

SEÐLABANKI ÍSLANDS

BJARNI BRAGI JÓNSSON

VERÐTRYGGING
LÁNSFJÁRMAGNS
OG VAXTASTEFNA
Á ÍSLANDI

1998



SEÐLABANKI ÍSLANDS
BJARNI BRAGI JÓNSSON
VERÐTRYGGING
LÁNSFJÁRMAGNS
OG VAXTASTEFNA
Á ÍSLANDI

Höfundarréttur: Seðlabanki Íslands, Heimilt er að
nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.

Efnisyfirlit

Formáli bankastjórnar	4
Formáli höfundar.....	5
Kaflí 1. Almennt yfirlit um verðtryggingu lánsfjár og vaxtastefnu á Íslandi....	7
Kaflí 2. Löggjöf og aðrar réttarheimildir um verðtryggingu og vexti.....	36
Kaflí 3. Lánskjaravísitalan, gerð hennar, samsetning og eiginleikar.....	52
Kaflí 4. Tímaskilmálar, skiptikjör og verðtryggingarmisvægi	77
Kaflí 5. Gildissvið verðtryggingar lánsfjármagns	91
Kaflí 6. Vaxtaþróun með verðtryggingu lánsfjármagns.....	123
Kaflí 7. Þróun lánsfjármarkaðar á tímabili verðtryggingar	184
Heimildaskrá	216

Formáli bankastjórnar

Höfundur þessa rits sem Seðlabanki Íslands gefur hér út hefur á starfsævi sinni verið í hópi ötulustu hagfræðinga þessa lands. Bjarni Bragi Jónsson varð 70 ára í júlí sl. og lét í kjölfar þess af störfum í Seðlabankanum. Síðustu árin í bankanum starfaði Bjarni Bragi sem hagfræðilegur ráðunautur bankastjórnar og gafst honum þá betra tóm en áður til að sinna hagfræðilegum hugðarefnum sínum. Áður hafði Bjarni Bragi lengi starfað sem aðstoðarbankastjóri. Þrátt fyrir eril í því starfi var hann þó sískrifandi og lét oft mikið til sín taka í hagfræðilegri umræðu.

Eitt af hugðarefnum Bjarna Braga um langt árabíl er það efni sem hér hefur verið fest á bók og hlotið nafnið Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi. Í formála höfundar segir að megin tilgangur þessa ritverks sé að koma á framfæri og til varanlegrar varðveislu sögulegu yfirlit um reynsluna af verðtryggingu lánsfjármagns á Íslandi og þeirri vaxtastefnu sem henni var samofin. Ritið byggir á ítarlegum rannsóknum höfundar og ber gott vitni um yfirgripsmikla þekkingu og fræðilega vandvirkni hans.

Seðlabanki Íslands telur sér heiður að gefa út þetta ritverk og telur mikinn feng að því til viðbótar þeim hagfræðilegu bókmenntum sem fyrir eru í landinu. Vonandi gefst Bjarna Braga tóm til frekari rannsókna og skrifa á sínu sviði því að áhugamálin eru mörg og rannsóknarefnin ótæmandi.

Formáli höfundar

Megintilgangur þessa ritverks er að koma á framfæri og til varanlegrar varðveislu sögulegu yfirliti um reynsluna af verðtryggingu lánsfjármagns á Íslandi og þeirri vaxtastefnu, sem henni var samofin. Í því á að felast greinargerð um stefnu og aðgerðir stjórnvalda, og þá sér í lagi Seðlabankans, ásamt tilefnum þeirra, árangri og afleiðingum. Reynt hefur verið að ná saman svo miklu efni, að nægi til almennrar sögu og þjóðhagslegs mats á framvindunni án frekari leitar að heimildum. Til þess að ná þessum árangri hefur reynst óhjákvæmilegt að kafa æði djúpt í frumheimildir, sem áður hefur lítt verið sinnt, svo sem varðandi vaxtaþróun og vægi verðtryggingar í lánastarfseminni. Þar með hafa verið lögð viss drög að söguritun um peningamál og lánsfjárrþróun, án þess þó að fullnægt hafi verið hverju viðhorfi og skoðunarmáta eða ýrtruðu kröfum um tæmandi málsmeðferð.

Þörf fyrir rökræna framsetningu efnisins kallar á vissa skírskotun til fræðilegs grundvallar og umgerðar. Vísanir til fræðikenninga og höfunda þeirra í ritinu lúta þó einungis því samhengi, sem þær eru settar fram í, en fela ekki í sér neina skuldbindingu um að gera kenningum af því tagi nein tæmandi skil. Alþjóðleg reynsla af verðtryggingu lánsfjármagns liggur einnig í talsverðum mæli að baki röksemdum og ályktunum, án þess þó að færi hafi gefist á að að kanna hana til hlítar. Vitneskja um, að hérland reynsla þessa efnis sé víðfeðmust og fjölpættust, gerir þó þeim mun brýnna að kanna hana til hlítar fremur en breiða sig út yfir hinn alþjóðlega vettvang. Tilefni eru því lítil til beinna tilvitnana, og er í þeirra stað birt í lok ritsins skrá yfir helstu heimildir, sem fjallað hafa um sama málefni og þetta rit styðst við.

Saga eins og sama málefni gerist oft á fleiri samhliða vettvöngum. Saga verðtryggingar og vaxta á sér þannig fleiri hliðar, svo sem pólitíska sögu andstæðra hagsmuna og átaka, auk þeirrar sem snýr að lánastofnunum og fjármagnsmarkaði. Reynsla er fyrir því, að sagan lítur talsvert öðruvísi út frá öðrum sjónarhólnum en hinum, svo sem að því er tekur til frumkvæðis og atfylgis að nýjungum, svo að ekki sé talað um réttlætningar og ávirðingar í orrahríð stjórnmalanna. Þykir því ekki hæfa að blanda sögu pólitískra átaka um málið hér inn í, heldur væri réttara að taka hana upp á öðrum vettvangi, ef ástæða þykir til.

Efnistöð og aðferðafræði þessa rits eru að hætti almennrar haglýsingar: töflur og myndir skýrðar í texta og ályktanir dregnar af fræðilegri rökleiðslu. Tölfræðilegri rannsókn með hjálp stærðfræðilegra líkinga er ekki beitt, en gæti hentað í framhaldsmeðferð efnisins af hendi sérfræðinga á því sviði. Tölulegur efniviður er mestallur sprottinn af gagnasöfnum hagfræði-, peningamála- og tölfræðisviða Seðlabankans, auk almennra hagskýrslna og þjóðhagsreikninga og samráðs við lögfræðideild um lagaheimildir. Er yfirleitt tekið fram í köflunum eða augljóst, hvaðan efnið er fengið, svo

að umfram það er varla tilefni til beinna tilvitnana. Sif Cortes í hagfræðideild annaðist teiknun mynda og umbrot ritsins, og Sveinn Blöndal í fjölritun bankans sá um fjölföldun draga og prentun endanlegrar gerðar. Ýmsir sérfræðingar bankans hafa veitt gagnleg ráð og ábendingar, sem þakkað er fyrir svo sem alla aðra veitta aðstoð, en of langt þætti að geta hvers og eins. Skoðanir og ályktanir eru þó höfundarins og á hans ábyrgð, og þurfa þær ekki endilega að fara saman við álit Seðlabankans sem stofnunar.

Ýmsir kostir efnisskipunar koma til greina, þegar efnið er svo margþætt og spannar um leið langt tímabil, þar sem ýmsir aðrir þættir þjóðhagslegrar framvindu grípa inn í og hafa móttandi áhrif. Því getur virtst æskilegt að skipta öllu efninu niður á tímabil og innan hvers þeirra eftir mismunandi efnispáttum. Þetta var þó ekki talið hagfelld, sökum þess að þá þyrfti ítrekað að setja upp sama eða svipaðan efnisramma, svo að endurtekingar yrðu óhóflegar eða framvinda einstakra efnispátta of sundurslitin. Varð því að ráði að gera hverjum efnisþætti samfelld og heildstæð skil yfir allt tímabilið í sérstökum kafla. Í hverjum þeirra er reifað samhengi við aðra þætti efnahagsmála og stjórnmála, eftir því sem við verður komið. Slík samhengi hljóta að vera að vissu marki álitamál, sem ekki væri unnt að gera fulla grein fyrir nema í óhæfilega löngu máli. Hver kafli styðst við tilheyrandi töfluviðauka, sem fylgir á eftir, og eru töflur með hverjum kafla um sig sjálfstætt tölusettar.

Í þessum sértæku efnisköflum eru settar fram staðreyndir málefnsins, tölulegar og hagrænar jafnt sem lagalegs og stjórnvaldslegs eðlis. Fyrst er fjallað um *löggjöf og aðrar réttarheimildir um verðtryggingu og vexti*, sem að sjálfsögðu urðu ráðandi um framkvæmd þeirra mála. Þessu næst var talið nauðsynlegt að grafast nánar fyrir um *lánskjaravísitöluna, gerð hennar, samsetningu og eiginleika*, og leiðir sú könnun ýmislegt óvænt í ljós um tímalegt gildi hennar. Skyld þessum eiginleikum er á sviði lánsviðskipta og tæknilegrar útfærslu þeirra hin mikið rædda spurning um *tímaskilmála, skiptikjör og verðtryggingarmisvægi*. Þá er komið að tölulegu mati á *gildissviði verðtryggingar lánsfjármagns*, þar á meðal á vettvangi Seðlabankans. Í eðlilegu framhaldi af því er svo fjallað um *vaxtaþróun með verðtryggingu lánsfjármagns*, og er þar að vonum lögð megináhersla á raunvaxtaþróun og verðbólguútfærslur. Loks eru dregnar fram niðurstöður um *þróun lánsfjármarkaðar á tímabili verðtryggingar*, og þar með reynt að draga ályktanir um áhrif raunvaxta á fjársparnað.

Þetta viðamikla efni kallar eftir að vera stillt saman í heildstæða umgjörð til yfirsýnar og ályktana. Verkið er langt og niðurstöður og ályktanir dreifðar á nokkra kafla. Reynist því nauðsynlegt að setja slíka yfirsýn fram í einu lagi, og þá í kafla um *almennt yfirlit um verðtryggingu lánsfjár og vaxtastefnu á Íslandi*. Þykir henta að setja hann fremstan.

Allri sögu verður að velja einhvern endapunkt í tímanum, svo að unnt sé að fullvinna efnið með samræmdum hætti. Þar sem um langtíma yfirlit er að ræða, og flest meiri háttar áhrif umræddrar stefnu komin til skila, skiptir ekki máli, hvort efnisþráðurinn sé teygður árinu lengur eða skemur. Voru mörkin sett við árslok 1996, og þar með tryggt að talnaefni væri nokkurn veginn endanlega uppgert. Fram yfir þau mörk er þó getið um markaða stefnu og einstakar breytingar, sem máli skipta.

Kaflí 1.

Almennt yfirlit um verðtryggingu lánsfjár og vaxtastefnu á Íslandi

Í þessum upphafskafli rits um verðtryggingu lánsfjármagns á Íslandi verða sett fram og skýrð grundvallarrök þess, að tekin var upp mjög víðtæk eða nær almenn verðtrygging sparifjár og lánsfjár hér á landi. Í framhaldi af því verður gerð samþjöppuð grein fyrir því, hvernig verðtrygging hefur þróast í samhengi við önnur lánskjör og almenn efnahagsmál, og hvert hún stefnir í nútímanum. Með þessu er jafnframt dregið saman yfirlit yfir meginatriði allra síðari kafla ritsins, sem eru of langir til að niðurstöður komi þar fram í heildstæðu samhengi.

Hagræn grundvallaratriði

Svo öldum og jafnvel árpúsundum skiptir hafa *verðbylgjur* skolið yfir heiminn, einkum þau lönd sem þróuðust hafa verið og tekist hafa á í styrjöldum, en þetta tvennt hefur gjarnan farið saman. Sjaldan hafa verðbylgjurnar verið það, sem kalla mætti hlutlausar, eða almenn *verðbólga*, er gengur tiltölulega jafnt yfir öll verðlagsfyrirbæri: kaupgjald og vöruverð, verð hrávara og fullunninna vara, land- og fasteigna, heldur hafa oftast komið fram afstöðubreytingar, sem skynjaðar hafa verið sem *dýrtíð* af hálfu sumra þjóðfélagshópa eins og launþega eða búaliðs, en á móti sem búhnykkur sumra og oft mun fámennari hópa. Aðeins má vænta algerlega almennrar og hlutlausrar verðbólgu, þegar hrein peningaleg þensluöfl valda. Annars er um að ræða huglægan meðaltalskvarða, sem ekki er víst, að margir reyni í eigin verðkjörum. Í nútímanum eru þó almenn peningaleg og tekju- og verðmyndandandi öfl orðin svo ofurvaldandi að tiltölu við náttúrubundin og sértæk öfl, að raunhæft þykir að miða við og hafa áhrif á heildarverðlag, án þess að raunverulegum hagsmunaafstöðum innan þjóðarbúsins sé þar með raskað.

Hvaða verðfyrirbærum beri að slá saman í *heildarmedaltal verðlags* hefur hins vegar ekki ætíð verið jafnljóst, einkum þar til grundvallarhugtök hagfræðinnar urðu fullskýrð og þeim skipað í kerfi. Í öndverðu kom fyrir, að verðlagi á mörkuðum ólíks eðlis væri slegið saman í umræðunni: vöruverði, kaupgjaldi og fleiru. Í nútímafræðum er á hinn bóginn viðurkennt, að of mikið skilji á milli til þess að þessum sviðum verði slegið saman í eitt. Skýr aðgreining er því gerð milli verðlags vara og framleiddrar þjónustu til endanlegra nota (e. product prices), hráefna og annarra aðfanga (e. inputs) og framleiðsluþátta (e. factor prices). Undir fyrsta flokkinn heyra vísitölur neysluverðs og byggingarkostnaðar, sem er þó verulega blönduð aðfanga- og jafnvel þáttaverðum, undir annan vísitölur hrávöruverðs og annarra aðfanga, og hinn þriðja vísitölur launa-

taxta og launatekna. Utan þessara vísitalna framleiðslu og ráðstöfunar hennar eru vísitölur eignaverða (e. asset prices). Vísitölur verðs framleiddra gæða hafa beina skírskotun til valkosta neyslu og efnislegrar fjárfestingar á móti sparnaði í fjáreignum, og mælir það ótvírætt með þeim til verðtryggingar lánsfjármagns. Verðlag aðfanga og þáttþjónustu veit hins vegar að rekstri framleiðslustarfseminnar, og kemur framleiðni í henni til skjalanna, áður en til fellur það verðlag til endanlegra nytja, sem gildislægar ákvarðanir um ráðstöfun verðmæta miðast við. Auk þess eru vísitölur þáttaverðs aldrei altækar yfir alla verðmyndunina á endanlegu stigi og taka ekki til hagnaðarþáttarins, sem ræðst meðal annars af eftirspurn og öðrum markaðsaðstæðum, er geta borið með sér breytta tekjuskiptingu og áhrif hennar á verðmyndun. Eignaverð á markaði hafa ekki komið til alvarlegra álita í þessu skyni, enda þótt lánsfé sé aðallega notað til að fjármagna eignir. Skýrist það af því, að þau verð eiga til að sveiflast mjög eftir skammtíma ástandi eftirspurnar og afstöðunni milli arðgjafar eigna og vaxtakröfu á markaði. Þau eru þannig ekki staðgóður verðlagsmælikvarði. Samhengið milli eignaverðs og skulda er að vísu mjög ljóst, þegar blöðrur spákaupmennsku hafa verið blásnar upp og þær síðan fallið saman, svo sem í Austur-Asíu að undanfögnu. Dregur þessi viðmiðun því að sér aukna athygli, og þá m.a. í samhengi við kenningu Irvings Fishers um skuldir í verðhjöðnun, sem reynsla var af á kreppuárunum. Slík reynsla mun þó seint verða talin réttlæta viðmiðun við verðlag, sem á rætur í sveiflum í spákaupmennsku.

Val raunhæfrar vísitölu almenns verðlags er um leið nánast fullgilt svar við þeirri spurningu, á hvaða *mælikvarða* skuli keppa að *stöðugleika* þess, og um leið við hinni mótsvarandi, við hvaða vísitölu skuli miða verðtryggingu lánsfjár, þegar henni er beitt. Þetta hefur þó ekki hindrað yfirvegum fræðimanna um valið milli vísitalna verðlags og launa. Ástæða þess getur meðal annars verið sú, að ekki er sjálfgefið að miða við verðlag, þegar uppskeru- eða aflabrestur veldur verðlagshækkun að gefnum launum, og þyrfti þá að þvinga laun niður til þess að viðhalda stöðugleik verðlags. Slíkt heyrir raunar til undantekninga í nútímanum, heldur myndar aukin framleiðni að öllum jafnaði skilyrði fyrir meiri hækkun launa en verðlags. Stöðugleiki launa, sem raunar er varla fær í þjóðfélagi sterkra launþegasamtaka, mundi þannig útheimta stöðugt fallandi verðlag, sem talið er mundu rekast á megna tregðu til þess, um leið og launþegar yrðu að sæta því að njóta aukinnar framleiðni í lækkandi verðlagi á heildina lítið, en ekki í lækkandi eigin launum sínum. Málamiðlun mætti gera milli þessara viðhorfa með því að miða óskir um stöðugleika við hækkandi laun í samsvörun við hreyfanlegt meðaltal framleiðniaukningar. Það mundi þykja flókið miðað við lítið frávik frá miðun við verðlag og hefur því engan hljómgrunn hlotið.

Verðbólgan hefur marga og mikla ókosti. Þeim má þó skipta í höfuðatriðum í tvo eðlisólíka flokka. Annars vegar er margháttað brenglun á upplýsingageymd verðkerfisins og gildi þess til áætlunargerðar og ákvarðanatöku, svo að tíðum þarf að endurnýja upplýsingar um verð og endurskoða áform með töluverðri fyrirhöfn og tilkostnaði, fremur en að stórum áföllum valdi. Allt öðru máli gegnir um viðskipti á fjármagnsmarkaði, sem byggð eru á hinni peningalegu einingu og spanna mislangan tíma, allt

upp í áratugi, frá útlögðu fé til endanlegrar fullnustu. Séu lánskilmálar fastir eða torbreytanlegir, getur lánveitandi orðið fyrir miklum skaða af óvæntri hækkun verðbólgu, en öfugt við óvænta lækkun. Lánþegi hagnast um mótsvarandi verðgildi, en glatar sennilega með tímanum færinu á að taka sams konar lán á ný. Lindir fjármagns til fjárfestingar þorna þannig upp, svo veldur kyrkingi í hagþróun. Séu vextir hins vegar breytilegir að því marki að bæta upp verðbólgu, og greiddir jafnharðan og til falla, raskast endurgreiðsluferill láns með miklu hærri afborgunum í reynd framan af láns-tíma og þar með ófyrirséðu og sennilega óbærilegu álagi á reksturinn. Við þessu má að vísu sjá með endurfjármögnun af nýjum lánum, en skilyrði sem þessi eru ekki vænleg til að skapa það traust, sem er forsenda tíðrar endurfjármögnunar.

Tvær leiðir eru að sjálfsögðu til lausnar þessum vanda: annars vegar með *fyrirbyggjandi aðgerðum til stöðugs verðlags* eða hins vegar með leiðréttingum á stofni lánsfjár, þ.e. *verðtryggingu* þess. Stöðugt verðlag er að sjálfsögðu einfaldari og æskilegri lausn, ef við er ráðið og engu verulegu þarf til að fórna. Sjaldan er það þó einhlítt, heldur stendur að jafnaði stöðug togstreita milli æskilegs verðstöðugleika á annan bóginn og eftirspurnar, atvinnustigs og hagvaxtar á hinn bóginn. Enda þótt uppi sé sú kenning í ákveðnum herbúðum, að svokallað náttúrulegt atvinnuleysi, t.d. á bilinu 4-6% af mannafla, skeri úr um, hvar mörk þessara valkosta liggja, leiðir nánari reynsla engin slík einhlítt, varanleg og sársaukalaus mörk í ljós, heldur eru þau á sífellndri hreyfingu eftir útkomu ofangreindrar togstreitu og myndun félagslegs ávana af hennar völdum. Yfir rúmlega hálfar aldar friðarskeið á Vesturlöndum hafa skipst á tímabil hærri og lægri verðbólgu, sem hafa fært með sér breytilegt álit á því, hvað sé þolanlegt í þeim efnum, en þrátt fyrir einstaklega markvissa stefnu á verðstöðugleika í meira en áratug, hefur verðbólga þróaðra ríkja ekki náðst nema niður fyrir 2%, samfara illa viðunandi atvinnustigi. Með þessu er þó ekki sagt, að einfalt val sé um að eyða atvinnuleysi með því að auka eftirspurn og kosta nokkru meiri verðbólgu til, heldur eru þetta þættir í miklu víðara og fjölþættara samhengi.

Efnahagsframvinda Íslands á undangengnum áratugum, og ýmissa annarra landa á jöðrum hins þróaða vestræna heims, skýrist af talsvert öðru samhengi og valkostir þeirra hafa verið mun takmarkaðri í þessu tilliti. Hérland framvinda hefur verið mjög skýrt dæmi um arftekið verðbólguhátterni, sem hélst við og magnaðist af ákafri kjarabaráttu á víxl við aðgerðir til að leiðrétta rekstrargrundvöllinn, hvort tveggja einhliða til hækkunar kauplags og verðlags. Hið einfalda svar við þessu, að hækka skyldi vexti til að draga vind eftirspurnar úr seglunum og lægja öldur kjarastreitu og verðbólgu, gat þegar hæst lét varla talist vænlegt, þar sem svo háir greiðsluvextir hefðu haft ófyrirsjáanlega raskandi áhrif á rekstrarumhverfi atvinnuvega. Um leið olli það sjálfheldu í kjaramálum, að mjög háir vextir, formlega ótengdir verðbólgu, gáfu ekkert fyrirheit um lækkun þeirra samhliða hjöðnun launakrafna og verðbólgu, og hvöttu þannig síður en svo til hófstillingar. Formleg verðtrygging átti við þessi skilyrði vaxandi fylgi að fagna sem lausn úr ríkjandi sjálfheldu og komst á sem almennt gilt lánskjarakerfi með lagasetningu vorið 1979.

Verðtrygging lánsfjármagns og jafnvel fjárskuldbindinga almennt má skoðast sem kerfisbundin aðferð til að *reka þjóðarbúskap* í heild sinni svo sem verðbólga væri ekki til. Engin brenglun verður þá á verðgildi peninga og fjáreigna skilgreindra í þeirri einingu, hvernig sem annars til tekst um hagstjórn og stjórn peningamála sérstaklega. Til þess að fullkomna myndina þarf þó einnig að miða reikningshald og skattkjör við grundvöll raunvirða, svo og opinber verðlagsákvæði, ef um þau er að ræða. Verðbólgan, langstærsti óvissuþáttur fjármagnsviðskipta, er þá tekin út úr myndinni, en nógir eru eftir af völdum hvers konar raunskilyrða, svo sem hagsveiflna, mistaka í fjárfestingu, ótraustrar fjármögnunar og stjórnunar, til þess að veita áhættustýringu og dreifingu svigrúm eftir leiðum fjármagnsmarkaðar. Grundvallarforsenda þess að leggja áherslu á verðleiðréttingu og raunvexti er sú, að menn miði almennt gildismat sitt og ákvarðanir við raungildi fjár, en séu ekki haldnir peningaglýju, sem svo hefur kallast, og má það teljast sennileg forsenda. Nokkrir kunnustu fræðimenn fyrri tíma, sem rætt hafa þessi mál eru Alfred Marshall, Irving Fisher og John Maynard Keynes, en á síðari tímum eru raunvextir ætíð ofarlega á baugi í efnahagsumræðunni. Ekki virðast fræðimenn hafa rætt til neinnar hlítar, hver muni vera *þolmörk vaxtamyndunar* fyrir hæð og breytileika verðbólgu, svo ekki sé talin þörf á að taka beint tillit hennar með leiðréttingu höfuðstóls fremur en vaxta.

Deginum ljósara er, að vextir lánsamninga taka *tillit til þekktrar og væntrar verðbólgu*, og er lengd lánstíma háð því, að viðsemjendur telji sig sæmilega örugga um þær horfur. Verðbólgu, sem eitthvað munar um, fylgir þó ætíð sá galli, vaxandi með hæð hennar, að óbeinar afborganir í formi greidds vaxtaálags fyrir verðyrnun stofnsins *skekka afborganaröðina* á þann hátt að íþyngja skuldurum framan af lánstímanum. Vandinn tekur hins vegar á sig mun alvarlegri mynd, þegar veruleg óvissa ríkir um væntanlega verðbólgu eða óvæntar breytingar koma fram. Í fyrri tilvikinu er trauðla unnt að ná saman um forsendur lánsamnings, en í hinu síðara verður annar hvor aðillinn fyrir skakkafalli, sem fæli frá nýjum lánveitingum á sama grunni, nema þeim mun meira álag fyrir áhættu komi til, og meira en lánþegi telji óhætt að gangast undir. Gnótt er dæma um slík fráhrarfseinkenni frá fyrri tímum, einkum áttunda áratugnum, en hér á landi eru þau mjög einhliða af bresti innlána og annars fjársparnaðar til útlána. Fjármagnsmarkaðurinn gerir stöðugt strangari kröfur til öryggis og nákvæmni í viðmiðunum sínum, svo að leita ber umræddra þolmarka í síðustu reynslu og stefnu fram á við frá henni. Með tilliti til hennar má stinga upp á, að ekki sé ásættanleg meiri verðbólga án verðtryggingar en um 2% að jafnaði og ekki meiri breytileiki hennar en ½-1% yfir ár að telja. Kröfur sem þessar eru að sjálfsgöðu sveigjanlegar eftir lánstíma og áhættuhneigð hlutaðeigenda. Við þau mörk, sem reynsla er af í umheiminum, er í vaxandi mæli tíðkuð verðtrygging langra, opinberra markaðsbréfa, sem einkum eru keypt í lífeyrisskyni. Af fenginni reynslu á því sviði, mætti vænta, að örari alþjóðleg verðbólga leiddi til alvarlegrar yfirvegunar þess að færa verðtryggingu út til fleiri sviða. Ef verðtrygging er þegar fyrir hendi, eins og í héraendum lánum til langs tíma, er eðlilegt að gjalda varhuga við að fella hana úr gildi, þar sem hún heldur áfram að veita sparendum öryggi, sem annars gæti verið torfengið, án þess að valda neinum

skaða. Þegar slíks öryggis er þörf sökum rótgróinnar verðbólguþreyslu, veitir verðtrygging færi á stöðugri og lægri raunvöxtum.

Andstaða við verðtryggingu lánsfjár virðist víða vera til staðar, spröttin af mjög mismunandi viðhorfum og hvötum. Þar sem verðbólga er landlæg og skuldarar hafa vanist verðbólguþreyslu af lánnum, myndast að sjálfsögðu hagsmunaviðhorf þeirri að stöðu til varnar, og er því þá gjarnan haldið fram, að atvinnurekstur þoli ekki að axla byrðar raunkostnaðar af fjármagni. Hann verður þó að koma fram með einhverjum hætti, svo að spurningin er einungis um tæknilega útfærslu og aðlögunartíma. Andstaða af allt öðrum toga ríkir, þar sem verðbólga var áður ógnvaldur, en hefur að mestu verið gerð útlæg, svo sem Þýskaland er gleggst dæmi um. Þá er ekki talið verjandi að viðurkenna tilvist verðbólgu með neinum skipulegum hætti, heldur skuli kröftunum einbeint að því að halda henni niðri. Sé þessi hagræna sálarfræði á traustum grunni reist, svo að fullnægjandi árangur náist án verulegra fórna í stöðnun, felur hún í sér vissa réttlætningu, en sama árangri mætti e.t.v. ná með meiri upplýsingu, svo að beita megi tækni verðtryggingar, þar sem hún ber með sér mesta kosti. Á þróuðum fjármagnsmörkuðum gætir ennfremur vissrar andúðar á þeim grunni, að verðtrygging feli í sér *samkeppni við aðrar aðferðir* markaðarins til að tryggja sig gegn og deila áhættu, sem í þessu tilliti eru meira í ætt við veðmál og happdrætti. Ekki er þó sýnileg réttlætning fyrir því að hindra fjölþættari samkeppni með þessum hætti, enda eru þegar teikn til þess, að sumir markaðsaðilar sérhæfi sig inn á þessa braut. Loks er að geta þess tilviks, þegar *verðtrygging hefur verið ríkjandi* og valdið traustari tókum og auknu öryggi á fjármagnsmarkaði, svo sem hér hefur verið. Hún hefur þá minnkandi þýðingu, svo að smáðregur úr henni, enda óvirk ef verðbólga fer niður í núllmark. Andúð og kröfur um afnám hennar geta hins vegar vakið væntingar um nýtt færi á verðbólguþreyslu, ef verðbólga kæmist aftur á kreik, og eru því fremur til þess fallnar að valda óróa og óvissu.

Sér í flokki er sú afstaða, að *verðtrygging lána og launa* sé órjúfanlega tengd saman af samræmis- og sanngirniskökum. Aðra megi því ekki heimila og framkvæma, meðan svo sé ekki um hina. Þessi röksemd heyrir þó varla lengur, að því er virðist einkum sökum hagsmuna launþega af lífeyrissjóðum sem og þess, að hvor tveggja er heimil að lögum, þótt aðilar vinnumarkaðarins hafi sættst á að beita ekki verðtryggingu á laun, enda hefur hún yfirleitt ekki verðtryggt laun í reynd heldur hraðað verðbólgu. Engu að síður er ástæða til að undirstrika, að hér er um ósambærilegar viðmiðanir að ræða. Lán eru að fullu verðmæti sínu *afhent lánþega* í væntingu þess að fá jafngilt verðmæti í skilum að lánstíma loknum, sem nemur oft árum eða áratugum. Á þeim tíma hefur lánveitandi almennt engin tók á að endursemjja um lánskjör með hliðsjón af breyttum aðstæðum og hefur því fyllstu ástæðu til að tryggja verðgildi endurgreiðslu með hverjum framkvæmanlegum hætti. Aðeins með því að ná fullu *raunvirði* til baka og *raunvöxtum* þar ofan á fást *vaxtatekjur í reynd*, sambærilegar við laun, sem ævinlega eru tekjur, misháar að raungildi í samanburði við fyrri tíma. Vinna er hins vegar ekki afhent sem stofnverðmæti heldur sem *þjónusta í líðandi tíma*, og er gildi launakjara háð tvenns konar takmörkun í tíma: lengd samninga og uppsagnarfresti. Þannig er tíðum

endursamið um kjör, svo sem raunhæft þykir miðað við breyttar aðstæður, og unnt að beita uppsögn, fullnægi kjörin ekki óskum hins einstaka launþega. Ennfremur eru laun svo mikill meginhluti rekstrarkostnaðar og ráðstöfunar verðmæta í þjóðarbúi, að óraunhæft er að festa raungildi þeirra til nokkurrar lengdar, og gildir það til beggja átta, hækkunar og lækkunar. Hugmyndin að baki verðtryggingu launa var sú, að hagvöxtur og kjarabætur væru stöðugar hreyfistærðir, sem ekki gengju til baka, heldur mætti stöðugt bæta ofan á. Þessi hugmynd gekk ekki upp í þjóðarbúskap háðum sveiflum í auðlindum og ytri skilyrðum. Þegar óraunhæf kröfugerð náði fram og var verðtryggð, um leið og ekkert mátti slaka á kröfunni um fulla atvinnu, leiddi þetta kerfi til sjálf-gengrar verðbólgu. Engin slík félagslega þvinguð kröfugerð er hins vegar að verki í myndun raunvaxta á markaðnum, og einokunaraðstaða a.m.k. ekki fyrir hendi af hálfu sparifjáreigenda.

Réttarleg grundvallaratriði

Verðtryggingu og vöxtum hefur verið *skipað með lögum* og mynduð *umgerð réttarreglna* um þessa þætti lánskjara í fjármagnsviðskiptum. Við setningu laga og nánari reglna og síðan túlkun þeirra í framkvæmd koma til álita ekki aðeins hagræn grundvallaratriði, sem hér á undan eru rædd, heldur einnig meginreglur laga, bundnar í stjórnarskrá og almennum lögum eða leidd af fræðikenningum og viðteknum túlkunar- aðferðum. Slíkar réttarlegar meginreglur og viðhorf hafa því miður verið tiltölulega lítið rædd á breiðum, fræðilegum grunni, enda hefur réttarleg þróun á þessu sviði gerst ört og mest á stjórnsýslulegum vettvangi. Þó hefur á ýmsum tímum verið leitað lögfræðilegs álits utan sem innan Seðlabankans, svo að varpað hefur skýrara ljósi á a.m.k. sum atriði. Höfundur er að vísu ekki lögfræðingur né sérfróður um réttarsögu, en hefur þó tók á að reifa þessa hlið málanna með hliðsjón af fyrri umræðum og nýrri gagn-öflun, svo og með stuðningi af hagfræðilegum og hagsögulegum viðmiðunum. Um réttarþróun aftan úr öldum og rætur hennar í heimspekilegum og trúarlegum viðhorfum er rætt í upphafi kafla 2 um löggjöf og aðrar réttarhemildir.

Megingreiningin í réttarstöðu málefna er milli þess, hvort þau eru á sviði *opinbers réttar eða einkamálaréttar*. Undir hinn fyrrgreinda heyrja þau mál, sem eru samfélagsins sem heildar (l. res publica), svo sem stjórnsýsla, réttargæsla, opinber fjármál, almennar hegðunarreglur o.þ.h., en undir hið síðargreinda viðskipti og önnur hagsmunaleg samskipti einstaklinga og fyrirtækja o.þ.h. Í ríkjum, þar sem kerfi viðskipta- og fjárfestingarbanka hefur þróast á vegum einkageirans, einkum í formi hlutafélaga, hefur lengi verið lýðum ljóst, að viðskipti þeirra við almenning jafnt sem innbyrðis eru einkamálaréttarlegs eðlis, svo að bein opinber stjórn á vaxtamyndun þeirra heyrir fremur til undantekninga, hliðstætt verðlagshöftum. Hérlandis virðist þessu hafa verið töluvert öðruvísi farið: bankar verið svo samgrónir ríkisvaldinu og opinberum fjármálum, og peningar taldir af því spróttir eða útvegaðir, að bankalán væru eins konar tilfærslur og þróunarhjálp og vaxtakjör þar með opinbert réttlætismál. Smæð þjóðarbúskapar og sterk aðstaða banka gagnvart lánþegum kom einnig fram í því, að talað var um vaxta- boð af þeirra hálfu sem einhliða handhöfn ákvörðunarvalds um vexti. Ein helsta for-

senda þess að koma á frjálsum lánsviðskiptum var því að breyta viðhorfi almennings og stjórnvalda í það horf, að þau teldust ekki lengur á sviði opinbers réttar heldur yrðu talin heyra undir einkamálarétt.

Þegar hið opinbera tók sér beint stjórnvald yfir ákvörðun vaxta, varð *viðhorf skuldaraaverndar* auðveldlega ofan á, og var þá ekki skeytt um, þótt íhlutunin kæmi ekki aðeins niður á hinum sterka aðila, útlánsbankanum, heldur einnig á sparifjáreigendum á innhlið hans. Þessu viðhorfi var auðvitað best þjónað með því að miða fullnustu krafna til loka við *upphaflegt nafnvirði* þeirra (nominalismi). Þessi meginregla gildi að sjálfsögðu, nema annað væri tekið fram í lögum eða samningum. Samningsfrelsi var langtímum saman varla til staðar á vaxtasviðinu, þar sem vextir voru að stórum hluta ákveðnir með lögum eða tilskipunum, þar til á komst, að Seðlabankinn skyldi ákveða vexti innlánsstofnana, og voru einkaaðilar bundnir af þeirri viðmiðun, sem oft var kennd við hæstu lögleyfða vexti. Meginregla nominalisma var enn styrkt í sambandi við gengisfellingar með því að banna uppgjör skulda í erlendum gjaldeyri eða miðað við gengisbreytingu, þótt fyrirfram væri um samið og hvort sem lán var veitt í erlendum gjaldeyri eða krónum, enda var slík notkun gjaldeyris heldur ekki heimil. Var þar í senn gengið gegn frjálsum samningsrétti og réttarverkun gerð afturvirk, svo að varla verður talið vera í anda stjórnarskrárinnar, sem að vísu var óljós í þessu tilliti, enda að stofni til eldri en skipuleg lánastarfsemi. Að slík ákvæði skyldu standast fyrir dómi skýrist meðfram af því, að með brotum á þeim hefði verið unnt að fara í kringum vaxtahömlur laga. Allt undirstrikar þetta, hve samdauna laga- og dómkerfi var því viðhorfi að líta á vaxtakjör sem opinber mál undir stjórnvaldi og réttarreglum opinberra mála. Af þeirri stöðu mála var svo dregin sú ályktun, að verðtryggingu lánsfjár yrði að heimila skýrt og ákveðið í lögum og hneppa í óyggjandi umgerð lagareglna. Skýrir það þá flóknu og djúptæku opinberu íhlutun í verðtryggingu, sem beitt hefur verið jafnvel fram yfir á tímabil samningsfrjálsra vaxta frá 1986.

Þessi hugmyndafræði hafði einnig óhjákvæmileg áhrif á sviði *okurs og þar með refsiréttar*. Hugtakið okur um óhæfilega háa vexti hefur siðferðilegan undirtón, og það er talið vítavert og því við nánar skilgreindar aðstæður refsivert. Skoðað og skilgreint í samhengi við hagrænan veruleika er ekki nægilegt, að vextir nái tiltekinni hæð til þess að teljast okur í skilningi refsiréttar, heldur verður til að koma virk viðleitni til að þrengja kosti lánþega, svo nauður reki hann til að taka lán, eða nauðung hans sé hagnýtt í þeim sviksamlega tilgangi að ganga að eigum hans við kjörum bersýnilega honum í óhag. Vextir, myndaðir á frjálsum markaði með fjölda þátttakenda, hljóta að teljast leiða raunverulegt virði fjármagnsþjónustunnar í ljós, þótt háir séu. Einokun eða fákeppni er þannig frumskilyrði okurs, en bein aðild lánveitanda að því að koma á þeim skilyrðum hlýtur að vera forsenda vítaverðs og refsiverðs athæfis af hans hálfu. Framangreindur réttargrundvöllur leiddi hins vegar til þeirrar sjálfheldu, að kerfið myndaði lánsfjáarskort, sem þröngvaði sjálfkrafa kosti þeirra, sem fengu ekki bankalán eftir þörfum og gaf þannig visst tilefni til að réttlæta álag á bankavexti sem okur. Var sú viðmiðun löghelguð, þótt ekki næði réttu raunvirði eða eðlilegum raunvöxtum. Úr þeirri sjálfheldu varð ekki greitt fyrr en stefna verðtryggingar og raunvaxta hafði kom-

þeirri sjálfheldu varð ekki greitt fyrir en stefna verðtryggingar og raunvaxta hafði komið á sæmilegu jafnvægi.

Samningsfrelsi um lánskjör varð þannig réttarlegur megingrundvöllur stefnu verðtryggingar og raunvaxta. Í framkvæmd hennar reyndi einnig á hið mikilvæga hugtak *samningshelgi*, sem er grundvöllur trausts og forsenda þess, að lánsviðskipti geti gengið ótrufluð fyrir sig. Grundvöllur lánskjaravísitölu, upphaflega með þriðjungs vægi byggingarkostnaðar á móti tveimur þriðju framfærslukostnaðar, þótti ýmsum reynast íþyngjandi, einkum þar til útreikningi þeirra var flýtt haustið 1983, og síðar við örari hækkun verðlags en launa frá 1988 og loks, að fengnu þriðjungs vægi launa, er það snerist við frá 1994. Þá hafði enn ekki komið í ljós, að tímatafir vísitöluhækkana virkuðu íþyngjandi framan af árum, en léttust á móti síðar, svo sem greint er í kafla 3 hér á eftir um gerð og eiginleika lánskjaravísitölu, þótt óljós tilfinning kunni að hafa verið fyrir því. Stjórnvöld vildu bregðast við vandanum með breytingum á reikningshætti og grundvelli lánskjaravísitölu, þótt strangur trúnaður við samningshelgi útheimti óbreyttan grundvöll hvers láns frá veitingu þess. Lögfræðileg túlkun tilkallaðra sérfræðinga bar ekki í sjálfu sér brögður á það, en leiddi þó til þeirrar niðurstöðu, að lög-gjafinn eða þar til bær stjórnvöld gætu gert breytingar eftir eðli málsins, svo að stæðust fyrir dómstólum, og var svo gert eins og nánar er greint frá í kafla 3. Reyndust þær og standast tilraunir, sem gerðar voru til að hnekkja þeim fyrir dómi. Einnig virðist traust á fjármagnsmarkaði nokkurn veginn óskert af þeirra völdum, þótt full raun sé kannske ekki á það komin að því er varðar erlenda markaðsaðila. Að þessu stuðlar skynsamleg og farsæl *lending á vísitölu neysluverðs*, sem virðist fær um að halda gildi sínu sem endanleg lausn.

Efnahagslegar forsendur verðtryggingar

Helstu efnahagslegar forsendur verðtryggingar lánsfjár á Íslandi mega teljast: 1. Verðbólga úr hófi fram og langtum meiri en með öðrum þróuðum þjóðum, 2. Opinber stýring eða íhlutun í fjármagnskjör, sem veitti lánsfjármarkaði ekki svigrúm til að laga sig að og bregðast við verðbólgunni, og 3. Skerðing og allt að því hrun innlands lánsfjár, sem af þessu leiddi, og samhliða henni óhófleg skuldasöfnun út á við.

Verðbólgu hófst á árum síðari heimsstyrjaldarinnar, að sumu leyti í hátt við það sem gerðist undir slakri hagstjórn erlendis, en að öðru leyti af þeim öflum, sem hún vakti og ekki varð við ráðið. Gífurleg verðhækkun á útfluttum fiski og spurn eftir mannafla við gerð varnarmannvirkja sprengdu upp laun frá báðum hliðum, um leið og hernámsyfirvöld meinuðu stjórnvöldum að hækka gengi krónunnar. Framleiðsla og þjónusta til innlendra nota stóðst að sjálfsögðu ekki slíkar kauphækkningar án verðbólgu, sem varð á bilinu 24-29% frá fyrra ári 1940-44. Við það að hillti undir stríðslok og þjóðin sá fram á að standa að fullu á eigin fótum var höfð í frammi einbeitt viðleitni til að hemja verðbólgu við lágan eins stafs tölur, svo að hún dreifðist á bilið 2,1-7,6% árin 1944-49. Að sumu leyti var verðbólga þó fremur bæld og dulin en úr henni dregið í reynd, og réð viðvarandi vandi kerfis vísitölubóta mestu um það. Óraunhæf gengisskráning var tímasprengja, sem sprakk árin 1949-50, og óþol launþegasamtaka gagn-

vart fallandi kaupmætti eftirstriðsára leiddi þá og lengi síðan til keðjuverkana í kjarasamningum, sem verðbótakerfið framlengdi. Verðbólga áráanna 1950-52 varð 22,4% að meðaltali, að verulegum hluta arfur frá fyrri árum. Framan af sjötta áratugnum harðnaði svo á dalnum út á við, að hömlur á verðbólgu urðu að hafa forgang, og varð meðaltalið 1953-61, 3,7%, að vísu með nokkurri söfnun í verðbólguþónið á síðari árunum.

Eftir á að hyggja út frá víðri, sögulegri yfirsýn má spyrja, hvort úrslit verðbólgu til langs tíma hafi ekki verið ráðin um áratugamótin 1960. Fram til þess tíma hafði tekist um alllangt skeið að hamla verðbólgu við eins stafs tölu, en þaðan af mældist hún í tugatölum yfir þrjú áratugi, síðar meir oftast í fleiri tugum prósentna. Mikil spenna ríkti þá um stefnu frjálsra viðskipta annars vegar og félagsleg viðhorf hins vegar, og reyndi þá og síðar mikið á samskipti stjórnvalda og aðila vinnumarkaðarins innan misjafnlega formlegrar umgerðar tekjumálafstefnu til þess að samhæfa þessi markmið forgangi verðstöðugleika, en samhliða því vantaði forsendur nægilegs aðhalds í peninga- og gengismálum. Virðist sú háttsemi hafa leitt til þess, að samkeppni hafi magnast milli stjórnmalaflokka um að reynast verðugir mótaðilar launþegasamtaka í þeim leik í stað þess að ná handföstum tókum á opinberum hagstjórnartækjum. Afdrifarikt reyndist, einkum þegar frá leið, að árið 1965 var afnumið lögbann frá 1960 við vísitölubætur á laun, en samtökum launafólks hafði í millitíðinni tekist að sýna fram á, að grunnkaupshækkunir einar sér gætu verið nógu mikill verðbólguvaki. Yfir árabilið 1962-72 reyndist meðaltal mjög rykkjóttrar verðbólgu 12%, en náði hæst 21,7% 1969, eftir gengisfellingu, og þarnæst 19,5% 1964 eftir kaupsprengingu. Að lyktum hins langa skeiðs „viðreisnar“ stjórnarinnar var sem allar stíflur viðnáms gegn samtakamætti brystu, svo að meðalverðbólga 1973-83 varð 46,5%, lægst rúm 31% 1976-77 en hæst 84,3% 1983. Yfir styttri tíma má fá fram hærri toppa, hæstan 132% árshækkun yfir 4 mánuði miðsetta í mars 1983.

Á þessum áratugum var komist að þeirri niðurstöðu, að ógerlegt væri framar að treysta á hægingu eða stöðvun verðbólgu til þess að bjarga sparifjárstofni þjóðarinnar frá hruni, heldur yrði að knýja fram fullar verðbætur fjáris, hvað sem liði óhagræði lánþega af því. Rótgróin veila í aðkomu að verðbólguvandanum hafði lengi falist í því, að ekki mætti hægja um of á verðbólgu á hverju stöku ári, svo vanir sem menn væru þeim óbeina styrk, sem í henni fælist. Með því var lausnin dregin svo á langinn, að jafnan reyndist unnt að hefja gagnsókn, áður en úrslit höfðu náðst. Umpóttun til verðtryggingar lána fól þar á móti í sér, að hér væri um illvígan ósið að ræða, sem best væri að afnema í skjótri svipan, svo að aðlögun yrði þvinguð fram í gegnum tekjuskjortingarkerfið, meðan sóknarfæri nýttist. Menn gerðu sér í upphafi engar grillur um, að sú aðlögun yrði átaka- og sársaukalaus, né að hún leiddi beinlínis til verðbólguhjónunar. Að óbreyttu því hátterni að horfa einkum til kostnaðartilefnis verðlagningar mátti um sinn vænta nokkuð aukinnar verðbólgu af völdum þess að reikna með fullkostnaði lánsfjár. Um síðir hlyti þó að komast á jafnvægi milli afla kostnaðar og eftirspurnar, svo sem reynsla væri af með þróuðum þjóðum, og stjórnþeki eftirspurnar eflast af tilkomu raunvaxta og miðun við þá. Að sama skapi yrði aga yfir allri efnahagsstarf-

semi á komið og samkeppnisskilyrði gerð raunveruleg, svo að beinast mundu að lækkuðu raunverði öllum almenningi til hagsbóta.

Að almennum niðurstöðum þessa efnis varð fyrst komist með lagasetningu um verðtryggingu fjárskuldbindinga árið 1966, sem raunar varð að mestu óvirk, en síðan með áður nefndum lögum frá apríl 1979, en þau voru einmitt að komast til fullra framkvæmda, þegar verðbólgan var í þann veginn að ná hámarki. Á þeim tímamótum er ljóst, að verðtrygging lánsfjár réði úrslitum um að knýja stjórnámálamenn til þess að kippa sjálfgengisvél gagnvirkra launa- og verðhækkana úr sambandi árið 1983 og herða vinnuveitendur í andstöðu við endurupptöku þeirra. Frá því lækkaði verðbólga til næsta árs um 55 prósentustig í 29% frá fyrra ári 1984, og eftir rykkjótt ferli næstu árin þokaðist hún niður í eins stafs tölu 1991 og loks niður í kringum 2% síðustu árin, eða á sambærilegt stig og í umheiminum. Mikilvægur þáttur í þessum árangri var sú reynsla, að ekki myndi takast að semja sig frá raunvirði lána og breyta þeim þannig í framfærslueyri. Raunar er sú hugmynd komin fyrst frá erlendum fræðimönnum, að verðtrygging lánsfjár mundi gera þýðingarlaust að semja upp á verðbólgu til þess að græða á henni, svo að grundvellingur væri þar með kippt undan henni. Annar og ekki síður mikilvægur þáttur er raunvextir, sem stillt sé til þess jafnvægis, að tekið sé tillit til atvinnuáhrifa þeirra, sem þar með verka sem hemill á verðbólgu myndandi launahækkunar. Í því sambandi hefur og komið æ betur í ljós, að verðtryggingin hefur haft í för með sér meiri vissu um raunvexti og í trausti þess gert auðveldara að ná verðbólgunni niður heldur en verður, þegar óvissa ríkir um, að nafnvextir fylgi hófstillingu launakrafna eftir, svo að raunvöxtum sé að sama skapi stillt í hóf.

Opinber íhlutun í fjármagnskjör eru annar meginþáttur þeirrar brenglunar, sem verðbólga veldur. Án hennar hljóta lánskjör í frjálsum viðskiptum að leita jafnvægis, sem háð sé verðbólgu hvers tíma og horfum um hana, ásamt öðrum skilyrðum sem almennt má flokka sem raunskilyrði markaðarins, svo sem fjárfestingarfæri, sparnaðarhneigð og arðkröfu tengda afhendingu fjármagns til annarra aðila. Jafnvægi af þessu tagi snýst ekki aðeins um hæð nafnvaxta, þar sem greiðsluvextir í tugum prósentna rústar *raungildi afborganaferils* og þar með tímagildi lánsamnings, heldur og um form lánsamnings, hvort hann er tengdur verðgildi með einhverjum hætti, einkum verðlagi eða gengi erlends gjaldeyris. Með þetta í huga gegnir nokkurri furðu, hve litlum sögum fer af verðtryggingu lánsfjár á þeim skeiðum óðaverðbólgu, sem kunnust eru í sögunni. Kann það að stafa af einu eða fleiru af eftirfarandi: vanþróun vísitalna og þar með vantrausti á þeim, vöntun lagaheimilda til að færa fjármagnskjör í form verðtryggingar, eða sérstakri opinberri íhlutun í vexti og beitingu vísitalna á þeim sérstöku óróatímum, sem hér er um að ræða. Úr þessum spurningum verður ekki skorið nema með umfangsmikilli könnun, sem fellur utan ramma þessa verks. Hinu er heldur ekki að neita, að talsverð eðlislæg tregða virðist hafa ríkt í hugum almennra, óskóláðara markaðsaðila til að taka upp slíkar huglægar, fræðilegar viðmiðanir, og þess því varla að vænta, að svo hefi verið gert nema undir opinberri leiðsögn.

Gnótt er í sögunni af fordómum gegn vaxtatöku, trúar- og heimspekilegum í árdaga og fram eftir öldum, en félagslegum og tengdum tekjuskiptingu og atvinnustigi á síðari

öldum. Um höfuðdrætti réttarsögunnar vísast til kafla 2 um löggjöf og aðrar réttarheimildir. Athygli vekur, hversu hún speglar hagrænar meginhugmyndir síns tíma. Um miðja nítjándu öld olli rísandi frjálslyndi og markaðshyggja fráhrarfi frá kirkjulegri íhaldssemi fyrri tíma, og var sá andi ráðandi fram um fyrri heimsstyrjöld. Upp úr því færði kreppa, atvinnuleysi og heimsveldatogstreita með sér vaxandi efa um ríkjandi gildi og nýjar fræðikenningar um fjármagn, sparnað og vexti, ásamt fleiru, og fór þar mest fyrir svokölluðum Keynesisma. Að þeirri hyggju réðist sparnaður einkum af vakningu nýrrar eða aukinnar eftirspurnar af opinberri hálfu, en hlutverk vaxta í því tilliti var að sama skapi álitid lítid. Með tímanum kom æ betur í ljós, að kenning þessi miðaðist fremur við undantekningarástand en almenna reglu. Framkvæmdin varð heldur ekki svo tær og hlutlaus sem efni stóðu til, heldur mótaðist mjög af pólitískum forðómum gegn eignatekjum og af stefnu tekjujafnaðar. Í hreinni, hagrænni mynd sinni lagðist þessi kenning ekki gegn frjálsræði í fjármagnskjörum, heldur opnaði möguleika til þess að stýra fjármagnskjörum innan framkvæmanlegra marka með aðgerðum á markaðnum, einkum þeim að bjóða nýmyndaða peninga fram með kjörum, sem ætlað var að valda nýrri þenslu, sem kæmi hagvexti úr sporunum. Hvar mörk hins framkvæmanlega í þessum efnum liggja, og þess að þensluaflid tæmist yfir í verðbólgu, er hins vegar of langt mál til umræðu hér.

Rauður þráður opinberrar íhlutunar um vexti a.m.k. frá síðustu öld voru ákvæði um hámarksvexti lána gegn veði í fasteign. Virðist þar um samnorræna réttarhefð að ræða, en veði í fasteign hefur frá fornu fari þótt sérstaklega örugg trygging, enda var efnahagsstarfsemin reist á fasteignum með mun áþreifanlegri hætti en síðar varð. Voru þeir vextir hafðir að viðmiðun fyrir refsivert okur. Árið 1933 var stjórnlyndi komið svo langt, að sett var hámark við öðrum vöxtum og varðaði við okur. Að svo komnu var 8% hæð þeirra sæmilega rúm, en ákvæðið reyndist afdrifaríkt fyrir síðari tíma, og það því fremur sem mörkin voru þrengd árið 1952 og tengd vaxtaákvörðunum Landsbankans. Með sérstakri stjórn fyrir seðlabankadeild hans 1957 var gert enn skýrara, að stjórnvöld myndu leiða vaxtaákvörðanir framvegis, en um leið mátti ljóst vera, að vaxtamyndun yrði háð pólitískum geðþóttu. Slík mun þó aldrei hafa verið ætlan hinna faglegu stjórnvalda, seðlabankastjórna og sérfræðinga þeirra eða embættismanna hlutaðeigandi ráðuneyta. Hins gættu menn þó ekki sem skyldi, að með því að láta lánastofnanir sækja undir Seðlabankann um heimild til vaxtabreytinga, og bankann undir samþykki ríkisstjórnar, var opnuð leið til að fórna hagsmunum sparifjäreigenda og viðgangi fjársparnaðar að pólitískum geðþóttu. Þar sem mögnun verðbólgu stóð svo að segja alltaf í sambandi við örðugt rekstrarárferði, hver svo sem frumorsökin var, hlaut hneigð stjórnámálanna oftast að beinast að því að hlífa atvinnurekstri og heimilum við vaxtahækkun, enda sem hæstu atvinnustigi almennt veittur fyrsti forgangur. Var þá lítt hugað að því, að slík undanlátssemi veitti yfirleitt aðeins stundargrið, þar sem ótal leiðir eru ætíð til aukins kröfuþrýstings á atvinnurekstur og lánastofnanir. Var þessi afstaða í beinni mótsögn við meginreglur peningastjórnar í dag, sem miðast við að hemja verðbólgu við sem lægst mark, með það að markmiði að skapa sem best og varanlegust skilyrði fyrir hagvexti. Forsendur þess eru, að slíkt aðhald dragi hagnunaaðila og

samtök þeirra til ábyrgðar á lífvænum skilyrðum jafnvægis og framþróunar, en án slíkrar meðábyrgðar kemur atfygli stjórnvalda fyrir lítið.

Samkvæmt þessum lagareglum voru stjórnvöld ábyrg fyrir meginhluta vaxta-ákvarðana fram til ársins 1984, að innlánsstofnanir fengu frelsi til ákvörðunar mikils hluta vaxta sinna. Í kafla 6 um vaxtaþróun með verðtryggingu er rakið í máli, myndum og töflum, hversu þeirri þróun vatt fram. Voru raunvextir lánakerfisins verulega neikvæðir, oft á bilinu 10-20%, með undantekningum einstakra ára, þegar sérstakrar verðstöðvunar naut við, allt til 1983, er þeir voru neikvæðir um 5,7%. Árið 1984 var söðlað um til almennt jákvæðra raunvaxta og þeim enn tryggilegar komið á með almennu vaxtafrelsi frá 1986. Mismunandi hlutar lánakerfisins áttu þó lengi mjög deildan hlut að þessari niðurstöðu. Markaðsverðbréf sýndu vel jákvæða raunvexti allt frá upphafi sínu 1964, og lán fjárfestingarlánasjóða voru í þeim mæli sjálfkrafa bundin verðtryggingu, að raunvextir voru ekki neikvæðir að teljandi marki frá 1981. Vaxtasvið bankakerfisins var hins vegar meðhöndlað sem sífellt álitamál, og réð það úrslitum um þá heildarniðurstöðu, sem að framan greinir. Svo rammt kvað að ósjálfræði bankastofnana, að þær gátu ekki ráðið innlánsformum og þeim tengdri þjónustu, heldur urðu ákvarðanir þess efnis í meginatriðum að spretta fram af reglum, sem Seðlabankinn setti. Þótt hann sýndi viðleitni til nýmæla samfara þróun verðtryggingar, jafngilti það engan veginn fjölbreytilegu framtaki stofnananna sjálfra, svo sem síðar varð reyndin.

Skerðing eða afstætt hrun lánastofnsins má teljast þriðja efnahagsforsenda verðtryggingar lánsfjár, í senn afleiðing hinna tveggja og sú, er úrslitum réði um niðurstöðuna. Skerðingin kemur fram í mjög misjafnlega sterkri mynd eftir nánari viðmiðunum. Skýrast kemur hún fram í neikvæðri raunávöxtun lánastofnins, þegar um hana er að ræða. Samfelld rýrnun raunvirðis eða verðbólguform af fyrirbyggjandi stofni yfir tímabilið 1972-83 nam ár hvert á bilinu 4-10% af landsframléiðslu eða samtals sem svarar henni hálfri, en á kvarða ársins 1996 mundi sú fórn nema 243 milljörðum. Lengst af var þessi skerðing að vísu bætt upp með nýjum sparnaði, að verulegum hluta þvinguðum fram með mörkuðum tekjustofnum til lánasjóða og skyldusparnaði. Að þeim meðtöldum rýrnaði innlent lánsfjármagn þó um 23 milljarða á föstu 1996-verðlagi milli 1972 og 1975 eða um 15% og náði þeim slaka ekki upp fyrr en 1979. Meginhluta þeirrar skerðingar má rekja til bankainnstæðna, sem námu þá mun hærra hlutfalli en síðar, og náði sér ekki upp úr stöðnun fyrr en 1981, en hennar gætti mun síður í öðrum frjálsum og kerfisbundnum sparnaði, þar sem verðtryggingu var beitt fyrr og opinber framlög skiptu verulegu máli. Þess konar fjármögnun var þó að sjálfsögðu nokkuð íþyngjandi fyrir sumar atvinnugreinar og að endingu einkum almenning. Var því í vaxandi mæli stefnt að því að leggja hana af samhliða útbreiðslu verðtryggingar og raunvaxta.

Óbreytt staðvirði lánastofns er hins vegar ekki fullnægjandi viðmiðun í vaxandi þjóðarþúskap, heldur þarf fjármagnsþjónusta að vaxa með landsframléiðslu og jafnvel mun betur. Á þennan mælikvarða varð hins vegar geigvænlegt hrun í afstæðu gildi lánastofnsins yfir áttunda tuginn og stöðnun langt yfir á níunda tuginn að líta. Hrikalegust varð útkoman í stöðu innlána og seðla, sem hrapaði úr tæpum 40% af

landsframleiðslu 1971 í rúm 20% 1980, eða um nærri helming á þennan afstæða kvarða og náði sér ekki upp úr stöðnun í fyrra mark nema að meðtöldum bankaverðbréfum undir lok tímabilsins. Svipuð hlutfallsleg lækkun varð á öðrum kerfisbundnum sparnaði en í lífeyrissjóðum, sem héldu fjársparnaði mest uppi, enda var skattheimta til sparnaðar tekin að lýjast. Innlent lánsfjármagn í heild reis hæst í 72% árið 1969, en féll síðan í 45% af landframleiðslu 1979, sem er fall um 27 prósentustig eða 3/8 hluta.

Þetta var að sjálfsögðu algerlega óviðunandi ástand. Hlutu fjármagnsþarfirnar að koma að stórum hluta fram í auknum erlendum lántökum og skuldasöfnun erlendis. Hrein skuldastaða hafði ekki numið meiru en um 10% af landsframleiðslu um miðbik sjöunda tugarins og aftur um 20% í upphafi hins áttunda, eftir að verðlag hafði lagað sig að afstöðnum gengislækkunum. Frá því jókst skuldastaðan, hvort sem er verg eða hrein í stórum stökkum í tengslum við meiri háttar gengisfellingar, en hjaðnaði ekki verulega á milli, svo að langtímaþróun var til stórfelldrar hækkunar, upp fyrir 50% af landsframleiðslu um miðjan níunda tuginn og loks enn 1993. Mat hreinnar lánastöðu til fasts verðlags erlendis sýnir sams konar óslitna hækkun frá 1970 til 1992, að vísu með nokkurri hægingu frá 1990. Frá 1993 hefur afstæð skuldastaða lækkað um sem næst 10 prósentustig, en staðvirði skulda nokkru minna.

Þessi óheillaþróun fjármagnsskerðingar og -skorts og sleitulausrar aukningar erlendra skulda olli stjórnvöldum og almenningi miklum og vaxandi áhyggjum, svo sem fram koma af skýrslum um lánsfjáráætlanir og ríkisfjármál þessara ára. Þótti að vonum ekki önnur lausn vænlegri en verðtrygging lánsfjár, enda einsýnt að sú leið yrði fljótvírkust til að draga vaxtamálin undan pólitískri íhlutun, eða „afpólitisera“ þau, og koma á sjálfvirkum viðbrögðum við tilefnum vaxtabreytinga. Að fenginni sannfæringu sinni fyrir þessari lausn, beitti Seðlabankinn sér eindregið fyrir samþykki hennar og undirbjó setningu laga og reglna henni til framkvæmdar. Hést sá undirbúningur í hendur við almenna löggjöf um stefnumótun og stjórn efnahagsmála, er varð að *lögum nr. 13 frá 10. apríl 1979 um stjórn efnahagsmála o.fl.*, að auknefni Ólafslög eftir forsætisráðherranum, og var 7. kafli þeirra helgaður vertryggingu sparifjár og lánsfjár. Framkvæmd laganna var að vísu nokkuð tafin af framlengdum aðlögunartíma og framhaldi opinberrar íhlutunar um vaxtakjör innlánsstofnana, þar til vaxtafrelsi þeirra var innleitt í tveimur áföngum 1984 og 1986. Frá því náðist undraskjótur árangur í endurreisn lánsfjárstofnsins, svo sem nánar er greint frá síðar. Sá árangur nýttist þó ekki sem skyldi til að auka framboð lánsfjár til atvinnuveganna né til að draga úr erlendum skuldum, þar sem lántökur og skuldir heimila jukust langt umfram það, sem menn hafði órað fyrir, um leið og hinu opinbera gekk lengi vel verr en vænst hafði verið að draga úr skuldum sínum.

Aðdragandi, tilraunir og tæknileg útfærsla

Ekkert er fullkomnað í fyrsta höggi. Á það ekki síst við um meiri háttar hugsmíð, sem ætlað sé að að stýra athöfnum manna á viðamiklum og mikilvægum vettvangi eins og fjármagnsmarkaði heils þjóðarbús, þótt lítið sé. Áður en fullburða verðtryggingarkerfi var komið á laggirnar höfðu *umræður* á ýmsum vettvangi hniðið í þá átt í að

minnsta kosti aldarfjórðung, og nefndir höfðu þingað um skilyrði fyrir sparnaði og hreyft *tillögum* í þá veru. Fyrstu *tilraunir* með verðtryggingu voru gerðar frá árinu 1955 í húsnæðisfjármögnun, þar sem nauðsyn jafnvægis milli ábyrgðar og réttinda kemur hvað ljósast fram. Full framkvæmd verðtryggingar samkvæmt öruggum og óafturkallanlegum réttarreglum hófst með spariskírteinum ríkissjóðs árið 1964. Sá skriður, sem þar með komst á málið, nýttist til almennrar lagasetningar um verðtryggingu fjárskuldbindinga árið 1966, en með svo aðhaldssömum ákvæðum, að ekkert varð úr framkvæmd á vegum innlánsstofnana eða einkalánamarkaðar, þegar erfiðleikar steðjuðu að og gáfu tilefni til venjuhelgaðra fjármagnsfórna. Fyrir lögfræðilega mistúlkun var jafnvel hætt við, að bannákvæði laganna legðu dauða hönd á verðuppfærslu í verktakaframkvæmdum, þar til hæstiréttur tók af skarið um, að þar væri um verðlagningu í raunviðskiptum að ræða, en ekki verðtryggingu fjárskuldbindinga sem slíkra. Áfram var þó haldið á sviði fjárfestingarlánasjóða með verðtryggingu endurlánads spariskírteinafjár og frá árinu 1972 með verðtryggingu skuldabréfa, sem lífeyrisjóðir keyptu af fjárfestingarlánasjóðunum.

Með þessum aðgerðum og þeim möguleikum, sem þær veittu almenningi og öðrum fjárfestum, þrengdi ljóslega að innlánsstofnunum í samkeppni á grunni ört rísandi verðbólgu. Voru næstu skref því tekin á þeim vettvangi, árið 1976 með upptöku sérstakra vaxtaukainnlána og útlána, og skyldi vaxtaukinn fylgja að verulegu leyti með verðbólgu, en til mótvægis var vaxtauki að nokkru lagður á sérstök vaxtaaukaútlán og að nokkru á útlán almennt. Meginkostur þeirrar nýjungar var, að unnt var að nýta hana til að bjarga innlánunum frá hrikalegustu verðbólgurýrnuninni, en hún gerði lítið til þess að varðveita lánastofninn í heild sinni. Um ári síðar var því reynt að alhæfa sömu meginreglu með því að fella verðbótaþátt með skipulegum hætti inn í vaxtaákvæðanir Seðlabankans. Hér var ekki um frumkvæði löggjafa eða ríkisstjórnar að ræða, og átti reglan örðugt um framgang, þar til ljóst þótti, að frekar þyrfti að aðhafast. Upp af því spratt fram hið fullmótaða og þaulhugaða verðtryggingarkerfi frá apríl 1979, sem lýst verður nánar hér á eftir. Það var í eðli sínu reist á boðvaldi, en dugði ekki eitt út af fyrir sig fremur en önnur kerfi reist á slíkum grundvelli.

Með auknu frjálsræði í vaxtamyndun frá 1984 og nánast fullu frá 1986, þar sem stjórnvöld héldu aðeins vissu hótunarvaldi um íhlotun, breyttist inntak og eðli verðtryggingar í valfrjálst samningsform. Gengi hennar er upp frá því svo til einvörðungu háð hylli þess forms á lánamarkaði, einkum með tilliti til aukins öryggis, svo að markaðsaðilar geti sparað sér aukið áhættuálag, en alvarlega meint andstaða stjórnvalda takmarkast við óhóflega áhættu lánastofnana af misvægi virðistenginga á milli hliða efnahags. Að sjálfsögðu eru þó alltaf einhverjir, sem geðjast ekki að verðtryggingu út frá hagsmunaviðhorfi sínu eða telja einboðið, að allt leiti tafarlaust í sama farið og almennt er í útlöndum, en þetta geta ekki talist nægileg rök fyrir því að leggja almennar hömlur á verðtryggingu í kerfi frjálsra fjármagnsviðskipta.

Verðtryggingarkerfinu árið 1979 fylgdi frá upphafi svo rækileg *tæknileg útfærsla til allhliða framkvæmdar*, að einsdæmi má telja í veröldinni. Héldust megindrættir hennar í gildi, þótt frekari þróun yrði í einstökum atriðum eins og formi og bindingu reikninga

og blöndun verð- og óverðtryggðra innlánskjara, einkum á svonefndum skiptikjara- og sérkjarareikningum, sem fjallað er nánar um í kafla um vaxtaþróun með verðtryggingu. Til þess að geta látið verðtryggingu ná til venjulegra inn- og útlána innlánsstofnana, eftir því sem æskilegt yrði talið, var gefinn kostur á tvenns konar formi verðtryggingar.

Verðtrygging með vísitölu, eða vísitölubinding, er hin hefðbundna og einfalda aðferð, sem hentar best við venjuleg afborganalán. Þá liggur fyrir útreikningur afborganaraðar á frumvirði, þ.e. miðað við grunnvísitölu láns, hvort sem er með jöfnum afborgunum eða árgreiðslum, ásamt vaxtafjárhæð til greiðslu með hverri afborgun. Séu vextir breytanlegir, verður að vísu að reikna nýja fjárhæð þeirra við hverja breytingu, og nýja árgreiðsluröð með skiptingu í afborganir og vexti, sé um það fyrirkomulag að ræða. Verðtrygging með vísitölu raskar í engu þeim röðum, heldur felur í sér, að afborgun, vexti og eftirstöðvar á hverjum gjalddaga skuli færast upp með stuðli, sem hefur vísitölu hvers tíma í teljara og grunnvísitölu láns í nefnara. Slík lán eru almennt látin falla í gjalddaga á sama degi hvers mánaðar, og þótt æskilegt sé, að hann sé nærri byrjun mánaðar, þegar vísitala er fersk, er ekki fengist um að leiðrétta fyrir mishækkun hennar innan mánaðar, hvenær sem gjalddagi er. Þetta byggist á því, að slíkt tilviljanakennt misræmi jafnast út yfir lánstímann og vegur hvort sem er mjög lítið að tiltölu við heildarávöxtun.

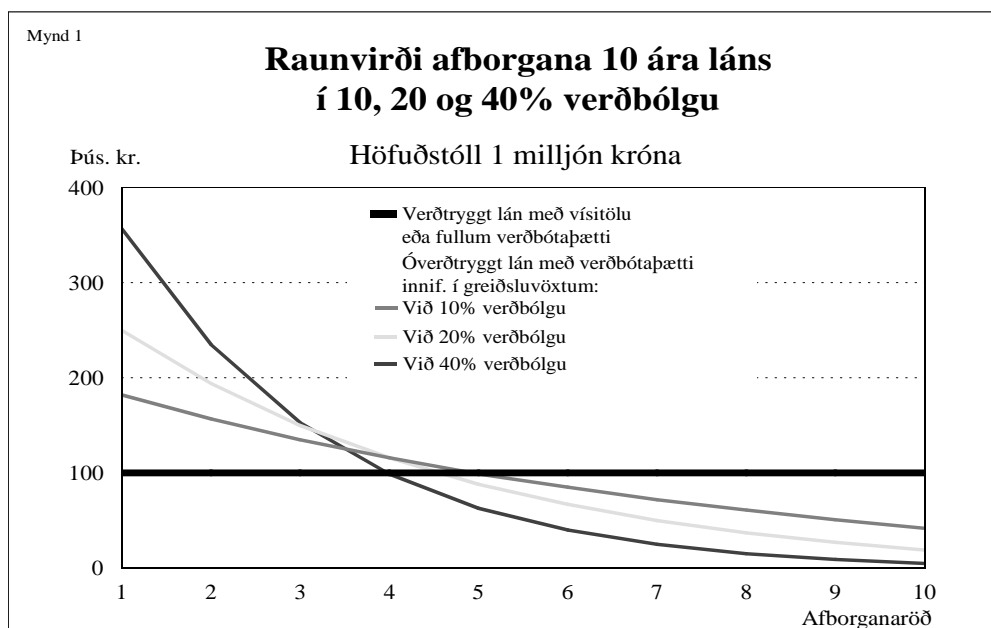
Eigi að síður er mönnum ætíð nokkur vandi á höndum um *tímatengingu* láns, er svo mætti kalla, við vísitölu, sem við er miðað. Í því efni ríkir allajafna sú mótsögn, að fullt öryggi um tölulegt gildi vísitölu næst ekki fyrr en verðbreyting hefur átt sér stað, hún verið mæld og birt, og getur þá raunverulegt verðlag orðið enn nokkuð annað, þegar til greiðslu kemur. Sé reynt að sjá við þessu með því að áætla þróun verðlags alveg fram á greiðsludag, ríkir aftur á móti sú óvissa, hvort raunveruleg mæling komi heim við spána. Við upphaf verðtryggingar samkvæmt lögunum frá 1979 var ákveðið að stofna til sérstakrar *lánskjaravísitölu*, samsettrar af vísitölu framfærslukostnaðar að tveimur þriðju og byggingarkostnaðar að einum þriðja, svo að verðlagsviðmiðun hefði sem víðtækast gildi, bæði á vettvangi neyslu og fjárfestingar. Þessar grunnvísitölur voru þá reiknaðar á þriggja mánaða fresti hvor um sig, en ekki samtímis, og var þá þriðji hver mánuður án nýrrar vísitölu. Við þessar aðstæður var það mat Seðlabankans, að fyllra öryggis væri gætt með því reikna lánskjaravísitöluna einungis eftir þekktum gildum þá mánuði, sem ný gildi féllu til, að viðbættri spá um eins mánaðar hækkun, þegar svo var ekki. Þannig tók ný vísitala ætíð gildi með 50 daga töf frá útreikningi. Mögnun og mishraði verðbólgu næstu ár á eftir varð svo til þess, að skekkjur um nokkur prósentustig mynduðust um nokkurt skeið frá réttu samtímagildi verðlags á þennan samsetta kvarða, svo sem fram kemur í kafla 3 um lánskjaravísitöluna og eiginleika hennar. Má vafasamt telja, að umrædd lausn hefði verið valin, ef þessi ágalli hefði verið séður fyrir, en með mánaðarlegum mælingum og að lokum einskorðun miðunar við neysluverðsvísitölu, sem og sökum langtum minni verðbólgu, hefur hætta á slíkum skekkjum verið takmörkuð við lítið brot þess, sem var í upphafi.

Verðtrygging með verðbótaþætti vaxta er ætluð til þess að ná raunvirði og tilætluðum raunvöxtum af styttri lánum og reikningum, þ.e. hinu eiginlega starfssviði innlánsstofnana. Þegar um afborganalán er að ræða, er gert ráð fyrir, að verðbótaþátturinn sé lagður við höfuðstól og afborgun síðan reiknuð með deilingu fjölda eftirstandandi afborgana upp í hann. Grunnvextir eru þá annar hluti heildarvaxta og ætlaðir til greiðslu á gjalddaga. Heildarvextirnir ráða hinni hagsmunalegu niðurstöðu, sem fram kemur í raunvöxtum, svo að grunnvextir út af fyrir sig hafa aðeins þýðingu fyrir greiðslukvöð þar af og hafa því ekki verið ákveðnir af mikilli nákvæmni. Aðferðin hentar engu að síður til að ákvarða grunnvexti í samsvörun við raunvexti og fá þá þar með greidda. Til þess þarf að ákveða verðbótaþátt nákvæmlega eftir metinni verðbólgu og grunnvexti eftir tilætluðum raunvöxtum uppfærðum með sama stuðli. Samtala grunnvaxta, þ.e. uppfærðra raunvaxta, og verðbótaþáttar á höfuðstól kemur þá heim við heildarvexti, sem gefa af sér tilætlaða raunvexti. Í stað einfalds margföldunarsamhengis vísitölubindingar kemur hér samleggjanleg skipting vaxta. Til þess að bæði höfuðstóll og raunvextir færist upp til vísitölu gjalddaga eins og með vísitölubindingu, þarf að færa raunvexti upp til grunnvaxta með sama hætti, auk uppfærslu höfuðstóls. Þetta reikningslega samhengi kemur glöggt fram í töflu 1. Þótt auðgert sé að setja fram formúlur fyrir útreikningi þeirra stærða, sem þar koma fram, er um svo einfaldar aðferðir prósentureiknings að ræða, er koma skýrt fram í töflu 1, að ekki þykir ómaksins vert að setja þær hér fram.

Til þess að leiða betur í ljós reikningshátt lána með þeirri meðferð verðbótaþáttar, er samsvarar verðtryggingu með vísitölu, fylgir tafla 2 hér á eftir. Hún leiðir einnig í ljós, við hvað var að fást að fá lánþega til að fallast á verðtryggingu í örri verðbólgu. Tekið er dæmi af 10 ára láni í 40% verðbólgu, sem var við lýði eða meiri um þó nokkurt árábil, við 6% raunvöxtum, sem leiða til 8,4% grunnvaxta. Þar sem verðbólga er fullbætt með samsvarandi verðbótaþætti, er niðurstaðan að raungildi hin sama og af vísitölutengdu láni. Enda þótt laun fylgdust almennt að við verðlag, svo sem venjulega er og oft talsvert betur, lagðist ör hækkun allra talna fram eftir ferlinum mjög illa í lánþega. Þannig fóru eftirstöðvar stöðugt hækkandi fram á 7. gjalddaga og voru þá meira en þrefaldur upphaflegur stofn, en afborgun nam þá ríflega stofnfjárhæðinni. Eftirstöðvar byrja fyrst að lækka með 8. greiðslu, en hin 9. hlýtur að skipta þeim til helminga og loks hin 10. að ljúka þeim. Vextir til greiðslu lækka þá fyrst, er eftirstöðvar hafa lækkað, þ.e. með 9. greiðslu, en afborgun og árgreiðsla fara hækkandi allt í gegn og nema á síðasta gjalddaga í kringum þrefaldri fjárhæð upphaflegs láns. Að sjálfsögðu gat verið örðugt að sannfæra fólk um, að hér væri engin rangsleitni á ferðinni, heldur einungis gífurlegur uppblástur peningalegrar einingar í svo mikilli verðbólgu. Ef hins vegar kreppti að og greiðslugeta launþega rýrnaði, gátu þau skilyrði hins vegar falið í sér, að raunvextir ættu að lækka.

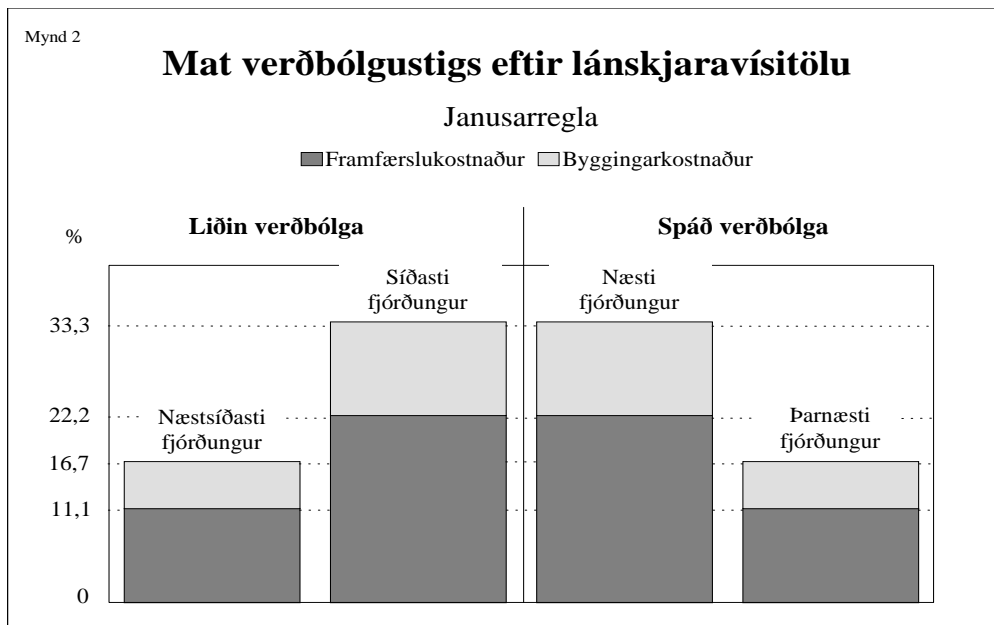
Kostir verðtryggingar í mynd *jafnrar dreifingar greiðslubyrðar* á lánstímann koma hins vegar glöggt í ljós, þegar greiðslur eru reiknaðar á föstu verðlagi. Það er gert í töflu 3, að því er varðar afborganir 10 ára láns í 10, 20 og 40% verðbólgu. Vöxtum er sleppt, þar sem dæmið er sniðið að því að sýna misjafna dreifingu afborgana að raun-

virði, þótt tilætluð kjör geri ráð fyrir þeim jöfnum. Sams konar dæmi er að sjálfsögðu hægt að setja upp með jöfnum árgreiðslum ásamt vöxtum. Grunntilvikið er verðtryggt lán, hvort sem er vísitölutengt eða með verðbótaþætti, og er raunvirði afborgana þá jafnt allan lánstímann, táknað á mynd 1 með feitu striki í 100 þúsund krónum. Hin þrjú tilvikin miðast við, að verðbólga sé bætt að sama skapi með hærri vöxtum til samtíma greiðslu án viðlagningar verðbóta við höfuðstól, svo sem algengast er erlendis. Samkvæmt þeirri aðferð verður raungildi afborgana mjög hátt framan af, en fellur mishratt eftir verðbólgu og verður mjög lítið seinni árin. Þetta felur í sér, að upphafleg lánveiting til 10 ára er að miklu leyti ógilt af greiðsluhætti vaxta. Skurðpunktar línanna á mynd 1 við grunnlínuna liggja frá 4. til 5. afborgunar. Á miðjum lánstímanum hafa þannig verið greidd upp 69% höfuðstóls í 10% verðbólgu, 80% í 20% verðbólgu og 91% í 40% verðbólgu. Aðeins í lægsta tilvikinu er einhver mynd á raunverulegri endingu lánsins, enda er nokkur reynsla af, að menn láti sér þá niðurstöðu lynda um allanga hríð fremur en láta til skarar skríða að koma á verðtryggingu. Amstur endurfjármögnunar hlýtur þó á því stigi að vera verulegt. Hærri tilvikin jafngilda hins vegar ljóslega ógildingu lánsamnings að raungildi.



Ákvörðun vaxta með hliðsjón af verðbólgu og inniföldum verðbótaþætti útheimti skipulegt *mat verðbólgu* á hverjum tíma. Við það komu til greina sams konar álítamál um gildi áorðinnar og væntrar verðbólgu og þegar er um rétt, en jafnframt um það tímabil aftur og fram, sem tekið skyldi inn í matið. Að vísu lá ljóst fyrir, að vextir eru hverju sinni ákveðnir fyrir komandi tíma, með endurupptöku þegar tilefni gefst til, og hefur verið starfsregla að endurskoða þá á þremur dagsetningum í mánuði, hinn 1., 11. og 21. hvers mánaðar. Samkvæmt því ætti aðeins að miða við væntingar um verð-

bólgu, væru spár nógu öruggar og almennt viðurkenndar. En væntingar almennings eru einnig verulega háðar síðustu verðbólgu-reynslu, sem þannig hefur sitt vægi á markaðnum. Einnig kallar lífvænt kerfi af þessu tagi á útjöfnun snöggra og krappa verðsveiflna yfir tímann, og var það einkum vandamál á tíma stakra og stórra gengisbreytinga, enda þótt viðurkenna beri, að slíkt tillit til orðinna áfalla beri mark fákeppnisskilyrða. Við þessum vanda var brugðist með því að koma á svokallaðri Janusarreglu með jöfnu vægi liðinnar og spáðrar verðbólgu yfir heilt ár, þó með tvöföldu vægi síðasta og næsta ársfjórðungs á móti þarnæstu á undan og eftir. Mynd 2 sýnir í hlutfallstölum, hvernig verðbólgu-gustig á hverjum tímapunkti er metið eða samsett af verðbólgu þessara fjögurra fjórðunga, mældrar á kvarða hinna tveggja grunnvísitalna. Með því að fylgja slíkri reglu stöðugt ættu allar hæðir og lægðir verðbólgunnar að koma til skila, nema spárnar væru háðar stöðugri skekkju til sömu áttar, vanda eða ofmati verðbólgu.



Mat verðbólgu-gustigs samkvæmt þessari reglu og með þessa tímavídd var þó aðeins starfsregla Seðlabankans, en ekki bundin af lögum. Frá upphafi voru ýmsar aðrar samsetningar einnig hafðar til hliðsjónar, svo sem tveir ársfjórðungar eða fjórir mánuðir vegnir saman með hliðstæðum hætti. Með hjöðnun verðbólgu og jafnari framrás hennar færðist áherslan á hina styttri mælikvarða, og með vaxtafrelsi innlánsstofnana gerðust þær óháðar þessari starfsreglu bankans, en lögðu vaxandi áherslu á að fá sem áreiðanlegastar verðbólgu-spár frá hagfræðideild hans. Í kjölfar þjóðarsáttarsamninganna í ársbyrjun 1990 var heiðursmannasamkomulagi um hófstillingu vaxta framfylgt með því að skoða hverju sinni verðbólgu eins mánaðar aftur og tveggja fram, svo að sá mánuður var miðlægur, sem hver ákvörðun skyldi fyrst og fremst gilda um. Svo sem

nú er komið, er ekki lengur unnt að telja neina ákveðna starfsreglu vera í gildi. Innlánsstofnanir sem og aðrir markaðsaðilar skoða að vísu verðbólguna og horfur um hana í samhengi annarra markaðsskilyrða, en sýna jafnframt viðleitni til að halda vöxtum sem stöðugustum.

Fleiri aðgerða var þörf til þess að tengja saman annars vegar vísitölubundin kjör, sem fela í sér endurmat á tilteknum degi, og hins vegar vexti, sem reiknast frá degi til dags. Inn á verðtryggða innlánsreikninga hefur ætíð verið lagt á hvaða degi mánaðar sem er, og tengist slíkt innlán þá grunnvísitölu þess mánaðar án aðgreiningar eftir dögum. Vantar þá verðbætur frá innlánsdegi til loka mánaðar, og sömuleiðis frá síðustu mánaðamótum fyrir úttekt til úttektardags. Hefur verið séð við því með því að leggja *sérstakar verðbætur innan mánaðar* inn á reikninginn, ákveðnar hverju sinni með hliðsjón af metnu verðbólguþætti. Önnur aðferð væri að reikna þessa aukadaga með nafnvaxtakjörum, að inniföldum verðbótþætti, en það mundi útheimta sérstaka meðhöndlun í reikningskerfi vaxta.

Áhrif og árangur verðtryggingar lánsfjár

Áhrif verðtryggingar á lánsfjármarkaðinn eru í fyrsta lagi bein og ótvíræð til varðveislu á raungildi innlends lánsfjármagns, sem byggst hefur upp af fjársparnaði í landinu, og eru þau aðalefni þessa máls. Verðtrygging út af fyrir reyndist þó ekki fullnægjandi fremur en vænst var til þess að tryggja vöxt og viðgang lánsfjárens, heldur var sá *árangur háður auknu og síðan fullu vaxtafrelsi*. Að auki má verðtryggingin teljast hafa haft víðtæk óbein áhrif, sem að vísu eru meira matsatriði, svo að fremur mætti um þau deila. Óhætt mun að telja, að fyrsta reynslan af henni hafi byggt undir þá losun um hömlur á vaxtamyndun, sem fylgdi í kjölfarið, og þar með einnig gefið tilefni til hins mikla fjölbreytileika inn- og útlánsforma, sem þróaðist upp frá því. Þá átti verðbréfaútgáfa upphaf sitt í verðtryggðum kjörum, en af henni spratt fjölþættur verðbréfamarkaður, sem jafnast orðið á við bankakerfið að mikilvægi. Veigamesta uppspretta fjársparnaðar er í lífeyrissjóðunum, en við borð lá, að þeir legðu sjóðmyndunarkerfi á hilluna, þegar horfst var í augu við glórulaus verðbólguþöpp. Nú eru þeir hins vegar farnir að tryggja þorra manna sæmilegan og ört batnandi lífeyri og mynda þar með mikilvægestu tengsl raunhæfra fjármagnskjara við hag almennings.

Samhengi verðtryggingar lánsfjár við árangur á vettvangi lánsfjármarkaðar kemur einkum fram í þremur köflum, 5, 6, og 7, sem fjalla um þróun meginstærðanna: gildisvið verðtryggingar, raunvexti og lánsfjármarkað. Í hinum fyrsta þeirra kemur fram, að hlutfall verðtryggingar af innlendu lánsfé náði 74% árið 1983, 80% 1988 og sveiflaðist lítið eitt í kringum það mark út tímabilið til loka 1996. Raunávöxtun innlends lánsfjármagns í heild varð ekki jákvæð fyrr en árið 1984, en þá urðu umskipti um rúm 10%, úr -5,7% í 4,4%, og eftir árs lægð aftur í 6,8% 1986. Upp frá því var útkoman mjög regluleg með heildarmeðalvöxtum oftast á bilinu 8-9%, en lækkandi síðustu þrjú árin niður fyrir 7%. Þessi útkoma er sameinuð niðurstaða af verðtryggingu og vaxtamyndun ofan á þann grunn. *Bein áhrif* af þessari útkomu *til myndunar lánsfjár* eru útreiknanleg, og námu þau á verðlagi ársloka 1996 frá 9,2 milljörðum 1984, hækkandi í 16,7

1986 og um 27 1988-90, og loks upp í um 40 milljarða á ári síðustu fimm árin. Sem *hlutfall af landsframleiðslu* námu tilsvarendi tölur á verðlagi hvers árs sömu árin 2,2%, 3,6%, 3,8-6,2% 1988-90 og loks á bilinu 8,2-8,8% síðustu fimm árin. Yfirleitt eru þessi beinu raunvaxtaáhrif talin lágmark áhrifa lánskjara til aukins sparnaðar, þar sem hagstæð kjör hvetji að öðru jöfnu til meiri sparnaðar. Þess gætir þó síðustu árin, að mikil uppsöfnun sparnaðar um árabíl á undan virðist hafa haft mettunaráhrif, svo að nýr sparnaður verður neikvæður einstöku ár, einkum þegar illa árar. Má þá e.t.v. einnig orða samhengið þannig, að svo háir raunvextir hafi lagt meira en nægilega við sparnaðinn til að uppfylla sparnaðarhvötina með hliðsjón af fyrri uppbyggingu og breyttu árferði.

Fyllsti vitnisburðurinn um árangur verðtryggingar og raunvaxta er fólgin í loka-kaflanum um þróun lánsfjármarkaðar á tímabili verðtryggingar. Þar eru lagðir tveir mælikvarðar á afdrif lánsfjármagns, annars vegar *þróun að staðvirði eða magni*, hins vegar *afstæð þróun að tiltölu við landsframleiðslu*. Hinn fyrri sýnir, hvort úr meiru eða minnu er að spila í raunverulegum verðmætum reiknað, en hinn síðari, hvort sá fjárstofn gefur færi á meiri eða minni hlutfallslegri fjármögnun miðað við landsframleiðslu, og um leið þjóðarauð, sem hefur fylgst grannt að við framleiðsluna. Hér á undan var gerð grein fyrir fyrri kafla þessarar sögu, stöðnun og hnignun lánsfjárstofns af innlendum uppruna um sem næst áratugs skeið af völdum raunafvöxtunar í stað raunávöxtunar hans, sem varð tilefni upptöku verðtryggingar og raunvaxta. Á síðari helmingi þessarar sögu kom svo fram sá ótvíræði og mikli árangur, sem hér verður nánar að vikið.

Þróunin kemur talsvert ólíkt út á fyrrgreinda tvo mælikvarða: hinn hlutlægi *kvarði staðvirts* magns sýnir minni hnignun og skammvinnari stöðnun og á hinn bóginn langærri og meiri vöxt en hinn *afstæði kvarði* hlutfalls við landsframleiðslu, nema þau fáu ár, þegar dregur úr framleiðslunni, hagvöxtur verður neikvæður um sinn. Línurit kafla 7 sýna glögg, að magn lánsfjár snýst örugglega til nýs vaxtar upp úr 1980, árinu eftir að lagður var almennur grunnur að verðtryggingu. Bæði staða miðað við fyrri tíð, sem fyrr er greint frá, og vaxtarhraði eftir stöðnun var þó verulega mismunandi milli hólfa lánsfjármarkaðarins. Hægastur var raunvöxtur innlána og seðla, öðru nafni peningamagns og sparifjár í innlánsstofnunum, 4,25% til jafnaðar á ári frá 1981. Stóð þessi grein lánsfjármagns í árslok 1996 tvöföld á við meðaltal 1980-82, vel þreföld á við 1962, eða vel sexföld á við 1956. Þó hafa innlán og seðlar ein saman ekki haldið alveg hlutfalli sínu við landsframleiðslu frá sjöunda tugnum, en það hefur þó náðst að meðtalinni verðbréfaútgáfu innlánsstofnana. Verðbréf eru annar meginþáttur lánsfjár myndaðs af frjálsum fjársparnaði, og megnið af því sem „annar frjáls“rennur til. Sá þáttur hefur raunar aldrei staðnað frá því að verðtryggð spariskírteini voru fyrst gefin út árið 1964, og frá 1981 hefur hann nálega fimmfaldast og þar með vaxið um 11,2% á ári til jafnaðar. Lánsfé af frjálsum fjársparnaði í heild hefur því vaxið langtum örar en innlán og seðlar, eða um 6,3% á ári frá 1981, sem veldur 2,5-földun síðan þá.

Fésafn lífeyrissjóða hefur þó langsamlega vinninginn. Þeir hafa frá upphafi haft hvað mest not af verðtryggingu og vöxtum langrar fjárbindingar, auk þess sem kerfi

þeirra hefur ítrekað verið eflt nýjum starfsgreinum og yfirtaki tekna í álagningu iðgjalda þeirra. Því hefur fjárstofn þeirra aldrei sætt lengri stöðnun eða hnignun, heldur aðeins staðnað yfir örfá áfallaár í senn, og nam vöxtur þeirra 13,7% allt frá 1974, og næstum hinn sami, eða 14,1% frá 1981, og hefur meira en sjöfaldast síðan þá. Lánsfé af öðrum kerfisbundnum sparnaði hefur að vísu vaxið litlu meira en innlán og seðlar á þeim tíma, en heildarlánsfé af kerfisbundnum sparnaði réðst að svo miklum hluta af lífeyrissjóðum, að það jókst um 11,1% til jafnaðar eða nær fimmfaldaðist á sama tíma. Innlent lánsfjármagn í heild jókst sem meðaltal af framangreindu um 8,7% á ári frá 1981, sem er 3,5-földun. Til samanburðar mælist vöxtur fjársparnaðar 6,7% að meðaltali yfir allt 42 ára tímabilið frá 1954 til 1996. Hér er ljóslega um geysimikinn árangur að ræða, sem skilar hátt í tvöföldun (91% aukningu) á hverjum áratug.

Fjármagnsvaxtar af þessari stærðargráðu er þörf fyrst og fremst vegna þess, að hagvöxtur hefur slagað hátt upp í hann, og æskilegt að svo verði að verulegu marki áfram. Við það má bæta þeim ástæðum, að þjóðarbúið var í upphafsstöðunni mjög vanbúið að eigin lánsfjármagni og bætti sér það ótæpilega upp með erlendum lánnum, þegar skarð var fyrir skildi innlends sparnaðar. Ennfremur á hina hliðina skoðað, að kröfur um lífeyri hafa vaxið stórlega til að halda í venjubundinn hærri lífsstaðal, um leið og stefnir í verulega hækkun hlutfalls aldraðra. Aðeins fyrsti þáttur þessara þarfa fyrir fjármagn, hagvöxturinn, reiknast frá sem deilistærð í síðari mælikvarðanum, en aðrar auknar þarfir ber að hafa í huga sem ástæður fyrir *hækkandi hlutfalli miðað við landsframleiðslu*. Einnig á þennan afstæða kvarða er árangurinn tilkomumikill. Svo sem fyrir er að vikið, myndaðist mikil lægð í hlutfallinu á áttunda tugnum, svo að vaxtarskeiðinu upp frá því má skipta í annars vegar endurbata til fyrra hlutfalls og öran vöxt frá því marki, er þá myndar hreinan vöxt frá fyrra hámarki og bætist við yfir allt tímabilið litið. Bankakerfið náði að vísu ekki fyrri mörkum, um 40-43% af VLF, með einum saman innlánnum og seðlum, er hæst náðu um 36%, en jafnaði það vel upp í 42-44% síðustu árin með verðbréfaútgáfu. Hreinn afstæður vöxtur til lengri tíma náðist því ekki þar og varð að gerast annars staðar. Uppsöfnun „annars kerfisbundins“ sparnaðar varð raunar enn lakari, þar sem nokkur prósentustig vantaði á, að staðan í lok sjöunda tugarárs næðist á ný. Hér blandast þó inn í kerfisbreytingar frá opinberri íhlutun til nútímalægri markaðshátta. Hinir tveir þættir fjársparnaðarins tóku þannig á sig meira en alla aukninguna á þennan kvarða. Lánsfé myndað af „öðrum frjálsum“ sparnaði, að meðtöldum ofangreindum bankaverðbréfum, þrefaldaði hlutfall sitt frá hámarki fyrir hrun 1975 í 22,7% 1996, og komst frjáls sparnaður við það í 56,5% á móti 44,3% 1971. Lífeyrissjóðir slógu þó öllu við með því að áttfalda fyrra 7,7% hámark frá 1969 með tæpra 62% hlutfalli 1996. Lánsfé af kerfisbundnum sparnaði nam þá í heild um 79% og hafði vel 2,6-faldast frá fyrra hámarki 1969. *Innlent lánsfjármagn í heild* komst 1996 í 135% af landsframleiðslu og hafði nærri tvöfaldast frá 1968-72, þegar hæst bar áður.

Innlent lánsfjármagn er eðlilegt að ræða með *uppfyllingu lánsfjárþarfarinnar í heild* að bakgrunni og hliðsjón af því hlutverki lántöku erlendis að fylla upp í eyður sparnaðarins að tiltölu við þarfir. Meginsamhengi þróunarinnar hefur verið á þá leið, að láns-

fjárförfin hefur þróast tiltölulega jafnt yfir allan tíma þessarar skýrslugerðar, án tillits til þess hvort innlendir fjársparnaður hefur búið við hagstæð skilyrði og þróast ört eður ei. Í þeirri stöðnun og síðan römmu lánsfjárekreppu, sem hér ríkti um langt skeið, var þörfin uppfyllt að stórum og vaxandi hluta með miklum lántökum erlendis, sem leiddu til stórfelldrar skuldasöfnunar út á við. Þótt með því væri beinum lánsfjárskortri bægt frá að sinni, reyndi með þessu æ meir á lánstraust og lánskjör út á við, og vaxandi hluta af landsframleiðslu var veitt til erlendra lánardrottna, svo að þjóðartekjur urðu að sama skapi lægri. Áhættan, sem af þessu leiddi fyrir atvinnuvegi og opinbera skuldara, varð og að sama skapi meiri sem ytri áföll höfðu þá ekki aðeins bein samdráttaráhrif á framleiðslutekjur, heldur leiddu þau til gengislækkunar og endurmats erlendu skuldanna til verulegrar þyngingar. Við blasti æ ljósar, að lántökuleiðin var ekki lausn til langframa fyrir þjóðarbúið. Fyrir eða síðar hlyti lánstraustið að breyta með langtum minna framboði erlends lánsfjár og hugsanlega neikvæðum lánsfjárfjöfnuði og mun þyngri lánskjörum, svo að æ almennari samstaða varð um, að á þessa skyldi að ósi stemma.

Þróun *erlends lánsfjár* er útjafnandi hluti þessarar heildarmyndar, myndar mótvægi við innlent lánsfé, og tekur því á sig allt aðra mynd en heildin. Bæði sveiflast magn þess langtum meira en hinna stærðanna tveggja til þess mæta öllu öðru misgengi, svo að örðugra er að meta þróun undirtímabíla, og það fyllir upp í lengri eyður í framboði lánsfjár. Þó verða ekki stökk á þennan mælikvarða beint af völdum gengisbreytinga, þar sem afstaða gengis til innlends verðlags lokaárið 1996 er sjálfkrafa bundið í staðvirðingunni yfir allan tímamann. Gegnum miklar misvægissveiflur má draga stefnulínu 14,3% ársvaxtar frá 1954 eða 13,9% frá 1962 til 1975. Þaðan af bregður hins vegar til milu hægari og jafnari vaxtar 5,6% á ári til 1992, samhliða stórefldum vexti fjársparnaðar einkum upp úr 1980. Frá 1992 varð hins vegar minnkun um 12,3% eða 3,2% á ári. Yfir allt tímabilið frá 1954 reyndist heildaraukningin 36,5-föld, eða tvöföld að hlutfalli á við aukningu lánsfjármagns í heild, en frá 1962 12-föld eða 42% meiri en lánsfjármagns. Sem árlegur vöxtur reiknast hún 8,9% á öllu tímabilinu eða 7,6% frá 1962, á móti 7,1% eða 6,5% vexti lánsfjármagns, en slíkur er máttur lítills munar í samfelldri vaxtavöxtun að valda ofangreindri margföldun á löngum tíma.

Magnþróun *lánsfjármagns í heild* reiknast 7,1% að meðaltali á ári frá 1954 til 1996, og leiddi af sér 18-földun á stofni þess, en frá 1962 nam ársvöxtur 6,5% og varð 8,5-földun á þeim tíma. Eru þá meðreiknuð áhrif afturkippa einstöku ár á síðari hluta áttunda tugarins. Svo jafn og stöðugur hefur vöxtur lánsfjár verið á undan og eftir stöðnunarskeiðið 1972-79, að hann mælist 8,2% á ári 1954-72 eða 6,9% 1962-72, en 7,3% 1979-96, næstum hinn sami og yfir allt tímabilið. Álykta mætti, að í þeim mæli sem skuldasöfnunin hafi farið offari á fyrri tímaseiðinu hafi stöðnunin jafnað það út. Eðlilegt er að leita skýringa á hægari vexti lánsfjármagns á síðara skeiðinu, gagnstætt verulega örari vexti innlends lánsfjár þá en á hinu fyrri. Þess má geta til, að hærri raunvextir séu helsta orsök, einnig á alþjóðlegum markaði frá því um 1980, og máske ekki síður reynslan af gengisfalli krónu með þungbæru endurmati erlendra skulda, enda dró stórlega úr erlendum skuldum að tiltölu við innendar. Margt hefur bent til ógætilegrar og óhóflegrar notkunar lánsfjár á fyrri tíma óbættrar verðbólgu, svo að

unnt mun hafa reynst að draga verulega úr lánsfjárnotkun, án þess að kæmi að sama skapi niður á framleiðslu og hagvexti.

Félagsleg viðhorf og gagnrýni

Hér á undan er reynt að meta árangur verðtryggingar og vaxtastefnu út frá almennum þjóðhagslegum viðhorfum, sem verða að teljast mestu skipta. Fleiri viðhorf hafa þó að sjálfsögðu verið uppi í umræðunni, einkum félagsleg viðhorf er lúta að hagsmunum launþega og annars alþýðufólks, einkum hinna skuldugu þeirra á meðal. Fyrst verður þá fyrir hin óhjákvæmilega þynging skulda og lánagreiðslna við það, að verðtrygging tekur fyrir þá verðbólgutilfærslu, sem áður tíðkaðist. Oft var haft á orði, að fólk væri orðið háð því, að verðbólga greiddi niður íbúðalánin fyrir það, en á hinn bóginn var með þessu móti haldið uppi staðli húsnæðis og heildarneyslu, sem orkaði tvímælis, að efnahagur þjóðarinnar risi undir. Óhjákvæmilegt var eigi að síður að láta almenn fjármagnskjör ráðast af heildarhag þjóðarbúsins, þótt nokkur hluti hinna lakar settu réðu þá ekki við skuldabyrði af hefðbundnum húsnæðisstaðli, heldur varð að leita lausnar þess vanda eftir leiðum hins félagslega íbúðalánakerfis. Var svo gert í miklum mæli, en hér er ekki rúm til að meta, hvort nóg var að gert, enda ætíð álitamál.

Skuldabyrði heimilanna hefur mjög verið til umræðu í þessu sambandi, og stundum um hana fjallað svo sem hún sé einkum til orðin af nauðung lélegra lífsskjara og þungra lánskjara. Sú greining er þó ófullnægjandi, meðan eignir heimilanna eru ekki teknar á móti, bæði efnislegar og fjáreignir. Nægir að vísa til þess, að lífeyrissjóðirnir eru í reynd eign heimilanna, markaðir þeim til lífsframfæris síðar, en þeir hafa vaxið örst allra fjáreigna. Þá er og reyndin sú, að auknar lántökur eru í miklum mæli til komnar í krafti þess færís, sem aðstaða heimilanna sem innlánaeigenda við styrkari lánastofnarnir veitir þeim, til meiri og betri stofns rauneigna, utanlandsferða og menntunar, svo að dæmi séu tekin, og hefur hins sama gætt í öðrum löndum með auknu vaxta- og útlánafrelsi. Gæta ber varúðar við ýmsan samanburð í þessu efni, svo sem þegar skuldastofn er borinn saman við laun eins árs, þar sem samhengið verkar um áhrif á lánagreiðslur ársins á móti launum. Sökum ósambærileika stofn- og flæðistærða boðaði það því ekki sérstaka vá, að skuldastofninn hafi farið fram úr ráðstöfunartekjum ársins, heldur var það hin hliðin á örri aukningu lánsfjár að tiltölu við landsframleiðslu og þar með aukinni lánafyrirgreiðslu. Ör hækkun þessa hlutfalls síðan getur eigi að síður veitt vísbendingu um vanda.

Gagnrýnin á verðtryggingu og vaxtastefnu skerptist mjög við tvö *slysaleg tilvik hagþróunar* á níunda tugnum. Hið fyrra var gífurleg mögnun verðbólgu árið 1983 upp í 84% ofan á um 50% næstu ár á undan, ásamt verulegu misgengi launa- og lánskjara-vísitalna og aukinni greiðslubyrði af lánnum að tiltölu við bæði kauptaxta og ráðstöfunartekjur. Framvinda þessi var í senn sprottin af innri ólgu og ytri áföllum, og áttu stjórnvöld fullt í fangi með að rétta við rekstrar- og jafnvægisskilyrði þjóðarbúsins og höfðu ekki tök á að bæta almenningi upp þessi skakkaföll. Við slík skilyrði hlýtur að verða veruleg *umbóttun á eigna- og skuldastöðu* fólks, sem bjó við tæpasta stöðu fyrir, og var stofnað til greiðslujöfnunar lána, sem var ígildi skuldbreytingar til lengri tíma.

Langflestir munu því hafa þolað þessa þyngingu, sem fjaraði út á nokkrum árum. Verstu tilvik eignaskerðingar og greiðsluþrota munu þó hafa staðið í sambandi við stírfni fasteignamarkaðarins að útfæra verðtryggingu til fullnustu. Haldið var fast við að reikna aðeins 20% vexti af greiðslufresti og lánum seljenda til kaupenda, sem gátu numið verulegu hlutfalli innan árs og nokkru til lengdar. Getur nærri, hve mikil afföll gátu orðið í íbúðaskiptum, meðan þess var beðið að koma fénu í nýja húseign, þegar munur verðbólgu og vaxta nam upp í 64% yfir heilt ár að líta og meiru til styttri tíma. Seinna tilvikið fólst í þeim óeðlilega háu raunvöxtum, sem mynduðust í kjölfar nýfengins vaxtafrelsis, þegar þensla náði hámarki 1987 og hvolfdist þegar í afturkipt og lánsfjárþrengingar. Við þau skilyrði gat komið til álita að hafa einhvern hemil á vöxtum, en í þess stað var kröftum um of sóað í að ráðast á verðtrygginguna, sem þó myndaði aðeins grunn að raunvöxtunum.

Tengd misgengi og umróti þessara erfiðu tíma var framvinda skuldbreytinga, greiðslustöðvana, nauðasamninga og gjaldþrota, sem leiddu af sér mikil útlánatöp lánastofnana. Þau hljóta að standa í verulegu samhengi við umskiptin til verðtryggingar og nokkuð þungra raunvaxta, sem eins konar önnur hlið á sama peningi. Áður fyrr var mokað í botnlausu hit verðbólgunnar, svo að alls nam um hálfu verðmæti landsframleiðslu, og skuldarar af öllu tagi vöndust því að þurfa ekki að standa skil á raunvirði lána sinna. Umþóttun til miklu harðari lánskjara við mjög breytileg önnur skilyrði hlaut að draga allmikinn vanskilaslóða, sem þó er aðeins brot af fyrri verðbólguafföllum. Síðustu árin hefur lánsfjármarkaður leitað betra jafnvægis með lækkandi raunvöxtum, en þó nokkrum fleyg milli banka- og verðbréfavaxta, og ört minnkandi útlánatöpum. Þrátt fyrir talsverðar áhyggjur af verðtryggingarmisvægi og aðgerðir til að koma í veg fyrir það hefur ekki verið sýnt fram á teljandi töp af þess völdum, ef frá er talið misgengi milli fyrri ára, þegar aðlögun vaxta að verðlagi var mest tafin.

Víðara samhengi hagstjórnar

Upphaflega mátti líta á verðtryggingu lánsfjár sem *hagstjórnaraðgerð í ljósu samhengi við almenna hagstjórn*, þótt nú orðið sé hún miklu fremur valfrjáls kostur í samhengi almennrar vaxtamyndunar, sem stjórnvöld reyna að hafa óbein og oftast tímabundin áhrif á. Forsaga íslenskrar hagstjórnar er sérstæð fyrir mikla áherslu á tekjustefnu lengstum samfara lausatökum, eða stundum engum tókum, á stjórn almennrar eftirspurnar, sem víðast hefur verið helsta aðferð hagstjórnar, studd ýmsum stjórn-tækjum í framkvæmd. Tekjustefnan fólst í tilraunum til samkomulags við og milli aðila vinnumarkaðarins um hófstílltar launahækkningar til að lægja verðbólgu, studdar ráðstöfunum í ríkisfjármálum launþegum í hag eða forustu þeirra til þægðar. Reynslan af þessari stefnu var svipuð hér og erlendis, þar sem á hana var treyst, að oftast var sáralítill eftirgjöf launahækkana keypt óhóflega dýru verði í tekjuhalla ríkissjóðs, sem um leið spillti eða tók fyrir færi á stjórn fjármála til þjóðhagslegs jafnvægis. Því varð það niðurstaðan, að tekjustefna yrði að styðjast við aðhald og aga eftirspurnarstjórnar eftir leiðum opinberra fjármála og peningamála. Af þeim tveimur málaflokkum eru peningamál fjær þeim vettvangi, sem kröfugerð hagsmunasamtaka fær náð tókum á. Var

stjórnvöldum því vænlegast til árangurs að beita sér næst á þeim vettvangi og setja þar þær skorður, sem eitthvert hald væri í, á meðan óhófleg þensla einkenndi enn opinber fjármál. Féll sú umþóttun saman við fylgi við monetarisma eða peningamagnskenningar á alþjóðlegum vettvangi á öndverðum áttunda tugnum.

Megináherslan í útfærslu þessarar stefnu fólst framan af í hvers konar aðgerðum til að skammta lánsfé. Lánastarfsemin var í heild sinni felld inn í umgerð lánsfjáráætlana. Innan þeirra marka var samið við innlánsstofnanir um takmörkun útlánaaukningar og aðild að fjármögnun lánasjóða, og lánasjóðum og opinberum jafnt sem einkafyrirtækjum skammtaður aðgangur að erlendu lánsfé. Þessar aðferðir út af fyrir sig reyndust ekki sérlega árangursríkar, enda stöðugt knúði á um pólitíska undanlátssemi og málum miðlað milli slæmra kosta. Því varð ljóst, að leita varð *jafnvægislausna á vettvangi verðkerfisins*, með endurreisn vaxtastefnu, sem var sökum ákafrar verðbólgu aðeins fær með miklu ívafi verðtryggingar, svo sem þegar hefur verið reifað. Telja má, að uppbygging þess lánskjarakerfis hafi, að slepptum takmörkuðum fyrri atrennum, tekið um áratug frá vaxtaaukajörunum 1976 til nokkurn veginn almenns vaxtafrelsis 1986. Fyrst upp frá því var vaxtakerfið til þess búið bæði að halda við sjálfkrafa jafnvægi sem og að leggja grunn að aðgerðum í peningamálum til að miðla áhrifum peningastjórnar um kerfið til aðhalds og aga. Við það bættust raunar einnig áhrif afturkipps næstu árin, en í sameiningu bjuggu þessir þættir í haginn fyrir hina svokölluðu þjóðarsáttarsamninga árið 1990, sem mega teljast með best heppnuðu aðgerðum í stíl tekjustefnu. Ljóst er af þeirri reynslu sem og síðari framvindu, að sæmilegur verðstöðugleiki verður ekki tryggður nema með staðfastri stjórn eftirspurnar til þjóðhagslegs jafnvægis, þótt að því fengnu geti atfylgi tekjustefnu orðið því til stuðnings.

Í frjálsum markaðskerfi, þar sem hver þáttur er öðrum háður, getur verið verulegum vanda bundið að vinda ofan af rótgróinni verðbólgu, að *koma fram verðbólguhjöðnun* sem kallað er og ná um leið viðunandi atvinnustigi. Þetta stafar einkum af óvissu um raunverulegar niðurstöður: raunvexti, raungengi og raunlaun, þegar óstöðugleiki hefur lengi verið ráðandi. Gagnkvæmt vantraust leggst á sömu sveifina að halda nafnlaunum og nafnvöxtum sem hæstum, svo að óvissa skerði hagsmuni hlutaðeigenda sem minnst, en það ýtir í senn undir verðbólgu og veldur hærri raunvöxtum en vera þyrftu, en þeir hamla á móti fullri nýtingu mannafla og framleiðslugetu. Við þessar aðstæður býður verðtrygging með beinni ákvörðun eða myndun raunvaxta upp á meira öryggi um niðurstöðurnar, sem unnt er að sættast á til gagnkvæmra hagsbóta. Virðist reynslan leiða í ljós, að þessir kostir hafi verið nýttir.

Náð hefur verið þeim árangri eftir þessari braut, að verðbólga hefur haldist á svipuðu stigi og með öðrum þróuðum þjóðum. Af því kunna sumir að draga þá ályktun, að afnema megí verðtryggingu í skjótri svipan og jafnvel banna hana með öllu. Nauðsyn verðtryggingar er fyrst og fremst spurning um traust, sem er frumskilyrði þess, að frjálssir fjármagnsmarkaðir fái þrífist, og hennar er þörf svo lengi sem markaðsaðilar ná betur saman með henni en án og með sem minnstum óvissu- og viðskiptakostnaði. *Almennt bann er ástæðulaust* með öllu og raunar stórhættulegt. Enda þótt verðbólga liggi í láginni eða hverfi alveg um sinn, eru öll þau öfl í dvala fremur en

dauð, sem hana vöktu áður, þar á meðal hugsanlegar miklar sveiflur í afrakstri auðlinda og erlendu afurðaverði, ásamt stöðugum viðbúnaði hagsmunasamtaka til að breiða slíkan ávinning út um allt hagkerfið. Eini öryggisventill lífeyrisþega og annarra fjáreigenda gagnvart slíkum uppákomum er fullt vaxtafrelsi að meðtöldu formi verðtryggingar, þar sem það hentar.

Sérstæður og hliðstæður í umheiminum

Yfirlit yfir héraða reynslu á þessu sviði, einkum þegar ætlað er til kynningar á alþjóðavettvangi, hlýtur að vekja spurningar um sérstæður og hliðstæður í umheiminum. Var verðtrygging lánsfjár tekin upp við svo sérstakar aðstæður hér á landi, að ekki sé unnt að heimfæra reynsluna upp á önnur lönd og tíma, eða eiga þær sér hliðstæður, sem geri það unnt? Ýmsum hér heima virðast þykja þessar spurningar fráleitar, þar sem verðtryggingin sé tímaskekkja og hið eina, sem okkur varði, sé að læra sem hvatlegast af reynslu annarra þjóða í starfsháttum fjármagnsmarkaða. Er þá slegið striki yfir þann möguleika, að einnig á Íslandi geti komið fram hagnýtar nýjungar, er hæfi aðstæðum. Á alþjóðavettvangi er áhugi á verðtryggingu mjög kominn undir ríkjandi verðbólgu, og var hann almennt mun meiri fyrir um tveimur áratugum, þegar illa viðbúnir fjármagnsmarkaðir höfðu orðið fyrir búsigjum af völdum verðbólgu. Að vísu er enn enginn hörgull á hárri verðbólgu í þróunarlöndum, þar sem verðtrygging gæti sómt sér vel. Flest slík lönd eru þó mjög bundin fastri tengingu gengis við stórveldi, sem þau eru helst háð, og gæti þótt við hæfi að tengja lán við þá gjaldmiðla. Ekki er heldur örgrannt um, að stórveldin vilji halda slíkum ríkjum við lærdóma frá sér fremur en frá kotríki á heimshjara.

Verðtrygging lánsfjár á Íslandi var *innleidd við mjög hátt verðbólgu*. Svo hlaut raunar að vera og er sennilegt framvegis, að því er tekur til mjög almennrar verðtryggingar, þar sem mikil tregða hlýtur að ríkja á því að breyta starfsháttum á svo víðfeðmu sviði. Þegar verðtrygging er einu sinni á komin, nýtist áunnin tækni við hana til þess að halda við fullkomnun í ákvörðun raunvaxta á þeim sviðum markaðarins, þar sem það er mest metið, svo sem í varðveislu lífeyrissjóða og skuldaviðskiptum hins opinbera. Þetta bendir fram til þeirra hliðstæðna, sem helst gætu orðið til eftirbreytni á alþjóðavettvangi. Annars vegar er um að ræða lönd með *háa verðbólgu og í vissri sjálfheldu* og vítahring í framvindu launa, vaxta og gengis, en nógu sjálfstæð efnahagslega til að stjórna ekki alfarið af einum ytra gjaldmiðli. Hins vegar er um að ræða þau sérsvið, jafnvel meðal vel þróaðra þjóða, þar sem *krafa og næmi fyrir öryggi raunvaxta* er sérstaklega rík, svo sem að ofan getur, um leið og stefnt er með verðtryggingunni að ódýrari lánsfjármögnun ríkissjóðs. Á þeim vettvangi er þó ekki síður um fordæmi engilsaxnesku þjóðanna og Svíþjóðar að ræða og ekki sama þörf fyrir leiðsögn af Íslands hálfu.

Loks er ekki úr vegi að nefna hugsanlega *hliðstæðu á vettvangi gjaldeyrisviðskipta* í umheiminum, einkum þeirra þjóða, sem geta ekki boðið sama gengisöryggi og stórþjóðirnar. Gjaldreyri hafa bankar og aðrar fjármagnsstofnanir með höndum í tvennum tilgangi: annars vegar til þess að fleyta fram gjaldeyrisviðskiptum í tengslum við

út- og innflutning vöru og þjónustu og hins vegar til ávöxtunar og eignaumsýslu. Fyrri tilgangurinn útheimtir tiltölulega litlar fjárhæðir, sem leysa varla úr læðingi önnur öfl gengisákvörðunar en lúta að jafnvægi viðskipta með vörur og þjónustu á báða bóga. Risavaxnar fúlgur í eignaumsýslu eru hins vegar til staðar í trausti á þann gjaldmiðil, sem þær eru bundnar í. Bresti það traust, fara miklir fjárstraumar á kreik í þeim tilgangi einum að breyta virðisgrundvelli fjárins. Þessir fjárstraumar taka þá völd gengisákvörðunar af hinum efnislegu viðskiptum og kalla fram allt annað en jafnvægisgengi viðskipta, þeim og þjóðarhag til mikillar óþurftar, um leið og mikil og vaxandi yfirfærslutöp verða á hinum fallandi gjaldmiðli. Dæmi Austur-Asíulanda er ferskt í huga og þar áður af Mið- og Suður-Ameríkuríkjum, en nú síðast af rússnesku rúblunni. Í raun og veru rekur enginn nauður til þess að halda slíkar fjárkröfur í heimagjaldmiðli hlutaðeigandi lands, nema um sé að ræða fjármögnun hreinna heimaviðskipta. Í þessum tilvikum er ytri gjaldeyrisviðmiðun sennilega nærtækari en formleg verðtrygging í einhverri mynt, eða réttur til endurmats yfir til annars virðisgrunns, en í öllu falli yrði þá um sérstaklega umsaminn og aðfenginn virðisgrundvöll að ræða.

Tafla 1. Dæmi um beitingu verðbótaþáttar við mismunandi verðbólgu og raunvexti/grunnvexti

Verðbótaþáttur / verðbólga %:	Grunnvextir við raunvaxtakröfu:			Heildarvextir við raunvaxtakröfu:		
	4%	5%	6%	4%	5%	6%
0	4,0	5,0	6,0	4,0	5,0	6,0
10	4,4	5,5	6,6	14,4	15,5	16,6
20	4,8	6,0	7,2	24,8	26,0	27,2
30	5,2	6,5	7,8	35,2	36,5	37,8
40	5,6	7,0	8,4	45,6	47,0	48,4
50	6,0	7,5	9,0	56,0	57,5	59,0
60	6,4	8,0	9,6	66,4	68,0	69,6

Tafla 2. Ferill afborgana og vaxta í 40% verðbólgu fullbætri með verðbótaþætti

10 ára lán miðað við 6% raunvexti= 8,4% grunnvexti

Ár:	Stofn í ársbyrjun	Verðbóta- þáttur í kr.	Uppfærður stofn	Afborganir eftir	Afborgun í kr.	Eftirstöðvar	Vextir til greiðslu, kr.	Árgreiðsla alls
1	1.000	400	1.400	10	140	1.260	84	224
2	1.260	504	1.764	9	196	1.568	106	302
3	1.568	627	2.195	8	274	1.921	132	406
4	1.921	768	2.689	7	384	2.305	161	546
5	2.305	922	3.227	6	538	2.689	194	731
6	2.689	1.076	3.765	5	753	3.012	226	979
7	3.012	1.205	4.217	4	1.054	3.162	253	1.307
8	3.162	1.265	4.427	3	1.476	2.952	266	1.741
9	2.952	1.181	4.132	2	2.066	2.066	248	2.314
10	2.066	826	2.893	1	2.893	0	174	3.066

**Tafla 3. Raunvirði afborgana 10 ára láns í 10, 20 og 40% verðbólgu
Með verðtryggingu eða verðbótum í greiðsluvöxtum**

Höfuðstóll 1 milljón króna											
Afborganaröð:	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	Alls
Þús. kr.:											
Upphaflegt nafnverð:											
Afborgun	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1000
Höfuðstóll /eftirstöðvar	1000	900	800	700	600	500	400	300	200	100	0
Uppsöfnuð verðbólga:											
10%	1,1	1,21	1,331	1,464	1,611	1,772	1,949	2,144	2,358	2,594	
20%	1,2	1,44	1,728	2,074	2,488	2,986	3,583	4,300	5,160	6,192	
40%	1,4	1,96	2,744	3,842	5,378	7,530	10,541	14,758	20,661	28,925	
Nafnverðsafborgun með verðbótum í greiðsluvöxtum:											
Við 10% verðbólgu	200	190	180	170	160	150	140	130	120	110	
Við 20% verðbólgu	300	280	260	240	220	200	180	160	140	120	
Við 40% verðbólgu	500	460	420	380	340	300	260	220	180	140	
Staðvirt afborgun:											
Af verðtryggðu láni	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1000
Af nafnvirðisláni:											
Við 10% verðbólgu	182	157	135	116	99	85	72	61	51	42	1000
Við 20% verðbólgu	250	194	150	116	88	67	50	37	27	19	1000
Við 40% verðbólgu	357	235	153	99	63	40	25	15	9	5	1000