

## Framtíðin á íslenskum fjármálamarkaði

|  |    |
|--|----|
| Niðurstöður og tillögur.....   | 2  |
| Niðurstöður .....  | 2  |
| Tillögur.....  | 3  |
| Að nota efnahagsreikninginn eða markaðinn? .....                         | 6  |
| Ólíkar leiðir við miðlun fjármagns .....                                 | 6  |
| Áhersla á beina fjármálalega milligöngu .....                            | 7  |
| Nauðarval á milli samkeppni og stærðarhagkvæmni.....                     | 9  |
| Lágmarksfjöldi banka er þrír á Íslandi .....                             | 9  |
| Breiddarhagræði og pakkalausnir .....                                    | 11 |
| Um séríslenskar reglur.....  | 11 |
| Mikilvægi skuggabanka og fjárfestingarsjóða .....                        | 13 |
| Niðurstaða .....   | 15 |
| Fjölbreytni fjármálastofnana og almannavæðing fjármálaþjónustunnar ..... | 15 |
| Fjártækni – fjármálakerfi framtíðar .....                                | 15 |
| Samfélagsbankar .....  | 16 |
| Fjárfestingabankastarfsemi .....   | 19 |
| Niðurstaða .....   | 22 |
| Skattborgarar í skotlínunni.....   | 23 |
| Núverandi staða ríkisins á fjármálamarkaði .....                         | 23 |
| Ríkisábyrgðir .....  | 24 |
| Niðurstaða .....   | 26 |
| Markaðir í stað stofnana .....   | 26 |
| Áhætta frá stofnunum til markaða.....                                    | 26 |
| Vandamál íslensks hlutabréfamarkaðar .....                               | 28 |
| Hlutverk lífeyrissjóðanna.....   | 30 |
| Erlend fjármagnsviðskipti .....  | 32 |
| Niðurstaða .....   | 33 |

## Niðurstöður og tillögur

### Niðurstöður

Það er núna samfélagsleg krafa að takmarka áhættusækni banka og innlánastofnana. Þetta er að mörgu leyti eðlileg krafa. Bankar nota efnahagsreikninginn til þess að miðla fjármagni á grundvelli tengslamyndunar. Hins vegar er eigið fé fjármálastofnana yfirleitt lítið í samanburði við heildarefnahagsreikning og það fylgir því verulegur freistnivandi að sýsla með fjármuni annarra. Þá skapar tímamismunur eigna og skulda hjá fjármálastofnunum alltaf hættu á bankaáhlaupi eða lausafjárkrísum sem geta verið mjög kostnaðarsöm fyrir efnahagslífið. Þá fer greiðslumiðlunin að mestu leyti fram á skuldahlið – með færslu innistæða á milli reikninga – sem veldur því fall fjármálastofnana getur lamað efnahagslífið. Enda er það svo að stækkun efnahagsreiknings fjármálastofnanna um allan hinn vestræna heim á árunum 1998-2008 ásamt vaxandi skuldsetningu í efnahagslífinu leiddi til fjármálakreppu sem kunnugt er.

Það er samt staðreynd að allar nýjungar í framleiðslu krefjast þess að einhver setji fjármagn sitt í hættu með von um ábata en hafi jafnframt bæði augun opin varðandi tapshættu. Þessi áhættutaka þarf að eiga sér stað með milligöngu fjármálageirans og er forsenda fyrir framþróun. Þannig getur það aldrei verið viðmið reglugerðaryfirvalda að stöðva áhættutöku í fjármálakerfinu heldur aðeins tryggja að áhættan liggja í réttum farvegi. Það á bæði við út frá sjónarmiðum neytendaverndar og jafnframt út frá heildarhagsmunum þjóðfélagsins.

Í hinum vestræna heimi hefur hin nauðsynlega áhættutaka verið að færast til fjármálamarkaða og beinnar fjármálalegrar milligöngu, þar sem fjáreigendur og fjárþiggjendur standa andspænis hvorum öðrum og eiga bein viðskipti án þess að þriðji aðili verði fyrir áhrifum. Á fjármálamörkuðum eru það samningsskilmálar og dómstólar er skapa grundvöll fyrir því að fjármagn skipti um hendur. Þörf er á sömu áherslu hérlendis. Virkir fjármálamarkaðir eru ein helsta leiðin til þess að lágmarka samfélagslega áhættu af fjármálalegri milligöngu sem og auka samkeppni á fjármagnsmarkaði þar sem 3 stórir bankar sinna efnahagsreikningsbundinni miðlun fjármagns.

Áherslan hlýtur jafnframt að færast á eiginfjár-miðlun (equity investments) sem hinn rétta farveg fyrir áhættutöku þar sem engin höfuðstólstrygging er fyrir hendi. Eðli málsins samkvæmt hlýtur hlutverk eiginfjármögnunar að felast í því að vera áhættuþúði (risk absorber) í fyrirtækjarekstri. Og aukin heldur er það krafa nýrra tíma að fyrirtæki nýti eiginfjármögnun í stað skuldafjármögnunar í auknum mæli. Á Íslandi er nú helst skortur á eiginfjármagni en ekki lánsfjármögnun.

Á árunum 1998-2008 var nánast lítið á banka sem gullgæsir en eftir fjármálakrísuna hefur pendúllinn sveiflast í hina áttina. Nú er gjarnan talað um þá sem vandræðagripa, sem nauðsyn beri að hefta eða binda við bás. Þá hafa ýmsir glöggir menn teiknað upp leiðir til þess að breyta og bæta fjármálaþjónustu með ýmsum tilskipunum og patent tillögum. Í þessu sambandi er hins vegar mikilvægt að gera sér grein fyrir því að fjármálaþjónustu er eins og aðrar starfsgreinar að því leyti að þróun hennar eru að miklu leyti rekin áfram af tæknibreytingum, alþjóðavæðingu viðskipta og almennri þróun efnahagslífs og þjóðfélags. Mætti því margur tileinka sér meiri hógværð þegar fjallað er um framtíð fjármálaþjónustu þar sem enginn getur séð fyrir hvert þessir þættir munu raunverulega leiða á næstu árum.

Íslenska ríkið er nú umfangsmikið á fjármálamarkaði þar sem það er nú eigandi að Landsbanka og Íslandsbanka. Í ríkisreikningi er þess eign færð á 80% bókfærðu verði – sem eru um 330 milljarðar. Þessu til viðbótar rekur ríkisvaldið þrjá lánasjóði – það er Íbúðalánasjóð, Lánasjóð Íslenskra námsmanna og Byggðastofnun. Alls eru um 120 milljarðar bókfærðir sem eigið fé hjá þessum þremur sjóðum. Það skiptir þó meira máli að fjármögnun þessara þriggja sjóða hefur verið með ríkisábyrgð sem nemur alls

857 milljörðum króna – hér vegur Íbúðalánasjóður þyngst með 785 milljarða ábyrgð. Ef þetta er allt tekið saman – og áfram miðað við bókfært virði – er ríkið alls með 2.186 milljarða í húfi í lánastarfsemi hérlandis.

Það verður að teljast óverjandi áhætta að íslenska ríkið sé með svo mikið fé bundið í útlánastarfsemi. Með því eru skattgreiðendur að manna fremstu víglínu þegar kemur að útlánatöpum. Það ætti þannig að vera forgangsmál stjórnvalda að minnka þessa áhættu með öllum ráðum og dáð. Ef þessum peningum verður einhvern veginn beitt til þess að niðurgreiða fjármálaþjónustu á samkeppnismarkaði, er það ekki aðeins brot á samkeppnislögum heldur einnig óábyrg notkun á almannafé. Ofangreindir 330 milljarðar í Íslandsbanka og Landsbanka væri betur varið í raunverulega samfélagslega innviði – skóla, sjúkrahús, vegi og fleira. Ef þessum peningum verður einhvern veginn beitt til þess að niðurgreiða fjármálaþjónustu á samkeppnismarkaði, er það ekki aðeins brot á samkeppnislögum heldur einnig óábyrg notkun á almannafé.

Bankar og fjármálafyrirtæki eru í eðli sínu milliliðir, stofnanir sem miðla fjármagni á milli aðila í efnahagslífinu og eiga tiltölulega lága hlutdeild í tekjum af þeim stóru fjárhæðum sem þær færa á milli. Af sjálfu leiðir að ef kvaðir og gjöld eru lögð á milliliðastarfsemi eykst kostnaður hjá þeim sem nýta sér þjónustuna – milliliðurinn hlýtur að velta auknum kostnaði áfram á viðskiptavinum sína. Ýmsar séríslenskar reglur, kvaðir og skattar sem lagðar hafa verið á bankanna eftir hrun hafa aukið kostnað verulega við fjármálalega milligöngu í gegnum efnahagsreikning bankastofnana og koma m.a. annars fram í mjög háum vaxtamun á milli innlána og útlána. Að lokum eru það alltaf viðskiptavinir bankanna sem þurfa að borga brúsann.

## Tillögur

Eftirfarandi 7 tillögur miða að því að efla virkni fjármálamarkaða á Íslandi með því að fjölga virkum markaðsaðilum á íslenskum fjármálamarkaði.

### **Markmið: Fjölga virkum og sjálfstæðum fjárfestingarsjóðum á íslenskum fjármálamarkaði.**

Virkir fjármálamarkaðir byggja á því að fjölbreyttur hópur markaðsaðila eigi skoðanaskipti með kaupum og sölum á fjármálaeignum. Mikilvægasti hópur markaðsaðila í þessu samhengi eru fjárfestingarsjóðir með mismunandi fjárfestingarstefnu. Slíkir sjóðir safna annars vegar saman fjármagni úr mörgum ólíkum áttum og hins vegar safna þeir þekkingu með því að ráða til sín teymi af sérhæfðu kunnáttufólki til þess að stýra þessu sama fjármagni. Slíka fjárfestingarsjóði vantar á íslenska markaðinn til þess að tryggja virkni fjármálamarkaðarins með upplýstum viðskiptum.

### **Leiðir**

1. **Auka frelsi einstaklinga við ávöxtun viðbótarlífeyrissparnaðar.** Viðbótarlífeyrissparnaður, eða hin sk. þriðja stoð í lífeyrismálum, er nú á forræði lífeyrissjóðanna. Ein leið til þess að fjölga markaðsaðilum væri sú að gefa öðrum aðilum – þ.e. viðurkenndum fjárfestingarsjóðum – færi á því að taka að sér ávöxtun séreignasparnaðar.
2. **Fjárfestingum lífeyrissjóðanna komið í faðmlengdarfjarlægð.** Fyrir árið 2008 voru flestir lífeyrissjóðir með þá stefnu að vera hlutlausir fjárfestar eða þöglir félagar (silent partners). Nú

hafa áherslur sjóðanna breyst. Þeir eru virkari hluthafar og raða sér t.d. upp sem stærstu hluthafar skráðra fyrirtækja með samanlagðan 40-50% heildarhlut. Það er að mörgu leyti óheppilegt að svo fámennur og einsleitur hópur fjárfesta sé ráðandi á íslenskum fjármálamarkaði. Jafnframt er ljóst að skylduiðgjöld til lífeyrissjóðanna hafa ruðningsáhrif í för með sér fyrir annan frjálsan sparnað í landinu. Af þeim sökum væri heppilegra frá sjónarhóli samkeppni, mögulegra hagsmunaárekstra og virkra skoðanaskipta á markaði að lífeyrissjóðir settu að setja fjárfestingarverkefni sín í sérstaka sjóði með skýrt stjórnunarlegt sjálfstæði og faðmlengdarfjarlægð (e. arms-length distance) frá bæði stjórn og framkvæmdarstjórn viðkomandi lífeyrissjóðs.

3. **Skýr aðskilnaður á milli eignastýringar og reksturs bankastofnana.** Bankarnir þrír reka nú umfangsmikla eignastýringu sem er byggð upp með ýmsum fjárfestingarsjóðum. Eðli málsins samkvæmt, ættu þessir sjóðir að vera samkeppnisaðilar eiganda sinna við fjármögnun ýmissa verkefna. Af þeim sökum ætti að íhuga vandalega stjórnunarlegan aðskilnað fjárfestingarsjóða í eignastýringum bankann þriggja frá öðrum sviðum bankans.

### **Markmið: Nýta erlenda fjárfesta til þess að skapa samkeppni og fjölbreytni á fjármálamarkaði.**

Ísland þarf á erlendum fjárfestum að halda – ekki vegna þess að það „vanti pening í landinu“ heldur til þess að tryggja samkeppni og fjölbreytni á fjármagnsmarkaði. Og þá jafnframt að varpa eitthvað af séríslenskri áhættu yfir á erlendra aðila. Það er jafnframt heppilegra að hið erlenda fjármagn renni inn í íslenskt efnahagslíf í gegnum fjármálamarkaðinn fremur en efnahagsreikninga fjármálastofnana. Og þá sem bein fjármögnun fyrirtækja – hvort sem miðað er við kaup á skuldabréfum þeirra eða hlutafé.

### **Leiðir**

4. **Leyfa frjálsa för erlendra langtímafjárfesta inn á íslenska fjármálamarkaðinn, án bindiskyldu.** Fjármagnshöft mismuna fjárfestum eftir lögheimili, hefta samkeppni og hafa þannig töluverð neikvæð velferðaráhrif. Það má með sanni segja að erlent fjármagn geti valdið óstöðugleika á fjármálamarkaði, s.s. á gjaldeyrismarkaði, sem síðan getur smitast yfir í efnahagslífið. Hins vegar í stað fjármagnshafta er mun heppilegra að beita þjóðhagsvarúðartækjum af ýmsum toga til að hafa hemil á skuldsetningu og uppsöfnun áhættu í fjármálakerfinu, sem síðan gæti ógnað fjármálastöðugleika. Þjóðhagsvarúðartækin hafa aukinheldur þann kost að þau mismuna ekki fjárfestum eftir búsetu og líta til áhrifa erlends fjármagns á hagkerfið í víðu samhengi.

### **Markmið: Auka frelsi til athafna til þess að auka veltu og seljanleika á fjármálamarkaði.**

Seljanleiki (liquidity) felst í því að alltaf séu einhverjir mótaðilar fyrir hendi þegar viðskiptabörf kallar eftir – jafnvel þegar slæmar fréttir eða áföll valda sölubrýstingi í eina átt. Hugtakið felur það jafnframt í sér að tiltölulega lítil viðskipti innan dags – eða tiltölulega skamms tímaramma – geti ekki valdið miklum verðhreyfingum. Ljóst er að seljanleika hefur verulega hrakað á íslenskum fjármálamarkaði eftir hrun. Það stafar annars vegar af því að mun færri og einsleitari markaðsaðilar eru nú til staðar en áður og hins vegar af því að markaðsvakt (market making) og stöðutaka veltubóka bankanna þriggja er fremur máttvana. Í stað þess að líta á flökt sem högnunartækifæri sitja markaðsvaktirnar hjá. Seljanleiki

er þeim mun stöðugri eftir því sem viðskiptaaðilar eru fjölbreyttari hópur með mismunandi fjárfestingastefnu, fjármögnun, áhættustýringu eða væntingamyndun að baki kaupunum.

#### Leiðir:

5. **Efla viðskiptavakt bankanna þriggja með auknum heimildum fyrir stöðutökur.** Gríðarlegar eiginfjárkröfur eru nú gerðar til bankanna þriggja. Þetta mikla eigið fé ætti að gefa veltubókum þeirra svigrúm til þess að skapa seljanleika á íslenskum fjármálamarkaði með öflugri markaðsvakt er dregur úr flökti og skapar aukinn skammtímastöðugleika. Hægt er flokka aukin seljanleika sem almannagæði er stuðlar að lægri áhættu á fjármagnsmarkaði og minnkar þá bjögun eð óvissa um mótaaðila í framtíðarviðskiptum gæti mögulega haft.
6. **Gefa fjárfestingarsjóðum almennt aukið frelsi til stöðutöku, s.s. með því að taka skortstöður.** Markaðsviðskipti eru í eðli sínu skoðanaskipti. Og hér sem endranær, er skoðanafrelsi forsenda fyrir því að umræðan sé lífleg. Ýmis höft er enn til staðar á afleiðuviðskiptum á íslenska fjármálamarkaðinum, svo sem hvað varðar skortstöður, sem erfitt er að rökstyðja. Það er lykilatriði til framtíðar að fjármálamarkaðurinn .

#### Markmið: Auka þátttöku almennings á fjármálamarkaði.

Ein afleiðing hins mikla fjármálaáfalls árið 2008 er að íslenskur almenningur glataði trausti á íslenskum mörkuðum og stofnunum, s.s. hlutabréfamarkaðinum og krónunni, og jafnvel hagkerfinu í heild sinni. Það hefur meðal annars orðið til þess að almennir fjárfestar hafa tekið tiltölulega lítinn þátt í fjármálamarkaðinum á síðari árum. Það er í sjálfu sér ekki heppilegt að „venjulegt fólk“ eða litlir fjárfestar séu að taka mikla fjárhagslega áhættu með stöðutökum á fjármálamarkaði. Aftur á móti. Hið upprunalega heiti yfir fyrirtæki á hlutabréfamarkaði var einmitt *almenningshlutafélög*. Enginn hlutabréfamarkaður stendur undir nafni nema að almenningur eigi þar aðkomu – og hann sé aðeins vettvangur fyrir sem flesta hópa en ekki aðeins stofnanafjórfa eða einhverja fjármálaelítu. Á sínum tíma þegar hlutabréfamarkaðurinn var byggður upp á tíunda áratug tuttugustu aldar var almenningur hvattur til hlutabréfakaupa með skattahvötum. Það má því vel velta þeirri hugmynd að endurtaka leikinn og hvetja þannig fleiri aðila til að taka þátt í markaðinum.

#### Leiðir

7. **Gefa skattalega hvata til almennings til þess að kaupa hlutabréf.** Þar sem skattaskil eru að mestu leyti orðin rafræn – öfugt við það sem var á tíunda áratug tuttugustu aldar – eru ýmsir möguleikar til þess að útfæra þessa hvata. En þeir myndu miðast við að fólk yrði langtímafjórfa í ákveðnum sjóðum eða einstökum félögum.

Að nota efnahagsreikninginn eða markaðinn?

## Ólíkar leiðir við miðlun fjármagns

Grunnurinn að nútíma hagvexti byggir á iðnvæðingu, eða kannski öllu heldur vélvæðingu framleiðslunnar, og uppsöfnun fjármagns. Slíkt er aðeins mögulegt með því „að koma sparnaði í vinnu“, eða færa fjármagn frá þeim sem vilja spara til framtíðar og til þeirra sem framleiða eitthvað í dag. Af þeim sökum er milliganga fjármagns lyklatriði fyrir hagsæld og velmegun – bæði hvað varðar lánsfjármagn og eigið fé. Það er reyndar svo að ef allar fjármálaeignir og skuldir einkaaðila héraendis eru lagðar saman, þá er summan 0. Skuld eins er eign einhvers annars.

Miðlun lánsfjármagns snýst um mat á áhættu. Lánveitingar eru – eðli málsins samkvæmt – aðeins leiga á fjármagn með ákvæðum um vexti og afborganir. Þó svo skilmálar lánsins geti sett einhverjar skorður á hegðun lántakans til góðs eða illis – svo sem um veð og tryggingar – þá er ráðstöfun fjármagnsins á ábyrgð þess sem tekur lánið. Miðlun eiginfjármagns felur hins vegar í sér mun meiri vanda. Með kaupum á hlutfé er fjárfestir að eignast hlut í framtíðarhagnaði fyrirtækis og verður afgangskröfuhafi (e. residual claimant). Þeirri kröfu fylgir einnig vald og ábyrgð á stjórnun fyrirtækisins sem felur í sér beina íhlutun um það hvernig fjármagninu er ráðstafað. Af þeim sökum er ekki hægt að nýta sömu farvegi fyrir miðlun lánsfjármagns og eiginfjármagns.

Þegar talað er um milligöngu fjármagns verður fólki gjarnan hugsað til banka eða innlánastofnana og er helst litið til þess að hlutverk þeirra sé að koma sparnaði í vinnu og lána fjármagn út til arðbærra verkefna. Þetta er þó alls ekki það sem gerir banka einstaka – því ýmsar aðrar leiðir eru til þess að koma sparnaði í vinnu án þess að bankar komi þar að. Það er hvort tveggja að ýmsar aðrar stofnanir en bankar geta sinnt fjármálagri milligöngu – eru slíkar stofnanir gjarnan kallaðar skuggabankar (shadow banks). Þá jafnframt geta fjármagnseigendur og fjármagnssækjendur átt í beinum samskiptum sín í milli á markaði – sem gjarnan er vísað til sem beinnar fjármálagreiddingarmilligöngu. Það sem gerir banka einstaka er skuldahlíð þeirra – innlánin sem skipta álíka miklu máli fyrir efnahagslífið og útlán.

Raunar er það svo að það liggur ekki liggur skýrt fyrir hvað séu aðföng (input) eða afurð (output) hjá innlánastofnunum: Þær taka að sér að tryggja lausafjárstöðu einstaklinga með svipuðum hætti og tryggingafélög tryggja fólk fyrir óhöppum. Það felur í sér að fólk getur komið fjármunum sínum í örugga geymslu en samt sem áður haft óheftan aðgang að þeim hvenær sem er. Jafnframt reka viðskiptabankar greiðslukerfi hagkerfisins sem gerir almenningi og fyrirtækjum kleift að reka viðskipti heima eða erlendis með því að færa innlán á milli bankareikninga. Innlán henta vel fyrir greiðslumiðlun vegna þess að þau eru höfuðstólstryggð af ríkinu – svipað og venjulegir peningaseðlar. Þá henta efnahagsreikningar banka vel til þess að netta út færslur á milli ólíkra aðila – þannig að eigendaskipti verði á innistæðum án þess að það breyti neinu um skuldastöðu bankans. Fyrir þessa þjónustu er almenningur tilbúinn að leggja peninga inn í viðskiptabanka á lágum og jafnvel engum vöxtum en með því skilyrði að innstæðan sé ávallt laus til útborgunar. Bankinn hins vegar lánar þetta fjármagn út til langs tíma.

Það felst þó ákveðin þverstæða í lausafjártryggingunni þar sem bankinn hefur gefið viðskiptavinum sínum loforð um að innstæður þeirra séu ávallt lausar til útgreiðslu þrátt fyrir að þær séu raunverulega bundnar í langtímaeignum sem ekki er hægt að selja nema e.t.v. með miklum afföllum. Þessi þverstæða er samt sem áður undirstaða kapítalismans og skapar forsendur fyrir því að hægt sé að fjármagna fjármagnsfreka framleiðslu til langs tíma. Flest framleiðslutæki og vélar hafa langan endingartíma og er ætlað að skila framleiðslu og tekjum um eitthvert árábil. Af þeim sökum vilja fyrirtæki yfirleitt hafa

fjármögnun þessara framleiðslufjármuna með tímalengd sem nokkurn veginn stenst á við líftíma téðra tækja. Í rauninni á sama við um húsnæðilán til heimila. Flestir ætla sér að búa um eitthvert árabíl í því húsnæði sem þeir kaupa sér og vilja skipta greiðslum á láninu niður á þann tíma, og ennfremur að greiðsluferill lánanna falli nokkurn veginn saman við tekjuferilinn yfir ævina. Hins vegar vilja fáir venjulegir fjárfestar binda sparnað sinn í svo langan tíma en þeir eru tilbúnir að leggja hann inn sem innlán til skamms tíma.

Án innlánastofnana væri því ekki hægt að fjármagna nema hluta af nauðsynlegri fjárfestingu í efnahagslífinu þar sem það væri ekki mögulegt að umbreyta stórum hluta sparnaði fólks í framleiðslufjármuni. Hins vegar stafar mikill veikleiki af þessum mikla tímamismun sem er staðar á eigna og skuldahlið. Þegar kemur að endurgreiðslu innlána gildir fyrstur kemur, fyrstur fær. Enginn banki getur í raun staðið skil á nema litlum hluta af innlánnum sínum sé eftir þeim kallað. Þannig eru bankar ávallt viðkvæmir fyrir skorti á trúnaðartrausti og áhlaupum. Einhvern hluta af seljanleika einstakra innlánsstofnana er hægt að tryggja á millibankamarkaði með lausafjárfærslum milli bankanna sjálfra en þegar á hólminn er komið er það aðeins seðlabanki sem getur veitt slíka þjónustu sem lánveitandi til þrautarvara.<sup>1</sup>

Bankar nota efnahagsreikninginn til þess að miðla fjármagni. Eins og áður segir eru til fleiri milligönguleiðir á milli sparifjáreiganda og fjárfiggjenda en fjármálastofnanir. Milligangan getur líka átt sér stað á markaði í beinum viðskiptum á milli kaupenda og seljenda. Það sem skilur á milli er að bankar nota efnahagsreikninginn til þess að miðla fjármagni á grundvelli tengslamyndunar. Á fjármálamörkuðum eru það samningsskilmálar og dómstólar er skapa grundvöll fyrir því að fjármagn skipti um hendur.

## Áhersla á beina fjármálalega milligöngu

Öll þróuð lönd notast bæði við fjármálalega milligöngu í gegnum efnahagsreikning fjármálastofnana sem og beina milligöngu á markaði. Hlutur hvors um sig er þó mismunandi. Oft er talað um Bandaríkin og Evrópu sem andstæða póla í þessu sambandi. Í Bandaríkjunum sjá bankar aðeins um 20% af heildarfjármögnun einkageirans þar vestra (reiknað sem heildarútlán bankakerfisins til einkaaðila á móti heildarútgáfa verðbréfa + bankaútlánnum til einkaaðila). Í Þýskalandi er sambærilegt hlutfall um 60%. Hægt er síðan að finna önnur lönd líkt og Írland og Austurríki þar sem hlutfallið er um 70-80%. Á Íslandi er þetta hlutfall nú á bilinu 40-45% eftir því hvort lánveitingar lífeyrissjóðina eru reiknaðar með sem lán til einkaaðila.

Það er almenn regla að til mismunandi stofnanalausnir á sömu vandamáli. Sú lausn sem hefur orðið fyrir valinu hjá hverju landi á sér yfirleitt eitthvert upphaf og sögu. Fjármálakerfi hvers lands hefur þróast yfir tíma í samræmi við löggjöf og efnahagslíf – og hefur gjarnan verið hert í eldi fjármálaáfalla. Þungt vægi beinnar fjármálalegrar milligöngu í Bandaríkjunum er til að mynda arfleifð Kreppunnar miklu sem rak um þriðjung af bönkum þarlendis í gjaldprot og varð síðan kveikjan að hinum sk. Glass-Steagall lögum frá 1933 um aðskilnað viðskiptabanka- og fjárfestingarbankaþjónustu samhliða því að innistæður voru ríkistryggðar. Næstu 60 ár eða svo voru þessar tvær tegundir bankaþjónustu reknar í tveimur hólfum með tvo ólíka reglugerðaraðila. Það leiddi til þess að viðskiptabankar þar vestra voru háðir mjög ströngum kvöðum en fjárfestingarbankar léku lausum hala. Það hefur þá jafnframt leitt til

---

<sup>1</sup> Douglas W. Diamond og Philip H. Dybvig (1983) Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. The Journal of Political Economy, Vol. 91, No. 3. (Jun., 1983), pp. 401-419.

Þess að fjármálamarkaðir þar vestra eru mjög virkir – og fyrirtæki sækja fjármögnun gjarnan beint til fjárfesta á markaði.

Þá skiptir það einnig máli hvernig veitingu húsnæðislána er háttað – þ.e. hvort bankar sjái um að fjármagna húsnæðis kaup heimila eða aðrir aðilar. Í þessu efni var Kreppan mikla áhrifavaldur í Bandaríkjunum. Árið 1933 voru 25% af öllum húsnæðislánnum þar vestra í vanskilum sem síðan varð til þess að ríkisstjórn stofnaði sérstakan húsnæðislánasjóð, er hefur síðan gengið undir nafninu Fannie Mae, er hafði það hlutverk að vefja húsnæðislánnum saman í skuldabréf er síðan voru gefin út á markaði. Hefur það jafnframt leitt til þess að bandarískir bankar hafa haft minna vægi við fjármögnun einstaklingslána en þekkist víða í Evrópu. Loks, er það staðreynd að lönd sem búa við engilsaxneska lagahefð (English Common Law) eru líklegri til þess að nýta sér fjármálamarkaði en lönd sem búa við lögbók Napóleons líkt og lönd á meginlandi Evrópu.<sup>2</sup>

Burtséð frá þessum sögulegu þáttum má samt sem áður greina það mynstur að bankar skipti hlutfallslega meira máli fyrir fjármögnun einkageirans fyrir fátækari lönd og vægi þeirri minnki eftir því sem þau þróast áfram. Til að mynda er vægi bankafjármögnunar yfirleitt mjög hátt hjá nýmarkaðslöndum þar sem fjármálainnviðir eru veikari, réttarkerfi hnökrótt og eignaréttur þar af leiðandi ekki eins tryggur. Þessi áhersla á bankafjármögnun kann þó einnig að skýrast því að atvinnugeirar með áþreifanlega framleiðslufjármuni (e. tangible capital) líkt og landbúnaður eða iðnaður hafa yfirleitt meira vægi hjá minna þróuðum ríkum, en þessar greinar eiga tiltölulega auðvelt með að leggja fram veð fyrir bankalánnum. Hins vegar er vægi greina er nýta mannauð eða aðra óáþreifanlega framleiðslufjármuni mun hærra hjá ríkari og þróaðri löndum, og þessar greinar hljóta að reiða sig meira á markaðsfjármögnun. Þá skiptir stærð fyrirtækja einnig máli en smærri fyrirtæki – sem t.d. hafa ekki skráð lánshæfi – eru yfirleitt háðari bankafjármögnun en hin stærri.<sup>3</sup>

Stóra myndin er samt sú að vægi beinnar fjármálalegrar milligöngu hefur verið að aukast síðari árum í hinum vestræna heim eftir fjármálakreppuna 2008 – en sérstaklega þó í Evrópu. Þessi þróun kann að vera hluti af eðlilegri framþróun í efnahagslífi þessara landa sem kalla á fjármálamarkaði fremur en banka til fjármögnunar – líkt og farið er hér að ofan. Ef til vill má einnig orða það svo að mikil offramleiðsla hafi verið á bankaþjónustu árunum fyrir fjármálabóluna sem hafi m.a. komið fram með of mikill stækkun á efnahagsreikningum fjármálastofnana sem nú er verið vinda ofan af. Það hefur gerst með sameiningum fjármálastofnana og hagræðingu í kjölfarið. Að einhverju leyti hefur þessi þróun verið þvinguð í kjölfar þess að bankar hafa ekki lengur kost á jafn hagstæðri skuldabréfafjármögnun og áður, en þurfa þess í stað að reiða sig í muni meiri mæli á innlán. Þá hefur stífara regluverk – svo sem auknar eigin- og lausafjárkvaðir – aukið kostnaðinn verulega við að nota efnahagsreikninginn við fjármálalega milligöngu. Allt hefur þetta orðið til þess að samkeppnistaða beinnar fjármálalegrar milligöngu hefur batnað verulega.<sup>4</sup>

Sögulega séð hefur vægi banka við fjármálalega milligöngu hérlendis verið þungt – sérstaklega hvað varðar fjármögnun fyrirtækja. Það kann einfaldlega að skýrast af smæð markaðarins hérlendis – sem kemur bæði fram með smáum fyrirtækjum sem og fáum mögulegum markaðsaðilum. Það er raunar ekki fyrir en eftir 1990 að hægt er að tala um raunverulegan fjármagnsmarkað hérlendis. Með sama hætti er flest fyrirtæki hér lítil og hafa ekki opinbert lánshæfi. Hins vegar jókst vægi beinnar

<sup>2</sup> La Porta, R, F López-de-Silanes og A Shleifer (1998): "Law and finance", Journal of Political Economy, vol 106, no 6, pp 1113-55.

<sup>3</sup> Sjá til að mynda umfjöllun hjá Leonardo Gambacorta, Jing Yang og Kostas Tsatsaronis, (2014), "Financial structure and growth", BIS Quarterly Review, March, 21-35.

<sup>4</sup> Structural changes in banking after the crisis. (2018) Committee on the Global Financial System CGFS Papers, No 60, janúar 2018



fjármálagreppar milligöngu verulega hérlendis með stofnun  b dal nasj  s árið 1999 og útgáfu sjóðsins   skuldabrefum.   svipu m tíma t k hlutabrefamarkauurinn flugið. Margt hefur gengið   síðan – sem kunnugt er og  parfi er   fjölyrða um hér. Það er  o mikilvæg lex a frá hruni og endurreisn – og öllu því –   það er aldrei sjálfgefið   virkur fj rm lamarkauur sé til staðar hérlendis. Hins vegar skiptir virkur fj rm lamarkauur ákaflega m li fyrir samkeppni og fjármálalega milligöngu hérlendis og því samhengi skiptir   koma íslenskra lífeyrissjóða og erlendra fjárfesta gríðarlega miklu máli – en það eru tvær stærstu fj rmagnsuppsprettur markauarins.

Helftin af nýjum sparnaði hérlendis myndast með skyldubundnum l feyrisi gj ldum sem renna inn   lífeyrissjóðina og s  staðreynd hlýtur   setja ákveðnar kröfur   hendur þeim sjóðum sem varðveita f  . Þeir verða   tryggja nauðsynlega fjármálalega milligöngu frá þeim sem spara (heimili) og til þeirra sem fjárfesta (fyrirtæki). S  fjárfestingarstefna sem byggist  eins   því   kaupa r kisskuldabref eða lána heimilum fyrir húsnæði setur íslenskt atvinnulíf   fj rsveldi – nema því  eins   erlendur sparnaður s  fluttur inn   landið   móti. Lífeyrissjóðirnir verða því   taka þátt   fj rm lamarkauinum – meðal annars til þess   tryggja veltu og eðlilega verðmyndun – og jafnframt því leggja fram fjármagn til fyrirt kjarekstrar   landinu. Og það skiptir miklu máli hvernig það er gert.

Opin og frjáls fjármagnsviðskipti við útlönd eru einnig gríðarlegt hagsmunamál fyrir bæði heimili og fyrirtæki   landinu. Fjármagnshöft eru   raun vi skiptabann   útlendinga eru sérstaklega sk   fyrir smærri markaui þar sem þau mismuna fjárfestum eftir þjóðerni og leiða þannig til minni veltu og einsleitari markau a ila. Það veldur síðan hn kr ttri verðmyndun, og skapar fákeppni   fj rmagnsmarkaui þar sem innlendar fjármálastofnanir sitja einar   markauinum. Afleiðingin verður hærra vaxtaálag (e. credit spread).   hinum  unna og smáa íslenska fj rmagnsmarkaui verður   taka samkeppnismál alvarlega þar sem  rir viðskiptabankar og nokkrir stórir lífeyrissjóðir bera  gishj lm yfir verðmyndun.

Hægt er   sj  fyrir sér fjögur meginstef fyrir fjármálakerfi framtíðar sem hér verða dregin upp. Þau eru:

- A) Hagræðing – st r arhagkv emni – samkeppni
- B) Fjölbreytni – almannavæðing fjármálaþjónustunnar
- C) Samf lags h etta fjármálastofnana –  byrg  skattborgara
- D) Bein fjármálaleg milligöngu – markauir fremur en stofnanir

Verður n  vikið   þessum 4 stefjum h r   neðan.

## Nau arval   milli samkeppni og st r arhagkv emni

### Lágmarksfjöldi banka er þrír   Íslandi

Ísland er lítill markauur. Það veldur því     hverri atvinnugrein togast   sjónarmið um st r arhagkv emni annars vegar og samkeppni hins vegar. St r arhagkv emni snýst um nýtingu framlei slufj rmuna –   fastur kostnaður deilist   fleiri einingar til þess   lækka meðalkostnað. Eftir því sem framlei slueiningarnar stækka og markau shlutdeildin vex –  eim mun hagkv emar og  d rar er hægt   framleiða vörur eða framrei a þjónustu. En færri framleiðendur skapa fákeppni og einokun sem leiðir til hærra verðs fyrir neytendur. Það gerist bæði vegna þess   f keppnissta a gefur fyrirtækjum færi   því   selja vörur sínar   hærra verði og við verri þjónustu – en einnig getur skortur samkeppni leitt til v ruk r ar og leti   fyrirtækjarekstri sem er  vinur allra nýjunga og framfara.  

hinn bóginn, eftir því sem fleiri fyrirtæki sjá um framleiðsluna og markaðshlutdeild hvers þeirra minnkar – þeim mun meiri samkeppni er til staðar með öllum þeim jákvæðu áhrifum sem hún skapar. Niðurstaðan í þessari togsstreitu á milli samkeppni og stærðarhagkvæmni er yfirleitt sú hin sama héraðendis að 3-4 fyrirtæki eru ráðandi í hverri atvinnugrein. Sama á við íslenskar fjármálastofnanir. Þrjú bankar hafa verið ráðandi á íslenskum fjármálamarkaði frá 1930 – og hér gildir hið fornkvæða *að allt er þegar brennt er*.

Þrjú hlýtur eiginlega að teljast *lágmarkstala* frá samkeppnissjónarmiðum þegar kemur að bönkum eða burðugum innlánastofnunum á Íslandi héraðendis svo lengi sem landið er með sjálfstæða mynt. Ástæðan er sú að á hverju myntsvæði leikur millibankamarkaður lykilhlutverk fyrir myndun skammtíma vaxta sem og verðmyndun gjaldeyri. Á millibankamarkaði eiga fjármálastofnanir viðskipti sín á milli en sá markaðurinn er einnig vettvangur Seðlabankans fyrir beitingu peningastefunnar – hvort sem lítið er til stýrivaxta eða gjaldeyrisinngripa. Af þessu leiðir að sameining einhverra af þremur núverandi starfandi bönkum fæli í sér að millibankamarkaður gjaldeyri og lausafé yrði skilin eftir með aðeins tvo markaðsaðila – og yrði í raun óvirkur. Þar með væri botninn dottinn undan frjálsri verðmyndun krónunnar og vaxtaaðgerðum Seðlabankans.

Raunar eru bankarnir þrjú virkir á mörgum öðrum mörkuðum þar sem einnig mætti færa svipuð rök gegn sameiningu þeirra með því að vísa til annarra þjónustupátta á skuldahlið – sérstaklega eftir að sparisjóðakerfið hefur nær algerlega horfið á sjónarsviðinu. Að vísu voru sparisjóðirnir helst virkir á innlánamarkaði en höfðu minna vægi hvað útlán varðar sem nánar verður fjallað hér aðeins síðar. Hins vegar kann aukin samþjöppun á innlánamarkaði að hafa leitt til þess að mun meira bil er á milli innlána og stýrivaxta héraðendis en þekkist á Norðurlöndum. Á móti kemur, að það eru einnig aðrir þjónustupættir eða undirmarkaðir í fjármálaþjónustu þar sem fleiri aðilar eru um hituna og það væri ekki skarð fyrir skildi að einn banki félli úr leik. Þetta á til að mynda við ákveðna þætti fjárfestingabankaþjónustu sem er ekki háð efnahagsreikningi – líkt og miðlun og eignastýring. Þá virðist sem uppgangur fjártækni (e fintech) sé að opna upp ýmsa aðra hefðbundna þætti í bankaþjónustu fyrir utanaðkomandi samkeppni, líkt og greiðsluþjónustu og mögulega innlánaþöku.

Hvað varðar samkeppni á eignahlið – þ.e. veitingu útlána – eiga bankarnir í höggi við marga aðra aðila. Hér mætti nefna erlenda banka sem hafa löngum lánað til stærstu fyrirtækja þrátt fyrir að reka hvorki útibú né skrifstofur héraðendis – og hafa oft en ekki getað valið bestu bitana. Hér má til að mynda nefna lán norskra banka til íslenskra útgerða á allra síðustu árum. Þá hafa ýmsir aðilar sem ganga undir samheitinu skuggabankar einnig verið að veita lánsfjármagn inn í efnahagslífið í samkeppni við hefðbundna banka. Íslenskir lífeyrissjóðir hafa til að mynda um langa hríð lánað til bæði einstaklinga og fyrirtækja – og verið sérstaklega atkvæðamiklir í húsnæðislánum til heimila. Aukinheldur, hafa ýmsir fjárfestingar- og verðbréfasjóðir lánað út fjármagn, sem nánar er fjallað um hér að neðan. Loks er það ávallt svo að bein fjármálaleg milliganga – þegar aðilar eiga bein viðskipti á markaði – veitir stofnanabundinni milligöngu samkeppni og aðhald.

Með aukinni vélvirkni og víðtækari reglugerðum hefur stærðarhagkvæmni vaxið verulega í viðskiptabankastarfsemi og í raun útilokað nýja aðila. Við núverandi tæknistig er talan þrjú hámark fyrir burðugar innlánastofnanir héraðendis sökum þess hve viðskiptabankaþjónusta er háð mikilli stærðarhagkvæmni. Vitanlega væri hægt að auka samkeppnina með því að fjölga fjármálastofnunum með einhverjum hætti – svo sem með því að skipta bönkunum upp eða reyna að koma á fót nýjum innlánastofnunum. Það yrði hins vegar dýrt spaug. Ísland er lítill markaður og bankarnir þrjú eru í sjálfu sér alltof litlir til þess að ná fullri rekstrarhagkvæmni í viðskiptabankastarfsemi ef miðað er við stærri banka á víðfeðmari fjármálamörkuðum. Kostnaðarhlutfall íslenskra banka er til að mynda mun hærra en þekkist á Norðurlöndum.<sup>5</sup> Þá má einnig minna á að tilraun eins aðila MP banka (nú Kviku) að gera sig gildandi á innlánamarkaði á árunum eftir hrun rann eiginlega út í sandinn vegna þess gríðarlega

---

<sup>5</sup> The Banks That Came in From the Cold (2018) Swedbank Research, Icelandic Banks Q3, nóvember 2018

fasta kostnaðar sem fylgdi slíkri fjármögnun. Þetta sést einnig vel af sameiningu sparisjóðanna við bankanna á árunum eftir hrun. Hún fól í sér gríðarlega hagræðingu þar sem bankarnir gátu tekið við öllum verkefnum sparisjóðanna með litlum sem engum viðbótar tilkostnaði.

Þannig má með raun og réttu halda því fram að hámarksfjöldi innlánastofna sé í raun þrír við núverandi tæknistig. Einhver sóknarfæri eru enn til staðar til þess að auka stærðarhagvæmni þessara þriggja banka – án sameiningar – með samnýtingu fjármálainniðnaðs svo sem hvað varðar uppgjör og bakvinnslu. Hins vegar, kann það vel að gerast að áframhaldandi framfarir í fjártækni munu opna leið fyrir nýja aðila til þess að bjóða þjónustupætti er tengjast skuldahlíð bankanna. Það kann jafnvel að gerast bráðlega.

## Breiddarhagræði og pakkalausnir

Starfsemi banka ekki aðeins um magn, eða fjölda einsleitra eininga, heldur einnig fjölbreytileika í þjónustuframboði, eða það sem kallast breiddarhagræði (e. Economies of Scope). Breiddarhagræði skapast þegar sömu framleiðslupættir geta nýst til þess að skapa margar tegundir af vörum, en það getur til að mynda gerst þegar einhver fastur framleiðslupáttur getur verið notaður í ólíka framleiðslu. Þannig mun fastur kostnaður deilast á fleiri einingar eftir því vöru- og þjónustutegundum fjölgar – sem leiðir til lækkunar á meðalkostnaði og aukinnar hagkvæmni.

Gott dæmi um þetta er greiðsluþjónusta. En sá starfi að sjá um greiðslur og millifærslur gefur viðskiptabönkum aðgang að upplýsingum um viðskiptavini sína er nýtist vel í fjármálalegri milligöngu. Viðskiptabanki hefur einfaldlega möguleika til þess að sannreyna þær upplýsingar, s.s. um tekjur, kostnað og svo framvegis, sem honum eru gefnar með því að bera þær saman við greiðslusögu viðkomandi. Hann hefur einnig tækifæri á því að fylgjast með því til hvers lánið er nýtt. Það er einfaldlega ekki hægt að segja bankanum ósatt um ýmsa hluti; einstaklingar geta ekki logið til um tekjur eða eyðslu þar sem bankinn sér bæði tekjur og útgjöld viðkomandi. Sama á við um fyrirtæki, þ.e. að bankinn sér bæði um tekjustreymi og ráðstöfun fjármagns. Þannig getur bankinn tekist á við freistni og hrakvalsvandamál (e. adverse selection og moral hazard) sem ávallt fylgja lánastarfsemi og skilið sauðina frá höfrunum þegar kemur að því að lánveitingum.

Breiddarhagræði skiptir ákaflega miklu í bankarekstri og svo má segja að allir bankar bjóðir upp á heildarlausnir í fjármálum eða eins konar þjónustupakka (e. bundle) með persónulegum hætti frá einni sömu sölulúgunni. (e. one stop shop/single point of service). Þannig geta þeir myndað náið samband við viðskiptavini sína og átt viðskipti á grundvelli þessara tengsla og án þess að þurfa að gera flókna samninga. Með þessum hætti myndast eins konar farvegur til skuldbindingar sem skapar öryggi fyrir báða aðila – bankinn yfirgefur ekki fyrirtækið í neyð og fyrirtækið reynir ekki að svíkja bankann. Þetta er það sem kallast tengsla-bankaþjónusta (e. relationship banking). Í gegnum þetta samband sitt hafa bankarnir gott yfirlit yfir stöðu og starfsemi skuldunauta sinna og geti þannig tekist á við freistnivandamál með íhlutunum og ráðgjöf í stað að þurfa að beita lögfræðingum fyrir sig. Styrkur þessa sambands endurspeglar meðal annars í því að fólk er líklegra til þess að skilja við maka sína en hætta viðskiptum við bankann sinn! Það skiptir mjög miklu máli fyrir samkeppnisstöðu bankanna til framtíðar að þeir hafi frelsi og svigrúm til þess að móta eigin þjónustulausnir.

## Um séríslenskar reglur

Íslenskar fjármálastofnanir búa nú við þrengri starfsramma en þekkist í nágrannalöndunum. Það er arfleifið fjármálaáfallsins mikla árið 2008. Það hlýtur að leiða til þess að fjármálaþjónusta verður dýrari en þekkist erlendis. Hugsanlega má rökstyðja þá stöðu að einhverju leyti með vísan til þess hve fjármálakerfið og mynsvæðið er lítið og næmt fyrir þjóðhagslegum og fjármálalegum óstöðugleika.

Gagnger endurskoðun hefur átt sér stað erlendis á reglum og eftirliti bankastofnana. Tuttugu helstu iðnvaldi heims (G20) hafa leitt það starf en aðrir lykilaðilar hafa verið Fjármálastöðugleikaráðið (Financial Stability Board, FSB, arftaki Financial Stability Forum) og Alþjóðagreiðslumiðlunarbankinn í Basel (BIS). Aðrar alþjóðastofnanir svo sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) og Alþjóðabankinn (WB) hafa einnig verið þátttakendur í þessari stefnumörkun. Íslendingar hafa tekið virkan þátt í þessi starfi og innleitt þær umbætur sem sammælt hefur verið um í þessu alþjóðastarfi. Þá hafa einnig ýmsar umbætur verið innleiddar í gegnum EES samninginn.<sup>6</sup> Íslensk stjórnvöld skipuðu jafnframt sérfræðihóp árið 2012 til að gera tillögur til heildarumgjarðar laga og reglna um íslenskt fjármálakerfi. Hópurinn kallast G3 og var skipaður þeim Gavin Bingham, fyrrverandi framkvæmdastjóra Central Bank Governance Forum hjá Alþjóðagreiðslumiðlunarbankanum (BIS) í Basel, Jóni Sigurðssyni, fyrrverandi forstjóra Norræna fjárfestingarbankans (NIB) í Helsinki, og Kaarlo Jännäri, fyrrum forstjóra fjármálaeftirlits Finnlands<sup>7</sup> Ein niðurstaða þessa umbótastarfs hérlendis er sú að gerðar eru mun meiri eiginfjárkröfur til íslenskra banka en þekkist annars staðar í Evrópu.

Bankar eru óvenjuleg fyrirtæki að því leyti að þeir eru aðeins að litlu leyti fjármagnaðir með eigin fé – og raunar er eiginfjármögnun þeim dýr. Aukin eiginfjárbinding felur í sér minni girun eða lægra vogunarhlutfall (sem er eigið fé á móti eignum). Það leiðir sjálfkrafa til lægri arðsemi eigin fjár. Um langa hríð hefur notkun áhættuvegens eiginfjár verið lykilatriði í nútíma fjármálagjöf sem miðar bæði að því að draga úr mögulegum gjaldþrotum og minnka áhættusækni fjármálafyrirtækja. Íslenskir bankar búa nú við hæstu eiginfjarkvaðir í Evrópu sem leiðir meðal annars til þess að vogunarhlutfall þeirra er 17% samanborið við 7% að meðaltali hjá norrænum bönkum og um 5% hlutfall hjá evrópskum bönkum. Það er því ljóst að bankar hérlendis þurfa meiri vaxtamun en bankar á Norðurlöndum og Evrópu til þess að skila sömu arðsemi á eigin fé.<sup>8</sup> Þannig eru auknar eiginfjarkvaðir ekki ókeypis – þar sem þær auka kostnað við fjármálalega milligöngu í gegnum efnahagsreikninga bankastofnana. Tilvist þessara séríslensku kvaða hlýtur að vera réttlætt með vísan til þess að íslenskur fjármagnsmarkaður sé óstöðugur, eða áhættusamari en þekkist ytra.

Til hliðar við þetta starf hefur ýmsum séríslenskum reglum, sköttum og kvöðum verið komið á sem skortir faglegan rökstuðning. Ljóst er að hvorki er hægt að rökstyðja allt í núverandi reglu- og skattaumhverfi með vísan til þjóðhagsvarúðar né með öðrum hefðbundnari rökum sem færð eru fyrir reglusetningu í nágrannalöndum. Þetta á til að mynda við um hina sérstöku skattheimtu sem íslenskar fjármálastofnanir búa við. Hér ber sérstaklega að nefna þrjá skatta; sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki er nemur 0,376% af skuldum fyrirtækja umfram 50 milljarða, fjársýsluskatt er nemur 5,5% af heildarlaunagreiðslum fjármálafyrirtækja og sérstakan fjársýsluskatt sem er 6% viðbótartekjuskattur, eða annað skattþrep tekjuskatts á fjármálafyrirtæki, sem leggst á hagnað umfram 1 milljarð. Skattstofninn er hagnaður umfram 1 ma. kr. og skatthlutfallið er 6%, þannig að á hagnað umfram 1 ma. kr. greiða fjármálafyrirtæki 28% skatt.

Segja má að þessi sérstaka skattlagning hafi verið vöggugjöf nýju bankanna er tóku til starfa eftir fall þeirra gömlu. Hún hefur verið réttlætt með því að ríkissjóður hafi orðið fyrir miklum búsifjum vegna

<sup>6</sup> Sjá nánari umfjöllun hjá Ásgeiri Jónssyni, Jónasi Fr. Jónssyni og Yngva Erni Kristinssyni (2016) Hvað hefur breyst? Breytingar á regluverki fjármálamarkaða á Íslandi, í Evrópu og Bandaríkjunum í kjölfar fjármálakreppunnar. Útgefandi SFF [https://sff.is/sites/default/files/sff\\_umbotaskyrsla\\_2016\\_-\\_netutgafa\\_0.pdf](https://sff.is/sites/default/files/sff_umbotaskyrsla_2016_-_netutgafa_0.pdf)

<sup>7</sup> Gavin Bingham, Jón Sigurðsson og Kaarlo Jännäri: Framework for Financial Stability in Iceland. Iðnaðar- og viðskiptaráðuneytið og fjármála- og efnahagsráðuneytið, Reykjavík 2012.

<sup>8</sup> The Banks That Came in From the Cold (2018) Swedbank Research, Icelandic Banks Q3, nóvember 2018

bankahrunsins og efnahagssamdráttar sem sigldi í kjölfarið. Það felur í raun í sér að nýjar bankastofnanir – sem voru stofnaðar árið 2008 – eru látnar bera kostnað vegna bankastofnana er urðu gjaldþrota árið 2008. „Grísir gjalda – gömul svín valda“ segir hið fornkveðna. Hvað sem má segja um þessi rök liggur nú fyrir að gömlu bankarnir – eða öllu heldur kröfuhafar gömlu bankanna – hafa greitt verulegar fjárhæðir til ríkissjóðs sem stöðugleikaframlög í tengslum við uppgjör slitabúanna og ýmissa annarra skatta sem áður voru komnir fram. Fyrir vikið hefur ríkissjóður endurheimt mikinn hluta útlagðs kostnaðar vegna bankahrunsins – ef ekki allan. Það hlýtur að vera tilefni til þess að endurskoða hina sérstöku bankaskatta þegar upphaflega röksemdin fyrir þeim er brostin.

Pétur Benediktsson, fyrrum bankastjóri Landsbankans, komst svo að orði í grein sem hann reit í tímaritið Nýtt Helgafell árið 1956 að bankar væru „milliliður allra milliliða“. Bankar og fjármálafyrirtæki eru í eðli sínu milliliðir, stofnanir sem miðla fjármagni á milli aðila í efnahagslífinu og eiga tiltölulega lága hlutdeild í tekjum af þeim stóru fjárhæðum sem þær færa á milli. Af sjálfu leiðir að ef kvaðir og gjöld eru lögð á milliliðastarfsemi eykst kostnaður hjá þeim sem nýta sér þjónustuna – milliliðurinn hlýtur að velta auknum kostnaði áfram sem kemur fram á fjármálamarkaði sem hærri vaxtamunur og aukin þjónustugjöld. Þá kann það að gerast að einhver milliliðaverkefni bankastofnana færast til annarra aðila sem miðla fjármagni án þessarar sérstöku skattlagningar, s.s. til skuggabanka.

## Mikilvægi skuggabanka og fjárfestingarsjóða

Skuggabankastarfsemi (e. shadow banking) á við þegar aðrir aðilar en bankar taka að sér hefðbundna starfsþætti banka, s.s. tímaumbreytingu, móttöku sparnaðar, veitingu lána og svo framvegis. Slík starfsemi getur verið stunduð af fjölbreytilegum hópi: tryggingarfélagum, fjárfestingarsjóðum, miðlunaraðilum, venjulegum rekstrarfélögum og svo framvegis. Það er að vísu mikil áhætta fyrir skuggabanka að hætta sér of langt inn á yfirráðasvæði innlánsstofnana á lánamarkaði – enda hafa bankar að mörgu leyti náttúrulega yfirburði í því að meta útlánaáhættu.

Skuggabankar verða oft að treysta á veð í lánveitingum sínum og/eða sértæka þekkingu/tengslamyndun á einstaka lánamörkuðum sem byggir ekki á greiðsluupplýsingum, s.s. hvað varðar faglega þekkingu á ákveðnum atvinnugreinum. Gott dæmi um eru ýmis konar fjárfestingarsjóðir sem taka við framlögum frá fjárfestum til þess að lána áfram. Slíkir sjóðir eru gjarnan sérhæfðir og er stjórnað af teymi fólks með reynslu og sérfræðikunnáttu í ákveðnum verkefnum eða atvinnugreinum – og lána út eða fjárfesta á grundvelli þeirrar þekkingar. Þeir fjármagna sig stundum með framlögum frá sjóðsfélögum sem geta verið laus til útborgunar án fyrirvara líkt og innlán, eða bundin til nokkurra ára. Þá geta þeir aukinheldur verið fjármagnaðir, eða kannski öllu heldur gíraðir upp, með beinum bankalánum líkt og gjarnan þekkist hjá vogunarsjóðum (e. hedgefunds). Þá eða þeir vefja eignum sínum saman í skuldabréf sem eru seld á markaði.

Yfirleitt nýta fjárfestingarsjóðir sér fjármálamarkaði með einum eða öðrum hætti til fjármálalegrar milligöngu – hvort sem er á eigna- eða skuldahlið. Slíkir sjóðir eru með raun og réttu skuggamyndir af bönkum þar sem þeir framkvæma að sumu leyti sömu verkefni, s.s. með tímaumbreytingu (e. maturity transformation), þar sem miðlun fjármagns fer oft fram með myndun langra og flókinna keðja á milli aðila. Milligangan er jafnframt mjög háð veðum – sem gjarnan eru markaðsverðbréf – og tryggingum sem oftast en ekki eru gefin út af bönkum. Þessi veð eru sambærileg við innlánatryggingar og ábyrgðir sem bankar nota í sinni milligöngu.

Fjárfestingarsjóðir sem skuggabankar bjóða upp á ýmsa kosti bæði fyrir sparnaðarhafa og sparnaðarþiggjendur – s.s. með því að auka fjölbreytni. Hægt er að stofna mismunandi sjóði með mismunandi fjárfestingarstefnu sem sparnaðarhöfum stendur til boða. Þeim bjóðast þannig mun fleiri valkostir með þörun á milli áhættu-arðsemi (risk return) heldur en er mögulegt hjá bankastofnunum sem safna öllum innlánum saman í einn svelg sem síðan er veitt út í efnahagslífið. Til að mynda gætu

áhættufælnir, þekkingarlausir og/eða vasagrunnir fjárfestar geta lagt peninga sína inn í banka sem ríkistryggðar innistæður sem eru öruggar en bera lága vexti. Áhættusæknir og/eða þekkingarmeiri og/eða vasadýpri aðilar velja kosti hjá skuggabönkum sem eru áhættumeiri en bjóða upp á hærri ávöxtun. Þá gefst fjárfestum einnig kostur á því að taka stöður í einstökum atvinnugreinum eða eignaflokkum sem ákvarðaðar eru af sérfræðingateymi. Þá eða fjárfestum gefst kostur á áhættudreifingu með því að kaupa í sjóðum með breitt eignasafn. Á sama tíma bjóðast fyrirtækjum og frumkvöðlum mun fleiri kostir við fjármögnun, og almennt séð ætti fjármálaleg milliganga að vera skilvirkari, ódýrari, þekkingarmiðaðri og betur sniðin að þörfum einstakra aðila. Þannig er hugsanlega komist hjá dýrum og tafsömum ferlum sem annars fylgja því að safna innlánnum frá mörgum ólíkum aðilum sem síðan eru lánuð út.

Frá þjóðhagslegu sjónarmiði bjóða skuggabankar upp á þann möguleika að stunda fjármálalega milligöngu án ríkisábyrgðar og án þess að setja greiðslukerfið að veði – líkt gerist hjá bankastofnunum. Þannig er mögulega hægt að draga úr þeim vandamálum sem fylgja milligöngu kerfislega mikilvægra fjármálastofnana og vikið er að hér aðeins síðar.

Hins vegar eru einnig hættur til staðar. Fjármálaleg milliganga skuggabanka hefur einnig verið gagnrýnd fyrir að vera flókin, ógagnsæ og að skapa farveg fyrir óhóflega áhættutöku. Slíkir skuggabankasjóðir til lánveitinga eru stundum settir upp af bönkunum sjálfum – mögulega til þess að sniðganga reglunaraðila. Stöður þeirra geta þannig flokkast sem utan-efnahagsreiknings-áhætta (off-balance sheet risk) sem erfitt er að átta sig á. Aukinheldur, má færa rök fyrir því að bankaábyrgðir slíkra sjóða séu aðeins óbeinar ríkisábyrgðir. Þannig geti hin kerfislæga of-stór-til-að-falla áhætta sem stafar af bönkunum í raun hríslast um allt fjármálakerfið í gegnum þessa sjóði. Ofangreindir skuggabankasjóðir geta aukinheldur verið viðkæmir fyrir verðlækkunum á fjármálamörkuðum þar sem veðin rýrna og þeir tapa trausti og/eða lenda í veðköllum (margin calls). Hægt að sjá fyrir sér eins konar bankaáhlaup þar sem verðlækkun á fjármálamörkuðum leiðir til veðkalla sem síðan leiðir til neyðarsölu (forced sales) sem síðan leiðir til frekari lækkunar markaðsverðs og nýrra veðkalla og svo framvegis. Hægt að sjá fyrir sér ek. áhlaup á þá sjóði sem eru með fjármagnaðir með tiltölulega stuttum hlutdeildarskírteinum að fólk selji sig út úr þeim – líkt og fólk dregur innlán úr bönkum – og þeir lendi síðan í lausafjárerfiðleikum. Það var að einhverju leyti það sem gerðist á bandarískum fjármálamarkaði árið 2008 eftir mikinn vöxt í skuldavafningum ýmis konar árin undan. Það varð meðal annars til þess að stjórnvöld þar vestra urðu að þjóðnýta tryggingafélagið AIG til þess að reyna að stöðva þá keðjuverkun sem þá var hafin.

Skuggabankabjónusta býður upp á marga möguleika fyrir Ísland en einnig hættur. Hún getur verið liður í því að auka samkeppni á fjármálamarkaði – sem einhver konar mótvægi við bankana. Af þeim ástæðum er því full ástæða til þess að leggja áherslu á fjárfestingarsjóði sem heilbrigðan þátt í fjármálalegri milligöngu hérlendis. Og meira en það. Frá sjónarhóli beinnar fjármálalegrar milligöngu er fjárfestingarsjóðir ómissandi til þess að tryggja bæði veltu og skoðanaskipti með kaupum og sölum á markaði. Slíkir sjóðir safna annars vegar saman þekkingu og hins vegar fjármagni frá mörgum ólíkum aðilum til þess að eiga upplýst viðskipti – og tryggja þannig virkni fjármálamarkaða.

Sú var tíðin að skuldsett eignarhaldsfélög tryggðu veltu og skoðanaskipti markaði – ásamt að leggja fram eigið fé til útrásarævintýra. Þessi mikla erlenda skuldsetning varð síðan til þess að fjármálakerfið féll undan eigin þunga, sem kunnugt er, þegar á reyndi. Eins og oft er raunin hjá landsmönnum, þá er það annað hvort of eða van. Eftir að eignarhaldsfélögin féllu saman og skuldsetningin hvarf úr kerfinu, hefur í raun lítið tekið við. Fjárfestingarsjóðir hafa verið mjög lítið áberandi á Íslandi á síðustu árum. Til að mynda námu eignir í stýringu hjá hlutabréfasjóðum aðeins um 63 milljörðum króna haustið 2018 og höfðu þá helmingast á síðustu þremur árum. Lítið vægi fjárfestingarsjóða stafar annars vegar af þeim að almennir fjárfestar hafa ekki fjárfestingum í markaðsbréfum sérstakan áhuga og hins vegar af því að lífeyrissjóðirnir hafa í auknum mæli tekið þann kost að fjárfesta með beinum hætti. Aukið vægi

fjárfestingarsjóða eru hins vegar lykillinn virkni fjármálamarkaða hérlandis. Verður nánar vikið að því síðar.

## Niðurstaða

Þrír er lágmarkstala frá samkeppnissjónarmiðum þegar kemur að bönkum eða burðugum innlánastofnunum á Íslandi hérlandis svo lengi sem landið er með sjálfstæða mynt. Ástæðan er sú að millibankamarkaður gjaldeyri og lausafé yrði skilin eftir með aðeins tvo markaðsaðila – og yrði í raun óvirkur. Þar með væri botninn dottinn undan frjálsri verðmyndun krónunnar og vaxtaaðgerðum Seðlabankans sem eiga sér stað á millibankamarkaði.

Við núverandi tæknistig er talan þrír hámark fyrir burðugar innlánastofnanir hérlandis sökum þess hve viðskiptabankaþjónusta er háð mikilli stærðarhagkvæmni. Þetta kann þó að breytast ef framfarir í tækni og fjarskiptum opna leiðir fyrir fleiri aðila til þess að bjóða þjónustuþætti er tengjast skuldahlið bankanna.

Samkeppni hefur minnkað á skuldahlið fjármálastofnana eftir að sparisjóðirnir hurfu af sjónarsviðinu þar sem bankarnir þrír eru nær einráðir á innlánamarkaði. Hvað varðar samkeppni á eignahlið – þ.e. veitingu útlána – eiga bankarnir í höggi við marga aðra aðila: Erlenda banka, lífeyrissjóði, fjárfestingarsjóði og svo beina milligöngu á markaði. Skuggabankaþjónusta býður upp á marga möguleika fyrir Ísland en einnig hættur. Hún getur verið liður í því að auka samkeppni á fjármálamarkaði – sem einhver konar mótvægi við bankana. Á sama tíma liggur fyrir á ýmsar séríslenskar reglur, kvaðir og skattar sem lagðar hafa verið á bankanna eftir hrun hafa aukið kostnað verulega við fjármálalega milligöngu í gegnum efnahagsreikning bankastofnana og koma m.a. annars fram í mjög háum vaxtamun á milli innlána og útlána. Að lokum eru það alltaf viðskiptavinir bankanna sem þurfa að borga brúsann.

## Fjölbreytni fjármálastofnana og almannavæðing fjármálaþjónustunnar

### Fjártækni – fjármálakerfi framtíðar

Frá sjónarhóli hagfræðinnar er sagan rekin áfram af tækniframförum – hvort sem litið er til hagvaxtar eða þróunar einstakra atvinnugreina. Fjármálaþjónusta er þar ekki undanskilin. Á síðustu áratugum hafa átt sér stað gríðarlegar tæknibreytingar þar sem tölvur og tækni hafa leyst mannshöndina af hólmi. Þessi tækniþróun átti sér einkum stað inni í bönkunum sjálfum með aukinni sjálfvirkni samhliða því að bankaþjónusta var tölvu- og netvædd. Það hefur meðal annars leitt til þess að þörfin fyrir útibú og bankagjaldkera hefur minnkað verulega. Á síðustu árum hefur hins vegar ný tæknibylting verið að ganga yfir fjármálageirann sem gjarnan er kennd við „fjártækni“ (fintech) sem leit dagsins ljós á tíunda áratug síðustu aldar. Undanfarar fjártækninnar eru snjallsímar, internetið, almenn útbreiðsla háhraða tölvuvinnslu, framfarir við dulkóðun og þróun gervigreindar.

Hafi tæknibylting hin fyrri snúist um að tölvur og tækni leystu mannshöndina af hólmi þá snýst fjártækni einkum að mannshugurinn hafi verið leystur af hólmi þar sem algóritmar og gervigreind hafa tekið við ýmsum verkefnum sem voru áður aðeins á færi fólks með háskólagráður og sérhæfða færni – s.s. við eignastýringu (e. asset management) og markaðsviðskipti (e. trading). Fjártækni er þannig talin vera ein helsti framherji hinnar sk. fjórðu iðnbyltingar sem leidd er áfram af gervigreind.

Hins vegar virðist sem áhrif fjártækninnar á fjármálageirann verði mun djúpstæðari en þetta gefur til kynna og hún geti mögulega valdið framvindubroti (e. paradigm shift) í bankastarfsemi. Ástæðan er sú að framfarir í upplýsingatækni – einkum meðferð stórra gagnasafna – sem og greiðsluþjónustu hafa opnað öðrum fyrirtækjum leið inn á hefðbundinn starfsvettvang fjármálastofnana. Ágætt dæmi um þetta er t.d. ný Evróputilskipun um greiðsluþjónustu er tók gildi á þessu ári og gengur undir nafninu PSD2 (e. the Second Payment Services Directive). Samkvæmt henni er bönkum m.a. ætlað að leyfa aðgang á greiðsluupplýsingum sem og að leyfa þriðja aðila að framkvæma greiðslur með því að nota reikninga bankans. Þessi tilskipun ásamt nýrri tækni gæti átt eftir að hafa byltingarkennd áhrif á fjármálaþjónustu.

Sú ógn sem bönkum stafar af fjártækni er best lýst með hugtakinu sundurþáttun (unbundling) fjármálaþjónustunnar. Bankar hafa áður boðið pakkalausnir í fjármálum þar sem ákveðnir þjónustuþættir hafa verið látnir í té nær ókeypis gegn því að taka gjald af öðrum. Það hefur gefið bönkum ákveðið fákeppnisvald – eða a.m.k. ákveðna yfirburði í því bjóða ákveðna þjónustu. Með tilkomu fjártækni er hægt að sundurgreina hvern þjónustuþátt og utanaðkomandi tæknifyrirtæki geta keppt við bankanna um að bjóða þá. Bankarnir standa því frammi fyrir verðsamkeppni frá nýjum samkeppnisaðilum og geta þannig mögulega misst frá sér ýmsa þjónustu sem skilaði þóknatekjum en sitja á sama tíma uppi með ýmsan fastan kostnað vegna annarra þjónustuliða, og ýmis konar annarrar skyldu er reglugerðaraðilar leggja á þau.<sup>9</sup> Ágætt dæmi um þetta er tilkoma hinnar sk. dreiflægu greiðslumiðlunar (e. distributed ledger) með áherslu á sk. blockchain. Hefðbundin greiðslumiðlun gerir því ráð sjálfkrafa fyrir millifærslum á höfuðbók einhverrar fjármálastofnunar þar sem eignir og skuldir viðkomandi aðila geta verið nettaðar út. Fólk eða fyrirtæki var því ávallt háð bönkunum varðandi greiðsluþjónustu – engin getur komist framhjá þeim svo lengi sem skuldir (innlán) eru notaðar sem greiðslumiðill. Þetta hefur nú breyst sem tilkoma rafmyntarinnar bitcoin er gott dæmi – og nettunarfærslur í greiðslumiðlun er ekki lengur bundnar við höfuðbók banka.

Það er því ekki að ófyrirsynju að forystumenn fjártæknifyrirtækja hafa líkt bönkunum við símafyrirtækin gömlu með koparvírana og svo framvegis. Gagnrýnendur benda aftur á móti að Fintech hafi í raun alls ekki náð að taka verulega sneið af starfsemi bankanna – og í raun muni flest fjártæknifyrirtækin renna saman við fjármálageirann þegar fram líða stundir. Nokkrar nýjar lausnir hafi litið dagsins ljós í einstaklings (retail) bankaþjónustu en þær séu flestar lítilvægar í raun og veru. Þjónusta við fyrirtæki og stærri viðskiptavinum hafi í raun ekki orðið fyrir miklum áhrifum. Ekkert ætti síðan að koma í veg fyrir að bankar taki sjálfir upp þær fjártækni-lausnir sem ná vinsældum. Margar af fyrri tækninýjungum hafi í raun orðið til þess að styrkja þjónustuframboð bankanna – s.s. krítarkort, heimabankar og svo framvegis. Þá eru stórir hlutar bankaþjónustu lokaðir inni með reglugerðum og ríkisafskiptum og í raun off-limits fyrir utanaðkomandi aðila.

Fjártæknin hefur verið kölluð almannavæðing (e. democratization) fjármálaþjónustu sem hefur fært einstaklingum vald yfir sínum eigin fjármálum og opnar nýjar leiðir til þess að reka fjármálastofnanir í samfélagsþjónustu. Skal nú sögunni vikið að samfélagsbönkum

## Samfélagsbankar

Hugtakið samfélagsbankastarfsemi (e. social banking) á ekki við neitt eitt sérstakt viðskiptalíkan í fjármálaþjónustu á erlendum vettvangi. Það getur átt við um sparisjóði (e. savings banks) eða lánasamlög (e. credit unions), einnig lánveitingar í gegnum samfélagsmiðla (e. peer to peer lending),

---

<sup>9</sup> The Great Rebundling of Financial Services (2015) American Banker. mars 2016



og banka í ríkiseigu (public banks). Það er einnig notað um þann hluta af starfsemi venjulegra banka sem tengist samfélagslegsþjónustu, sjálfbærri þróun af einhverju tagi – svo nokkrir möguleikar séu nefndir. Þó það liggja ekki endilega fyrir hvað viðskiptalíkan hugtakið samfélagsbanki felur raunverulega í sér, hefur samt sem áður verið opinbert ákall um það hérlendis hefur samt sem áður verið kallað eftir slíkri þjónustu hérlendis. Af umræðunni má helst skilja að í hugum Íslendinga eigi þetta hugtakið einna helst við sparisjóði – þannig að ákallið um samfélagsbanka vísi einna helst til endurreisnar sparisjóðakerfisins og þá mögulega að breyta Landsbankanum í sparisjóð.

Sú samfélagsbankastarfsemi sem helst er kunnug Íslendingum frá fornu fari eru sparisjóðir. Sparisjóðir gegndu veigamiklu hlutverki í þróun fjármálaviðskipta í Evrópu á fyrri tíð og gegna enn burðarhlutverki í viðskiptabankaþjónustu í ýmsum héruðum og löndum álfunnar. Mikill munur er þó á sparisjóðunum frá einu landi til annars og í sumum löndum er munurinn milli sparisjóða og annarra viðskiptabanka sem þar starfa bitamunur en ekki fjár. Á sumum löndum – líkt og Ítalíu hafa sparisjóðirnir umbreytt í banka með einum eða öðrum hætti. Upphaflega var skýr verkaskipting milli sparisjóða og venjulegra banka. Sparisjóðir buðu upp á lána- og greiðsluþjónustu fyrir smáa og veðlausa viðskiptavinum sem bönkum þótti ekki svara kostnaði að sinna. Þessi aðgreining í starfsemi hvarf þó fyrir allöngu. Nú bjóða bankar og sparisjóðir að miklu leyti upp á sömu þjónustu og á sama markaði. Einnig hefur lagaleg umgjörð sparisjóða færst nær því sem þekkist með viðskiptabanka.

Þrátt fyrir að hugtök og skilgreiningar geti oft verið á reiki þegar kemur að því að draga fram sérstöðu sparisjóða er þó hægt að draga saman nokkra þætti sem venjulega eru taldir skilja sparisjóði frá viðskiptabönkum:

- A. Sparisjóðir hafa fleiri markmið en hámarks hagnaðar.
- B. Sparisjóðir eru svæðisbundnir og skyldugir til að styðja starfssvæði sitt. Sparisjóðir lúta ýmist almennu eignarhaldi, eignarhaldi félagsskapar einstakra manna eða eru sjálfseignarstofnanir.
- C. Sparisjóðir starfa saman og mynda net sem stundum felur í sér sameiginlega ábyrgð.

Þannig má segja að helst séu það einkenni A og B sem geti talist evrópskum sparisjóðum sameiginleg og í því ljósi eru þeir stundum kallaðir tvímarkmiðs-fjármálastofnanir (e. dual bottom line institutions) þar sem þeir starfa ekki aðeins með eitt markmið í huga – hámarks hagnaðar – eins og bankar.

Ef miðað er við A og B, þá er sparisjóður sé svæðisbundin fjármálastofnun sem hefur það tvöfalda markmið að hámarka hagnað og auka velferð á starfssvæði sínu. Þessi felur jafnframt í sér að þeir hafi staðbundna yfirburði á sviði fjármálaþjónustu í þeim samfélögum sem þeir þjóna, bæði vegna þekkingar og velvilja fólks á starfssvæðinu. Samt sem áður, þegar á hólminn er komið, er ekki auðvelt að henda reiður á því hvað tvímarkmið raunverulega þýðir. Sparisjóðir eru ekki góðgerðarstofnanir. Þeir verða að láta reksturinn standa undir sér og fá eðlilega ávöxtun eigin fjár líkt og önnur fyrirtæki. Einnig er eðlilegt að gera ráð fyrir að hagnaður geti staðið undir einhverjum vexti og síðan varúðarfærslum. Það er því á reiki hve mikla áherslu sparisjóðirnir eiga að leggja á hagnað miðað við önnur markmið. Hið sama á við um þá spurningu hvaða önnur markmið eigi við. Á að gefa hagnaðinn eftir með því að veita viðskiptavinum, innlánseigendum jafnt sem lánþegum, betri kjör eða einfaldlega nota fjármagnið til þess að styðja við ýmis velferðar- og framfaramál? Að þessu leyti virðist hver sparisjóður fyrir sig hafa töluverðan sveigjanleika til að bera. Að sama skapi virðist innifalið í sparisjóðahugtakinu að viðkomandi stofnanir stundi ekki fjárfestingabankastarfsemi. Raunar virðist oft af almennri umræðu að ákallið um stofnun sparisjóða sé í raun ákall um aðskilnað viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi sem brátt verður vikið að. Sú trú virðist einnig undirliggjandi í þessari

umræðu að viðskiptabankastarfsemi – þ.e. sú iðja að lána fólki og fyrirtækjum pening – sé áhættulaus og því vel komin hjá ríkinu sem geti bæði átt og rekið samfélagsbanka án áhættu fyrir skattgreiðendur samhliða því að bjóða betri lánakjör en aðrar fjármálastofnanir. Þessi trú er hægt að flokka sem þjóðtrú sem er alls ekki í samræmi við raunveruleikann eins fjallað verður um hér síðar.

Þegar litið er á rekstrarsögu sparisjóðanna síðustu 100 ár eða svo, sést að hlutdeild þeirra í íslensku hagkerfi var nokkuð stöðug fram til ársins 2008. Þeir sáu yfirleitt um 10–15% af öllum útlánnum og innlánnum. Framan af sáu þeir fyrst og fremst um fjármálaþjónustu í dreifbýli og fyrir hina tekjulægri í minni þéttbýlisstöðum landsins sem er í takt við hefðbundið hlutverk sparisjóða í Evrópu. Þetta breyttist á Íslandi eftir 1960 þegar baráttan um innlánin hófst fyrir alvöru og ríkisbankarnir þrír stofnuðu ný útibú víða um landið og ruddu sparisjóðunum úr vegi. Sparisjóðirnir fundu sér þá aðra syllu sem fólst í því að veita góða einstaklingsþjónustu í þéttbýli, sem ríkisbankarnir þrír sýndu minni áhuga. Um 1980 var svo komið að sparisjóðir voru heldur atkvæðalitlir í dreifbýli en höfðu hins vegar náð að byggja upp mjög öflugan starfsemi á helstu þéttbýlisstöðum landsins. Þessi góða markaðsstaða í þéttbýli kom sparisjóðunum síðan vel þegar losna tók um böndin á fjármálamarkaði eftir 1980. Þá varð einstaklingsþjónusta mikil vaxtargrein í fjármálaþjónustu hérlendis. Níundi áratugur tuttugustu aldar var því mikill uppgangstími fyrir sparisjóðina og á þeim tíma tvöfölduðu þeir markaðshlutdeild sína – og höfðu nær 25% hlutdeild innlána og útlána. Stærð og styrk bankastofnana má þó meta út frá fleiri mælistikum en markaðshlutdeild. Á þessum tíma var eigið fé sparisjóðanna 4 milljarðar króna og eigið fé Búnaðarbanka 3 milljarðar króna, Íslandsbanka innan við 4 milljarðar króna og Landsbanka Íslands tæpir 6 milljarðar króna.

Styrkur sparisjóðanna á þessum tíma helgaðist hins vegar að mestu af veikri stöðu bankanna sem þurftu að kljást við mikil útlánatöp þar sem íslenskur fyrirtækjarekstur stundi undan háum raunvöxtum og kreppu í atvinnulífnum. Þetta átti eftir að breytast á seinni hluta tíunda áratugarins – eftir að bankarnir fóru aftur ná vopnum sínum. Aukin heldur, við samþættingu Íslands við evrópskan fjármálamarkað eftir inngöngu landsins á evrópskt efnahagssvæði breyttust hvatarnir í bankarekstri. Í gamla haftakerfinu hafði skuldahliðin verið algerlega ríkjandi í starfsemi fjármálastofnana. Hverrar krónu sem lánuð var út þurfti að afla með innlánnum og þau voru ekki auðfengin. Þannig skipti sú fjármögnun sem útibúanetið gat skilað höfuðmáli fyrir vöxt og útlán bankans. Stækkun bankanna, ódýrari fjármögnun og harðari samkeppni leiddi til lækkandi vaxtamunar milli innlána og útlána. Lægri vaxtamunur hlaut að setja þrýsting á tekjusköpun sparisjóðanna þegar kom fram á tuttugustu öld.

Oft er sagt að sparisjóðirnir hafi fallið vegna þess að þeir hafi hætt að hegða sér eins og sparisjóðir og farið út áhættusamar fjárfestingar. Það er rétt – en samt aðeins hálf sannleikur. Stærstu íslensku sparisjóðirnir fóru út á áhættusamari rekstur vegna þess að gamla sparisjóðalíkanið var orðið ósamkeppnishæft í opnu og frjálsum fjármálaumhverfi. Eins og farið er nákvæmlega yfir í rannsóknarskýrslunni um sparisjóði var vaxtamunur margra þeirra orðinn neikvæður í allri fjármálabólunni og þeir héldu sér á floti með gengishagnaði af hlutabréfaeignum.

Þetta var samt ekki hinn raunverulegi dauðadómur sparisjóðanna. Þeir voru vel fjármagnaðir og nutu bæði tryggðar og ánægju viðskiptavina sinna við upphaf tuttugustu aldar. Þeir lutu í lægra haldi vegna þess að hinir hefðbundnu starfsþættir þeirra – greiðsluþjónusta og innlánataka – voru tæknivæddir í upphafi tíunda áratugarins og lúta nú gríðarlegri stærðarhagkvæmni. Þá byggir nútíma bankaþjónusta í auknum mæli á samlagningu margra fjölbreyttra þjónustupátta í einn pakka (bundling) sem bankinn getur boðið með hagstæðum hætti vegna breiddarhagræði (economies of scope). Við þetta gátu sparisjóðirnir ekki keppt nema að hætta að vera sparisjóðir og breyta sér í banka, sem er sama þróun sem hefur átt sér stað á alþjóðavísu.

Það urðu endalok flestra sparisjóðanna að renna inn í viðskiptabankana eftir hrun sem hefur skilað gríðarlegri hagræðingu. Það má vel sjá af starfsmannatölum. Í árslok 2007 voru 4.050 manns í vinnu hjá fimm bönkum en 785 manns unnu fyrir 18 sparisjóði. Aftur á móti í árslok 2017 unnu 2.808 manns fyrir fjóra banka og 33 unnu í fjórum sparisjóðum. Það er að sönnu sorglegt að fólk missi vinnuna – en

ef 2000 færri bankastarfsmenn vinna nálægt því sama gagn þá kallast það framleiðni á máli hagfræðinnar og er móðir allra efnahagslegra framfara. Grunnfjármálaþjónusta er nú orðin opin, tæknivædd og næsta sjálfsögð fyrir allan þorra almennings. Hefðbundin greiðsluþjónusta og efnahagsreikningsfrek útlánastarfsemi er einfaldlega vart lengur á færi smárra fjármálastofnana sökum aukinnar stærðarhagkvæmni og strangara regluverks. Það heldur ekki séð að það sér skortur á þessari þjónustu hérlendis – raunar þvert á móti. Fyrirséð er að bankarnir þrír verði að leggja út í mikla hagræðingu í veitingu þessara hefðbundnu þjónustupátta á næstu, m.a. vegna tilkomu fjártækni sem fjallað var um hér að framan.

Sú hugmynd að endurreisa sparisjóðakerfið jafngildir því að formið yfirtaki efnið eða leiðin verði mikilvægara en markmiðið. Staðreyndin er sú að Ísland er ennþá yfirbankað land ef litið til viðskiptabanka- og greiðsluþjónustu – það er ekki lengur þörf á sparisjóðum til þess að brúa einhverja markaðseyðu eða tryggja bankaþjónustu til einhverra þjóðfélagshópa. Þar fyrir utan liggur ekki lengur skýrt fyrir hver er raunverulega munurinn á viðskiptabanka og sparisjóði. Það er því erfitt að sjá hverju það ætti að skila fyrir eiganda eða viðskiptavini Landsbankans að breyta honum í samfélagsbanka/sparisjóð. Í besta falli yrði lítil sem engin breyting á starfsemi bankans, í versta falli væri verið að þvinga hann í úrelt rekstrarlíkan.

Ljóst er að bankaþjónusta á eftir að taka miklum breytingum á næstu árum, enda eru bankar undir miklum þrýstingi frá fjártækniyfirtækjum. Það er því mjög hættuleg hugsun að ætla að læsa einhvern eða alla bankanna inni í einu rekstrarmódeli – líkt og að vera sparisjóður. Að sama skapi gæti þessi nýja fjártækni opnað nýja möguleika fyrir samfélagsbankastarfsemi af ýmsum toga. Líklega verður áherslan þá á fjármálaþjónustu í breiðum skilningi og sjóðasöfnun (e. financial pooling) til ákveðinna samfélagsverkefna fremur en fjármálalega milligöngu á efnahagsreikningi einhverrar stofnunar. Almennt séð eru samfélagslegar og umhverfislegar áherslur á uppleið á fjármálamörkuðum hins vestræna heims – fólk og stofnanir vill tryggja að fjármunir þess gangi til góðs. Þessi hreyfing hefur nú þegar haft veruleg áhrif á starfsemi hefðbundinna banka. Og er það vel. Hins vegar, ef slík samfélagsbankaþjónusta á raunverulega að koma að gagni, hlýtur hún að vera sjálfsprottin af góðri grasrót og byggja á þjónustulausnum framtíðar en ekki fortíðar.

## Fjárfestingabankastarfsemi

Fjárfestingabankar eiga það sameiginlegt með viðskiptabönkum að sinna fjármálalegri milligöngu (e. financial intermediation) á grundvelli upplýsingasöfnunar. En miðlunin fer fram á fjármálamörkuðum þar sem bankinn leiðir saman kaupendur og seljendur. Hægt er að orða það sem svo að fjárfestingarbankar sjái um að lækka upplýsingaþröskulda á fjármálamarkaði. Starfssvið fjárfestingarbanka er í meginatriðum tvíþætt. Verðbréfamiðlun (Broker-Dealing) sem er fjármálaleg milliganga á markaði og síðan hlutabankastarfsemi (Merchant banking) þar sem bankar kaupa eigið fé í óskráðum fyrirtækjum í stað þess að lána út.

Höfuðhlutverk fjárfestingarbanka sem verðbréfamiðlara er að leysa þau upplýsingavandamál sem fylgja frumútgáfum á fjármálamarkaði með því áætla markaðsverð fyrir þær. Frumútgáfur eru – eðli málsins samkvæmt – nýjar vörur á markaðinum sem verður að áætla markaðsverð fyrir. Hér er um mikla hagsmuni að ræða því mikill álitshnekkir fylgir því ef útboð misheppnast vegna þess að áætlað verð var of hátt og einnig er það gríðarlegt tap að selja útgáfur undir markaðsvirði. Gjaldið sem fjárfestingabankinn tekur fyrir þjónustu sína felst í þóknunum sem útgáfuaðili greiðir. Bankinn leysir þetta af hendi með tvennum hætti: Í fyrsta lagi með því að koma fram sem trúnaðaraðili sem fá viðkvæmar rekstrarupplýsingar frá útgáfuaðilanum á hvers grundvelli fyrirtækjaráðgjöf bankans vinnur verðmat. Í öðru lagi með því að með því að stunda verðbréfamiðlun á eftirmarkaði (secondary trading)

með mjög lágum þóknunum til þess að safna upplýsingum um verðkennitölur markaðarins hverju sinni. Þannig skapar hann seljanleika á eignamörkuðum sem gera m.a. litlum fjárfestum kleift að stunda viðskipti með litlu verðbili.

Frumútboðin eru síðan oftast hluti af einhverju mjög viðtæku ferli, samrunum, yfirtökum, nýjum fjárfestingum og nýrri fjármögnun sem felur í sér endurmótun í fyrirtækjarekstri – og fjárfestingarbankinn tekur virkan þátt í. Hér mætti nefna sölutryggingu útboðsins (e. underwriting), markaðsvakt til þess tryggja seljanleika útgefinna bréfa á eftirmaaði, þá eða tryggja upplýsingastreymi til fjárfesta í viðkomandi félagi með reglulegri birtingu greininga og verðmats. Upphaflega voru fjárfestingarbankar með mjög lítinn efnahagsreikning og sinntu í raun aðeins milligöngu milli fjárfesta og framboðsaðila. Þeim (öfugt við viðskiptabanka) er ekki ætlað að hafa mismun á tímalengd eigna- og skuldahliðar á sínum efnahagsreikningi.

Hefðbundið er að skipta fjárfestingarbanka í framlínu, miðlínu og baklínu eins og sést hér að neðan.

#### Framlína.....

- **Verðbréfamiðlun (Broker–Dealing)** Ráðgjöf, miðlun verðbréfa á eftirmaaði, frumútgáfa hlutabréfa og skuldabréfa.
- **Fyrirtækjaráðgjöf (corporate finance)** – fókus á alhliða fjármögnun fyrirtækja sem og sameiningar, yfirtökur, frumútgáfur og umbreytingu félaga.
- **Hlutabankastarfsemi (Merchant banking/private equity)** – fjárfestingar í hlutafé óskráðra fyrirtækja.
- **Greining og ráðgjöf** – Söfnun og úrvinnsla upplýsinga af markaði, spágerð og svo framvegis.
- **Veltubók** – stöðutaka fyrir hönd bankans, s.s. vegna markaðsvaktar, áhættustýringar eða í hagnaðarskyni.
- **Eignastýring (asset management)** – stýring eignasafna fyrir stofnanir og einstaklinga.
- 

#### Miðlína.....

#### Áhættustýring – Fjármögnun og fjárstýring – Regluvörður - innra eftirlit

#### Baklína.....

- **Bakvinnsla – Tölvur og tækni**

Skemað hér að ofan lýsir fullútbúnum fjárfestingabanka – ef svo má að orði komast – með öll þjónustusvið í boði. Hver rekstrareining hefur ákveðið sjálfstæði innan bankans og strangar reglur ríkja um upplýsingaflæði og samgang á milli þeirra sem ganga undir nafninu *kínamúrar* í daglegu tali. Hins vegar eru mörg fjármálafyrirtæki sem aðeins bjóða upp eitt eða nokkur af þessum þjónustusviðum. Til að mynda eru til fjármálafyrirtæki sem sinna aðeins miðlun, aðeins eignastýringu, aðeins greiningu, aðeins fyrirtækjaráðgjöf og sjóðir sem kaupa eingöngu í óskráðum félögum – og svo framvegis.

Fjárfestingabankastarfsemi í hreinu formi sem byggir á beinni fjármálalegri milligöngu á markaði er mun áhættuminni en viðskiptabankastarfsemi sem byggir á því að nota efnahagsreikninginn og taka höfuðstólsáhættu við þessa sömu milligöngu. Í grunninn, taka fjárfestingarbankar markaðsáhættu (e. market risk) en viðskiptabankar lánaáhættu (e. credit risk) og það er alls ekki sjálfgefið að annað sé áhættumeira en hitt. Veldur þar hver á heldur.

Eins og áður segir, veita fjárfestingarbankar aðstoð við beina fjármálalega milligöngu með því að lækka upplýsingaþröskulda á markaði. Þannig er alltaf samkeppni til staðar á milli viðskiptabanka og fjárfestingabanka um að fjármagna fyrirtæki – einnig er hægt að kalla það samkeppni á milli

stofnanabundinnar milligöngu í gegnum efnahagsreikning og beinnar milligöngu á markaði. Það er því kannski ekki furða að sú spurning vakni hvort að þessar tvær tegundir af bankastarfsemi eigi heima undir sama þaki – í einum alhliða banka. Þá jafnframt hvað gerist ef þessir tvær tegundir fara að leita inn á búsetusvæði hvernar annarrar.

Kostirnir við viðskiptabankastarfsemi eru stöðugar tekjur (af útlánnum og greiðsluþjónustu) og örugg ríkistryggð fjármögnun (með innlánatryggingu). Þetta er sá bakstuðningur sem margir telja að fjárfestingabankastarfsemi þurfi á að halda til þess að geta staðið að baki efnahagsreikningi með lítt seljanlegum eignum og langvarandi niðursveiflu á mörkuðum. Þá býður alhliða starfsemi upp á verulegt breiddarhagræði þar sem bankinn verður einnar-áningar-sjoppa (One stop shopping) fyrir mjög fjölbreytta þjónustu fyrir viðskiptavinum. Þá fylgir alhliða starfsemi aukið rekstraröryggi með fjölbreyttari tekjustofnum og fjölbreyttari fjármögnun. Loks, skyldi því ekki gleymt að fjárfestingabankastarfsemi og heildsölufjármögnun mynda svigrúm (buffer) fyrir heimtur innlána við gjaldþrot líkt og gerðist hérlendis við hrunið 2008.

Vandamál sem fylgja alhliða starfsemi er fjórþætt. Í fyrsta lagi verður alltaf að slá varnagla við það að nota ríkistryggðar bankainnistæður (safnað af viðskiptabanka) í áhættusamar stöðutökur á fjármálamarkaði (framkvæmdar af fjárfestingarbanka). Í annað stað leiðir söfnun innlána og greiðsluþjónusta til þess að bankar verða kerfislega mikilvægir og því of-stórir-til-að-falla (e. Too-big-to-fail). Það getur síðan valdið því að þeir fá óbeina ríkisábyrgð á skuldabréfaútgáfum sínum sem þeir geta síðan nýtt í áhættusamar stöðutökur – líkt og var með íslensku bankanna á árunum fyrir hrun og fjallað er nánar um hér síðar. Í þriðja lagi hefur verið óttast um að alhliða bankar hafi kæfandi áhrif á hlutabréfamarkað þar sem þeir freisti þess að leysa málin sjálfir innandyrá fremur en nota markaðinn. Loks, eru uppi áhyggjur af því að sambúðin við viðskiptabanka verði til þess að fjárfestingabankastarfsemin verði of efnahagsreiknings-miðuð með of mikilli skuldsetningu. Svo sem að of mikill freisting verði að „lána inn í díla“ til þess að fá þóknar frá fyrirtækjaráðgjöf.

Eins og fjallað er hér að framan var ákveðið að skilja á milli viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi í Bandaríkjunum í kjölfar kreppunnar miklu árið 1933 með sk. Glass-Steagall lögum – samhliða því að ríkistryggja innlán. Þetta leiddi af sér tvöfalda þróun – viðskiptabanka með ríkistryggingu sem fengu strangt aðhald frá ríki og fylkisstjórnnum. Hins vegar fengu fjárfestingabankar mikið frelsi til athafna og urðu leiðandi í fjármálalífnum. Bandarískt fjármálalíf óx því upp sem “markaðsbyggt” (e. market based) fremur en “bankabyggt” (e. bank based) líkt og þekktist í Evrópu þar sem fjármálaleg milliganga fór fram á markaði þar 4 stórir fjárfestingabankar báru höfuð og herðar yfir markaðinn. Hins vegar, eftir 1980, var farið á slaka á höftum á starfsemi viðskiptabanka þar vestra allt þar til árið 1999 að Glass-Steagall lögin voru afnumin. Viðskiptabankar fóru í kjölfarið að í auknum mæli að beita sér á markaði við fjármögnun fyrirtækja auk þess að veita ábyrgðir og tryggingar í tengslum við útgáfu fjármálagerna. Samkeppnin harðnaði við miðlun og ráðgjöf og þóknar skruppu saman – hefðbundin fjárfestingabankastarfsemi með milligöngu á mörkuðum gaf af sér mun minni tekjur.

Bandarísku fjárfestingabankarnir brugðust við með því að stækka efnahagsreikninginn til þess að geta tekið aukna höfuðstóls-áhættu (principle risk) auk þess að byggja upp eignasafn með lítt seljanlegum eignum – s.s. afleiðum eða óskráðum eignum. Þeir fóru jafnframt í auknum mæli að nota efnahagsreikninginn í fjármálalegri milligöngu, s.s. með því að veita bein lán samhliða fjárfestingarverkefnum – eða „lánað inn í díla“ eins og það er kallað á slangri fjármálamarkaða. Þetta sást vel í mörgum skuldsettum yfirtökum „leveraged buy-outs“ á árunum 1998-2008. Stækkun efnahagsreiknings fjárfestingabankanna var fjármögnuð með auknu eigin fé og skuldabréfaútgáfu sem oft á tíðum var stutt. Þannig skapaðist seljanleikamisræmi á milli eigna og skulda sem varð að verulegu vandamáli eftir fjármálakreppan hófst um mitt ár 2007. Og varð síðan banabiti Lehman Brothers í september 2008 þegar bankinn missti trúverðugleika sinn og hætti að geta endurfjármagnað sig með

útgáfu skuldabréfa, m.a. vegna áhyggna af undirmálslánnum. Sama áru voru tveir aðrir stórir fjárfestingabankar yfirteknir af viðskiptabönkum – þ.e. Bear Sterns og Merrill Lynch. Sá fjórði – Goldman-Sach – yfirtók útibú og innlánastarfsemi. Bandarískt fjármálakerfi er nú sama marki brennt og önnur fjármálakerfi í hinum vestræna heimi – að vera haldið uppi af alhliða (e. universal) bönkum sem stunda bæði viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi.

Þetta er þó ekki endir málsins. Flest vestræn ríki hafa sett ákveðnar varnarlínur um tengsl viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi innan sömu stofnunnar eftir fjármálakrísunnar – einkum þá hvað varðar ráðstöfun ríkistryggðra innlána sem og varna því að fjárfestingabankastarfsemi fái óbeina ríkisábyrgð vegna kerfislægs mikilvægis (e. too-big-to-fail). Þekktast af þeim eru hin sk. Volcker regla – kennt við Paul Volcker fyrrverandi seðlabankastjóra Bandaríkjanna – sem bannar innlánsstofnunum að standa í eigin viðskiptum með fjármálaafurðir. Volcker reglan er hluti af hinum sk. Dodd-Frank lögum sem kveða einnig á um bann við eignarhaldi banka á framtakssjóðum og vogunarsjóðum. Í þeim löndum sem hafa stórt alþjóðlegt bankakerfi – líkt og Bretland eða Sviss – hefur umbótastarfið beinst að því að reyna að afmarka þá hluta fjármálastarfseminnar sem ríkinu ber skylda til að tryggja og þjóna smáum aðilum á heimamarkaði, en reyna að aflétta ábyrgð á þeim hluta er þjónar stórum aðilum eða starfar á alþjóðavettvangi. Í Bretlandi hefur Vickers-nefndin lagt til að bankar sem eru með innlán umfram 25 milljarða sterlingspunda þurfi að girða á milli innlánastarfsemi og annarrar starfsemi innan sömu samsteypu. Hér er ekki rými til þess að fjalla frekar um þessi atriði hér.

Eins og áður segir eru íslenskir bankar mjög litlir í alþjóðlegum samanburði og því verulega háðir bæði stærðar- og breiddarhagræði til þess að geta starfað með hagkvæmum hætti. Af þeim sökum verður að hugsa það mjög nákvæmlega ef ákveðið er að skerða starfssvið eða takmarkað þjónustuframboð þeirra með einhverjum hætti þar sem mun minnka rekstrarhagkvæmni þeirra verulega. Það er þannig fá eða engin rök sem standa til þess að Íslendingar – einir þjóða – tækju upp algeran aðskilnað í anda Glass-Steagall laganna frá árinu 1933. Ljóst, er jafnframt að bæði tilkoma fjártækni og uppgangur skuggabanka hefur leitt til þess að skilin á milli þessara starfssviða í bankaþjónustu eru ekki lengur svarthvít heldur hafa gránað verulega. Hins vegar, er það þess mjög um vert að skoða mögulega hagsmunaárekstra sem samrekstri viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi héraendis með það að markmiði að efla beina fjármálalega milligöngu á markaði sem samkeppni við fjármögnun fyrirtækja. Í því samhengi má velja því fyrir sér hvort það sé heppilegt að bankarnir þrír reki jafn umfangsmikla eignastýringu líkt og þeir gera nú með mörgum ólíkum fjárfestingarsjóðum. Eðli málsins samkvæmt, ættu viðkomandi sjóðir að vera helstu samkeppnisaðilar eiganda sinna, bankanna, við fjármögnun ýmissa verkefna. Verður nánar vikið að þessu í kafla hér að neðan í umfjöllun um fjármálamarkaði.

## Niðurstaða

Sparisjóðirnir lutu í lægra haldi vegna þess að hinir hefðbundnu starfspættir þeirra – greiðsluþjónusta og innlánataka – voru tæknivæddir í upphafi tíunda áratugarins og lúta nú gríðarlegri stærðarhagkvæmni. Við þetta gátu sparisjóðirnir ekki keppt nema að hætta að vera sparisjóðir og breyta sér í banka, sem er sama þróun sem hefur átt sér stað á alþjóðavísu.

Sú hugmynd að endurreisa sparisjóðakerfið jafngildir því að formið yfirtaki efnið eða leiðin verði mikilvægara en markmiðið. Staðreyndin er sú að Ísland er ennþá yfirbankað land ef litið til viðskiptabanka- og greiðsluþjónustu – það er ekki lengur þörf á sparisjóðum til þess að brúa einhverja markaðseyðu eða tryggja bankaþjónustu til einhverra þjóðfélagshópa.

Nýjungar í fjártækni geta opnað nýja möguleika fyrir samfélagsbankastarfsemi af ýmsum toga. Líklega verður áherslan þá á fjármálaþjónustu í breiðum skilningi og sjóðasöfnun (e. financial pooling) til

ákveðinna samfélagsverkefna fremur en fjármálalega milligöngu á efnahagsreikningi einherrar stofnunar. Ef slík samfélagsbankaþjónusta á raunverulega að koma að gagni, hlýtur hún að vera sjálfsprottin af góðri grasrót og byggja á þjónustulausnum framtíðar en ekki fortíðar.

Það eru fá eða engin rök sem standa til þess að Íslendingar – einir þjóða – tækju upp algeran aðskilnað í anda Glass-Steagall laganna frá árinu 1933. Ljóst, er jafnframt að bæði tilkoma fjártækni og uppgangur skuggabanka hefur leitt til þess að skilin á milli þessara starfssviða í bankaþjónustu eru ekki lengur svarthvít heldur hafa gránað verulega. Hins vegar, er það þess mjög um vert að skoða mögulega hagsmunaaðreksstra sem samrekstri viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi. Í því samhengi má velta því fyrir sér hvort það sé heppilegt að bankarnir þrjú reki jafn umfangsmikla eignastýringu líkt og þeir gera nú með mörgum ólíkum fjárfestingarsjóðum. Eðli málsins samkvæmt, ættu viðkomandi sjóðir að vera helstu samkeppnisaðilar eiganda sinna, bankanna, við fjármögnun ýmissa verkefna.

## Skattborgarar í skotlínunni

### Núverandi staða ríkisins á fjármálamarkaði

Íslenska ríkið er nú mjög umfangsmikið á fjármálamarkaði þar sem það er nú eigandi að Landsbanka og Íslandsbanka. Ríkið var með samtals 412 milljarða sem bókfært eigið fé bundið í þessum tveim bönkum ef miðað við 30. september síðastliðinn. Í ríkisreikningi er þess eign færð á 80% bókfærðu verði – sem eru um 330 milljarðar. Þessu til viðbótar rekur ríkisvaldið þrjá lánasjóði – það er Íbúðalánasjóð, Lánasjóð Íslenskra námsmanna og Byggðastofnun. Alls eru um 120 milljarðar bókfærðir sem eigið fé hjá þessum þremur sjóðum – hér vegur LÍN þyngst með um 96 milljarða í eigið fé. Það skiptir þó meira máli að fjármögnun þessara þriggja sjóða hefur verið með ríkisábyrgð sem nemur alls 857 milljörðum króna – hér vegur Íbúðalánasjóður þyngst með 785 milljarða ábyrgð. Ef þetta er allt tekið saman – og áfram miðað við bókfært virði – er ríkið alls með 2.186 milljarða í húfi í lánastarfsemi hérlendis. Það er því ljóst að íslenskir skattgreiðendur hafa töluvert undir í fjármálageiranum. Er þá ekki verið að horfa til mögulegrar ríkisábyrgðar innlána sem alls telja 2000 milljarða hérlendis.

Almennt séð á ríkið ekki að grípa inn í samkeppnisrekstur nema mjög ríkar ástæður séu fyrir hendi sem hægt er að rekja til einhvers konar markaðsbrests (e. market failure). Það er erfitt að sjá nokkrar slíkar ástæður fyrir ríkiseignarhaldi á viðskiptabönkum hérlendis nema þá aðeins að erfitt sé að finna kaupendur á ásættanlegu verði. Eins og áður segir er Ísland yfirbankað land ef litið til viðskiptabanka- og greiðsluþjónustu og því ekki þörf á ríkisaðstoð til þess að tryggja bankaþjónustu. Aftur á móti er hægt að finna rök fyrir starfrækslu bæði Byggðastofnunar og LÍN sem tengjast vandamálum við veðsetningu. Byggðastofnun er ætlað að bregðast við lægra veðhæfi fyrirtækja á landsbyggðinni vegna almennt lægra eignaverðs utan höfuðborgarsvæðis og má líta á sem hluta af byggðastefnu stjórnvalda. LÍN er aftur á móti ætlað bregðast við þeirri staðreynd að nær ómögulegt er að veðsetja mannauð eða framtíðartekjur til langs til langs tíma. Af þeim sökum geta námsmenn ekki fjármagnað nám sitt nema að takmörkuðu leyti með lánum úr bankakerfinu. Jafnframt er hægt að færa rök fyrir því að menntun skapi mun meiri þjóðhagslegan ábata en endurspeglit í launum menntaðs fólks og því sé réttlæt看legt að niðurgreiða lánsfjármagn til námsfólks. Hægt er síðan að deila um hvernig eigi nákvæmlega að standa að þessum lánveitingum – en það er önnur saga. Hvað Íbúðalánasjóð varðar er sagan heldur dapprari. Engin haldbær rök eru til þess að veita ríkisábyrgð fyrir fasteignalánum. Ef ætlun ríkisins er styðja ákveðna hópa til þess að eignast húsnæði eru ótal aðrar leiðir til.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Sjá nánari umfjöllun Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson og Valdimar Ármann (2012), Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga, Samtök fjármálafyrirtækja.

Það ætti enginn að velkjast í vafa um það að sá starfi að lána út fjármagn er gríðarlega áhættusamur og það verða að vera ríkar ástæður fyrir hendi að verja fjármunum skattgreiðenda til þess að vera eiginfjármagn fyrir fjármálastofnanir. Með því eru skattgreiðendur að manna fremstu víglínu þegar kemur að útlánatöpum. Lykilatriði við setningu Neyðarlaganna í október 2008 var einmitt sú staðreynd að bankarnir voru í einkaeigu og því gat ríkisstjórn Íslands hafnað allri ábyrgð á skuldum þeirra (öðrum en innlánum) og látið þá falla á kostnað kröfuhafa. Sú röksemd heyrir oft í þessu samhengi að bankarnir séu ek. gullgæsir sem ríkið geti ekki sleppt frá sér. Hefur í því samhengi verið bent á þær drjúgu arðgreiðslur frá bönkunum sem hafi runnið inn í ríkissjóð frá hrúni. Hins vegar er hættulegt að yfirfæra sérstakar aðstæður í fortíðinni yfir á framtíðina.

Nýju bankarnir voru stofnaðir með eignafærslu frá gömlu bönkunum á undirvirði í kjölfar neyðarlaganna og uppfærsla þessara sömu eigna í kjölfar efnahagsuppgangs sem staðið hefur nú allt að átta ár. Þá hafa bankarnir að einhverju leyti verið skýlt fyrir erlendri samkeppni af fjármagnshöftum. Framtíðin lítur ekki svona út. Í framtíðinni verður sótt að íslensku bönkunum úr öllum áttum samhliða því að landið mun aftur samþætta við erlenda fjármálamarkaði, lífeyrissjóðir verða atkvæðameiri á fjármálamarkaði og fjártækni vex fiskur um hrygg. Nú þegar er grunnrekstur bankanna í járnum vegna mikils kostnaðar, jafnframt því sem ýmsar séríslenskar kvaðir gera þeim óhægt fyrir. Það er því töluverð áhætta fyrir skattgreiðendur að binda fjármagn í atvinnugrein sem er að fara í gegnum jafnmikla umbreytingu og fjármálageirinn mun án efa gera á næstu árum. Þá ætti hrúnið 2008 einnig hafa sýnt fram á það hvernig að mikill hagnaður af fjármálastarfsemi getur snúist yfir í mikið tap á stuttum tíma – s.s. þegar hið alþjóðlega fjármálakerfi lendir í uppnámi eða íslenska hagkerfið fer í kreppu. Ef svo fer, gæti sú staða hæglega komið upp að ríkissjóður þyrfti að leggja bönkunum til nýtt eigið fé með ænum tilkostnaði líkt og raunar gerðist 2008.

Þá getur það ekki talist annað þverstæða að samfélagssinnað fólk skuli vilja binda 330 milljarða króna (sem er 80% af bókfærðu eigin fé Landsbanka og Íslandsbanka) í áhættusamri fjármálaþjónustu í stað þess að leggja fjármunina í raunverulega samfélagslega innviði – skóla, sjúkrahús, vegi og fleira sem geta skilað mjög miklum þjóðhagslegum ábata. Ef þessum peningum verður einhvern veginn beitt til þess að niðurgreiða fjármálaþjónustu á samkeppnismarkaði, er það ekki aðeins brot á samkeppnislögum heldur einnig óábyrg notkun á almannafé.

## Ríkisábyrgðir

Hins vegar er það ekki aðeins ríkiseignarhald sem skiptir máli heldur líka ábyrgðir. Ríkisábyrgð felur alltaf í sér bjögunaráhrif fyrir lánastofnanir. Hún verður til þess að aftengja á milli eigna- og skuldahliðar þar sem þeir sem koma að fjármögnun fara ekki fram á áhættuþóknun í samræmi við áhættutöku stofnunarinnar í útlánnum. Allt misræmi sem myndast á milli eigna og skulda mun ríkið ábyrgjast. Á þetta bæði við um þá sem kaupa skuldabréf eða leggja innstæður til hans. Þessi aftenging verður einnig til þess freista til meiri áhættusækni þar sem slíkt mun ekki hafa áhrif á fjármögnun. Ein helsta arfleifð kreppunar miklu á þriðja áratug tuttugustu aldar var sú að ríkið hóf að tryggja innistæður í bönkum til þess að koma í veg fyrir bankaáhlaup, sem urðu mörgum bankanum að fjörtjóni á þessum tíma. Hins vegar, eftir því sem tímar hafa liðið fram, hefur ábyrgðin orðið mun víðtækari og einnig náð yfir skuldabréfafjármögnun.

Hægt er að færa fyrir því gild rök að helstu bankar heimsins hafi verið með óbeina ríkisábyrgð á fjármögnun sinni á árunum fyrir fjármálakreppuna. Þannig hafi fjármögnunarkostnaður þeirra verður of lágur þar sem ríkisábyrgðin var reiknuð til grundvallar fjármögnun og bankarnir hafi þannig fengið hvata til of mikils vaxtar og of mikillar áhættusækni. Þetta er það sem hefur verið kallað of-stór-til-að-



falla vandamálið (e. too big to fail) sem segir að ef bankar ná því að vera kerfislega mikilvægir muni ríkisvaldið ekki leyfa þeim að verða gjaldþrota undir neinum kringumstæðum. Það að vera kerfislega mikilvægur getur bæði falið í sér að viðkomandi banki hafi nægjanlega stóran hlut af innstæðum almennings innan sinna vébanda eða gegni nægjanlega viðamiklu hlutverki í greiðslukerfi viðkomandi lands. Í báðum tilvikum muni fall hans smitast út um allt fjármálakerfið og valda keðjuverkandi áhrifum.

Allir íslensku bankarnir þrír, fyrir 2008, voru kerfislega mikilvægir og þannig með óbeina ríkisábyrgð og af þeim sökum var láns hæfi þeirra tengt láns hæfi íslenska ríkisins. Það er því enginn tilviljun að þeir skyldu hefja útrás eftir 2003 en ári á undan fékk íslenska ríkið AAA láns hæfi frá Moody's sem er hæsta láns hæfi sem þjóðríkjum er veitt – sem sjálfkrafa færðist yfir á bankanna. Þannig gátu þeir stundað áhættusama fjárfestingabankastarfsemi á eignahlið en samt fengið nær sömu kjör í fjármögnun og íslenska ríkið í skuldabréfaútgáfum erlendis. Þessi tvískipting áhættu á eigna- og skuldahlið skapaði gríðarlegan hagnað á ákveðnu tímabili en varð bönkunum að aldurtíla að lokum. En eftir að íslenska bankakerfið hafði náð stærð sem svaraði tífaldri landsframleiðslu Íslands breyttust þeir frá því að vera of-stórir-til-þess-falla en urðu of-stórir-til-að-bjarga (e. too-big-to-save). Það varð síðan kveikjan að kerfisbundnu bankaáhlæpi á Íslandi í september 2008 eftir fall bandaríska fjárfestingabankans Lehman's. Með neyðarlögum frá í október 2008 var þessari óbeinu ríkisábyrgð hafnað á skuldabréfum en innistæðunum bjargað yfir í nýja banka ásamt samsvarandi eignum úr þrotabúum gömlu bankanna.

Íbúðalánasjóður naut beinnar ríkisábyrgðar á bóluárunum og færa má rök fyrir því að álíka hvatavandamál hafi myndast hjá sjóðnum og bönkunum. Hér verður einnig að hafa í huga að hann var undanþeginn kröfum sem gerðar eru til fjármála fyrirtækja um eigið fé og áhættustýringu, og laut forræði félagsmálaráðuneytisins. Báðar hliðar á efnahagsreikningi Íbúðalánasjóðs hafa valdið skattgreiðendum ómældu tjóni. Annars vegar er um að ræða útlánatap sem fellur á ríkið – eiganda sjóðsins – og hins vegar eru stórir óuppgreiðanlegir skuldabréfaflokkar útistandandi með 3,75% vaxtamiða (markaðskrafa HFF bréfa er nú á bilinu 1,7-1,9%) sem eru með ríkisábyrgð og ríkið á enn eftir að bíta úr nálinni með. Þetta ætti að sýna fram á hvað viðskiptabankastarfsemi er í raun áhættusöm og hve ábyrgðarlaust það er að láta skattgreiðendur manna fremstu víglínu þegar útlánatöþ sækja að með því að veita ríkisábyrgðir eða binda skattfé sem eigið fé í bankarekstri.

Þegar litið er til framtíðar á íslenskum lánamarkaði hlýtur eitt helsta álitaefnið að snúa að því hvernig staðið er að veitingu ríkisábyrgðar í lánviðskiptum. Það liggur fyrir að takmarka verður ríkisábyrgð á innstæðum sem og óbeina bakábyrgð ríkisins vegna bankanna. Miðað við smæð íslenska fjármálakerfisins verða íslensku bankarnir þrír ávallt kerfislega mikilvægir og með of-stór-til-að-falla ábyrgð. Hægt er að takmarka þessa ábyrgð með mjög stífum eiginfjárkröfum þannig að hluthafar séu settir í raunverulega tapshættu. Jafnvel má velta fyrir sér hvort ríkið muni setja skorður við því að taka eignir út fyrir efnahagsreikning í sérstökum veðsetningum, s.s. sérvörðum skuldabréfaútgáfum, til að tryggja að nægjanlegar eignir standi að baki ríkistryggingu innistæða.

Meginreglan ætti að vera sú fyrir íslenska ríkið að draga sig út af lánamarkaði með því að hætta að veita ríkisábyrgðir í einu eða öðru formi nema sérstakar ástæður séu til – líkt og tiltekið var hér áðan varðandi LÍN og Byggðastofnun. og sýna þannig ábyrgð gagnvart skattgreiðendum. Ef ríkisábyrgðir eru veittar þurfa að liggja fyrir vel skilgreindar pólitískar, félagslegar eða hagrænar ástæður sem þola opinbera skoðun. Og þá helst þurfa viðkomandi aðilar sem ábyrgðarinnar njóta að greiða gjald fyrir hana með einum eða öðrum hætti.

## Niðurstaða

Íslenska ríkið er nú umfangsmikið á fjármálamarkaði þar sem það er nú eigandi að Landsbanka og Íslandsbanka. Í ríkisreikningi er þess eign færð á 80% bókfærðu verði – sem eru um 330 milljarðar. Þessu til viðbótar rekur ríkisvaldið þrjá lánasjóði – það er Íbúðalánasjóð, Lánasjóð Íslenskra námsmanna og Byggðastofnun. Alls eru um 120 milljarðar bókfærðir sem eigið fé hjá þessum þremur sjóðum. Það skiptir þó meira máli að fjármögnun þessara þriggja sjóða hefur verið með ríkisábyrgð sem nemur alls 857 milljörðum króna – hér vegur Íbúðalánasjóður þyngst með 785 milljarða ábyrgð. Ef þetta er allt tekið saman – og áfram miðað við bókfært virði – er ríkið alls með 2.186 milljarða í húfi í lánastarfsemi hérlendis.

Það verður að teljast óverjandi áhætta að íslenska ríkið sé með svo mikið fé bundið í útlánastarfsemi. Með því eru skattgreiðendur að manna fremstu víglínu þegar kemur að útlánatöpum. Það ætti þannig að vera forgangsmál stjórnvalda að minnka þessa áhættu með öllum ráðum og dád. Ef þessum peningum verður einhvern veginn beitt til þess að niðurgreiða fjármálaþjónustu á samkeppnismarkaði, er það ekki aðeins brot á samkeppnislögum heldur einnig óábyrg notkun á almannafé. Ofangreindir 330 milljarðar í Íslandsbanka og Landsbanka væri betur varið í raunverulega samfélagslega innviði – skóla, sjúkrahús, vegi og fleira. Ef þessum peningum verður einhvern veginn beitt til þess að niðurgreiða fjármálaþjónustu á samkeppnismarkaði, er það ekki aðeins brot á samkeppnislögum heldur einnig óábyrg notkun á almannafé.

## Markaðir í stað stofnana

### Áhætta frá stofnunum til markaða

Eins og áður er farið yfir, þá nota bankar efnahagsreikninginn til þess að miðla fjármagni á grundvelli tengslamyndunar. Efnahagsreikningurinn þeirra er jafnframt farvegur fyrir tímaumbreytingu (e. maturity transformation) þar sem bankar taka við skammtímafjármagni á skuldahlið – s.s. innlánnum – en lána til lengri tíma á eignahlið. Enginn ætti að velkjast í vafa um það að þessi „efnahagsreikningsmiðlun“ er grundvöllur fyrir fjármögnun atvinnulífs og heimila í vestrænum löndum. Hins vegar stafar ákveðin samfélagsleg áhætta af efnahagsreikningum fjármálastofnana sem kom skýrt í ljós í nýliðinni fjármálakreppu. Fyrir það fyrsta fylgir því verulegur freistnivandi að sýsla með fjármuni annarra, en eigið fé fjármálastofnana er yfirleitt lítið í samanburði við heildarefnahagsreikning. Þá skapar tímamismunur eigna og skulda hjá fjármálastofnunum alltaf hættu á bankaáhlaupi eða lausafjárkrísum sem geta verið mjög kostnaðarsöm fyrir efnahagslífið – sem svo mjög hefur verið fjallað um. Þá fer greiðslumiðlunin að mestu leyti fram á skuldahlið – með færslu innistæða á milli reikninga – sem veldur því fall fjármálastofnana getur lamað efnahagslífið.

Landsmenn eru svo lánsamir að búa við sjóðasöfnunarkerfi sem hefur alla burði til þess að tryggja þeim áhyggjulaust ævikvöld. Hins vegar, er það samt svo að lífeyriðgjöldin nema nú um 15,5-21,5% af heildarlaunum fyrir skatta ef viðbótarlífeyrissparnaður er tekinn með í reikninginn. Svo má því heita að skylduiðgjöldin þurrki upp allan frjálsan sparnað í landinu – hann er í raun í umsjá nokkurra lífeyrissjóða. Heildareignir lífeyrissjóðakerfisins nema nú 4.220 milljörðum miðað við 30. september síðastliðinn sem er ríflega ein og hálf landsframleiðsla. Stærðina má líka marka af því að heildarmarkaðsvirði allra útgefinna verðbréfa hérlendis er 4.440 milljarðar og þannig gætu lífeyrissjóðirnir fræðilega séð keypt þau öll ef hugur þeirra stæði til.

Það að vera slíkir stórfiskar í litlu búi leggur töluverða skyldu á herðar lífeyrissjóðanna að taka þátt í fjármálamarkaðinum. Lífeyrissjóðirnir verða því að taka þátt á fjármálamarkaðinum – meðal annars til þess að tryggja veltu og eðlilega verðmyndum – og jafnframt því leggja fram fjármagn til

fyrirtækjarekstrar í landinu. Og það skiptir miklu máli hvernig það er gert. Þeir geta til að mynda geta ekki byggt fjárfestingarstefnu sína á því að kaupa aðeins „öruggar“ eignir eins og ríkisskuldabréf og alls ekki hjá stöku þjóðríki þó það sé heimaland þeirra. Fyrir það fyrsta geta þjóðríki orðið gjaldþrota og þá eru mörg dæmi þess að peningaprentun og verðbólga séu nýtt í því skyni að rýra raunvirði ríkisskulda. Né heldur geta þeir byggt fjárfestingarstefnu sína á því að lána aðeins til húsnæðiskaupa almennings á fyrsta veðrétti. En það er þó ekki höfuðmálið. Slík eins eignaflokks fjárfestingastefna er heldur ekki í samræmi við þau viðmið sem samvalskeningin (e. modern portfolio theory) gefur um áhættudreifingu. En samkvæmt téðri kenningu skiptir áhætta og ávöxtun tiltekins verðbréfs ekki lengur höfuðmáli heldur skiptir fylgni bréfsins við tilgreint eignasafn einnig máli. Samkvæmt samvalskeningunni geta kaup á áhættusömum eignum líkt og hlutabréfum minnkað heildaráhættu safnsins ef fylgni ávöxtunar er lítil eða neikvæð við safnið í heild. Þetta felur í sér að hugtakið „áhætta“ hefur aðra þýðingu fyrir einstaklinga en fyrir verðbréfasjóði – þar sem fyrri aðilinn hugsar um áhættu af eigninni stakri en sá seinni um áhættu hennar í samhengi við samval eigna í stórum sjóði. Er hér komin rötin að mjög svo neikvæðri umræðu um lífeyrissjóði sem heyrst hefur hérlendis og meinta áhættusækni þeirra. Samvalskeningin gerir einmitt ráð fyrir því að lífeyrissjóðir kaupir „áhættusamar“ eignir líkt og hlutabréf í skráðum eða óskráðum félögum til þess að lækka heildaráhættu eignasafnsins.

Í annan stað skipir mjög miklu að erlend samþætting íslensks fjármálamarkaðar skili ábata með aukinni samkeppni en án þess að skapa þjóðhagslega áhættu. Við aðild Íslands að EES árið 1994 var efnahagslíf landsins opnað fyrir fjárfestum frá Evrópu á jafnræðisgrundvelli samkvæmt viðmiði um fjórfrelsi. Tryggja skyldi frjálst flæði vinnuafis, fjármagns, vöru og þjónustu. Í raun voru landsmenn aftur komnir í svipaða stöðu eins og í upphafi tuttugustu aldar með algert viðskiptafrelsi og næstu 15 ár á eftir rann gríðarlegt erlent fjármagn inn í landið. Það var þó að mestu leyti lánsfé en ekki eiginfjárframlög. Þar skildi á milli upphafs tuttugustu aldar hérlendis og þeirrar tuttugustu og fyrstu. Á þeim tíma sem nú er gjarnan kenndur við alþjóðavæðingu og útrás kom því nær engin bein erlend fjárfesting inn í landið ef undan eru skildar fjárfestingar í stóriðju.

Það fjármagn sem kom inn í íslenskt efnahagslíf frá opnun erlendra fjármagnsviðskipta árið 1994 og fram að hruni 2008 var tekið að láni af bönkunum og endurlánað inn í efnahagslífið. Upphaflega sóttu bankarnir fjármagnið með beinum lántökum frá erlendum bönkum en undir lok tuttugustu aldar öfluðu þeir sér lánshæfiseinkunnar og hófu sjálfir að gefa út skuldabréf á fjármagnsmörkuðum ytra. Við upphaf tuttugustu og fyrstu aldar var íslenska fjármálakerfið komið með þau kerfiseinkenni sem áttu síðar eftir að leið til hruns – það er fjármögnun á heildsölumörkuðum og erlend endurlán til innlendra aðila sem margir hverjir áttu hvorki erlendar eignir né höfðu erlendar rekstrartekjur. Árið 2003 voru um 50% af útlánum bankanna til íslenskra fyrirtækja gengistryggð. Þetta hlutfall átti síðan eftir að hækka í 75% á næstu 5 árum. Gengisáhætta og erlend lánsfjármögnun var þá þegar farin að teygja sig í nær hvert einasta horn í íslensku atvinnulífi.

Sú breyting hefur átt sér stað eftir 65 ár af nær samfelldum viðskiptahalla - frá lýðveldisstofnun – hefur landið verið með nokkuð stöðugan og drjúgan viðskiptaafgang frá árinu 2009. Afgangurinn stafar vissulega af ofurvexti í ferðaþjónustu sem hefur aukið þjónustuútflytning en aukinn almennur sparnaður er hefur minnkað innflytning á líka sinn þátt. Það sést m.a. af því að hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu er nú um 50% en var yfir 60% fyrir árið 2008. Þessi aukni sparnaður er að einhverju leyti knúinn áfram af skylduiðgjöldum inn í lífeyriskerfið en eftirspurn eftir lánsfé hefur einnig minnkað.

Fyrir hrun, lögðu landsmenn fram lífeyrisiðgjöldin með annarri hendi en slógu samtímis lán með hinni til þess að standa straum af einkaneyslu. Þeir tímar er nú liðnir. Fólk hefur þrengri aðgang að lánsfjármagni og mun minni lyst á því að skuldsetja sig. Aukinn sparnaður og minni einkaneysla hljóta að koma fram með minni innflytningi er leiðir til viðskiptaafgangs. Samkvæmt skilgreiningu eiga fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður að spegla hvorn annan þannig að greiðslujöfnuður standi á

núlli. Það felur í sér að lönd með varanlegan viðskiptaafgang hljóta að hafa neikvæðan fjármagnsjöfnuð og flytja fjármagn úr landi. Þannig hefur Ísland breyst frá því að vera fjármagnsinnflytjandi með varanlegan viðskiptahalla yfir til þess að vera fjármagnsútflytjandi með varanlegan viðskiptaafgang.

Þá ályktun mætti draga að Ísland þurfi ekki lengur á erlendu fjármagni að haldi – þar sem innlendar sparnaður dugi fyrir þeirri fjárfestingu sem nauðsynleg er. Þetta er hins vegar röng ályktun fyrir tvennar sakir. Fyrir það fyrsta þurfa lífeyrissjóðirnir að flytja fjármagn úr landi til þess að dreifa áhættu og færa má góð rök fyrir því að lágmarkshlutdeild erlendra eigna þurfi að vera um 50% til þess að tryggja áhættudreifingu í eignasöfnum þeirra. Þetta skarð þurfa erlendir fjárfestar að fylla. Í annan stað þurfa Íslendingar á erlendu fjármagni að halda – ekki vegna þess að það „vanti pening í landinu“ heldur til þess að tryggja samkeppni og fjölbreytni á fjármagnsmarkaði. Og þá jafnframt að varpa eitthvað af séríslenskri áhættu yfir á erlendra aðila. Til þess að þetta gangi eftir þarf hið erlenda fjármagn að koma inn í íslenskt efnahagslíf í gegnum fjármálamarkaðinn fremur en í gegnum efnahagsreikninga fjármálastofnana. Og þá helst sem bein fjármögnun fyrir íslensk fyrirtæki – hvort sem miðað er við kaup á skuldabréfum þeirra eða hlutfé. Fyrir því eru tvær gildar ástæður:

Í fyrsta lagi með kaupum á íslenskum verðbréfum í krónum eru hinir útlendu aðilar að taka sjálfir á sig gengisáhættuna en ekki Íslendingar líkt og þekktist hér áður. Þá eru t.d. fyrirtækjaskuldabréf almennt séð með tiltölulega lítinn seljanleika og ættu ekki skapa bráða hættu fyrir gjaldeyrismarkaðinn ef erlendir fjárfestar vilja taka til fótanna.

Í annan stað er einnig grundvallarmunur á þeirri þjóðhagslegu áhættu sem fylgir því fyrir lítil opin hagkerfi að taka við erlendu fjármagni sem beinni erlendri fjárfestingu eða sem lánum. Bein erlend fjárfesting er því með raun og réttu þjóðhagsleg áhættudreifing fyrir viðkomandi land þar sem útlendir fjárfestar taka á sig hluta af rekstraráhættu atvinnulífsins með því leggja fram eigið fé. Með því að gerast hluthafar í atvinnulífinu eru hinir erlendu fjárfestar orðnir hluthafar í samfélaginu sem geta ekki hlaupist á brott þegar skammtímaáfall ríða yfir. Samhliða því að reiða fram hlutfé leggja fjárfestarnir fram bæði þekkingu og viðskiptatengsl til að féð ávaxtist í nýju landi.

Ótal rannsóknir hafa einnig sýnt fram á hvernig tækni og þekking berast á milli landa með eiginfjárflutningum, hvort sem er með stofnun nýrra fyrirtækja eða kaupum á ráðandi hlut í starfandi fyrirtækjum. Eiginfjárfærslur eru því ómissandi hluti af útbreiðslu nýjunga, framfara og aðlögunar og þau lönd sem loka sig frá þessum síkviku straumum bjóða jafnframt hættunni heim á stöðnun. Fyrirtæki í eigu erlendra fjárfesta greiða aukin heldur yfirleitt hærri laun en þekktist meðal annarra fyrirtækja á hverju atvinnusvæði, en almennt séð njóta þau lönd sem eru opin fyrir beinni erlendri fjárfestingu hraðari hagvaxtar. Slíkur þekkingarflutningur er gríðarlega mikilvægur fyrir þær þjóðir sem eru skammt á veg komnar við að tileinka sér nútíma framleiðsluhætti eða geta sökum fólksfæðar ekki verið í fararbroddi í öllum þekkingarferlum.

## Vandamál íslensks hlutabréfamarkaðar

Ein leið til þess að meta hvort hlutabréfamarkaður í einhverju landi sé undir- eða yfirverðlagður er að skoða þróun í heildarvirði skráðra hlutabréfa sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF) í sögulegu samhengi. Þessi kennitala er gjarnan kölluð „Buffett-vísirinn“ (e. the Buffett Indicator) eftir hinum þekktu fjárfesti Warren Buffett. Í Bandaríkjunum er þeirri þumalfingursreglu gjarnan beitt að ef þessi kennitala er stærri en 100% sé markaðurinn dýr en ef hún er minni en 50% þá sé markaðurinn ódýr. Um þetta er þó deilt – enda hefur markaðsvirði skráðra hlutabréfa sýnt leitni upp á við síðustu áratugi. Fylgismenn þessarar reglu benda þó gjarnan á að markaðurinn hafi náð 150% gildi árið 2000 þegar dot.com bólan var í hámarki – og leiðrétting hafi síðan brátt fylgt í kjölfarið. Eftir þessu að dæma er hlutabréfamarkaðurinn þar vestra nú yfirverðlagður þar sem markaðsvirði skráðra hlutabréfa þar hefur hækkað úr því að vera 98% af VLF árið 2011 upp í rúm 155% við árslok 2017. Sama hlutfall er nú 121% í Bretlandi, 56% í Þýskalandi en 114% í Japan.

Hvað Ísland varðar fór þetta hlutfall upp í 270% af VLF þegar hæst stóð í stönginni um mitt ár 2007 – en féll síðan nálægt núlli við árslok 2008. Heildarmarkaðsvirði skráðra hlutabréfa í Kauphöll Íslands var við árslok 2017 hins vegar aðeins 820 milljarðar eða 32% af VLF sem er mjög lágt miðað við önnur vestræn ríki. Þetta er þó vart hægt að túlka sem svo, að hætti Buffetts, að íslensk félög séu svo undirverðlögð heldur er ástæðan án efa sú að markaðurinn í heild sinni er mjög vanburðugur. Sú var tíðin að nær öll skráð fyrirtæki á markaði voru vaxtar- og útrásarfyrirtæki þar sem helstu hluthafar voru skuldsett eignarhaldsfélög. Í kjölfar útrásarinnar varð íslenski hlutabréfamarkaðurinn alþjóðlegur í þeim skilningi að 75% af tekjum þeirra fyrirtækja sem voru í gömlu ICEX-15 úrvalsvisitölunni erlendar en eignarhaldið samt sem áður íslenskt að nær öllu leyti þar sem erlendir aðilar keyptu ekki íslensk hlutabréf í neinum mæli. Hinn stóri hlutabréfamarkaður kallaðist á við ofvaxið fjármálakerfi sem loks féll undan eigin þunga, sem kunnugt er, þegar á reyndi.

Nú hefur pendúllinn sveiflast til baka. Skuldsetningin er horfin úr kerfinu og flest skráð félög eru rötgróin fyrirtæki með áherslu á heimamarkað og verða seint talin vaxtarfélög. Svo má segja að lífeyrissjóðirnir hafi komið markaðinum aftur af stað eftir hrun með góðri þátttöku í nýjum skráningum enda eiga þeir nú ríflega 50% af skráðu markaðsvirði. Því miður hafa fáir aðrir fylgt í kjölfarið. Almennir fjárfestar virðast hálfvegis forðast markaðinn. Vestan hafs hefur almenningur lagt mikið fjármagn í svo kallaða vísitölusjóði sem hafa verið mjög leiðandi á mörkuðum. Slíkir sjóðir hérlendis eru mjög smáir og hafa staðið í stað á síðari árum. Skuldsettir áhættufjárfestar sjást varla. Eftir að höft voru sett á skuldabréfakaup erlendra aðila vorið 2015 hafa margir útlendir sjóðir tekið þann kost að kaupa hlutabréf sem leið til þess að taka stöðu í íslensku hagkerfi. Að öðru leyti hefur íslenski markaðurinn verið fremur daufur sem sést meðal annars af því að Úrvalsvisitölan hefur nær staðið í stað eða lækkað á síðustu 2-3 árum meðan erlendar vísitölur hafa rokið upp á sama tíma.

Það er einnig mjög lýsandi fyrir stöðu íslensks hlutabréfamarkaðar að hann hefur ekki verið nýttur í neinum mæli til þess að sækja fjármagn til vaxtar, yfirtöku eða umbreytingaverkefna með hlutafjárútboðum. Enda kannski ekki von því samkeppnislöggjöf hindrar að miklu leyti sameiningar eða aðrar hrókeringar fyrirtækja á innanlandsmarkaði. Þá má einnig velta því fyrir sér hve mörg íslensk félög eigi raunverulegt erindi á markaðinn í ljósi þess hvað þau eru smá.

Miðlun eiginfjármagns á Íslandi snýst ekki nema að litlu leyti um viðskipti á skráðum markaði heldur er það einka-eiginfjár markaðurinn (e. Private Equity) með óskráð bréf sem er í aðalhlutverki. Það er á þeim markaði þar sem tekist er á við nýsköpun, endurreisn eða uppstökkun fyrirtækja, eða umtalsverðar skipulagsbreytingar.

Umsýsla og framkvæmd einka-eiginfjár verkefna fellur undir fjárfestingabankastarfsemi (e. investment banking) hvort sem litið er til söluhlíðarinnar – þ.e. fyrirtækjaráðgjafar eða miðlunar – eða kauphlíðarinnar. Sem kunnugt er lögðu gömlu bankarnir þrír – Kaupþing, Glitnir og Landsbankinn – mikla áherslu á fjárfestingabankastarfsemi – og sérstaklega þá tegund sem kallast hlutabankastarfsemi (e. merchant banking). Hún byggist á því að sjóðir eða bankar kaupa hlutafé í óskráðum fyrirtækjum í stað þess að lána út, meðal annars til þess að fjármagna vöxt eða umbreytingarferli er gjarnan endar með skráningu á markað. Sú áhersla skilaði raunar miklum árangri á fyrri hluta útrásartímans þegar alþjóðleg félög líkt og Marel, Össur, Bakkavör og Actavis voru byggð upp. Vitanlega voru þeim einnig mislagðar hendur – en samt áður standa eftir mörg farsæl fjölþjóðafyrirtæki sem óbrotgjarnir minnisvarðar um þennan tíma.

Nýju bankarnir hafa viljað sinna fjárfestingabankastarfsemi líkt og forverar þeirra. Þeir voru til að mynda tregir til þess að láta frá sér fyrirtæki eftir að skuldaúrlausn var lokið á árunum eftir hrun meðal annars til þess að tryggja verkefni fyrir sín eigin fjárfestingabankasvið við sölu, skráningu og svo framvegis. Hins vegar, eftir að þeim verkefnum var sleppt hefur lítið komið í staðinn. Á því er engin einhlít skýring. Kannski stafar það af því að stór hluti af þekkingu gömlu bankanna á þessu sviði tapaðist

eftir hrun þegar reynslumesta fólkið í fjárfestingabankastarfsemi yfirgaf þá í stórum hópum. Ef til vill er það vegna þess að nýju bankarnir eru raunverulega settir upp eins og viðskiptabankar – hvað varðar stjórnun, launakerfi og fyrirtækjamenningu. Það er einnig mjög til efs að bankar í ríkiseigu geti raunverulega staðið í fjárfestingabankastarfsemi. Mögulega má rekja þetta til hinnar ríku kröfu um óhæði sem stórir fjölþættir bankar eiga erfitt með uppfylla.

Það leikur þó ekki á tvennu, að Ísland þarf hlutabankastarfsemi þar sem atvinnulífið getur aldrei verið rekið í kósí og kyrrstöðu – heldur þurfa breytingar sífellt að eiga sér stað. Ný fyrirtæki verða að rísa upp og þau gömlu verða reglulega að taka stakkaskiptum. Landsmenn þurfa nýja Marela og Össura. Og til þess þarf öflugna fjárfestingarsjóði. Í þessu samhengi mætti nefna framtakssjóði (e. venture funds) sem yfirleitt kaupa óskráð fyrirtæki eða skráð félögum og taka þau af markaði. Framtakssjóðir reyna yfirleitt að vera áhrifafjárfestar með bolmagn til þess að umbreyta fyrirtækjunum sem þeir eignast, svo sem með því að ráða nýtt stjórnendateymi. Starfsfólk framtakssjóða sest því oft í stjórn þeirra fyrirtækja sem sjóðurinn fjárfestir í og verða jafnvel stjórnendur þeirra. Slíkir sjóðir eru því umbreytingarafli í atvinnulífinu. Í ljósi þess að framtakssjóðir hafa einungis takmarkaðan líftíma er töluverð pressa að ganga hratt og örugglega til verks og að starfsmenn leggi allt í sölurnar til þess að ná árangri.

## Hlutverk lífeyrissjóðanna

Lífeyrissjóðir hafa ákveðna sérstöðu sem lánveitendur þar sem tímalengd skuldahliðar þeirra er ákaflega löng þar sem lífeyrisframlögin eiga að ávaxtast á árum og áratugum. Bankar eru aftur á móti með mjög stutta skuldahlið sem yfirleitt telur innlán eða skuldabréfaflokka með tiltölulega skamman líftíma. Lífeyrissjóðir hafa því yfirburði í langtíma fjármögnun sem hefur mikla þjóðhagslega þýðingu. Bæði heimili og fyrirtæki vilja fjármagn á langtímakjörum – eins og farið var yfir hér að framan – en venjulegir handhafar sparnaðar vilja ekki binda fjármuni sína til langs tíma. Þess vegna byggja bankar fjármögnun sína á innlánnum sem eru alltaf laus til útborgunar – sem þeir síðan lána aftur langt. Tilvist sjóðasöfnunarkerfis ætti því að leiða til lægra seljanleikaálags (e. liquidity premium) – að öðru óbreyttu. Það ætti síðan að lækka hallann á vaxtarófi skuldabréfamarkaðarins og þannig leiða til lægri langtímaavaxta og almennt meiri langtíma hugsunar í fjármagnskerfinu. Skuldahlið lífeyrissjóðanna er samsett úr langtíma verðtryggðum lífeyrisbindingum og af þeim sökum hljóta sjóðirnir að sækjast eftir löngum verðtryggðum fjármálaeignum. Þannig hafa lífeyrissjóðirnar sjálfkrafa orðið máttarstólpar hins verðtryggða skuldabréfamarkaðar héraendis – sem hefur verið mjög virkur og djúpur undanfarna áratugi. Það á sérstaklega við um langar ríkistryggðar skuldabréfaútgáfur – hvort sem ríkissjóður hefur gefið sjálfur eða stofnanir með ríkisábyrgð líkt og Íbúðalánasjóður. Þá hafa langir verðtryggðir vextir einnig farið lækandi héraendis á síðari árum sem má líta sem eðlilega afleiðingu af stækkun sjóðanna og uppsöfnun sparnaðar.

Vegna stöðu sinnar sem langtímafjárfestar hljóta lífeyrissjóðirnir ávallt að gegna höfuðhlutverki við fjármögnun húsnæðislána héraendis – spurningin snýst bara um hvort einhverjir milliliðir komi að verki til þess að meta útlánaáhættu, veita lánið og síðan selja áfram. Þá jafnframt hvort markaðir séu nýttir við milligönguna. Tíðin var sú að Íbúðalánasjóður veitti lánin og fjármagnaði með ríkistryggðri skuldabréfaútgáfu á markaði – þar sem kaupendur voru að stærstum hluta lífeyrissjóðir. Eftir hrun var hins vegar hreyfing til þess að bankarnir veitt húsnæðislán sem þeir síðan ætluðu sér að fjármagna með sértryggðum og verðtryggðum skuldabréfum – þar sem helsti kaupendamarkhópurinn voru vitaskuld lífeyrissjóðir. Raunin hefur síðan orðið sú að lífeyrissjóðirnir hafa sjálfir lánað út milliliðalaust – og þannig sjálfir metið þá útlánaáhættu sem er í spiliinu.

Eins og kemur fram í einni af rannsóknarskýrslum Alpings voru Íbúðalánasjóði mjög mislagðar hendur við mat á útlánaáhættu á árunum fyrir hrun og svo má segja að litið svo á málin að það væri ek. réttur fólks að fá lán. Það er því án efa framför að lífeyrissjóðirnir skuli sjálfir sjá um mat á útlánaáhættu í stað þess að láta það í hendur ríkisstofnunar. Hins vegar er það einu sinni svo að innlánastofnanir

náttúrulega yfirburði við mat á skuldaáhættu (e. credit risk) við miðlun lánsfjármagns í ljósi þeirra upplýsinga sem þær safna með því að sjá um greiðsluþjónustu fyrir viðskiptavinum sína. Lánveitingar lífeyrissjóða verða því ávallt að vera studdar með góðu veði líkt og að lána til íbúðakaupa á fyrsta veðrétti eða með kaupum á skráðum skuldabréfum þar sem skilmálar eiga að vera tryggðir af þriðja aðila. Það er því í sjálfu sér ekkert sem mælir sjálfkrafa gegn því að lífeyrissjóðir geti sjálfir ráðstafað fjármunum sínum til húsnæðis kaupenda án þess að skapi hættu á lánabólum eða útlánatöpum. Í heildarsamhengi munu bein útlán lífeyrissjóðanna fyrir húsnæðis kaupum á fyrsta veðrétti leiða til þess bankarnir missa öruggustu einstaklingslánin af efnahagsreikningi sínum. Jafnframt mun vægi skuldabréfamarkaðarins minnka og erfiðara verður fyrir utanaðkomandi aðila að nálgast þennan eignaflokk.

Miðlun eiginfjármagns felur hins vegar í sér mun meiri vanda fyrir lífeyrissjóði. Með kaupum á hlutfé er fjárfestir að eignast hlut í framtíðarhagnaði fyrirtækis og verður afgangskröfuhafi (e. residual claimant). Þeirri kröfu fylgir einnig vald og ábyrgð á stjórnun fyrirtækisins sem felur í sér beina íhlutun um það hvernig fjármagninu er ráðstafað. Að mörgu leyti er erfitt fyrir lífeyrissjóði að fara með það vald sem fylgir því að eiga ráðandi hlut í fyrirtæki – þar sem töluverður umboðsvandi er til staðar. Sjóðsfélagar eru margir og smáir og eiga erfitt með að hafa bein áhrif á stjórn síns lífeyrissjóðs. Einhverjir aðrir verða því að fara með stjórn sjóðsins í þeirra umboði. Slíku umboði fylgja vitaskuld ýmsar hættur. Tengsl íslenskra lífeyrissjóða við sjóðsfélaga eru nán hvað varðar lífeyrisgreiðslur og lánveitingar til húsnæðis kaupenda, en starfsemi og stjórnun lífeyrissjóða, þar með talið kosning stjórnna, hefur verið samstarfsverkefni launþegahreyfinga eða stéttarféлага annars vegar og atvinnurekenda hins vegar. Eingöngu ú örfáum sjóðum hafa sjóðsfélagar sjálfir komið nánast alfarið að skipun í stjórn sjóðanna. Vinnuarkaðsfélögin hérlandis fara því með stjórn sjóðanna fyrir hönd sjóðsféлага. Það er ekki sjálfgefið að forystufólk þessara féлага skilji þetta umboð sitt með réttum hætti eða þau setji ávallt hagsmunum sjóðsféлага í fyrsta sæti – svo sem með því að láta lífeyrissjóðina fjármagna óarðbær verkefni, beina viðskiptum þeirra á ákveðna staði eða nota þá í valdabaráttu innan viðskiptalífsins. Þá kann einnig að skapast þrýstingur frá stjórnmalamönnum eða réttlætispostulum á samfélagsmiðlum til þess að fá lífeyrissjóði til að víkja frá hagsmunum sjóðsféлага til þess að slá einhverjar pólitískar keilur eða leysa meintann samfélagsvanda. Það er því nauðsyn þess að kínámúrar eða seilingarfjarlægð (e. arms-length distance) sé á milli vinnuarkaðsfélaganna annars vegar og lífeyrissjóðanna hins vegar – og að skipun í stjórnir sjóðanna sé fagleg. Að sama skapi þarf að tryggja skýr og fagleg tengsl á milli stjórnar og þeirra fyrirtækja sem lífeyrissjóðirnir fjárfesta í.

Fyrir efnahagshrunið árið 2008 voru flestir lífeyrissjóðir með þá stefnu að vera hlutlausir fjárfestar. Sem slíkir tóku þeir ekki þátt í atkvæðagreiðslum á hluthafafundum eða beittu sér á annan hátt varðandi rekstur fyrirtækjanna. Eftir hrunið hafa áherslur sjóðanna breyst og eru þeir nú virkari hluthafar. Þeir hafa jafnframt flestir gefið út og staðfest sérstaka hluthafa- eða eigendastefnu og birta einnig opinberlega afstöðu í stjórnarkjöri og atkvæðagreiðslum á hluthafafundum. Hjá flestum lífeyrissjóðum er starfandi valnefnd sem tilnefnir einstaklinga til stjórnarstarfa.

Lífeyrissjóðir fyrst og fremst samvalsfjárfestar (e. portfolio investors) og þjálfun og hæfni starfsfólks hlýtur að miða við þá staðreynd. Oft er þessu þannig skipt upp að stjórnarmenn taka ákvarðanir um fjárfestingar í hlutabréfum eða skuldabréfum féлага sem ekki eru á hlutabréfamarkaði, en fjárfestingastjórnar sinna meira hefðbundnum ávöxtunarfjárfestingum til dæmis í skráðum félögum og skuldabréfum. Heppilegast er að einka-eiginfjár verkefni séu sett upp í faðmlengdarfjarlægð (e. arms-length distance) frá bæði stjórn og framkvæmdarstjórn viðkomandi lífeyrissjóða þannig að komist verði hjá hugsanlegum hagsmunaárekstrum eða tortryggni sem liggur við hvert fótmál í svo litlu landi sem Ísland er. Þessi skil eru ekki alveg skýr hjá lífeyrissjóðunum og því einnig spurning hvernig stjórnir þeirra eru í stakk búnar til að sinna ákvörðunum um fjárfestingar í hlutabréfum eða skuldabréfum

félaga eru skráð. Að sumu leyti væri heppilegra að fjárfestingarsjóðir í eigu lífeyrissjóða – líkt og framtakssjóði – en með skýrt stjórnunarlegt sjálfstæði færi með ráðandi hlut í fyrirtæki fremur en viðkomandi sjóðir raði sér upp sem hluthafar líkt og nú þekkist.

## Erlend fjármagnsviðskipti

Ísland er fullgildur aðili að evrópskum fjármálamarkaði í gegnum EES samninginn og ættu fjármálaviðskipti héraðs sjálfkrafa að samþættast við Evrópu. Það var einnig það sem gerðist á árunum 1994 til 2008 með tilheyrandi boðaföllum – þegar erlent fjármagn streymdi til hávaxtaeyjunnar Íslands. Á þessum árum lækkuðu langir verðtryggðir raunvextir verulega og vaxtamunur hjá bönkunum lækkaði samhliða. En svo kom hrúnið og í kjölfar þess fjármagnshöft. Sem kunnugt er voru útlæðishöftin frá árinu 2008 tekin af í mars árið 2017. Þau hafa að vísu enn stoð í lögum þannig að hægt er að grípa til þeirra ef þörf krefur. Hins vegar nokkru áður, eða í júní árið 2016, voru sett svokölluð innflæðishöft sem byggðu á því að 40% bindiskylda sé lögð á fjárfestingar á íslenskum skuldabréfum fyrir nýjan erlenda gjaldeyri. Þessi bindiskylda hefur nú verið lækkuð í 20%.

Bindiskylda á erlendu fjármagnsinnflæði á sér fyrirmynd frá Chile á tíunda áratugnum. Helsti vankanturinn við þessi höft er að þau virðast byggja á þeirri forsendu að búseta fjárfesta ráði því hvort þeir geti talist þolinmóðir ellegar stöðugir langtímafjárfestar. Af þeim sökum eiga téð innflæðishöft aðeins við þá sem hafa erlenda búsetu. Nú er það svo innlendir fjárfestar halda að öllu jöfnu meiri tryggð við landið. Það breytir því þó ekki að fjárfestar sýna tímaviðmið sín fyrst og fremst með því hvaða fjárfestingakosti þeir velja. Þeir fjárfestar sem til að mynda kaupa löng íslensk fyrirtækjaskuldabréf hljóta að ætla sér að eiga þau til lengri tíma – enda er mjög takmarkaður eftirmarkaður með slík bréf héraðs. Aðra sögu er að segja af þeim sem kaupa stutta ríkisvixla – sem dæmi. Reynsla annarra landa sýnir að innlendir fjárfestar geta verið rétt eins ókyrrir og erlendir – og þjóðerni því mjög ónákvæmur mælikvarði á þolinmæði.

Í grein sinni Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, færði Helene Rey rök fyrir því að sjálfstæð peningastefna væri í raun ómöguleg ef alþjóðlegar fjármagnshreyfingar væru frjálsar: „Sjálfstæði í peningamálum væri aðeins mögulegt ef fjármagnsjöfnuðinum væri stjórnað, með beinum eða óbeinum hætti, sama hvaða gengisfyrirkomulag væri við lýði.“<sup>21</sup>Það er því deginum ljósara að Seðlabankinn verður að hafa stjórn á þróun greiðslujafnaðar til þess að geta tryggt stöðugleika í verðlagi og efnahagslífi – og framfylgd peningastefnu sinnar. Seðlabankinn getur gert það með þrenns konar hætti. Í fyrsta lagi með beitingu fjármagnshafta líkt og nú þekkist. Sú beiting getur þó aðeins verið tímabundin þar sem fjármagnshöft stangast á við EES samninginn. Í annan stað með því að beita gjaldeyrisforðanum til þess að koma í veg fyrir kollsteypur á gjaldeyrismarkaði. Og í þriðja lagi að beita þjóðhagsvarúðartækjum til þess að hafa hemil á skuldsetningu og útlánamyndun í fjármagnskerfinu sem að öðrum kosti gæti ógnað greiðslujöfnuði. Þjóðhagsvarúðartækin hafa þann kost að þau mismuna ekki fjárfestum eftir búsetu og líta á áhrif erlendra fjármagnshreyfinga í mun víðara samhengi en einblína aðeins gjaldeyrismarkaðinn. Hægt er að orða það sem svo að þjóðhagsvarúðartækin rjúfi ekki fjármálasamþættingu (e. financial integration) Íslands við umheiminn sem hætti og bein fjármagnshöft gera og tryggi þannig að erlend fjármagn geti orðið til þess að auka samkeppni á innlendum fjármagnsmarkaði.

---

<sup>21</sup> Fluctuating exchange rates cannot insulate economies from the global financial cycle, when capital is mobile. The “trilemma” morphs into a “dilemma” – independent monetary policies are possible if and only if the capital account is managed, directly or indirectly, regardless of the exchange-rate regime. Sjá Heléne Rey (2018).



## Niðurstaða

Fyrir árið 2008 voru flestir lífeyrissjóðir með þá stefnu að vera hlutlausir fjárfestar eða þöglir félagar (silent partners). Nú hafa áherslur sjóðanna breyst. Þeir eru virkari hluthafar og raða sér t.d. upp sem stærstu hluthafar skráðra fyrirtækja meðan samanlagðan 40-50% heildarhlut. Það er að mörgu leyti óheppilegt að svo fámennur en jafnframt einsleitur hópur fjárfesta sé ráðandi á íslenskum fjármálamarkaði. Jafnframt er ljóst að skylduiðgjöld til lífeyrissjóðanna hafa ruðningsáhrif í för með sér fyrir annan frjálsan sparnað í landinu. Af þeim sökum væri heppilegra frá sjónarhóli samkeppni, mögulegra hagsmunaárekstra og virkra skoðanaskipta á markaði að lífeyrissjóðir settu að setja fjárfestingarverkefni sín í fjárfestingarsjóði með skýrt stjórnunarlegt sjálfstæði og faðmlengdarfjarlægð (e. arms-length distance) frá bæði stjórn og framkvæmdarstjórn viðkomandi lífeyrissjóðs.

Ísland þarf á erlendum fjárfestum að halda – ekki vegna þess að það „vanti pening í landinu“ heldur til þess að tryggja samkeppni og fjölbreytni á fjármagnsmarkaði. Og þá jafnframt að varpa eitthvað af séríslenskri áhættu yfir á erlendra aðila. Það er jafnframt heppilegra að hið erlenda fjármagn renni inn í íslenskt efnahagslíf í gegnum fjármálamarkaðinn fremur en efnahagsreikninga fjármálastofnana. Og þá sem bein fjármögnun fyrirtækja – hvort sem miðað er við kaup á skuldabréfum þeirra eða hlutafé.