



Október 2023 | 1. rit

VETTVAANGUR

VEFRIT UM EFNAHAGS- OG FJÁRMÁL

VERÐTRYGGING SPARIFJÁR OG LÁNSFJÁR

Arnór Sighvatsson, Lúðvík Elíasson, Margrét Valdimarsdóttir,
Ragnar Árni Sigurðarson, Tómas Sigurðsson, Örn Hauksson

Vettvangi er ætlað að stuðla að vandaðri og upplýstri umræðu um efnahags- og fjármál, starfsemi seðlabanka og málefni Seðlabanka Íslands sérstaklega. Í ritinu eru birtar höfundarmerktar greinar eftir starfsfólk Seðlabankans sem höfða til breiðs lesendahóps, t.d. starfsfólks innan stjórnsýslunnar, stjórnámálanna, háskólasamfélagsins, starfsmanna fyrirtækja á fjármálamarkaði, hagsmunasamtaka og annars áhugafólks um efnahags- og fjármál. Markmið útgáfunnar er að miðla á aðgengilegan hátt þekkingu er varðar helstu málefnasvið Seðlabankans, t.d. niðurstöðum rannsókna og umræðu um stefnumótun. Skoðanir sem fram koma í greinum sem birtast í *Vettvangi* eru á ábyrgð höfunda og endurspeglar ekki endilega afstöðu Seðlabanka Íslands.

Merking tákna:

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík, 569 9600, sedlabanki@sedlabanki.is, www.sedlabanki.is

1. rit október 2023 ISSN 3023-0187, vefrit

Öllum er frjálst að nota efni úr *Vettvangi* - *Vefriti um efnahags- og fjármál* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Efnisyfirlit

	Ágrip	4
I	Inngangur	5
	Lagagrundvöllur og eldri reglur	5
	Helstu breytingar sem gerðar voru 1. júní 2023	6
	Viðfangsefni starfshóps	6
II	Sögulegur bakgrunnur	7
	Þrjú verðbólgu skeið og áhrif þeirra á verðtryggð innlán	8
III	Fjármálastöðugleikarökin fyrir lágmarksbindingu verðtryggðra innstæðna	11
	Þjóðhagslegt umhverfi og hagstjórn	11
	Viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og kröfur um eigið fé	14
	Áhættustýring	15
IV	Hafa breytingarnar áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar?	16
V	Eiga reglur Seðlabankans að fjalla um neytendavernd?	18
VI	Brottfall ákvæða um lánsfé miðað við hlutabréfavísitölur	20
VII	Niðurstöður og ályktanir	21
	Rammagrein	
	Verðtryggingarmisræmi og eiginjárkröfur undir stoð tvö	14
	Heimildir	23

Arnór Sighvatsson, Lúðvík Elíasson, Margrét Valdimarsdóttir,
Ragnar Árni Sigurðarson, Tómas Sigurðsson, Örn Hauksson¹

Verðtrygging sparifjár og lánsfjár

Reglur um lágmark á binditíma verðtryggðra innlána og lánstíma verðtryggðra útlána felldar úr gildi

Ágrip

Frá árinu 1980 hefur Seðlabanki Íslands sett reglur um lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána og lágmarkslánstíma verðtryggðra útlána. Í nýjum reglum Seðlabanka Íslands um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár sem tóku gildi 1. júní 2023 voru þessi ákvæði felld niður. Viðskiptabönkum og sparisjóðum er því heimilt að ákveða sjálfir lánstíma verðtryggðra útlána og binditíma verðtryggðra innlána. Einnig var felld niður ákvæði sem heimilaði að miða verðtryggingu lánsfjár við hlutabréfavísitölu. Í grein þessari er fjallað um ástæður þess að Seðlabankinn ákvað að gera ofangreindar breytingar. Niðurstaða höfunda er að þær aðstæður sem urðu til þess að Seðlabankinn setti reglur um lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána og lágmarkslengd verðtryggðra útlána í kjölfar svokallaðra Ólafslaga séu ekki lengur fyrir hendi. Meðal annars er áhætta af verðtryggingarmisræmi í efnahag banka og sparisjóða mun minni en áður og nýjar leiðir til að takmarka hana hafa opnast.

1. Höfundar þessarar greinar voru í vinnuhóp sem falið var að endurmeta þörfina fyrir takmarkanir af því tagi sem reglur Seðlabankans hafa kveðið á um með hliðsjón af áhrifum þeirra á miðlunarferli peningastefnunnar og skilvirkni markaða með óverðtryggð skuldabréf, getu innlánsstofnana til að stýra verðtryggingaráhættu sinni og fjármálastöðugleika og meta hvaða þýðingu þessar takmarkanir hefðu frá sjónarhóli neytendaverndar. Skoðanir sem fram koma í grein þessari eru á ábyrgð höfunda og þurfa ekki að endurspeglar stefnu Seðlabanka Íslands. Bestu þakkir fá þeir sem lásu greinina yfir á ýmsum stigum og komu með fjölda gagnlegra ábendinga. Þeir voru: Ásgeir Danielsson, Björgvin Sighvatsson, Haukur C. Benediktsson, Linda Kolbrún Björgvinsdóttir og Þórarinn G. Pétursson. Ingimundur Friðriksson las yfir skýrslu þá sem grein þessi byggir á og fær hann bestu þakkir fyrir. Höfundar einir bera ábyrgð á þeim göllum sem eftir kunna að standa.

Inngangur



Frá árinu 1980 hefur Seðlabankinn sett reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár.¹ Í reglunum hafa ýmis tæknileg atriði við verðtryggingu verið útfærð en það sem mestu varðar eru ákvæði sem hafa skilgreint lágmarkslengd verðtryggðra útlána og lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána. Þessar takmarkanir voru í reglum Seðlabankans um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár allt til 1. júní sl. Þegar nýjar reglur tóku gildi sem heimiluðu viðskiptaböndum og sparisjóðum að ákveða sjálfir tímalengd verðtryggðra útlána og binditíma verðtryggðra innlána.

Lagagrundvöllur og eldri reglur

Reglur Seðlabankans eru grundvallaðar á lögum um vexti og verðtryggingu nr. 38/2001, en í 1. mgr. 15 gr. laganna segir, með síðari breytingum: „Seðlabankinn getur að fengnu samþykki ráðherra ákveðið lágmarkstíma verðtryggðra innstæðna og lána. Bankinn getur jafnframt að fengnu samþykki ráðherra ákveðið að vextir verðtryggðra innstæðna og lána skuli vera óbreytanlegir á lánstímanum.“ Í lögum segir að verðtrygging skuli miðast við vísitölu neysluverðs, sem Hagstofa Íslands reiknar, þannig að gildi vísitölunnar sem er reiknað og birt í tilteknum mánuði gildi um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár frá fyrsta degi þar næsta mánaðar.²

Í reglum Seðlabanka Íslands nr. 877/2018 um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár sem voru í gildi

til 1. júní 2023 var nánar kveðið á um útfærslu verðtryggingar en gert er í lögum. Skipta má efni reglnanna í fjóra flokka:

1. Almenn atriði þar sem kveðið er á um að útreikningur verðtryggingar miðist við vísitölu neysluverðs sem og tæknileg atriði við útreikning hennar, t.d. línulega brúun milli vísitölu sem gildir til verðtryggingar frá fyrsta degi mánaðar og þeirrar sem gildir frá fyrsta degi næsta mánaðar.
2. Takmarkanir á heimild til verðtryggingar og undantekningar frá þeim. Í reglunum var tilgreindur lágmarks binditími verðtryggðra innstæðna og útlána. Lágmarkstími innstæðna var almennt 36 mánuðir og útlána fimm ár.³ Höfðu þessi mörk staðið óbreytt frá árinu 1998. Í reglunum voru jafnframt tilgreindar nokkrar undanþágur frá þessum tímamörkum varðandi sérstaka innstæðureikninga.
3. Heimild til að miða við hlutabréfavísitölu og undantekningar frá þeirri heimild.⁴
4. Ákvæði til bráðabirgða.

Um bráðabirgðaákvæðin þarf ekki að fjölyrða frekar því þau féllu úr gildi um áramótin 2021/2022. Breytingarnar 1. júní 2023 vörðuðu því einungis efnisþætti 2 og 3 úr eldri reglum, þótt nokkrar breytingar væru gerðar á orðalagi annarra greina. Rétt er að taka fram að lög nr. 38/2001 heimila Seðlabankanum einnig að setja reglur um að vextir á verðtryggðum lánnum

1. Sjá Reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár nr. 877/2018.
2. Viðmiðið um fyrsta dag þar næsta mánaðar var lögfest á árinu 2007 og tók gildi í ársbyjun 2008.

3. Með reglum nr. 877/2018 fékk ríkissjóður þó heimild til þess að gefa út verðtryggð ríkisverðbréf þótt minna en 5 ár væru til gjalddaga.
4. Þ.e.a.s. 2. gr. reglnanna, sem fjallar um binditíma verðtryggðra innlána og 1. mgr. 3. gr. sömu reglna, sem fjallar um lánstíma verðtryggðra útlána, falla niður. Einnig fellur niður 4. gr. reglnanna, sem heimilar að miða lánsfé við hlutabréfavísitölu.

skuli vera fastir. Í skýrslu nefndar á vegum viðskipta-
ráðuneytisins, *Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði*, frá árinu
1993 var lagt til að heimila aðeins verðtryggingu
skuldabréfa með föstum vöxtum. Bankinn hefur ekki
nýtt þessa heimild til reglusetningar hingað til og ekki
virðast vera sterk rök fyrir slíkum reglum nú.

Helstu breytingar sem gerðar voru 1. júní 2023

Mikilvægasta breytingin sem gerð var 1. júní 2023 er
brottfall ákvæða er takmarka lengd verðtryggðra út- og
innlána. Nánar tiltekið féllu niður 2. gr. og 1. mgr. 3. gr.
eldri reglna, þ.e.a.s. ákvæðin sem takmarka binditíma
verðtryggðra innlána og lánstíma verðtryggðra útlána.
Einnig var fellt niður ákvæði 4. gr. reglnanna, um að
heimilt væri að verðtryggja lánsfé miðað við hlutabréfa-
vístölur, en ólíklegt er að sú breyting hafi nokkur áhrif
á lánamarkaði.

Eftir að ofangreind ákvæði hafa verið felld á brott
standa eftir ákvæði um viðmiðunarvísitölu og tæknileg
ákvæði um hvernig útreikningum skuli háttað, m.a.
hvað varðar brúun á milli útgáfudaga vísitölu. Verður
ekki fjallað frekar um þau ákvæði í þessari grein held-
ur fyrst og fremst rýnt í rökin fyrir því að fella niður
ákvæði um tímalengd verðtryggðra inn- og útlána, út
frá sjónarmiðum fjármálastöðugleika, peningastefnu
og neytendaverndar.

Viðfangsefni starfshóps

Þegar stofnaður var starfshópur í Seðlabankanum árið
2021 sem var falið það hlutverk að endurskoða gildandi
regluverk um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár ákvað
hópurinn snemma að leggja heildarmat á það hvort
upphaflegar forsendur regluverksins væru enn til stað-
ar. Í stuttu máli var það niðurstaða hópsins að svo væri
ekki og eru ástæður þess raktar í þessari grein.

Greinin er þannig uppbyggð að í kafla II er saga
verðtryggingar og reglna um verðtryggingu sparifjár
og lánsfjár rakin í stuttu máli, í kafla III er fjallað um
möguleg áhrif breytinganna á fjármálastöðugleika, í
kafla IV er farið yfir áhrif rýmri reglna á miðlun peninga-
stefnunnar og í kafla V er greint frá samspili reglnanna
og laga um neytendavernd. Þá er fjallað um brottfall
ákvæða um lánsfé miðað við hlutabréfavísitölu í kafla
VI og nokkrar ályktanir eru dregnar í kafla VII.

Sögulegur bakgrunnur



Verðtrygging innlána og útlána af ýmsu tagi var þekkt frá því á sjötta áratug síðustu aldar (og lengur ef grannt er skoðað) en með almennum hætti var verðtryggingu lánsfjármagns komið á með svokölluðum Ólafslögum árið 1979.⁵ Verðtryggð innlán voru hins vegar óheimil í upphaflegri gerð laganna. Það var skiljanleg ráðstöfun í ljósi aðstæðna á þeim tíma. Verðbólga var mikil á þessum árum og raunvextir neikvæðir um því sem næst 9% þegar löggin tóku gildi.⁶ Hefðu verðtryggð innlán verið heimilúð við þær aðstæður hefði skapast

hætta á flóttu úr óverðtryggðum innlánnum í verðtryggð.⁷ Jafnframt var litið svo á við setningu laganna að verðtrygging skyldi einungis leyfð á lánnum til lengri tíma og var lágmarkstímalengd verðtryggðra útlána ákveðin 4 ár.

Verðtryggð innlán voru fyrst heimilúð um mitt ár 1980. Breytingar á reglum sem Seðlabankinn setti á grundvelli laganna voru tíðar, stundum jafnvel oftar en árlega. Á árunum 1980 til 1993 var reglum um lágmark fyrir binditíma og lánstíma verðtryggðra inn- og útlána breytt tíu sinnum og þau ýmist hækkuð eða lækkuð.

Tíðar breytingar má einkum rekja til þess að talið var nauðsynlegt að bregðast við misvægi verðtryggðra eigna og skulda innlánsstofnana. Sérstaklega höfðu eftirlitsaðilar áhyggjur af neikvæðu misvægi verðtryggingar, þ.e.a.s. að verðtryggðar skuldir yrðu meiri en verðtryggðar eignir, því óvænt verðbóluskot hefði þá getað leitt til þess að skuldir innlánsstofnana hækkuðu meira en eignir á sama tíma og væntingar um verðbólgu leiddu til þess að sparifjáreigendur flyttu fjármagn úr óverðtryggðum í verðtryggð innlán. Í því sambandi er rétt að hafa í huga að innlánsstofnanir komu ekki inn á markaðinn fyrir langtímahúsnæðislán fyrr en snemma á þessari öld. Hættan á neikvæðu misvægi var því meiri en nú er. Óttast var að tilfærsla yfir í verðtryggð innlán gæti gerst á sama tíma og eftirspurn eftir verðtryggðum útlánnum drægist saman og leitt til neikvæðs verðtryggingarmisvægis.

Innlánsstofnanir stóðu afar berskjaldaðar gagnvart áhættu af misvægi verðtryggðra eigna og skulda fyrstu árin eftir gildistöku Ólafslaga enda höfðu þær



5. Á grundvelli laga um verðtryggingu nr. 71/1966 var verðtrygging bönnuð nema með sérstöku leyfi Seðlabankans. Þetta bann gildi til 1979 en með Ólafslögum nr. 13/1979 var Seðlabankanum falið að veita heimildir til verðtryggingar nema hún væri heimilúð sérstaklega í lögum („Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði“, Víðskiptaráðuneytið, október 1993).

6. Bjarni Bragi Jónsson (1998). Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi, kafli 4. (<https://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?item=1589>).

7. Innlánsstofnanir hefðu getað brugðist við með því að hækka vexti óverðtryggðra innlána að fengnu samþykki Seðlabankans, en miklar vaxtahækkningar hefðu geta raskað verulega vaxtamun inn- og útlána.

takmarkað frelsi til þess að breyta vöxtum allt til ársins 1986. Ekki gátu þær heldur varið sig fyrir áhættunni með t.d. skiptasamningum.⁸ Áherslan á verðtryggingarmisvægi var því vegna sjónarmiða er lúta að fjármálastöðugleika.

Með bráðabirgðalögum árið 1988 var ákveðinn allt að tveggja ára lágmarksbinditími en Seðlabankanum heimilað að setja reglur um styttri binditíma. Í desember 1990 kynnti ríkisstjórnin aðgerðir til að draga úr vægi verðtryggingar. Þá var lágmarkslánstími verðtryggðra lána lengdur í þrjú ár og stefnt að aukinni útgáfu ríkissjóðs, opinberra lánasjóða og annarra lánastofnana á óverðtryggðum skuldabréfum. Þá var stefnt að því að heimild til verðtryggingar fjárskuldbindinga yrði felld úr gildi í árslok 1992.

Ekki varð af því að heimild til verðtryggingar yrði afnumin árið 1992. Árið 1995, við setningu nýrra vaxtalaga, endurnýjuðu stjórnvöld hins vegar heit um að markvisst skyldi dregið úr vægi verðtryggingar í skrefum en vægi óverðtryggðra fjármálagerninga aukið, eins og fram kom í reglum Seðlabankans sem vísað var til í yfirlýsingu ríkisstjórnar. Í reglunum voru sett markmið um lengingu lágmarkstíma verðtryggðra fjármálagerninga til ársins 2000 þegar verðtryggð innlán skyldu óheimil og lágmarkstími verðtryggðra útlána skyldi vera 7 ár.

Tafla I-1 Lágmarkstími verðtryggðra inn- og útlána

Gildistími frá	Lágmarkstími	
	Innlána	Útlána
Ágúst 1979	-	4 ár
Júlí 1980	2 ár	4 ár
Febrúar 1981	1 ár	2,5 ár
Nóvember 1982	3 mán.	6 mán.
Apríl 1983	3 mán.	9 mán.
Janúar 1984	3 mán.	1,5 ár
Mái 1984	3 mán.	6 mán.
Júlí 1988	3 mán.	2 ár
Janúar 1989	6 mán.	2 ár
Janúar 1991	6 mán.	3 ár
Júlí 1993	1 ár	2 ár
Janúar 1996	1 ár	3 ár
Janúar 1998	3 ár	5 ár
Janúar 2023	Óheft	Óheft

Heimildir: Ólafur K. Ólafs (1996), Bjarni Bragi Jónsson (1998)

Í október 1998 skilaði nefnd um endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda skýrslu. Nefndin lagði m.a. til að ekki yrði gengið lengra í takmörk-

unum á verðtryggingu og því skyldi hætt við bann á verðtryggðum innstæðum sem taka átti gildi árið 2000 skv. stefnunni sem mótuð var árið 1995. Nefndin lagði einnig til að takmörkunum sem þá voru í gildi yrði viðhaldið um sinn en að stjórnvöld yrðu „vakandi fyrir því að afnema þær takmarkanir sem þegar [hafi] verið settar þegar aðstæður á markaði gefa tilefni til.“⁹ Reglur um lágmarkstíma verðtryggðra inn- og útlána stóðu þó óbreyttar til 1. júní 2023, að frátalinni undanþágu ríkissjóðs sem fyrr var getið.

Niðurstaða nefndarinnar frá árinu 1998 var í samræmi við stefnu stjórnvalda frá árinu 1990, þar sem lagt var til að stefnt yrði að því að draga úr vægi verðtryggingar í skrefum, fyrst með lengingu lágmarkstíma og að lokum með afnámi allra takmarkana á verðtryggingu þegar vægi hennar hefði minnkað nægilega. Þó að nefndin hafi verið vongóð um að slíkar aðstæður myndu skapast „á næstu misserum“ vegna þróunar fjármagnsmarkaða, alþjóðavæðingar og virkari millibankamarkaðar þá var slíkt skref ekki tekið fyrr en með reglugerðarbreytingunni sem tók gildi hinn 1. júní síðastliðinn.

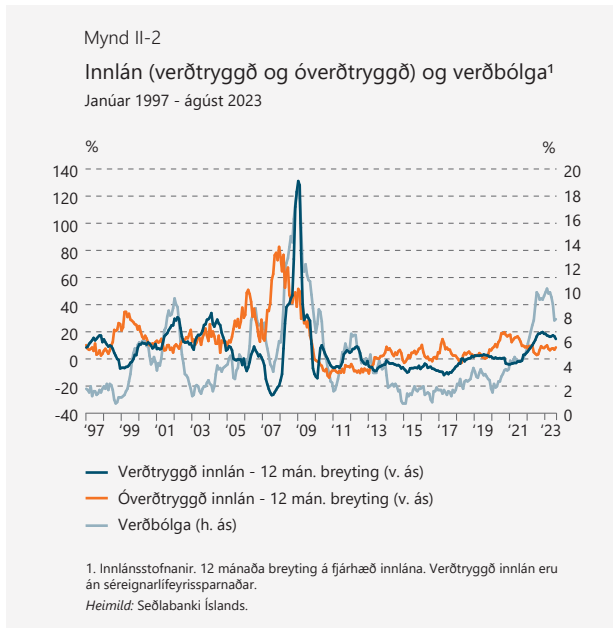
Þrjú verðbólgukeið og áhrif þeirra á verðtryggð innlán

Því má halda fram að óþarflega lengi hafi verið beðið eftir ákjósanlegum aðstæðum til gera þær breytingar á reglugerð Seðlabankans sem nú hafa verið gerðar. Undanfarna þrjú áratugi hafa skipst á skin og skúrir varðandi verðstöðugleika. Gengið hafa yfir mislöng verðbólgukeið á milli tímabila meiri stöðugleika. Frá því að breytingar voru gerðar á lágmarkstíma verðtryggðra lána árið 1998 hafa umtalsverð verðbólgukeið gengið yfir þrívegis, þ.e. árið 2001, árin 2008 – 2009 og það sem hófst árið 2021. Áhugavert er að skoða hvort flótti yfir í verðtryggð innlán á þessum verðbólgukeiðum hafi falið í sér verulega áhættu fyrir fjármálafyrirtækin, því flótti yfir í verðtryggð innlán er líklegastur á tímabilum þegar verðbólga og verðbólguvæntingar aukast hratt. Hafa ber í huga að allan þennan tíma er í gildi þriggja ára lágmarksbinding verðtryggðra innlána. Uppgreiðsla á verðtryggðum lánnum hefur því verið góður valkostur til að verja efnahagsreikninginn ef innlán voru óverðtryggð.

Vorið 2001 jókst verðbólga hratt og varð mest 9,4% í janúar árið 2002. Verðtryggð innlán innlánsstofnana jukust um 27% á árinu, sem var nokkru meiri vöxtur en árin á undan og töluvert umfram vöxt verðtryggðra

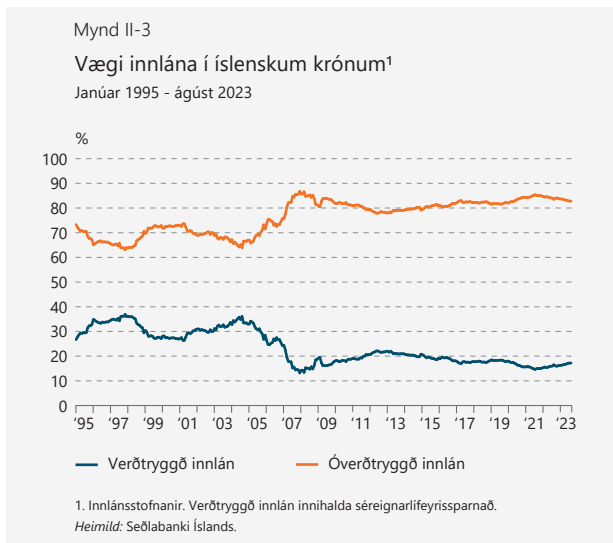
8. Seðlabankinn gerði skiptasamninga við viðskiptabanka og Lánastofnun sparissjóðanna á tímabilinu frá september 1993 til loka árs 1994 á meðan verðtryggingarjöfnuði bankanna var snúið úr neikvæðri stöðu í jákvæða (Bjarni Bragi Jónsson 1998, bls. 87).

9. Viðskiptaráðuneytið, október 1998: Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda (bls. 6, sjá <https://www.stjornarradid.is/media/atvinnuvegaraduneytimedia/media/acrobat/20110-112134650281.pdf>)



útlána innlánsstofnana, sem jukust um 12%. Þótt nokkur tilfærsla hafi orðið yfir í verðtryggð innlán verður að hafa í huga að innlán í bankakerfinu jukust almennt hratt á þessum árum. T.d. jukust verðtryggð innlán um 17% árið 2002 þegar meðalverðbólgan var ekki nema 4,8% og 34% árið 2003, þegar hún var einungis 2,1%.¹⁰

Í aðdraganda og í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008 jókst verðbólga og verðbólguótti mikið. Í janúar 2009 var verðbólgan komin í tæplega 19%. Búast mátti við að fall bankanna og krónunnar haustið 2008 yllu flóttu yfir í verðtryggð innlán. Aukin verðbólga og hækkun verðbólguvæntinga hafði eðlilega töluverð



10. Rétt er að hafa í huga að ör vöxtur verðtryggðra innlána hefur ekki endilega mikil áhrif á verðtryggingarjöfnuð ef stofninn er lítill í upphafi. Stofn verðtryggðra útlána var t.d. meira en tvöfalt stærri en stofn verðtryggðra innlána á þessum tíma. Verðbólgutímabilið eftir lækkun krónunnar árið 2001 hafði því lítill áhrif á verðtryggingarmisvægi innlánsstofnana.

áhrif á eftirspurn eftir verðtryggðum innlánum, sérstaklega í október og nóvember 2008. Þá jukust verðtryggð innlán um 80 ma.kr. eða 36% en einnig var mikið um að greitt væri inn á verðtryggð lán. Óvissa um verðbólguþróun verður vart meiri en á tímum fjármálakreppu. Því er eftirtektarvert að jafnvel við þær aðstæður virðist ekki hafa reynt verulega á getu fjármálafyrirtækja til að stýra verðtryggingaráhættunni, þótt auðvitað sé óvíst hve miklu það hefði breytt ef engin takmörk hefðu verið á binditíma innlána á tímum fjármálakreppunnar. Í aðdraganda fjármálakreppunnar minnkaði vægi verðtryggðra innlána verulega, þvert á það sem e.t.v. mátti búast við í ljósi óvissunnar.

Raunlækkun varð hins vegar á verðtryggðum útlánum innlánsstofnana í október 2008 sem nam um 300 ma.kr. Þar sem laust fé var nýtt til að greiða upp verðtryggð útlán frekar en að færa þau yfir í verðtryggð innlán. Hreyfingar verðtryggðra eigna og skulda innlánsstofnana árið 2008 voru langt frá því að valda neikvæðu verðtryggingarmisræmi, sem jafnan hefur verið talið meira áhyggjuefni en jákvætt misræmi, enda voru verðtryggðar eignir mun meiri en verðtryggðar skuldir í ársbyrjun. Misræmið minnkaði aðeins en mun meiri tilfærslur hefði þurft til að breyta jákvæðu misræmi (þ.e.a.s. misræmi þar sem verðtryggðar eignir eru meiri en verðtryggðar skuldir) í neikvætt.



Aukin verðbólga frá 2021 hafði ekki haft mikil áhrif á stöðu verðtryggðra innlána á fyrri hluta árs 2023. Í lok apríl 2023 nam fjárhæð verðtryggðra innlána 202 ma.kr. og hafði þá hækkað um 11 ma.kr. miðað við 12 mánaða tímabil og fast verðlag. Á sama tíma jukust óverðtryggð innlán um 121 ma.kr. Eftir að takmarkanir Seðlabankans á binditíma verðtryggðra innlána voru

felldar niður jókst eftirspurn eftir slíkum innlánnum hins vegar sem ætti að hjálpa innlánsstofnunum við að fjármagna verðtryggð útlán en eftirspurn eftir þeim hefur aukist. Of snemmt er að fullyrða um áhrif afnáms lágmarksbinditíma en miðað við fyrstu vísbendingar er ekkert sem bendir til þess að meiri sveigjanleiki hafi aukið áhættu. Þvert á móti má ætla að það dragi úr áhættu að möguleikar fyrir verðtryggða fjármögnun útlána hafi aukist.

Fjármálastöðugleikarökin fyrir lágmarksbindingu verðtryggðra innstæðna



Reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár hafa frá upphafi einkum gegnt því hlutverki að stýra verðtryggingaráhættu fjármálafyrirtækja. Því er ástæða til að meta gaumgæfilega hvort brottfall reglna um lágmarksbindingu verðtryggðra innlána geti aukið áhættu í bankakerfinu, jafnvel að því marki að hún raski fjármálastöðugleika.

Seðlabankinn hefur skilgreint fjármálastöðugleika þannig að fjármálakerfi teljist stöðugt geti það staðist áföll í efnahagslífinu og á fjármálamörkuðum, tryggt fjármagn, miðlað lánsfé og greiðslum og dreift áhættu með viðhlítandi hætti. Markmið bankans er því ekki að lágmarka áhættu heldur aðeins að koma í veg fyrir að hún verði það mikil að bankar geti ekki lengur gegnt því grunnhlutverki sínu að miðla lánsfé og greiðslum og dreifa áhættu.

Fjármálafyrirtækjum getur verið hætta búin af mikilli ófyrirsjáanlegri breytingu á verðbólgu. Hafi neikvætt misræmi myndast á milli fjárhæðar verðtryggðra eigna og skulda þannig að verðbólga leiði til þess að skuldir hækki umfram eignir minnkar eigið fé fjármálafyrirtækis. Eigið fé getur einnig lækkað sakir misræmis í verðlagningu, t.d. þegar vextir óverðtryggðra eigna annars vegar og óverðtryggðra skulda hins vegar bregðast mishratt við breytingum á verðbólgu. Ef verðtryggðar eignir eru einkum langtímalán á föstum eða tregbreytilegum vöxtum er líklegt að slíkt misræmi verði á tímabilum verðbólgu og mikilla vaxtahækkana. Misræmi af þessu tagi er hins vegar ekki bundið við verðtryggðar eignir.

Áhætta af þessu tagi myndast sífellt á efnahagsreikningi fjármálafyrirtækja og er viðfangsefni áhættustýringar. Spurningin sem hér þarf að svara er hins vegar hvort líklegt sé að verðtryggingarmisræmi

hafi svo mikil áhrif á efnahag lánastofnana að veruleg truflun verði á getu þeirra til að veita lán og hvort reglur um lágmarksbinditíma innlána eða lágmarkslánstíma útlána séu gagnlegt tæki til að takmarka eða stýra þeirri áhættu. Til þess að nálgast svar við spurningunni er gagnlegt að skipta viðfangsefninu í þrjár spurningar:

1. Hvaða breytingar hafa orðið í þjóðhagslegu umhverfi lánastofnana og hagstjórn sem gætu haft áhrif á áhættu fjármálafyrirtækja af verðtryggingarmisræmi?
2. Hvernig hefur viðnámspróttur lánastofnana gegn áföllum breyst í árunna rás?
3. Hvernig hefur geta lánastofnana til að stýra áhættunni þróast á sama tímabili?

Hér á eftir verður lagt mat á hvern þessara þátta um sig.

Þjóðhagslegt umhverfi og hagstjórn

Þjóðhagslegt umhverfi lánastofnana og hagstjórn hafa gjörbreyst frá því reglur Seðlabankans voru upphaflega settar. Lög og reglur um verðtryggingu voru afleiðing mikillar verðbólgu á 8. og 9. áratug síðustu aldar og vaxtastefnu sem leiddi oft til afar neikvæðra raunvaxta. Þótt Seðlabankinn hafi öðru hvoru glímt við töluverðan verðbólguvanda á verðbólgu markmiðstímabilinu undanfarna tvo áratugi hefur verðbólgan að jafnaði verið mun minni en á 8. og 9. áratug síðustu aldar. Minnkandi vægi verðtryggingar hefur á undanförunum áratugum haldist í hendur við lækkandi vaxtastig. Jafnframt hefur markaður fyrir óverðtryggð fjármálagerninga eflst. Ætla má að minnkandi vægi verðtryggingar sé fyrst og fremst afleiðing af minni og fyrirsjáanlegri verðbólgu.

Reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár voru upphaflega brýn nauðsyn vegna þess hve bankakerfið var berskjaldað fyrir breytileika í verðbólgu og þar með raunvöxtum. Allir stóru viðskiptabankarnir voru í eigu ríkisins og höfðu takmarkað frelsi til að ákveða eigin vexti, en vaxtabreytingar eru mikilvægt tæki fjármála-fyrirtækja til að stýra áhættu, m.a. með því að verja efnahag þeirra gegn mikilli ásókn í verðtryggð innlán þegar verðbólga eykst. Auk þess voru útlán bankanna mjög háð pólitískum ákvörðunum og sjálfsagt vaxtabreytingar einnig þótt formlega væru þær háðar samþykki Seðlabankans.

Frá árinu 1986 hafa innlánsstofnanir hins vegar búið við vaxtafrelsi og undanfarna tvo áratugi hafa þær annað hvort verið í eigu einkaaðila eða verið reknar án beinnar aðkomu pólitískra fulltrúa. Því hefur dregið verulega úr hættu á að pólitísk afskipti leiði til mjög neikvæðra raunvaxta eins og einkenndu 8. og 9. áratug síðustu aldar.

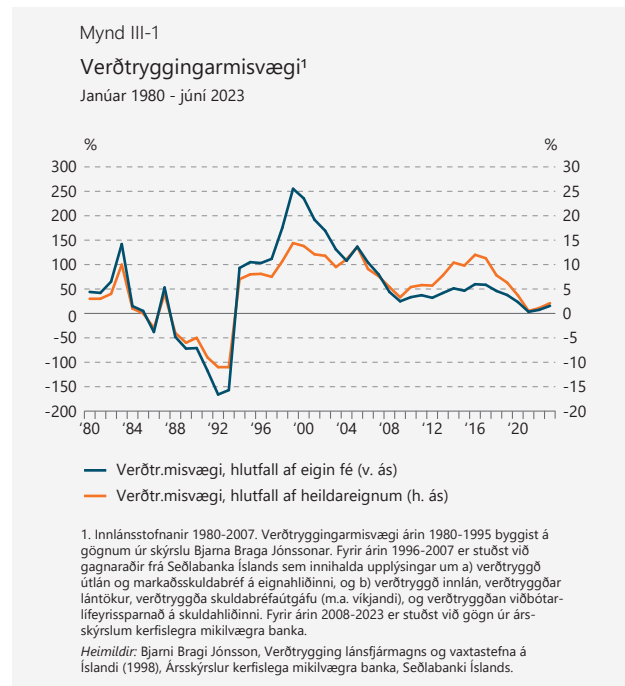
Hagstjórn hefur einnig gjörbreyst. Ákvarðanir um vexti Seðlabankans og þar með raunar viðskiptabankanna einnig voru t.d. háðar pólitískum afskiptum allt til ársins 2001 og ríkissjóður gat fjármagnað hallarekstur með yfirdrætti í Seðlabankanum til ársloka 1992.¹¹ Takmarkað sjálfstæði bankans átti að líkindum ríkan þátt í því hve verðbólga var mikil og breytileg og mældist oft í nokkrum tugum prósent á ári. Seðlabankinn hefur nú notið sjálfstæðis í tvo áratugi með stöðugt verðlag sem meginmarkmið, nánar útfært sem 2,5% verðbólgu markmið. Þótt árangur stefnunnar hafi ekki ávallt verið eins og best verður á kosið hefur verðbólgan að jafnaði verið mun minni og stöðugri en árin eftir að Seðlabankinn setti fyrst reglur um lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána og lánstíma verðtryggðra útlána. Því má ætla að löng tímabil neikvæðra raunvaxta sem myndu kalla á mikla tilfærslu yfir í verðtryggð innlán séu mun ósennilegri en þegar reglur um lágmarksbinditíma innlána voru upphaflega settar.

Misvægi verðtryggðra eigna og skulda hefur ekki verið talið sérstakt áhyggjuefni á íslenskum fjármálamarkaði um alllangt skeið. Að ekki skuli hafa þótt nauðsynlegt að setja svipaðar reglur um verðtryggingarmisvægi og gilda um gjalddeyrisjöfnuð banka er til marks um það. Um það leyti sem reglur Seðlabankans um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár voru upphaflega settar hefði vissulega komið til álita að setja reglur um verðtryggingarójöfnuð, en vandséð er

hvernig innlánsstofnanir hefðu getað uppfyllt þær án vaxtafrelsis.¹²

Verðtryggingarmisvægi hefur ekki verið eins breytilegt og margir óttuðust. Sérstaklega virðist hætta á hraðri tilfærslu í verðtryggð innlán hafa verið ofmetin. Laust fjármagn hefur fremur verið nýtt til þess að greiða upp verðtryggð útlán þegar verðbólga hefur aukist fremur en að það hafi verið fært úr óverðtryggðum innlánum yfir í verðtryggð.¹³

Frá árinu 1994 hefur verðtryggingarmisvægi innlánsstofnana nánast undantekningarlaust verið jákvætt. Óvænt verðbólga ætti því að öðru óbreyttu að auka jákvætt verðtryggingarmisvægi og eigið fé þegar stofn verðtryggðra eigna stækkar sjálfkrafa meira en stofn verðtryggðra skulda, þ.e.a.s. að því gefnu að ekki þurfi að virðisrýra eignir sakir takmarkaðs veðrymis eða greiðslugetu. Óvænt verðhjöðnun leiðir hins vegar að öðru óbreyttu til eiginfjártaps ef misvægi er jákvætt. Mikil verðhjöðnun er aftur á móti mun sjaldgæfari en mikil verðbólga, m.a. sakir tregðu launa til að lækka og skammvinn minniháttar verðhjöðnun er ekki líkleg til að valda miklum hreyfingum.



Undanfarinn aldarfjórðung hafa verðtryggð útlán lánastofnana verið mun umfangsmeiri en verðtryggð innlán. Að nokkru leyti skýrist það e.t.v. af því að innstæðueigendur hafi ekki litið á verðtryggðar innstæður

11. Sem dæmi má nefna að með áður nefndum Ólafslögum var sett ákvæði til bráðabirgða sem beinlínis skyldaði Seðlabanka Íslands, við vaxtaákvörðanir næstu tveggja ára, að taka tillit til þess að koma ætti á verðtryggingu inn- og útlána.

12. Seðlabankinn hefði formlega getað breytt vöxtum bankanna til að bregðast við miklum tilfærslum en þær ákvarðanir voru einnig háðar pólitískum þrýstingi og tímátöf.

13. Ekki er hægt að líta á verðtryggð innlán sem fullkomna vörn gegn hækkun verðtryggðra útlána þar sem greiða þarf fjármagnstekjuskatt af árlegri nafnávöxtun innlána.

Tafla III-1 Áhrif óvæntrar verðbólgu eða verðhjöðunar á verðtryggingarmisvægi

	Verðtryggingarmisvægi jákvætt Verðtryggðar eignir > verðtryggðar skuldir	Verðtryggingarmisvægi neikvætt Verðtryggðar eignir < verðtryggðar skuldir
	Sjálfkrafa skammtímaáhrif vísitölutengingar	
Óvænt verðbólga	Verðtryggðar eignir aukast meira en verðtryggðar skuldir → jákvætt misvægi eykst (eigið fé eykst)	Verðtryggðar skuldir aukast meira en verðtryggðar eignir → neikvætt misvægi eykst (eigið fé minnkar)
Óvænt verðhjöðnun	Verðtryggðar eignir minnka meira en verðtryggðar skuldir → jákvætt misvægi minnkar (eigið fé minnkar)	Verðtryggðar eignir minnka minna en verðtryggðar skuldir → neikvætt misvægi minnkar (eigið fé eykst)
	Áhrif viðbragða markaðsaðila og hagstjórnar	
Verri verðbólguhorfur	Tilfærsla yfir í verðtryggð innlán – uppgreiðsla verðtryggðra skulda	
	→ jákvætt misvægi minnkar á ný	→ neikvætt misvægi eykst
	Vextir óverðtryggðra lána hækka meira en verðtryggðra – nýir lántakar sem ekki ráða við greiðslubyrði leita í verðtryggð lán	
	→ jákvætt misvægi eykst	→ neikvætt misvægi minnkar
Horfur á verðhjöðnun	Tilfærsla úr verðtryggðum innlánunum í óverðtryggð	
	→ jákvætt misvægi eykst	→ neikvætt misvægi minnkar
	Vextir óverðtryggðra innlána lækka, nýir lántakar ráða við greiðslubyrði óverðtryggðra lána	
	→ jákvætt misvægi minnkar	→ neikvætt misvægi eykst á ný

sem góða skammtímaörn gegn óvæntri verðbólgu og til þess að verjast verðbólgu til lengri tíma standa almenningi og fyrirtækjum ýmsir aðrir kostir til boða, t.d. verðbréfasjóðir. Reglur Seðlabankans komu í veg fyrir að innlánsstofnanir gætu boðið verðtryggð innlán til skemmri tíma en þriggja ára. Í samanburði við verðbréfasjóði voru þrjú mánuðir líklega of langur binditími til þess að verðtryggð innlán gætu orðið aðlaðandi kostur sem vörn gegn verðbólgu fyrir þá sem eiga töluvert af lausafé. Auk þess var innstæða aðeins laus í einn mánuð, að hámarki, eftir að upphaflegum samningstíma (minnst þrjú ár) var lokið, en eftir þann tíma gátu innlánsseigendur einungis tekið út af verðtryggðum innlánsreikningum með þriggja mánaða fyrirvara. Verðtryggð innlán hafa því að mestu leyti verið í eigu aðila sem hafa takmarkaða þörf fyrir að leysa út fé með skömmum fyrirvara, eins og við á um framtíðarreikninga barna, séreignarlífeyrissparnað, innlánsreikninga einstaklinga sem komnir eru á eftirlaunaaldur og innlánsreikninga lífeyrissjóða.

Sé verðtryggingarmisvægi neikvætt stafar innlánsstofnunum meiri hætta af óvæntri verðbólgu. Litlar líkur eru þó á því að neikvætt misvægi myndist yfir löng tímabil. Framboð sparifjár er að miklu leyti til skamms tíma. Heimili og fyrirtæki vilja geta gengið að sparnaði með skömmum fyrirvara, einkum á óvissutímum. Útlán eru að jafnaði til töluvert lengri tíma en nemur bindingu innlána. Heimili og fyrirtæki taka lán fyrir langtíma fjárfestingum og er stór hluti útlána til heimila vegna íbúðarkaupa þar sem samið er um endurgreiðslutíma

sem spannar nokkra áratugi.¹⁴ Verðbólguáhætta eykst eftir því sem samningstíminn er lengri. Verðtryggður samningur eyðir verðbólguáhættu. Kostir verðtryggingar eru því meiri fyrir báða samningsaðila eftir því sem samningstíminn er lengri.

Neikvætt misræmi hefur af þessari ástæðu verið afar sjaldgæft. Neikvætt misvægi gæti þó myndast tímabundið sem markaðsviðbrögð við vaxandi verðbólgu, fremur en sakir sjálfkrafa uppfærslu verðtryggðra stofnstærða með vísitölu. Í meðfylgjandi töflu eru sjálfkrafa áhrif og markaðsáhrif óvæntrar verðbólgu eða verðhjöðunar á verðtryggingarmisvægi dregin saman.

Af ofangreindu má draga þá ályktun að mjög hafi dregið úr líkum á því að lánastofnanir verði fyrir svo alvarlegu áfalli sakir verðtryggingarmisvægis að það trufla getu þeirra til að veita einstaklingum og fyrirtækjum þjónustu. Til lengri tíma litið er líklegt að innlánsstofnanir bregðist við tilfærslum þannig að þær jafnist út, enda hafa þær sett sér eigin markmið um hlutfallslegt misræmi verðtryggðra eigna og skulda. Þegar hagstjórnarviðbrögð eru einnig tekin með í reikninginn verða langtímaáhrifin almennt óljós en lægri verðbólga ætti til lengdar almennt að draga úr verðtryggingu, bæði á útlána- og innlánaþlið. Svo lengi sem verðbólga fer ekki alvarlegar úr böndum en í kjölfar fjármálahrunsins, virðast tilfærslur yfir í verðtryggð innlán að því marki að það raski fjármálastöðugleika afar ólíklegar. Líklegt er að sjálfkrafa breytingar á verðtryggingarmisræmi og aðrar

14. Heimilin hafa reyndar mjög rúmar heimildir til að endurgreiða og endurfjármagna löng lán en mörg þeirra eru í þeirri stöðu að löng verðtryggð lán eru einu lánin sem gera þeim kleift að uppfylla reglur um hámarksgræiðslubyrði.

skammtímahreyfingar gangi tiltölulega fljótt til baka vegna viðbragða markaðsaðila og Seðlabankans.

Brottfall takmarkana 1. júní sl. hefur leitt til aukins framboðs verðtryggðra innlána með allt niður í þriggja mánaða binditíma. Að teknu tilliti til skattlagningar fjármagnstekna, þar sem verðbætur verðtryggðra innlána eru skilgreindar sem fjármagnstekjur, er líklegt að raunávöxtun eftir skatta verði neikvæð. Á sama tíma hafa bankarnir brugðist við með því að hækka vexti óverðtryggðra innlána. Hingað til hefur tilfærsla yfir í verðtryggð innlán verið hófleg.

Viðnámspróttur fjármálafyrirtækja og kröfur um eigið fé

Þegar fjármálafyrirtæki höfðu fá úrræði til að stýra verðtryggingarmisræmi beittu stjórnvöld reglum um lágmarkstíma verðtryggðra innlána og útlána til að hafa áhrif á það. Frá því að verðtrygging fjárskuldbindinga var fest í sessi á árunum 1979 og 1980 og sérstaklega frá fjármálaáfallinu 2008 hafa hins vegar orðið miklar breytingar á fjármálakerfinu og umhverfi þess, m.a. lagalegri umgjörð og regluverki. Fjölbreyttari úrræði fjármálafyrirtækja og Seðlabankans til að bregðast við erfiðum aðstæðum draga verulega úr þeirri áhættu sem felst í verðtryggingarmisræmi.

Auknar kröfur um eigið fé auka almennt viðnámsprótt fjármálakerfisins. Þegar reglur um binditíma

verðtryggingar voru settar og þeim breytt á síðustu öld var gerð krafa um að eiginfjárlutfall innlánsstofnana færi ekki niður fyrir 8% og á tíunda áratug síðustu aldar sveiflaðist eiginfjárlutfallið í kringum 10% eða aðeins tveimur prósentum yfir lágmarkinu. Svigrúm bankanna til að mæta tapi var því mjög takmarkað, þ.m.t. tapi af völdum óvæntrar verðbólgu sem hlotist gæti af miklum neikvæðum verðtryggingarmun.

Eftir fjármálakreppuna 2008 hafa verið gerðar mun ríkari kröfur um magn og gæði eigin fjár fjármálafyrirtækja en áður var. Hlutfall eiginfjár sem telst almennt eigið fé þarf að vera hærra og við grunnkröfu bætist viðbótareiginfjárlakrafa og eiginfjárukar sem til samans eiga að tryggja að fjármálafyrirtæki hafi nægt eigið fé til að mæta áföllum. Undanfarin fimm ár hefur lágmarkskrafa um eiginfjárlutfall kerfislega mikilvægra banka verið á bilinu 17-21%. Á sama tímabili hefur eiginfjárlutfall þeirra legið á bilinu 21 – 28%. Viðnámspróttur innlánsstofnana og geta til að mæta tapi, þ.m.t. af völdum verðtryggingarmisvægis, er því til muna meiri en þegar reglur um binditíma verðtryggingar voru settar árið 1998.

Seðlabankinn getur jafnframt dregið úr hvata fjármálafyrirtækja til of mikillar áhættusæknir með kröfu um eiginfjársbindingu vegna verðtryggingarmisvægis undir stoð tvö í Basel-reglum (sjá ramma). Það hvetur banka til þess að stýra misræminu með virkum hætti óháð reglum um lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána eða misvægi verðtryggðra eigna og skulda.

Rammagrein 1

Verðtryggingarmisræmi og eiginfjárkröfur undir stoð tvö

Fjármálafyrirtækjum ber að meta eiginfjárbörf vegna verðtryggingaráhættu og vaxtaáhættu utan veltubókar undir annarri stoð í sérstöku matsferli (ICAAP), en niðurstöðu þess er skilað árlega til Seðlabankans. Í könnunar- og matsferli (SREP) leggja sérfræðingar Seðlabankans mat á aðferðarfræðina sem beitt er í ICAAP og hafa til hliðsjónar eigin viðmið við mat á áhættuþáttunum.

Mat Seðlabankans á eiginfjárbörf til að mæta verðtryggingaráhættu byggist á svokölluðu MVaR líkani. Samkvæmt því hefur verið talin þörf á 3,53% eiginfjársbindingu vegna jákvæðs verðtryggingarmisvægis en 6,46% bindingu vegna neikvæðs verðtryggingarmisvægis.

Við mat á eiginfjárbörf vegna vaxtaáhættu utan veltubókar flokkar Seðlabankinn vaxtaberandi eignir og skuldir fjármálafyrirtækja í gengisbundnar, óverðtryggðar og verð-

tryggðar og metur sérstaklega fyrir hvern flokk. Fjármálafyrirtæki geta verið viðkvæm fyrir vaxtahækkunum í einum flokki en vaxtalækkunum í öðrum þannig að áhætta í einum flokki getur vegið upp áhættu í öðrum.

Vegna þess að sögulega er töluverð samfylgni á milli verðtryggingar- og vaxtaáhættu utan veltubókar heimilar Seðlabankinn að eiginfjárbörf geti, að því gefnu að líkönin í ICAAP styðji við slíkt, að lágmarki numið 75% af viðmiðum Seðlabankans. Þegar mat er lagt á áhrif verðtryggingarmisræmis á fjármálastöðugleika þarf að horfa til þess að vextir af óverðtryggðum eignum og skuldum eru breytilegri en vextir af verðtryggðum eignum og skuldum og að Seðlabankinn og fjármálamarkaður bregðast við aukinni verðbólgu með því að breyta vöxtum.

Áhættustýring

Viðskiptalíkan banka felst í grófum dráttum í því að taka við innlánnum til skamms tíma og lána til lengri tíma. Í því felst bæði hagnaðarvon þeirra og áhætta og jafnframt hagrænt framlag til aukinnar velferðar. Hlutverk áhættustýringar lánastofnunar er að gæta þess að áhætta sé hæfileg miðað við væntan ávinning. Eftir því sem lánað er til lengri tíma eykst verðbólguáhætta og þar með þörf bæði lánveitenda og lántaka fyrir verðtryggingu. Skýrir það væntanlega hvers vegna verðtryggðar eignir innlánsstofnana eru að jafnaði nokkru meiri en verðtryggðar skuldir.¹⁵ Hagkvæmasta verðtryggingarmisræmi er því ekki núll heldur jákvæð tala.

Umfang verðtryggðra eigna getur breyst nokkuð hratt, sérstaklega eftir að endurfjármögnun húsnæðislána var auðvelduð. Til dæmis lækkaði hlutfall verðtryggðra íbúðalána hratt í kjölfar farsóttarinnar. Fyrirtæki hafa einnig dregið úr vægi verðtryggingar í sinni fjármögnun með því að óska eftir óverðtryggðri endurfjármögnun. Vegna þess að lántakar geta endurfjármagnað verðtryggð útlán án þess að greiða uppgreiðslugjald getur verðtryggingarmisvægi auðveldlega breyst óháð gildandi takmörkunum. Margt fleira en umræddar takmarkanir í reglum Seðlabankans hefur því áhrif á getu lánastofnana til að viðhalda stöðugleika í samsetningu lánasafns.

Lítill kostnaður lántaka af endurfjármögnun verðtryggðra lána auðveldar þeim að breyta á milli verðtryggðra og óverðtryggðra lánsforma, að því marki sem greiðslubyrði stendur ekki í veginum, en lánastofnanir hafa á móti umtalsvert svigrúm til að stýra áhættunni. Að því gefnu að nægt framboð verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa sé til staðar geta lánastofnanir haft hemil á misvægi verðtryggðra eigna og skulda, uppfyllt lausafjárreglur Seðlabanka Íslands og ávaxtað fjármuni til skamms eða langs tíma með kaupum og sölu á markaðsskuldabréfum, eftir þörfum og aðstæðum á markaði.

Í ljósi þess að flestir taka verðtryggð útlán í því skyni að dreifa greiðslubyrði til lengri tíma er e.t.v. ólíklegt að eftirspurn eftir stuttum verðtryggðum lánnum verði mikil eða breytileg eftir verðbólgu og verðbólguvæntingum þótt reglur um lágmarkslengd falli niður. Fremur er að vænta aukinnar eftirspurnar eftir verðtryggðum lánnum til langs tíma frá þeim sem eiga erfitt með að ráða við aukna greiðslubyrði óverðtryggðra lána með hækkandi vöxtum sem jafnan fylgja aukinni verðbólgu.

15. Á meðal verðtryggðra eigna lánastofnana eru t.d. útlán til fyrirtækja, íbúðalán, ríkisskuldabréf og önnur verðtryggð skuldabréf. Verðtryggðar skuldir samanstanda af verðtryggðum innlánnum viðskiptavina og eigin lántöku (útgáfu verðtryggðra skuldabréfa). Afleiðusamningar og skortstöður geta einnig haft áhrif á verðtryggingarjöfnuð til hækkunar eða lækkunar.

Til þess að mæta verðbólgutengdri áhættu hefur Seðlabankinn talið æskilegt að jákvætt verðtryggingarmisvægi fjármálafyrirtækja nemi u.þ.b. 15-20% af eiginfjárgrunni sem gefur svigrúm til að mæta hugsanlegri rýrnun virðis verðtryggðra eigna fjármálastofnana, vegna lækkunar á virði veða og greiðslugetu lántakenda.

Verðtryggðar eignir og skuldir hafa einnig áhrif á fastvaxtaáhættu. Hún ræðst bæði af fjárhæð verðtryggðra eigna umfram verðtryggðar skuldir og mismunandi meðalbínditíma þeirra.

Með kröfum um bindingu eigin fjár hefur hvati innlánsstofnana til að taka áhættu með miklu verðtryggingarmisræmi verið mildaður, þ.e.a.s. þær þurfa að taka tilliti til þeirrar kröfu um eiginfjárbindingu sem misvægi hefur í för með sér. Áhættu vegna verðtryggingarmisræmis geta þær stýrt með nokkrum tækjum, t.d. með því að:

- Breyta vaxtatöflum fyrir innlán og útlán til fyrirtækja og einstaklinga.
- Kaupa og selja verðtryggð skuldabréf á markaði.
- Gefa út ný verðtryggð skuldabréf.
- Gera vaxtaskiptasamninga við fagfjárfesta og önnur fjármálafyrirtæki.

Heimild til útgáfu verðtryggðra skuldabréfa til skamms tíma og afnám takmarkana á tímalengd verðtryggðra innlána gefur áhættustýringum fjármálafyrirtækja ný tæki til að stýra og milda áður nefnda áhættuþætti.

Áhættustýringardeildir bankanna voru eflidar verulega og stækkaðar í kjölfar fjármálaáfallsins. Nú er hver banki með sérsniðin líkön til þess að meta sérstaklega eiginfjárþörf vegna mismunandi áhættu. Þessi líkön eru yfirfarin og rýnd af öðrum aðilum innan bankanna, ytri endurskoðendum þeirra og sérfræðingum Seðlabankans með hliðsjón af bestu framkvæmd erlendis, gæðum gagna og almennri skynsemi.

Takmörkun á heimildum til að bjóða verðtryggð innlán og útlán til skemmri tíma var óþörf frá sjónarmiði áhættustýringar. Skulda- og áhættustýring er auðveldari þegar útgefendur skuldabréfa geta gefið út stutt verðtryggð skuldabréf þegar stórir skuldabréfaflokkar nálgast gjalddaga. Það sjónarmið lá m.a. að baki undanþágu þar að lútandi sem veitt var ríkissjóði og gildir til jafns um aðra útgefendur skuldabréfa. Þá geta fjármálastofnanir sem eru með mismunandi verðtryggingarmisvægi gert verðbólgu- og vaxtaskiptasamninga sín á milli til að laga hlutföllin.¹⁶

16. Önnur aðferð sem hefur verið beitt til þess að stýra áhættu tengdri verðtryggingarmisvægi eru verðbólgu-skiptasamningar sem ríkissjóður gerði við fjármálastofnanir á árunum 2018-2021. Ríkissjóður var með neikvæðan jöfnuð en bankarnir með jákvæðan jöfnuð.

Hafa breytingarnar áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar?



Því hefur verið haldið fram að útbreidd verðtrygging dragi bitið úr peningastefnu Seðlabankans vegna þess að vaxtabreytingar bankans hafi minni áhrif á vexti verðtryggðra lána en óverðtryggðra. Því vaknar sú spurning hvort tilslakanir á reglum um verðtryggingu innlána og útlána sem nýlega hafa tekið gildi gæti dregið úr skilvirkni peningastefnunnar. Vegna þess að verðstöðugleikamarkmiðið er meginmarkmið peningastefnu Seðlabankans og miðlun vaxta bankans um vaxtarófið mikilvæg forsenda þess að bankinn geti náð markmiði sínu var sá þáttur skoðaður sérstaklega af starfshópnum sem starfaði árið 2021.

Ýmsar rannsóknir hafa verið gerðar á samhengi verðtryggingar og peningastefnu en flestar eru þær nokkuð gamlar. Niðurstöður þeirra virðast ráðast öðru fremur af forsendum um framkvæmd verðtryggingar og um framkvæmd peningastefnunnar. Hér skiptir máli hvort gert er ráð fyrir verðtryggingu miðað við samtímaverðlag eða líðið verðlag og hvort rætt er um verðtryggingu vöruverðs, launa, fjármálagerninga (innstæðna og skulda) eða skuldabréfa sem útgefin eru af hinu opinbera.¹⁷

Nokkrar innlendar og erlendar rannsóknir hafa verið birtar og er áherslan þar stundum á nokkuð sértæk sjónarhorn. Þar má nefna að vegna þess að hluti nafnvaxta endurspeglar væntingar um hækkun verðlags greiddast óverðtryggð langtímalán jafnan upp hraðar en verðtryggð (þar sem hluti vaxtagreiðslu nafnvaxtalána felur í sér staðgreiðslu verðbóta). Vegi verðtryggð langtímalán þungt í lánasafninu verður endurgreiðsla lána að öðru óbreyttu hægari en ella og

þar með hægist á miðlun peningastefnunnar.¹⁸ Þá er hugsanlegt að verðtrygging auki framboð og eftirspurn eftir löngum lánum á föstum vöxtum. Meðalraunvextir skuldastofnsins verða því tregbreytilegri. Að því leyti, sé horft til ráðstöfunarfjár fólks eftir greiðslur af lánum, getur verðtrygging hægt á miðlun peningastefnunnar. Eftir sem áður helst virkni peningastefnunnar gegnum húsnæðismarkaðinn.

En hvaða áhrif munu breyttar reglur um lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána hafa á miðlun peningastefnunnar og hvernig hafa innlánsstofnanir brugðist við? Viðskiptabankarnir hafa þegar brugðist við með því að bjóða upp á tvenns konar verðtryggð innstæðureikninga; annars vegar reikninga sem hægt er að taka út af með 90 daga fyrirvara og hins vegar reikninga með 12 mánaða binditíma en sem hægt er að taka út af með 30 daga fyrirvara. Innflæði inn á nýju innlánsreikningana nam um 15 ma.kr. í júní og júlí sl. og í lok júlí nam staðan á þeim 7,2% af heildarstöðu verðtryggðra innlánsreikninga. Innflæði var hins vegar lítið í ágúst enda var vísitöluhækkun til verðtryggingar lítil í mánuðinum og vextir á óverðtryggðum innlánsreikningum með breytilega vexti að frádraginni verðbólgu (eða verðbólguvæntingum) því hærri en verðtryggðir innlánsvextir á nýju reikningunum. Auk þess eru óverðtryggðir reikningar í boði án bindingar. Nýju verðtryggðu innlánsreikningarnir auðvelda bönkum og sparisjóðum að fjármagna skammtíma verðtryggð útlán eða verðtryggð útlán á breytilegum vöxtum. Að því leyti gæti breytingin greitt fyrir miðlun peningastefnunnar.

Á undanförunum árum hefur sem fyrr segir orðið sú breyting á lánaskilmálum umtalsverðs hluta verð-

17. Lúðvík Eliasson (2013) fjallar um ýmsar hliðar verðtryggingar.

18. Sjá Ásgeir Danielsson (2009).

tryggðra langtímalána að heimilt er að greiða þau upp og endurfjármagna án mikils tilkostnaðar, þ. á m. lán sem tekin eru vegna íbúðarkaupa almennings. Þótt verðtryggð íbúðalán séu gefin út með allt að 40 ára endurgreiðslutíma er meðallánstíminn mun styttri. Einnig má í mörgum tilvikum greiða inn á lán án gjaldtöku og greiða þau upp mun hraðar en upphaflegur lánstími segir til um. Það gæti bent til þess að á undanförunum árum hafi lágmarkslánstími verðtryggðra lána haft minni áhrif á framboð, eftirspurn og uppgreiðslu- hraða verðtryggðra lána en áður var. Áhrif heimildar til að veita styttri verðtryggð lán á miðlun peningastefnunnar gæti að sama skapi orðið minni en ella.

Auk áhrifa á miðlun peningastefnunnar hefur virkur markaður fyrir bæði verðtryggð og óverðtryggð skuldabréf af mismunandi tímalengdum upplýsingagildi fyrir framkvæmd peningastefnu. Útgáfa verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa af svipaðri lengd veitir upplýsingar um verðbólguálag og þar með verðbólguvæntingar sem gagnast við mótun peningastefnunnar.¹⁹ Þess vegna er það kostur fyrir peningastefnuna að geta nýtt fleiri mælingar á vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa þegar lagt er mat á þróun verðbólguálags á markaði.²⁰

Haustið 2018 fékk ríkissjóður undanþágu frá takmörkun reglnanna vegna útgáfu á verðtryggðum ríkisbréfum og var því ekki bundinn af 60 mánaða lágmarkinu. Auk þess að bæta eignastýringu, eins og fyrr var getið, voru þau rök færð fyrir þessari breytingu að nýting ríkissjóðs á þessari heimild myndi bæta verðmyndun á skuldabréfamarkaði og auðvelda mat á verðbólguálagi. Þar sem lágmark á líftíma verðtryggðra skuldabréfa hefur verið fellt niður ætti útgefendum að fjölga með hliðstæðum áhrifum á verðmyndun á skuldabréfamarkaði.

Sé verðbólguþröskurmið grundvöllur peningastefnu og skammtímavöxtum breytt til þess að hafa áhrif á verðbólgu eru skammtímaraunvextir hafðir til hliðsjónar við ákvarðanir í peningamálum. Án verðtryggðra skammtímaskuldabréfa er mat á þeim háð meiri óvissu en ella. Afnáam reglna um lágmarkslengd verðtryggðra samninga auðveldar mat á samtíma aðhaldsstigi peningastefnunnar.

Þrátt fyrir framangreindan ábata af útgáfu stuttra verðtryggðra skuldabréfa kunna að hafa verið góð og gild rök fyrir því að takmarka útgáfu stuttra verðtryggðra skuldabréfa á bernskuárum markaðar fyrir

óverðtryggð skuldabréf. Fram á tíunda áratug síðustu aldar var útgáfa óverðtryggðra skuldabréfa óveruleg og virkur markaður með óverðtryggð skuldabréf vart til staðar. Lágmark á binditíma verðtryggðra innlána kann því að hafa skapað svigrúm fyrir þróun markaðarins þegar skipulegur markaður fyrir óverðtryggð skuldabréf var að slíta barnsskónum. Nú er hins vegar langt síðan óverðtryggð skuldabréfamarkaðurinn náði góðum þroska og ekki verður séð að breytingar á lágmarkstímalengd verðtryggðra samninga hafi haft umtalsverð áhrif á virkni markaðarins.

Í ljósi ofangreinds má draga þá ályktun að fullyrðingar um skaðleg áhrif verðtryggingar á miðlun peningastefnunnar sé verulega orðum aukin. Í ramma- grein sem nýlega birtist í *Peningamálum*²¹ er greint frá niðurstöðum tölfræðigreiningar sem benda til þess að aukið peningalegt aðhald leiði til þess að heimilin færi fjármögnun húsnæðiskaupa úr óverðtryggðum í verðtryggð húsnæðislán, en tilfærslan yfir í verðtryggð húsnæðislán hafi hins vegar ekki haft sjáanleg áhrif á getu peningastefnunnar til þess að hafa áhrif á eftirspurn og útgjaldaákvarðanir heimila.

19. Sjá Garcia, J. A og A. R. J. M. van Rixtel (2007).

20. M.a. í þessum tilgangi hefur ákveðið hlutfall skuldabréfaútgáfu franska ríkisins verið í verðtryggðum flokkum frá árinu 1998.

21. Sjá *Peningamál* 2023/2

Eiga reglur Seðlabankans að fjalla um neytendavernd?



Áhersla á að draga úr áhættu af verðtryggingarmisræmi vék fyrir öðrum markmiðum í árána rás. Auk þess að draga úr verðtryggingaráhættu var yfirlýst markmið reglna um lágmarks binditíma og tímalengd verðtryggðra inn- og útlána sem settar voru árið 1998 að draga úr vægi verðtryggingar á fjármálamarkaði. Reglurnar miðuðu hins vegar ekki sérstaklega að því að styrkja eða gæta að hag neytenda, enda var neytendavernd takmörkuð uns regluverk Evrópusambandsins var innleitt með aðildinni að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið (EES). Hér verður leitað svara við þeirri spurningu hvort reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár séu réttur vettvangur til þess að stuðla að því að hagsmuna neytenda sé nægilega vel gætt eða hvort önnur löggjöf eða reglur henti þar betur.

Undanfarinn áratug hafa miklar breytingar verið gerðar á löggjöf og reglum er varða hagsmunum neytenda og neytendavernd, bæði á fjármálamarkaði og á öðrum mörkuðum. Helstu breytingar er varða neytendavernd á fjármálamarkaði hafa fylgt innleiðingu á tilskipunum Evrópusambandsins á sviði neytendamála, t.d. lög nr. 33/2013 um neytendalán²² og lög nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda.²³ Tilgangur framangreindrar lagasetningar er að stuðla að neytendavernd og tryggja samræmt lagaumhverfi innan Evrópska efnahagssvæðisins. Lögin miða m.a. að því að auðvelda neytendum að gera samanburð á lánskjörum. Á vefsíðu Evrópsku bankaeftirlitsstofnunarinnar kemur fram að eftirlitið stuðli að gagnsæjum, einföldum og sanngjörnum innri markaði fyrir neytendur í fjármálavörum og þjónustu

með því að stuðla að þróun sameiginlegra reglna um upplýsingagjöf á milli aðildarríkja.²⁴

Í II. kafla laga nr. 33/2013 um neytendalán er kveðið á um hvernig upplýsingum og starfsvenjum skuli háttað áður en lánsamningur er gerður. Jafnframt er í IV. kafla sömu laga kveðið á um upplýsingar og réttindi varðandi lánsamninga. Hið sama á við um lög nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda. Í II. kafla síðarnefndu laganna er m.a. kveðið á um ríka upplýsingagjöf um fasteignalán til lántaka. Neytendastofa annast eftirlit með ákvæðum laganna og birtir margvíslegar leiðbeiningar á vefsíðu sinni, þ. á m. leiðbeiningar um neytendalán.²⁵

Þá hefur Seðlabankinn sett reglur nr. 353/2022 um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti, samskipti við viðskiptavini og meðhöndlun kvartana.²⁶ Fyrsta útgáfa þeirra tók gildi árið 2017.²⁷ Í 4. gr. reglnanna kemur m.a. fram að í samskiptum sínum við viðskiptavini skulu aðilar m.a. tryggja að viðeigandi upplýsingar um vöru og þjónustu, þ. á m. um allan kostnað, séu veittar á skýran og skiljanlegan hátt, áður en viðskipti fara fram og meðan á viðskiptasambandi stendur. Þá skal tekið tillit til þarfa einstakra viðskiptavina.

Með innleiðingu ákvæða tilskipunar Evrópusambandsins um markaði fyrir fjármálagerninga (MiFID2), með lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármála

24. Sjá <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/consumer-protection-and-financial-innovation>

25. Sjá <https://www.neytendastofa.is/library/Files/Neytendarettarsvid/Neytendal%c3%a1n%2021.pdf>

26. Sjá <https://www.stjornartidindi.is/Advert.aspx?RecordID=894bea65-c72e-4cb9-b2a2-1a671d141543>

27. Sjá <https://www.stjornartidindi.is/Advert.aspx?RecordID=3582e058-177e-4abc-b282-ba64efacb2d2>

22. Sjá <https://www.althingi.is/lagas/nuna/2013033.html>

23. Sjá <https://www.althingi.is/lagas/nuna/2016118.html>

gerninga²⁸, og reglugerð Evrópusambandsins um markaði fyrir fjármálagerninga (MiFIR) gilda sömu reglur hér á landi og á Evrópska efnahagssvæðinu (EES) varðandi fjárfestavernd, gagnsæi í viðskiptum og fleira sem viðkemur viðskiptum með fjármálagerninga.

Í ljósi hins umfangsmikla laga- og regluverks um neytendavernd sem nú er til staðar virðist ekki vera ástæða fyrir takmörkum á lengd verðtryggðra inn- eða útlána út frá sjónarmiðum neytendaverndar. Takmarkanir á binditíma og tímalengd verðtryggðra inn- og útlána hafa þvert á móti verið hindrun sem kom í veg fyrir að bankar mættu eftirspurn neytenda eftir fjármálaþjónustu. Aukinn sveigjanleiki neytenda til að losa um sparnað sinn eða verjast verðbólgu þegar aðstæður krefjast eru þeim í hag.

Í lögum og reglum á sviði neytendaverndar sem tekið hafa gildi á undanförunum árum eru gerðar ríkar kröfur um upplýsingagjöf gagnvart neytendum. Neytendaverndarákvæði er varða verðtryggð út- og innlán væri eðlilegra að fella inn í neytendalög og -reglur sem fyrir eru fremur en reglur Seðlabankans um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár.

28. <https://www.althingi.is/altext/stjt/2021.115.html>

Brottfall ákvæða um lánsfé miðað við hlutabréfavísitölur

VI

Í 4. gr. eldri reglna var heimilað að miða höfuðstól lánsfjár við hlutabréfavísitölur. Tilgangur þessa ákvæðis er fremur óljós, því í vaxtalögum (sjá 2. mgr. 14. gr.) er þegar heimild fyrir slíkri viðmiðun. Að heimila í reglum Seðlabankans viðmiðun sem þegar er heimil samkvæmt lögum virðist tilgangslítið. Einnig má benda á að ákvæðið fellur vart undir viðtekinn skilning á hugtakinu verðtrygging, sem yfirleitt vísar til tengingar höfuðstóls eða eftirstöðva við breiða vísitölu almenns verðlags í því skyni að varðveita kaupmátt skuldbindingar á lánstímanum.

Í 4. gr. var tekið fram að ákvæðið ætti ekki við um neytendalán eða fasteignalán til neytenda. Greinin laut því einungis að lánum til fyrirtækja og fagfjárfesta. Af orðalagi greinarinnar mátti einnig gagnálykta að önnur svipuð form fjármálagerninga væru óheimil vegna þess að reglur Seðlabankans heimiluðu þær ekki sérstaklega. Ekki er ljóst hvers vegna Seðlabankinn ætti að leyfa tiltekna fjármálagerninga sérstaklega en banna aðra sem mögulega gætu verið áhættuminni fyrir bæði lántaka og lánveitanda eða falið í sér áhættudreifingu. Þá er ljóst að undir stoð tvö í Basel-reglum getur Seðlabankinn gert kröfu um bindingu á eigin fé á móti lánasamningum sem teljast áhættusamir fyrir viðkomandi lánastofnun.

Niðurstöður og ályktanir

VII

Reglur lifa stundum lengur en upphaflega tilefnið. Það virðist a.m.k. eiga við um nokkrar greinar í reglum Seðlabanka Íslands um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár sem í gildi voru allt til 1. júní 2023. Eðlilegt var að setja reglur um lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána á 9. áratug síðustu aldar. Án vaxtafrelsis og sjálfstæðs seðlabanka voru reglurnar skilvirkasta leiðin til þess að hafa hemil á áhættu sem gat myndast í fjármálakerfinu á tímum mikillar og breytilegrar verðbólgu. Kerfisbreytingin úr óverðtryggðum útlánnum og innlánnum yfir í verðtryggð var áhættusöm vegna þess að hún gat leitt til verulegs mismæmis á milli verðtryggðra eigna og skulda fjármálafyrirtækja sakir flóttu úr óverðtryggðum innlánnum með neikvæða raunvexti yfir í verðtryggð innlán.

Án vaxtafrelsis höfðu viðskiptabankar og sparisjóðir takmörkuð úrræði til þess að bregðast við áhættunni. Seðlabankann, sem formlega samþykkti vexti banka og sparisjóða, skorti sjálfstæði og hann hafði ekki óskorað vald yfir eigin vöxtum án pólitískrar íhlutunar.

Viðnámspróttur banka og sparisjóða til að mæta áföllum var einnig minni en nú er. Eiginfjárkröfur voru mun minni en nú eru gerðar og ekki var hægt að gera kröfur um eiginfjárbindingu til að mæta sérstakri áhættu, t.d. vegna verðtryggingarmisvægis, eins og heimilt er samkvæmt stoð tvö í Basel-reglunum. Með þeirri heimild hefur Seðlabankinn fengið öflugt tæki til þess að stuðla að því að áhættu banka sakir verðtryggingarmisræmis sé mætt með eiginfjárbindingu.

Áhættustýring í hinum ríkisreknu bönkum var takmörkuð og pólitísk afskipti af lánveitingum tíð þegar reglurnar um verðtryggingu voru upphaflega settar. Eftir fjármálaáfallið í kjölfar alþjóðlegu fjármálakrepp-

unnar var áhættustýring eflað mikið á grundvelli alþjóðlegra viðmiða. Undanfarin ár hefur bönkunum gengið allvel að halda verðtryggingarmisræmi innan viðunandi marka.

Í ljósi þess hvernig fjármálafyrirtæki hafa stýrt áhættu í gegnum yfirstandandi og fyrri tvö verðbólgu-skeið virðist óhætt að draga þá ályktun að þau séu ágætlega í stakk búin til að stýra áhættu sem tengist verðtryggingarmisræmi án þess að Seðlabankinn beiti reglum um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár til þess að stýra henni. Það er mat höfunda að aukið svigrúm til að taka við verðtryggðum innlánnum og veita verðtryggð útlán muni frekar styrkja getu bankanna til að stýra áhættunni en veikja, þar sem úrræðum til að milda og stýra áhættu fjölgar.

Ætla má að stjórnvöld hafi upphaflega litið á verðtryggingu sem óæskilega ráðstöfun sem gripið hefði verið til af illri nauðsyn. Því töldu þau æskilegt að draga úr umfangi hennar í áföngum með því að þrengja að verðtryggðum innlánnum og útlánnum til skamms tíma uns hægt væri að banna verðtryggingu með öllu. Reyndin varð hins vegar sú að lágmarksbinditími innlána var ýmist stytur eða lengdur (og lágmarkslengd útlána einnig), fyrst og fremst í því skyni að draga úr áhættu sem talin var stafa af mismun verðtryggðra eigna og skulda.

Viðhorf stjórnvalda til verðtryggingar almennt hefur breyst nokkuð í tímans rás. Á síðari tímum hefur af og til gætt þeirra sjónarmiða að æskilegt sé að draga úr verðtryggingu, m.a. í ljósi þess að víðtæk verðtrygging hafi neikvæð áhrif á miðlun peningastefnunnar. Skaðleg áhrif verðtryggingar á miðlun peningastefnunnar virðast þó verulega orðum aukin. Auk þess er fátt sem bendir til þess að verðtryggingarreglur

Seðlabankans hafi verið skilvirkt tæki til þess að draga úr verðtryggingu, enda dró úr notkun verðtryggingar þegar verðbólga hjaðnaði, án þess að reglunum væri breytt.

Verðtrygging er fyrst og fremst afleiðing mikillar verðbólgu. Kostir verðtryggingar eru meiri eftir því sem lánstími er lengri og óvissa um verðlagsþróun og raunvexti meiri. Verðtryggt lán er fjármálagerningur sem auðveldar einstaklingum, lánastofnunum og fyrirtækjum að glíma við óvissu og áhættu sem óstöðugt verðlag veldur. Án verðtryggingar hefði markaðurinn fyrir langtímalán haldið áfram að þorna upp á 9. áratug síðustu aldar vegna þess að hækkun vaxta í hlutfalli við verðbólguna hefði aukið greiðslubyrði gríðarlega og mögulega leitt til mikillar gjaldþrotahrinu.

Þróunin undanfarinn áratug bendir til þess að vægi verðtryggingar ráðist frekar af verðstöðugleika og verðbólguvæntingum en af reglum Seðlabankans. Vægi verðtryggingar minnkaði verulega sl. áratug þótt enn sé það töluvert. Á sama tíma hefur hlutdeild gjaldreyrslána verið stöðug, ólíkt tímabilinu frá miðjum 10. áratug síðustu aldar fram að fjármálakreppunni þegar minnkandi vægi verðtryggðra lána tengdist vaxandi hlutdeild gjaldreyrslána, eins og ljóst er af mynd VII-1.



Undanfarið ár hefur vægi verðtryggðra lána aukist á ný í kjölfar mikillar verðbólgu. Eftir sem áður verður að telja ólíklegt að hlutdeild verðtryggðra lána fari í fyrra horf. Til þess þyrfti verðbólga að verða þrálát og nafnvextir mjög háir um langt skeið.

Það hefur ævinlega verið afstaða Seðlabankans að bann við verðtryggingu sé óskynsamleg ráðstöfun. Bankinn hefur því lagst gegn slíku banni, sbr. fjölmargar umsagnir hans til Alþingis á undanföllum árum. Í núver-

andi lögum um vexti og verðtryggingu er ekki kveðið á um slík markmið. Í ljósi þess að áhætturök fyrir reglu- setningunni skortir virðast forsendur þess að bankinn haldi áfram að beita reglunum til þess að takmarka verðtryggð innlán eða útlán hæpnar.

Aðstæður til þess að taka lokaskrefið sem getið var um í áætlun stjórnvalda árið 1990, að fella niður allar óþarfar takmarkanir á verðtryggingu, hafa raunar verið fyrir hendi um margra ára skeið. Því var ekki seinna vænna að taka skrefið árið 2023, rúmlega þremur áratugum síðar en upphaflega var áætlað. Eftir standa þá reglur sem kveða fyrst og fremst á um tæknilega útfærslu. Þær stuðla að gagnsæi og ýta þannig undir virka samkeppni á fjármálamarkaði.

Heimildir

- Ásgeir Daníelsson (2009). Verðtrygging og peningastefna, Efnahagsmál 2009-1, febrúar.
- Bjarni Bragi Jónsson (1998). Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi, kafli 4. (<https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=1589>).
- Garcia, J. A. og A. R. J. M. van Rixtel (2007). Inflation-Linked Bonds from a Central Bank Perspective, ECB Occasional Paper nr. 62, júní.
- Lúðvík Elíasson (2013). Verðtrygging 101, Efnahagsmál nr. 6, desember.
- Ólafur K. Ólafsson (1996). Verðtrygging á Íslandi, Vísinding, ágúst.
- Viðskiptaráðuneytið (1993). Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði, október.
- Viðskiptaráðuneytið (1998) Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda, október
sjá <https://www.stjornarradid.is/media/atvinnuvegaraduneytimedia/media/acrobat/20110112134650281.pdf>



VETTVANGUR -
VEFRIT UM EFNAHAGS- OG FJÁRMÁL
Október 2023 | 1. rit