jákvæðum áhrifum á þjóðhagslegan árangur starfseminnar.

4.7 Rösk fyrir sameiningu varúðareftirlits í seðlabanka

Mikilvægt er að svara þeirri spurningu hvort það geti talist viðeigandi kostur fyrir Ísland að byggja áfram á því grunnskipulagi fjármálaeftirlits sem var við lýði þegar íslensku bankarnir féllu og felur enn í sér ákveðna galla þrátt fyrir úrbætur. Með frjálst flæði fjármagns er mikilvægt að til staðar sé eftirlitsumgjörð sem er eins vel í stakk búin að takast á við fjármálaeftirlit í kerfislegu samhengi og kostur er. Varúðareftirlitið þarf ekki bara að fylgjast með nýju viðskiptabönkunum sem verða í auknum mæli háðir fjármögnun á alþjóðlegum mörkuðum heldur þarf það að fylgjast með fjármálakerfinu í heild og flæði fjármagns inn og út úr landinu.

Sameining varúðareftirlits á vettvangi SÍ er líkleg til þess að leiða til þess að þekking og upplýsingar muni nýtast betur en raunin hefur verið í núverandi skipulagi og þrátt fyrir tilkomu fjármálastöðugleikaráðs.⁸⁴ Þá benda Hanson, Kashyap og Stein (2011) á að þar sem slík

83. Fjármálaeftirlit í Bandaríkjunum er enn í viðjum mikillar kerfisáhættu tengt því að margir bankar sem fengið hafa mikinn stuðning hins opinbera eru enn of stórir til að falla, en sú staða hefur krafist viðvarandi þátttöku fjármálaráðuneytis landsins í framkvæmd þjóðhagsvarúðarstefnunnar.

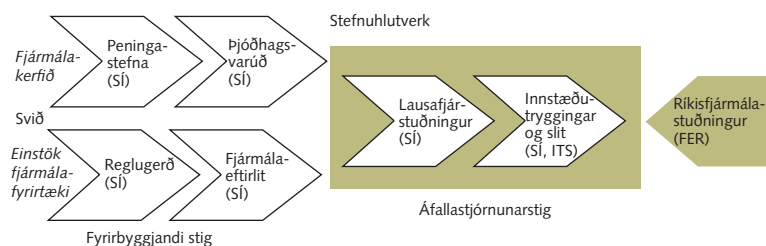
84. SÍ veitti lausafjáraðstoð sem byggðist á vanmati á eiginfjárvanda bankanna. FME framkvæmdi álagspróf á íslensku bönkunum sumarið 2008 sem fól í sér ofmat á lausafjáraðstöðu bankanna. Gríðarlegt tap varð á fjármunum skattgreiðenda.

ráð byggja á aðkomu margra eftirlitsstofnana verður meiri möguleiki á valdabaráttu (e. turf wars) sem dregur úr virkni starfsins. Nýleg reynsla Svía er til marks um það.

Skýr markmið, ábyrgð, hlutverk og umboð þurfa að vera til staðar til að stofnun sem fer með þessi verkefni hafi rétta hvata til að byggja upp viðeigandi þekkingu og mannauð til að auka líkur á réttri greiningu og mati á stöðunni hverju sinni. Skilvirkni við mótun og framkvæmd fjármálaeftirlits er líkleg til að aukast og samræming í stefnumótun er líkleg til að bæta árangur eftirlitsstarfsins í heild. Það að ábyrgð og umboð séu skýrt skilgreind og falin einni stofnun er einnig líklegt til að hafa þau áhrif að ákvarðanatakan verði tímanlegri, markvissari og trúverðugri. Þjóðhagsvarúðareftirlit og framkvæmd peningastefnu byggjast á kerfislegri nálgun í TTL og njóta góðs af upplýsingum sem myndast við eftirlit með lausafjár- og eiginfjárstöðu einstakra fjármálafyrirtækja. Eftirlit með fjármálastöðugleika og einstökum fjármálafyrirtækjum myndi áfram eiga sér stað í aðskildum einingum en áhersla yrði lögð á skilvirkt flæði upplýsinga og þekkingar á milli þeirra. Slíkt er auðveldara að tryggja þegar hinar tengdu einingar lúta sömu yfirstjórn. Þá hefur ítarlega verið fjallað um kosti þessa skipulags fyrir framkvæmd og árangur peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu.

Mynd 13

Hugmynd að nýju skipulagi fjármálaeftirlits á Íslandi (TTL)



SÍ: Seðlabanki Íslands; ITS: Innstæðutryggingasjóður; FER: Fjármála- og efnahagsráðuneyti.
 Heimildir: Schoenmaker (2013), Þorsteinn Þorgeirsson.

Mynd 13 dregur fram helstu þætti fjármálaeftirlits í tillögu að nýju skipulagi fyrir fjármálaeftirlit á Íslandi, tveggja turna líkani. Stefnuhlutverk Seðlabanka Íslands mun breytast við að varúðareftirlit í heild er formlega fært á vettvang hans. Með ábyrgð á báðum sviðum varúðareftirlits fær bankinn hlutverk við slit fjármálafyrirtækja, en endanlegar slíkar ákvarðanir verða í dómskerfinu og ákvörðun um endurreisn fallins fjármálafyrirtækis verður áfram hjá fjármála- og efnahagsráðuneytinu.

Hvernig fjármálaeftirlit er framkvæmt í landinu og í alþjóðasamstarfi mun breytast til samræmis við nýtt skipulag (mynd 14). Þjóðhagsvarúðarnefnd mun veita leiðbeiningar og tilmæli til eindarvarúðareftirlits og viðskiptaháttaeftirlits, sem munu byggjast á grunni FME. Viðskiptaháttaeftirlitið mun færast frá eindarvarúðareftirlitinu og mynda nýja stofnun.⁸⁵ Sú breyting er að einhverju leyti þegar komin

85. Skoða má ef ástæða er til að færa hinni nýju stofnun verkefni sem Neytendastofa og Samkeppniseftirlitið inna nú af hendi á þessu sviði og varða hag neytenda fjármálaþjónustu.

Eftirfarandi atriði styðja það að varúðareftirlit í heild, bæði þjóðhagsvarúðar- og eindarvarúðareftirlit, verði sameinað í Seðlabanka Íslands:

1. Á grundvelli breyttra hugmynda á sviði hagstjórnar voru verkefni peninga- og fjármálastöðugleika aðskilin í aðdraganda bankakreppunnar. Sí var ábyrgur fyrir eftirliti með fjármálastöðugleika og lausafjareftirliti og -stöðu en FME var ábyrgt fyrir eindarvarúðareftirliti að öðru leyti. Skipulagið veitti ekki hentuga umgjörð til að styðja við fjármálastöðugleika.
 - o Tvískipt skipulag hefti upplýsingaflæði á milli FME og Sí.
 - o Hvorug stofnunin hafði næga yfirsýn né leiðandi ábyrgð.
 - o Óhagræði var af tvíverknaði þar sem verkefnin skarast.
 - o Ófullnægjandi fjárfesting var í viðeigandi þekkingu.
 - o Afdrifark og kostnaðarsöm mistök urðu í fjármálaeftirliti.
2. Nýjar hugmyndir um bætt fyrirkomulag þessara mála hafa leitt til breytinga á vettvangi fjármálaeftirlits á Íslandi t.d. með stofnun fjármálastöðugleikaráðs. Þær breytingar ganga hins vegar ekki nógu langt við að samþætta upplýsingamiðlun, mannauð og þekkingu í stjórnslunni.
 - o Tímanlegar upplýsingar um lausafjár- og eiginfjárstöðu banka eru líklegri í TTL.
 - o TTL er til þess fallið að skapa samlegðaráhrif í rekstri varúðareftirlits og kostnaðarhagræðingu.
3. Sí er eðlilegur vettvangur fyrir eftirlit með fjármálakerfinu vegna hins miðlæga hlutverks sem hann gegnir í því:
 - o Hefur einkarétt á útgáfu reiðufjár.
 - o Tekur við bindiskyldum innstæðum frá bönkum.
 - o Fer með lausafjareftirlit og -stöðu hjá bönkum.
 - o Veitir bönkum þrautavarálan gegn trygguðum veðum.
 - o Starfrækir kerfislega mikilvæga fjármálainnviði.
 - o Framkvæmir peningastefnu með viðskiptum við banka.
 - o Leitast við að draga úr gengissveiflum sem ógnað geta peningalegum og fjármálalegum stöðugleika.
4. Hin tvö svið varúðareftirlits eru nátengd. Þjóðhagsvarúð felur í sér þjóðhagslega nálgun við fjármálastöðugleika en eindarvarúð miðast við styrk og öryggi einstakra banka.
 - o Bankastarfsemi er oft uppspretta fjármálaóstöðugleika og eindarvarúðareftirlit er að hluta undirstaða þjóðhagsvarúðarstefnu.
 - o Í kerfislegri nálgun að varúðareftirliti hefur þjóðhagsvarúðarstefna forgang við skipulag, stefnumótun og framkvæmd eftirlitsstarfsins.
 - o Þar sem seðlabanki hefur sérþekkingu á þjóðhagslegri nálgun vegna tenginga peninga-, fjármála- og hagsveiflna er eðlilegt að hann leiði starfið.
5. Stýritæki peningastefnu- og þjóðhagsvarúðarnefnda hafa áhrif á markmið hvor annarrar sem kallar á samræmingu þeirra. Það er hægt að gera með óbindandi ráðgjöf og forgangsröðun í sjálfstæðri ákvarðanatöku. Það sama á við um stýritæki og störf eindarvarúðar- og þjóðhagsvarúðarnefnda.
 - o Þekking á fjármálastarfsemi er orðin mikilvægari fyrir þjóðhagslíkön og mat á efnahagsþróun.
 - o Hugmyndafræði um aðskilnað peningalegs og fjármálalegs stöðugleika hefur vikið fyrir hugmyndafræði um nána samþættingu þeirra og sameiginlegt hliðarmarkmið um þjóðhagslegan stöðugleika.
 - o Aukin samræming í starfi peningastefnu- og þjóðhagsvarúðarnefnda bætir stefnumótun beggja.
 - o Aukin samþætting í starfi eindarvarúðareftirlits er mikilvæg til að vernda skattgreiðendur fyrir kostnaðarsömum fjármálaáföllum.

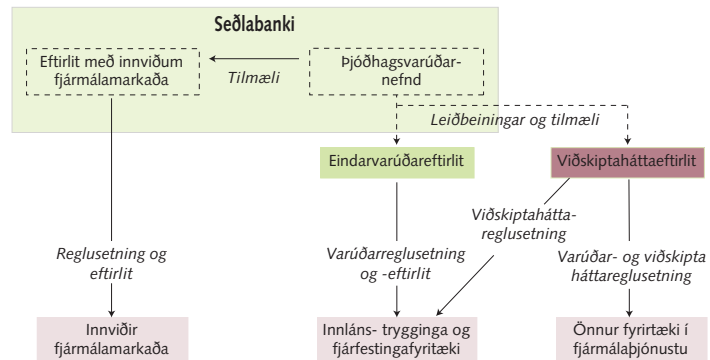
Rammagrein 3

Rök fyrir sameiningu varúðareftirlits í seðlabanka

- o Nánari tenging eindarvarúðarstefnu við þjóðhagsvarúðarstefnu er einnig mikilvæg til að bæta árangur varúðareftirlitsstarfsins í heild.
 - o Samræming þessara verkefna verður skilvirkust innan einnar stofnunar með sameiginlega yfirstjórn.
6. Skýr valdmörk verða til staðar eftir sameiningu sem tryggja að vinna peningastefnu- og þjóðhagsvarúðarnefnda miðast við faglega úrlausn reglubundinna verkefna en ekki kostnaðarsama ráðstöfun almannaþjá.
- o Seðlabanki með varúðareftirlit innanborðs veitir m.a. bönkum starfsleyfi, leiðbeinir fjármálafyrirtækjum, fer með leiðréttandi vald og veitir lausafjárstuðning.
 - o Héraðsdómur er úrskurðaraðili um slit banka.
 - o Ríkisstjórn og Alþingi ákveða um endurreisn banka.
7. Gott skipulag varúðareftirlits er nauðsynlegt vegna krefjandi aðstæðna heima fyrir og í hinu alþjóðlega fjármálakerfi.
- o Fjármálastarfsemi, sem er orðin mjög flókin, er líkleg til að halda áfram að samþættast alþjóðlega.
 - o Afnámi fjármagnshafta fylgir aukin kerfisáhætta.
 - o Samráð um fjármálastöðugleika á EES-svæðinu fer í auknum mæli fram í tengslum við starf kerfisáhætturáðs ESB og bankaefftirlits ECB, þar sem seðlabankar gegna leiðandi hlutverki.
 - o Seðlabanki með varúðareftirlit innanborðs og í virku alþjóðlegu samstarfi er líklegri til að geta takmarkað kerfisáhættu á innlendum og alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Mynd 14

Framkvæmd fjármálaeftirlits á vettvangi seðlabanka (TTL)



Heimild: Engelsbanki.

fram með tilkomu fjármálastöðugleikaráðs, sérstaklega að því er skipulagslegt ferli leiðbeininga og tilmæla varðar. Það sem breytist er meira svigrúm til samræmingar nú skipulagslega ótengdra stefnunefnda og aukin skilvirkni í notkun upplýsinga og mannaúds í heildstæðu starfi seðlabankans með varúðareftirlit innanborðs. Í TTL er gert ráð fyrir að eindarvarúðareftirlit verði aðskilið frá öðrum verkefnum bankans, þar sem áhersla í vinnu eindarvarúðareftirlits er ekki þjóðhagsleg í eðli sínu. Undantekning er eftirlit með kerfislega mikilvægum bönkum. Fjarlægð á milli þjóðhagslegs hlutverks og varúðareftirlits minnkar þó til muna með hinu nýja skipulagi, þar sem þessi ólíku en tengdu svið verða í nánara samneyti. Í því felst ávinningur fyrir störf tveggja meginnefnda seðlabankans, peningastefnunefndar og þjóðhagsvarúðarnefndar.

Í nýrri skýrslu IMF (2017) er lagt til að stór skref verði stigin við að veita bankaeftirliti og reglusetningu aukin völd og sjálfstæði á Íslandi með því að sameina eftirlit með öryggi og traustleika (e. safety and soundness) banka á vettvangi Seðlabanka Íslands. Eins og í þessari skýrslu horfir IMF aðallega til tveggja turna líkansins í þessu samhengi. Mörg af sömu rökum og reifuð eru í þessari skýrslu koma fram í álitu IMF, t.d. aukin áhætta tengd frjálsu fjármagnsflæði. IMF telur jafnframt að FME sé ekki nægilega einangrað frá stjórn málaferlinu. Niðurstaða IMF er að takmörk í upplýsingamiðlun á milli FME og SÍ geti framkallað átök, bil og samræmingarvanda. Til að laga þessi vandamál leggur IMF jafnframt til að lögum nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi verði breytt og að það verði gert að forgangsatríði.

5. Niðurstaða

Margar skýrslur um lærdóma af hinni alþjóðlegu bankakreppu og þær umbætur sem framkvæmdar hafa verið í skipulagi fjármálaeftirlits undanfarin ár fela í sér það álit að sú umgjörð sem byggist á skipulagslegum aðskilnaði verkefna á sviðum peningalegs og fjármáalegs stöðugleika hafi ekki verið nógu góð til að sporna á móti uppgangi þess ójafnvægis sem leiddi til bankakreppunnar. Umgjörðin gæti jafnframt hafa átt þátt í því að næg þekking á vanda fjármálakerfisins byggðist ekki upp og stjórnvöld voru of svifasein að bregðast við vanda sem á endanum fór úr böndunum. Í grunninn byggðist aðskilnaðurinn á gallaðri hugmyndafræði um það hvernig best er að byggja upp stjórnkerfi til yfirsýnar og úrlausnar þessara tveggja verkefna. Í kjölfar kreppunnar hefur ný hugmyndafræði orðið til sem byggist á þeirri grunnhugsun að líta beri á fjármálastöðugleika sem kerfislegt atriði og að uppbygging eftirlitskerfisins þurfi að endurspegla það.

Til að styrkja forsendur fjármálastöðugleika þarf að útbúa heildstæða eftirlits- og regluumgjörð fyrir fjármálakerfið. Stigin hafa verið skref í þá átt hér á landi með samstarfssamningi FME og SÍ og stofnun fjármálastöðugleikaráðs. Síðari breytingin er líkleg til að bæta ákvarðanatökuna að hluta til en hún nýtir ekki möguleg samlegðaráhrif í rekstri viðkomandi stofnana. Mikilvægasta skrefið að því marki að styrkja umgjörð fjármálastöðugleika á Íslandi er að sameina fjármálaeftirlitsstarfsemina í heild á vettvangi SÍ. Þá verður lausafjár- og eiginfjárefntilrit með viðskiptabönkunum aftur í nauðsynlegri nálægð við ákvarðanatöku á sviðum peninga- og þjóðhagsvarúðarstefnu. Í framhaldi af því þarf að auka samþættingu hinna tveggja sviða varúðar- eftirlits, eindar- og þjóðhagsvarúðareftirlits. Jafnframt þarf að huga að skilvirkri samræmingu peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu sem virðir sjálfstætt hlutverk beggja nefnda. Flæði upplýsinga og nálægð þekkingar innan einnar stofnunar er líklegt til að efla öll hennar störf og bæta árangurinn í stefnumótun á þessum tengdu sviðum.

Eðlilegt er að fela seðlabanka aukið hlutverk á sviði varúðareftirlits vegna mikilvægis hans í peninga- og lánakerfinu og þjóðhagslegrar nálgunar í störfum hans. Skynsamleg sameining þessara verkefna í einni stofnun er til þess fallin að auka skilvirkni og framleiðni með því að nýta betur mannauð, upplýsingar, tækni og þekkingu við framkvæmd þessara verkefna en það mun leiða til öruggari og tímanlegri ákvarðanatöku í stjórnkerfinu. Fyrir fámenna þjóð er jafnframt skyn-

samlegt að nýta mögulegt svigrúm til að auka hagkvæmni í opinberum rekstri, ekki síst ef því fylgir bættur árangur í starfi. Sú skipan mun einnig falla vel að samstarfi um þessi mál á EES-svæðinu. Mikilvægt hlýtur að teljast fyrir lánstraustið, nú þegar hagkerfið er orðið mun opnara, að Ísland sýni umheiminum fjármálaeftirlitskerfi sem er bæði eins trúverðugt og virkt og framast er unnt.

Heimildir

- Alpanda, Sami, Gino Cateau and Césaire Meh (2014). A policy model to analyze macroprudential regulations and monetary policy. *BIS Working Papers*, No. 461. September.
- Angelini, Paolo, Stefano Neri and Fabio Panetta (2012). Monetary and Macroprudential policies. *ECB Working Paper Series*, No. 1449. July.
- Angelini, Paolo, Sergio Nicoletti-Altamari and Ignazio Visco (2012). Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs. *Bank of Italy Occasional Papers*, No. 140. November.
- Anna Lilja Þórisdóttir og Kjartan Kjartansson (2012). Deilt var um starf samráðshópsins. Morgunblaðið. 14. mars.
- Armstrong, Angus, Francesco Caselli, Jagjit Chadha and Wouter den Haan (2014). It's time to deploy macroprudential policy: results from the Centre for Macroeconomics July Survey. *VoxEU.org*. 8 July.
- Asso, Pier Francesco, George A. Kahn and Robert Leeson (2010). The Taylor Rule and the Practice of Central Banking. *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, RWP 10-05. February.
- Bagehot, Walter (1866). "What a Panic Is and How It Might Be Mitigated." Endurprentað í Collins, Michael (1993). *Central Banking in History*, Vol. 7. Aldershot, England; Edward Elgar.
- Barnea, Emanuel, Yoram Landskroner and Meir Sokoler (2011). The Interaction of Monetary Policy and Financial Stability: Lessons from the 2007 Crisis. *Social Sciences Research Network*. February 17.
- Batra, Ravi (2015). *End Unemployment Now: How to Eliminate Joblessness, Debt, and Poverty Despite Congress*. Palgrave Macmillan Trade. New York.
- Batra, Ravi (1985). *Regular Economic Cycles: Money, Inflation, Regulation and Depressions*. St. Martin's Press. New York.
- Bean, Charles (2015). Discussion of "Applying an Inflation Targeting Lens to Macroprudential Policy 'Institutions'". *International Journal of Central Banking*. September.
- Beck, Thorsten, and Daniel Gros (2012). Monetary Policy and Banking Supervision: Coordination instead of Separation. *CESifo Forum*, 4/2012.
- Bernanke, Ben S. (2004). The Great Moderation. Remarks at the meetings of the *Eastern Economic Association*, Washington, DC. February 20.
- Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder (1988). Is it Money or Credit, or Both, or Neither? Credit, Money and Aggregate Demand. *AEA Papers and Proceedings*. May.
- Birgir Ísleifur Gunnarsson (1997). Ræða á ársfundi Seðlabanka Íslands. 31. mars.
- Björn Jón Bragason (2016). *Gjaldeyriseftirlitið: Vald án eftirlits?*. Almenna Bókafélagið.
- Blanchard, Olivier (2014). Where danger lurks. *VoxEU.com*. 3 October.
- Bordo, Michael D. (2014). Lessons learned for monetary policy from the recent crisis. *mBank – CASE Seminar Proceedings*, No. 130. March 3.
- Bordo, Michael D. (2007). A Brief History of Central Banks. *Economic Commentary*. *Cleveland Fed*. December 1.
- Brereton, Natasha, and Terence Roth (2009). Cameron Says BOE Should Steer Macroprudential Regulation. *The Wall Street Journal*, November 23.

- Brunnermeier, Markus K. (2013). Financial Dominance. Presentation at Raghuraj Rajan's *Deutsche Bank Prize* ceremony, Frankfurt, September 26.
- Brunnermeier, Markus K., and Yuliy Sannikov (2010). A Macroeconomic Model with a Financial Sector. *Society for Economic Dynamics Meeting Papers*, 1114.
- Buiter, Willem H. (2016). "Dysfunctional Central Banking; The End of Independent Central Banks or a Return to 'Narrow Central Banking' – or Both?" Citi Research, Multi-Asset, *Global, Global Economics View*. 21 December.
- Buiter, Willem H. (2014). Central Banks: Powerful, Political and Unaccountable? *CEPR Discussion Paper*, No. 10223. October.
- Buiter, Willem H. (2009). The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics. *VoxEU.com*. 6 March.
- Buiter, Willem H. (2007). The Central Bank as Market Maker of last Resort. *Financial Times*, August 12.
- Canuto, Otaviano, and Matheus Cavallari (2013). Monetary Policy and Macro Prudential Regulation: Whither Emerging Markets. In *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*. World Bank. October.
- Canuto, Otaviano, and Matheus Cavallari (2013). Monetary Policy and Macroprudential Regulation: Whither Emerging Markets. World Bank Policy Research *Working Paper* No. 6310. January 1.
- Carlyle, Tristan (2013). Haldane dismisses talk of monetary and macro-prudential tensions. *Risk magazine*. 14 October.
- Carmichael, Jeffrey, Alexander Fleming and David T. Llewellyn (2004). Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs: The South African Case. *The World Bank*. October
- Caruana, Jaime (2015). The international monetary and financial system: eliminating the blind spot. Panel remarks at the IMF conference "Rethinking macro policy III: progress or confusion?" 16 April.
- Caruana, Jaime (2014). Redesigning the central bank for financial stability responsibilities. Speech on the occasion of the 135th Anniversary Conference of the Bulgarian National Bank, *BIS*. 6 June.
- Castillo, Paul, Cesar Carrera, Marco Ortiz and Hugo Vega (2014). Spillovers, capital flows and prudential regulation in small open economies. *BIS Working Papers*, No. 459. September.
- Central Banking (2014). Riksbank board grappling with 'genuine policy dilemma'. 8 January.
- Central Banking (2013). Swedish policy-makers clash on mortgage risk weights. 17 October.
- Claessens, Stijn (2016). Macroprudential and Capital Flows Management Policies in a World with Demand for Safe Assets. South African Reserve Bank Conference. 27-28 October.
- Claessens, Stijn (2014). An Overview of Macroprudential Policy Tools. *IMF Working Paper*, WP/14/214. December.
- Claessens, Stijn (2013). Interactions between Monetary and Macroprudential Policies in an Interconnected World. *IMF Conference*, Bangkok. October 25.
- Constâncio, Vítor (2015). Financial stability risks, monetary policy and the need for macro-prudential policy. Speech at Warwick Economics Summit. ECB. 13 February.
- Constâncio, Vítor (2014). Making macro-prudential policy work. Speech at high-level seminar organised by *De Nederlandsche Bank*. 10 June.
- Daniélsson, Ásgeir, Ólafur Sindri Helgason and Stefán Thórarinnsson (2016). Estimating the Natural Interest Rate for Iceland: An Exploratory Study. Central Bank of Iceland Working Paper No. 74. December 5.
- DePaoli, Bianca, and Matthias Paustian (2013). Coordinating Monetary and

- Macroprudential Policies. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 653. November.
- Drehmann, Mathias, Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis (2012). Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term! *BIS Working Papers*, No 380. June.
- Eichengreen, Barry (2015). Time to get serious about bank reform. *Prospect Magazine*. February issue.
- Einarsson, Bjarni G., Kristófer Gunnlaugsson, Thorvardur Tjörvi Ólafsson and Thórarinn G. Pétursson (2016). Small open economies in the vast ocean of global high finance. Central Bank of Iceland *Working Paper*, No. 73. October.
- European Banking Authority (2014). EBA Opinion on the macroprudential rules in CRR/CRD. Review of the Macroprudential Rules in CRR/CRD, EBA/Op/2014/06. 30 June.
- Fischer, Stanley (2012). Keynote Speech at the *IMF's Fiscal Forum*. April 18.
- Fisher, Paul (2014). Microprudential, macroprudential and monetary policy: conflict, compromise or co-ordination? Speech at Richmond University, London. 1 October.
- Fjármála- og efnahagsráðuneytið (2014). Umbætur á löggjöf á fjármálamarkaði, Greinargerð um löggjafarvinnu á fjármálamarkaði á 144. löggjafarþingi. September.
- Fjármálaráðuneytið (2009). *Þjóðarbúskapurinn - Haustskýrsla 2009*. Október.
- Fleming, Sam (2014). Macroprudential policy can be a useful tool. *Financial Times*. October 9.
- Fox, Benjamin (2014). ECB takes control as EU bank supervisor. *EU Observer*. 4. November.
- Furlanetto, Francesco, Paolo Gelain and Marzie Taheri Sanjani (2014). Output Gap in Presence of Financial Frictions and Monetary Policy Trade-offs. *IMF Working Paper*, WP/14/128. July 18.
- Galbraith, James K. (2008). The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus. Speech at 25th Annual Milton Friedman Distinguished Lecture at *Marietta College*, Marietta, Ohio. March 31.
- Gelain, Paolo, and Pelin Ilbas (2014). Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation. *National Bank of Belgium Working Paper Research*, No. 258. May.
- Ghilardi, Matteo, and Shanaka J. Peiris (2014). Capital Flows, Financial Intermediation and Macroprudential Policies, *IMF Working Papers*, WP/14/157. August 21.
- Goodfriend, Marvin (2007). How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 13580. November.
- Goodhart, Charles (2008). The Regulatory Response to the Financial Crisis. Edwin Elgar.
- Goodhart, Charles (1995). Some Regulatory Concerns. LSE, Financial Markets Group, Special Paper 79. December.
- Goodhart, Charles, and Dimitrios P. Tsomocos (2012). Analysis of financial stability. In *The Challenge of Financial Stability: A new model and its applications*, Editors Charles Goodhart and Dimitrios P. Tsomocos. Edward Elgar.
- Guðmundsson, Már, and Thorsteinn Thorgeirsson (2010). Fault lines in cross-border banking: Lessons from the Icelandic case. In *Contagion and Spillovers: New Insights from the Crisis*. Editors P. Backé, E. Gnan and P. Hartmann. SUERF Studies, nr. 5/2010.
- Hanson, Samuel G., Anil K Kashyap, and Jeremy C. Stein (2011). A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, Nr. 1. Winter.
- Harmanta, Nur M., Adhi Purwanto, Aditya Rachmanto, and Fajar Oktiyanto

- (2013). Monetary and Macroprudential Policy Mix under Financial Frictions Mechanism with DSGE Model. *Bank of Indonesia*. Desember.
- Hawkesby, Christian (2000). The Institutional Structure of Financial Supervision: A cost-benefit approach. Paper presented at conference on "Rules, Incentives and Sanctions: Enforcement in Financial Regulation", *London School of Economics*. 26 May.
- Holmström, Bengt, and Jean Tirole (2011). *Inside and Outside Liquidity*. The MIT Press. January.
- IMF (2017). "Iceland: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission". March 28
- IMF (2014). Staff Guidance Note on Macroprudential Policy. *International Monetary Fund*. November 6.
- IMF (2013). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. *International Monetary Fund*. January 29.
- IMF Fact Sheet (2011). Transparency in Monetary and Financial Policies. September 14.
- IMF-FSB-BIS (2016). Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience. Financial Stability Board. 31 August.
- Issing, Ottmar (2003) "Monetary and Financial Stability: Is There a Tradeoff?" *BIS Working Paper*, No. 18, September.
- Jännäri, Kaarlo (2009). "Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: past, present and future." Forsætisráðuneytið, Reykjavík. 30. mars.
- Jonsson, Magnus, and Kevin Moran (2014). The linkages between monetary and macroprudential policies. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2014:1.
- Kiley, Michael T., and Jae W. Sim (2012). Intermediary Leverage, Macroeconomic Dynamics, and Macroprudential Policy; Version 3.0. *Federal Reserve Board*. December 10.
- Kincaid, Russell, and Max Watson (2014). International Policy Coordination: Macroprudential policies and the 'new normal'. Political Economy of Financial Markets. *University of Oxford*. March.
- Koetter, Michael, Kasper Roszbach and Giancarlo Spagnolo (2014). Financial Stability and Central Bank Governance. *International Journal of Central Banking*, vol. 10, nr. 4. December.
- Kohn, Donald (2013). The interactions of macroprudential and monetary policies: a view from the Bank of England's Financial Policy Committee. Speech at the Oxford Institute for Economic Policy. *Bank of England*. 6 November.
- Korinek, Anton, and Alp Simsek (2014). Liquidity Trap and Excessive Leverage. *IMF Working Paper*, WP/14/129. July 21.
- Kuepper, Justin (2016). 5 Ways a Fed Rate Hike Could Impact Emerging Markets. *The Balance*. December 14.
- Kydland, Finn, and Edward Prescott (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, volume 85, issue 3. June.
- Large, Andrew (2012). Fjármálastöðugleiki og hlutverk *Seðlabanka Íslands*. Seðlabanki Íslands, Sérít nr. 8, október.
- Lawton, David (2014). Regulatory Developments and the Changing Market Structure. Speech at the *American Bar Association Capital Markets Conference*, London. 27 February.
- Llewellyn, David T. (2006). Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues. Paper at *World Bank* seminar on Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC, 6-7 June.
- Lopez, David (2011). Financial Crises, Reform, and Central Banking: Establishing the Federal Reserve. *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
- Malovana, Simona, and Jan Frait (2016). Monetary Policy and Macroprudential Policy: Rivals or Teammates? *IES Working Papers*, No. 19.

- Martin, Alberto, and Jaume Ventura (2014). Managing Credit Bubbles. *IMF Working Paper*, WP 14/95. June 9.
- Masciandaro, Donato (2013). The Monetary Phoenix: Central Bank Independence from the Great Inflation to the Great Recession. *Baffi Center Research Paper*, No. 2013-147. December.
- Masciandaro, Donato, and Marc Quintyn (2013). The Evolution of Financial Supervision: the Continuing Search for the Holy Grail. *SUERF 2013 Jubilee book*.
- McCombie, J.S.L., and M. Pike (2012). The End of the Consensus in Macroeconomic Theory? A Methodological Inquiry. *Cambridge Centre for Economic and Public Policy*, CCEPP WP02-12.
- Mishkin, Frederic (2001). "Financial policies and Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries." *NBER Working Papers* 8087, January.
- Mishra, Prachi, Kenji Moriyama and Papa M'B. P. N'Diaye (2014). Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets. *IMF Working Paper*, WP/14/109. June 17.
- Miyajima, Ken, M.S. Mohanty and James Yetman (2014). Spillovers of US unconventional monetary policy to Asia: the role of long-term interest rates. *BIS Working Papers*, No. 478. December.
- Mundell, Robert (1962). The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, *IMF Staff Papers*, no. 9. 70-79.
- Nikiforos, Michalis (2017). A nonbehavioral theory of saving. *Journal of Post Keynesian Economics*, Volume 39, 2016 - Issue 4. 25 January.
- Obstfeld, Maurice (2017). A Shifting Global Economic Landscape: Update to the World Economic Outlook. *IMFdirect*. January 16.
- Ozkan, F. Gulcin and D. Filiz Unsal (2014). On the use of Monetary and Macroprudential Policies for Small Open Economies. *IMF Working Paper*, WP/14/112. June 24.
- Perugini, Cristiano, Jens Hölscher and Simon Collie (2013). Inequality, credit expansion and financial crises. *MPRA Paper*, no. 51336. 11 November.
- Piketty, Thomas (2014). *Capital in the twenty first century*. Harvard University Press.
- Rachdi, Houssein (2010). The Link between International Supervision and Banking Crises. *Panoeconomicus*. No. 3. 2 April. pp. 321-332.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis*. 12. apríl.
- Rochet, Jean-Charles (2008). Why Are There So Many Banking Crises? *Princeton University Press*.
- Sanjani, Marzie Taheri (2014). Financial Frictions and Sources of Business Cycle. *IMF Working Paper*, WP/14/194. October.
- Saphir, Ann (2017). Fed's Yellen says 'makes sense' to gradually raise interest rates. *Reuters Business News*. January 18.
- Schoenmaker, Dirk (2014). Macroprudentialism. *Centre for Economic Policy Research*. 14 December.
- Schoenmaker, Dirk (2013). An Integrated Financial Framework for the Banking Union: Don't Forget Macro-Prudential Supervision. European Commission, European Economy, *Economic Papers*, No. 495. April.
- Schoenmaker, Dirk (2011). The Financial Trilemma. *Duisenberg School of Finance - Tinbergen Institute Discussion Paper*, TI 11-019 / DSF 7.
- Seðlabanki Íslands (2012a). „Varúðarreglur eftir höft.“ *Skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra. Seðlabanki Íslands*, Sérít, nr. 6, ágúst.
- Seðlabanki Íslands (2012b). „Valkostir Íslands í gengis- og gjaldmiðlamálum. Seðlabanki Íslands, Sérít nr. 7, september.
- Seðlabanki Íslands (2011). „Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti.“ *Seðlabanki Íslands. Sérít nr. 5, janúar.*

- Seðlabanki Íslands (2010). „Peningastefnan eftir höft.“ *Seðlabanki Íslands. Sérít nr. 4*, desember.
- Shin, Hyun Song (2015). Macro-Prudential Tools: Gathering Evidence. Illustrated panel comments at the IMF Conference on Rethinking Macro Policy III - Session 2. April 15.
- Singer, Miroslav (2009). The Financial Crisis: Impacts on the Czeck Economy and Lessons for Supervisors. Speech at ILG meeting, Singapore. 10-11 February.
- Smets, Frank (2013). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? *Economic Review. Sveriges Riksbank, Special Issue*, 2013:3.
- Spencer, Grant (2014). Coordination of Monetary Policy and Macro-prudential Policy. Speech delivered to Credit Suisse Asian Investment Conference in Hong Kong, *Reserve Bank of New Zealand*. 27 March.
- Stefán Jóhann Stefánsson (2014). Sjálfstæði seðlabanka: Markmið, mælikvarðar, árangur. *Háskóli Íslands, MPA-ritgerð*. Febrúar.
- Svensson, Lars E.O. (2012). The Relation between Monetary Policy and Financial Policy. *International Journal of Central Banking*. January.
- Taylor, John B. (1993). “Discretion versus Policy Rules in Practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, no. 39. pp. 195–214.
- Tett, Gillian (2014). The macroprudential model back on the financial catwalk. *Financial Times*. May 22.
- Thimann, Christian (2014). How insurers differ from banks: Implications for systemic regulation. *VoxEU.org*. 17 October.
- Thorgeirsson, Thorsteinn, and Paul van den Noord (2013). The Icelandic banking collapse: was the optimal policy path chosen? *Central Bank of Iceland Working Paper*, No. 62. March.
- Thygesen, Niels (2003). Comments on The Political Economy of Financial Harmonisation in Europe, Jerome Kremers, Dirk Schoenmaker and Peter Wiers, Editors, *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar.
- Tinbergen, Jan (1952). On the Theory of Economic Policy. In *Contributions to Economic Analysis*, 2nd ed., Vol. 1. North-Holland, Amsterdam.
- Treanor, Jill, and Larry Elliott (2010). “George Osborne to strip FSA of City regulation powers.” *The Guardian*. 3 June.
- Tripe, David (2009). New Zealand and the Financial Crisis of 2008. *Centre for Banking Studies*. June.
- Tucker, Paul (2016). The objectives of financial stability policy. *VoxEU*. 28 September.
- Tucker, Paul (2013). Macroprudential policy at the Bank of England. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3.
- Turner, Philip (2016). Macroprudential policies, the long-term interest rate and the exchange rate. *BIS Working Papers* No. 588. October.
- Van Onselen, Leith (2014). More evidence NZ macroprudential is working. *Macro Business*. August 22.
- Verhelst, Stijn (2013). Assessing the Single Supervisory Mechanism: Passing the point of no return for Europe's Banking Union. *Egmont paper*, no. 58. June.
- Whelan, Karl (2012). Should Monetary Policy be separated from Banking Supervision? *European Parliament, IP/A/Econ/NT/2012-06*. December.
- Whittall, Christopher, Jon Sindreu and Brian Blackstone (2017). Central Banks Embrace Risk in Era of Low Rates. *The Wall Street Journal*. Jan. 23
- U.K. House of Commons (2012). The FSA's report into the failure of RBS. *Treasury Committee*, Fifth Report of Session 2012–13. 16 October.
- U.K. House of Lords (2010). Banking Supervision and Regulation. Chapter 5: *Financial Supervision in the United Kingdom*. October.
- U.K. Parliament (2008). The Future of Financial Regulation and Supervision, Chapter 5: *The reform of Macro-prudential supervision*. September.

- Underhill, Geoffrey R. D., and Xiaoke Zhang (2009). International financial governance under stress: global structures versus national imperatives. *Economic & Social Research Council*. Cambridge University Press.
- Þorsteinn Þorgeirsson (2017). Launa-framleiðnibilið og efnahagslegt jafnvægi. *Vísbending*, 9. tölublað, 35. árgangur. 9. mars.
- Ötker-Robe, inci (2014). Global Risks and Collective Action Failures: What Can the International Community Do? *IMF Working Paper*, WP/14/195. October.