

Zürich, 4. desember 2022

Til: efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis

Efni: Umsögn varðandi lagafrumvarp um afnám verðtryggingar til neytenda (50. mál, 153. löggjafarþing 2022-2023).

Ágætu nefndaraðilar,

Það er afskaplega jákvætt að komið sé frumvarp um afnám verðtryggingar til neytenda. Sá sem þessa umsögn skrifar vill vísa í lokaorð skýrslu um eigna-, tekju- og atvinnustöðu ólíkra hópa fólks á Íslandi eftir hrun sem rituð var fyrir félags- og jafnréttismálaráðherra (sjá 149. löggjafarþing, þingskjal 213 – 207. mál). Skýrslunni var skilað í júní 2021. Vísað er í skýrsluna sjálfa, sér í lagi h. lið hennar, til ítarlegri umfjöllunar. Í skýrslunni er ritað:

Spurningin sem var lögð fram í þingsályktunartillögunni var að fjalla um „áhrif verðtryggingar lána heimilanna á heimilin og hagkerfið“. Með fyrrgreinda umfjöllun í huga má benda á eftirfarandi punkta:

Þegar kemur að áhrifum verðtryggingar lána heimilanna á heimilin má taka saman eftirfarandi:

1. Verðtryggð lán eru, í upphafi lánstímans, með lægri greiðslubyrði en óverðtryggð lán, en kostnaður vegna þeirra er, sé miðað við tímabilið janúar 2001 til ágúst 2010 svipaður eða hærri en kostnaður vegna óverðtryggðra lána (sjá mynd h.8). Þá er stöðugleiki nafnkostnaðar (vextir plús verðbætur) verðtryggðra lána nær hinn sami eða eilítið minni en í tilfelli óverðtryggðra lána yfir sama tímabil (sjá mynd h.9).

2. Verðtryggð lán flokkast sem lán með neikvæðri afborgun. Slík lán hafa verið bönnuð víða um heim eða aðgengi neytenda a.m.k. skert verulega og/eða lántakar varaðir alvarlega við að taka þau vegna neytendaverndarsjónarmiða þar sem slík lán hvetja til skuldsetningar: lántakinn freistast til að taka hærra lán en hann getur í raun ráðið við. Lántakinn er þannig hvattur til að taka of há lán og í raun breyta sér í spákaupmennskulántaka (e. speculative borrower) sem treystir á að eignaverð hækki nægilega til þess að hann geti staðið undir greiðslum á láninu með því að selja húsnæðið.

Þegar kemur að áhrifum verðtryggingar lána heimilanna á hagkerfið má benda sérstaklega á eftirfarandi:

3. Verðtryggð lán, líkt og önnur lán með neikvæðum afborgunum, auka hættuna á fjármálalegum óstöðugleika vegna aukins hlutfalls spákaupmennskulántaka meðal lántaka í hagkerfinu.

4. Verðtrygging á lánnum heimilanna „þvælist fyrir“ peningastefnu Seðlabankans og kemur í veg fyrir að hún virki fljótt og vel á eftirspurn í hagkerfinu. Verðtrygging gerir þar með Seðlabankanum það erfiðara fyrir að ná verðbólgaumarkmiði sínu.

5. Þar sem verðtrygging þvælist fyrir Seðlabankanum í tilraunum hans við að ná verðbólguþættiðinu þarf Seðlabankinn að beita stýrivaxtatæki sínu af meiri hörku en ef lán heimila væru óverðtryggð. Þetta þýðir hærra og óstöðugra vaxtastig en ef lán heimila væru almennt óverðtryggð.

6. Hærra og óstöðugra vaxtastig ýtir undir vaxtamunarviðskipti og gjaldeyrisbólur: gengi krónunnar verður óstöðugra en ella vegna algengrar notkunar á lánum með neikvæðum afborgunum, þ.e. verðtryggingu.

7. Þar sem vægi innfluttra vara er mikið í neysluverðsvísitölunni leiðir óstöðugra gengi krónunnar til óstöðugri verðbólgu sem aftur hefur neikvæð áhrif á getu Seðlabankans til að hafa stjórn á verðbólguvæntingum og þar með verðbólgu. Verðbólga verður því óstöðugri og hærri vegna verðtryggingar á lánum heimilanna.

8. Verðtrygging ýtir einnig undir útlánagetu bankastofnanna. Þar með myndast jákvæð afturvirkni (e. positive feedback) milli verðbólgu og útlánagetu bankastofnana vegna verðtryggingar lána.

Niðurstaða skýrslunnar um þessi atriði standa óbreytt frá því henni var skilað inn. Því mælir undirritaður með því að frumvarpið sé samþykkt í óbreyttri mynd, sérstaklega hvað varðar I. kafla þess, b. lið: „Þrátt fyrir ákvæði 1. og 2. mgr. er óheimilt að verðtryggja neytendalán og fasteignalán til neytenda.“

Sé áhugi fyrir því getur undirritaður svarað frekari spurningum um málið. Nefndaraðilar eru einnig hvattir til að lesa h. lið fyrrnefndar skýrslu sem rituð var fyrir félags- og jafnréttismálaráðherra.

Virðingarfyllt,

Dr. Ólafur Margeirsson, hagfræðingur

Alþingi
Nefndasvið
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík



NEYTENDASTOFA

Reykjavík, 06.12.2022
Tilv. 2022/0249 - 0.3.01
MS

Efni: Umsögn Neytendastofu um frumvarp til breytinga á lögum um vexti og verðtryggingu, lögum um neytendalán og lögum um fasteignalán til neytenda (afnám verðtryggingar lána til neytenda), 50. mál.

Vísað er til tölvubréfs, dags. 22. nóvember 2022, þar sem Neytendastofu var gefinn kostur á að koma að umsögn um frumvarp til laga um breytinga á breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, lögum um neytendalán og lögum um fasteignalán til neytenda (afnám verðtryggingar lána til neytenda), 50. mál. Eftirfarandi eru athugasemdir stofnunarinnar við umrætt frumvarp.

Athugasemdir við 5. og 20. gr. frumvarpsins

Í frumvarpinu er farið fram á að hugtakinu „verðbætur“ sé breytt í „önnur gjöld“ í ákvæðum b-liðar 3. mgr. 16. gr. laga nr. 33/2013 annars vegar og 2. tölul. 3. mgr. 36. gr. laga nr. 118/2016 hins vegar. Neytendastofa telur að umræddar breytingar kunni að opna fyrir möguleika lánveitanda á að krefja neytendur um viðbótargjöld sem væru óæskileg fyrir neytendur og þ.a.l. hugsanlega í bága við ákvæði tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2008/48/EB um lánasamninga fyrir neytendur. Kunna breytingarnar t.a.m. að leiða til þess að lánveitendur geti krafist neytanda um að greiða lántökugjald af láni þegar hann nýtir rétt til að falla frá lánsamningi eða um greiðslu sérstaks gjalds ef neytandi nýtir þann rétt sinn. Vísar Neytendastofa í þessu samhengi til b. liðar 3. mgr. 14. gr. tilskipunar nr. 2008/48.

Athugasemdir við 7. og 12. gr. frumvarpsins

Neytendastofa sér ekki hvernig það þjóni tilgangi frumvarpsins að afnema núverandi 2. mgr. 14. gr. laga nr. 118/2016 og 3. mgr. 25. gr. laga nr. 33/2013. Núverandi fyrirkomulag styður samræmingu og gagnsæi fyrir bæði lánveitendur og neytendur. Í greinargerð með frumvarpi að lögum nr. 33/2013 kemur eftirfarandi fram: „Lagt er til að Neytendastofu verði falið að birta opinberlega á heimasíðu sinni almennar upplýsingar og dæmi um breytingar á höfuðstól og greiðslubyrði verðtryggðra lána og dæmi um breytingar á greiðslubyrði óverðtryggðra lána. Þetta er gert til að tryggja samræmda upplýsingagjöf á milli lánveitenda.“ Að mati stofnunarinnar er mikilvægt að viðhalda umræddri framkvæmd til að viðhalda framangreindu réttarástandi.

Athugasemdir við 11. gr. frumvarpsins

Í 11. gr. frumvarpsins er lagt er lagt til að 2. mgr. 13. gr. laga nr. 118/2016 orðist svo:

„Lánveitandi eða lánamiðlari skal afhenda neytanda niðurgreiðslutöflu fyrir fasteignalán.“

Telur Neytendastofa að sú framkvæmd að skylda lánveitendur til að veita upplýsingar um niðurgreiðslutöflu við aðstæður þar sem afborganir kunna að vera breytilega, t.a.m. þegar vextir eru beytilegir, kunni að vera villandi fyrir neytendur. Núverandi fyrirkomulag þar sem neytendum er veitt val um að fá aðgang að niðurgreiðslutöflu fyrir önnur lán en þau með fasta vexti, er líklegra til að auka skýrleika. Neytendur sem óska sérstaklega eftir þeim upplýsingum eru líklegri til að gera sér grein fyrir því að forsendur og þar með niðurgreiðslutaflan geti tekið breytingum. Þess má geta að fá gildistöku laganna hefur Neytendastofa ekki borist nein ábending eða athugasemd frá neytendum um að þeir hafi ekki fengið afhenda niðurgreiðslutöflu þegar eftir því er óskað.

Athugasemdir við 16. gr. frumvarpsins

Í 16. gr. frumvarpsins er lagt til að „gjaldeyrisáhættu hans“ sé breytt í „áhættu hans af gengisbreytingum, sbr. 3. tölul. 1. mgr. 21. gr. laga nr. 118/2016. Neytendastofa sér ekki þörf á breytingu á orðalagi ákvæðisins með þessum hætti. Breyting á orðalagi án þess að breyta inntaki ákvæðisins eins og hér um ræðir gæti e.t.v. verið líklegt til að valda ruglingi, enda ákvæðið ekki óskýrt í núverandi mynd og reynsla komin á framkvæmd þess.

Athugasemdir við 18. gr. frumvarpsins

Í c. lið 18. gr. frumvarpsins er lögð til breyting á 2. másl. 4. mgr. 33. gr. laga nr. 118/2016 þannig að í stað orðanna „það gengi sem fram kemur í samningi um fasteignalán“ komi „gengi á lántökudegi.“ Bendir Neytendastofa á að í 1. mgr. 2. gr. reglna Neytendastofu nr. 1295/2020 um upplýsinga- og aðvörunarskyldu lánveitanda vegna fasteignalána til neytenda sem tengjast erlendum gjaldmiðlum segir: „Lánveitandi skal skrá í lánssamningi gengi gjaldmiðils lánsins gagnvart gjaldmiðli þess aðildar-rikis, sbr. 1. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 118/2016, sem neytandi er búsettur í eða, ef um sama gjaldmiðil er að ræða, gagnvart þeim gjaldmiðli sem neytandi ætlar til endurgreiðslu lánsins. Miða skal við gengi eins og það var einum virkum degi fyrir umsóknardag lánsins eða þegar greiðslumat er framkvæmt, eftir því hvort er hagfelldara neytanda.“ Ástæðan fyrir því að reglurnar miða við einn dag fyrir umsóknardag er að Seðlabanki Íslands birtir opinbert viðmiðunargengi fyrir hvern dag kl. 16 og því ekki hægt að afla upplýsinga um gengi dagsins á þeim tíma sem lánaskjöl eru unnin. Það er því ákveðinn ómöguleiki til staðar í tengslum við að tilgreina viðmiðunargengi í lánasamningi fyrir þann tíma. Eðlilegra væri því að styðjast við núverandi fyrirkomulag óbreytt enda komin reynsla á þá framkvæmd og auðvelt að tilgreina nákvæmt viðmiðunargengi þar sem tölurnar myndu liggja fyrir.

Virðingarfyllst
f.h. Neytendastofu


Matthildur Sveinsdóttir



Guðni Már Grétarsson



6. desember 2022

Tilv.: 2211131

2211133

Nefndasvið Alþingis
b.t. efnahags- og viðskiptanefndar
nefnadasvid@althingi.is

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, lögum um neytendalán og lögum um fasteignalán til neytenda (afnám verðtryggingar lána til neytenda og endurfjármögnun verðtryggðra lána), 50. og 55. mál.

Með tveimur tölvupóstum, dags. 22. nóvember sl., óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögnum Seðlabanka Íslands, *annars vegar* um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 38/2001 um vexti og verðtryggingu, lögum nr. 33/2013 um neytendalán og lögum nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda (afnám verðtryggingar lána til neytenda), 50. mál á 153. löggjafarþingi, og *hins vegar* um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 33/2013 um neytendalán og lögum nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda (endurfjármögnun verðtryggðra lána), 55. mál á 153. löggjafarþingi.

Seðlabanki Íslands hefur margsinnis í gegnum tíðina veitt umsagnir um þingmál um sams konar eða keimlík mál er lúta að verðtryggingu fjárskuldbindinga, og vísar almennt til þess sem þar hefur fram komið. Af þeim má einkum nefna umsögn sem Seðlabankinn veitti 2. desember 2020 um frumvarp sem lagt var fram á 151. löggjafarþingi, 38. mál (sjá fylgiskjal).

Frumvarp til laga um breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, lögum um neytendalán og lögum um fasteignalán til neytenda (afnám verðtryggingar lána til neytenda), 50. mál.

Frumvarp þetta felur í sér breytingar á lögum nr. 38/2001 um vexti og verðtryggingu þar sem heimild laganna til verðtryggingar lána til neytenda er felld brott ásamt því að bæta inn ákvæði þess efnis að óheimilt verði að verðtryggja neytendalán og fasteignalán til neytenda. Aðrar breytingar frumvarpsins lúta einkum að því að afnema tilvísanir til verðtryggingar í lögum nr. 33/2013 um neytendalán og lögum nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda.

Af greinargerð með frumvarpinu má álykta að banni við verðtryggingu lána til neytenda sé ætlað að vernda neytendur, einkum fyrir áhrifum vegna verðbólgu. Hins vegar má benda á að greiðslubyrði verðtryggðra lána er lægri en samsvarandi óverðtryggðra lána framan af lánstímanum og henta þau því tekjulágum einstaklingum sérstaklega vel til þess að fjármagna fasteignakaup. Bann við verðtryggðum lánunum til neytenda mun því fækka valkostum og afnema kosti sem

eru sérstaklega heppilegir tekjulágum fasteignakaupendum. Þær breytingar sem lagðar eru til í frumvarpinu fela þannig í sér takmörkun á samningsfrelsi almennings og myndu að öllum líkindum vinna gegn hagsmunum þeirra sem henni er ætlað að hjálpa og auka hættu á greiðsluerfiðleikum lántakenda. Þá er rétt að ítreka það sem Seðlabankinn hefur bent á í gegnum tíðina í þessu sambandi, að besta leiðin til að draga úr áhrifum verðtryggingar sé viðvarandi verðstöðugleiki. Með hliðsjón af framangreindu telur Seðlabankinn rétt að vara við þessari tillögu.

Frumvarp til laga um breytingu á lögum um neytendalán og lögum um fasteignalán til neytenda (endurfjármögnun verðtryggðra lána), 55. mál.

Í þessu frumvarpi er lagt til að lögum nr. 33/2013 um neytendalán og lögum nr. 118/2016 um fasteignalán til neytenda verði breytt þannig að lántaka verði heimilt að breyta eftirstöðvum verðtryggðs láns í óverðtryggt lán, án endurnýjunar lánshæfis- og greiðslumats, að tilteknum skilyrðum uppfylltum, þ.á m. að greiðslubyrði neytanda aukist ekki við breytinguna. Vert er hér að áréttu að slík breyting getur við ákveðnar aðstæður þyngt greiðslubyrði lántakans verulega þegar líður á lánstímann þar sem greiðslubyrði af óverðtryggðum lánum með breytilegum vöxtum er mun sveiflukenndari en greiðslubyrði af verðtryggðum lánum, sbr. framangreinda umfjöllun um afborganir af verðtryggðum lánum. Þá er varhugavert út frá sjónarmiðum um áhættu í fjármálakerfinu og fjármálastöðugleika að banna verðtryggingu einungis á eignahlið fjármálafyrirtækja (útlán) en heimila hana á skuldahlið þeirra (innlán). Seðlabankinn telur því rétt að vara við þeim breytingum sem lagðar eru til í frumvarpinu.

Virðingarfyllst,

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Ásgeir Jónsson
seðlabankastjóri

Fylgiskjal: Umsögn Seðlabanka Íslands, dags 2. desember 2020 (151. löggjafarþing, 38. máí), ásamt fylgiskjali.



2. desember 2020

2011137

Nefndasvið Alþingis
nefnasvid@althingi.is
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Með tölvupósti dags. 20. nóvember óskaði efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis eftir umsögn Seðlabanka Íslands um frumvarp til laga um breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, lögum um vísitölu neysluverðs og lögum um fasteignalán til neytenda (afnám verðtryggingar), 38. mál. á 151. löggjafarþingi.

Seðlabankinn hefur alloft í gegnum tíðina veitt umsagnir um þingmál um sams konar eða keimlík mál, varðandi verðtryggingu fjárskuldbindinga, og vísar almennt til þess sem þar hefur fram komið.

Frumvarp þetta felur í sér breytingu á lögum um vexti og verðtryggingu, nr. 38/2001 þar sem bætt er við lögina málsgreininni: „Óheimilt er að verðtryggja neytendalán eða fasteignalán til neytenda.“ Sú breyting felur í sér takmörkun á samningsfrelsi almennings sem Seðlabanka Íslands er ekki kunnugt um að þekkest annars staðar. Almenn má líta svo á að takmörkun sem þessi á valkostum feli í sér skerðingu lífshjára og beri að forðast af þeirri ástæðu. Af greinargerð með frumvarpinu má álykta að þessu ákvæði sé ætlað að vernda heimili landsins fyrir áhrifum verðbólgu. Eins og Seðlabankinn hefur margsinnt bent á í svörum við áþekktum hugmyndum er rétt að leggja áherslu á að helsti valkostur við verðtryggt langtímalán er óverðtryggt lán með breytilegum vöxtum (sjá m.a. grein um verðtryggingu og fasta vexti í *Peningamálum* 2003/2 en afrit greinarinnar fylgir með þessari umsögn). Afborganir af slíkum lánnum eru þó mun næmari fyrir verðbólgu en afborganir verðtryggðra lána og því verður ekki séð að bann við verðtryggðum lánnum feli í sér sérstaka vernd fyrir heimilin.

Verðtryggð lán hafa ýmsa kosti fyrir lántakendur. Greiðslubyrði þeirra er mun fyrirsjáanlegri en greiðslubyrði óverðtryggðra lána sem jafnframt leiðir almennt til lægri raunvaxta en á sambærilegum óverðtryggðum lánnum og er ávinningurinn af því meiri eftir því sem endurgreiðslutíminn er lengri. Þá er greiðslubyrði verðtryggðra lána lægri en samsvarandi óverðtryggðra lána framan af lánstímanum og henta þau því tekjulágu fólki sérstaklega vel til að

fjármagna fasteignakaup. Bann við verðtryggðum lánum til almennings mun því fækka valkostum og taka út kosti sem eru sérstaklega heppilegir tekjulágum fasteignakaupendum. Þessi aðgerð myndi því að öllum líkindum vinna gegn hagsmunum þeirra sem henni er ætlað að hjálpa og auka hættu á greiðsluferfiðleikum lántakenda. Þá er rétt að ítreka það sem Seðlabankinn hefur bent á í gegnum tíðina í þessu sambandi, um að besta leiðin til að draga úr áhrifum verðtryggingar sé viðvarandi verðstöðugleiki. Seðlabankinn leggst því eindregið gegn banni við verðtryggðum lánum til neytenda.

Í öðrum kafla frumvarpsins er lögð til eftirfarandi breyting á lögum um vísitölu neysluverðs, nr. 12/1995. Bætt verði við lögin bráðabirgðaákvæðinu: „Á tímabilinu 1. nóvember 2020 til 31. október 2021 skal vísitala neysluverðs ekki taka breytingum sem leiða til hækkunar.“ Vísitölu neysluverðs er ætlað að mæla þróun á verðlagi einkaneyslu. Seðlabankinn leggst eindregið gegn þessari tillögu sem kveður á um það í raun að skekkja mælingu verðlags. Jafnframt er vandséð hvernig það getur samrýmst sjálfstæði Hagstofunnar til hagamælinga og alþjóðlegum skuldbindingum Íslands hvað það varðar.

Í þriðja kafla frumvarpsins er lagt til að lögum um fasteignalán til neytenda nr. 118/2016 verði breytt svo að lántakandi verði undanþeginn því að undirgangast greiðslumat, þegar tekið er óverðtryggt fasteignalán sem ráðstafað er til uppgreiðslu fasteignalána þar sem a.m.k. eitt þeirra er verðtryggt. Þar sem slík breyting getur þyngt greiðslubyrði lántakandans verulega, sbr. það sem áður segir um afborganir af verðtryggðum lánum, auk þess sem það er varhugavert út frá sjónarmiðum um áhættu í fjármálakerfinu og fjármálastöðugleika að banna verðtryggingu einungis á eignahlið fjármálafyrirtækja (útlán) en heimila hana á skuldahlið þeirra (innlán) telur Seðlabankinn rétt að vara við þessari tillögu.

Virðingarfyllst,
SEÐLABANKI ÍSLANDS



Ásgeir Jónsson
seðlabankastjóri

Fylgiskjal: „Verðtrygging og fastir vextir“, grein úr Peningamálum 2003/2.

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 lánnum 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 efnum 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 lánnum 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 lánnum 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 útlánnum, einkum ef þau eru fjármöggnuð með verðtryggðum innlánnum. 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 undanförunum 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 áréttu 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 fastra 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 húsbreifa, 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 afhema 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 sjórvalda

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 lánsljármarkaði.

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 sparifjáreigendur að flytja fé í stórum stíl af verðtryggðum 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 sparifjáreigendum 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 „lokaáfanganum“. 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 álit 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. Verðbóluskotið 2001 gefur t.d. vísbendingu 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 sparifjáreigendur 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 sparifjáreigendur frá því að nota þá til spákaupmennsku. Þessi reynsla sýnir

líklega að ekki sé ástæða til að banna verðtryggingu innlána af ötta við fjármáalegan 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 hættu 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 vextirmir séu fastir.

Æskilegt væri að sjá framfaraskref stigin í sambandi við verðtryggingu án þess að þau séu fyrirskipuð með valdbóði. 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 ríkisstjórnin 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 íbúðalánasjóds 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>Hlu.föll 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 endurspeglar 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 edli 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 fastvaxtalanum en henni er eytt í verðtryggðum fastvaxtalanum. Áhætta 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 raunvextir 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 fastvaxtalan verið hættulegri að því leyti að líkurnar á greiðsluþroti í framtíðinni verða meiri. Með breytivaxtalanum myndu lægri vextir á láninu í framtíðinni koma á móti lægri greiðslugetu en vænst var.

Á móti þessu kemur að lántakendur eiga erfiðara með að meta vænta raunvaxtabyrði breytivaxtalaná en fastvaxtalaná. 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 breytivaxtalan eru annars vegar. Eigi lántakandinn hins vegar aðeins kost á fastvaxtalanum, skiptir vaxtastigið við lántöku verulegu máli. Það má því færa fyrir því rök að við lántöku sé vaxtanæmið minna þegar um er að ræða breytivaxtalan heldur en

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

fastvaxtalán. Vaxtabreytingar bita 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.

Virkni 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 fælir 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 verðtrygðum breytivaxtalánnum myndi eins og áður segir ýta einhverjum fyrirtækjalántökum yfir á gengistrygð 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 verðtrygðum lánnum að í stað verðtrygðra breytivaxtasamninga myndu koma 3-4 lánagerðir, óverðtrygð breytivaxtalán, verðtrygð fastvaxtalán, gengistrygð lán og jafnvel óverðtrygð 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 verðtrygðra lána verði fastir. Annað mál er að aukið vægi *óverðtrygðra* 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 innlánnum. 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.

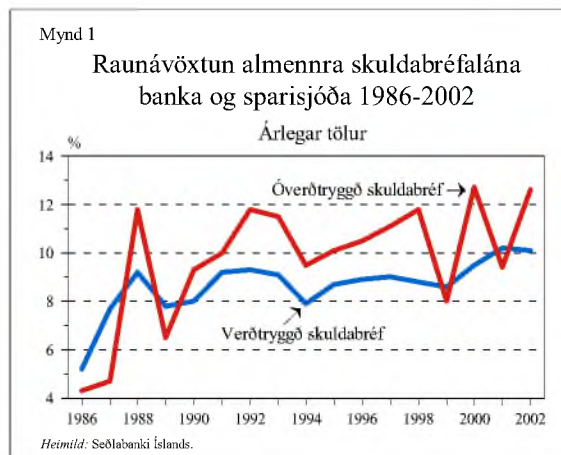
Almennt séð má ætla að ef lánastofnanir búa við innri eða ytri reglur um áhættustýringu sem fela í sér að haldið er aftur af misvægi milli eigna- og skuldahlíða að því er varðar verðtryggingu, tímalengdir og vaxtaáhættu, ætti ekki að skipta miklu hvort þær búa við kerfi fastra vaxta, breytilegra eða valfrjálstrar 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 bjarta tíð gætu hins vegar falið í sér meiri áhættu þegar fastvaxtalán eru annars vegar.

Munurinn á breytivaxtalánnum og fastvaxtalánnum minnkar eftir því sem möguleikinn á uppgreiðslu og kostnaðarlitilli 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.

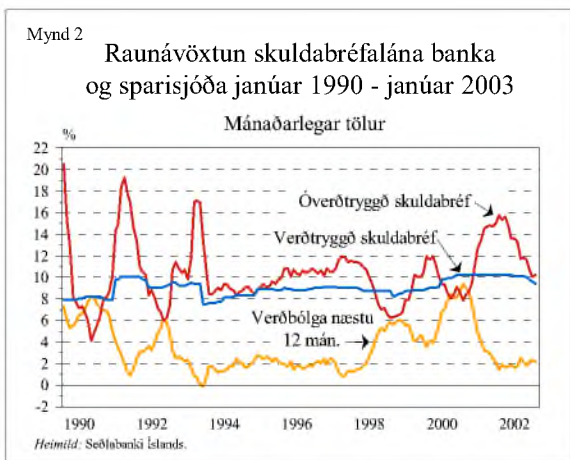
Af fjórum meginsamsetningum verðtryggingar og vaxtabreytileika sem hægt er að hugsa sér, eru óverðtryggð fastvaxtalán einna ólíkust verðtryggðum breytivaxtalánnum. Ef lagðar yrðu hömlur á framboð verðtryggðra lána með breytilegum vöxtum, má því ætla að í stað þeirra kæmu einkum verðtryggð fastvaxtalán 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 annan 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 kaupna á varanlegum neysluvörum dragist umtalsvert saman í niðursveiflum meðan breytingar á fjárframboði séu óvissari og geti jafnvel verið til aukningar fremur en

hitt. Við það bætist og vinnur í sömu átt, að seðlabanki með verðbólgu markmiði 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 endurvinna 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 verðbólgu markmiði 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 fjárlást að veita 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.

Tryggingafélög: 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 fjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta.

Eignarleigur: Ekki er fjálst 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 fjálst 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?

L.feyrissjóðir: Vextir eru ýmist tengdir ávöxtunarkröfu húsbrefa eða ákveðnir af stjórni, oft með hliðsjón af lægstu vöxtum lánastofnana.

Tryggingafélög: 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?

L.feyrissjóðir: Nær aldrei endurskoðunarákvæði.

Tryggingafélög: 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.

Hvejar eru úppgreiðsluheimildir verðtryggðra lána með föstum vöxtum? Hver er kostnaður lántakanda við úppgreiðslu?

L.feyrissjóðir: Allir lífeyrissjóðir heimila úppgreiðslu hvenær sem er og yfirleitt án kostnaðar.

Tryggingafélög: 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 fyrirtækjum.

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

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

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

Hlutfallsskipting milli fastvaxtalána og annarra			
	Fastir vextir	Breyti- legir vextir	Alls
<i>Verðtryggð lán til atvinnufyrirtækja (%)</i>			
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
<i>Verðtryggð lán til heimila (%)</i>			
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