

MAT Á FRAMMISTÖÐU SEÐLABANKA ÍSLANDS 2020-22

Pentti Hakkarainen, Patrick Honohan og Joanne Kellermann

Efnisyfirlit

Inngangsorð.....	2
Listi yfir skammstafanir.....	3
Samantekt.....	5
Formáli: Hvers er að vænta af seðlabanka og fjármálaeftirliti sem samþættri heild.....	9
Stöðugt verðlag og peningastefna.....	15
Fjármálastöðugleiki og regluverk.....	24
Eftirlit.....	32
Stjórnarhættir og skipulag.....	39
Skrá um helstu tilmæli.....	45
Myndir.....	47
Viðauki 1: Viðmælendaskrá.....	51
Viðauki 2: Erindisbréf.....	52

Inngangsorð

Í maí 2022 var okkur falið að gera fyrstu úttekt, samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands (SÍ) frá 2019, á því hvernig SÍ hefði tekist að uppfylla markmið um stöðugt verðlag, fjármálastöðugleika og stjórnun fjármálaeftirlits. Jafnframt skyldi litið til annarra þátta í starfsemi bankans, svo sem skipulags, verkaskiptingar og heimilda.

Þessi skýrsla hefur að geyma niðurstöður okkar og tillögur. Hún er ekki ítarleg endurskoðun, en er byggð á fundum sem fóru fram augliti til auglitis í Reykjavík í ágúst og nóvember og á fjarfundum, sem og völdum útgefnum og óútgefnum skjölum SÍ. Við erum afar þakklát þeim fjölmörgu aðilum sem deildu svo fúslega með okkur tíma sínum og þekkingu í viðtölum. Meðal þeirra eru seðlabankastjóri, aðstoðarseðlabankastjórar og háttsettir stjórnendur innan SÍ sem og aðilar sem fara með ákvarðanatöku og sinna eftirliti; ráðherrar í ríkisstjórninni og embættismenn í viðkomandi ráðuneytum; fulltrúar Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins og útvalinna fjármálastofnana (stóru bankanna þriggja og tveggja stórra lífeyrissjóða); og óháðir sérfræðingar.

Sérstakar þakkir fá Arnór Sighvatsson, Guðrún S. Gunnarsdóttir og Sigurður Páll Ólafsson sem aðstoðuðu við að skipuleggja heimsóknir okkar og leiðbeindu okkur gegnum margar stofnanaflækjur.

Starfslið Seðlabankans þýddi mikið af skjölum fyrir okkur og erum við þakklát fyrir hversu hratt og örugglega það var gert.

Hrafnhildur Ýr Bernharðsdóttir, Marta María Halldórsdóttir og Ingrid de Jong-Kraal veittu framúrskarandi stjórnsýsluaðstoð.

Pentti Hakkarainen, Helsinki

Patrick Honohan, Dublin

Joanne Kellermann, Amsterdam

Janúar 2023

Listi yfir skammstafanir

AF	Aðalframkvæmdastjóri
AFK	Alþjóðleg fjármálakreppa
AGS	Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn
BPÞ/FHV	Barátta gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverka
BRRD	BRRD-tilskipun (tilskipun um endurreisn og skilameðferð fjármálafyrirtækja)
CRD	Capital Requirements Directive (tilskipun um eiginfjárkröfur)
EBS	Evrópska bankaeftirlitsstofnunin
EE	Evrópskar eftirlitsstofnanir
EFEM	Eftirlitsferli endurskoðunar og mats
EFVK	Eiginfjárauki vegna kerfisáhættu
EG	Erlendur gjaldeyrir
EHF	Evrópska hagfræðingafélagið
EKÁR	Evrópska kerfisáhætturáðið
ESB	Evrópusambandið
EVE	Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunin
EVLE	Evrópska váttrygginga- og lífeyrissjóðaeftirlitsstofnunin
FME	Fjármálaeftirlitið (fyrir 2020)
FMEN	Fjármálaeftirlitsnefnd (Seðlabanka Íslands)
FSN	Fjármálastöðugleikanefnd (Seðlabanka Íslands)
gp	grunnpunktar (einn hundraðasti af einni prósentu)
HHTF	Hreint hlutfall traustrar fjármögnunar
HSGT	Hlutfall skuldgreiðslu og tekna
IME	Innra matsferli eiginfjárstöðu
IML	Innra matsferli lausafjárstöðu
ISK	Íslenskar krónur
KBN	Kjarnareglur Basel-nefndarinnar um árangursríkt bankaeftirlit
KTHJ	Kvikt tilviljunarkennt heildarjafnvægi
LH	Lánshlutfall
LÞH	Lausafjárþekjuhlutfall

MÍ	Magnbundin íhlutun
MN	Matsnefnd (sem Tryggvi Pálsson veitti formennsku árið 2021 og skipuð var í samræmi við Ákvæði til bráðabirgða VI í lögunum frá 2019)
MREL	Lágmarkskrafa vegna eiginfjárgrunns og hæfra skuldbindinga (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities)
NVV	Neysluverðsvísitala
PSN	Peningastefnunefnd (Seðlabanka Íslands)
SE	Seðlabanki Evrópu
SER	Samræmd eftirlitsráðstöfun (Seðlabanka Evrópu)
SÍ	Seðlabanki Íslands
SJA	Sveiflujöfnunarauki
VA	Verndunarauki
VEN	Varfærniseftirlitsnefnd (Seðlabanka Englands)
ÖKMS	Önnur kerfislega mikilvæg stofnun

Samantekt

Seðlabanka Íslands hefur tekist að sameina tvær fyrri stofnanir með skjótum og skilvirkum hætti. Vitaskuld er það langtímaverkefni að koma á fót samhæfðri stofnun með fullkomlega skilvirkum verkferlum og yfirsýn og sameiginlegri stofnanamenningu.

Starfsfólk hinnar sameinuðu stofnunar rækir skyldur sínar eins og til er ætlast.

Enda þótt verðbólga hafi aukist meira en gerst hefur um margra ára skeið hefur SÍ tekist að ráða við hin ytri áföll sem hafa orsakað hana ekkert síður en öðrum seðlabönkum í Evrópu og Norður-Ameríku.

Þjóðhagsvarúðartækjum hefur verið beitt með markvissum hætti til að vernda fjárhagsstöðugleika. Eftirlit með helstu fjármálastofnunum hefur farið fram með hefðbundnum hætti.

Nokkrir byrjunarerfiðleikar hafa þó komið fram í hinu nýja nefndafyrirkomulagi og virðist vera tilefni til að yfirfara umboð FMEN.

Það fyrirkomulag æðstu stjórnunar sem valið var í kjölfar sameiningarinnar kann að hafa verið gagnlegt til að tryggja að fyrstu skref sameiningarinnar væru tekin með eins skilvirkum hætti og kostur var, en þjónar ekki vel hlutverki sínu til lengri tíma litið og þarfnast endurskoðunar. Einnig ber að endurhugsa hvar leifum eldri valdheimilda er fyrirkomið eins og mælt er fyrir um í lögunum.

Peningastefna og stöðugt verðlag

Peningastefnu á Íslandi er áfram framfylgt á grundvelli þess sem Seðlabankinn kallar „verðbólgaþéttun“ þar sem „þéttun“ felur sérstaklega í sér viðleitni til að forðast óstöðugleika eða ranga verðlagningu erlendra gjaldmiðla.

Peningastefnan hefur verið mjög virk á tímabilinu sem er til skoðunar. Frá því í mars 2020 hefur SÍ fylgt fordæmi annarra seðlabanka með því að taka upp mjög þensluvaldandi afstöðu þegar heimsfaraldurinn reið yfir (að vísu mildaða með sölu erlends gjaldeyris til að koma í veg fyrir of mikið gengisfall ISK). Lækkun nafnvaxta tengdist stórákinni eftirspurn eftir veðláníum og hækkun húsnæðisverðs í kjölfarið. Í ljósi þess að nauðsynlegt var að bregðast við stórfelldum áhrifum heimsfaraldursins á efnahagslífið væri engu að síður erfitt að styðja gagnrýni þess efnis að SÍ hefði brugðist of harkalega við og lækkað vexti alltof mikið árið 2020.

Verðbólga tók að aukast árið 2021 og SÍ var einn af fyrstu seðlabönkunum til að byrja að hækka vexti að nýju þegar hann greip til þess ráðs í maí 2021 að hækka stýrivexti til skamms tíma úr ¾% í 1%. Síðan hafa vextir verið hækkaðir á hverjum fundi peningastefnufndar (PSN) og eru nú 6% – mun hærri en í öðrum vestrænum eða norðurevrópskum eða norðuramerískum ríkjum.

Í ljósi þess að það hefði haft öflug áhrif á atvinnu og atvinnustarfsemi ef harðari úrræðum hefði verið beitt í peningamálum, verður ekki séð að hægt hefði verið að fylgja öllu betri stefnu á þessum árum.

Þótt verðbólguniðurstaða ársins 2022 – svo langt yfir 2½% markmiðinu – valdi augljóslega vonbrigðum, hefði verið erfitt að finna að almennri aðferð Seðlabankans í peningamálum sem hefur haft að leiðarljósi viðurkenndan ramma um greiningu sem nýtur virðingar á alþjóðavettvangi. Þar að auki höfðu flestir helstu seðlabankar svipaða sögu að segja. Vísbendingar eru um að kjölfesta verðbólguvæntinga hafi ekki veikst meira á Íslandi en í Bandaríkjunum, á evrusvæðinu eða í Bretlandi, svo dæmi séu tekin.

Miðlun upplýsinga um peningastefnu hefur verið skýr og skilmerkileg.

Áfram er ástæða til að fylgjast vel með vissum sérkennum á hinu þjóðhagslega og peningalega sviði á Íslandi. Þar á meðal eru (i) hið vandasama verkefni að samþætta stefnu í gengismálum verðbólgu markmiðum; (ii) að tryggja að þeir aðilar innan SÍ sem sinna peningastefnu og fjármálastöðugleika fylgist með samstilltum hætti með þróun húsnæðisverðs sem hefur haft mikil áhrif á verðbólgu; (iii) að rekja þjóðhagsleg áhrif breytinga á markaði með verðtryggt skuldabréf og á veðlánavöxtum.

Fjármálastöðugleiki

Á tímabili sem hefur verið umbrotasamt í efnahagslífi á Íslandi sem og annars staðar hefur fjármálastöðugleika verið vel viðhaldið á Íslandi undanfarin þrjú ár.

Sökum regluverks sem er í samræmi við það sem best gerist á alþjóðavettvangi og evrópska löggjöf hófu hinir kerfislega mikilvægu bankar tímabilið með viðunandi háu eiginfjárlutfalli.

Heimsfaraldrinum í upphafi árs 2020 var mætt með því að SÍ afgang sveiflujöfnunaraukann tímanlega. Ekki varð heldur nein óþörf töf á því að innleiða sveiflujöfnunaraukann að nýju þegar þarfir breyttust um mitt ár 2021.

Brugðist var með viðeigandi hætti við vaxandi vandamálum á húsnæðismarkaðnum með því að setja skorður við hlutfalli skuldgreiðslu og tekna (HSGT) sem eiga við um veðlán bæði bankanna og stærri lífeyrissjóða; tímasetning þessara úrræða dróst nokkuð vegna þess að litið var svo á að til þess þyrfti að fá fram tryggari lagaumgjörð.

Seðlabankinn hélt áfram að gera álagspróf á hinum kerfislega mikilvægu bönkum á ársgrundvelli, eins og nú er gert í mörgum löndum. Með því að beita álagi í mismunandi myndum milli ára getur seðlabanki betur gert sér grein fyrir mögulegum veikleikum hvað stöðugleika varðar og gefa ber nánari gaum að þessu við hönnun álagsprófa í framtíðinni.

Tilfni er til að hafa sérstakar gætur á lífeyriskerfinu með tilliti til fjármálastöðugleika til að skilja við hvaða aðstæður lífeyrissjóðir gætu hugsanlega aukið á flökt og brenglun á markaði. Greining álagsprófs á hinum stærri lífeyrissjóðum, sambærileg þeirri sem gerð er á bönkunum, gæti orðið til þess að varpa ljósi á hvers konar kerfislega veikleika á sviði sem á Íslandi tekur til óvenjulega stórs hluta fjármálakerfisins í alþjóðlegum samanburði.

SÍ hefur þróað hagsveifluvísa á grundvelli hagnælinga sem kunna að hjálpa til við að gefa viðvaranir um aukna veikleika. Bankinn reiðir sig þó af hyggindum ekki um of á þessa aðferð sem kann að líta fram hjá nýjum áhættuþáttum.

SÍ hefur áfram gefið út vandaða Skýrslu um fjármálastöðugleika tvisvar á ári. Í henni er komið á framfæri ítarlegum upplýsingum um framvinduna á hinum ýmsu sviðum fjármálageirans, þar á meðal upplýsandi úttektum, til dæmis á greiðslukerfinu (í nýjustu

skýrslunni), og öðru viðeigandi efni svo sem upplýsingum um árlegt álagspróf bankanna og þróun hagsveifluvísanna.

Eftirlit

Eftirlit með bönkum og tryggingafélögum fylgir evrópskum reglustöðlum og er framkvæmt innan vel skipulagðrar umgjarðar á grundvelli áhættu. Fjármögnun virðist duga til að gera eftirlitsdeildinni fært að halda áfram því verki sem hún hafði innt af hendi fyrir skipulagsbreytingarnar. Vart hefur orðið nokkurra framfara í upplýsingaflæðinu milli eftirlitsdeildanna og annarra deilda Seðlabankans. Sí ætti að halda áfram þeirri viðleitni að auka hér hagræðingu og upplýsingaöflun úr fjármálakerfinu.

Færa þarf reglur um lífeyrissjóði í nútímalegt horf ef Seðlabankinn á að geta tryggt að lífeyrissjóðum sé vel stjórnað. Stjórnvöld ættu ekki að fresta því að undirbúa lagasetningu til að mæta þessari þörf.

Fyrirkomulag ákvörðunartöku á hæstu stöðum gengur ekki jafn snurðulaust og vænta mætti. Þörf er á breytingum, sérstaklega með tilliti til FMEN. Tvær leiðir eru færar: væri önnur þeirra farin yrði umboð og hlutverk þessarar nefndar aukið með því að veita henni víðtækt hlutverk í mikilvægum áætlunum og stefnumálum; yrði hin leiðin fyrir valinu yrði umboðið þrengt enn frekar en nú er.

Stjórnun og skipulag

Það *stjórnunar*fyrirkomulag sem varð fyrir valinu eftir samrunann kann að hafa greitt fyrir mikilvægum fyrstu skrefum til að ná fram markmiðum með samrunanum. En fyrirkomulag æðstu stjórnunar felur í sér of vítt valdsvið. Það felur einnig í sér áhættu vegna lykilmanns. Í öðrum seðlabönkum sem fella eftirlit inn í starfsemi sína höfum við ekki kynnst stjórnunarháttum sem víkja í svo miklum mæli frá stjórnunarfyrirkomulaginu. Við álítum ekki að þeir muni reynast vel til lengri tíma lítið. Farsælla yrði að taka upp hefðbundnara stjórnunarfyrirkomulag.

Tvær af nefndunum í hinu nýja (og fremur flókna) fyrirkomulagi *ákvarðanatöku* hafa starfað vel. Engu að síður er greinilegt að með nefndakerfinu sem innleitt var í lögunum frá 2019 hefur valdi í reynd verið dreift í heldur takmörkuðum mæli á milli mismunandi aðila sem taka ákvarðanir.

Eins og getið var hér að framan er verið að endurskoða umboð og stjórnunarhætti fjármálaeftirlitsnefndar (FMEN); auðveldara væri að leysa úr sumum af þeim vandamálum sem upp hafa komið í tengslum við skipun nefndarmanna og formennsku innan ramma endurskoðaðs stjórnunarfyrirkomulags. Ef þessari nefnd verður ekki veitt víðtækara hlutverk við stefnumótun heldur hefur í þess stað betur skilgreint, takmarkað umboð, verður ef til vill engin þörf fyrir utanaðkomandi nefndarmenn – í staðinn gæti komið ferli ákvarðanatöku á meðal starfsmanna. Alltént væri þörf á öðru fyrirkomulagi ábyrgðar, ekki síst til að forðast óþarfa samþjöppun ákvarðanatöku.

Séreinkenni á stjórnunarháttum á efsta þrepi SÍ frá 2009 er að samkvæmt lögum er með fyrirkomulagi þeirra endanlegt afgangsvald (það er að segja um mál sem ekki er skýrt kveðið á um í lögum) samþjappað. Þetta fyrirkomulag hefur að vísu gengið þessi ár, en ekki ætti að viðhalda slíku kerfi til frambúðar. Við mælum með því að einhver leið verði fundin með

lagasetningu til að fela afgangsvaldheimildir hópi sem þá getur framvísað þeim til seðlabankastjóra; þetta mundi útrýma mögulegri orsök veikleika í stjórnunarfyrrkomulaginu.

Bankaráðið gæti einnig gegnt mikilvægara hlutverki. Þótt það sé ekki hið endanlega yfirvald bankans er það mikilvæg eining. Við álitum að hlutverk þess mætti efla; styrking umboðs þess gæti verið til bóta, þótt henni yrði að stýra með varfærnum hætti til að tryggja að sjálfstæði bankans stafaði engin ógn af pólitískum þrýstingi.

Formáli: Hvers er að vænta af seðlabanka og fjármálaeftirliti sem samþættri heild

Áður en fjallað er um stefnu og frammistöðu Seðlabanka Íslands (SÍ) virðist gagnlegt að skoða mál sem þessu tengjast í alþjóðlegum samanburði.

Þar sem íslenska hagkerfið er lítið og mjög háð þremur sérstökum atvinnugreinum er það sérlega viðkvæmt fyrir ytri áföllum. Jafnvel þótt samning og innleiðing reglna og eftirlits sé eins og best verður á kosið, sem og peningastefna, er ekki hægt að tryggja fullkomlega að verðlags- og fjármálastöðugleika verði alltaf viðhaldið. Því meiri ástæða er til að tryggja að fjármálayfirvöld séu öflugar og skilvirkar stofnanir.

Íslensk stjórnvöld hafa veitt SÍ umboð til að sinna nokkrum mikilvægum verkefnum: peningastefnu, fjármálastöðugleika og fjármálaeftirliti. Seðlabankanum er fyrirskipað að stuðla að „stöðugu verðlagi, fjármálastöðugleika og traustri og öruggri fjármálastarfsemi“ og er hann, samkvæmt alþjóðlegum mælikvörðum, meðal seðlabanka sem hafa víðtækast umboð þar sem hann samþættir með umfangsmiklum hætti starfsemi klassísks seðlabanka og fjármálaeftirlits. Hið nýja eftirlits- og stjórnunarkerfi sem kveðið er á um í lögunum frá 2019 endurspeglar þetta með tveimur nýjum nefndum sem taka ákvarðanir, annarri vegna fjármálastöðugleika og hinni vegna eftirlits og gengur þar til liðs við peningastefnunefnd sem lengi hefur verið starfandi.

Greinilegt er að í íslenskri löggjöf er leitast við að forðast að þau mistök endurtaki sig sem urðu í regluverki og leiddu til efnahagshrunsins 2008 og endurspegluðu bæði ónógt eftirlit með öllum bönkunum og grandaleysi gagnvart þeirri víðtækari kerfislegu áhættu sem álitin var aðsteðjandi á árunum fyrir kreppuna. Ísland er fjarri því að vera eina landið sem endurskoðaði stofnanagerð eftirlits með fjármálageiranum í kjölfar alþjóðafjármálakreppunnar (AFK) og flestar þessara umbóta hafa aukið að mikilvægi hlutverk seðlabankans í kerfinu.

Þriggja nefnda fyrirkomulagið á Íslandi endurspeglar að hluta það fyrirkomulag sem Englandsbanki innleiddi árið 2013 þegar varfærnisreglur voru aftur færðar undir umsjón seðlabanka Bretlands í kjölfarið á mistökunum í AFK. En skyldur SÍ vegna reglusetningar og eftirlits eru jafnvel enn víðtækari en skyldur Englandsbanka að því leyti að þær ná yfir fjárhagslegt eftirlit með íslenskum lífeyrissjóðum og snúa einnig að málum sem varða verðbréf og neytendavernd.

Þó hafa ekki öll Evrópulönd fetað sömu braut. Raunar eru enn starfandi sérstakar fjármálaeftirlitsstofnanir í Danmörku, Þýskalandi, Noregi og Svíþjóð, en Belgar, Frakkar, Finnar, Írar og Hollendingar (svo nefnd séu hin löndin sem eru næst Íslandi landfræðilega) hafa kosið að færa fjármálaeftirlit inn í seðlabankann. Hvert Evrópuland hefur einnig falið ábyrgð á kerfislegum fjármálastöðugleika annaðhvort seðlabankanum eða stöðugleikaráði þar sem seðlabankinn gegnir miðlægu hlutverki.¹

¹ Hinum megin Atlantshafsins hefur verið minni hreyfing í þá átt að beina fjármálaeftirlitinu inn í seðlabankana í Kanada eða Bandaríkjunum. Í Bandaríkjunum var stofnað eftirlitsráð með fjármálastöðugleika árið 2011 þar sem æðstu embættismenn helstu stofnananna fundu undir formennsku fjármálaráðherra til að ræða stöðugleikastefnu. Í Kanada er ekki eins formlegt fyrirkomulag.

Innan Evrópusambandsins (ESB) var sett á fót samræmd eftirlitsráðstöfun (SER) sem tók til starfa árið 2014 innan vébanda Seðlabanka Evrópu (SE); hún hefur eftirlit með rúmlega 100 mikilvægum bönkum í 21 þátttökuríki, að minnsta kosti þremur í hverju landi, þar á meðal öllum aðildarríkjum ESB sem nota evru. Og Ísland er sjálft, ásamt öllum hinum 30 aðildarlöndunum að Evrópska efnahagssvæðinu (EES), aðili að Evrópska kerfisstjórnunaráðinu (EKÁR) sem lýtur formennsku bankastjóra SE, hefur skrifstofu sem SE rekur og fylgist með og metur kerfislega áhættu á öllu EES og gefur út viðvaranir og tillögur þar sem það á við.

Þeir sem hafa sameinað eindarvarúðareftirlit, fjármálastöðugleikastefnu og peningastefnu undir einu þaki vænta þess að það hafi fjölmarga kosti. Eitt mikilvægt markmið hefur verið að tryggja að seðlabankinn, þrautalánveitandi, hafi aðgang að nægilegum upplýsingum til að geta tekið ákvörðun um hvort útvega skuli lausafé þegar ein eða fleiri fjármálastofnanir lenda í vandræðum. Auðveldara er einnig að öðlast frelsi frá skammtímasjónarmiðum eða þröngum pólitískum sjónarmiðum við framkvæmd eða samþykki ákvarðana ef það yfirvald sem ber ábyrgð hefur stofnanalegt vægi seðlabanka. Og nokkur skilvirkni fæst fram með því að samnýta fjármuni (sérstaklega í litlu ríki). Vissulega er beitt mismunandi verklagi og aðferðafræði við eindarvarúðareftirlit, fjármálastöðugleikastefnu og peningastefnu. Enda þótt hinum ólíku hlutverkum sé sinnt með mjög mismunandi hætti og með upplýsingum af mjög ólíku tagi er mikilvæg samvirkni milli þess að viðhalda fjármálastöðugleika og hinna tveggja hlutverkanna. Raunar er viss skörun á milli stefnuverkfæranna sem koma að notum fyrir fjármálastöðugleika og þeirra verkfærasetta sem nauðsynleg eru fyrir hin tvö hlutverkin. Umfram allt geta *upplýsingarnar* sem fást við eindarvarúðareftirlit verið afar gagnleg – raunar bráðnauðsynleg – aðföng fyrir fjármálastöðugleikastefnu ef þær eru teknar saman með viðeigandi hætti. Þær geta ekki aðeins varpað ljósi á þróun markaðsstarfsemi heldur geta falið í sér upplýsingar um greiðslugetu sem bráðnauðsynlegar eru til að þrautalánveitandi geti tekið skynsamlegar ákvarðanir.

Peningastefna fæst við verðstöðugleika og stöðuga þróun hagkerfisins í heild. Hún er hið klassíska hlutverk seðlabankans. Í peningastefnuumboði flestra seðlabanka hefur verðstöðugleiki forgang, þótt viðurkennt sé það viðbótarmarkmið að styðja við þjóðhagslegan stöðugleika eða önnur stefnumál stjórnvalda. Til að sinna „tvíþættu umboði“ sínu leggur Seðlabanki Bandaríkjanna jafnmikla áherslu á verðstöðugleika og hátt atvinnustig. Í reynd leggja aðrir seðlabankar einnig mikla áherslu á að halda efnahagslífinu sem næst fullri atvinnu. Ekki er það stöðugt spurning um fórnarkosti, en það er visst ósamræmi á milli markmiða verðstöðugleika og fullrar atvinnu. Þenslusöm peningastefna getur lítið gert til að þoka efnahagsstarfseminni upp fyrir visst mark fullrar atvinnu, en hún getur valdið mikilli verðbólgu eða jafnvel stigmögnun verðbólgu. Undanfarin 15 ár hafa bæði markmið lengst af leitað í sömu átt í flestum þróuðum hagkerfum þegar verðbólga fór undir viðmið og framleiðsla og atvinna var áfram undir getu.

Á tímabilinu sem hér er til athugunar, frá upphafi ársins 2020, hefur orðið röð sársaukafullra áfalla sem eiga sér ekki fordæmi og hafa haft áhrif á þjóðarbúskapinn í flestum þróuðum hagkerfum en að vísu á mismunandi vegu, eftir því hvernig atvinnulífið var samansett. Í fyrstu leiddu skorður heimsfaraldursins til risastórrar öldu atvinnuleysis eða óvirkni vítt og breitt um hagkerfin. Stjórnvöld brugðust við með viðamiklum úrræðum til tekjuuppbótar sem voru að miklu leyti fjármögnuð með lántökum. Seðlabankar lækkuðu stýrivexti sína og hófu stórfelld eignakaup sem vissulega höfðu þau áhrif að lækka vaxtakostnaðinn vegna lántöku hins opinbera. Þrátt fyrir slökun peningastefnu dró almennt úr verðbólgu. Þegar atvinnulífið

tók að rétta úr kútnum árið 2021 og fjárnotkun jókst (í fyrstu einkum til vörukaupa, síðar til ferðamennsku og annarrar þjónustu við neytendur), leiddu tafir í aðföngum og flutningum til snarpra verðhækkana um allan heim. Fjölmarginir seðlabankar brugðust við með því að hækka vexti, þótt sumir þeirra, þar á meðal Seðlabanki Bandaríkjanna og SE, héldu að sér höndum til ársins 2022. Stríðið í Úkraínu átti sinn þátt í hækkun orku- og matvælavæðs í heiminum. Um mitt ár 2022 höfðu menn, einkum í Bandaríkjunum, vaxandi áhyggjur af stigmögnun verðbólgu í framhaldi af kjaraviðræðum og margir seðlabankar hröðuðu vaxtahækkunum þrátt fyrir horfur á að þetta yki líkur á efnahagslægð árið 2023 og dýpkaði hana.

Eindarvarúðarreglusetning og -eftirlit miðast við að tryggja að fjármálafyrirtækjum sé stjórnað af hæfum og viðeigandi einstaklingum og að þau séu rekin með traustum og öruggum hætti en taki ekki vísvitandi eða óviljandi áhættu sem mundi ógna gjaldfærni þeirra og þar með stofna fjármunum viðskiptavina þeirra í hættu. Í reglum er kveðið á um lágmark eiginfjár og lausafjár og með eftirlitinu er ekki aðeins fylgst með því að þessi mörk séu virt, heldur einnig metið til dæmis hversu skilvirk rekstrarstjórn fyrirtækjanna er og gerð viðbótareiginfjárfrafa („Stoð II“ (e. „*Pillar Two*“)) ef annmarkar koma í ljós. Reglur eru ekki svo strangar að þær útiloki gjaldþrot fjármálafyrirtækja, þar sem það mundi halda aftur af fjárhagslegum áhættuverkefnum af því tagi sem nauðsynleg eru til að bæta skilvirkni, framleiðni og hagvöxt. Eftirlit kemur með skilvirkum hætti í staðinn fyrir þá endurtekingu sem einstakar úttektir á gjaldfærni af hálfu tilvonandi viðskiptavina fjármálafyrirtækja hefðu í för með sér og ver jafnframt ríkið fyrir ábyrgðarskuldbindingum af völdum gjaldþrots fyrirtækja. Eftirlitsaðilarnir koma ekki alltaf auga á aðsteðjandi vandamál, sérstaklega ef fjársvik koma við sögu, en þeir geta stuðlað að því að draga úr tíðni og umfangi gjaldþrota.

Undanfarna þrjú áratugi hefur vaxið upp flókin alþjóðleg yfirbygging regluverks í kringum þekktustu fjármálageirana, þar á meðal banka og tryggingafélög. Ráðgjafarnefnd um fjármálastöðugleika, sem starfar á vegum Alþjóðagreiðslubankans, er nú helsti samræmingaraðili hinna stærri þjóðlegu og alþjóðlegu stofnana sem setja reglur og viðmiðanir, þar á meðal þeirra sem starfa á Evrópska efnahagssvæðinu. Sí er aðili að helstu evrópsku stofnununum án atkvæðisréttar, þar á meðal EBS fyrir banka, EVLE fyrir tryggingafélög og lífeyrissjóði og EVE fyrir verðbréfamarkaði. Evrópsk fjármálalöggjöf er almennt byggð á samkomulagi sem til hefur orðið innan þessara alþjóðastofnana. Ísland hefur tekið upp lungann úr henni og þess vegna er tiltölulega lítil þörf á nýmælum í reglusetningu af hálfu Sí.

Í kjölfarið á AFK hafa alþjóðlegar varfærnisreglur fyrir banka verið hertar mjög í áföngum sem leitt hefur til þess að sett hafa verið mjög aukin skilyrði um eigið fé (sem ætlað er að tryggja að tap bitni á hluthöfum og öðrum sem útvega áhættufjármagn, fremur en viðskiptavinum) sem og um lausafé (sem ætlað er að tryggja að gjaldfær banki geti greitt úttektir og gjaldfallnar skuldir í reiðufé, án þess að þurfa að fara á markaðinn eða til seðlabankans til að fá lausafé í neyð). Yfirleitt er bætt aukagjaldi við eiginfjárkröfur fyrir fyrirtæki sem álitin eru kerfislega mikilvæg, hvort sem er alþjóðlega (um 30 stórir alþjóðlegir bankar) eða á innlendum markaði.

Auk hertra reglna hefur framkvæmd eftirlits þróast til þess að það geti fengist við alla viðeigandi þætti í fjármálastarfsemi sem verður sífellt flóknari. Eftirlit hefur þurft að verða miklu ágengara en áður. Fjármálafyrirtæki undir eftirliti beita þróuðum innri líkönum og nýsköpun á fjármálasviði í starfsemi sinni sem getur gert áhættu þeirra ógagnsæja.

Eftirlitsstofnunum ber mjög krefjandi skylda til að fjalla um mun meira en dæmigerða fjárhagslega áhættu og greiðslufallsáhættu.

Ef mikilvægir bankar lenda engu að síður í vandræðum sem gætu valdið gjaldþroti þeirra er nú samkvæmt alþjóðlegum viðmiðunum gerð krafa um að þróuð verði skilaáætlun til að tryggja að hægt sé að hætta starfsemi hins gjaldþrota banka án þess að mikilvæg þjónusta raskist. Öll Evrópuríki (þar á meðal Ísland) hafa nú unnið að slíkum áætlunum. Til að tryggja sjálfstætt mat á því hvort veikur banki sé lífvænlegur er skilavaldið, sem undirbýr skilameðferðir ef mikilvægur banki verður gjaldþrota eða er líklegur til að verða gjaldþrota og hefur nægt fjármagn til þess að mæta viðeigandi þörfum, er aðgreint skipulagslega í hverju landi frá eftirlitshlutverkinu. Þótt þessum skilaáætlunum hafi ekki verið beitt í mörgum tilfellum bankagjaldþrots báðum megin Atlantshafsins frá því að reglan var innleidd fyrir tæpum áratug, hefur undirbúningur áætlanna átt sinn þátt í að skýra lögaðilafyrirkomulag bankasamstæðna sem oft er flókið og ætti að stuðla að því að draga úr aukaverkunum af skilameðferð gjaldþrota banka án þess að þörf sé á fjárveitingum frá stjórnvöldum.

Fyrir tryggingafélög er í evrópskri löggjöf skilgreint flókið kerfi lágmarksvarfærnis krafna sem gengur undir nafninu Gjaldfærni II (e. *Solvency II*), með sams konar markmið. Þótt minni líkur séu á því en hjá bönkum að tryggingastarfsemi verði að mæta snöggauknum kröfum getur verið flókið að gera nákvæmlega grein fyrir þeirri áhættu sem gert er ráð fyrir í þeirri starfsemi bæði á eigna- og skuldahliðinni, sérstaklega fyrir samninga til langs tíma. Tryggingafélög lenda oft í vandræðum með því að undirverðleggja tryggingarnar, með afleiðingum sem koma ekki strax í ljós. Óvarfærin ráðstöfun iðgjaldateknanna er önnur orsök gjaldþrots tryggingafélags. Markmiðið með Gjaldfærni II er að halda þessum áhættuþáttum í skefjum og skilgreina þörfina fyrir varfærnisvarasjóði. Ákvæði þvert á landamæri um tryggingastarfsemi (þar með sérstaklega taldar ökutækjategyggingar) innan EES veldur váttryggingartökum í sérhverju aðildarríki (þar á meðal Íslandi) áhættu sem draga verður úr með viðeigandi eftirliti af hálfu eftirlitsaðila í heimalandi hins erlenda söluaðila.

Lífeyrissjóðir geta lent í sams konar vandamálum vegna trygginga, sérstaklega í ljósi lengri lífslíkna fólks á eftirlaunaaldri. Lífeyrissjóðir eru mjög mikilvægur hluti af íslenska fjármálakerfinu og keppa við bankana í stærð efnahagsreiknings sem ekki á sinn líka í flestum öðrum löndum. En hinir undirliggjandi kerfislægu þættir eftirlaunageirans eru afar mismunandi milli landa og þetta hefur þýtt að mun minni alþjóðleg samstaða ríkir um ítarlegar varfærnisreglur. Þess í stað byggist mestöll reglubinding lífeyrissjóða í öllum löndum á innlendri löggjöf.

Fjölmargar tegundir fjármálafyrirtækja starfa aðeins samkvæmt almennum lögum um félög og lúta ef til vill ekki reglum fjármálafyrirvalda. Þetta gæti átt við um sumar tegundir netheimaegna og fjármálatæknifyrirtækja. Deilt er um viðeigandi mörk fjárhagsreglugerðar og ef til vill þarf að laga þau að breyttri tækni.

Viðskiptaháttaeftirlit

Fyrir utan fjárhagslegt gjaldþrot eftirlitsskylds fyrirtækis, geta viðskiptavinir, einkum almennir viðskiptavinir, orðið fyrir skaða ef stjórn fjármálafyrirtækis afvegaleiðir viðskiptavini eða nýtir sér skort þeirra á upplýsingum um verð eða eðli afurðarinnar. Viðskiptaháttaeftirlit beinist að slíku svindli. Þetta á ekki bara við um innlánafyrirtæki og tryggingafyrirtæki, heldur einnig til dæmis um sameiginlega fjárfestingarsjóði og miðlun.

Rétt meðferð fjármuna viðskiptavina frá þeim tíma þegar þeir eru lagðir í hendur miðlarans eða stjórnanda fjárfestingarsjóðsins til þess tíma þegar þeir eru lagðir í þá fjármögnunarleið eða þann sjóð sem samkomulag er um er annað svið þar sem oft verður vart við annmarka.

Viðskiptaháttaeftirlit vísar einnig til mála sem hafa áhrif á heildsöluviðskiptavini. Til dæmis geta innherjavíðskipti á hlutabréfamarkaði spillt skilvirkni markaðarins og hlutverki hans við að aðstoða fjármálafyrirtæki. Það er á ábyrgð fjármálafyrirtækja að koma í veg fyrir peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverkastarfsemi og það krefst einnig opinbers eftirlits.

Framkvæmd eftirlits á alþjóðavettvangi er mismunandi á sviði viðskiptaháttaeftirlits, en aftur mótur evrópsk löggjöf aðferðina í Evrópu. Í ljósi hins mikla fjölda lítilla miðlara, verðbréfasala og umboðssala, og í ljósi kostnaðarins af forvirku eftirliti, kemur misferli af hálfu smærri fyrirtækja oft ekki í ljós fyrr en eftir að misgjörðin hefur valdið viðskiptavinum skaða; hlutverk eftirlitsaðilans er þá að tryggja að viðurlögum sé beitt með viðeigandi hætti.

Viðskiptaháttaeftirlit er á ábyrgð SÍ á Íslandi, andstætt fyrirkomulaginu í Bretlandi (þar sem komið hefur verið á fót sérstakri stofnun sem annast viðskiptaháttaeftirlit (e. *Financial Conduct Authority*) og í fjölmörgum öðrum löndum.

Fjármálastöðugleiki

Peningastefna og eftirlit með einstökum fyrirtækjum eru hlutverk sem eiga langa sögu að baki víða um heim og styðjast við flókið safn greiningartækja og reglna sem enn er í mótun, en þriðja meginsvið fjármálastefnu, verndun fjármálastöðugleika, er ekki eins vel skilgreint og á sér ekki jafnlanga sögu formlegs stofnanafyrirkomulags. Því kallar fjármálastöðugleikastefna á að beitt sé mati sem er grundvallað á reynslu, þrátt fyrir tilraunir fræðimanna til að þróa formlegar greiningaraðferðir.

Meira að segja er deilt um skilgreininguna á fjármálastöðugleika, þar sem það er innbyggt í fjármál að eignaverð mun og á að sýna af sér vissan óstöðugleika þegar upplýsingar og óvissa fjárfesta taka breytingum. Fjármálastöðugleikastefna beinist að áhættu sem tengist fjármálakerfinu í heild og endurspeglar tengsl eða víxlverkanir milli hegðunar ólíkra fjármálafyrirtækja en ekki bara hegðun eins fjármálafyrirtækis.

Til að gera sér grein fyrir þeim ógnum sem kunna að steðja að fjármálastöðugleika verður löggjafinn að fylgjast vel með markaðspróun. Vaxandi hlutfallsleg virkni í nokkrum tilteknum geirum eða fjárfestingarleiðum ætti strax að leiða til nánari skoðunar.

Áhættumælingar byggðar á markaðsverði, til dæmis á tilteknum afleiðum geta líka gefið merki um hugsanleg vandamál en eru óáreiðanlegar. Ef markaðsverð gefur áhættu til kynna gera markaðsaðilar sér raunar þegar grein fyrir áhættunni og hafa trúlega gert ráðstafanir til að stýra hjá henni.

Þrjú nýleg eftirtektarverð atvik sem tengjast kerfisáhættu sýna hvers konar þáttum gefa þarf gætur og hve erfitt er að gera það á háþrúðum fjármálamörkuðum eins og í London og New York. Þetta varpar einnig ljósi á það hlutverk sem seðlabankar verða ef til vill fengnir til að gegna þegar fjármálastöðugleikaslys verður. „Reiðufjárspretthlaupið“ (e. „*dash for cash*“) við upphaf COVID-19-heimsfaraldursins varð í mars 2020 þegar verðið á bandarískum ríkisskuldabréfum varð skyndilega óstöðugt með snörpum hækkunum ávöxtunarkröfu og greinilegri breikkun verðbila kaup- og sölutilboða. Ekki varð komið á stöðugleika að nýju nema með gríðarlegum skuldabréfakaupum Seðlabanka Bandaríkjanna. Þótt ljóst væri að

heimsfaraldurinn hefði stórlega aukið óvissu, var ekki búist við því að þessi óvissa yrði til þess að fjárfestar sniðgengju það sem oft er álitid öruggast og greiðsluhæfast af öllum eignum.²

Mjög svipað atvik, þótt það væri smærra í sniðum, gerðist í Bretlandi í október 2022 eftir að markaðurinn brást við fjárlagaauka stjórnvalda, þegar stigvaxandi dýfa í verði breskra ríkisskuldabréfa leiddi meðal annars til afsagnar breska forsætisráðherrans.³ Enn á ný varð seðlabankinn (Bank of England) að skakka leikinn til að koma á stöðugleika á markaðnum.⁴

Þriðja nýlega atvikið tengdist einnig afleiðum, að þessu sinni þeim sem evrópskar rafmagnsveitur keyptu til að baktryggja sig fyrir lækkun orkuverðs. Þegar verð hækkaði skapaði skortur á veðum hættu á því að afleiðingin yrði óreiða á mörkuðum, þar á meðal fjármálamörkuðum. Seðlabankar, svo sem Ríkisbanki Svíþjóðar, tóku þátt í mótvægiságerðunum.

Þessi þrjú nýlegu dæmi sýna hve vel seðlabankar verða að fylgjast með og átta sig á flóknum fjármálalegum áhættuvörnum og spákaupmennsku í stórum stíl.

Efnahagshrunið á Íslandi árið 2008 sýnir, líkt og efnahagshrunið á Írlandi, annars konar ógn við kerfislegan stöðugleika. Í slíku tilfelli verður sá sem mótast stöðugleikastefnuna ekki að greina sérlega flókið safn fjármálaviðskipta; það sem til þarf er í staðinn að gera sér grein fyrir umfangi skuldsetningar sem gert var ráð fyrir í öllu kerfinu og þeim möguleika að líkleg ytri áföll geti breytt skuldsetningunni í stórfellt tjón og gjaldþrot.

Þetta er sem sagt umhverfið og þær alþjóðlegu horfur sem SÍ hefur búið við frá því að nýju lögin tóku gildi í janúar 2020.

² Fræðimenn liggja enn yfir gögnunum til að komast að því hvað fór úrskeiðis; ein kenningin tengist stórum skuldsettum stöðum sem fjárfestingarfyrirtæki tóku til að nýta sér lítilvæg tækifæri til verðmunaviðskipta sem skyndilega urðu óarðbær þegar mismunandi eignaverð færðist til innbyrðis með ókunnuglegum hætti.

³ Orsök þessa vandamáls var tilraun lífeyrissjóða til að mæta lögbundnum skyldum með því að taka skuldsettar stöður í afleiðum sem tengdust skuldabréfamarkaðnum. Hinar skyndilegu hreyfingar ávöxtunarkröfunnar gerðu lífeyrissjóðunum ókleift að mæta veðkröfum án umfangsmikillar sölu skuldabréfa.

⁴ Í ljósi þess að á Íslandi er einnig þriggja nefnda fyrirkomulag ákvarðanatöku, er innanhúsumfjöllunin í Seðlabanka Englands í þessu máli fróðleg. Eftir ábendingar starfsmanna bankans lagði fjármálastöðugleikanefndin til við peningastefnunefndina að keyptar yrðu eignir til að koma á stöðugleika og síðarnefnda nefndin andmælti því ekki (jafnvel þótt yfirlýst peningastefna hennar fæli í sér sölu á eignum sínum í ríkisskuldabréfum).

Stöðugt verðlag og peningastefna

Samantekt

Sem fyrr er peningastefnu á Íslandi framfylgt á grundvelli þess sem Seðlabankinn kallar „verðbólguþéttun“ þar sem „þéttun“ felur sérstaklega í sér viðleitni til að forðast óstöðugleika eða ranga verðlagningu erlends gjaldeyris. Þetta hefur verið viðburðaríkt tímabil sem hófst (eins og hjá flestum öðrum seðlabönkum) með afar þenslusamri áætlun um aðgerðir þegar heimsfaraldurinn skall á (að vísu mildaðri með sölu erlends gjaldeyris til að koma í veg fyrir of mikla lækkun á gengi ISK).

Verðbólga tók að aukast á árinu 2021 og Seðlabankinn varð einn sá fyrsti til að hækka vexti að nýju, þegar hann greip til sinna ráða í maí 2021 og hækkaði skammtímastýrivexti sína úr 3/4% í 1%. Síðan hafa vextirnir verið hækkaðir á hverjum fundi peningastefnunnar og nema nú 6% – og eru miklu hærri en í öðrum vestrænum eða norðurevrópskum eða norðuramerískum löndum.

Þótt verðbólgan árið 2022 – svo langt yfir 2½% markinu – valdi augljóslega vonbrigðum væri erfitt að gagnrýna hina almennu peningastefnu Seðlabankans sem hefur miðast við hefðbundinn ramma um greiningu sem nýtur alþjóðlegrar virðingar. Að auki hafa flestir helstu seðlabankar svipaða sögu að segja. Visbendingar eru um að kjölfesta verðbólguvæntinga hafi ekki veikst meira á Íslandi en í Bandaríkjunum, á evrusvæðinu eða í Bretlandi, svo dæmi séu tekin. Miðlun upplýsinga um peningastefnu hefur verið skýr og skilmerkileg.

Áfram verður að fylgjast vel með vissum sérkennum í þjóðarbúskap og peningamálum á Íslandi. Meðal þeirra eru (i) það vandasama verkefni að samþætta gengis- og verðbólguþéttun; (ii) að tryggja að þeir aðilar sem sinna peningastefnu og fjármálastöðugleika fylgist sameiginlega með þróun húsnæðisverðs – sem hefur haft mikil áhrif á verðbólgu; (iii) að rekja þjóðhagsleg áhrif breytinga á markaði með verðtryggð skuldabréf og á vöxtum verðtryggðra veðlana.

1. Baksvið

Hið stutta þriggja ára tímabil sem hér er til skoðunar hefur verið mjög viðburðaríkt fyrir peningastefnu ekki bara á Íslandi heldur víða um heim. Tímabilið hófst næstum alls staðar með snarpri vaxtalækkun til að bregðast við aðstæðum af völdum heimsfaraldursins og því lauk með snarpri vaxtahækkun til að bregðast við að miklu leyti ófyrirséðri aukningu verðbólgu 2021 og 2022. Skoða verður íslenska peningastefnu í tengslum við þetta baksvið á alþjóðavettvangi.

Snemma árs 2020 lækkaði Seðlabanki Bandaríkjanna skammtímavexti á Bandaríkjadal, enda staðráðinn í að láta ekki peningalegar skorður auka á yfirvofandi efnahagssamdrátt. Engu að síður kom „reiðufjárspretthlaup“ (e. „dash for cash“) róti á markaðinn með bandarísk ríkisskuldabréf sem leiddi til þess að Seðlabanki Bandaríkjanna hóf öflugan kaupáætlun og leitaðist með því við að endurreisa starfsemi markaða og koma á vaxtastöðugleika. Aðrir seðlabankar fóru að dæmi hans með úþenslusamri stefnu, þar á meðal með áætlunum um kaup á ríkisskuldabréfum.

Aðgerðastefna seðlabanka víða um heim árið 2020 endurspegladi greinilega ákvörðun um að forðast að hin óvissuknúna fjármálakreppa 2008-9 endurtæki sig. Henni fylgdi þenslusöm ríkisfjármálastefna þar sem stjórnvöld – sem forðuðust fyrir sitt leyti að hin stranga aðhaldsstefna í ríkisfjármálum 2010-2 endurtæki sig – leituðust við að viðhalda tekjustigi og aðstoða fyrirtæki við að komast af á tímabili lokana og truflana í aðfangakeðjum í heimsfaraldrinum. Þrátt fyrir umferðarteppur og aðfangahindranir var verðbólga almennt lítil í helstu hagkerfunum árið 2020. En þegar skorðum vegna heimsfaraldursins var aflétt tók vinnuafllsskortur og breytt eftirspurnarmynstur, ásamt stóraukinni neyslu almennings sem endurspegladi uppsafnaða þörf meðan á lokununum stóð til að eyða sparifé, að hækka verð á vörum og þjónustu. Flestir seðlabankar voru tregir til að bæla niður efnahagsbatann og brugðust í fyrstu við verðhækkunum með því að álíta þær skammvinnar. En sérstaklega eftir að innrás Rússa í Úkraínu snemma árs 2022 leiddi til verðhækkunar á gasi, öðru jarðefnaeldsneyti og matvælum hófu helstu seðlabankar aðgerðir til að lækka vexti. Markaðsvæntingar eru um að þetta aðhald verði til að takmarka keðjuverkandi áhrif eða stigmögnun verðbólgu í helstu hagkerfunum og að verðbólga muni aftur nálgast markið árið 2024. Þó ríkir talsverð óvissa um þessar horfur og engar óyggjandi vísbendingar hafa komið fram um að verðbólga hafi náð hámarki jafnvel með tveggja stafa tölu sem hún náði nýlega.

Enda þótt verðbólguölduna árin 2021-22 á Íslandi – þá verstu í áratug – megi í veigamiklum atriðum rekja til peningamála var frumorsakar hennar – að undanskildum húsnæðismálum – að leita utan landsteinanna, bæði vegna utanaðkomandi verðhækkunar aðfanga og vegna aukinnar eftirspurnar sem var knúin áfram af ferðamennsku. Einnig hljóta lausatök í peningamálum að hafa haft sitt að segja. Eins og í öðrum löndum skapaði þenslusöm peningastefna SÍ árið 2020 lausafjárúhverfi sem tryggði að verð innfluttra vara hafði skjót áhrif á innlenda verðbólgu. Auk ytri framboðsrykkja skapaði endurreisn ferðamannaíðnaðarins eftirspurnardrífinn þátt í verðbólgunni og hinir lágu vextir áttu einnig sinn þátt í eftirspurnardrífinni hækkun húsnæðisverðs.

Á hinn bóginn varð minni hækkun í orkuþætti NVV á Íslandi en í flestum öðrum löndum vegna þess hve þar er greiður aðgangur að annarri orku en jarðefnaeldsneyti.

Hefði verið hægt að draga hraðar úr verðbólgu á Íslandi? Til þess hefði þurft harkaleg peningastefnuúrræði sem hefðu styrkt gengið verulega, komið í veg fyrir endurreisn ferðamannaíðnaðarins, dregið úr byggingarframkvæmdum og aukið atvinnuleysi. Það hefði verið misráðið af SÍ að reyna of harkalegan samdrátt.

Án þess að veikja markmið SÍ um stöðugt verðlag hefði verið til bóta ef menn hefðu áttað sig betur á því að sá tími sem ætlaður er til þess að ná verðbólgu aftur nálægt markmiði felur í sér fórnarskipti til skamms eða til meðallangs tíma gagnvart efnahagsstarfsemi.

2. Viðbrögð peningastefnunnar á Íslandi við heimsfaraldrinum árið 2020

Viðbrögð SÍ við yfirvofandi ástandi vegna heimsfaraldursins í mars 2020 fylgdu að miklu leyti því mynstri sem var farið að koma í ljós að tilstuðlan Seðlabanka Bandaríkjanna. Þótt vextir á Íslandi væru þegar á niðurleið við upphaf árs 2020 var stefnubreyting SÍ sem tengdist heimsfaraldrinum fremur snörp. Varfærin peningastefna eftir kreppuna hafði aukið trúverðugleika hjá SÍ sem hann gat notað á þessum tíma til að draga úr taumhaldi án þess að það leiddi til trúnaðarbrests.

Fyrirhuguðum fundi peningastefnufndar var flýtt um viku og hann haldinn 9.-10. mars 2020. Á þeim fundi voru stýrivextir lækkaðir um 50 grunnpunkta.⁵ Að auki var bindiskylda í reynd lækkuð um helming niður í 1 prósentu, og hafði hún ekki nokkurn tíma verið svo lág síðan í alþjóðlegu fjármálakreppunni. Þessari aðgerð var fylgt eftir viku síðar á aukafundi með frekari 50 grunnpunkta vaxtalækkun. Áhyggjur peningastefnufndar af líklegum áhrifum heimsfaraldursins á ferðamannaíðnaðinn sem og á innlenda eftirspurn eftir þjónustu voru greinilegar; mögulegar hliðarverkanir á gengi íslensku krónunnar vöktu enn fremur áhyggjur.

Í óvenjulegri málsgrein var greint frá því í fundargerð þessa fundar að „[f]ram kom á fundinum að Landssamtök lífeyrissjóða hefðu í kjölfar fundar með seðlabankastjóra um þá óvissu sem væri til staðar í efnahagsmálum sent frá sér einhliða hvatningu til lífeyrissjóða landsins um að halda að sér höndum í gjaldeyriskaupum á næstu þremur mánuðum“. Þetta frumkvæði seðlabankastjóra hafði komið nefndinni á óvart og tilvísunin í fundargerðinni endurspeglar líklega það álit einhverra nefndarmanna að þeir hefðu átt að samþykkja eða að minnsta kosti vita fyrir fram um það sem líta mátti á sem stefnuinngrip.

Nokkrum dögum síðar fundaði PSN aftur og beindist umræðan að líklegum áhrifum á skuldabréfamarkaðinn (og þar af leiðandi á miðlun peningastefnunnar) af aukinni lántöku stjórnvalda til að mæta þörfum sem tengdust heimsfaraldrinum. PSN ákvað að heimila kaup á skuldabréfum ríkissjóðs til að tryggja að stefna hennar um lægri vexti skilaði sér til heimila og fyrirtækja. Á enn einum aukafundi 2. apríl féllst PSN á tillögu seðlabankastjóra um sérstaka lánafyrirgreiðslu fyrir banka og að slakað yrði á kröfum um tryggingar.

Aðhaldsaðgerðir hófust á Íslandi í maí 2021, fyrr en hjá flestum öðrum seðlabönkum, og voru þær viðbrögð við styrkari efnahagsaðstæðum. Verðbólga var þegar tæplega 5% -- mun meiri á þeim tíma en í helstu nágrannaríkjum – en engar vísbendingar voru um að kjölfesta verðbólguvæntinga hefði veikst. Með alls tíu vaxtahækkunum í röð næstu mánuðina urðu stýrivextir jafnháir og þeir höfðu verið í ágúst 2010. Engu að síður jókst verðbólgan í tæplega 10% um mitt ár 2022 og hefur ekki dregið neitt merkjanlega úr henni enn.

Þótt verðbólguniðurstöður hafi ekki verið góðar, miðað við markmiðið, hefur þetta í heild einnig átt við um helstu seðlabanka í Evrópu og Norður-Ameríku. Þetta endurspeglar þau takmörkuðu tæki sem seðlabönkum eru tiltæk til að fást við stóra framboðsrykki eins og þá sem hafa orðið í heiminum 2020-2. Í ljósi þess að það hefði haft óhagstæð áhrif á atvinnustig og efnahagsstarfsemi ef tækjum peningastefnunnar hefði verið beitt með harkalegri hætti verður ekki séð að hægt hefði verið að finna öllu betri stefnumörkun á þessum árum.

Vextir

Í upphafi árs 2020 voru stýrivextir SÍ 3 prósentur og voru þegar komnir vel áleiðis á braut minnkandi taumhalds sem hafði byrjað úr 4½ prósentu í maí 2019, skömmu eftir gjaldþrot flugfélagsins WOW. (Ekki var lengra síðan en um mitt ár 2016 að vextirnir höfðu verið 5¾ prósentur). 25 gp lækkun kom til framkvæmda í byrjun febrúar 2020. Þessi tilhneiging til að losa um taumhaldið var í samræmi við nýlegar spár á þeim tíma um hóflega verðbólgu næstu þrjú ár og fyrirséðan veikan hagvöxt árið 2020.

⁵ Tölur sem sýna þróunina á helstu efnahags- og fjármálasviðum er að finna í afar gagnlegu ársfjórðungsriti SÍ, *Peningamálum*, og hafa því ekki verið endurteknað í þessari skýrslu.

Hin þróttmiklu viðbrögð helstu seðlabanka við fjármálalegri upplausn þegar heimsfaraldurinn braust út og við áhyggjum af efnahagshruni í kjölfarið endurómuðu hjá SÍ eftir að hafa lækkað stýrivexti (á sjö daga bundnum innlánnum) tvisvar um 50 gp í mars 2020. Þegar SÍ spáði því síðan að verðbólga yrði líklega áfram undir markmiðinu lækkaði hann stýrivextina um 75 gp í viðbót í maí og 25 gp í nóvember svo að þeir fóru lægst í 0,75%. Heildarlækkun skammtíma stýrivaxta á Íslandi um 175 gp er ekki eins mikil og 250 gp lækkunin sem Seðlabanki Bandaríkjanna hratt í framkvæmd (í aðeins tveimur áföngum í mars) og Ísland lauk slökunarferlinu með stýrivöxtum sem voru enn hærri en stýrivextir Seðlabanka Bandaríkjanna (sem og stýrivextir flestra helstu seðlabanka í Evrópu). Erfitt væri að styðja gagnrýni þess efnis að SÍ hefði brugðist of harkalega við og lækkað vexti alltof mikið (þótt síðasta 25 gp lækkunin sé ef til vill umdeilanleg).

Aðhaldsskeiðið hófst ekki fyrr en í maí 2021, með þremur 25 gp hækkunum í röð frá þeim tíma og fram í október. Meiri hækkunir komu til framkvæmda í kjölfarið: tvær hækkunir um 50 gp hvor, 75 gp og 100 gp, ásamt einni 25 gp hækkun í nóvember 2022 og þá voru vextirnir komnir upp í 6 prósentur. Þegar hér var komið voru raunstýrivextir um núll ef þeir voru lækkaðir með væntingum SÍ um verðbólgu milli ára 2022-3 (heldur hærri ef þeir voru lækkaðir með væntingum um verðbólgu milli fjórða ársfjórðungs hvors árs).

Stefna í gengismálum

ISK hefur verið mjög óstöðug í fortíðinni og þetta stutta tímabil sem hér er til skoðunar er engin undantekning. Ólgan á fjármálamarkaði í kjölfar þess að heimsfaraldurinn braust út varð til þess að meðalgengi ISK féll um 15 prósentur (mars-maí 2020). Á meðan útflutningstekjur snarlækkuðu var gengi ISK áfram almennt veikt lengst af það sem eftir var ársins 2020. Frá þeim tíma hækkaði meðalgengi hennar verulega fram á mitt ár 2022, þótt það væri áfram talsvert undir því sem það var snemma árs 2020 og lækkaði síðar. Sterkt gengi Bandaríkjadalárs 2022 hefur verið mikilvægur þáttur í því að halda gengi ISK lágu miðað við víða vöruviðskiptavog.

Gengistilhneigingin verður áfram mikilvægur áhrifaþáttur verðbólgu í framtíðinni og hefur líka þýðingu fyrir arðsemi útflutnings og atvinnustarfsemi. Stefna í gengismálum á Íslandi hefur verið mikilvægur, en að vísu oft aukalegur, þáttur í „verðbólgu markmiði plús“-reglunni sem hefur verið í gildi í fjölmörg ár. Hún skiptist í tvo meginþætti, (i) varanleg stefna til að forðast óhóflegan óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði eða snöggar breytingar, til dæmis á daglegum grunni og (ii) aðgerðir öðru hverju til að grípa inn í og koma í veg fyrir að gengið verði of lágt eða of hátt miðað við það sem væri í grundvallaratriðum æskilegt. Starfsfólk deildar markaða sinnir fyrri þættinum samfelld, með samþykki seðlabankastjóra.

Yfirleitt kemur aðeins fyrri þátturinn til framkvæmda og á þeim tímum eru inngríp SÍ á gjaldeyrismarkaðnum aðeins framkvæmd til að draga úr óstöðugleika til skamms tíma. Þessi fyrri þáttur hefur haldið áfram að starfa snurðulaust og af skilvirkni á tímabilinu sem hér er til skoðunar.⁶ Í reynd eru nán samskipti milli deildar markaða og seðlabankastjóra sem veita

⁶ Þess væri vænst að hrein notkun gjaldeyrisvarasjóðsins við inngríp til að auka á stöðugleika næmi núlli með tímanum. En á tímabilinu sem hér er til skoðunar fólu skjalfest inngríp til að auka á stöðugleika (eins og stefnuvirk inngríp) í sér umtalsverða sölu gjaldeyris. Þessi heldur óvænta uppgötvun vekur upp þá spurningu hvort inngríp til að auka á stöðugleika hafi að fullu verið í samræmi við yfirlýst markmið – sérstaklega í ljósi þess að stefna í vaxtamálum var afar hagstæð á þeim tíma. Þetta bendir til þess að markmið inngrípa á gjaldeyrismarkaði og þau skilyrði sem sett eru við inngríp til að stuðla að stöðugleika gætu verið nákvæmari.

honum skjótar ráðleggingar um þróun á gjaldeyrismarkaði og þær aðgerðir sem þörf er á til að koma í veg fyrir ástæðulausan óstöðugleika. (Eins og sýnt er á Mynd 1 hefur áframhaldandi 100 daga staðalfrávik daglegra breytinga verið hóflegt, eða milli 0,3 og 0,7 prósentur – heldur lægra en á þremur árunum á undan.)

Hinn þáttur stefnunnar í gengismálum skýrist með dæmi af áætluninni um reglubundna gjaldeyrissölu sem SÍ tilkynnti í september 2020. Þar var því lýst yfir að markmið með þessari áætlun væru „að auka dýpt gjaldeyrismarkaðarins og bæta verðmyndun“. Á því átta mánaða tímabili sem þessi áætlun var í framkvæmd seldi SÍ rúmlega 459 milljónir evra (um 70 milljarða ISK) úr gjaldeyrissvarsjóði sínum, fjárhæð sem jafngildir um það bil 7 prósentum af varasjóðnum eða 2 prósentum af vergri landsframleiðslu. Hrein kaup sem falla undir það að stuðla að stöðugleika á markaði námu 434 milljónum evra – aftur næstum jafn miklu og í hinni reglubundnu söluáætlun.

Inngrip á gjaldeyrismarkaði hafa líka þýðingu fyrir peningastefnuna. PSN ræddi inngrip á gjaldeyrismarkaði og í fundargerðum er að finna athugasemdir eins og „að líklega væri raungengi krónunnar lægra en jafnvægisraungengi um þessar mundir á sama tíma og verðbólga væri komin yfir markmið“ (ágúst 2020). Svo virðist þó sem PSN hafi ekki verið sá aðili sem tók ákvörðunina um áætlunina um reglubundna gjaldeyrissölu í september 2020.

Hættan við stefnu sem hallast gegn markaðsprýstingi eftir veikara gjaldmiðli er sú að ekki er víst að seðlabankinn geti viðhaldið æskilegu gengi gjaldmiðilsins, með þeirri afleiðingu að hverfa verður frá stefnunni og leyfa genginu að falla hindrunarlaust. Í reynd hefur þetta ekki gerst 2020-21. Stíkar reglunnar (sem eru ekki birtir) reyndust ekki hafa verið of óraunsæir á þessu tímabili.

Áhrif gengisbreytinga á verð innflutningsvara og síðan innlent verðlag hafa minnkað með árunum, ef til vill samfara því að verðbólguvæntingar til langs tíma hafa fengið betri kjölfestu.

Enda þótt gruggandi þættir útiloki augljóslega einföld tengsl á milli gengis og vaxta er athyglisvert að gefa gaum að því að á því tímabili sem hér er til skoðunar hefur ISK almennt verið veik þegar nafnvextir á Íslandi hafa verið lágir, og öfugt (Mynd 2).

Notkun efnahagsreikningsins

Inngrip á gjaldeyrismarkaði eru eitt af stefnuverkfærum í efnahagsreikningi Seðlabankans og þau hafa áhrif á lausafjáraðstæður. Önnur mikilvæg stefnutæki sem hafa áhrif á efnahagsreikninginn og voru notuð á tímabilinu sem hér er til skoðunar, auk þess að auka frelsi til að nýta lánstraust seðlabankans, eru meðal annars lækkun bindiskyldu og áætlunin um kaup eigna (oft kölluð magnbundin íhlutun (MÍ)).

Bindiskylda Lækkun bindiskyldu í mars 2020 losaði um 20 milljarða ISK af varasjóði bankans. Eins og gefið er til kynna hér á eftir er þetta fremur hófsöm slökun, mun smærri í sniðum en síðari aðhaldsaðgerðir með inngripum á gjaldeyrismarkaði (nefndar hér á eftir).

MÍ Þótt áætlunin um kaup á ríkisskuldabréfum hafi þegar verið tilkynnt í mars 2020 með heildarfjármagnsramma sem nam 150 milljörðum ISK (um 5% af vergri landsframleiðslu) var hún ekki sett í gang fyrr en í maí 2020 og ekki í neinum verulegum mæli fyrr en í

nóvember 2020.⁷ Með heildarkaupunum bættust 19 milljarðar ISK við lausafé bankans, mestallt á fjórum mánuðum: nóvember-desember 2020 og mars og maí 2021. Þetta var aðeins brot af fjármagnsrammanum sem hafði verið tilkynntur. Kaup hafa ekki farið fram síðan í ágúst 2021. Aftur er þessi heildartala mun lægri en stærð áætlunarinnar um reglubundna gjaldeyrissölu sem var í gangi nokkurn veginn á sama tíma. Kaup á ríkisskuldabréfum hafa þau áhrif að veða upp á móti samdráttaráhrifum af gjaldeyrissölu, jafnvel allt upp í einn á móti einum að verðgildi – raunar var þessi beiting MÍ til að dauðhreinsa inngríp á gjaldeyrismarkaði rædd í PSN þegar áætlunin um MÍ var ákveðin í mars 2020. MÍ breytir líka binditímasniðinu á efnahagsreikningi SÍ og getur, eins og PSN tók fram, þar með haft áhrif á halla ávöxtunarferilsins.⁸ Þegar stýrivextir SÍ voru komnir niður í 0,75% í nóvember 2020 var ekki óskynsamleg varúðarráðstöfun af hálfu hans að búa sig undir að beita MÍ, þótt hann hefði greinilega ekki náð neðra marki vaxta.⁹ Þessir þættir MÍ eru ekki ræddir í smáatriðum í fundargerðum PSN á meðan MÍ var beitt; ef til vill er það ekki rangtúlkun að halda því fram að sú ákvörðun SÍ að tilkynna áætlun um MÍ hafi í raun verið viljayfirlýsing um að sleppa ekki að beita þessu tæki peningalegrar útpenslu ef það reyndist nauðsynlegt, fremur en skuldbinding um að hefja stórfelld kaup.

Þenslustefnunni í útvegum lausafjár í gegnum bindiskyldu og MÍ (sem inngríp á gjaldeyrismarkaði vógu upp að hluta) hefur ef til vill verið beitt heldur lengur en nauðsyn krafði. Þegar allt kemur til alls skorti bankana sem samstæðu ekki lausaeignir. Þótt samanlagðar lausaeignir bankanna, sýndar sem hlutfall af innlendum eignum (eða skuldum), hafi minnkað úr um 10 prósentum í mars 2020, voru þær í reynd rúmlega 5 prósentur á öllu tímabilinu sem hér er til skoðunar (Mynd 3). Alltént voru þessi þensluúrræði á endanum megindlega óveruleg.

Þótt hátt settir starfsmenn hafi fullan skilning á greiðsluhæfi banka í heild sinni er ástæða til að fjalla um það á skýrari hátt í stefnumræðum og upplýsingagjöf SÍ. Skýr greinarmunur er á LÞH og HHTF sem, líkt og endurskoðun innra matferlis lausafjárstöðu (IML), eru *eindarvarúdartæki*, og heildarlausafé ISK í þjóðarbúskapnum sem miðar að *þjóðhagslegum stöðugleika*.

LÞH og HHTF sem eru (og eiga að vera) undir eftirliti þess starfsfólks sem sinnir eftirliti, eru þróuð með það að markmiði að tryggja að *hver banki* sé varinn fyrir lausafjáráfallum.¹⁰

- LÞH er hlutfall sem hver banki þarf að viðhalda í því skyni að tryggja getu hans til að standast óvæntar úttektir.

⁷ Erlendir fjárfestar seldu stóran hluta af stöðu sinni í ríkisskuldabréfum í nóvember 2020. Hefði SÍ átt að vera tilbúinn fyrir að framkvæma MÍ? Færa má rök fyrir því að þetta hafi orðið staðalverkfæri fyrir alla seðlabanka sem starfa nálægt neðra marki stýrivaxta sinna. SÍ hafði aldrei áður verið nálægt neðra markinu. Áhrifin af eignakaupaáætluninni til að stuðla að stöðugleika náðust að auki að miklu leyti með tilkynningu hans sem bakhjarls; ekki náðist verulegur viðbótarangur með sjálfum kaupunum.

⁸ Raunar voru það seðlabankar þar sem stýrivextir til skamms tíma voru í reynd að nálgast neðra mark sem hófu að beita MÍ í fjármálakreppunni eftir 2008 í því skyni að auka á þensluáhrifin af peningastefnunni. Eignakaupum Seðlabanka Bandaríkjanna árið 2020 var ætlað að endurreisa virkni markaða fremur en að fletja út ávöxtunarferilinn, sem greinir þau frá sumum af fyrri „MÍ“-eignakaupum.

⁹ Þótt því sé haldið fram að MÍ hafi fyrst og fremst haft gildi sem merki um aðgengi að lausafé. Kaupin voru ekki nauðsynleg í reynd.

¹⁰ Í samræmi við 83. grein í lögum nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki.

- HHTF skilgreinir fyrir hvern banka hve miklar samþykktar lausaeignir honum er skylt að eiga sem hlutfall af samsettu máti áhættuskuldbindingar þess banka gagnvart útteknum. Þetta eru hvortveggju eindarvarúðartæki sem tengjast einstökum bönkum.

SÍ viðurkennir að fullu að *heildarstig* bankakrafna á SÍ ákvarðast af aðgerðum peningastefnu SÍ. Þetta stig gefur ekki aðeins vísbendingu um hversu langt bankakerfið í heild er frá því að skorta reiðufé, heldur (það sem meira er) myndar jafnframt sameiginlegan sjóð sem hægt er að byggja á stækkun bankakrafna í heild. Bindiskylda sem peningastefnunefnd leggur á dauðhreinsar rækilega hluta af þessum sjóði til að takmarka það hversu mikið er hægt nota hann til að auka við heildarkröfur og auðveldar þar með stýringu heildareftirspurnar í þjóðarbúskapnum. Ákjósanlegt heildarstig lausafjár bankanna ákvarðast ekki með því að safna saman LPH eða HHTF.

Augljóslega ætti PSN að fara áfram með það vald að leggja bindiskyldu á bankana til viðbótar við, og mögulega skilgreint á annan hátt, LPH- og HHTF-skylduna; það starfslið sem sinnir eftirliti ætti þó að bera ábyrgð á eftirliti með síðarnefnda hlutfallinu, sem og með endurskoðun IML.

Áhrif af þenslusömum ráðstöfunum á veðlán og húsnæði

Tókst að styðja heildareftirspurn með hinum þenslusömu ráðstöfunum árið 2020; kyntu þær undir fasteignaverðshækkun í kjölfarið? Í því flókna efnahagsumhverfi sem heimsfaraldurinn skapaði með lokun starfsemi og ferðatakmörkunum, truflunum aðfangakeðja og þenslusömum úrræðum í ríkisfjármálum er það vandasamt verkefni að aðgreina á trúverðugan hátt hlutverk innlendra peningastefnuúrræða frá öðrum þáttum.

Hvað varðar miðlun gegnum bankalán, tóku lán til fyrirtækja, sem höfðu náð stöðugleika fyrir heimsfaraldurinn, að lækka síðla árs 2020 og talsvert fram á árið 2021, áður en þau réttu allverulega úr kútnum frá árslokum 2021. Bankalán til heimila tóku þó að stóraukast frá miðju ári 2020 og uxu mjög með tveggja stafa tölu á ársgrundvelli allt árið 2021 og fram á árið 2022. Hið auðvelda aðgengi að lausfé í bönkum og hinir lágu nafnvextir virðast reyndar hafa kynt undir eftirspurn eftir bankalánnum árin 2020 og 2021, sérstaklega veðlánnum, þótt meðaltal greiðslubyrði heimila sem hlutfalls af ráðstöfunartekjum hafi ekki breyst mikið.

Enn fremur var mikil eftirspurn eftir óverðtryggðum lánnum í ISK sem jukust úr tæpum 0,4 trilljónum ISK í mars 2020 í rúmlega 1 trilljón ISK í árslok 2021, en á hinn bóginn varð óveruleg minnkun í útistandandi verðtryggðum veðlánnum (Mynd 4). (Eins og fram kom í fyrri rannsókn starfsfólks SÍ skila breytingar á stýrivöxtum SÍ sér fremur illa til verðtryggðra veðlána). Hin mánaðarlega breyting í prósentum í útistandandi óverðtryggðum innlendum veðlánnum tók stökk úr um það bil 2 prósentum að meðaltali fyrir heimsfaraldurinn í 9 prósentur í júlí og 10 prósentur í október 2020 (Mynd 5). Hinir lágu nafnvextir virðast því hafa haft fyrirsjáanleg keðjuverkandi áhrif á húsnæðisverð. Þótt þessi þróun hafi verið rakin frá sjónarhóli fjármagnsstöðugleika (og það hefur orðið minnkun árið 2022) ber augljóslega ekki að vanmeta áhrif hennar á heildareftirspurn og verðþróun.

Blanda verðtryggðra og óverðtryggðra veðlána, og breytilegra og fastra vaxta, er til umfjöllunar í Skýrslu SÍ um fjármálastöðugleika. Ef til vill er ástæða til að um þetta verði fjallað enn frekar í umræðum um peningastefnu, í ljósi þýðingar þess fyrir húsnæðisverð og áhrifa þess á verðbólgu á Íslandi. Vitaskuld eru verðtryggð veðlán gagnlegt tæki, sérstaklega fyrir þá sem eru að kaupa í fyrsta sinn, að því leyti að þau slétta út afborganir að raunvirði. En

aðgerðir SÍ hafa ekki eins augljós áhrif á vexti verðtryggðra veðlana (Mynd 6). Það veikir getu peningastefnunnar til að koma á stöðugleika í þjóðarbúskapnum og halda verðbólgu í skefjum að hafa svo stóran og breytilegan skerf af verðtryggðum veðlanum í kerfinu.

Ástæða er til að SÍ greini betur útreikning ávöxtunar á verðtryggðum skuldabréfum (fastrar og breytilegrar) og áhrif þeirra á þjóðhagslegan stöðugleika og verðlagseftirlit, jafnvel þótt bein inngríp í þessa markaði séu yfirleitt ekki réttlætunleg.

Breytingar á húsnæðisverði þarfnast sérstakrar athygli þegar ákvarðanir peningastefnu eru mótaðar. Þetta er vegna þess að húsnæðisverðshækkunar hafa mikla þýðingu, húsnæðismarkaðurinn er viðkvæmur gagnvart verkfærum peningastefnunnar og húsnæði hefur með sérstökum hætti áhrif á NVV á Íslandi.¹¹ Þar sem þetta svið skarast við umboð fjármálastöðugleikanefndar (FSN) verður það áfram mikilvægt til að tryggja viðeigandi úrræði sem báðar nefndir (PSN og FSN) eiga fulla aðild að til að tryggja samhæfingu stefnuúrbóta á þessu sviði.

Samkvæmt eldri lögunum gat PSN gert tillögur sem snertu öll stefnuverkfæri Seðlabankans sem tengdust umboði hennar (þar á meðal fjármálastöðugleika), en í nýju lögunum eru tilgreind þau verkfæri sem eru á valdsviði PSN og þau virðast útiloka nokkur verkfæri sem hafa augljósa þýðingu fyrir stöðugt verðlag. Dæmið um gjaldeyrishöft, sem seðlabankastjóri og aðstoðarseðlabankastjórnir ákveða, var nefnt við okkur. Í slíkum tilfellum ættu allir þeir sem taka ákvarðanir að deila íhugunum sínum með hinum. Til dæmis ættu PSN og FSN að halda sameiginlegar málstofur, ef til vill með sex mánaða millibili, svo að hvor um sig skilji betur greiningu og áætlanir hinnar. Þess vegna ætti að bæta við þær óformlegu boðleiðir sem fyrir eru formlegum stofnanalegum vettvöngum fyrir sameiginlegar viðræður, eins og gert var í neyðarástandinu á fyrstu mánuðum heimsfaraldursins.

3. Spár og greining

Peningamála- og hagfræðideild SÍ búa yfir langri og alþjóðlega viðurkenndri reynslu af því að greina þróun þjóðarbúskaparins, gera spár og undirbúa stefnuúrræði fyrir peningastefnunefnd. Peningamál, sem koma út fjórum sinnum á ári, fjalla um viðeigandi efnahagsþróun á nægilega yfirgrípsmikinn hátt.

Starfsfólk undirbýr tvær meginþjóðhagsspár á ári, með tveimur minni háttar uppfærslum á milli. Eins og í öllum seðlabönkum eru þessar spár og sviðsmyndir ekki að fullu byggðar á líkönum, heldur eru þróaðar með úrvali sem byggist á umfangsmikilli upplýsingaöflun. Starfsliðið hefur notast við ýmis líkön, en einkum stuðst við hefðbundið þjóðhagslíkan til að gera spár, og beitt KTHJ-líkani sem er kallað „DYNIMO“ einkum til að ganga úr skugga um samkvæmni í hermitækni stefnumörkunar.¹²

Á þessu óvenjulega óstöðuga tímabili fyrir heimshagkerfið hefur verið verulega áhættusamt að spá fyrir um verðbólgu og umsvif í atvinnustarfsemi. Áður en heimsfaraldurinn braust út vænti SÍ þess að 2020 yrði ár fremur veiks hagvaxtar, eða um 1 prósent á ársgrundvelli; í

¹¹ Hin sérstaka aðferð sem beitt er til að innlima húsnæðisverð í NVV á Íslandi þýðir að verðbólga NVV bregst sérlega hratt og kröftuglega við snörpum breytingum á húsnæðisverði. Vegna þessarar sérstöðu ætti SÍ að halda áfram að rannsaka tilhneigingar og spár í öðrum verðvísitölum sem mótvarandi mælingar verðþrýstings.

¹² Vegna þess að stýrivextirnir eru þróaðir innan líkana starfsfólksins skýrist það hvers vegna verðbólga hefur reynst meiri en spád var að hluta til af því að raunstýrivextirnir sem PSN ákveður hafa reynst lægri en vextirnir samkvæmt líkönunum.

reynd varð samdráttur um rúmlega 7 prósentur þetta ár, eins og þegar var séð fyrir á þeim tíma þegar önnur Peningamál ársins 2020 voru gefin út. Þá var farið að spyrja í hve miklum mæli og hve hratt þetta framleiðslutap yrði endurheimt. Í Peningamálum 2020/2 sáu menn fyrir sér að verg landsframleiðsla árið 2022 yrði aðeins 1 prósentu undir því sem hún var 2019. Árin 2021 og 2022 jókst þetta með óreglulegum hætti til síðasta gildis, um 2 prósentur yfir því sem hún var 2019.

Spáskekkjan fyrir stigvaxandi verðbólgu 2020-2 var miklu meiri. Í upphafi árs 2021 spáði SÍ stigvaxandi 6 prósentu hækkun verðlags 2020-2, talsvert undir þeirri 17 prósentu aukningu sem nú er vænst fyrir tímabilið. Athyglisvert er að í hverjum Peningamálum eftir að heimsfaraldurinn braust út var verðbólguþátturinn fyrir yfirstandandi almanaksár hærrí en spáin fyrir árið á eftir, en í reynd jókst verðbólga á hverju ári (Mynd 7). (Hjá mörgum öðrum seðlabönkum olli reynslan af verðbólguþáttum jafnmiklum vonbrigðum.) Ef til vill reynist núverandi spá um minnkandi verðbólgu árin 2023 og 2024 betur.

4. Ákvarðanatöku og samskipti

Starfsaðferðir PSN eru þrautreyndar og virðast hafa haldið áfram að gagnast á sæmilega viðunandi hátt undanfarin þrjú ár. Eins og nefnt var að framan ber að bæta samhæfingu og samtal milli þessara tveggja nefnda. Ekki er nóg að segja að seðlabankastjóri og aðstoðarseðlabankastjórar sem sitja í báðum nefndum byggi nægilega brú – að hugsa þannig er að gera ranglega lítið úr því sem vænta má af utanaðkomandi nefndarmönnum. PSN ætti að samþykkja formlega allar peningastefnuákvæðanir áður en þær eru tilkynntar.

Allt þetta tímabil var upplýsingagjöf SÍ skilvirk. Upplýsingagjöf um ákvæðanir um peningastefnu hefur verið styrkur SÍ í fjölmörg ár. Hið upplýsandi og vel unna rit Peningamál kemur út (á tveimur tungumálum!) um leið og ákvæðun PSN er tilkynnt. Aðgengi almennings að upplýsingum um peningastefnu er jafnvel sagt hafa batnað nokkur undanfarin ár.

PSN var samhljóða á tímabilinu þegar taumhald var losað. Á aðhaldstímabilinu gáfu einn eða tveir nefndarmenn til kynna á fimm af fundunum tíu að þeir hefðu viljað hraðari vaxtahækkun, en féllust á að styðja tillögu seðlabankastjóra. Sérstaklega þegar skýr skoðanamunur er fyrir hendi er mikilvægt að í allri kynningu (t.d. á blaðamannafundinum o.s.frv.) sé skýrt hvaða staðhæfingar séu persónulegar og hverjar njóti fulls stuðnings nefndarinnar í heild. Í kynningu ber að virða skoðanir einstakra nefndarmanna í peningastefnunefndinni og gera allan nauðsynlegan greinarmun. Samþykkja ætti ítarlegri áætlun um formlega kynningu þar sem kveðið væri á um reglur sem allir nefndarmenn í PSN ættu að fylgja, m.a. með tilliti til atriða eins og framsýnnar leiðsagnar. Þetta gæti vissulega einnig átt við um hinar nefndirnar sem taka ákvæðanir.

Fjármálastöðugleiki og regluverk

Samantekt

Fjármálastöðugleika hefur verið gætt vel á Íslandi undanfarin þrjú ár, á tímabili sem verið hefur afar umbrotasamt á Íslandi eins og annars staðar.

Svo er fyrir að þakka regluverki sem samræmist bestu alþjóðlegu venju og Evrópurétti, að bankar þeir sem grundvallarmikilvægi hafa komu inn í tímabilið með viðunandi háu eiginfjárhlutfalli.

Heimsfaraldrinum í upphafi árs 2020 var mætt með því að SÍ afgang sveiflujöfnunaraukann tímanlega. Ekki varð heldur nein óþörf töf á að innleiða sveiflujöfnunaraukann að nýju þegar þarfir breyttust um mitt ár 2021.

Brugðist var með viðeigandi hætti við vaxandi vandamálum á húsnæðismarkaðnum með því að setja skorður við hlutfalli skuldgreiðslu og tekna (HSGT), sem eiga við um veðlán bæði bankanna og stærri lífeyrissjóða. Tímasetning þessara úrræða dróst nokkuð vegna þess að litið var svo á að til þeirra þyrfti að fá fram tryggari lagaumgjörð.

Seðlabankinn hélt áfram að gera álagspróf á hinum kerfislega mikilvægu bönkum á ársgrundvelli, eins og nú er gert í mörgum löndum. Með því að beita álagi í mismunandi myndum milli ára getur seðlabanki betur gert sér grein fyrir mögulegum veikleikum hvað stöðugleika varðar. Sambærilegar greiningar á hinum stóru lífeyrissjóðum gætu einnig komið að gagni við að varpa ljósi á kerfislega veikleika innan geira sem óvenjulega stór hluti fjármálakerfisins fellur undir á Íslandi í alþjóðlegum samanburði. Tilfni er til að hafa sérstakar gætur á lífeyriskerfinu með tilliti til fjármálastöðugleika, til að skilja við hvaða aðstæður lífeyrissjóðir gætu hugsanlega aukið á flökt og brenglun á markaði.

SÍ hefur þróað hagsveifluvísa á grundvelli hagamælinga sem kunna að hjálpa til við að gefa viðvaranir um aukna veikleika. Bankinn reidir sig þó ekki um of á þessa aðferð, sem skysamlegt er, því hún kann að líta fram hjá nýjum áhættuþáttum.

SÍ hefur áfram gefið út vandaða Skýrslu um fjármálastöðugleika tvisvar á ári. Í henni er komið á framfæri ítarlegum upplýsingum um framvinduna á hinum ýmsu sviðum fjármálageirans, þar á meðal upplýsandi úttektum, til dæmis á greiðslukerfinu (í nýjustu skýrslunni) og öðru viðeigandi efni, svo sem upplýsingum um árlegt álagspróf bankanna og þróun hagsveifluvísanna.

1. Ákvarðanatata og yfirstjórn

Fjármálastöðugleikanefnd (FSN) Seðlabanka Íslands tekur þjóðhagsvarúðarákvarðanir. Í nefndinni eiga sæti seðlabankastjóri og allir þrír varaseðlabankastjórar ásamt þremur utanaðkomandi nefndarmönnum. Áheyrnafulltrúi frá fjármálaráðuneyti situr fundi. Seðlabankastjóri er fundarstjóri.

Formaður boðar til undirbúningsfundar þremur vikum fyrir fund nefndarinnar, þar sem hann, varaformaður og aðrir nefndarmenn innan bankans ásamt deildarstjórum ræða hvaða málefni eru mikilvægust hverju sinni, hvað skuli búið til kynningar og hver skuli kynna. Einnig hvort einhver sérstök málefni eða gögn séu umræðunni mikilvæg eða hvort fylgja verði einhverju eftir frá síðasta fundi.

Utanaðkomandi nefndarmenn í FSN hafa færni og reynslu á sviði þjóðhagsvarúðar. Hlutverk þeirra er að leggja fram eigin sérfræðipækkingu þar sem hver hefur sinn bakgrunn. Hinir utanaðkomandi nefndarmenn telja sig taka virkan þátt í umræðum og gæta þess að skoðanir þeirra séu virtar og tillit til þeirra tekið í umræðum og niðurstöðum nefndarfunda. Með því að starfsmenn kynni málefni áður en nefndarfundir eru formlega haldnir virðist vinnuálag nefndarmanna viðunandi, sérstaklega þegar slíkar kynningar varða álitafni sem hinir utanaðkomandi nefndarmenn vekja máls á fyrirfram.

FSN hefur afskipti af peningamálastefnu- og fjármálaeftirlitshlutverki gegnum hina sameiginlegu meðlimi innan bankans (seðlabankastjóra og varaseðlabankastjóra). Starfslið á mismunandi stefnumörkunarsviðum tekur þátt í nefndarfundum eða undirbúningi þeirra, annast kynningar og svarar spurningum. Í Seðlabankanum starfa einnig nokkrir vinnuhópar þvert á deildaskiptingu á sviði viðeigandi málefna varðandi fjármálastöðugleika, svo sem samvinnu um ofurálagsprófanir.

Fyrir fundi sína tekur FSN við miklu efni þar sem hagsveiflur og efnahagshorfur eru metnar frá sjónarmiði fjármálastöðugleika á heildstæðan hátt. Auk greiningar á fjármálakerfinu og efnahagslífinu í heild eru gerðar álagsprófanir á bönkum. Veitt er mynd af stöðu fjármálastöðugleika með vísun á borð við hagsveifluvísinn og hinn innlenda kerfisáhættuvísi. Nálgunin við að áætla hagsveiflubreytur og meta aðstæður hverju sinni fylgir góðri alþjóðlegri venju. Með þessa tölfræðilegu vísa er farið eins og hverja aðra upplýsingaheimild um fjármálastöðugleika, og þeir eru ekki notaðir sem skilyrðislausir stefnuvaldar. Ákvarðanir FSN eru byggðar á heildstæðu mengi þeirra upplýsinga sem nefndinni eru tiltækar.

Eðlilegt er að spyrja hvort það, að þjóðhagsvarúðartækjum sé beitt að ákvörðun fjármálastöðugleikanefndar með utanaðkomandi nefndarmönnum, en ekki að ákvörðun seðlabankastjóra eða varaseðlabankastjóra, geti tafið viðbrögð á krepputímum. Með afnámi sveiflujöfnunaraukans í upphafi faraldursins hefur nefndin þó sýnt lofsverðan vinnuhraða, og a.m.k. sú reynsla sýnir að töf er ekki innbyggð í hvernig ákvarðanatöku er hagað.

2. Varúðartæki

Hin íslensku tæki til eindarvarúðar og þjóðhagsvarúðar virðast heildstæð og sambærileg við þau sem fyrir hendi eru meðal evrópskra samanburðaraðila. (Til hagræðis teljum við upp, í þessum kafla, eindarvarúðartæki varðandi eigið fé og greiðslugetu með þeim sem venjulega eru talin varða þjóðhagsvarúð). Tækjunum er ætlað að fást við atriði er bæði lúta að sveiflum og kerfisuppyggingu, og þeim hefur verið beitt í raun. Sum hinna kerfislegu styrkja ekki einungis heildarþol fjármálakerfisins og lántaka þess, heldur hafa einnig mikilvægar hliðarverkanir á þjóðhagslega þróun, svo sem húsnæðisverð.

Meðal hinna *kerfislegu tækja* sem fyrir hendi eru má nefna eiginfjárouka vegna kerfisáhættu (EFVK) með tilliti til kerfislegs mikilvægis fjármálastofnunar (ÖKMS) og eiginfjárverndunarauka (VA), auk vogunarhlutfalls.¹³ Allt er þetta ætlað til að tryggja að hvert fjármálafyrirtæki eigi nægilegt eigið fé til að standast áföll og geti haldið áfram að veita fjármálaþjónustu á álagstímum. Til viðbótar við þessar kröfur koma kröfur um lausafjárþekjuhlutfall (LPH) og hreint hlutfall traustrar fjármögnunar (HHTF). Seðlabankinn hefur ákveðið nokkrar breytingar á LPH og HHTF til að vernda mismunandi eignaflokka, svo sem eignir í erlendum gjaldeyri.

Eiginfjároukinn vegna kerfisáhættu hefur gilt síðan í apríl 2016, og hefur verið ákvarðaður sem 3% af innanlandsáhættu. Þar sem íslenska fjármálakerfið starfar lítt erlendis er eiginfjároukanum vegna kerfisáhættu beitt á yfir 90% áhættunnar. Krafa þessi er byggð á áhættu og smæð tiltölulega einsleits grunnefnahagslífs. Krafan er endurskoðuð á a.m.k. tveggja ára fresti.

Sakir stærðar og kerfislegs mikilvægis hefur hver hinna þriggja stóru banka verið flokkaður sem „önnur kerfislega mikilvæg stofnun“ (ÖKMS). („önnur“ vísar til þess að þeir eru ekki taldir mikilvægur á alheimsvísu), og veldur það viðbótareiginfjárkröfu er nemur 2% af áhættumetnum eignum (sem einnig hefur gilt frá apríl 2016). Krafan til ÖKMS-auka hefur verið byggð á leiðbeiningarreglum Evrópsku bankaeftirlitsstofnunarinnar (EBS), er taka ekki einungis mið af stærð banka hvað snertir heildareignir og innanlandsmikilvægi, heldur einnig til hversu flókin starfsemi

¹³ Lagaheimild Seðlabanka til að gera kröfu um eiginfjárouka banka má a.m.k. rekja til 86. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.

þeirra er, starfsemi þeirra erlendis, innbyrðis tengsla og mikilvægis í gjaldeyrisviðskiptum. Krafan er endurskoðuð a.m.k. árlega.

Verndunaraukinn (VA) er ákveðinn með lögum sem 2,5% af áhættumetnum eignum og hefur verið í gildi frá upphafi árs 2017. Það hefur verið gert til að bæta þol banka gagnvart útlánatöpum á álagstímum.

Að auki eru gerðar til banka kröfur samkvæmt „Stoð II“, sem endurspeglar sérgreinda áhættu sem finnst við eftirlit. Matið fer fram með Eftirlitsferli endurskoðunar og mats (EFEM), sem tekur heildstætt yfir alla starfsemi og öll áhættusvið banka sem er kerfislega mikilvægur. Eins og á stendur eru þær kröfur samkvæmt Stoð II, sem gerðar eru, mismunandi meðal hinna þriggja kerfislega mikilvægu banka, frá 2,5% til 3,5% af áhættumetnum eignum.¹⁴ EFEM fer fram árlega á hverjum kerfislega mikilvægum banka.

Krafan um skuldsetningarhlutfall er samkvæmt lögum þeim sem færa CRD IV-tilskipunina í íslenskan rétt, 3% af heildaráhættu. Á sama hátt og aðrar eiginfjárkröfur tryggir þetta hlutfall nægilegt eigið fé til að mæta hugsanlegum áföllum, en er frábrugðið þeim, þar sem það reiknast af bókfærðu verðmæti heildaráhættu en ekki af hinum (minni) áhættumetna grunn.

Eiginfjárstaða allra helstu bankanna þriggja er vel fyrir ofan þau hlutföll sem þessar kröfur gefa til kynna. Þar af leiðir að hagnaðarúthlutunartakmarkanir þær, sem þeir væru háðir ef verndunaraukakrafan væri ekki uppfyllt, gilda ekki um þá nú.

Þegar beiting eiginfjárfarna er metin er mikilvægt að veita því athygli að íslenskir bankar fylgja réttilega hinum staðlaða áhættumatsútreikningi. Þetta hefur í för með sér að eiginfjárkröfur verða nokkru hærra miðað við heildareignir þeirra og leiða til sterkari eiginfjárstöðu banka en í mörgum öðrum löndum.

Í hinum svonefndu Reglum um gjaldeyrisjöfnuð (nr. 784/2018) (sem til dæmis takmarka heildargjaldeyrisjöfnuð við 10% af eiginfjárgrunni) og Reglum um afleiðuviðskipti þar sem íslensk króna er tilgreind í samningi gagnvart erlendum gjaldmiðli (nr. 765/2021) (sem takmarkar gjaldeyrisáhættu af afleiðum) eru skilgreindar tvær aðferðir, sem lengi hafa verið í notkun, til að takmarka áhættu banka af gengissveiflum.

Reglur þessar um gengisáhættu eru nokkru meira þrengjandi en nú er algengt í þróuðum hagkerfum, en það er skiljanlegt. Þó að afleiðureglurnar séu ekki eins takmarkandi eftir breytingu árið 2021, þá merkja þær vissulega að enn verða afar viðamikil fjármagnsmarkaðsviðskipti íslenskra fyrirtækja utan fjármálageirans ekki auðveldlega baktrygð á þröngum markaði.

Seðlabankinn hefur notað *þjóðhagsvarúðartæki* sín af talsverðri eindrægni til að fást við sveifluvandamál sem gætt hefur á þeim tíma sem til skoðunar er. Meðal sveiflutækjanna er sveiflujöfnunaraukinn (SJA), lánshutfallið (LH), og hlutfall skuldgreiðslu og tekna (HSGT).¹⁵

Sveiflujöfnunaraukanum (SJA) var fyrst beitt 2016 og var tekinn upp ári síðar á gildinu 1%. Var hann hækkaður í skrefum næstu tvö ár. Í maí 2019 var hann 1,75% og var hann síðan aukinn í 2% í febrúar 2020. Meðan efnahagslífið gekk vel var gott tækifæri til að byggja upp sveiflujöfnunaraukann. En tilkoma faraldursins olli nánast um leið snöggri afturför í möguleikum til að endurgreiða lán og reka arðbæra bankastarfsemi. Þetta fékk Seðlabankann til að afnema sveiflujöfnunaraukann með hraði, og var prósentan lækkuð í núll í mars 2020. Það, að sveiflujöfnunaraukanum var snemma komið á, byggðist ekki aðeins á greiningu á frávikum í hlutfalli skulda af þjóðarframleiðslu, sem leitt hefði til

¹⁴ Gagnvart Íslandsbanka 2,6%; Arion 3,5% og Landsbanka 3,4%.

¹⁵ Samkvæmt lögum nr. 118/2016, um fasteignaveðlán til neytenda.

aðgerðaleysis, heldur einnig á fasteignaverði, lántökubreytingum og öðrum vísbendingum um kerfisáhættusveiflur.

Lækkun hlutfallsins var í takti við alþjóðlegar venjur og í fullu samræmi við frjállega notkun þessa tækis til að stuðla gegn því að eiginfjárkröfur styrki sveifluhneigð og magni niðursveifluna.¹⁶ Smám saman náði efnahagslífið sér, einkum þegar ferðamennska hófst að nýju. Í september 2021 var raunverulegt og fyrirséð ástand bankanna miklu betra en óttast hafði verið átján mánuðum áður. Því var kominn tími til að hækka sveiflujöfnunaraukann, og tilkynnt var að hann yrði hækkaður aftur í 2% frá næsta septembermánuði (2022). Við þá prósentu hefur Ísland nú hæsta sveiflujöfnunarauka innan EES, en allmörg önnur lönd hafa tilkynnt hækkanir í 2% eða 2½%, sem öðlast eiga gildi í árslok 2022 eða á árinu 2023. Staðið var vel að hinni frjállegu notkun sveiflujöfnunaraukans á þessu tímabili. Sem sveiflujöfnunartæki er krafan endurskoðuð að minnsta kosti ársfjórðungslega.

Lántakendamiðuð sveiflutæki sem Seðlabankinn notar takmarka lánshlutfall (LH) og hlutfall skuldgreiðslu og tekna (HSGT) heimilisveðlána sem helstu bankar og lífeyrissjóðir veita.¹⁷ Þessum tækjum, sem líta má svo á að hafi bæði kerfisleg og sveiflumiðuð einkenni, er beitt samkvæmt heimildum sem upphaflega voru tilgreindar í lögum nr. 118/2016. Báðum hinum lántakendamiðuðu tækjum hefur verið beitt í raun til að vernda þol heimilisskuldara og eiga þau við um fasteignaveðlán frá bönkum og lífeyrissjóðum. Bæði hlutföllin eru hert í samræmi við þróun mála á húsnæðis- og fjármálamarkaði.

Lánshlutfalli var komið á í júlí 2017 með almennri hámarksprósentu við 85% og 90% við kaup í fyrsta sinn. Hlutfallið var lækkað, fyrst í júní 2021 í 80% fyrir aðra en kaupendur í fyrsta sinn, og síðan í júní 2022 í 85% fyrir kaupendur í fyrsta sinn. Lánshlutfallinu hefur verið beitt í raun með hliðsjón af áhættu við heimilislántökur.

Þótt hentugt hefði verið að hafa HSGT-kröfu fastsetta síðan einhvern tíma á árinu 2020, þar sem aukningin í eftirspurn eftir húsnæði og á húsnæðisverði, sem að hluta stafaði af lækkun vaxta (eins og áður var rætt), kom Seðlabankinn ekki HSGT-kröfunni á fyrr en í september 2021, og var hlutfallið ákveðið 40% fyrir kaupendur í fyrsta sinn og 35% fyrir aðra. Töf þessi endurspegladi nokkra óvissu um lagaheimild fyrir kröfunni, en sá vafi var afnuminn með lagabreytingu um mitt ár 2021 og HSGT-krafa var sett í gildi frá desember 2021.

HSGT-krafa var einnig hert í júní 2022. HSGT-hlutfallið hélst við 35% fyrir kaupendur í fyrsta sinn og 40% fyrir aðra, en útreikningur á hlutfallinu var endurbættur með því að gera kröfu um að vaxtaþrósentu sú sem notuð var yrði ekki undir ákveðnu lágmarki. Til útreiknings á hlutfallinu var hámarkslánstími verðtryggðra fasteignaveðlána einnig stytur úr 30 í 25 ár. Án lágmarksvaxtaþrósentunnar hefði krafan gert verulega aukningu mögulega (sérstaklega á verðtryggðum skuldum) í þessu lágvaxtaumhverfi. Eftir að lágmarksvaxtaþrósentunni var komið á og hámarkslánstími stytur hefur dregið verulega úr nýjum, háum HSGT-lántökum.

Harðari beiting á lántakendamiðuðum úrræðum leiddi vissulega til lækkunar á meðalhlutföllum LH og HSHT, og kann einnig að hafa stuðlað að því að hægja á hækkun húsnæðisverðs og halda uppi þoli lántakenda og lánveitenda á veðlánamarkaði. Þótt þessi úrræði séu talin sveiflumiðuð, þar eð hlutföllunum má breyta, eins og gert hefur verið, í ljósi markaðs- og sveifluaðstæðna, þá er líklega rétt að halda þeim varanlega.

Samspil peningstefnuaðgerða er valda þenslu og hófsemi með tilliti til þjóðhagsvarúðar gerir það enn æskilegra að peningastefnunefnd og fjármálastöðugleikanefnd ræði tiltölulega oft saman. Vissulega

¹⁶ Aukning eiginfjárfrafna af völdum EFEM, sem er á verksviði fjármálaeftirlitsnefndar, var einnig lögð á hilluna þegar faraldurinn braust út. Þá veitti nefndin einnig viturlaga hvatningu fjármálastofnunum „til að sýna hófsemi og fresta fyrirhuguðum arðsúthlutunum“.

¹⁷ HSGT hefur notkunarsvigrúm í samræmi við bestu alþjóðlega venju.

stuðlar það að samræmi og samkvæmni í ákvörðunum að seðlabankastjóri og tveir varaseðlabankastjórnanna eigi sæti í báðum nefndum, en ekki ber að útiloka hina utanaðkomandi nefndarmenn frá hinni sameiginlegu yfirsýn. Eftir að farið var að herða á peningastefnunni um mitt ár 2021 færðust báðar stefnur til sömu áttar, en svo þarf ekki alltaf að fara. Til dæmis gæti hafa verið skynsamlegt seint á árinu 2020 að herða á þjóðhagsvarúðarstefnu um leið og peningastefna hélst slök. Hér er ekki um það að ræða að ein stefna njóti forgangs fram yfir aðra, heldur að hvor stefna taki tillit til þess hvað hin hyggst fyrir og gerir.

Sameiginlegar viðræður fjármálaeftirlitsnefndar og fjármálastöðugleikanefndar eru einnig nauðsynlegar, þar sem nokkur eindarvarúðartæki hafa verið notuð í þjóðhagsvarúðarskyni. Lausafjárþekjuhlutfallið (LPH) hefur ekki aðeins verið notað til að tryggja reiðufjárgetu í ISK, heldur einnig nægilega reiðufjárgetu í erlendum gjaldmiðlum. Sömuleiðis gerir hreint hlutfall traustrar fjármögnunar (HHTF) kröfu er takmarkar ósamræmi á milli eigna og skulda og að hvaða marki lánastofnanir geta reitt sig á skammtímafjármögnun, einnig í erlendum gjaldeyri. Þessu til viðbótar eru reglur er takmarka viðskipti banka með erlendan gjaldeyri og afleiður, sem líta verður á bæði frá sjónarmiði þjóðhagsvarúðar og eindarvarúðar.

Eins og stendur eru í raun engar hömlur á alþjóðlegu fjármagnsstreymi á Íslandi.¹⁸ Gjaldeyrisviðskipti og fjármagnsflutningar yfir landamæri eru frjálssir. Seðlabankanum hafa þó verið veittar heimildir til að gæta efnahagslegs og fjármálalegs stöðugleika með hömlum á fjármagnsinnstreymi við óvenjulegar aðstæður. Beiting þessarar sérstöku ráðstafana er háð samþykki ráðherra.

3. Álagsprófanir

Seðlabankinn gerir álagsprófun á hverjum hinna kerfislega mikilvægu banka á hverju ári. Upp er dregin mynd sem ætlað er að tákna alvarlegt en raunhæft álag af tagi sem talið er fela í sér tiltölulega líkleg afbrigði frá þjóðhagsspargrunnlínu Seðlabankans. Í síðustu álagsprófun var gert ráð fyrir minnkuðum vaxtamun, verðfalli á öllum helstu eignaflokkum, auknum útlánatöpum og versnandi horfum í lykilorðum efnahagslífsins. Hinir ýmsu þættir álagsins eru birtir opinberlega.

Á grundvelli þeirra þjóðhagslegu aðstæðna sem álagsprófunin gerir ráð fyrir reiknar hver hinna þriggja banka út líklegar afleiðingar fyrir arðbærni sína. Fjármálastöðugleikadeild Seðlabankans lýkur síðan æfingunni, að aflokinni hugsanlegri samslípun á áætlunum bankanna og Seðlabankans, sé þess þörf. Niðurstöður hvers banka eru notaðar sem ílag í EFEM-ferlið, sem ákvarðar hlutdeild „Stoðar II“ í eiginfjárkröfum hvers þeirra. Niðurstöður hvers banka eru ekki birtar opinberlega (andstætt árlegum álagsprófunum EBA á helstu bönkum Evrópusambandsins), en heildarsamantekt á frammistöðu bankageirans er birt. Síðustu álagsprófin, þar sem lítið var til árána 2022 til 2024, stóðust hinir þrjú kerfislega mikilvægu bankar án nokkurra vandkvæða, sem bendir til þess að bankakerfið geti staðist það álag sem líkt var eftir.

Seðlabankinn hefur einnig (árin 2020/21) beitt andstæðri prófunarnálgun, þar sem æfingin er í stað þess að þjóðhagslegt álag sé ákvarðað notuð til að áætla hversu mikið álag bankarnir gætu staðist án þess að eiginfjárskortur verði. Hin andstæða prófunarnálgun getur veitt miklar upplýsingar, þar sem hún beinir huga stefnumarkanda að því að áætla traustleika kerfisins í stað þess að athuga aðeins hvort náð hafi verið tiltölulega handahófskenndu marki.

Halda má því fram að þegar árlegar álagsprófanir eru samdar fyrir visst árabíl myndu traustari upplýsingar fást með því að setja fram röð af óskyldum álagsatburðum þar sem efnahagslífið yrði fyrir alvarlegum áföllum af mismunandi tagi (til dæmis eldgos, hruni í sjávarútvegi, verðhruni á fasteignamarkaði, öðrum sjúkdómsfaraldri), fremur en að reyna að giska á hvers konar áfall er síst

¹⁸ Þó eru takmörk á hversu miklar erlendar eignir lífeyrissjóðir mega eiga. Búist er við að hið leyfða hlutfall verði senn aukið úr 50%.

ólíklegt á komandi ári. Á þann hátt gæti Seðlabankinn á nokkurra ára tímabili orðið betur og á heildstæðari hátt áskynja um hvers konar áföll bankarnir eru síst tilbúnir að standast.

Svo sem viðeigandi er þegar bæta skal þjóðhagsöryggi, þá er bankastarfsemi ekki það eina sem huga þarf að. Meðal annarra málefna sem áberandi hafa verið í starfsáætlun Seðlabankans varðandi fjármálastöðugleika er að bæta þol gagnvart sértækri kerfisáhættu, svo sem varðandi tölvuöryggi og fjárhagslega innviði (sérstaklega greiðslukerfi), og gera á þeim álagsprófanir. Engin veruleg truflun hefur orðið á sviði greiðsluþjónustu á undanförunum árum. Þó hefur verið viðurkennt að vaxandi hætta steðjar að greiðslukerfunum, einnig af hærri tíðni tölvuárása. Því hafa verið stigin skref í átt að uppbyggingu á sjálfstæðu innanlandsgreiðslukerfi í smásölu.

Eitt stærsta váttryggingafélag Íslands (Sjóvá) var fellt inn í nýlega álagsprófun EVLE. Einnig væri rétt að íhuga hvort útbúa beri viðeigandi álagspróf fyrir alla helstu lífeyrissjóði. Seðlabankinn gerir sér vel grein fyrir stærð lífeyrissjóðakerfisins og hversu það er inngróið í fjármálakerfið og efnahagslífið í heild. Það er í ráðandi stöðu eftirspurnarmegin á skuldabréfamarkaði, einkum hvað varðar verðtryggð skuldabréf. Slík próf væri unnt að aðlaga frá alþjóðlegum fyrirmyndum til að taka tillit til landsbundinna aðstæðna, en sú æfing, sem fólgin er í að byggja upp góða aðferð til að álagsprófa lífeyrissjóði myndi í sjálfu sér skerpa vitund Seðlabankans um kerfislegt mikilvægi þess að örugg og heilbrigð stjórnun lífeyrissjóða sé tryggð. Gagnger greining á líklegri þróun lífeyrissjóðageirans og fjárfestingum hans á komandi árum myndi í senn skýra hvaða strategískar þjóðhagsvarúðaraðgerðir eru æskilegar til að tryggja stöðugleika hans og áhrif hans á heilbrigði fjármáallífsins, og leggja skerf af mörkum til almennrar umræðu um hlutverk þessa mikilvæga geira í efnahagslífinu í heild.

4. Endurreisn og skilameðferð banka

Löggjöf um endurreisn og skilameðferð á Íslandi fylgir fyrirmynd þeirri sem Fjármálastöðugleikaráðið (FSB) hefur byggt upp og er komið á innan EES gegnum BRRD-tilskipunina. Þó að innleiðingu á nýjustu uppfærslu tilskipunarinnar sé ekki að fullu lokið virðist tilhögun endurreisnar og skilameðferðar á Íslandi langt komið, ekki síst vegna nýlegrar reynslu á sviði skilameðferðar banka á kerfislegum mælikvarða í heimskreppunni. Innan Seðlabankans er það lítil eining innan fjármálastöðugleikadeildar sem aðallega sinnir þessu sviði, þótt að sjálfsgöðu sé nán samvinna höfð við bankadeild. Lágmarkskrafa vegna eiginfjárgrunns og hæfra skuldbindinga (MREL) hefur verið sett og hún uppfyllt. Endurreisnarákvarðanir myndi seðlabankastjóri taka.

Endurreisnaráætlanir. Ef alvarlegt efnahagslegt áfall yrði, sem gerði nauðsynlegt að endurfjármagna íslenska bankakerfið, gætu bankarnir leitað viðbótarfjármagns á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum, eða innanlands hjá íslenskum lífeyrissjóðum (sem eru stærstu stofnanafjárfestar á Íslandi og eru þegar hluthafar í bönkum). Með raunsæi verður þó að telja að áfall sem er nægilega mikið til að geta valdið falli banka myndi ekki stuðla að því að eigið fé fengist þaðan. Svo virðist sem enginn af bönkunum hafi náð að setja á markað útibú eða sjálfstæðar einingar sem selja mætti til að ná fram einhverri verulegri aukningu á eiginfjárlutföllum. Notkun á opinberu fé til endurfjármögnunar á kerfislegum bönkum er nú takmörkuð með lögum.

Skilameðferð. Séð af raunsæi er því líklegt að álag sem væri nógu alvarlegt til að gera fall sennilegt myndi fljótt færast gegnum endurreisnarstigið og yfir í skilameðferð. Skilameðferðaráætlanir hafa verið gerðar, en hafa ekki verið birtar.

Hinn íslenski Tryggingarsjóður vegna fjármálaafyrirtækja, sem er stofnun á vegum einkaaðila, hefur umsjón með fé sem þörf er á til ráðstafana varðandi innistæðutryggingar, verðbréfamarkað og skilameðferðarráðstafanir. Því fé sem fyrir hendi er er nú skipt á milli skilameðferðar- og innistæðutrygginga, þar sem eðlilega er við því búist að skilameðferð sem að gagni kæmi myndi draga úr þörf á greiðslu innistæðutrygginga jafnvel þótt hin tryggða stofnun félli. Reyndar fer núverandi fjármögnun langt fram úr umkröfðu lágmarki og vissulega einnig evrópkum meðaltölum. Eins og í öðrum löndum kynnu fjárhæðir þessar að reynast ófullnægjandi til að inna af hendi stórgreiðslur ef

einhver hinna helstu banka væri gerður upp, en ættu þó að nægja til að uppfylla tímabundnar kröfur jafnvel þótt afturför væri mjög veruleg.

5. Samskipti og rannsóknir

Eins og á við um peningastefnu, þá eru samskipti mikilvægur þáttur í viðleitni til að vernda kerfislegan fjármálastöðugleika. Hvað samskipti við almenning snertir heldur Seðlabankinn áfram að birta gagnlega og upplýsandi fjármálastöðugleikaskýrslu tvisvar á ári. Þar er ítarleg og vel fram sett lýsing á þróun mála er varða mat á fjármálastöðugleika. Skýrslur um bankaálagsprófið eru einnig innfelldar, og á því tímabili sem til skoðunar er hafa þar verið sérpistlar um afar margvísleg efni, svo sem

- Fjármagnsstreymi og greiðslumiðlun meðan á faraldrinum stóð
- Mat millirikjastofnunarinnar FATF á ráðstöfunum Íslands gegn peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka (BPP/FHV)
- Loftslagsbreytingar og fjármálastöðugleiki
- Verðdreifing bankaþjónustu
- Notkun á annars konar greiðsluaðferðum
- Innviðir fjármálamarkaða
- Leyndar eignir
- Skilameðferð og MREL

Svo að farið sé á annað stig, þá eru samskipti á milli Seðlabankans sem aðalstofnunar þeirrar er gæta skal fjármálastöðugleika og skattálagningarvaldsins einnig mikilvæg. Þetta fer fram með fundum fjármálastöðugleikaráðs, þar sem aðeins tveir eiga sæti eftir sameininguna, nefnilega fjármálaráðherra og seðlabankastjóri. Fundir fara fram ársfjórðungslega og eru tímsettir til samræmis við starfsáætlun fjármálastöðugleikanefndar. Við erum sammála því sjónarmiði að mikilvægt sé að hverri hlið sé kunnugt um viðfangsefni og fyrirætlanir hinnar, svo að skyndileg og áriðandi málefni sem krefjast aðgerða komi ekki í opna skjöldu.

Nefndafundir á Alþingi láta einnig fjármálastöðugleika til sín taka. Fram til þessa hafa seðlabankastjóri og varaseðlabankastjóri komið þar fram fyrir hönd fjármálastöðugleikanefndar. Til bóta kynni að vera ef einn eða fleiri hinna utanaðkomandi nefndarmanna kæmu þar einnig fram, því það gæti fjölgað sjónarmiðum á því flókna sviði sem um er fjallað.

Um leið og meðvitund um hættur gegn fjármálastöðugleika krefst góðra markaðsupplýsinga og skilnings á verkun bæði rótgróinna og nýrra markaða, getur tölfræðileg greining á viðeigandi gögnum einnig verið til gagns. Seðlabankinn hefur hannað og áætlað stika í hagmælingalíkani er lýsir hagsveiflum undanfarinnar aldar á Íslandi. Líkanið má nota til að koma auga á skuldaaukningamynstur og aðrar vísbendingar, sem gætu verið merki um aukna niðursveifluhættu. Nefndin treystir réttilega ekki um of á niðurstöður slíkra rannsókna, en þær hafa nokkurt gildi við að móta og kynna stefnu. Þegar ábyggilegur hagsveifluvísir sýnir sig kann að vera auðveldara að sannfæra almenning um nauðsyn á herðandi aðgerðum.

Það, að gögn um einstök fastegnaveðlán séu nú fyrir hendi í auknum mæli, opnar nýtt svið til fjármálastöðugleikarannsókna á Íslandi. Þetta hefur verið eitthvað notað, til dæmis til að áætla að hvaða hlutfalli af nýjum fasteignaveðlánnum væri þrengt með lántakendamiðuðum þjóðhagsvarúðartakmörkunum (LH og HSGT), sem upp voru teknar 2021. Eftir því sem sífellt viðameiri gögn af þessu tagi verða tiltæk með tímanum ætti greining á þeim að geta leitt í ljós smærri þætti sem hafa áhrif á fjárhagsvandræði lántakenda. Þegar allt kemur til alls er það ekki miðgildisheimilið sem er dæmigert fyrir að valda greiðslufallsáhættu, heldur heimili sem nálgast endann á dreifingu áhættuþáttanna. Gagnlegt ætti að vera að veita meiru til söfnunar og greiningar á eindarhagfræðilegum gögnum af þessu tagi, til dæmis með því að veita traustari grunn fyrir vali á

lántakendamiðuðum ráðstöfunum. Það kynni að vera til góðs með tilliti til þess hversu óvinsælar slíkar ráðstafanir geta verið.

Eftirlit

Samantekt

Eftirlit með bönkum og tryggingafélögum fylgir evrópskum reglustöðlum og er planlagt innan vel skipulagðrar umgjardar á grundvelli áhættu. Fjármögnun virðist duga til að gera eftirlitsdeildinni fært að halda áfram því starfi sem hún hafði innt af hendi við hið fyrra skipulag. Vart hefur orðið nokkurra framfara í upplýsingaflæðinu milli eftirlitsdeildanna og annarra deilda Seðlabankans.

Færa verður reglur um lífeyrissjóði í nútímalegt horf ef Seðlabankinn á að geta tryggt að lífeyrissjóðum sé vel stjórnað.

Fyrirkomulag ákvörðunartöku á hæstu stöðum gengur ekki jafn snurðulaust og vænta mætti. Þörf er á breytingum, sérstaklega með tilliti til fjármálaeftirlitsnefndar.

1. Eftirlit með fjármálastofnunum eftir sameiningu.

Lagaumgjörð til reglusetningar og eftirlits með fjármálafyrirtækjum hefur ekki breytst með sameiningunni, nema að því leyti að lögin frá 2019 hafa flutt ákvörðunarvald til Seðlabankans. Og reyndar er, eins og fram kemur í 2. gr. laganna, Fjármálaeftirlitið hluti af Seðlabankanum. Er hægt að koma auga á þær umbætur sem vonast var eftir? Þessum spurningum er aðeins hægt að svara að hluta enn sem komið er.

Hvað yfirstjórn snertir má nefna að sá sem gegndi stöðu yfirmanns Fjármálaeftirlitsins fram að sameiningunni var síðan skipaður „varaseðlabankastjóri fjármálaeftirlits“, og var þannig haldið nokkrum samhengistengslum í æðstu stjórn, þótt hin nýja verkstjórnaruppbygging Seðlabankans veiti ekki varaseðlabankastjórum (eins og fram kemur síðar) venjulegt verkstjórnarhlutverk. Þess í stað eru deildarstjórar milliliðalaust ábyrgir gagnvart seðlabankastjóra.

Við athugun á því sem breyst hefur, að því leyti sem skipulag og úrræði eftirlitssviðsins varðar, þá veitum við því athygli að hinar fjórar lykilstefnumörkunardeildir fjármálaeftirlitsins voru færðar meira eða minna óskertar yfir til Seðlabankans. Það eru bankadeild, váttrygginga- og lífeyrisdeild, markaðs- og viðskiptaháttadeild, og reglufylgni- og eftirlitsdeild. Deildastjórar héldu sínum stöðum.¹⁹ Deildir þessar njóta þjónustu starfsmannadeildar, upplýsingatæknideildar, rekstrardeildar, fjármáladeildar og almennrar skrifstofu, sem starfa um allan bankann.²⁰

Okkur er ánægja að veita því athygli, að starfsmannafjöldi í hinum stefnumarkandi eftirlitsdeildum hefur verið haldið við eða hann aukinn frá 2019. Engin merki eru um að þrengt hafi verið að eftirlitsmöguleikum miðað við það sem fyrir hendi var fyrir sameininguna. Einhverri hagkvæmni mun hafa verið náð með því að færa saman stuðningsþjónustu. Starfsmannafjöldi hinnar nýju stofnunar er minni en sameinaður starfsmannafjöldi Seðlabanka og Fjármálaeftirlits fyrir sameininguna, þó að ekki blasi við neinn möguleiki til að ákvarða hinn fjárhagslega sparnað með samanburði á rekstrarkostnaði, þar sem svo virðist sem fjármál Fjármálaeftirlitsins hafi ekki verið gerð opinber sérstaklega áður en af sameiningunni varð.

Eitt af því sem búist var við af hinni nýju sameiningartilhögun var að dregið yrði úr tvöfaldri öflun upplýsinga frá fyrirtækjum undir eftirliti og að upplýsingaflæði á milli þeirra starfsmanna Seðlabankans sem fást við fjármálaeftirlit og þeirra sem fást við fjármálastöðugleika og peningastefnu yrði bætt. Unnið hefur verið að því skipulags- og tæknilega að ná þessum markmiðum, og þótt mikið

¹⁹ Þrír framkvæmdastjórnanna gegna enn stöðum sínum þremur árum eftir sameiningu (sá fjórði lét af störfum á árinu 2021 með venjulegum hætti).

²⁰ Þjónustudeildirnar voru sameinaðar og endurskipulagðar að nokkru. Ekki var öllum starfsmönnum stuðningsdeildanna á deildarstjórastigi haldið í hinni sameiginlegu stofnun.

sé eftir hefur, þrátt fyrir faraldurinn, framför átt sér stað í átt að samofnu upplýsingatæknikerfi eins banka. Sú minnkun á tvöfaldri upplýsingaöflun frá fyrirtækjum undir eftirliti sem vonast var eftir hefur ekki enn átt sér stað. Þetta stafar að hluta af því að það sem móttakanda beiðni um gögn virðist í grundvallaratriðum vera beiðni um sömu upplýsingar getur oft verið mismunandi með hætti sem skiptir máli fyrir fyrirhugaða greiningarnotkun. Þetta vandamál er alls ekki bundið við Ísland, og reyndar virðist vilji starfsmanna Seðlabankans til að ná fram hagræði með sameiginlegri nýtingu gagna standa framur því sem gerist meðal margra annarra eftirlitsstofnana víða um heim. Enn fremur skýra yfirmenn svo frá að þeir fái notadrúgt innsæi af gögnum og greiningum sem skipst er á meðal hinna mismunandi stefnusviða innan Seðlabankans. Almennar til tekið er skýrt svo frá að mismunandi stefnudeildir vinni nánar saman innan Seðlabankans en búast hefði mátt við. Þannig er unnt að segja frá framförum í kafla þessum, jafnt sem bjartsýni um að unnt sé að ná meiri árangri.

Nokkur áhætta er því samfara að sundurgreina eftirlit innan seðlabanka. Þar á meðal er að eftirlitsaðgerðum kunni að verða frestað ef hætta er á að þær ógni þjóðhagslegum eða fjárhagslegum stöðugleika. (Vissulega getur þessi áhætta einnig verkað í hina áttina: Seðlabanki sem leggur of mikla áherslu á að fjármálastofnanir haldi fjárhagslegu heilbrigði gæti frestað að herða á peningastefnu.) Reyndar hefur þessarar hættu ekki séð stað á Íslandi hingað til (nema ákvörðunin um að fresta EFEM árið 2020 sé tilgreind hér), en rétt er að þeir sem taka ákvarðanir séu meðvitaðir um hana. Að stefna í hættu einu markmiði Seðlabankans í þágu annars myndi valda miklum erfiðleikum.

Seðlabankinn virðist þannig búa starfi fjármálaeftirlits traust heimili. Jafnvel yfirmenn sem flust hafa frá Fjármálaeftirlitinu gamla hafa það á tilfinningunni að nafn Seðlabankans styrki trúverðugleika og vald fjármálaeftirlits á Íslandi.

2. Fjármálaeftirlit í raun

Hlutverk eftirlitsarms Seðlabankans er einnig óbreytt frá því sem áður var: „Að stuðla að traustum og öruggum fjármálamarkaði og draga úr líkum á að starfsemi eftirlitsskyldra aðila leiði til tjóns fyrir almenning“. Einnig er tekið fram að „heilbrigður og traustur rekstur er þó ávallt á ábyrgð stjórnenda viðkomandi fyrirtækis“.

Af viðtölum okkar og þeim stefnuskjölum sem við höfum fengið í hendur drögum við þá ályktun að eftirlit er nálgast með sama hætti og gerist meðal annarra eftirlitsstofnana innan EES. Löggjöf og regluverk ESB/EES eru yfirferð í íslensk lög (þó með nokkurri töf) og komið til framkvæmda á Íslandi. Seðlabankinn tekur þátt í vinnuáætlunum hinna þriggja evrópsku eftirlitsstofnana og í þeirri ritrýni og könnunum sem þeim fylgja. Seðlabankinn er þó ekki aðili að hinni Stöku eftirlitstilhögun (Single Supervision Mechanism) Seðlabanka Evrópu, og því lúta hinir þrír kerfislegu bankar eftirliti á Íslandi en ekki eftirlitstilhöguninni.

Eftirlitsferlið er vel upp byggt og virðist endurspegla eftirlitsnálgun sem samræmist góðri alþjóðlegri venju. Á grundvelli Stefnumarkandi áherslna við eftirlit á fjármálamarkaði 2022-2024 er hin árlega starfsáætlun tilgreind í verkefnistímaáætlun eftirlitseininga. Ferlið við að semja tímaáætlunina felur í sér mikilvæga andhverfu, þar sem forgangsval, sem deildarstjórar og starfslið þeirra hafa mikil áhrif á, er staðfest af varaseðlabankastjóra fjármálaeftirlits. Fjármálaeftirlitsnefnd fjallaði um tímaáætlunina fyrir 2022 hinn 20. janúar 2022 og var hún samþykkt á fundi seðlabankastjóra, varaseðlabankastjóra fjármálaeftirlits og deildarstjóra eftirlitsdeilda hinn 24. janúar 2022. Skjal þetta setur starfsliði og öðrum sem það varðar skýran forgang um við hvað skal vinna. Áhættugrundvölluð úthlutun á því sem verja má til eftirlits ræður skýrri og trúverðugri niðurröðun á fyrirtækjum eftir hugsanlegum áhrifum þeirra. (Aðferðirnar við niðurröðunina eru nú til endurskoðunar.)

Það er almenn regla að ekki er unnt að staðfesta hversu gott eftirlit er viðhaft í hverju landi fyrr en löngu eftir að atburður hefur gerst. Endanlega verður skilvirkni eftirlitstilhögunar virt eftir því hversu oft fjármálafyrirtæki falla, en slíkir atburðir koma aðeins í ljós með tímanum. Á meðan geta menn metið ferli og möguleika, og leitast við að staðfesta að ferli gripri nægilega vel inn og að þeir

möguleikar sem fyrir hendi eru nægi til verksins. Hin eina almenna athugasemd sem við viljum gera um verkferli er, að þó að nálgun Seðlabankans til eindarvarúðareftirlits leggi réttilega sterka áherslu á að lögum sé fylgt, þá má það ekki draga úr því að viðskiptalíkön séu nægilega grandskoðuð með tilliti til traustleika, að meðtalinni meðvitund um hættu af völdum loftslagsbreytinga og hættu tengda umhverfismálum, félagsmálum og landsstjórn.

Almennt séð virðist heildarfjöldi starfsmanna sá sem nokkurn veginn má búast við með tilliti til stærðar fjármálageirans á Íslandi, þó að erfitt sé að finna jafningja til samanburðar sakir sérkenna landsins og stærðar þess og fjármálageirans.

- Bankadeild, með 22 starfsmenn, hefur eftirlit með 32 fyrirtækjum—þó að þrír bankar fari með 94% af eignum innan geirans.
- Trygginga- og lífeyrisdeild hefur aðeins 13 starfsmenn til eftirlits með 59 fyrirtækjum, að ótöldum fyrirtækjum sem koma til landsins á grundvelli leyfa annars staðar frá innan EES. Þó að þau séu ekki á sama hátt og bankar viðkvæm fyrir lausafjáráfallum fara þessi fyrirtæki í heild með mjög miklar eignir (meiri en bankakerfið gerir) fyrir hönd núverandi og væntanlegra lífeyrisþega og handhafa tryggingarskirteina. Nýleg, skyndileg lausafjárvandkvæði sem breskir lífeyrissjóðir standa frammi fyrir ættu að minna alla á að sá geiri er ekki ónæmur fyrir vandamálum. Með tilliti til þessa virðist nýleg tillaga um fjölgun í starfslíði deildarinnar réttmæt.
- Markaðs- og viðskiptaháttadeild hefur 16 starfsmenn, og er fimm þeirra falið að annast eftirlit með viðskiptaháttum. Ekki er vafi á að meira gagnlegt neytendaverndarstarf mætti vinna með því að skipa meira starfslíði til þeirrar hliðar.
- Reglufylgni- og eftirlitsdeild hefur 25 starfsmenn, sem gróflega skiptast til helminga á milli hinna mikilvægu en allsendis ólíku sviða lagaeftirlits (leyfi, hæfnismat og mat á eigendaskilyrðum, FATF-málefni o. fl.) og vettvangsathugana.

Í þágu bankaeftirlits í varúðarskyni hefur mikið starf verið unnið undanfarinn áratug til að bæta verkferla til samræmis við þróun alþjóðlegrar venju. Árið 2014 setti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) fram nokkur mikilvæg tilmæli þegar farið var yfir fylgni Íslands við Kjarnareglur Basel-nefndarinnar um árangursríkt bankaeftirlit (KBN). Starfshópur frá AGS framkvæmir nýtt KBN-mat síðla 2022, sem mun veita notadrjúga og ítarlega uppfærslu á fylgni Íslands á þessu sviði.

Einn mikilvægasti þáttur bankaeftirlits varðar áhættumat helstu banka, þ.e. hið svonefnda Eftirlitsferli endurskoðunar og mats (EFEM). Meðal annars fer það yfir innra matsferli á eiginfjárstöðu hvers banka (IME) og leiðir til tilgreiningar Seðlabankans á viðbótareiginfjárförf hvers þeirra samkvæmt „Stoð II“. Þetta er eftirlitsverkefni, sem eftirlitshliðin ætti að stjórna áfram, enda er viðeigandi sérþekkingu aðallega þar að finna. Vitanlega ætti að vera samráð á milli sérfræðinga á sviði fjármálastöðugleika og eftirlitsstarfslíðs, en það eru hin síðartöldu sem stýra EFEM og tengdri ákvarðanatöku.

Við veitum athygli þeirri einföldu vísbendingu um að bankaeftirlit á Íslandi fari fram úr blindri fylgni við kennisetningar, að mismunur er á milli hinna þriggja kerfislegu banka hvað varðar ákvörðun á áhættu í eftirliti og eiginfjárkröfur samkvæmt „Stoð II“ (eins og getið er hér á undan).

Reglubinding lífeyrissjóða og eftirlit með þeim er svið sem er óvenjulega mikilvægt á Íslandi sakir verðmætis þeirra eigna sem þeir ráða yfir (og þess fjölda fólks sem mjög er háð skynsamlegri stýringu þeirra). Seðlabankinn er vel meðvitaður um það mikilvægi, en telur heimildir sínar takmarkaðar sökum hins fremur ófullkomna lagagrundvallar fyrir starfi hans á þessu sviði. Til eru nokkrar gamaldags, vélrænar reglur um fjárfestingar lífeyrissjóða, en þær myndu ekki tryggja skynsamlega áhættustýringu, og þótt Seðlabankinn geti veitt lífeyrissjóðum ráð og leiðbeiningar hefur hann lítið vald til krefjast þess að farið sé eftir mörgum tilmælum hans. Seðlabankinn heldur áfram að mælast til þess að löggjöf um reglubindingu lífeyrissjóða sé styrkt (og einnig, til dæmis, um eftirlit með

tryggingafræðingum) (eins og Fjármálaeftirlitið gerði áður) en ríkisstjórnir, hver af annarri, hafa ekki gert margar tillögur til Alþingis á þessu sviði.

Svo snúið sé að vettvangseftirliti, þá er ljóst að athygli er vandlega beint að áhættugrundvölluðu málefnavali og vali á stofnunum til eftirlits. Eins og saman er tekið í hinni árlegu eftirlitsskýrslu er lögð áhersla „á athuganir sem snúa að aðgerðum eftirlitsskyldra aðila gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverka, ásamt athugunum er tengjast útlánáhættu, rekstraráhættu og stjórnarháttum og innra eftirliti“. Fjöldi athugana í starfsstöðvum féll í 18 á faraldursárinu 2020 úr 27 árið áður, en náði aftur 27 árið 2022. Í nýlegum starfsstöðvaathugunum, sem fram fóru hjá hverjum hinna þriggja kerfislega mikilvægu banka, mátti sjá talsverðan mun á hverju athygli var beint að.

Vettvangsathuganir fara einnig fram hjá stærri váttrygginga- og lífeyrisfyrirtækjum, til dæmis fóru athuganir fram hjá þremur váttryggingafélögum og tveimur lífeyrissjóðum á árinu 2021. Frá 2016 hefur verið tilkynnt fyrirfram um allar vettvangsathuganir hjá þeim fyrirtækjum sem reglurnar gilda um, en ráðlegt virðist vera að nota tækifærið til að gera einhverjar athuganir án tilkynningar.

Hæfnismat á stjórnarmönnum og æðstu yfirmönnum meðal starfsmanna eftirlitsskyldra fyrirtækja er mikilvægt verkefni þeirra sem með eftirlit fara. Slíkt mat fer fram um eitt hundrað sinnum á hverju ári, og venjulega eru einhverjir sem ekki standast matið.

Jafn mikilvægt er að meta aðila sem hyggjast afla sér takmörkunarskylda (þ.e. stóra) eignarhlutdeild í eftirlitsskyldum fyrirtækjum, er spenna eykst í alþjóðamálum. Það er gott til þess að vita að Seðlabankinn hafi ákveðið að bæta varðstöðu sína á þessu sviði, til að tryggja að óhentug eignaréttaruppbygging nái ekki yfirráðum í eftirlitsskyldum fyrirtækjum á Íslandi sem leið til að komast inn á EES.

Með tilliti til reynslu Íslands af bankahruni er skiljanlegt að varúð sé veittur forgangur fram yfir neytendavernd. En Seðlabankinn starfar einnig á sviði markaðseftirlits.

Eftirlit með verðbréfamarkaði fylgir einnig evrópskri fyrirmynd. Seðlabankinn rannsakar mál á borð við meint innherjaviðskipti og ófullnægjandi upplýsingagjöf sem athygli hans er beint að, og að auki hefur hann eftirlit með hinum sívaxandi skýrslugerðarkröfum sem gerðar eru til þátttakenda á verðbréfamarkaði.

Til háttarnis á markaði, sem eftirlit er haft með, heyrja einnig viðskiptahættir sem snúa að neytendum, svo sem orðalag á markaðssetningarefni. Reyndar stafaði ein sektarálagning á fyrirtæki af fjórum árið 2021 (og tvær af sjö árið 2020) af misbresti á þessu sviði.

Vera kann að meira fé beri að verja til neytendaverndar. Svo að aðeins eitt dæmi sé tekið er líklegt að vernd íslenskra heimila gegn hættum er stafa af dulmyntum muni áfram heyrja undir neytendavernd fremur en að varúðarmörk í reglusetningu verði færð út til að innifela dulmyntir—þótt auðvitað verði mikilvægt fyrir Ísland að halda takti við evrópska reglusetningarhætti sem nú eru að koma fram, til að tryggja að ekki myndist smugur í reglusetningu á milli landa.

Sektir álagðar í refsingarskyni fyrir brot sem Seðlabankinn upplýsti voru ekki mjög háar 2020 og 2021. Hin hæsta þeirra var kr. 87,7 milljónir og var lögð á einn hinna kerfislega mikilvægu banka. Þetta kann að endurspeglar alvarleika hinna upplýstu brota á fullnægjandi hátt. Seðlabankinn ætti ekki að hika við að leggja á hærri sektir, sé til þeirra unnið.

Get er ráð fyrir kostnaði við árlegt eftirlit fyrirfram í fjárhagsáætlun og er hann endurheimtur frá þeim fyrirtækjum sem eftirlit er haft með. Að láta fyrirtækin greiða allan eftirlitskostnað eða meginhluta hans hjálpar til að tryggja að kostnaður af eftirliti með fyrirtækjum þar sem eftirlit er erfitt sé ekki

óbeint niðurgreiddur.²¹ Samkvæmt einni lagatúlkun mætti Seðlabankinn ekki auka fé til eftirlits umfram fjárhagsáætlun jafnvel þótt brýn þörf kæmi til, sem fjárhagsáætlun hefði ekki gert ráð fyrir. Þetta væri óheppileg staða, sem ekki virðist vera hætt á viljandi. Gera ber réttarstöðuna skýrari, þannig að slík fjárnotkun verði leyfð.

3. Hlutverk fjármálaeftirlitsnefndar

Ein mikilvæg breyting sem orðið hefur frá sameiningunni varðar mynstur og streymi umræðna og ákvarðanatöku innan yfirstjórnar og fjármálaeftirlitsnefndar (FMEN), sem ekki gegnir sama hlutverki og hin gamla stjórn Fjármálaeftirlitsins, sérstaklega að því leyti, að minni umræður fara fram um strategísk stefnumál.

Í FMEN eiga sæti utanaðkomandi nefndarmenn með reynslu og sérþekkingu á þeim málefnum sem við eiga: Hinir þrír utanaðkomandi nefndarmenn sem fyrst voru skipaðir voru formaðurinn og tveir fyrrverandi stjórnarmenn Fjármálaeftirlitsins (einn hefur síðan sagt af sér). FMEN kemur saman mánaðarlega. Þó að lögin frá 2019 tilgreini að FMEN sé skipuð tveimur varaseðlabankastjórum og þremur utanaðkomandi nefndarmönnum, þá gera þau ráð fyrir að seðlabankastjóri taki þar sæti sem formaður þegar nefndin tekur ákvarðanir

„um setningu starfsreglna skv. 2. mgr. 16. gr., ákvarðan[ir] um framsal valds til varaseðlabankastjóra fjármálaeftirlits til töku ákvarðana sem teljast ekki meiri háttar ákvarðanir sem og ákvarðan[ir] sem varða eigið fé, laust fé og fjármögnun kerfislega mikilvægra fjármálafyrirtækja“.

Nefndin hefur samþykkt starfsreglur þar sem fram kemur ítarlegri skrá um hverjar þessar ákvarðanir myndu vera. Varaseðlabankastjóri er formaður hvað önnur mál varðar. Almenn séð situr seðlabankastjóri ekki fundi sem varaseðlabankastjóri stjórnar – nema þeir séu taldir hafa kerfislegt mikilvægi fyrir önnur svið bankans, sem oft gerist. Aðrir yfirmenn sitja einnig fundina, þar á meðal þegar ákvarðanir eru teknar (og gefið hefur verið til kynna að það geti skert möguleika hinna þriggja utanaðkomandi nefndarmanna til að láta skoðanir sínar í ljós með fullnægjandi hætti).

Þó að lögin frá 2019 tilgreini að FMEN geti falið varaseðlabankastjóra að taka vissar ákvarðanir gerir það, að hún hefur (samkvæmt skipuriti því sem samþykkt var 2020 og frekar verður rætt um hér á eftir) ekki neinu starfsliði á að skipa, slíkt valdaframsal til starfsmanna lagalega og rekstrarlega ótraust.

Skýrsla matsnefndar (MN) árið 2021 um hinar þrjár ákvarðanatökunefndir Seðlabankans greindi ýmis vandamál í verkun FMEN.²² Við höfum fundið að þau vandamál eru enn til staðar meira en ári síðar og eru ekki líkleg til að leysast án utanaðkomandi aðgerða.

Í skýrslu MN er tekið fram að lagalegt umboð FMEN sé fremur víðtækt og krefjist mikils valdaframsals í raun. Við föllumst á að fjöldi stjórnsýsluákvarðana varðandi fyrirtæki undir eftirliti, sem FMEN þarf annaðhvort að sinna eða fela öðrum, er mikill. Helstu liðir til ákvörðunar á flestum fundum FMEN varða einstök mál. Meðal þeirra eru leyfisveitingar, samþykki á hluthöfum er öðlast takmarkanaháða eignarhlutdeild í fyrirtækjum undir eftirliti, álagning stjórnsýsluviðurlaga eða sekta, o.s.frv. Slíkt mál krefjast nákvæms fyrirframundirbúnings af hálfu starfsmanna áður en þau eru lögð fyrir nefndina, og þegar svo er komið geta utanaðkomandi nefndarmenn óhjákvæmilega lítið viðbótargagn gert, sérstaklega þar sem slíkt myndi að einhverju marki krefjast gagngerrar athugunar,

²¹ Á hinn bóginn gæti þessi endurgreiðslutilögun fræðilega séð valdið of mikilli eyðslu í eftirlit. Í Finnlandi eru atvinnufyrirtæki aðeins látin greiða 95% kostnaðarins og er þannig haldið í hvatningu fyrir seðlabankann til að hafa hemil á honum.

²² Þetta er skýrslan sem tilgreind er í bráðabirgðaákvæði VI í lögum frá 2019 og samin var af nefnd er Tryggvi Pálsson veitti formennsku og Þórhildur Hansdóttir Jetzek og Jóhannes Karl Sveinsson áttu einnig sæti í.

sem ekki er hægt að búast við á hinu oft stutta tímabili frá því er skjali er dreift og þar til fundur er haldinn. Í raun er því mjög treyst á deildarstjóra og starfslið þeirra hvað varðar hina nauðsynlegu athugun.

Á hinn bóginn hefur umboð FMEN verið túlkað þröngt í málefnum er varða strategíska heildarsýn og stefnumörkun. Svo virðist sem í umræðum séu stefnumál undanskilin að miklu leyti.²³ Taka þarf mikilvægar stefnuákvæðanir sem haft geta veruleg áhrif á eftirlit, svo sem um forgangsveitingu til sérstakra geira eða málefna og tilsvarandi framlög, umfang fjárhagsáætlana, túlkun og innleiðingu ESB-gerða og óskuldbindandi reglna og reglugerða hinna þriggja evrópsku eftirlitsstofnana. Lögin frá 2019 eru ekki skýr um heimildirnar til töku ákvæðana af þessu tagi—og það atriði hefur verið rætt innan FMEN. Svo virðist sem slíkar ákvæðanir séu ræddar innan nefndarinnar, en endanlega teknar af annaðhvort seðlabankastjóra eða varaseðlabankastjóra fjármálaeftirlits.

Í stuttu máli teljum við að þótt FMEN hafi fengið ákveðin viðbótarverkefni hafi hlutverk nefndarinnar verið verulega skert miðað við stjórn Fjármálaeftirlitsins áður fyrr, þrátt fyrir að hinir þrír (nú tveir) utanaðkomandi nefndarmenn hafi áður átt sæti í stjórn Fjármálaeftirlitsins. Að leggja á nefndina þröngt verkefni er innifelur mörg hversdagsleg verkefni fer á skjön við mikið af því mögulega gagni sem hinir utanaðkomandi nefndarmenn geta gert, bæði hvað snertir mismunandi sjónarmið og endurskoðun á þeirri heildarstefnunálgun sem starfslið hefur dregið upp. Hvort sem löggjafinn hafði þetta í hyggju eða ekki, þá virðist hér um glatað tækifæri að ræða.

Ábyrgð hinna fjögurra eftirlitsdeildarstjóra á mikilvægum verkefnum hefur líklega aukist miðað við stöðu mála fyrir sameininguna. Það stafar af því að þeir bera milliliðalaust ábyrgð gagnvart seðlabankastjóra, en hann hefur miklu stærra verkefni en eftirlit eitt saman. (Í hinni fyrri skipan hefðu þeir verið settir undir aðalframkvæmdastjóra og aðstoðarframkvæmdastjóra Fjármálaeftirlits, en starfssvið þeirra laut einungis að eftirliti). Til dæmis lýkur Eftirlitsferli endurskoðunar og mats (EFEM) hvað bankana snertir í aðalatriðum á deildarstjórnarstigi (að aflokinni endurskoðun af áhætturáði er starfar þvert á deildaskiptingu), áður en það er lagt fyrir FMEN til formlegrar ákvörðunar.

Hnökralaust ákvarðanatökufæri myndi ekki lenda í festu hvað eftir annað, eins og FMEN hefur oft gert, í umræðum um atkvæðisrétt, hvaða málefni má bera upp, hverjir eigi að vera viðstaddir umræður og ákvarðanatöku, hvort skjölum hafi verið dreift tímanlega, og þaðan fram eftir götunum. Hér er úrbóta þörf. MN gerði nokkrar tillögur til að fást við þetta vandamál og ríkisstjórnin hefur dreift drögum að tillögum til lagasetningar.

Ímynda má sér að FMEN færist í átt að einni af tveimur meginleiðum: Til víkkunar eða þrengingar.

Önnur þeirra (víkkun) myndi berum orðum veita FMEN stærra hlutverk varðandi mikilvæg strategísk málefni og færa eðli hennar meira í átt að Varfærniseftirlitsnefnd Englandsbanka (VEN). VEN hefur breitt starfssvið er tekur yfir öll málefni er varða eindarvarúðarstefnu. Formaður er bankastjóri Englandsbanka, en lykilnefndarmaður er aðalframkvæmdastjóri Varúðarregluráðs (Prudential Regulatory Authority, PRC) (sem einnig er aðstoðarbankastjóri Englandsbanka) og hefur stjórnunarvald yfir eftirlitsstarfsliði, sem með öryggi er unnt að fela eða láta eftir ákvæðanir sem ekki hafa mikið vægi. Meirihluti í PRC er utanaðkomandi (þ.e. ekki starfsmenn Englandsbanka).

Á Íslandi myndi færsla til víkkunar í það minnsta fela í sér víða túlkun á umboði FMEN, þannig að nefndin gæti tekið til meðferðar öll strategísk málefni er varða eindareftirlit og, sem mikilvægt er, falið viðeigandi varaseðlabankastjóra allt almennt verkstjórnar- og framkvæmdavald, þannig að valdaframsal til eftirlitsstarfsliðs og þjónusta frá því sé tryggð með samheldnum og tafarlausum hætti.

²³ Til dæmis segir skýrsla MN frá 2021 um FMEN: „Henni er ekki ætlað hlutverk í stefnumótun“, en rökstyður ekki þessa skoðun.

Höfuðnaudsýn er að Seðlabankinn geti tafarlaust tekið knýjandi ákvarðanir, sérstaklega þegar um eftirlitsmálefni er að ræða.

Með hinni leiðinni (til þrengingar) væri viðurkennt að flest verkefni eftirlitsarms Seðlabankans eru að hafa eftirlit með og fylgja eftir lögum og reglum sem Alþingi hefur sett. Svigrúm hans er þá takmarkað, og því er minna grætt á því víðara reynsluviði og þeim fleiri sjónarhólum sem utanaðkomandi nefndarmenn geta lagt til stefnumarkandi nefndar. Í mesta lagi gætu þeir vegið á móti óhóflega frjálsegri túlkun starfsliðs gagnvart einhverju tilteknu máli, en jafnvel í slíku tilfelli yrðu þeir venjulega ekki þess búnir að spyrna á móti ítarlegri og undirbúinni afstöðu starfsliðs með árangri.

Sé hin þrengjandi leið valin gæti (eins og skýrsla MN gefur til kynna) ákvarðanatökufæri sem er að öllu leyti innan húss tekið við af FMEN. Vegna þess hve flókin þau mál eru, sem taka skal ákvarðanir um, og svið þeirra víðfeðmt, myndi þó einnig í því tilfelli verða að fela viðkomandi varaseðlabankastjóra verkstjórn starfsliðs sem þjónustu veitir.

Ríkisstjórnin hefur (í samræmi við aðra tillögu í MN-skýrslunni) dreift drögum að löggjöf sem tilgreina myndi umboðssvið FMEN ítarlegar en nú er. Þó að nokkur stefnuatriði séu þar innifalin, sem ekki hafa verið hluti af verksviði FMEN í raun sakir þeirrar þröngu túlkunar sem núverandi umboð hennar hefur sætt, takmarkar það nýja umboð, sem lagt hefur verið til, svið FMEN af meiri nákvæmni. Sem slíkt má, frekar en hitt, líta á það sem skref í átt að þeirri leið númer tvö (til þrengingar) sem við höfum gert grein fyrir hér á undan. Tillaga ríkisstjórnarinnar myndi einnig fela í sér að seðlabankastjóri yrði formaður FMEN.²⁴ Þessi meðalvegstillaga myndi hjálpa til við að fást við sum þeirra álitafna sem upp hafa komið, og auka lagalegt öryggi þeirra eftirlitsákvæðana sem Seðlabankinn tekur.

En okkur virðist tillaga ríkisstjórnarinnar ekki ganga nógu langt og sé líkleg til að skilja eftir ástand sem ólíklegt er að varað geti til frambúðar svo fullnægjandi sé. Ef þetta (þ.e. þrenging) er sú leið sem ríkisstjórnin frekar aðhyllist, viljum við leggja til að lengra sé gengið og Fjármálaeftirlitsnefnd lögð niður. Eigi ekki að taka stefnumarkandi ákvarðanir, heldur aðeins koma til framkvæmda þeim lögum og reglugerðum sem fyrir hendi eru, er þegar allt kemur til alls það sem ákvarða skal ekki annað í meginatriðum en hvort reglusettar kröfur séu nákæmlega uppfylltar. Það er málefni sem heyrir undir verkstjórn og efnislega sérþekkingu, sem vissulega er unnt að fela starfsliði (að meðtöldum seðlabankastjóra og viðkomandi varaseðlabankastjóra). Enn fremur kann að vera unnt að koma knýjandi eftirlitsákvörðunum fljótar til framkvæmda ef tilvísun til nefndar þar sem utanaðkomendur eiga sæti er óþörf.

Alla vega krefst þó aukin valdasamsöfnun hjá einum manni, sem þessi leið felur í sér, einhvers mótvægis í stjórnarháttum eins og fram kemur í næsta kafla.

²⁴ MN-skýrslan mælti með því að seðlabankastjóri yrði formaður, í því skyni að skjóta traustari lagastoð undir valdaframsal af hálfu FMEN. Ef varaseðlabankastjóri hefði skýrt verkstjórnarvald yfir eftirlitsstarfsliði væri þess síður þörf.

Stjórnarhættir og skipulag

Samantekt

Seðlabanka Íslands hefur tekist að sameina tvær fyrri stofnanir með skjótum og skilvirkum hætti. Vitaskuld er það langtímaverkefni að koma á fót samhæfðri stofnun með fullkomlega skilvirkum verkferlum og yfirsýn og sameiginlegri stofnanamenningu.

Tvær af nefndunum í hinu nýja (og fremur flókna) ákvarðanatökuskipulagi hafa verkað ágætlega. Þrátt fyrir það er greinilegt að nefndakerfið, sem komið var á með lögunum frá 2019, hefur í raun dreift raunverulegu valdi meðal hinna mismunandi ákvarðanatakenda að nokkuð takmörkuðu leyti. Einföld talning á atkvæðisrétti í nefndunum lýsir ekki þeim hræringum sem fram fara. Og svo mun enn frekar verða ef tillaga ríkisstjórnarinnar um breytingu á umboði og stjórnun FMEN kemur til framkvæmda, þannig að seðlabankastjóri verði formaður þeirrar nefndar.

Sú stjórnunaruppbygging sem valin hefur verið eftir sameininguna kann að hafa auðveldað afgerandi skref til að ná markmiðum hennar. En uppbygging yfirverkstjórnar (þar sem hver deildarstjóri ber milliliðalaust ábyrgð gagnvart seðlabankastjóra) felur í sér of vítt ábyrgðarsvið. Það felur einnig í sér hættu á að lykilmenn verði ómissandi. Við höfum ekki orðið þess vör að í öðrum seðlabönkum, þar sem eftirlitsmálefni eru samræmd, sé verkstjórnaruppbygging sem víkur svo mjög frá uppbyggingu yfirstjórnar, og teljum að það muni ekki reynast vel þegar til langs tíma er litið. Venjulegri verkstjórnaruppbygging yrði skilvirkari.

Eins og nefnt hefur verið er umboð og yfirstjórn Fjármálaeftirlitsnefndar (FMEN) til endurskoðunar, og sum þeirra álitafna sem upp hafa komið varðandi valdaframsal og formennsku mætti auðveldar leysa í tengslum við endurskoðaða verkstjórnarskipan. Standi ekki til að veita nefnd þessari víðfeðmari stefnumörkunarhlutverk, en hún hafi þess í stað þrengra umboð, kann engin þörf að vera fyrir utanaðkomandi nefndarmenn, og ákvörðunartökuferli á starfsmannastigi gæti leyst hana af. Alla vega væri þörf á öðruvísi ábyrgðartilhögun, ekki síst til að komast hjá óhóflegri samþjöppun í ákvarðanatöku.

Þótt uppbygging með slíka samþjöppun á afgangsvaldi hjá einum einstaklingi, hver sem hann kann að vera, hafi verkað á fullnægjandi hátt frá árinu 2009, ætti ekki að halda í hana til langframa. Við mælum með því að löggjafarvaldið leiti einhverra annarra leiða til að fela afgangsvald hópi sem síðan gæti framselt það seðlabankastjóra. Það myndi afnema hugsanlegar orsakir til veikleika í uppbyggingu yfirstjórnar. Í raun myndi seðlabankastjóri áfram verða langatkvæðamesti ákvarðanataki, svo sem viðeigandi er, en í heild yrði meira jafnvægi í uppbyggingunni.

Bankaráð gæti einnig gegnt mikilvægara hlutverki. Þó að það sé ekki hið endanlega yfirvald bankans er það mikilvæg eining. Við álitum að hlutverk þess mætti efla og að til bóta gæti verið að styrkja umboð þess.

1. Það sem við höfum leitað að.

Það er í mikið ráðist að móta nýja stofnun á sviði opinberrar stefnumörkunar með allsherjarsameiningu tveggja stofnana sem á undan fara og samþættingu á störfum þeirra í eina heild. Skilvirk yfirstjórn hins nýja Seðlabanka samkvæmt skilgreiningu löggjafarinnar frá 2019 hefur verið afar krefjandi og mun halda áfram að þróast langt fram yfir þau þrjú rekstrarár sem liðið hafa hingað til.

Yfirstjórn á stofnun á sviði opinberrar stefnumörkunar byggist á lagamma þeim sem skilgreinir markmið, heimildir og skýrslugjafarskyldur stofnunarinnar út á við og yfirleitt tilgreinir ákvörðunaraðila og verkstjórnarþætti. Dæmigert er að hæfi til skipunar í helstu ákvarðanatökuhópa og skipunarferli sé tilgreint í löggjöf. Lög um Seðlabanka frá 2019 fylgja þessari staðalfyrirmynd.

Þegar komið er að því að manna þetta löggjafarskapalón fyrir seðlabanka þjóðar má sækja fyrirmyndir í mörg dæmi úr alþjóðlegri reynslu. Svo virðist sem flest lönd hafi komið núverandi skipan sinni á að hluta til fyrir sögulegar tilviljanir og ólíkar menningarhefðir. Enginn einn staðall hefur orðið til. Að einhverju leyti endurspeglar þetta mun á milli landa á því hversu víðfeðmt umboð seðlabanki hefur og að hve miklu leyti hann hefur verið stofnaður á sjálfstæðum grunni, en munurinn gengur dýpra. Jafnvel innan Evrópu og jafnvel meðal Norðurlanda gætir verulegs munar. Þó að nokkrum augljósum líkindum við Englandsbanka sé fyrir að fara (sérstaklega varðandi stofnun hinna þriggja ákvarðanatökunefnda) er lagagrunnurinn fyrir yfirstjórn Seðlabanka Íslands einstæður. Þetta þarf ekki að vera af hinu illa, en það leiðir ekki af fjölda þeirra fyrirmynda sem koma að gagni annars staðar, að val á fyrirmynd skipti engu máli.

Ákvæði laga skilgreina aðeins beinagrind yfirstjórnar. Upplifuð reynsla stofnunarinnar leggur til ketið. Og hver sem beinagrindin er segir reynsla seðlabanka okkur að skilvirk yfirstjórn muni sýna styrk sinn í mörgum víddum, svo sem í upplýsingaflæði, áreiðanleika í greiningum, ákvarðanatökufærum og viðhaldi á trausti, jafnt sem gildum og samskiptamenningu innan stofnunarinnar. Af þessu höfum við tekið mið við að íhuga hvernig hinn nýi Seðlabanki hefur reyst undanfarin þrjú ár.

Upplýsingar. Seðlabankinn stendur andspænis innlendu og hnattrænu efnahags- og fjármálaumhverfi sem tekur sífældum breytingum. Það er grundvallaratriði að átta sig tímanlega á hvernig aðstæður breytast, bæði á þjóðhagsvísu (eignaverð, vörur og þjónusta, verðlag, vaxtastig, framleiðsla, heildareftirspurn, atvinna og atvinnuleysi, lántökur, alþjóðlegar greiðslur, o. s. frv.), og á stigi einstakra fjármálafyrirtækja (eigið fé, greiðslugeta, markaðshlutabréf, vöruhönnun, hátterni, yfirstjórn, skilvirkni í rekstri o. s. frv.). Þetta krefst söfnunar eða samsetningar á gögnum á afar víðfeðmu sviði, sem sérfræðingar geta best skilið, og þeim verður að veita aðstöðu og hvatningu til að túlka þær upplýsingar og veita þær viðeigandi ákvarðanatakendum innan bankans.

Greining. Í þróuðum hagkerfum nútímans benda hrá gögn af því tagi sem unnt er að safna ekki þegar í stað til hvaða viðeigandi afstöðu skuli taka til stefnumörkunar. Til þess þarf að afla áreiðanlegra sérfræðiupplýsinga sem verða að vera fullnægjandi til að veita svar við þeim stefnumörkunarlítaefnum sem umboð Seðlabankans tekur til. Þannig skiptir höfuðmáli að verkstjórn hafi sérfræðipækkingu til að skipa starfsliði til greiningarverka og leiða greininguna.

Traust. Þar sem starf seðlabanka tekur yfir margar víddir er sérfræðikunnátta innan hans, sem samhafir fjármálaeftirlit, eins og Seðlabankinn gerir, óhjákvæmilega dreifð. Landsbundnar og alþjóðlegar fjármálareglur eru nú á tímum of flóknar til að nokkur kunni þær til hlítar, hvað þá að nokkur geti haft fingur á púlsi viðkomandi staðbundinna fjármálafyrirtækja og markaða. Staða þjóðarhags kann að liggja ljósar fyrir, en að draga upp mynd af hugsanlegri þjóðarhagþróun og hvert hún kunni að stefna framtíðarmöguleikum krefst einnig teymisnálgunar. Við þessar aðstæður getur stofnunin einungis unnið árangursríkt starf ef fyrir hendi er nægilegt traust til að unnt sé að fela öðrum greiningu og einhverjar ákvarðanir. Vitanlega er traust mismunandi mikið og á sínar takmarkanir. Trausts verður að afla, og grunn þess verður að staðfesta. Þetta er óhjákvæmilega varanleg krafa.

Ákvarðanataka (hraði, traustleiki, formkröfur og endurmat). Stefnumörkunarákvarðanir eru kjarni seðlabankastarfs, hvort sem vera skal um peningastefnu- eða þjóðhagsvarúðartæki, eða varðandi leyfi sem fyrirtæki undir eftirliti sækja um eða sæta eftirlitsfullnustu, til dæmis. Þær ákvarðanir þurfa að vera tímanlegar, en traustar. Tafin ákvörðun kann að vera verri en engin ákvörðun, en afleiðingar ákvörðunar geta orðið afar miklar, hvort sem er fyrir fjármálafyrirtæki undir eftirliti eða (sé um að ræða peningamálastefnu) fyrir efnahagslega velferð Íslendinga í heild. Nauðsynlegt er til árangurs að undirbúningur og sérþekking séu fyrir hendi í báðum víddum. Í hinu núverandi flókna og síbreytilega umhverfi er viðeigandi framsal á ákvörðunaravaldi nauðsynlegt. Mikilvægar ákvarðanir ber að taka með nokkuð formlegum hætti. Seðlabankinn hefur mikið vald, en beitingu þess er unnt að véfengja fyrir dómi, og fari svo mun fullnægjandi skráning á þeim sjónarmiðum sem tekin voru til greina vera

nauðsynleg til að halda megi áhrifavaldi Seðlabankans. Margar stefnubundnar ákvarðanir fela í sér nákvæmt mat, og ekki mun allt fara á þann veg sem vonast var til. Öllum opinberum stjórnvöldum ber að vera opin gagnvart innri endurskoðun á teknum ákvörðunum, sérstaklega ef þær hafa verið umdeildar eða áhrifaríkar.

Menning. Það gildir um alla opinbera aðila, en á sérstaklega við þegar tvær stofnanir með mismunandi sögu og innanhússmenningu eru sameinaðar, að uppbyggilegir samskiptahættir séu inngrónir hjá öllu starfslíði. Ekki þarf að taka fram að gagnsæi og heiðarleiki eru óhjákvæmileg skilyrði. Það ætti að vera menningarleg afstaða innan hinnar nýju stofnunar að vera opin gagnvart hugmyndum og hugarfari samstarfsfólks með mismunandi faglegan bakgrunn og menntun, sem kann að hafa mismunandi skilning á verkun fjármálageirans. Nú stendur enn yfir tímabil lærdóms þvert á „kvíar“ peningalegrar og efnahagslegrar stöðugleikastefnu, varúðar- og hátterniseftirlits.

Alþjóðleg samvinna er nauðsynlegur þáttur á öllum sviðum seðlabankastarfs og fjármálaeftirlits. Sjaldan er hægt að uppfylla viðkomandi skyldur og leiða verkefni til lykta án alþjóðlegrar samstillingar og þannig að beitt sé alþjóðlega samþykktum reglum og starfsháttum. Taka verður mið af þessu í skipulags- og yfirstjórnartilhögun Seðlabankans ef hann á að halda samböndum við aðra seðlabanka og eftirlitsstofnanir á viðeigandi yfirstjórnarstigi.

Við höfum íhugað út frá þessum skilningi á lykilþáttum yfirstjórnar hvernig Seðlabanki Íslands hefur þróast á tímabilinu frá sameiningunni.

2. Nefndatilhögun: Peningastefnunefnd og fjármálastöðugleikanefnd.

Hin nýja löggjöf hefur komið á því sem litið hefur verið á sem fremur flókna uppbyggingu ákvarðanatökunefnda.²⁵ Talið er að dreifing ákvarðanatökuválds meðal hinna þriggja nefnda hafi haft að markmiði að komast hjá valdasambjöppun í stofnun sem nú er mjög valdamikil. 8. mynd sýnir hvernig seta í nefndunum þremur skiptist á milli innbúa (seðlabankastjóra og varaseðlabankastjóra) og utanaðkomenda.

Rétt er að minnast þess að tvær af nefndum þessum eiga sér forsögu. Fimm manna peningastefnunefnd með tveimur utanaðkomandi nefndarmönnum hafði þegar verið starfandi frá 2009 og henni hefur verið við haldið.²⁶ Þótt heimildir og hlutverk fjármálaeftirlitsnefndar séu þrengri en stjórnar Fjármálaeftirlitsins gamla voru hinir þrír utanaðkomandi nefndarmenn, sem skipaðir voru í hina nýju fjármálaeftirlitsnefnd (FMEN), enn fremur áður stjórnarmenn eða varamenn í Fjármálaeftirlitinu gamla. Þannig er aðeins fjármálastöðugleikanefnd (FSN), með sína þrjá utanaðkomandi nefndarmenn, alveg ný ákvarðanatökunefnd í hinum nýja banka.²⁷

Lárétt upplýsingaflæði á æðra ákvörðunartökustigi er bætt með því að a.m.k. tveir varaseðlabankastjórar eiga sæti í hverri nefnd, og allir þrír þeirra eiga sæti í fjármálastöðugleikanefnd. Tengslin eru því sterkari á milli fjármálastöðugleikanefndar og hinna tveggja, sem virðist viðeigandi.

Af viðtölum okkar við hvern nefndarmann í peningastefnunefnd og fjármálastöðugleikanefnd hefur okkur sýnst að umræður séu að sönnu frjálslugar og uppbyggilegar, og að starfslíð veiti nefndarmönnum upplýsingar eins og farið er fram á og viðeigandi er. Hvað snertir peningastefnunefnd, þar sem atkvæðagreiðslur fara reglulega fram og eru birtar í fundargerðum, hefur komið í ljós nokkur skoðanamunur. Þó að allir nefndamenn hafi stutt allar fjórtán vaxtabreytingar á

²⁵ Um nefndatilhögunina hefur þegar verið ítarlega fjallað í skýrslu MN frá 2021.

²⁶ Með einni breytingu í nefndarsetu: Yfirhagfræðingur bankans á ekki lengur sæti í peningastefnunefnd (þótt hann leggi enn fram spár og greiningar starfslíðs). Þess í stað á varaseðlabankastjóri sá sem hefur með fjármálastöðugleika að gera sæti í nefndinni.

²⁷ Fram að sameiningunni sátu seðlabankastjóri og varaseðlabankastjóri, framkvæmdastjóri og varaframkvæmdastjóri Fjármálaeftirlitsins og nefndarmaður tilnefndur af fjármálaráðherra í kerfisáhættunefnd nokkurri, en hún hafði ekki ákvörðunarvald.

Því tímabili sem til athugunar er, hefur a.m.k. einn nefndarmaður í fimm skipti viljað hafa vaxtastig hærra.²⁸ Með svipuðum hætti hafa nefndarmenn í fjármálaeftirlitsnefnd stundum haft áhrif á endanlegar niðurstöður funda til frávíks frá upphaflegum tillögum starfslíðs. Þetta bendir til heilbrigðs þátttökuvilja og að varúð sé goldin við of mikilli hóphugsun. Sú von, að utanaðkomandi nefndarmenn séu „óháðir í reynd, hugarfari og ásýnd“ virðist uppfyllt.

Ákvarðanir sem koma til kasta nefnda þessara hafa yfirleitt verið teknar með viðeigandi umfjöllun og formsháttum, þótt einu sinni eða tvisvar hafi á álagstímabilinu snemma árið 2020 verið gerðar skyndiráðstafanir með í besta falli orðsendingum viðkomandi nefndar eftir á.

Enda þótt nefndauppyggingin hafi verkað sæmilega er sú valddreifing frá seðlabankastjóra sem hún hefur haft í för með sér í raun nokkuð takmörkuð. Þetta er ef til vill ekki augljóst þegar litið er til atkvæðisréttar og lagalegra heimilda, en sem utanaðkomandi athugendur með heildaryfirsýn virðist okkur það ljóst. Og svo mun enn frekar verða ef sú breyting á umboði og yfirstjórnarheimildum fjármálaeftirlitsnefndar koma til framkvæmda, þannig að seðlabankastjóri verði formaður hennar.

Þegar allt kemur til alls er það samkvæmt lögum seðlabankastjóri sem stjórnar og ber ábyrgð á störfum og rekstri bankans og hefur vald til að taka ákvarðanir í öllum málefnum hans sem ekki eru falin öðrum með lögum.²⁹ Þetta er ekkert nýtt, því þannig hefur það verið í Seðlabankanum frá 2009.³⁰ Það er ekki í ósamræmi við alþjóðlega venju að seðlabankastjóra sé *í raun* falið viðamikild vald, en það er þá venjulega gert með framsali frá ráði eða yfirumsjónarhópi, hins vegar er það á Íslandi ákveðið með lögum.³¹ Unnt er að ímynda sér kringumstæður þar sem slíkt vald gæti haft í för með sér slæmar ákvarðanir. Allir æðri ákvarðanatakendur hafa af kostgæfni lagt sig fram um að taka ákvarðanir á grundvelli bestu fánlegu upplýsinga og greininga, en samt er alltaf mikilvægt að tryggja að málefni sem þarfnast ákvarðana og aðgerða Seðlabankans séu afgreidd á grundvelli faglegra athugana og greininga á breiðu sviði.

Í slíkum atriðum kann það, sem utanaðkomanda virðist vera mögulegur veikur blettur í uppbyggingunni, að vera síður augljóst þátttakendum.

Þótt uppbygging með slíka samþjöppun á afgangsvaldi hjá einum einstaklingi, hver sem hann kann að vera, hafi verkað á fullnægjandi hátt frá árinu 2009, ætti ekki að halda í hana til langframa. Ábyrgðarleiðin gegnum bankaráð er ófullnægjandi eins og uppbyggingunni er nú háttáð, sérstaklega þegar litið er til skipunartíma þess og þess umboðs sem það hefur. Við mælum með því að löggjafarvaldið leiti einhverra annarra leiða til að fela afgangsvald hópi sem síðan gæti framselt það seðlabankastjóra. Það myndi afnema hugsanlegar orsakir veikleika í uppbyggingu yfirstjórnar. Í raun myndi seðlabankastjóri áfram verða langatkvæðamesti ákvarðanataki, svo sem viðeigandi er, en í heild yrði meira jafnvægi í uppbyggingunni.

3. Uppbygging verkstjórnar

²⁸ Þeir voru hinn utanaðkomandi nefndarmaður Gylfi Zoëga (í fjögur skipti) og Gunnar Jakobsson varaseðlabankastjóri (í þrjú skipti).

²⁹ Í 3. gr. laga um Seðlabankann frá 2019 segir: „Seðlabankastjóri stýrir og ber ábyrgð á starfsemi og rekstri Seðlabanka Íslands og fer með ákvörðunarvald í öllum málefnum bankans sem ekki eru falin öðrum með lögum.“

³⁰ Að okkar skilningi var afgangsvald í Seðlabankanum sameiginlega í höndum hinna þriggja seðlabankastjóra fyrir 2009.

³¹ Oft er sagt að hin þriggja nefnda skipan á Íslandi hafi nefndaskipan í Englandsbanka að fyrirmynd. En mikilvægt er að hafa í huga að afgangsvald bankastjóra Englandsbanka byggist aðeins á framsali frá bankastjórn. Það veldur grundvallarmun að þessu leyti og hefur í för með sér valdasamþjöppun, að Seðlabankinn hefur ekki fjölskipaða stjórn. Framsal má afturkalla, en aðeins löggjafarvaldið getur afturkallað heimildir veittar með lögum.

Um leið og sameiningin kom til framkvæmda í upphafi árs 2009 var tilkynnt um nýja verkstjórnarskipan fyrir hina stækkuðu stofnun. Enda þótt stöðufjöldi í Seðlabankanum sé nú næstum 300, samanborið við um 175 fyrir sameiningu, er fjöldi deilda í árslok 2022 sá sami og 2019, og miklu minni en var meðal Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins í árslok 2019.³² Þessari einföldun var komið á fljótt og af ákveðni, þrátt fyrir nokkur neikvæð áhrif á starfsþrótt og öryggisþilfinningu starfsmanna—sem líklega var óhjákvæmilegt. Með einfölduninni mun hafa verið komist hjá ofmönnum og tvíverknáði. Hins vegar getur ekki leikið vafi á að með uppsögnunum tapaðist eitthvað af sérþekkingu á viðfangsefnum, enda þótt deildarstjórar þeirra deilda sem eftir stóðu hefðu allir starfað á sama stigi í hinum undanfarandi stofnunum.

Nú eru starfsdeildir sjö talsins, þar sem tvær þeirra fást við klassísk seðlabankahlutverk, peningastefnu og fjármálamarkaði, ein fæst við fjármálastöðugleika, og fjórar við eftirlit. Aðrar deildir eru fjórar þjónustudeildir, almenn skrifstofa og innri endurskoðun.³³ Augljóst er að hlutverkum þessum má gagnlega skipta á margan hátt. Núverandi uppbygging virðist samstæð. Þótt nokkrar deildir séu enn fremur litlar eru fleiri starfsmenn nú ráðnir til flestra þeirra en áður var, þannig að afgerandi magni sérfræðiþekkingar verður auðveldar náð, sem er fallið til að bæta upplýsingaflæði og greiningarstarf.

Við höfum hins vegar áhyggjur af því hvernig ábyrgð deildarstjóra upp á við er hagað. Skipulag það sem Seðlabankinn hefur valið er afar óvenjulegt fyrir seðlabanka sem samhæfir málefni á sviði eftirlits. Varaseðlabankastjórar hafa ekkert framkvæmdavald yfir deildastjórum. Þeim er ætlað að „veita forystu og leiðbeina“. Þar af leiðir að hinir tólf deildarstjórar og þrír varaseðlabankastjórar eru ábyrgir milliliðalaust gagnvart seðlabankastjóra (í stað þess að ábyrgðarleiðir liggi gegnum varaseðlabankastjóra, eins og endurspeglar myndi betur venjur meðal flestra seðlabanka). Þetta kann að hafa verið góð millibilstilhögun meðan hin nýja stofnun var í uppbyggingu, en er ekki líkleg til að vera hin besta í rekstri bankans til frambúðar.

Margt mælir með því að þessi uppbygging verði nú endurskoðuð. Umfang eftirlits er miklu meira en í flestum stofnunum og felur í sér hættu á að hægt sé á ákvarðanatöku og grafið undan þeirri leiðsögn sem varaseðlabankastjórum er veitt. Einnig er fyrir hendi hætta á að lykilmenn festist í sessi ef of mikill ákvarðanatöku er beint um þröngan valdagarveg. Fyrirtæki undir eftirliti segja ákvarðanir Seðlabankans um eftirlitsmálefni hafa verið teknar talsvert hægar en Fjármálaeftirlitið gerði.

Enn fremur veikir það óhjákvæmilega upplýsingaflæði til ákvarðanatökunefnda og er heftandi í vinnu deilda við að gaumgæfa og ná yfirsýn, að varaseðlabankastjórum sé haldið utan ábyrgðarleiða deildarstjóra. Við stjórn stofnunarinnar í heild er sennilegt að seðlabankastjóri og varaseðlabankastjórar gerðu meira gagn í teymisvinnu en nokkur einstaklingur gæti gert einn sér.

Reyndar er heildarhlutverk varaseðlabankastjóra nokkuð óljóst í núverandi tilhögun. Vissulega hafa þeim verið falin sérstaklega tilgreind verkefni, svo sem formennska í nokkrum föstum stýrihópum starfsliðs, nefndum og verkaskiptingateymum sem fást við málefni þvert á deildaskiptingu, og það er gott og gilt. En enda þótt hver þeirra sé í nánú sambandi við æðri starfsmenn á sínum sviðum ber enginn ábyrgð gagnvart þeim og þeir stjórna engu starfsliði. Þótt þeir geti veitt forystu með færni, þekkingu, áhrifum og fordæmum, skerðir það áreiðanlega getu þeirra til að uppfylla það sem ríkisstjórnin ætlar til samkvæmt lögunum, þ.e. að þeir hafi faglega umsjón með störfum bankans hver

³² Á þeim degi höfðu reyndar verið 13 stöður á deildarstjórastigi í Seðlabankanum (að meðtöldum hinum innri endurskoðanda en að frátalinni dótturstofnuninni Greiðsluveitunni), og nú í Fjármálaeftirlitinu (að meðtöldum aðstoðarframkvæmdastjóra). Í skipaninni sem gildi 2020-2022 voru stöðurnar, á sama grundvelli, 13 alls. Fækkunin endurspeglar að starfsmannastjórnar-, upplýsingatækni- og stjórnunardeldir voru steypar saman og almenn skrifstofa tók við starfsliði lögræðideilda, ásamt því að nokkrar deildir Seðlabanka voru sameinaðar (tölfræðideild í upplýsingatæknideild og deild innviða fjármálamarkaðar í markaðar- og fjármálastöðugleikadeild).

³³ Hvað snertir kynjajafnvægi eru konur í 6 af 13 stöðum á deildarstjórastigi og konur eru 12 af 26 varadeildarstjórum.

á sínu sviði og annist undirbúning á fundum nefndarinnar, að ábyrgðarferli liggja annars staðar. Hlutverkaheild þeirra lítur fremur út sem starfsáætlun æðri ráðgjafa en varaseðlabankastjóra, og við spyrjum okkur hvort það samræmist því sem löggjafinn hafði í huga þegar hann fjölgaði varaseðlabankastjórum í þrjá, fékk hverjum þeirra um sig til meðferðar peningastefnu, fjármálastöðugleika eða fjármálaeftirlit, og fól þeim „umsjón“ á hverju sviði fyrir sig.

Oft er það á varaseðlabankastjórastigi sem mikilvægustu alþjóðlegu samböndum er haldið uppi, og svo er einnig í Seðlabankanum. Til að það verki vel þarf starfslið bankans á því stigi augljóslega að vera eins vel inngróið í rekstur bankans og þankagang og þeir sem samskipti eru höfð við erlendis.

Í löggjöfinni er sagt að ákvarðanir um skipulagsatriði skuli teknar með samþykki seðlabankastjóra og hinna þriggja varaseðlabankastjóra, en í raun verður að líta á þá tilhögun sem frumkvæði seðlabankastjóra (hún var ákveðin áður en einn af varaseðlabankastjórunum hafði verið skipaður). Þótt þessi tilhögun hafi þá kosti að tryggja skjóta samhæfingu hinna ýmsu þátta hinnar stækkuðu og sameinuðu stofnunar, er hún ekki æskileg til langs tíma. Hana ætti að endurskoða og taka um hana nýja ákvörðun, jafnvel á starfstíma núverandi seðlabankastjóra og varaseðlabankastjóra.

4. Bankaráð

Enda þótt bankaráð fari ekki með endanlegt vald í bankanum og ekki heyri undir hlutverk þess að véfengja sérfræðilegt og faglegt mat bankans er það mikilvæg stofnun. Eiga ráðsmenn að starfa sem einstaklingar og einungis til að tryggja að bankinn ræki hlutverk sitt. Við teljum að meira sé unnt að gera úr bankaráði og að til bóta kynni að vera að styrkja umboð þess—þótt fara þurfi varlega til að ráðið grafi ekki undan sjálfstæði Seðlabankans frá pólitískum þrýstingi.

Hinn innri endurskoðandi ber ábyrgð gagnvart bankaráði, og í því kann að felast afar mikilvæg boðleið til að tryggja að stjórn bankans sé byggð á öruggum grunni.

Einnig ber að hafa á hreinu að ef aðrar leiðir bregðast gæti uppljóstrari, sem kynni að búa yfir upplýsingum er sýna (til dæmis) óhóflega linkind í reglusetningu, snúið sér þangað. Þetta ætti þó aðeins að gilda eftir að venjulegar leiðir hafa verið farnar.

Bankaráð gæti einnig gert ráðstafanir fyrirfram í viðleitni til að leysa úr vandamálum á háu stigi sem upp kynnu að koma á milli Seðlabankans og fjármálaráðuneytisins, svo sem um kjör og aðstöðu seðlabankastjóra og varaseðlabankastjóra. Þegar á allt er litið er ljóst að sjálfstæði Seðlabankans krefst tryggingar fyrir því að umbun þeirra sem taka ákvarðanir á háu stigi sé ekki háð geðþótttaendurskoðun ríkisstjórnar til skerðingar. Allar tilraunir til slíks ættu að vera tilefni eindreginna viðbragða af hálfu bankaráðs.

Séð í víðara samhengi, þá ætti bankaráð ekki að hika við að leita til Alþingis ef alvarleg vandamál er ekki unnt að leysa.

Skrá um helstu tilmæli

Peningastefna

1. Verðstöðugleikamarkmið er enn hæfilegt. Samskipti um málamiðlanirnar á milli þess hversu fljótt er unnt að koma verðbólgu aftur í markmiðshorf og umfangs efnahagslífsins gætu verið skýrari, án þess að úr markmiðinu sé dregið.
2. Meiri innri nákvæmni ætti að vera í markmiðum með gjaldeyrisinngripum og þeim skilyrðum sem sett eru þegar vald til inngripsráðstafana er framselt. Ekki er ljóst hvort krafan um að gengisstefna sé samhæfð verðbólguamarkmiðum hafi verið greind til hlítar.
3. Þjóðhagsleg áhrif flökts á markaði með verðtryggð skuldabréf og á vaxtastigi þeirra þarfnast áframhaldandi athygli í umræðum um peningastefnu.
4. Formlegs samþykkis peningastefnunefndar ber að leita við öllum ákvörðunum um peningastefnu áður en þær eru auglýstar. Sérstaklega er mikilvægt að öll boðskipti (t.d. með blaðamannafundum) skýri hvaða yfirlýsingar eru persónubundnar og hverjar eru studdar af nefndinni sem heild. Samþykkja ætti ítarlegri heildartilhögun um formleg boðskipti sem allir nefndarmenn í peningastefnunefnd skuli fylgja.

Fjármálastöðugleiki

5. Þróun húsnæðisverðs—sem skipt hefur miklu máli vegna áhrifa á markmiðsverðbólgu—þarfnast samræmdari athygli frá sjónarhólum peningamála og fjármálastöðugleika. Hvetja ber fjármálastöðugleikanefnd til að skiptast á umfjöllunum sínum um þjóðhagsvarúðartæki við peningastefnunefnd, sem að sínu leyti gæti tjáð fjármálastöðugleikanefnd sjónarmið sín um beitingu þeirra.
6. Lífeyrissjóðakerfið þarfnast sérstakrar athygli frá sjónarmiði fjármálastöðugleika, til að betur megi skilja við hvaða aðstæður lífeyrissjóðir kynnu að magna flökt og bjögun á markaði.
7. Í álagsprófunum banka ber að nota röð óskyldra álagsvalda er tákna á trúverðugan hátt hvernig efnahagslífið gæti með ýmsum hætti orðið fyrir alvarlegum áföllum. Treysta ber meira á andstæðuprófanir.
8. Íhuga þarf gerð viðeigandi álagsprófunar fyrir alla helstu lífeyrissjóði.

Eindarvarúðareftirlit

9. Hvað snertir eindarvarúðareftirlit leggur Seðlabankinn réttilega áherslu á að lögum sé fylgt, en það ætti ekki að draga úr að viðskiptalíkon séu nægilega grandskoðuð með tilliti til traustleika, að meðtalinni meðvitund um hættu af völdum loftslagsbreytinga og hættu tengda umhverfismálum, félagsmálum og landsstjórn.
10. Viðræðum á milli sérfræðinga á sviði fjármálastöðugleika og eftirlitsstarfslíðs ber að halda áfram, en það eru hin síðarnefndu sem sjá ættu um að leiða Eftirlitsferli endurskoðunar og mats og ákvarðanir því tengdar.
11. Ríkisstjórn ætti að styrkja löggjöf um reglubindingu lífeyrissjóða (og einnig t.d. um eftirlit með tryggingafræðingum), eins og Seðlabankinn hefur lengi lagt til (ásamt Fjármálaeftirlitinu áður).
12. Þar sem spenna hefur aukist í alþjóðamálum virðist æskilegt að vera betur á verði við mat á aðilum sem hyggjast afla sér takmarkanabundinnar (þ.e. stórrar) eignarhlutdeildar í fyrirtækjum undir eftirliti.
13. Samkvæmt einni lagatúlkun mætti Seðlabankinn ekki auka fé til eftirlits umfram fyrirframsamþykktá fjárhagsáætlun jafnvel þótt brýn þörf kæmi til, sem fjárhagsáætlun hefði

ekki gert ráð fyrir. Þetta væri óheppileg staða, og gera ber réttarstöðuna skýrari, þannig að slík fjárnotkun verði leyfð.

Yfirstjórn

14. Endurskoða skyldi umboð fjármálaeftirlitsnefndar.
 - Ímynda má sér að fjármálaeftirlitsnefnd færir til einnar af tveimur meginleiðum: Víkkunar, þannig að nefndin gæti tekið til meðferðar öll strategísk álitæfni er varða eindareftirlit (eins og MN lagði til 2021).
 - Sé hin þrengjandi leið valin gæti (eins og skýrsla MN gefur einnig til kynna) ákvarðanatökufærli sem er að öllu leyti innan húss tekið við af fjármálaeftirlitsnefnd. Vegna þess hve flókin þau mál eru sem taka skal ákvarðanir um, og svið þeirra víðfeðmt, myndi þó einnig í því tilfalli verða að fela viðkomandi varaseðlabankastjóra verkstjórn starfslíðs sem þjónustu veitir. Höfuðnaðsyn er að Seðlabankinn geti tafarlaust tekið knýjandi ákvarðanir, sérstaklega þegar um eftirlitsmálefni er að ræða.
15. Þótt fullnægjandi hafi reynst fyrir Seðlabankann á árunum frá 2009 ætti ekki að halda til langframa í yfirstjórnaruppbyggingu án mikillar innbyrðis dreifingar á afgangsvaldi.
16. Hið nýja skipulag á æðstu verkstjórn kann að hafa verið góð millibilstillhögun meðan hin nýja sameinaða stofnun var í uppbyggingu, en er ekki líkleg til að vera hin besta í rekstri bankans til frambúðar. Margt mælir með því að þessi uppbygging sé nú endurskoðuð.
17. Meira er unnt að gera úr bankaráði. Það gæti til dæmis leitast við að leysa úr vandamálum á háu stigi sem upp kynnu að koma á milli Seðlabankans og fjármálaráðuneytisins. Ráðið ætti ekki að hika við að leita til Alþingis ef alvarleg vandamál er ekki unnt að leysa.

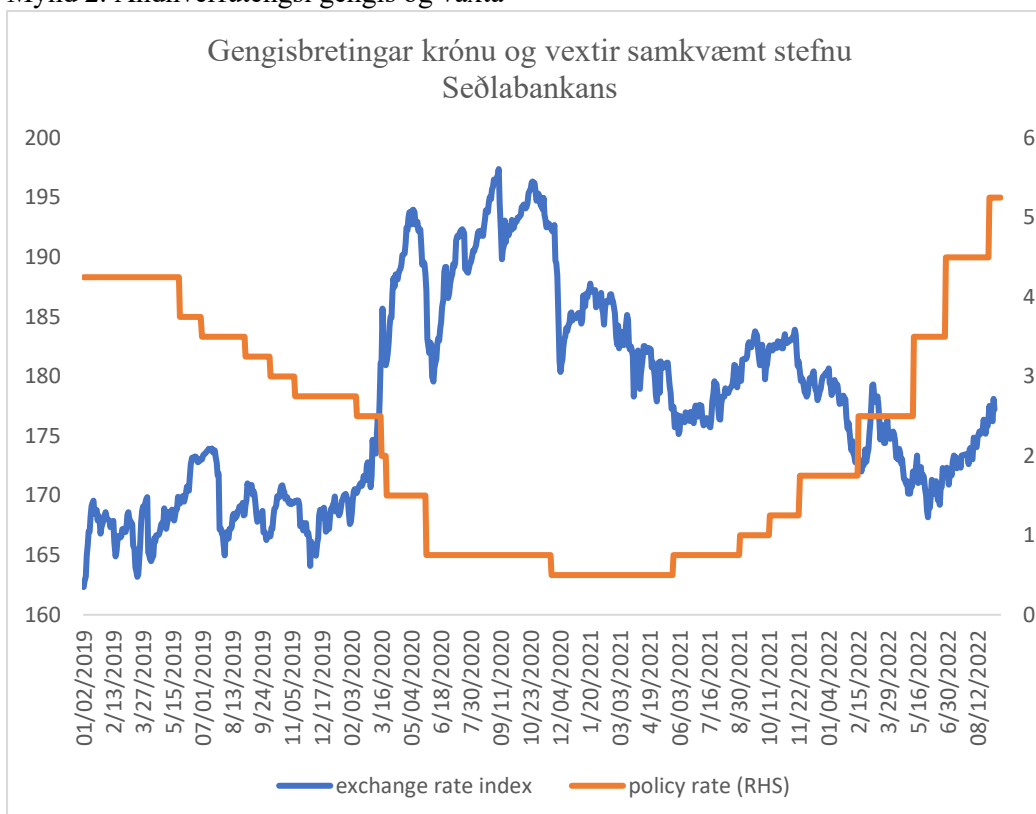
Myndir

(Allar stærðir á myndunum eru reiknaðar út frá birtum gögnum Seðlabankans)

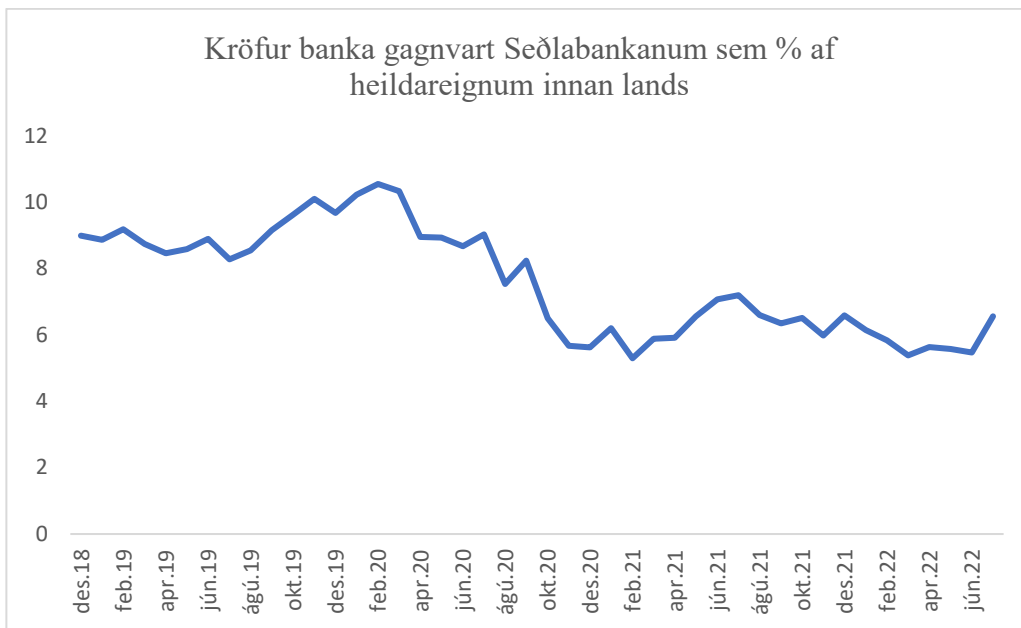
Mynd 1: Hvernig gengisflökt hélst áfram hóflegt



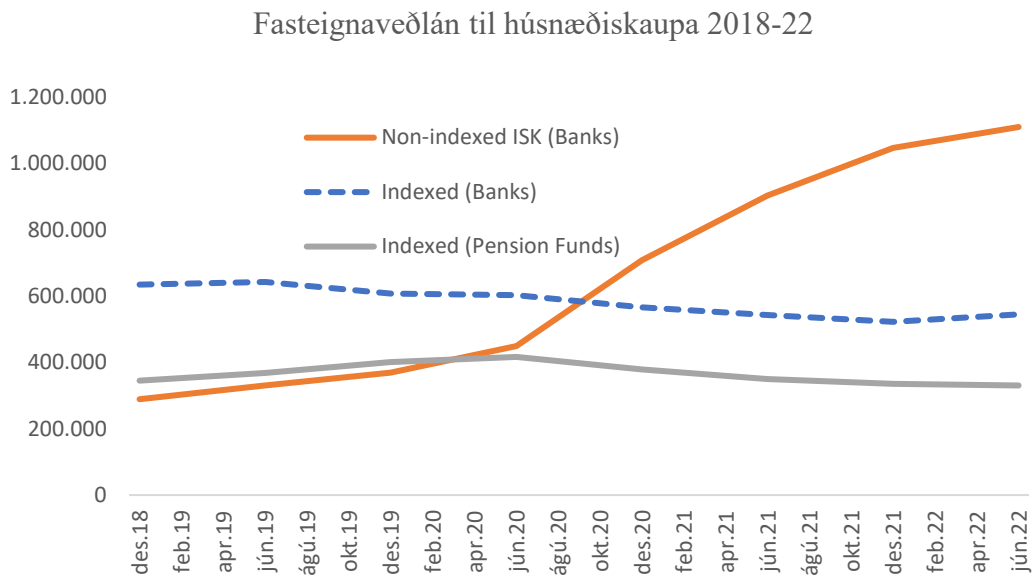
Mynd 2: Andhverfutengsl gengis og vaxta



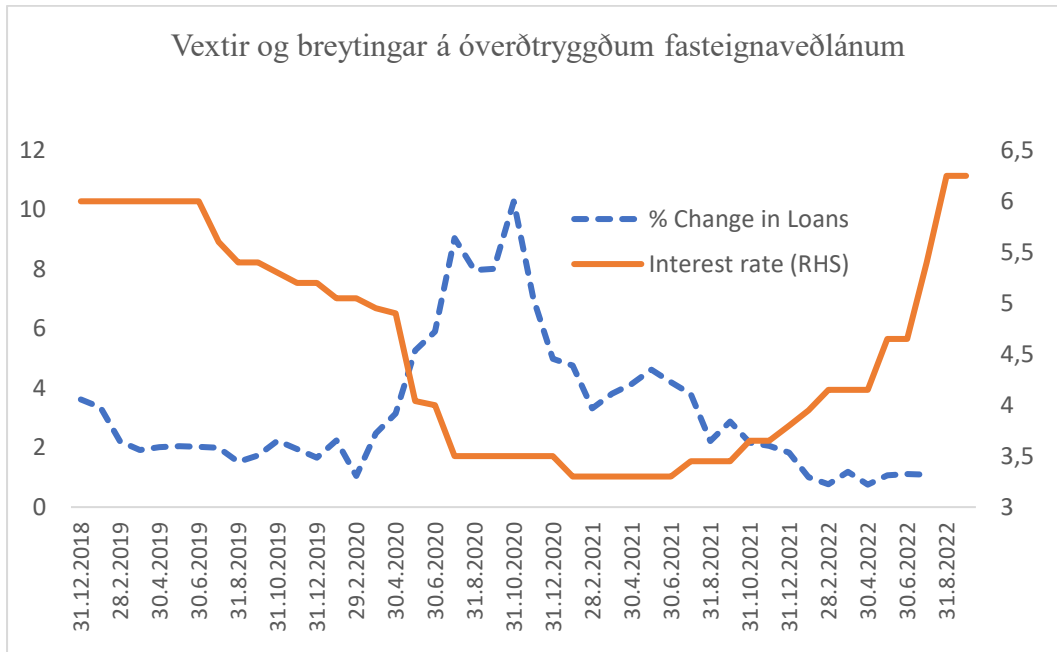
Mynd 3: Hvernig heildarlausafjárstaða banka hefur haldist vel fullnægjandi 2020-22



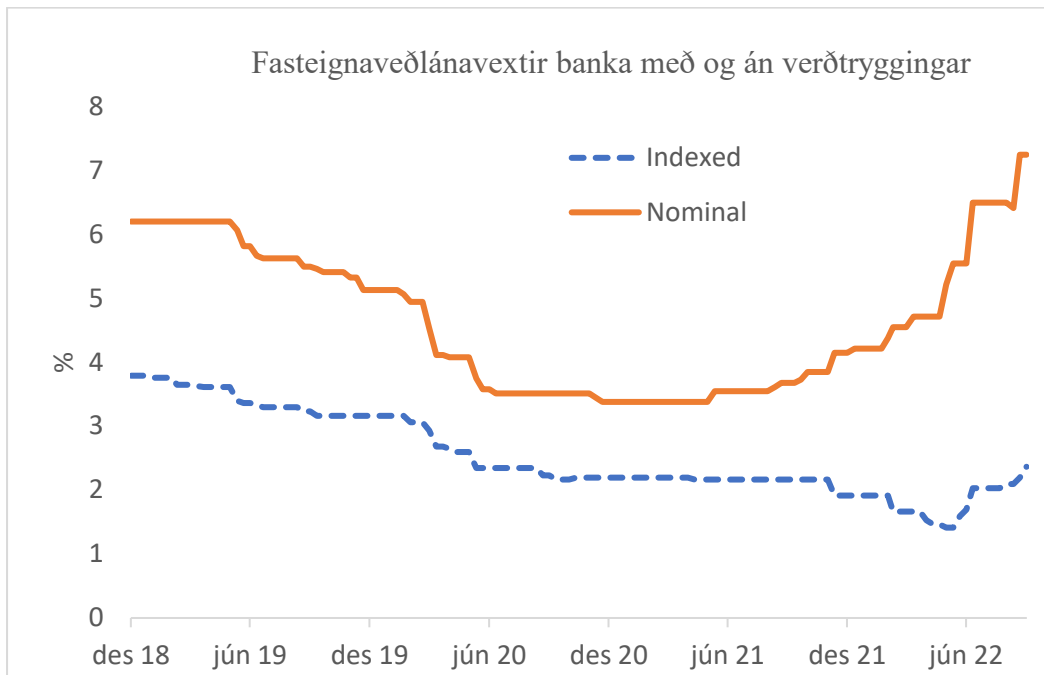
Mynd 4: Hvernig óverðtrygð fasteignaveðlán tóku stökk þegar vextir voru lækkaðir



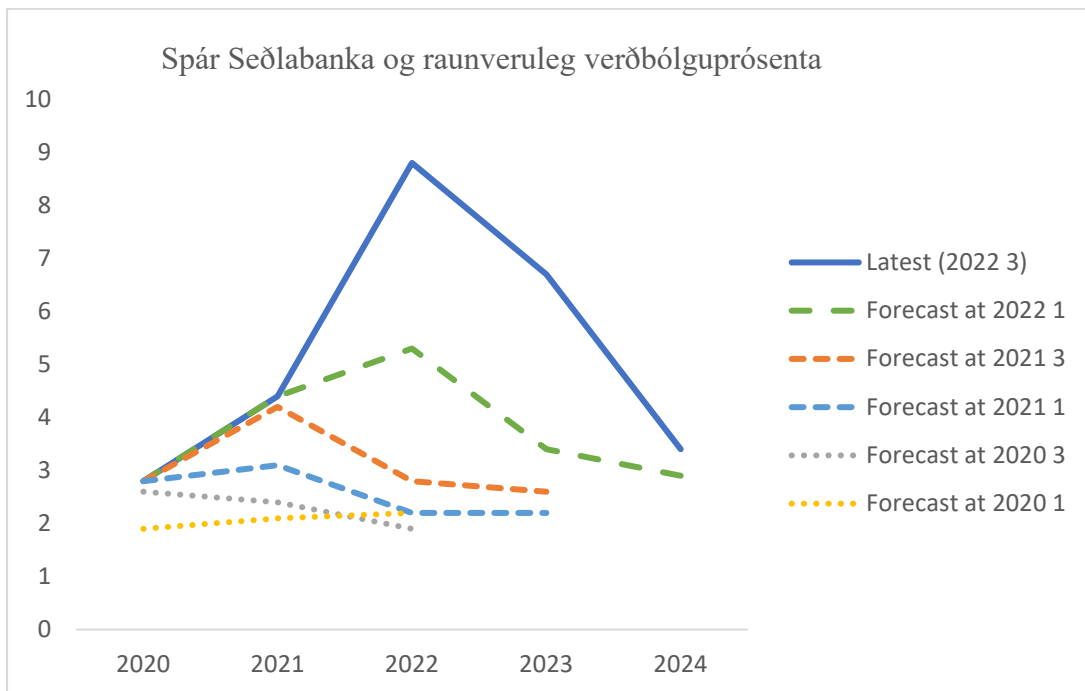
Mynd 5: Hvernig fasteignaveðlán í heild snarjukust þegar vextir voru lækkaðir



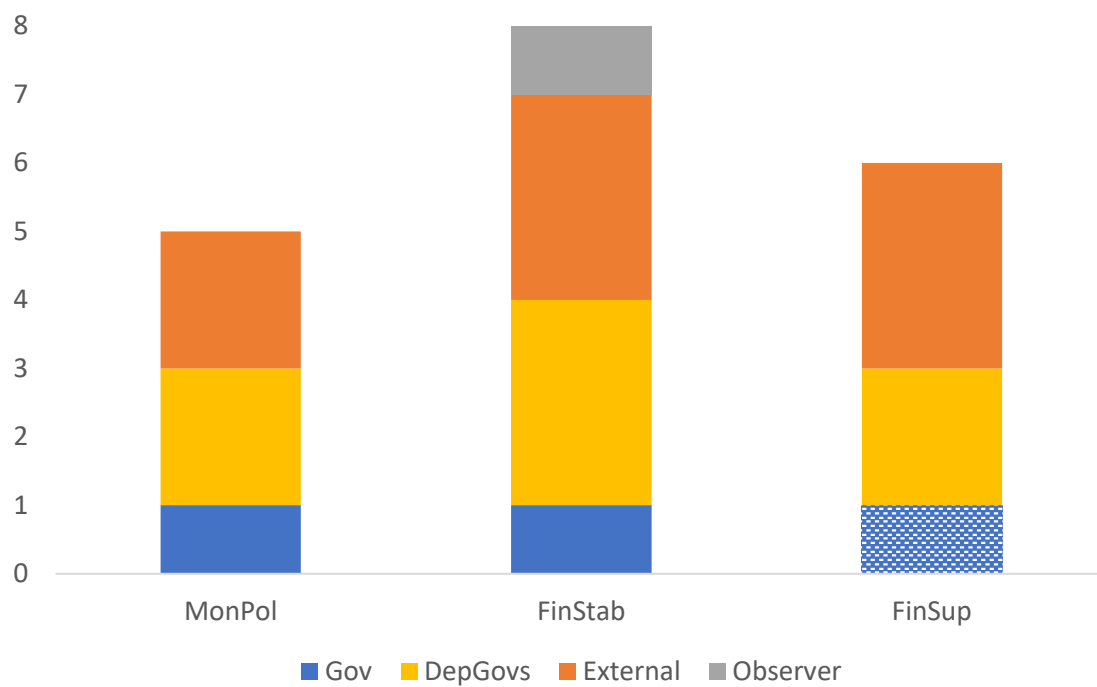
Mynd 6: Hversu verðtryggðir vextir breyttust mun minna en nafnvextir



Mynd 7: Endurtekin vonbrigði með verðbólguþspár



Mynd 8: Nefndarseta í ákvörðunarnefndum Seðlabanka



Viðauki 1: Viðmælendaskrá

Andri Fjeldsted
Arnaldur Sölvi Kristjánsson
Ásgeir Jónsson
Áslaug Árnadóttir
Ásta Þórarinsdóttir
Axel Hall
Benedikt Árnason
Bergsteinn Einarsson
Bjarni Benediktsson
Bjarni Þór Gíslason
Björk Sigurgísladóttir
Björn Rúnar Guðmundsson
Björn Rúnar
Bryndís Ásbjarnadóttir
Elisabet Þórey Þórisdóttir
Elmar Ásbjörnsson
Erna Björk Sverrisdóttir
Finnur Sveinbjörnsson
Guðmundur Árnason
Guðmundur Birgisson
Guðmundur Kr. Tómasson
Guðrún S. Gunnarsdóttir
Guðrún Þorleifsdóttir
Gunnar Jakobsson
Gylfi Magnússon
Gylfi Zoëga
Halldór Benjamín Þorbergsson
Harpa Jónsdóttir
Haukur Benediktsson
Herdís Steingrimsdóttir
Ingimundur Friðriksson
Íris Guðrún Ragnarsdóttir
Jón Guðni Ómarsson
Jón Sigurgeisson
Jón Þór Sturluson
Katrín Ólafsdóttir
Kristján Kristjánsson
Lilja D. Alfreðsdóttir
Logi Ragnarsson
Már Guðmundsson
Ólafur Sigurðsson
Páll Ásgeir Guðmundsson
Páll Friðriksson
Rannveig Júníusdóttir
Rannveig Sigurðardóttir

Rósa Björk Sveinsdóttir
Rúnar Guðmundsson
Rut Gunnarsdóttir
Sigríður Logadóttir
Stefanía Kolbrún Ásbjörnsdóttir
Sturla Pálsson
Þórunn Guðmundsdóttir
Tómas Brynjólfsson
Tryggvi Pálsson
Unnur Gunnarsdóttir
Úlfar Stefánsson
Þórarinn Pétursson

Viðauki 2: Erindisbréf

1. INNGANGUR

- 1.1. Í 36. gr. laga um Seðlabanka Íslands segir: „Á fimm ára fresti skal ráðherra fela þremur óháðum sérfræðingum á sviði peninga- og fjármálahagfræði og fjármálaeftirlits að gera úttekt um hvernig Seðlabanka Íslands hefur tekist að uppfylla markmið um stöðugt verðlag, fjármálastöðugleika og framkvæmd fjármálaeftirlits.“
- 1.2. Jafnframt skal í úttektinni litið til annarra þátta í starfsemi bankans, svo sem skipulags, verkaskiptingar og valdsviðs.
- 1.3. Starfshópurinn skal leitast við að veita allsherjarmat á frammistöðu Seðlabankans við að ná markmiðum sínum, þ.e. hvernig bankanum hefur tekist að ná markmiðum um verðstöðugleika, fjármálastöðugleika og heilbrigðilega og eðlilega fjármálastarfsemi, sbr. 2. gr. laganna.
- 1.4. Samkvæmt Bráðabirgðaákvæði VII í lögnum skal í fyrsta sinn gera slíka úttekt fyrir árslok 2022.

2. ÚTTEKTARLÝSING

Gert er ráð fyrir að hópurinn beini athygli sinni að eftirtöldum sviðum:

- 2.1. Beitingu þeirra peningastefnuúrræða sem nefnd eru í 10. gr. laganna til að verðstöðugleikamarkmiðinu verði náð.
- 2.2. Beitingu og notkun eftirtalinna þjóðhagsvarúðartækja:
 - a) Eiginfjáruka, sbr. 86. gr. laga nr. 162/2002 um fjármálafyrirtæki.
 - b) Reglur Seðlabanka um lausafjárstöðu og hreint hlutfall traustrar fjármögnunar á grundvelli 83. gr. sömu laga.
 - c) Ákvarðanir um lánshlutfall nýrra lána og hlutfall skuldgreiðslu og tekna (HSGT), sbr. lög nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda.
 - d) Reglur Seðlabanka um gjaldeyrisjöfnuð, nr. 784/2018.
 - e) Reglur Seðlabanka um afleiðuviðskipti þar sem íslensk króna er tilgreind í samningi gagnvart erlendum gjaldmiðli, nr. 765/2021.
- 2.3. Hópurinn getur einnig metið fyrri notkun á fjármagnsflæðivísi (CFM) og möguleika á framtíðarnotkun slíkra úrræða.
- 2.4. Framkvæmd fjármálaeftirlitsstarfs bankans í víðu samhengi og hversu eftirlitstillhögunin hentar.
- 2.5. Úthlutun á ábyrgð og úrræðum til hinna þriggja helstu stefnumótandi nefnda með tilliti til fyrirmyndarstarfshátta.
- 2.6. Skilvirkni ábyrgðarskiptingar á milli eftirlitsstarfa bankans og þeirra sem varða fjármálastöðugleika.
- 2.7. Mat á hvort önnur verkefni seðlabanka sem tilgreind eru í 2. gr., svo sem að varðveita gjaldeyrisforða og stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd, hafi verið framkvæmd með árangri og af varúð.
- 2.8. Mat á hvort núverandi skipulagsuppbygging bankans stuðli að skilvirku og heilbrigðu ákvarðanaferli.
- 2.9. Hvað það annað, sem hópurinn telur mikilvægt til að bankanum takist það sem honum er falið.