

Verðtrygging og fastir vextir

Í apríl 2002 fór viðskiptaráðuneytið fram á það að Seðlabanki Íslands skoðaði kosti þess að festa vexti verðtryggðra innstæðna og lána. Þetta varð tilefni þess að tekin var saman skýrsla um málið, sem hér er birt í heild. Er það niðurstaða Seðlabankans að ekki sé ástæða til að beita heimildarákvæði laga um að fyrirskipa að vextir verðtryggðra skuldbindinga séu ætíð fastir. Niðurstaðan er öðrum þræði byggð á almennum sjónarmiðum um samningsfrelsi, en einnig er vísað til þess að stór hluti verðtryggðra lána heimilanna er nú þegar á föstum vöxtum, að allir bankar kynna bæði fasta og breytilega vexti í vaxtaauglýsingum sínum og að með banni við töku breytilegra vaxta af lánunum yrði óhjákvæmilegt að takmarka framboð innlána með sama hætti.

Tilefni þessarar skýrslu eru umræður um fasta eða breytilega vexti verðtryggðra skuldbindinga. Skiptist skýrslan í þrjú kafla. Í þeim fyrsta er fjallað um stefnuna sem nú er fylgt við verðtryggingu fjárskuldbindinga, þ.e. þær heimildir og hömlur sem nú gilda. Stuttlega er vikið að breytingum og stefnumótun í þessum efnunum árin 1995-1998. Í öðrum kafla er fjallað um kosti og galla fastra vaxta verðtryggðra fjárskuldbindinga frá hagfræðilegum sjónarhóli. Að lokum er í þriðja kafla greint frá niðurstöðum könnunar um ríkjandi aðstæður hjá lánastofnunum, þ.e.a.s. að hve miklu leyti þær bjóða eða nota fasta vexti á verðtryggðum lánunum sínum.

Meginniðurstaður

Meginniðurstaða í kafla I er sú að ekki sé tilefni til að breyta reglum um verðtryggingu að sinni. Því verði ekki beitt heimildarákvæði laga um að fyrirskipa að vextir verðtryggðra skuldbindinga séu alltaf fastir. Byggist þetta álit m.a. á því að best fari á því að þetta sé áfram samningsatriði milli aðila. Í öðru lagi að hlutdeild fastra vaxta í verðtryggðum lánunum til heimila er nú þegar orðin afar stór. Loks skal nefnd sú stefnubreyting sem varð árið 1998 þegar fallið var frá hugmynd um að banna verðtryggingu innlána. Það að innleiða fasta vexti á bundin verðtryggð innlán jafngildir því nánast að verðtryggð innlán hyrfu og að í staðinn kæmu verðtryggð skuldabréf eða innlánskírteini.

Í kafla II eru helstu niðurstöður eftirfarandi:

- Við skilyrði fullkominnar samkeppni og upplýsinga eru afskipti stjórnvalda af samningsskilmálum óþörf og óæskileg. Þegar tiltekið lánaform er tekið af markaði með valdboði, er hætt við að tækifæri tapist til að samhæfa óskir lántakenda og lánveitenda.
- Það er kostur á fjármálasamningi ef útkoma hans er fyrirsjáanleg og litlar líkur á frávikum sem geta leitt til greiðsluþrots. Verðtryggðir samningar hafa yfirleitt fyrirsjáanlegri útkomu en óverðtryggðir.
- Virkni stýrivaxta Seðlabankans vegur ekki þungt í ákvörðun um hvort ýta eigi undir að vextir verðtryggðra lána séu fastir. Alþjóðlegar rannsóknir benda þó heldur til þess að breytilegir vextir auki virkni vaxtabreytinga.
- Vegna uppsegjanleika innlána er sennilega heppilegra fyrir lánastofnanir frá sjónarhóli áhættu og fjárstýringar að hafa breytilega vexti á verðtryggðum útlánunum, einkum ef þau eru fjármöggnuð með verðtryggðum innlánunum. Lánastofnanir eiga þó að geta ráðið tiltölulega auðveldlega við slíka hættu með takmörkunum á framboði verðtryggðra innlána og almennt með reglum um samræmi milli eigna- og skuldahliða efnahagsreiknings.
- Raunvextir óverðtryggðra skuldabréfalána banka hafa á undanförmum árum verið heldur hærri og talsvert sveiflukenndari en raunvextir samsvarandi verðtryggðra lána. Hömlur gegn verðtryggðum lán-

um eru því ekki líklegar til að bæta hag lántakenda. Vert er þó að áréttta að vaxtamunurinn og vægi verðtryggðra breytivaxtalána er ekki meiri en svo að ólíklegt er að hömlur við slíkum lánnum myndu valda lántakendum umtalsverðum skaða.

Niðurstöður sérstakrar könnunar sem gerð var snemma árs 2002 og kynnt er í kafla III voru þessar helstar:

- Verðtryggð útlán lánastofnana til einstaklinga og atvinnufyrirtækja nema samtals um 750 ma.kr. Um 79% af þeim eru til einstaklinga og um 21% til fyrirtækja.
- Tæplega þrjú fjórðu hlutar verðtryggðra útlána til einstaklinga bera fasta vexti sem skýrist einkum af því að húsnæðislán Íbúðalánasjóðs, sem bera fasta vexti, eru um 60% af verðtryggðum útlánnum einstaklinga. Verðtryggð lán til fyrirtækja skiptast hins vegar nokkurn veginn jafnt á milli fastvaxtalána og lána sem bera breytilega vexti.
- Almennt er viðskiptavinum ekki frjálst að velja á milli fasta og breytilegra vaxta. Í flestum tilvikum lánar lánastofnunin eingöngu með föstum eða eingöngu með breytilegum vöxtum en í öðrum tilvikum gilda um það sérstakar reglur. Þess eru þó dæmi að viðskiptavinum gefist kostur á að velja.
- Flestar lánastofnanir ákvarða sjálfar breytingar á vaxtakjörum lána sem bera breytilega vexti en þó eru nokkrir lífeyrissjóðir sem taka mið af ávöxtunarkröfu húsbrefta, vöxtum sem Seðlabanki birtir eða öðrum vöxtum.
- Fastvaxtalánin hafa sjaldan endurskoðunarákvæði og nær undantekningarlaust er lántakanda heimilt að greiða þau upp, í flestum tilvikum án kostnaðar.

I Núverandi stefna og aðstæður

Ríkjandi stefna

Um verðtryggingu fjárskuldbindinga er fjallað í VI. kafla laga nr. 38 frá 2001 um vexti og verðtryggingu. Með tilvísun til þessara laga hefur Seðlabankinn gefið út reglur nr. 492 frá 21. júní 2001. Meðal ákvæða þeirra reglna eru að lán geti því aðeins verið verðtryggð, að lánstími sé minnst 5 ár og innlán því aðeins verðtryggð að binditími þeirra sé minnst 3 ár. Heimilt er að víkja frá þessum binditíma innlána í vissum tilvikum, m.a. sé um að ræða reglubundinn

sparnað. Ekki er kveðið á um fasta eða breytilega vexti, enda hefur Seðlabankinn ekki beitt þeirri heimild í 1. mgr. 15. gr. laganna að ákveða, að fengnu samþykki ráðherra, að vextir verðtryggðra samninga skuli vera fastir.

Það er mat Seðlabankans að ekki sé tilefni til að breyta þessum reglum nú, hvorki með því að innleiða nýjar hömlur né afnema þær sem fyrir eru. Þessi afstaða er ólík þeirri sem bankinn hafði, t.d. 1995 þegar fram fór endurskoðun á reglum. Byggist afstaðan m.a. á því að fastir vextir ná nú þegar til mikils hluta verðtryggðra lána enda þótt þeir séu ekki fyrirskipaðir. Ennfremur er rétt að hafa í huga þá stefnubreytingu sem varð að fengnu nefndaráliti sem samið var á vegum viðskiptaráðuneytis árið 1998. Til að skýra þetta nánar er nauðsynlegt að rifja upp nokkur atriði varðandi stefnuna í verðtryggingarmálum árin 1995 til 1998 og reynsluna síðan.

Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda

Í tengslum við kjarasamninga í febrúar 1995 gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu sem m.a. fól í sér áform um að draga úr vægi verðtryggingar í áföngum.¹ Í bréfi viðskiptaráðherra til Seðlabankans 1. mars 1995 er óskað eftir tillögum bankans um þessa stefnu. Í svarbréfi bankans dags. 3. maí 1995 er lýst áætlun um að stuðla að þessu með því að lengja lágmarkslánstíma verðtryggðra lána og lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána í áföngum. Tillögurnar voru í samræmi við nefndarálit sem samið var á vegum viðskiptaráðuneytisins árið 1993.² Þessari áætlun var síðan fylgt fram með breytingum á reglum Seðlabankans um verðtryggingu uns náð var því marki, 1. janúar 1998, sem lýst er hér að framan að við útlán er miðað við 5 ár og innlán 3 ár. Áætlunin fól í sér einn áfanga í viðbót sem gilda skyldi frá byrjun ársins 2000. Frá honum var horfið, a.m.k. um sinn, eftir að fram kom álit nefndar sem fjallaði um verðtryggingarstefnu stjórnvalda.³ Nauðsynlegt er að fara hér nokkrum orðum um stefnuna sem lýst var í bréfi Seðlabankans 3. maí 1995 að meðtöldum lokaáfanganum.

1. Sjá *Morgunblaðið* 21. febrúar 1995.

2. Viðskiptaráðuneytið, október 1993: Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði.

3. Viðskiptaráðuneytið, október 1998: Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda.

Rök fyrir lengri viðmiðunartíma

Færa má rök fyrir því að verðtrygging fjárskuldbindinga sé hentug sé um langtímasamninga að ræða en óheppileg í skammtímasamningum. Sé verðtrygging notuð í stuttum skuldbindingum bankakerfisins hefur það óæskileg áhrif á vaxtamyndun og getur auk þess verið áhættusamt og ógnað fjármálalegum stöðugleika. Það var því skynsamlegt, að dómi Seðlabankans að draga úr notkun verðtryggingar í samningum til skamms tíma.

Lokaáfanginn, sem aldrei varð, fól í sér að bönkum og sparisjóðum yrði bannað að taka við verðtryggðum innlánum. Þetta hefði að fullu afstýrt hættu fyrir innlánsstofnanir sem af verðtryggðum innlánsreikningum getur stafað. Hættan lýsir sér þannig að þegar verðbólga eða verðbólguótti vex skyndilega kynnu sparifjäreigendur að flytja fé í stórum stíl af óverðtryggðum yfir á verðtryggða innlánsreikninga. Innlánsstofnanir tækju á sig skuldbindingu um verðtryggingu án þess að fá í hendur nýtt fé. Þær ættu þá ekki auðvelt með að verja sig áhættunni með því að kaupa verðtryggð skuldabréf.

Hefði „lokaáfanginn“ náðst er líklegt að mjög hefði dregið úr notkun breytilegra vaxta verðtryggðra samninga. Bankar hefðu getað boðið sparifjäreigendum verðtryggðan sparnaðarkost með því að selja bankabréf. Þau eru hentug söluvara á markaði ef þau bera fasta vexti, svo sem algilt er um markaðsskulda-bréf hér. Í bréfi Seðlabankans til ráðherra 3. maí 1995 er hugleiðing um fasta og breytilega vexti í tengslum við áætlunina um bann við verðtryggðum innlánsreikningum. Segir þar: „Nái verðtrygging aðeins til langra lána og markaðsverðbréfa, eins og að er stefnt, en ekki innlána, eru líkur á því að breytilegir vextir í þessu sambandi heyrri brátt sögunni til.“

Nefndarálitíð 1998

Sem fyrr segir varð ekkert úr „lokaáfanginum“. Nefndin sem skilaði ráðherra áður nefndri skýrslu í október 1998 taldi „að ekki ætti að setja frekari takmarkanir á notkun verðtryggingar“. Meirihluti mælti með því að gildandi „takmörkunum verði viðhaldið enn um sinn“. Í álitinu meirihlutans segir ennfremur: „verða stjórnvöld að vera vakandi fyrir því að afnema þær takmarkanir sem þegar hafa verið settar þegar aðstæður á markaði gefa tilefni til“. Minnihluti taldi að „ganga beri hraðar fram en meirihluti nefndarinnar leggur til í því að afnema þær takmarkandi

reglur sem gilda um verðtryggingu fjárskuldbindinga“. Sjá má að meiri- og minnihluti nefndarinnar hafi verið sammála um að afnema bæri hömlur um notkun verðtryggingar en skoðanir hafi verið skiptar um hversu hratt bæri að ryðja úr vegi þeim takmarkandi reglum sem um verðtryggingu fjárskuldbindinga gilda.

Bann við verðtryggingu innlána hefði þurft að setja með lögum. Ákvörðun ráðherrans var að fylgja ráði nefndarinnar og flytja ekki frumvarp um slíkt bann. Eftir að nefndarálitíð kom fram hafa ekki verið innleiddar frekari hömlur, t.d. hvorki til að lengja lágmarkstíma verðtryggðra skuldbindinga né banna notkun breytilegra vaxta.

Umrætt nefndarálit boðaði að afnema bæri takmarkanir við notkun verðtryggingar. Það fól sem sagt í sér algera breytingu frá þeirri stefnu að draga bæri úr vægi verðtryggingar. Meginröksemd nefndarinnar er að ekki beri að hafa hömlur í reglum um verðtryggingu fjárskuldbindinga þar eð slíkur hömlur sé ekki til að dreifa í sambandi við verðtryggingu annarra samninga (leigusamninga, verktakasamninga o.fl.). Þetta er reyndar umdeilanleg röksemd sem sjá má t.d. af því að fjármálafyrirtækjum eru með lögum settar ýmsar hömlur eða skyldur, sem ekki eiga við önnur fyrirtæki. Ástæðan er auðvitað sú að öryggis-sjónarmið eru talin eiga að ráða miklu vegna mikilvægis fjármálafyrirtækja gagnvart velferð einstaklinga, lögaðila og efnahagskerfisins í heild.

Reynslan síðustu ár

Þótt þessi röksemd nefndarinnar sé umdeilanleg kann meginniðurstaðan að vera viðunandi, þ.e. að staldra við og hvorki auka né afnema hömlur á sviði verðtryggingar. Vera kann að náðst hafi viðunandi lending með þeim tímamörkum sem komin voru, þ.e. 5 ár fyrir útlán og 3 ár fyrir innlán. A.m.k. er svo að sjá að vandamálin, sem verðtrygging á stutta endanum skapar, séu ekki áberandi við ríkjandi aðstæður. Verðbólguþögn 2001 gefur t.d. vísbandingu um að áhættan sem talin er geta fylgt verðtryggðum innlánsreikningum sé ekki lengur til staðar. Það ár jókst verðbólga skyndilega og varð meiri en 9% á ári án þess að það fengi sparifjäreigendur til að flytja fé í miklum mæli yfir á verðtryggða reikninga. Það að binditími verðtryggðra innlánsreikninga sé minnst 3 ár kann að nægja til að fæla sparifjäreigendur frá því að nota þá til spákaupmennsku. Þessi reynsla sýnir

líklega að ekki sé ástæða til að banna verðtryggingu innlána af ötta við fjármálegan óstöðugleika.

Bann við notkun breytilegra vaxta við verðtryggingu myndi líklega valda röskun gagnvart innlánnum. Verðtryggður innlánsreikningur með föstum vöxtum er að mörgu leyti eins og skuldabréf. Eftir vaxtabreytingu yrði t.d. lokað fyrir frekari innlegg á reikning með „gömlu vöxtunum“. Sá sem leggur reglulega inn á verðtryggðan sparireikning, t.d. vegna sér-eignalífeyris, yrði að stofna nýjan innlánsreikning við hverja vaxtabreytingu. Því má álykta sem svo að sé ekki talin ástæða til að banna verðtryggingu innlána þá sé ekki ástæða til að banna breytilega vexti verðtryggðra samninga.

Spyrja má hvort ástæða sé til að ætla að veitandi láns með breytilega vexti misnoti aðstöðu sína til að breyta vöxtum sér í hag. Sú hætta er sjálfsagt fyrir hendi, en ekkert bendir sérstaklega til þess að bankar og sparisjóðir hafi gert það. Því er ekki að sjá að sú ástæða gefi tilefni til að fyrirskipa að vextirnir séu fastir.

Æskilegt væri að sjá framfaraskref stigin í sambandi við verðtryggingu án þess að þau séu fyrirskipuð með valdboði. Slík þróun á sér vissulega stað svo sem sjá má af því að þess eru nú dæmi að lánþegum bjóðist að velja milli fastra og breytilegra vaxta. Allir bankar kynna fasta vexti skuldabréfa í vaxtaauglýsingum sínum, auk breytilegra. Áður voru verðtryggð bankalán nær eingöngu veitt með breytilegum vöxtum.

Vægi verðtryggingar

Spyrja má hvort dregið hafi úr vægi verðtryggingar eins og ríkissjórnin kvaðst vilja stefna að í yfirlýsingu sinni í febrúar 1995. Taflan hér á síðunni sýnir að ekki hafi dregið úr vægi verðtryggðra innlána í heildarinnlánnum. Hlutdeild verðtryggðra útlána í heildarútlánnum innlánsstofnana og lánastofnana í heild hefur lækkað nokkuð. Það skýrist að miklu leyti af því að um tíma tóku innlendar lánastofnanir mikið af erlendum lánum og endurlánuðu. Séu verðtryggð útlán borin saman við verga landsframleiðslu sést að vægi þeirra hefur ekki minnkað heldur þvert á móti. Mikið framboð lána Íbúðalánasjóðs á líklega drjúgan hlut að því máli.

Ljóst er þó að dregið hefur úr verðtryggingu skammtímaskuldbindinga á þessu tímabili. Við upphaf þess var heimilt að verðtryggja útlán með 2 ára

Tafla 1 Vægi verðtryggingar í lok ára 1994 og 2001/2002

	Árslök	
	1994	Nýjast ¹
<i>Úr reikningum innlánsstofnana</i>		
Verðtryggð innlán sem % af heildarinnlánnum	26,2	27,4
Verðtryggð innlán og verðbréfaútgáfa sem % af heildarinnlánnum og verðbréfaútgáfu	33,9	27,4
Verðtryggð útlán sem % af heildarútlánnum	44,3	28,2
Verðtryggð útlán og verðbréfaeign sem % af heildarútlánnum og verðbréfaeign	48,6	28,0
<i>Úr reikningum lánakerfisins</i>		
Verðtryggð útlán sem % af heildarútlánnum og verðbréfaeign lánakerfisins	35,8	22,1
<i>Hlutföll af vergri landsframleiðslu (VLF)</i>		
<i>Úr reikningum innlánsstofnana</i>		
Verðtryggð innlán sem % af VLF	9,7	13,6
Verðtryggð innlán og verðbréfaútgáfa sem % af VLF ársins	14,3	20,8
Verðtryggð útlán sem % af VLF	29,1	26,8
<i>Úr reikningum lánakerfisins</i>		
Verðtryggð útlán sem % af VLF ársins	88,5	95,4

1. Árslök 2002 fyrir innlánsstofnanir og 2001 fyrir lánakerfið.

lánstíma hið skemmsta og bjóða mátti verðtryggð innlán með skemmst 6 mánaða binditíma. Eins og fram er komið eru þessi mörk nú 5 ár og 3 ár. Ennfremur má benda á að ríkissjóður hefur að undanfögnu boðið óverðtryggð skuldabréf til sölu á markaði með mun lengri lánstíma en áður tíðkaðist. Í áðurgreindu nefndaráliti frá 1993 var einmitt á það bent að æskilegt væri að ríkissjóður ryddi brautina og víkkaði út óverðtryggða sviðið með þessum hætti.

Töflur í lok III. kafla sýna skiptingu lána eftir því hvort vextir eru fastir eða breytilegir.

II Kostir og gallar fastra eða breytilegra vaxta á verðtryggðum skuldbindingum

Í þessum kafla skýrslunnar verður fjallað um kosti og galla fastra eða breytilegra vaxta á verðtryggðum skuldbindingum frá sjónarhóli þjóðhagslegra áhrifa, virkni peningastefnu og fjármálastöðugleika. Fyrst verður þó hugað með almennum hætti að eðli fjármálasamninga.

Fjármálasamningar og áhættubyrði

Það er almenn niðurstaða hagfræðinnar að við skilyrði fullkominnar samkeppni og fullkominna upplýsinga sem allir markaðsaðilar hafi jafnan aðgang að munu fjármálasamningar endurspeglja bestu niðurstöðu og engin ástæða er til inngripa af hálfu opinberra aðila til að breyta henni. Við þessar aðstæður mun samningsfrelsið því ávallt gagnast best. Veruleikinn er hins vegar ekki með þessum hætti þar sem upplýsingar um framtíðina eru ávallt ófullkomnar og markaðir til að kaupa tryggingar gegn öllu sem á gæti dunið eru ekki fyrir hendi. Jafnframt er upplýsingum misdreift á aðila markaðarins. Þetta skapar forsendur fyrir markaðsvaldi og ófullkominni samkeppni.

Fjármálamarkaðir búa eðli málsins samkvæmt við ófullkomnar og ósamhverfar upplýsingar þar sem á þeim er í grundvallaratriðum verslað með afhendingu peninga í dag gegn loforði um endurgreiðslu í framtíðinni. Mat á óvissri framtíð bæði af hálfu lánveitanda og lántaka skiptir því miklu um verðlagningu slíkra samninga en einnig hvernig áhættu af mismunandi þróun er dreift á milli aðila samningsins. Þannig ber t.d. lánveitandi alla áhættu vegna breytilegrar verðbólgu í óverðtryggðum fastvaxtalánum en henni er eytt í verðtryggðum fastvaxtalánum. Áhættu vegna breytinga á markaðsvöxtum eða vegna hagsveiflu og gjaldþrots dreifist einnig með mismunandi hætti eftir því hvert form samninga er eins og rætt er um hér á eftir.

Þegar öllu er á botninn hvolft er það sem gerir lánsfjársamninga hagfellda fyrir lántakendur annars vegar að kaupmáttur ráðstöfunarfjár⁴ sé mikill – að teknu tilliti til samningsins – og hins vegar að óvissan um þennan kaupmátt sé lítil. Frá sjónarhóli lántakenda er því gott að greiðslubyrðin sé sem minnst og sveiflist í takt við rauntekjur. Um leið er augljóst að hættan á greiðsluþroti lántakenda er minni ef greiðslubyrðin sveiflast með tekjum heldur en ef hún sveiflast óháð þeim. Að auki er það kostur ef kaupmáttur ráðstöfunarfjár sveiflast líkt hjá öllum heldur en ef tímabundinni velgengni er mjög misskipt: Það getur valdið togstreitu og óróa.

Kostir verðtryggðra samninga eru að minni óvissa er um útkomu þeirra en óverðtryggðra samninga. Þau tækifæri sem stjórnvöld hafa til að hafa

áhrif á raunverulega útkomu þeirra eru minni en þegar um óverðtryggðra samninga er að ræða. Flestar vísbendingar benda til þess að fjármagnseigendur kunni að meta þennan fyrirsjáanleika og það valdi því að rauvextir séu að jafnaði lægri á verðtryggðum skuldbindingum en óverðtryggðum.

Hvaða áhrif hefur það í þessu samhengi hvort vextir verðtryggðra lána eru fastir á lánstímanum eða breytilegir? Með föstum raunvöxtum hefur upplýstur lántakandi fulla vitneskju um raunverulega greiðslubyrði lántökunnar. Þyki honum lánið dýrt, á hann þess a.m.k. formlega kost að fresta lántökunni. Ef hann tekur lánið engu að síður, situr hann uppi með hávextina, og sama er að segja um lántakendur sem festa sig í hávöxtum af fyrirhyggjuleysi. Þeir sem taka lán þegar vextir eru tiltölulega lágir, hljóta að sama skapi happ. Kostnaði af náttúrulegum eða manngerðum raunvaxtasveiflum er því misskipt ef rauvextir eru fastir, því meir sem lán eru lengri. Með breytilegum raunvöxtum er greiðslubyrðin óvissari fyrirfram, en allir lántakendur taka á sig vaxtasveiflur með sama hætti, og líkur eru á því fremur en hinu að vaxtabyrðin verði tiltölulega minni þegar hart er í ári. Því er ekki sjálfgefið að óvissa um getu lántakenda til að standa við samninga sé meiri með breytilegum raunvöxtum en föstum. Það ræðst af samspili greiðslubyrðar og tekna.

Lántakendur eru hins vegar ekki alltaf upplýstir og væntingar geta verið rangar. Eignaverðsbólur og eftirfylgjandi fjármálalegur óstöðugleiki getur að hluta til átt rætur að rekja til slíkra þátta. Hvernig líta gallar og kostir fastra eða breytilegra vaxta út í þessu ljósi? Færa má fyrir því rök að séu væntingar um greiðslugetu framtíðarinnar of miklar geti fastvaxtalán verið hættulegri að því leyti að líkurnar á greiðsluþroti í framtíðinni verða meiri. Með breytivaxtalánum myndu lægri vextir á láninu í framtíðinni koma á móti lægri greiðslugetu en vænst var.

Á móti þessu kemur að lántakendur eiga erfðara með að meta vænta raunvaxtabyrði breytivaxtalána en fastvaxtalána. Þeir gætu t.d. verið fullir bjartsýni um að vextir muni lækka í framtíðinni og því skipti ekki máli að vextir séu háir í augnablikinu þegar breytivaxtalán eru annars vegar. Eigi lántakandinn hins vegar aðeins kost á fastvaxtalánum, skiptir vaxtastigið við lántöku verulegu máli. Það má því færa fyrir því rök að við lántöku sé vaxtanæmið minna þegar um er að ræða breytivaxtalán heldur en

4. Hér er sagt ráðstöfunarfé fremur en tekjur um það sem er til ráðstöfunar eftir greiðslur af lánunum.

fastvaxtalán. Vaxtabreytingar bíta hins vegar auðvitað í báðum tilfellum. Í fyrra tilfallinu gerist það þó meira í gegnum áhrif á greiðsluflæði eftir að lán hefur verið tekið en í því síðara í gegnum *hvata* til lán-töku. Þetta getur skipt máli bæði fyrir virkni peningastefnu og fjármálastöðugleika.

Þann fyrirvara verður að gera við ofangreint að ef kostnaðarlaus uppgreiðsla fastvaxtalána og fjármögnun á nýjum kjörum er fyrir hendi skiptir munurinn á þessum lánsformum ekki miklu máli. Í raun er hann þó líklega mikilvægur, líka í þeim tilfellum þar sem formlegur kostnaðarlaus uppgreiðsluréttur er fyrir hendi. Viðkomandi getur hins vegar í fæstum tilfellum verið öruggur um endurfjármögnun og henni fylgir alltaf einhver kostnaður, t.d. í formi lántökugjalda.

Virgni peningastefnu

Helsta tæki Seðlabankans til áhrifa á efnahagslífið hefur síðan 1993 verið vaxtastig endurhverfra lána bankans til lánastofnana. Mikilvægi þess jókst enn eftir að stjórnþæki bankans voru einfölduð á fyrri hluta árs 1998. Áhrif slíkra stýrivaxta á heimili og fyrirtæki eru í fæstum eða engum tilfellum bein, heldur hafa þeir áhrif á aðra vexti sem nær standa fjármálastofnunum og þar í gegnum á 1) vaxtakjör sem bjóðast fyrirtækjum og heimilum, 2) eignaverð, 3) gengi gjaldmiðils og 4) framboð lánsfjár, umfram það sem felst í áhrifum vaxtabreytinga.⁵ Beinna liggur við að hömlur á gerð fjármálasamninga breyti virkni stýrivaxtabreytinga á vaxtakjör og eignaverð heldur en að þær breyti virkninni eftir farvegum gengis, eignaverðs eða lánsfjárframboðs. Virkni vaxtatekisins er nokkuð augljóslega því meiri i) því meiri sem áhrif stýrivaxta eru á vaxtakjör heimila og fyrirtækja og annað sem ræður hegðun þeirra; og ii) því meiri sem áhrif vaxtabreytinga (og annarra afleiðinga stýrivaxtabreytinga) eru á hegðun heimila og fyrirtækja. Helstu þættir vaxtaáhrifanna eru taldir fjárstreymisáhrif (á ráðstöfunartekjur heimila eftir vaxtagreiðslur og á hagnað fyrirtækja) og tímasetningar- eða verðhlutfallsáhrif (vörukaup seinna verða

hlutfallslega hagstæðari þegar vextir hækka). Seinni áhrifin mætti eins kalla fælingaráhrif, þar sem vaxtahækkun fækir kaupendur, tímabundið, frá því að ljúka kaupum. Í inngangskafli að skýrslu af ráðstefnu sem BIS hélt 1993 um mismun á hagrænum áhrifum vaxtabreytinga kemur fram (BIS 1994, ráðstefnurit CB 393, bls. xvii) að betur gangi að greina fjárstreymisáhrif af vaxtabreytingum heldur en verðhlutfallsáhrif, en að jafnframt virðist áhrif gegnum eignaverð og þar með virði fyrirtækja og heimila vera umtalsverð. Freistandi virðist að álykta að fjárstreymisáhrif séu meiri og skjótari ef stýrivaxtabreytingar hafa áhrif á vexti af stórum hluta einkageiraskulda (þ.e. ef vextir eru almennt breytilegir) heldur en ef stýrivextir hreyfa einungis við vöxtum nýrra lána. Hins vegar virðist líklegt að fælingaráhrifin verði meiri eftir því sem fastir vextir eru algengari, þar eð tiltekin vaxtabreyting hefur þá meiri áhrif á líklega heildarvaxtabyrði á líftíma láns til að fjármagna kaup varanlegrar vöru, véla eða fasteigna, heldur en ef líklegt mætti telja að vaxtabreytingin gengi fljótlega til baka. Sama gildir um heildaráhrif á afrakstur verðbréfa sem keppa við slíka fjárfestingu: Ef vextir eru breytilegir, segir vaxtahækkun nú tiltölulega lítið um vaxtatekjur sem verðbréf skilar á líftíma sínum. Vert er að nefna að bann við verðtryggðum breytivaxtalánnum myndi eins og áður segir ýta einhverjum fyrirtækjalántökum yfir á gengistryggð kjör og þar með trúlega auka áhrif stýrivaxta eftir gengisfarvegnum.

Það sem hér hefur verið rakið bendir til að aukið vægi breytivaxtalána myndi auka virkni stýrivaxtabreytinga í gegnum fjárstreymisáhrif en draga úr henni eftir leiðum verðhlutfalls og gengis. Heildaráhrifin á virkni peningastefnu eru því ekki ótvíráð. Tölfræðilegar rannsóknir í ýmsum löndum benda þó til að virkni tækja seðlabankans aukist fremur en hitt. Það flækir þó málið eins og það snýr að banni við breytilegum vöxtum á verðtryggðum lánnum að í stað verðtryggðra breytivaxtasamninga myndu koma 3-4 lánagerðir, óverðtryggð breytivaxtalán, verðtryggð fastvaxtalán, gengistryggð lán og jafnvel óverðtryggð fastvaxtalán. Því er engan veginn sýnt hvort áhrif stýrivaxta á meðalvexti í lánakerfinu muni aukast eða minnka.

Á heildina lítið má segja að virkni peningastefnunnar vegur ekki þungt þegar meta á hvort ýta eigi undir að vextir verðtryggðra lána verði fastir. Annað mál er að aukið vægi *óverðtryggðra* fastvaxtalána er

5. Hentug yfirlit um verkun stýrivaxtabreytinga má m.a. finna í yfirlitsgrein eftir Kamin o.fl. sem skrifuð var fyrir ráðstefnu sem Alþjóðlegi Greiðslubankinn (BIS) hélt 1997 um virkni peningastefnu í nýmarkaðslöndum og í grein Þórarins Péturssonar um miðlunarferli peningastefnunnar í 4. hefti *Peningamála* 2001.

yfirleitt merki um aukna tiltrú á peningastefnuna, en það byggist á sjálfvali markaðsaðila fremur en laga-hömlum.

Áhætta og fjárstýring fjármálastofnana

Breytilegir vextir verðtryggðra lána eru líklega heppilegri fyrir lánastofnanir frá sjónarhóli áhættu og fjárstýringar ef þau eru fjármögnuð með verðtryggðum innlánunum. Ástæðan er sú að jafnvel þótt verðtryggð innlán væru öll með föstum vöxtum eru þau í raun til skemmri tíma en lánin. Ef einungis eru til staðar fastvaxtalán á verðtryggðum kjörum yrði hættulegra fyrir lánastofnanir að leyfa sér mismunandi tímalengdir verðtryggðra eigna og skulda, þar sem ekki væri hægt að samhæfa kjör jafnóðum. Það myndi auðvitað draga úr þessari hættu ef verðtryggð innlán yrðu afnumin samhliða því að áskilið er að vextir verðtryggðra lána séu fastir. Slík lán yrðu lánastofnanir þá að fjármagna með útgáfu verðtryggðra skuldabréfa með föstum vöxtum.

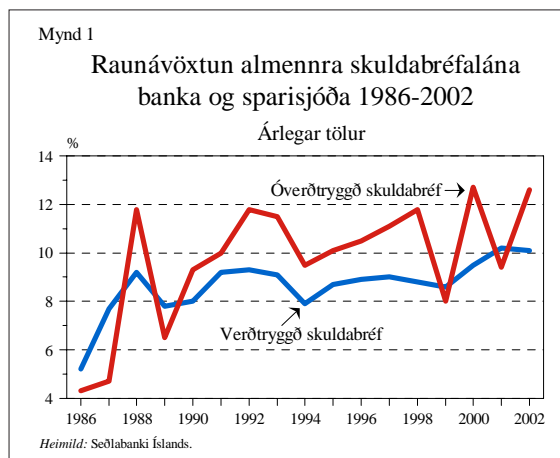
Almennt séð má ætla að ef lánastofnanir búa við innri eða ytri reglur um áhættustýringu sem fela í sér að haldið er aftur af misvægi milli eigna- og skuldahlíða að því er varðar verðtryggingu, tímalengdir og vaxtaáhættu, ætti ekki að skipta miklu hvort þær búa við kerfi fastra vaxta, breytilegra eða valfrjálsrar blöndu. Hins vegar er hugsanlegt að áhætta lántakenda færist yfir á lánastofnanir þegar illa fer. Ef fastvaxtalán leiða til meiri varfærni í lántökum verður það heppilegt fyrir fjármálastöðugleika. Óraunsæjar væntingar um hjarta tíð gætu hins vegar falið í sér meiri áhættu þegar fastvaxtalán eru annars vegar.

Munurinn á breytivaxtalánunum og fastvaxtalánunum minnkast eftir því sem möguleikinn á uppgreiðslu og kostnaðarlítilli endurfjármögnun verður meiri. Slíkur möguleiki getur hins vegar falið í sér viðbótaráhættu fyrir lánastofnanir.

Hæð vaxta

Til lengdar ætti form lánasamninga ekki að hafa áhrif á meðalraunvexti þar sem þeir ráðast af undirliggjandi efnahagsaðstæðum, einkum vaxtargetu hagkerfisins. Raunvextir á einstökum lánsformum verða hins vegar eitthvað mismunandi eftir því hvernig lánaformið dreifir áhættu á milli aðila samningsins. Slíkur munur er því endurspeglun á mismunandi áhættu-álagi.

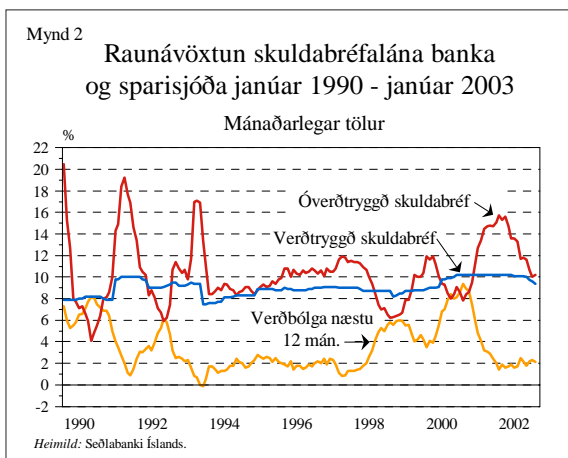
Af fjórum meginsamsetningum verðtryggingar og vaxtabreytileika sem hægt er að hugsa sér, eru óverðtryggð fastvaxtalán einna ólíkust verðtryggðum breytivaxtalánunum. Ef lagðar yrðu hömlur á framboð verðtryggðra lána með breytilegum vöxtum, má því ætla að í stað þeirra kæmu einkum verðtryggð fastvaxtalán og óverðtryggð breytivaxtalán. Gögn um vexti greina ekki á milli fastvaxtalána og breytivaxtalána, en ljóst er að raunvextir óverðtryggðra lána hafa á undanförunum árum verið að jafnaði hærri og talsvert óreglulegri en raunvextir verðtryggðra lána, og enn meira munar augljóslega á stöðugleika greiðslubyrðarinnar. Þetta sést glögglega á mynd 1. Hluttur óverðtryggðra breytivaxtalána má því væntanlega ekki aukast mikið í kjölfar breytivaxtabanns til að greiðslubyrði lántakenda verði að jafnaði óstöðugri eftir en áður og vaxtakjör lakari.



Einnig þarf að huga að því að það eru ekki fyrst og fremst breytileg vaxtagjöld sem eru lántakendum erfið, heldur samspil þeirra við tekjur. Greiðslubyrði sem væri minni í kreppum og meiri í uppsveiflum þætti sjálfsagt hagfelld. Síðasta hálfan áratuginn virðast raunvextir hér á landi fremur hafa sveiflast með hagsveiflunni en gegn henni, þ.e. verið hærri í uppsveiflum en niðursveiflum, þótt fara verði varlega í ályktanir út frá gagnatímabili sem einungis nær frá einum hagsveiflutoppi, 1987, til hins næsta, 2000-2001. Slík fylgni er líka í samræmi við að eftirspurn eftir lánsfé til fjárfestingar og kaupar á varanlegum neysluvörum dragist umtalsvert saman í niðursveiflum meðan breytingar á fjárfraðboði séu óvissari og geti jafnvel verið til aukningar fremur en

hitt. Við það bætist og vinnur í sömu átt, að seðlabanki með verðbólguþröngunni hefur tilhneigingu til að slaka tímanlega á vöxtum og þar með raunvöxtum í samdrætti, en hækka vexti í uppsveiflu. Ef breytileg raunvaxtabyrði sveiflast þannig öfugt við tekjur, má líta á hana sem þátttöku fjárfesta í áhættu lántakenda, sem virðist æskileg, a.m.k. frá sjónarhóli lántakendanna.

Svo virðist við skoðun að sjá megi merki þess í íslenskum gögnum, sbr. mynd 2, og reyndar einnig á bandarískum gögnum frá upphafi 9. áratugarins að raunvextir óverðtryggðra lána hafi tilhneigingu til að hækka tímabundið þegar efnahagsuppsveifla snýst í samdrátt, eins og hér gerðist upp úr 1991 og aftur á liðnu ári. Þetta getur hæglega gerst ef verðbólga eykst í eða upp úr uppsveiflunni og tímafrekt er að endurvinnna traust fjárfesta á óverðtryggðum verðbréfum þegar verðbólga minnkar. Slíka aukasveiflu í byrjun kreppu (eða undirskot í upphafi verðlags-hækkana) er ekki að sjá með sama hætti í raunvöxtum verðtryggðra eigna og skulda.



Hjá fyrirtækjum myndi bann við verðtryggðum breytivaxtalánnum væntanlega leiða til flutnings yfir á gengistryggð kjör í einhverjum mæli. Ef stýring Seðlabankans eftir verðbólguþröngunni heppnast sæmilega, er líklegt að gengi valdi meiri sveiflum en breytilegir vextir verðtryggðra lána gera nú. Það sem áður var sagt um raunvaxtasveiflur óverðtryggðra lána á því ekki síður við í slíkum tilfellum og líkur eru litlar á að lánskjarabreyting af þessu tagi dragi úr áhættu fyrirtækja.

Vert er að áréttu að hér hafa ekki verið færð rök fyrir því að bann við verðtryggðum breytivaxtalánnum myndi valda verulegum vandræðum. Það er beinlínis ólíklegt þegar lítið er til þess hve lítið vægi þeirra er í skuldum heimila og fyrirtækja, hve lána- og tryggingamarkaðir eru sveigjanlegir og hve raunvextir hinna ýmsu gerða lánasamninga hafa þrátt fyrir allt verið keimlíkir.

Með flutningi verðtryggðra breytivaxtalána yfir á óverðtryggð breytivaxtalán og verðtryggð fastvaxtalán hlutu bankar jafnframt að takmarka mjög framboð sitt á verðtryggðum breytivaxtainnlánnum, svo að ávöxtun þeirra ætti að lækka. Jafnframt myndu bankar auka sókn í óverðtryggð innlán og verðtryggð fastvaxtainnlán/verðbréf. Til að laða sparifé að þessum eignaformum yrði ávöxtun þeirra örugglega að hækka hlutfallslega miðað við verðtryggð breytivaxtainnlán, en óljósara er hvort vaxtalækkun hinna síðarnefndu myndi duga. Því er ekki sýnt að ávöxtun verðtryggðra fastvaxtalána og óverðtryggðra breytivaxtalána þyrfti að hækka. Bæði framboð og eftirspurn eftir þessum innlána-/útlánaformum myndi vaxa og því gæti hvort sem er gerst. Eitt sjónarmið mælir reyndar eindregið gegn því að alhliða fjármagnskostnaður lækki: Þegar tiltekið lánaform er bannað, tapast tækifæri til að samhæfa óskir lántakenda og lánveitenda og misræmi í slíkum óskum er kostnaðarsamt. Jafnvel þótt meðalvextir útlána mældust lægri eftir á en fyrir bann, þyrfti það því ekki endilega að vera merki um lækkun heildarfjármagnskostnaðar að teknu tilliti til áhættu.

III Könnun um verðtryggð lán

Undir vor 2002 sendi tölfræðisvið Seðlabankans fyrirspurn til lánastofnana um fasta og breytilega vexti verðtryggðra lána. Hér fara á eftir spurningarnar og svör við þeim.

Er viðskiptavinum frjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta á verðtryggðum útlánnum eða gilda um það sérstakar reglur?

Lífeyrissjóðir: Nei. Flestir lífeyrissjóðir veita lán með breytilegum vöxtum en örfáir með föstum vöxtum.

Tryggingarfélag: Stærstur hluti útlána eru bílalan með breytilegum vöxtum.

Fjárfestingarlánasjóðir: Nær eingöngu er lánað með breytilegum vöxtum. Íbúðalánasjóður er undantekning þar sem vextir eru fastir.

Bankar og sparisjóðir: Yfirleitt eru fastvaxtalán eingöngu veitt til lengri tíma og gegn góðu veði, t.d. í fasteign. Hjá Íslandsbanka er viðskiptavinum almennt frjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta.

Eignarleigur: Ekki er frjálst val milli fastra og breytilegra vaxta. Bílalan bera breytilega vexti en eignarleigusamingar fasta. Hjá Lýsingu eru vextir þó alltaf fastir.

Lánasjóður íslenskra námsmanna: Ekki er frjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta. Skv. gildandi lögum bera lánin breytilega vexti. Eldri lán voru hins vegar vaxtalaus, þ.e.a.s. með 0% föstum vöxtum.

Með hvaða hætti breytast vextir verðtryggðra útlána sem bera breytilega vexti?

Lífeyrissjóðir: Vextir eru ýmist tengdir ávöxtunarkröfu húsbrefa eða ákveðnir af stjórn, oft með hliðsjón af lægstum vöxtum lánastofnana.

Tryggingarfélag: Vextir eru ákveðnir af lánastofnun með hliðsjón af vöxtum samkeppnisaðila.

Fjárfestingarlánasjóðir: Vextir eru ákveðnir af lánastofnun.

Bankar og sparisjóðir: Vextir eru ákveðnir af lánastofnun.

Eignarleigur: Vextir eru ákveðnir af lánastofnun.

Lánasjóður íslenskra námsmanna: Vextir eru ákveðnir af ríkisstjórn.

Eru endurskoðunarákvæði á verðtryggðum útlánunum sem bera fasta vexti? Ef svo er, hver eru þau? Hversu stór hluti verðtryggðra útlána með föstum vöxtum hefur slík ákvæði?

Lífeyrissjóðir: Nær aldrei endurskoðunarákvæði.

Tryggingarfélag: Á ekki við.

Fjárfestingarlánasjóðir: Einungis Lánasjóður sveitarfélaga hefur endurskoðunarákvæði á hluta þeirra lána sem veitt eru með föstum vöxtum.

Bankar og sparisjóðir: Aðeins Íslandsbanki er með endurskoðunarákvæði (á 5 ára fresti).

Eignarleigur: Lítil hluti útlána hefur endurskoðunarákvæði en í þeim tilvikum er um að ræða endurskoðun á 3-7 ára fresti.

Lánasjóður íslenskra námsmanna: Engin endurskoðunarákvæði.

Hverjar eru uppgreiðsluheimildir verðtryggðra lána með föstum vöxtum? Hver er kostnaður lántakanda við uppgreiðslu?

Lífeyrissjóðir: Allir lífeyrissjóðir heimila uppgreiðslu hvenær sem er og yfirleitt án kostnaðar.

Tryggingarfélag: Lán með breytilegum vöxtum er í öllum tilvikum heimilt að greiða upp án kostnaðar.

Fjárfestingarlánasjóðir: Fastvaxtalán er í flestum tilvikum heimilt að greiða upp án kostnaðar (undantekning er 0,25% þóknun hjá Bygðastofnun).

Bankar og sparisjóðir: Alltaf heimilt að greiða upp lánin. Þóknun er frá 0-3% eftir lánastofnun.

Eignarleigur: Mjög misjafnt eftir lánsformi og fyrir-tækjum.

Lánasjóður íslenskra námsmanna: Alltaf heimilt að greiða upp lánin án kostnaðar.

Loks var spurt um fjárhæðir verðtryggðra lána með föstum vöxtum og breytilegum annars vegar til atvinnufyrirtækja og hins vegar til heimila. Niðurstöður eru sýndar í eftirfarandi töflu.

Tafla 2 Verðtryggð lán til atvinnufyrirtækja og heimila 31. desember 2001

Hlutfallsskipting milli fastvaxtalána og annarra			
	Fastir vextir	Breyti-legir vextir	Alls
Verðtryggð lán til atvinnufyrirtækja (%)			
Lífeyrissjóðir	70	30	100
Tryggingarfélag	20	80	100
Fjárfestingarlánasjóðir	7	93	100
Bankar og sparisjóðir	56	44	100
Eignarleigur	87	13	100
Lánasj. ísl. námsmanna
Samtals	52	48	100
	Fastir vextir	Breyti-legir vextir	Alls
Verðtryggð lán til heimila (%)			
Lífeyrissjóðir	13	87	100
Tryggingarfélag	2	98	100
Fjárfestingarlánasjóðir	99	1	100
Bankar og sparisjóðir	42	58	100
Eignarleigur	38	62	100
Lánasj. ísl. námsmanna	53	47	100
Samtals	74	26	100