

Nefndarálit

Endurskoðun á verðtryggingarstefnu
stjórnvalda

Viðskiptaráðuneytið
Október 1998

Efnisyfirlit

FORMÁLI	3
1. SAMANTEKT.....	3
1.1. INNGANGUR.....	3
1.2. NIÐURSTÖÐUR OG TILLÖGUR.....	5
2. SAGA VERÐTRYGGINGAR Á ÍSLANDI.....	9
2.1. VERÐTRYGGING TAKMÖRKUD FRAM TIL SETNINGAR ÓLAFSLAGA ÁRIÐ 1979.	9
2.2. VERÐBÓLGAN HAFÐI ÞÁ VERULEGA RÝRT INNLENDAN SPARNAÐ.	10
2.3. TÍMAMÓT MED SETNINGU ÓLAFSLAGA.....	11
2.4. SKORÐUR REISTAR VIÐ VERÐTRYGGINGU.....	12
3. ÚTBREIÐSLA VERÐTRYGGINGAR.....	14
3.1. VERÐTRYGGING Í LÁNAKERFINU.	14
3.2. VERÐTRYGGING MARKAÐSVERÐBRÉFA ANNARRA EN HLUTABRÉFA.....	16
3.3. VERÐTRYGGING Á ÖÐRUM MÖRKUÐUM.....	18
4. VERÐTRYGGING ERLENDIS.....	19

Formáli

Í vaxtalögum nr. 25/1987 segir að Seðlabankinn skuli að fengnu samþykki viðskiptaráðherra ákveða lágmarkstíma verðtryggðra innstæðna og lána. Sú stefna var mörkuð árið 1995 að draga skyldi úr notkun verðtryggingar á skammtímaskuldbindingum í áföngum en hún áfram leyfð á löngum skuldbindingum. Þannig var lágmarksbinditími verðtryggðra skuldabréfa hækkaður úr tveimur árum í þrjú þann 1. janúar 1996 og í fimm ár þann 1. janúar 1998. Um síðustu áramót var lágmarksbinditími verðtryggðra innlána einnig hækkaður úr einu ári í þrjú. Stefnt er að síðasta áfanga 1. janúar 2000 en þá er ráðgert að banna verðtryggingu innstæðna og lengja lágmarksbindítima skuldabréfa í sjö ár.

Þann 26. maí 1998 skipaði viðskiptaráðherra nefnd til að fjalla um hvort æskilegt sé að breyta verðtryggingarstefnu stjórnválda með hliðsjón af breyttum aðstæðum á fjármagnsmarkaði. Nefndin er þannig skipuð:

Benedikt Árnason, viðskiptaráðuneyti, formaður,
Finnur Sveinbjörnsson, Sambandi íslenskra viðskiptabanka,
Yngvi Örn Kristinsson, Seðlabanka Íslands,
Þórhallur Arason, fjármálaráðuneyti.

Skýrsla nefndarinnar fylgir hér með.

1. Samantekt

1.1. Inngangur.

Verðtrygging sneri við óheillaþróun á fjármagnsmarkaði.

Verðtrygging sparifjár og lánsfjár hefur almennt verið heimiluð hér á landi frá árinu 1979. Það ár voru sett svokölluð Ólafslög þar sem kveðið var á um að stefnt skuli að verðtryggingu sparifjár landsmanna og almannasjóða og grundvöllur lagður að lánsjaravísitölu. Allan áttunda áratuginn höfðu raunvextir inn- og útlána verið mjög neikvæðir vegna hárrar verðbólgu og tregðu stjórnválda við að hækka nafnvexti. Þannig voru raunvextir skuldabréfálána banka og sparisjóða neikvæðastir um 25% á árinu 1974 en neikvæðir að meðaltali um 15% á áttunda áratugnum. Á þessu tímabili neikvæðra raunvaxta urðu miklar eignatilfærslur milli sparifjáreigenda og lántaka, neysla og fjárfesting jókst og sparnaður dróst saman.

Engum vafa er undirorpíð að verðtrygging sparifjár og lánsfjár hefur verið til góðs fyrir íslenskan fjármagnsmarkað. Hún snéri við þeirri öfugþróun sem dregið hafði úr fjársparnaði og lagði með þeim hætti grundvöll að myndun fjármagnsmarkaða. Með verðtryggingu tókst að endurreisa peningalegan sparnað. Hún gerði einnig kleif inn- og útlán til nokkuð langa tíma þrátt fyrir verulega verðbólgu.

Á þessum áratug hafa orðið verulegar umbætur í íslensku efnahagslíf. Með skynsamlegri hagstjórn hafa náðst tök á verðbólgunni og hefur hún verið svipuð og í helstu samkeppnislöndum á síðustu árum. Samkeppnishæfni landsins hefur aukist, svo sem sést á blómlegu atvinnulífi og alþjóðavæðingu fyrirtækja. Á fjölmögum sviðum hefur samkeppni aukist og dregið úr opinberum afskiptum. Fjármagnsmarkaðurinn hefur ekki hvað síst tekið breytingum. Þar má t.d. nefna að heimilaðar hafa verið fjármagnshreyfingar milli landa og myndast hefur virkur verðbréfamarkaður.

Tölur um verðtryggingu fjárskuldbindinga sýna að lítið hefur dregið úr henni á þessum áratug þrátt fyrir stöðugleika í verðlagsmálum. Óverðtryggður hluti útlána og

verðbréf eignar lánakerfisins er einungis um 18% af heildareignum þess á fyrsta fjórðungi þessa árs, sem samsvarar um 176 milljörðum króna, og hefur hlutfall óverðtryggðra eigna aðeins hækkað um 2% á þessum áratug. Aðrar eignir lánakerfisins eru verðtryggðar eða gengistryggðar. Langstærstur hluti skulda heimila er verðtryggður, eða nærri 90%, en rúmlega 10% skuldanna eru óverðtryggð. Óverðtryggð verðbréf eru þó gefin út til mun lengri tíma hér á landi en áður tíðkaðist.

Verðtrygging skapar íslenskum fjármagnsmarkaði sérstöðu meðal OECD-landa.

Viðtæk verðtrygging er helsta einkenni íslensks fjármagnsmarkaðar í samanburði við önnur lönd. Víðast hvar erlendis er notkun verðtryggingar óveruleg þótt hún sé óvída bönnuð. Nokkur ríki tóku upp víðtæka verðtryggingu í kjölfar óðaverðbólgu, líkt og Íslendingar. Hér má nefna Argentínu, Brasilíu, Chile og Ísrael. Verðtryggingu í þessum ríkjum má líkja við nauðvörn því að óbreytu hefðu fjármagnsmarkaðir þessara landa siglt í strand. Verðtrygging var talin nauðsynleg í því skyni að vinna traust fjárfesta á fjármagnsmörkuðum þessara ríkja. Hið sama á við um Ísland.

Á síðustu tveimur áratugum hafa stjórnvöld í nokkrum ríkjum með þróaðan fjármagnsmarkað og litla verðbólgu boðið upp á verðtryggð ríkisskuldabréf. Hér má nefna Bretland, Svíþjóð, Ástralíu, Kanada, Bandaríkin árið 1996 og nú síðast Frakkland á þessu ári. Í þessum ríkjum liggja aðrar ástæður að baki útgáfu bréfanna, einkum þær að útgáfa verðtryggðra bréfa til langs tíma er talin líkleg til að lækka vaxtakostnað og bjóða stofnanafjárfestum upp á aukna fjölbreytni. Prátt fyrir þessa kosti hefur eftirspurn eftir verðtryggðum langtímaréfum aldrei verið mikil og verðtryggð bréf eru einungis lítið brot af markaði fyrir ríkisskuldabréf. Undantekning frá þessu er Bretland þar sem fimmtungur ríkisskuldabréfa er verðtryggður. Aðrir en ríkissjóður hafa aðeins að mjög litlu leyti fetað í fótspor hans og gefið út verðtryggð bréf.

Rök með og á móti verðtryggingu.

Ýmis rök hafa verið færð gegn almennri útbreiðslu verðtryggingar hér á landi. Þar má nefna þá skoðun að verðtrygging sé táknað óstöðugleika, hún sé litin hornaugu af erlendum fjárfestum og geti skaðað lánsþæfismat þjóðarinnar. Einnig að verðtrygging leiði til andvaraleysis í hagstjórn og að sjálfvirkni sú sem af verðtryggingu leiðir komi í veg fyrir eðlilega sveiflujöfnun á mörkuðum. Því hefur einnig verið haldið fram að verðtrygging baki lánastofnunum mikla rekstraráhættu, geri áhættustýringu flóknari, leiði til óhagkvæms tvöfalds vaxtakerfis verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta, leggi óhæfilega stóran hluta áhættu vegna lánssamninga á herðar skuldara, misvægi í þróun launa og verðlags geti komið harkalega niður á fjárhag skuldara og ýmsir utanaðkomandi þættir, svo sem verðhækkun á kaffi í Brasilíu, hafi með sjálfvirkum hætti áhrif á þróun lánskjara hér á landi.

Setja má fram gagnrök á móti ofangreindum rökum. Þannig má segja að verðtrygging geti veitt stjórnvöldum og aðilum vinnumarkaðarins aðhald því missi þeir tökin á verðbólgunni hafi það strax áhrif á allar fjárhæðir. Ekkert sé heldur til fyrirstöðu að bjóða upp á óverðtryggð lán til að þóknast erlendum fjárfestum, sé það talið hagkvæmt af útgefandanum. Áhættustýring lánastofnana eigi að leysa vandann vegna áhættu af verðtryggingarójöfnuði. Misgengi geti átt sér stað milli launa og lánskjara þó að verðtrygging sé ekki við lýði, enda geti raunvextir hækkað á sama tíma og kaupmáttur fari minnkandi. Verðhækkun á innflutum vörum hafi síðan áhrif á verðbólgu hér á landi og þar með lánskjör, óháð því hvort verðtrygging sé við lýði.

Þau rök sem nefnd hafa verið gegn verðtryggingu eiga umfram allt við um notkun hennar í skammtímaskuldbindingum. Verðtrygging langtímaskuldbindinga hefur hins vegar margvíslega kosti sem njóta nú æ meiri alþjóðlegrar viðurkenningar. Í fyrsta lagi veldur áhættuálag sem fjárfestir krefst vegna verðbólgu því að raunvextir óverðtryggðra skuldbindinga verða hærri en verðtryggðra. Verðtrygging veldur því að lánveitandinn losnar við verðbólguáhættu. Hér á landi sýnir reynslan að á þessum áratug hafa raunvextir verðtryggðra lána verið að meðaltali um 2% lægri en raunvextir óverðtrygggra útlána. Þessi munur hefur þó farið minnkandi á undanförmum misserum. Í öðru lagi veldur verðbólguáhætta því að lánveitendur eru hikandi við að veita óverðtryggð lán til eins langs tíma og verðtryggð með föstum vöxtum. Niðurstaðan er sú að afnám verðtryggingar myndi hafa í för með sér styttri lánstíma og hærri raunvexti en ella og þar með þyngri greiðslubyrði af lánum.

Tilraunir stjórnvalda til að draga úr verðtryggingu.

Frá því að baráttan gegn verðbólgu fór að bera árangur hér á landi hafa stjórnvöld fylgt þeirri stefnu að draga úr vægi verðtryggingar. Þau hafa reist skorður við notkun verðtryggingar sparifjár og lánsfjár til að stuðla að því markmiði sínu að draga úr notkun hennar. Fyrst voru ákvæði þess efnis sett inn í Ólafslög árið 1989 en voru flutt nokkuð breytt yfir í vaxtalög árið 1995 þegar Ólafslög voru felld úr gildi. Í vaxtalögum segir að Seðlabanki geti að fengnu samþykki viðskiptaráðherra ákveðið lágmarkstíma verðtryggðra innstæðna og lána. Í gildandi reglum Seðlabankans um þetta efni er lágmarksbinditími verðtryggðra innstæðna þrjú ár og verðtryggðra skuldabréfa fimm ár. Árið 2000 er hins vegar ráðgert, skv. þeirri stefnu sem mótuð var 1995, að banna verðtryggðar innstæður en lengja lágmarksbinditíma verðtryggðra skuldabréfa í 7 ár og verði það síðasti áfanginn í takmörkunum á notkun verðtryggingar. Nauðsynlegt þótti að gefa lánastofnunum rúman aðlögunartíma til að draga úr vægi verðtryggingar. Verðtrygging lánsfjár til lengri tíma en sjö ára yrði því áfram heimil, þar með talin húsnaðislán, lífeyrissjóðslán og námslán. Þannig má gera ráð fyrir að um 80% af skuldum heimila verði enn verðtryggðar, þrátt fyrir að verðtrygging lána til skemmri tíma en 7 ára yrði bönnuð.

Sú stefna stjórnvalda að draga úr vægi verðtryggingar á skammtímaskuldbindingum hefur ekki enn borið mikinn árangur svo sem sést á tölum um líttinn hlut óverðtryggðra liða í lánakerfinu. Á það ber þó að líta að farið hefur verið varlega í sakirnar við að takmarka lágmarksbinditíma verðtryggðs sparifjár og lánsfjár. Þannig var það ekki fyrr en í byrjun árs 1998 að lágmarksbinditími verðtryggðs sparifjár lengdist úr einu ári í þrjú og verðtryggðra skuldabréfa úr þremur árum í fimm. Vísbendingar frá fyrri hluta þessa árs benda til að dregið hafi úr verðtryggðum innlánum og útlánum. Ekki er hins vegar enn komin fullhægjandi reynsla á aðgerðir stjórnvalda.

1.2. Niðurstöður og tillögur.

Verðtrygging skammtímaskuldbindinga hefur fleiri ókosti en kosti. Þannig er rétt að stefna að því að úr henni dragi. Hins vegar er vart hægt að segja að verðtrygging sé mikill dragbítur í efnahagslífinu við núverandi aðstæður. Benda má á að tekist hefur að viðhalda stöðugleika í langan tíma þrátt fyrir mikla útbreiðslu verðtryggingar.

Augljóst er að verðtrygging væri ekki jafn útbreidd og nú er, ef hún ætti ekki rætur að rekja til gamalla verðbólgtíma. Menn leita enn skjóls í verðtryggingu, bæði af gömlum vana og af ótta við verðbólgu. Það tekur sinn tíma að finna nýtt jafnvægi.

Sá tími fer að miklu leyti eftir því hvort tekst að telja almenningi trú um að stöðugleikinn muni halda.

Stefna stjórnvalda í verðtryggingarmálum er ekki heilsteypt. Tilraunir til að draga úr notkun verðtryggingar hafa þannig einskorðast við innlán og lánsfé. Þessar takmarkanir hafa ekki síst haft takmarkandi áhrif á starfsemi innlásstofnana, sem einkum hafa veitt verðtryggð skammtímalán og hafa einkarétt til móttöku innlána. Almenna reglan er hins vegar sú að heimilt er að verðtryggja samninga. Ýmsar gerðir samninga eru gjarnan verðtryggðar og má þar nefna húsaleigusamninga og verktakasamninga. Ýmsar bætur og gjöld sem kveðið er á um í lögum fylgja einnig vísitölubreytingum.

Stjórnvöld vonuðust til að minnkandi vægi verðtryggingar, sem til kæmi vegna lögþvingunar á fjármagnsmarkaði, yrði til þess að breyta hugarfari þjóðarinnar gagnvart verðtryggingu og draga úr notkun hennar á öðrum sviðum. Því væri ekki þörf á að banna með öllu notkun verðtryggingar í lögum. Þetta hefur ekki gengið eftir enn sem komið er, eins og sést á tölum um útbreiðslu verðtryggingar.

Tillögur nefndarinnar eru eftirfarandi. Fulltrúi fjármagnsmarkaðarins tekur ekki undir fyrstu tvær tillögur nefndarinnar og lýsir sjónarmiðum sínum í lok kaflans.

Takmörkunum viðhaldið enn um sinn.

Til að draga úr vægi verðtryggingar hafa stjórnvöld sett takmarkanir á notkun verðtryggingar á fjármagnsmarkaði. Þessar takmarkanir voru settar þegar ójafnvægi ríkti á fjármagnsmarkaði. Á þeim tíma var greinileg umframeftirspurn eftir lánsfé sem skapaði sparendum sterka stöðu og varð til þess að sparnaður þeirra var verðtryggður í því formi sem hann var. Fjármagnsmarkaðurinn var þá rétt að opnast fyrir fjármagnshreyfingum á milli landa, samkeppni á markaðinum var minni en nú þekkist, vaxtamýndun óskilvirkari og áhættustýring ófullkomnari. Þau rök sem sett voru fram fyrir takmörkunum á notkun verðtryggingar á fjármagnsmarkaði eiga síður við nú. Hins vegar bendir margt til þess að fjármagnsmarkaðurinn hefði ekki dregið úr verðtryggingu í sama mæli ef notkun hennar hefði ekki verið takmörkuð.

Nefndin telur að ekki eigi að setja frekari takmarkanir á notkun verðtryggingar. Því sé rétt að sá áfangi til þess að takmarka hana sem boðaður hefur verið árið 2000 komi ekki til framkvæmda. Meirihluti nefndarinnar mælir hins vegar með því að núgildandi takmörkunum verði viðhaldið enn um sinn, enda líklegt að sú lenging lágmarksbinditíma sem koma til framkvæmda um síðustu áramót muni leiða til þess að úr verðtryggingu skammtímaskuldbindinga dragi. Aðstæður á fjármagnsmarkaði hafa hins vegar breyst mjög á undanförnum árum og verða stjórnvöld að vera vakandi fyrir því að afnema þær takmarkanir sem þegar hafa verið settar þegar aðstæður á markaði gefa tilefni til. Líklegt er að á næstu misserum muni slíkar aðstæður skapast, ekki einungis vegna takmarkana stjórnvalda á notkun verðtryggingar, heldur einnig vegna örrar þróunar fjármagnsmarkaðarins. Aukin alþjóðavæðing og virkur millibankamarkaður munu t.d. setja svip sinn á þessa þróun og ýta undir minnkandi vægi verðtryggðra skammtímaskuldbindinga.

Reglur um eiginfjárbindingu vegna verðtryggingarhalla.

Misræmi á milli verðtryggðra eigna og skulda skapar áhættu fyrir lánastofnanir. Sem dæmi má nefna að ef verðtryggðar skuldir eru hærri en verðtryggðar eignir lækkar vaxtamunur fari verðbólga fram úr því sem áætlað hefur verið. Þess vegna er það lánastofnunum mikilvægt að búa svo um hnútana að jafnvægi ríki á milli verðtryggðra eigna og skulda.

Í reglum Seðlabankans um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár kemur fram að sé mismunur verðtryggðra eigna og skulda lánastofnunar meiri en sem svarar 20% af eigin fé hennar skuli tafarlaust gera ráðstafanir til að leiðréttu þennan mun. Engin viðurlög eru þó við því þó verðtryggingarhalli sé yfir þessum mörkum. Meirihlut nefndarinnar mælir með því að Seðlabankinn kanni setningu reglna sem kveði á um sérstaka eiginfjárbindingu ef munur verðtryggðra eigna og skulda fer yfir tiltekin mörk, líkt og nú gildir t.d. um gjaldeyrisjöfnuð. Skoðun nefndarinnar bendir til þess að setning slíkra reglna sé fær samkvæmt gildandi lögum. Lánastofnanir verða hins vegar að fá tíma til aðlögunar við setningu slíkra reglna.

Útgáfa óverðtryggðra bréfa verði aukin.

Þegar tekin var ákvörðun um að draga úr verðtryggingu fjárskuldbindinga í vel skipulögðum áföngum fram til ársins 2000 var jafnframt mikil áhersla lögð á að ríkissjóður yki útgáfu á óverðtryggðum skuldabréfum. Ríkið yrði að sýna staðfestu í uppbyggingu markaðar fyrir óverðtryggðar skuldbindingar og sætta sig við þau kjör sem bjóðast á markaðinum. Óhætt er að segja að ríkið hefði mátt sýna meiri metnað í útgáfu óverðtryggðra bréfa á þessu tímabili. Ýmis teikn eru þó á lofti um að útgáfa óverðtryggðra bréfa sé að aukast. Þannig hefur mikið líf verið í sölu nýs flokks fimm ára ríkisbréfa á þessu ári og ávöxtunarkrafan lækkað ört. Ríkisbréf seldust í útboði fyrir tæplega sex milljarða fyrri hluta ársins 1998 en fyrir 1,8 milljarða á sama tímabili árið 1997. Óverðtryggðum bankabréfum og bréfum fyrirtækja hefur einnig fjölgað.

Nefndin mælir með því að ríkið leggi sérstaka áherslu á útgáfu óverðtryggðra skuldabréfa og skapi þannig fordæmi fyrir aðra útgefendur. Þannig ætti ríkið að stefna að því að tveim þriðju hlutum lánsfjárfarfar ríkisins verði mætt með sölu óverðtryggðra bréfa næstu fimm árin.

Opinberir aðilar dragi úr verðtryggingu í samningum.

Þrátt fyrir að stöðugleiki hafi ríkt í þjóðarbúskapnum nær allan þennan áratug er verðtrygging enn mjög almenn í samningum manna á milli. Þetta á ekki aðeins við um einstaklinga heldur einnig fyrirtæki, ríki og sveitarfélög. Óttinn við að verð vörur eða þjónustu rýrni af völdum verðbólgu á samningstímanum og þægindin við sjálfvirkar verðbreytingar í stað samninga gera verðtryggingu eftirsóknarverða í augum kröfuhafa.

Gætt hefur tvískinnungs af hálfu ríkisins í framkvæmd verðtryggingarstefnunnar. Þrátt fyrir þá skýru stefnu stjórnvalda að draga skyldi úr vægi verðtryggingar hefur ríkið sjálft oft á tíðum gert kröfur um verðtryggingu í samningum. Nefndin leggur því til að þeim tilmælum verði beint til opinberra aðila að draga úr notkun verðtryggingar í samningum.

Þess sjást þó merki að verðtrygging sé á undanhaldi. Þar má nefna að dregið hefur úr verðtryggingu ríkisins í verkastarfsemi. Þar er nú algengt að verðtrygging sé aðeins notuð í samningum t.d. til tveggja ára eða lengur. Á húsaleigumarkaði er verðtrygging hins vegar mjög algeng og munu sveitarfélög t.d. jafnan nota verðtryggingu í leigusamningum.

Stjórnvöld afnemi vísitöltengingu í lögum.

Fjárhæðir tilgreindar í lögum eru ýmist einar sér eða settar í samband við einhverja viðmiðun og þá oftast vísitölu af einhverju tagi. Vert er að gera skýran greinarmun á þeim tilvikum þar sem vísitöltenging er skilyrðislaust lögboðin og þeim tilvikum þar sem ráðherra er gefin heimild til hækkunar á grundvelli tiltekinna

verð- eða vísitölubreytinga. Frá flestum ákvæðunum er þannig gengið að ekki er gert ráð fyrir sjálfvirkri hækkun heldur er ráðherra veitt heimild til að breyta hlutaðeigandi fjárhæð. Heimildin tengist í flestum tilvikum gjaldtöku og veitir ráðherra takmarkað svigrúm sem hins vegar er alls ekki sjálfgefið að hann nýti til fulls. Fjármálaráðuneytið lagði fyrir nokkrum árum í mikla vinnu við að endurskoða verðtryggingarákvæði í lögum. Nefndin leggur til að þeirri vinnu verði haldið áfram og stjórnvöld fari sérstaklega yfir vísitölubindingu í lögum í því skyni að breyta þeim lögum þar sem hún er enn skilyrðislaust lögbundin.

Nefndin vill vekja sérstaka athygli á lögum um húsaleigu sem fylgir breytingum sem verða á vísitölu húsnæðiskostnaðar. Hagstofan reiknar ársfjórðungslega út samkvæmt þessum lögum verðbótahækkun húsaleigu, sem fylgir hlutfallslegum breytingum meðallauna á næstliðnum þremur mánuðum. Síðustu tólf mánuði hefur verðbótahækkun húsaleigu verið 8,5% vegna mikillar hækunar launa en vísitala neysluverðs hefur hækkað um 1%. Þetta er sjálfvirk tenging sem er mikið notuð í húsaleigusamningum, m.a. hjá sveitarfélögum. Nefndin leggur til að þessi lög verði felld úr gildi.

Vaxtalög hindri ekki nýjungar á fjármagnsmarkaði.

A síðustu misserum hafa íslensk fjármálaufyrirtæki boðið upp á æ fjölbreyttara vöruframboð og bryddað upp á nýjungum. Má þar t.d. nefna afleiðusamninga af ýmsu tagi og skuldabréf tengd hlutabréfavísitolu. Ekki hefur ætíð legið ljóst fyrir hvort þessi nýmæli brjóti í bága við verðtryggingarákvæði vaxtalaga. Nefndin telur brýnt að búið verði svo um hnútana að þau geri það ekki og leggur því til að vaxtalögum verði breytt þannig að gildissvið verðtryggingarkafla þeirra eigi einungis við um verðvísitolu sem mæla á meðaltalsbreytingu á verði í stóru úrtaki vöru og þjónustu. Þannig munu aðrar vísitolutegundir ekki falla undir lögini. Einnig þarf að koma skýrt fram að afleiðusamningar falli ekki undir lögini. Ákvæði um verðtryggingu í vaxtalögum þjóna fyrst og fremst þeim tilgangi að verja almennt sparifé og lánsfé fyrir rýrnun af völdum verðbólgu innanlands en þeim var ekki ætlað að hindra eðlilega þróun á fjármagnsmarkaði.

Sérsjónarmið fulltrúa fjármagnsmarkaðarins.

Fulltrúi fjármagnsmarkaðarins lýsir sig sammála þeirri greiningu á þróun undanfarinna ára og núverandi stöðu verðtryggingar sem fram kemur í skýrslunni. Hann tekur hins vegar ekki undir tvær af tillögum meiri hluta nefndarinnar.

Afnám takmarkandi reglna um notkun verðtryggingar.

Fulltrúi fjármagnsmarkaðarins telur að ganga beri hraðar fram en meiri hluti nefndarinnar leggur til í því að afnema þær takmarkandi reglur sem gilda um verðtryggingu fjármagnsmarkaðarins. Fyrir þessari afstöðu má færa ýmis rök:

1. Það er óeðlilegt að takmarkanir nái eingöngu til fjármagnsmarkaðarins en ekki til þjóðfélagsins alls, s.s. verktakasamninga, húsaleigusamninga og hvers konar annarra samninga. Í þessu felst mismunun auk þess sem takmarkað gildissvið bendir til að reglunum sé ætlað að hafa takmörkuð áhrif.
2. Ljóst er að núverandi stefna stjórnvalda mun ekki hafa afgerandi áhrif á hag heimilanna þar sem um 80% af skuldum þeirra eru og munu áfram verða verðtryggðar. Þetta gildir um allar langtímaskuldir eins og húsnæðislán, námslán og lífeyrissjóðslán.

3. Núgildandi reglur skerða samkeppnisstöðu innlánsstofnana gagnvart sparnaðarformum sem njóta verðtryggingar. Í reglunum felst því mismunun milli aðila.
 4. Óvissa ríkir um gildissvið reglna um verðtryggingu. Það tefur framþróun á fjármagnsmarkaði og getur valdið því að Íslendingum standi ekki til boða sams konar fjármálasamningar og tíðkast erlendis.
- Allt þetta leiðir til þeirrar niðurstöðu að tímabært sé að afnema hömlur á þessu sviði. Afnám hamla í þjóðfélaginu á liðnum árum hefur án efa leitt til mikilla framfara og skilað heimilum og fyrirtækjum beinum efnahagslegum ávinningi. Tímabært er að stíga hliðstætt skref hvað verðtryggingu fjárskuldbindinga varðar og taka upp meginregluna um samningsfrelsi á því sviði.

Viðbrögð við verðtryggingaráhættu.

Fullrúi fjármagnsmarkaðarins telur mikilvægt að ekki gildi sérreglur um verðtryggingaráhættu fjármálafyrirtækja heldur verði hún meðhöndluð með svipuðum hætti og aðrir áhættuþættir í rekstri fjármálafyrirtækja. Því leggur hann áherslu á að núgildandi reglur um jöfnuð verðtryggðra eigna og skulda lánastofnana verði felldar brott. Fullrúi fjármagnsmarkaðarins tekur ekki undir það sjónarmið meiri hluta nefndarinnar að jafnvægi þurfi að ríkja milli verðtryggðra eigna og skulda og að bregðast þurfi sérstaklega við þegar ójafnvægi myndast. Aðalatriðið er að fjármálafyrirtæki geri sér grein fyrir þessari áhættu og séu fær um að stýra henni. Í lögum eru þegar ákvæði um að lánastofnanir og verðbréfafyrirtæki skuli hafa yfir að ráða tryggu eftirlitskerfi með áhættu í tengslum við öll viðskipti sín. Er bankaeftirliti Seðlabankans heimilað að setja leiðbeinindi reglur um slík eftirlitskerfi en sú heimild hefur ekki verið nýtt.

2. Saga verðtryggingar á Íslandi

2.1. Verðtrygging takmörkuð fram til setningar Ólafslaga árið 1979.

Verðtrygging á Íslandi á sér langa sögu¹. Fyrsta skrefið að verðtryggingu var stigið árið 1955 þegar almenn húsnæðislán voru verðtryggð með framfærsluvísítölu að einum fjórða. Fyrsti vísir að verðtryggingu sparifjár kom fram árið 1957 þegar skyldusparnaður ungs fólks var verðtryggður. Verðtrygging þessara fjárskuldbindinga var ófullkomin að því leyti að hún náði aðeins yfir höfuðstól en ekki vexti. Með lögum nr. 105/1964 var íslenska ríkinu heimilað að selja verðtryggð spariskírteini en ekki var kveðið á um fyrirkomulag.

Með spariskírteinum kemur fullkomin verðtrygging fyrst til sögunnar. Hún fölst í því að tengja vexti og afborganir spariskírteina við byggingarvísítölu. Seðlabanka Íslands var síðan falin umsjá með framkvæmd verðtryggingar með lögum nr. 71/1966. Yfirleitt ríkti þó bann við verðtryggingu fjárskuldbindinga nema með sérstöku leyfi Seðlabankans. Lífeyrissjóðir hófu kaup verðtryggðra verðbréfa útgefina af fjárfestingarlánasjóðum árið 1972. Suttu síðar byrjuðu fjárfestingarlánasjóðir að verðtryggja útlán sín. Það var þó ekki fyrr en árið 1978 að lífeyrissjóðir fengu leyfi til að verðtryggja útlán til sjóðsfélaga. Með tilkomu hinna

¹ Umfjöllun um sögu verðtryggingar má m.a. sjá hjá Sigurði Snævarr: „Íslensk haglýsing”, 1993; Ólafi K. Ólafs: „Verðtrygging á Íslandi”, Vísbinding, 1996, og í „Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði”, viðskiptaráðuneytið, 1993.

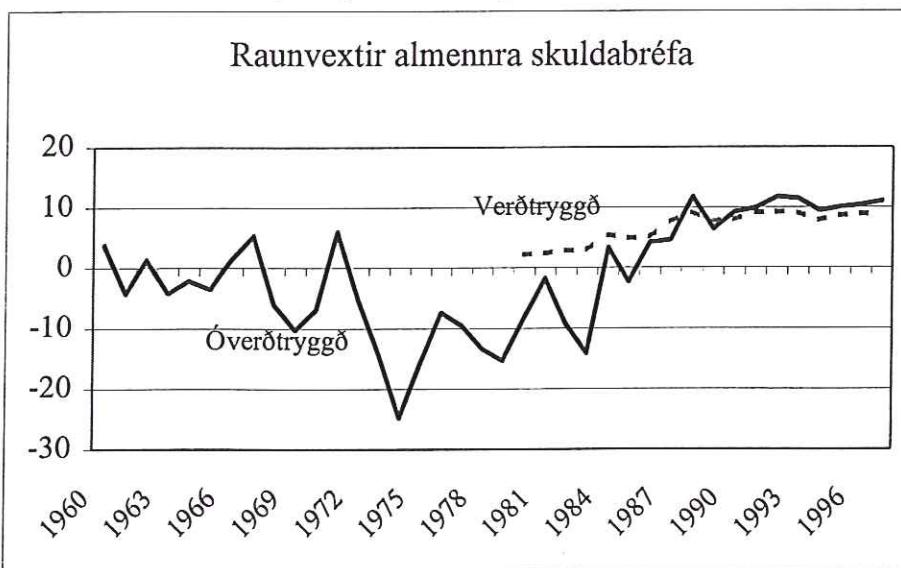
svokölluðu Ólafslaga nr. 13/1979 var síðan lagður grundvöllur að almennri verðtryggingu sem náði bæði til sparifjár og lánsfjár.

2.2. Verðbólga hafði þá verulega rýrt innlendan sparnað.

Allt frá lokum síðari heimsstyrjaldar og langt fram á áttunda áratuginn var það útbreidd skoðun meðal hagfræðinga að vextir hefðu lítið hagstjórnarhlutverk og heppilegast væri að þeim væri haldið lágum til að örva hagyöxt. Þessi viðhorf skutu rótum hér á landi og ollu því meðal annars að vextir voru óbreyttir frá 1966 til 1973. Á þessu tímabili voru víxilvextir 9% og vextir skuldabréfa 10%. Er verðbólga fór vaxandi hér á landi á síðari hluta sjöunda áratugarins í kjölfar aflasamdráttar og gengisbreytinga urðu raunvextir inn- og útlána mjög neikvæðir. Framhald varð á verðbólgunni á áttunda áratugnum, fyrst vegna aðhaldsleysis í ríkisfjármálum en síðar vegna áhrifa olíukreppanna tveggja. Prátt fyrir haekkun vaxta árin 1973 og 1974 og aftur árið 1976 urðu raunvextir stórgla neikvæðir. Raunvextir skuldabréfalána banka og sparisjóða urðu neikvæðastir um 25% á árinu 1974 en neikvæðir að meðaltali um 15% á áttunda áratugnum.

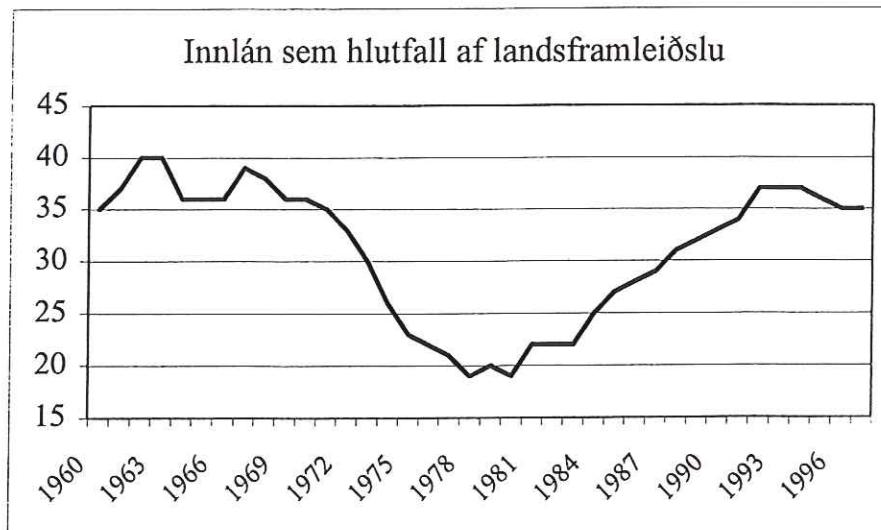
Um miðjan áttunda áratuginn skipti mjög í tvö horn um vextina og vaxtarófið var mjög sérkennilegt. Lán til traustasta lántakans, ríkissjóðs, voru verðtryggð og báru að auki 2-3% raunvexti. Áhættusöm rekstrarlán til atvinnuvega og öll lánveiting til heimilanna voru með neikvæðum raunvöxtum svo tugum prósenta skipti.

Eftirfarandi mynd sýnir verðbólgu, nafnvexti og raunvexti frá 1960-1997.



Afleiðingar þessarar vaxtastefnu voru margvíslegar. Í fyrsta lagi dró úr sparnaði í bönkum og sparisjóðum. Þannig helminguðust innlán að tiltölu við landsframleiðslu og urðu lægst árið 1978 er þau voru aðeins ríflega 20% af landsframleiðslu. Neikvæðir raunvextir örvuðu jafnframt fjárfestingu og neyslu og hvötti til lánsfjármögnum þar sem skuldir brunnu upp á verðbólgbálínu. Hin fornu sannindi um að græddur væri geymdur eyrir snerust upp í andhverfu sína. Á þessu tímabili urðu miklar eignatilfærslur milli sparifjáreigenda og lántaka. Frá sjónarhóli einstaklinga gat verið hagkvæmt að ráðast í fjárfestingu þótt hún væri þjóðhagslega óhagkvæm og hefði orðið þeim sjálfum óhagkvæm ef verðbólgu hefði ekki notið við. Bein afleiðing allra þessara þátta var aukin notkun erlends lánsfjár. Þannig jókst erlent lánsfjármagn sem fór um lánakerfið úr 20% af landsframleiðslu árið 1970 í rúmlega 60% árið 1984 er það varð mest.

Myndin sýnir innlán sem hlutfall af landsframleiðslu frá 1960 til 1997.



Mikil og sveiflukennd verðbólga og neikvæðir raunvextir mynduðu mikið ójafnvægi á fjármagnsmarkaði á áttunda áratugnum. Innlendur sparnaður gat engan veginn staðið undir fjármunamyndun. Sparnaður minnkaði, nýting fjármagns varð óarðbær og notkun á erlendu lánsfé stórjókst. Við þessu varð að bregðast því hrún fjármagnsmarkaðar blasti við. Eðlileg viðbrögð við þessum vanda hefðu verið þau að gefa vexti frjálsa eða að minnsta kosti hækka þá til jafns við verðbólguþróunina en vextir voru á þeim tíma ákveðnir af Seðlabankanum skv. okurlögum nr. 58/1960 og lögum um Seðlabankann frá 1961. Það var hins vegar ekki gert. Sú afstaða á sér ýmsar skýringar. Þannig má nefna fyrrgreint viðhorf, að vöxtum skyldi haldið lágum til að örva hagvöxt. Í öðru lagi var því haldið á lofti að eðlilegra væri að leysa vandann með því að ná tökum á verðbólgunni og að hækkun vaxta væri vísbending um uppgjöf í baráttunni við hana.

Sú hugmynd að auka notkun verðtryggingar naut hins vegar vaxandi fylgis á áttunda áratugnum þrátt fyrir að tilgangurinn væri sá sami og með hækkun vaxta, þ.e. að hækka ávöxtun fjárskuldbindinga til samræmis við verðlagsþróun.

2.3. Tímamót með setningu Ólafslaga.

Tímamót urðu í sögu verðtryggingar árið 1979 með setningu laga um efnahagsmál o.fl. sem nefnd hafa verið Ólafslög eftir þáverandi forsætisráðherra, Ólafi Jóhannessyni, sem lagði frumvarpið fram í eigin nafni. Í lögunum segir meðal annars að stefnt skuli að því að verðtryggja sparifé landsmanna og almannasjóða. Seðlabankanum var falið að veita heimildir til verðtryggingar nema hún væri heimiluð sérstaklega í lögum. Honum var falin umsjón með framkvæmd verðtryggingar, meðal annars að birta opinberlega vísitölur til viðmiðunar í þessu skyni. Á grundvelli Ólafslaga hefur Seðlabankinn sett reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár, bæði í bönkum og sparisjóðum og utan þeirra, og reiknaði út og birti lánskjaravísitölu fram til 1995.

Með setningu Ólafslaga hófst ör þróun verðtryggingar. Upphaflega var verðtrygging sparifjárreikninga miðuð við að innstæður væru bundnar til tveggja ára og að verðtryggð lán væru til minnst fjögurra ára. Lágmarksbinditími verðtryggðra innstæðna var fljótlega styttur í áföngum í þrjá mánuði og lágmarkstími verðtryggðra

lána í sex mánuði. Seðlabankinn ákvað vexti verðtryggðra innlána og hámarksvexti verðtryggðra útlána með sama hætti og vexti af óverðtryggðum skuldbindingum.

Á árinu 1984 var innlánsstofnunum veitt heimild til að ákveða kjör á flestum tegundum inn- og útlána að fengnu samþykki Seðlabanka. Fram að þeim tíma voru allir vextir ákveðnir af honum. Með vaxtafrelsinu fjölgaði mjög valkostum sparifjáreigenda. Bankarnir tóku að bjóða afbrigði verðtryggðra innlánsreikninga, svonefnda skiptikjarareikninga, með reglulegum samanburði á óverðtryggðum og vísitölubundnum kjörum. Þau kjör sem gáfu hærri ávöxtun á tilteknu samanburðartímabili voru látin gilda. Í fyrstu voru samanburðartímabilin allt að 12 á ári. Þessir reikningar tryggðu því sparifjáreigendur gagnvart verðbólgu auk þess sem þeir þurftu ekki lengur að velja á milli óverðtryggðra og verðtryggðra reikninga. Sú hlið sem sneri að bönkum og sparisjóðum var önnur. Reikningarnir voru áhættusamir fyrir þá þar sem óvissa ríkti um ávöxtun þeirra og misvægi myndaðist milli vísitölubundinna eigna og skulda í efnahagsreikningi þeirra. Í síbreytilegri verðbólgu var oft erfitt að ná jafnvægi milli ávöxtunar verðtryggðra og óverðtryggðra liða. Tíður samanburður leiddi til þess að ávöxtun reikninganna gat orðið mjög há. Samanburðartímabil reikninga hjá bankastofnunum var samræmt árið 1989, varð að lágmarki sex mánuðir og lengdist árið 1994 í 12 mánuði. Þessar breytingar drógu úr óvissu bankastofnana.

Lánskjaravísítölunni sem komið var á laggirnar með Ólafslögum árið 1979 var ætlað að vera grundvöllur almennrar verðtryggingar. Hún var samsett að 2/3 hlutum af framfærsluvísítölu en að 1/3 hluta af byggingarvísítölu. Í janúar 1989 ákvað ríkisstjórnin að frá og með 1. febrúar 1989 skyldi samsetningu lánskjaravísítolunnar breytt þannig að framfærsluvísitala, byggingarvísitala og launavísitala skyldu vega þriðung hver í útreikningi lánskjaravísítölu. Meginmarkmið þessarar breytingar var að auka vægi launa í útreikningi lánskjaravísítölu og draga þannig úr misgengi launa og verðlags. Þessi breyting var mjög umdeild á sínum tíma og töldu margir að hún stæðist ekki lög. Niðurstaða dómstóla var hins vegar sú að svo væri. Þá var einnig gagnrýnt að með breytingunni væri verðtrygging ekki lengur reist á almennu verðlagi þar sem laun vægju svo þungt í henni eftir breytinguna, svo og að breyting á samsetningu vísítolunnar skyldi einnig vera látin ná til eldri skuldbindinga og sagt var að breytingin drægi úr trausti á verðtryggingu fjárskuldbindinga þar sem stjórnvöld gætu haeglega breytt samsetningu vísítolunnar á nýjan leik. Árið 1995 var grundvelli verðtryggingar breytt á ný. Lánskjaravísitala var þá lögð niður en verðtrygging þess í stað miðuð við breytingar á almennu verðlagi eins og það er mælt með vísítölu neysluverðs.

2.4. Skorður reistar við verðtryggingu.

Almenn útbreiðsla verðtryggingar hefur stundum sætt mikilli gagnrýni. Hefur það einkum verið á þeim forsendum að misvægi í þróun launa og verðlags komi harkalega niður á fjárhag skuldara, að ýmsir utanaðkomandi þættir hafi með sjálfvirkum hætti áhrif á þróun lánskjara hér á landi, t.d. haekkun á kaffi á erlendum mörkuðum, og að verðtrygging torveldi samruna innlends fjármagnsmarkaðar við erlenda. Þess má þó geta að misgengi getur átt sér stað milli launa og lánskjara þótt ekki sé um verðtryggingu að ræða. Þannig geta raunvextir hækkað á sama tíma og kaupmáttur fer minnkandi. Um tíma var því einnig haldið fram að ekki myndi takast að draga að ráði úr verðbólgu á meðan stór hluti fjárskuldbindinga væri verðtryggður. Reynsla síðustu ára sýnir að þetta er ekki rétt.

Stjórnvöld hafa farið varlega í að breyta stefnu sinni í verðtryggingarmálum. Nokkur breyting varð á henni árið 1990 þegar ríkisstjórnin kynnti aðgerðir til að draga

úr vægi verðtryggingar samhliða afnámi hafta í gjaldeyrisviðskiptum. Stefnan fólst í því að lengja lágmarkstíma verðtryggðra lána, auka útgáfu óverðtryggðra verðbréfa og loks að afnema öll höft á notkun verðtryggingar í árslok 1992 þannig að notkun hennar eftir það réðist eingöngu af samningum manna á milli. Þrátt fyrir að útgáfa óverðtryggðra ríkisverðbréfa ykist nokkuð eftir að stefna þessi var kynnt dró ekki að öðru leyti úr vægi verðtryggingar á innlendum fjármagnsmarkaði. Af þeirri ástæðu var ákveðið að falla frá því að afnema lagaákvæði um hömlur við notkun verðtryggingar í árslok 1992. Enn urðu breytingar á reglum um verðtryggingu í júlí 1993 þegar Seðlabankinn setti nýjar reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár í því skyni að draga úr verðtryggingarhalla banka og sparisjóða.

Í skýrslu svonefndar vaxtamýndunarnefndar sem starfaði haustið 1993 var ítarlega fjallað um kosti og galla verðtryggingar og settar voru fram tillögur um framtíðarskipan hennar. Niðurstaða vaxtamýndunarnefndarinnar var sú að verðtrygging hentaði í skuldbindingum til langs tíma en stefna bæri að því að draga úr notkun hennar á skammtímaskuldbindingum. Var það álit hennar að slíkt væri aðeins unnt með því að setja reglur til að takmarka notkun hennar þar sem ekki væri við því að búast að fjármálastofnanir myndu af sjálfsdáðum draga úr henni.

Í samræmi við niðurstöðu vaxtamýndunarnefndarinnar gaf Seðlabankinn út nýjar reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár árið 1995 sem enn gilda. Þar kemur fram að lágmarksbinditími til verðtryggingar sparifjár skuli lengjast úr einu ári í þrjú í byrjun árs 1998 og stefnt sé að því að hún verði óheimil árið 2000. Fram til þess tíma muni lágmarksbinditími verðtryggðra útlána lengjast úr þremur árum í sjö. Þegar þessum áföngum verður náð mun verða sami lágmarksbinditími á öllum útgefnum verðtryggðum skuldabréfum. Bankar og sparisjóðir gætu þá gefið út verðtryggð bankabréf með sama lágmarksbinditíma og þau lán sem þeir veita.

Þessari stefnu sem mótuð var 1995 hefur verið fylgt síðan. Í töflunni hér að neðan er sýndur lágmarksbinditími verðtryggðs sparifjár og lánsfjár frá gildistöku Ólafslaga.

Lágmarksbinditími verðtryggðs sparifjár og lánsfjár.

	<i>Útlán</i>	<i>Innlán</i>
Ágúst 1979	4 ár	---
Júlí 1980	4 ár	2 ár
Febrúar 1981	2,5 ár	1 ár
Apríl 1982	1 ár	3 máñ.
Nóvember 1982	6 máñ.	3 máñ.
Apríl 1983	9 máñ.	3 máñ.
Janúar 1984	1,5 ár	3 máñ.
Maí 1984	6 máñ.	3 máñ.
Júlí 1988	2 ár	3 máñ.
Janúar 1989	2 ár	6 máñ.
Janúar 1991	3 ár	6 máñ.
Júlí 1993	2 ár	1 ár
Janúar 1996	3 ár	1 ár
Janúar 1998	5 ár	3 ár

3. Útbreiðsla verðtryggingar.

3.1. Verðtrygging í lánakerfinu.

Straumhvörf urðu í sögu verðtryggingar við setningu Ólafslaga árið 1979. Hófst þá tímabil almennrar víðtaekrar verðtryggingar. Í bankakerfinu var verðtrygging fátið í upphafi níunda áratugarins en jókst hröðum skrefum allan þann áratug. Árið 1990 var svo komið að nálægt tveir þriðju hlutar innlána og verðbréfaútgáfu bankakerfisins voru verðtryggðir og tæplega helmingur útlána. Ef litið er til lánakerfisins í heild voru 47% skulda við lánakerfið verðtryggð, 16% óverðtryggð og 37% gengistryggð árið 1990.²

Á tíunda áratugnum hafa efnahagsaðstæður á Íslandi gerbreyst. Stöðugleiki hefur fest sig í sessi og verðbólga hefur undanfarin ár verið svipuð og í nágrannalöndum. En á sama tíma hefur ekki dregið úr vægi verðtryggingar. Í töflunni hér að neðan sést að verðtryggður hluti lánakerfisins var 52% á fyrsta ársfjórðungi ársins 1998, óverðtryggður hluti 18% og gengistryggður hluti 30%. Þessi skipting er að hluta til áæthluð þar sem ekki eru fyrir hendi óyggjandi upplýsingar um alla liði. Því ber einungis að líta á þessa skiptingu sem sterka vísbendingu.

Skipting eigna lánakerfisins í %.

	Verðtryggðar	Óverðtryggðar	Gengistryggðar
1990	47	16	37
1991	46	17	37
1992	46	16	38
1993	46	15	39
1994	49	15	36
1995	52	14	34
1996	53	16	31
1997	52	17	31
1998	52	18	30

Eignir lánakerfisins eru nú um 985 milljarðar króna. Verðtryggðar eignir eru 512 milljarðar króna, óverðtryggðar eignir 176 milljaðar og gengistryggðar eignir 297 milljarðar. Á þessum áratug hefur vægi verðtryggðra og óverðtryggðra eigna lánakerfisins heldur aukist en dregið verulega úr gengistryggðum eignum. Sérstaklega var mikið greitt upp af erlendum lánum á árunum 1994-96. Frá því að Seðlabankinn kynnti hugmyndir um að draga úr verðtryggingu í áföngum árið 1995 hefur vægi hins óverðtryggða hluta lánakerfisins aukist úr 14% í 18% á kostnað gengistryggða hlutans.

Deila má eignum lánakerfisins, þ.e. útlánum og verðbréfaeign, niður á þrjá flokka skuldara, þ.e. heimili, fyrirtæki og hið opinbera. Heildarskuldir þessara aðila við lánakerfið samsvara eignum lánakerfisins, 985 milljörðum króna, og skiptast þannig að heimilin skulda 386 milljarða króna, fyrirtækin 401 milljarð og hið opinbera 198 milljarða. Skipting skulda heimila er eftirfarandi:

² Með lánakerfi er átt við eignir að frátöldum innbyrðis viðskiptum bankakerfisins, fjárfestingarláanasjóða atvinnulífsins, íbúðaláanasjóða, lifeyrissjóða, tryggingafélaga, eignaleigna, verðbréfasjóða, láanasjóða ríkisins og erlendum skuldum.

Skipting skulda heimila við lánakerfið í %.

	<i>Verðtryggðar</i>	<i>Överðtryggðar</i>	<i>Gengistryggðar</i>
1990	87	13	0
1991	87	13	0
1992	87	13	0
1993	88	12	0
1994	91	9	0
1995	90	10	0
1996	90	10	0
1997	89	11	0
1998	88	12	0

Langstærstur hluti skulda heimila er verðtryggður, eða nærri 90%, en rúmlega 10% skulda heimila eru óverðtryggð. Hæst fór hlutfall verðtryggðra skulda heimila í 91% árið 1994 en hefur síðan farið smám saman minnkandi.

Af 386 milljarða króna skuldum heimila eru 338 milljarðar verðtryggðir en 48 milljarðar óverðtryggðir. Stærstur hluti verðtryggðra skulda heimila er við íbúðaláanasjóði eða um 200 milljarðar en afgangurin skiptist á milli bankakerfisins, lífeyrissjóða, Lánasjóðs íslenskra námsmanna, tryggingafélaga og eignarleigna. Langstærstur hluti af óverðtryggðum skuldum heimila er við bankakerfið en að hluta við tryggingafélög og eignarleigur.

Skipting skulda fyrirtækja við lánakerfið er eftirfarandi:

Skipting skulda fyrirtækja við lánakerfið í %.

	<i>Verðtryggðar</i>	<i>Överðtryggðar</i>	<i>Gengistryggðar</i>
1990	21	21	58
1991	21	22	57
1992	20	21	59
1993	20	20	60
1994	23	20	57
1995	26	21	53
1996	28	24	48
1997	26	26	48
1998	27	26	47

Vægi gengisbundinna skulda fyrirtækja hefur farið minnkandi á undanförnum árum en mikið var greitt upp af slíkum skuldum á árunum 1994-96. Vægi verðtryggðra og óverðtryggðra skulda fyrirtækja hefur aukist að sama skapi. Af rúmlega 400 milljarða króna skuldum fyrirtækja eru tæplega 200 milljarðar í gengisbundnum skuldum en rúmlega 100 milljarðar í verðtryggðum og óverðtryggðum skuldum. Verðtryggðar skuldir fyrirtækja eru einkum við fjárfestingarláanasjóði, bankakerfið og eignarleigur en óverðtryggðar skuldir aðallega við bankakerfið.

Skipting skulda hins opinbera við lánakerfið er eftirfarandi:

Skipting skulda hins opinbera við lánakerfið í %.

	<i>Verðtryggðar</i>	<i>Óverðtryggðar</i>	<i>Gengistryggðar</i>
1990	35	12	53
1991	34	13	53
1992	31	10	59
1993	32	10	58
1994	30	13	57
1995	30	12	58
1996	31	11	58
1997	32	11	57
1998	34	13	53

Breytingar á vægi verðtryggðra, óverðtryggðra og gengisbundinna skulda hins opinbera hafa verið tiltölulega litlar á þessum áratug. Af tæplega 200 milljarða króna skuldum hins opinbera við lánakerfið eru 107 milljarðar gengisbundnir, 65 milljarðar verðtryggðir og 25 milljarðar óverðtryggðir. Hér er aðeins skuld hins opinbera við lánakerfið en þar fyrir utan er skuld ríkisins við þá eigendur verðtryggðra spariskíteina ríkisins og óverðtryggðra ríkisbréfa og –víxla sem ekki tilheyra lánakerfinu.

3.2. Verðtrygging markaðsverðbréfa annarra en hlutabréfa.

Önnur leið til að kanna útbreiðslu verðtryggingar er að athuga útgáfu markaðsverðbréfa annarra en hlutabréfa sérstaklega. Stærstur hluti þeirra er í eigu fjármálfyrirtækja og kemur fram undir eignum lánakerfisins. Mikilvægi markaðsverðbréfa hefur aukist undanfarin ár og er því ástæða til að athuga útbreiðslu verðtryggingar í markaðsverðbréfum sérstaklega.

Taflan hér að neðan sýnir verðmæti helstu flokka markaðsverðbréfa árin 1993-1998.

Helstu flokkar markaðsverðbréfa annarra en hlutafélaga í milljörðum króna.

	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>
Verð- og gengist.	149,9	180,9	202,5	230,3	264,7	297,6
Spariskíteini	64,0	72,5	78,0	77,4	86,8	92,4
Bréf innlásstofn.	19,3	20,7	20,1	24,1	26,7	35,6
Húsbréf	49,1	64,7	77,6	92,5	107,9	117,5
Húsnæðisbréf	5,6	7,7	7,6	13,0	19,0	21,5
Bréf atvinnuv.sj.	6,6	9,2	14,3	16,4	16,8	22,4
Bréf eignarleigna	5,4	6,1	4,9	6,9	7,5	8,2
Óverðtryggt	35,2	38,1	40,6	55,8	71,6	94,2
Verðbréfasjóðir	12,1	16,2	14,5	20,5	33,4	49,6
Ríkisbréf	2,1	5,6	6,6	10,4	13,3	18,7
Ríkisvíxlar	17,5	14,6	15,5	16,8	12,3	14,3
Víxlar innlásst.	3,4	1,7	4,1	8,1	12,6	11,6
Samtals	185,1	219,0	243,1	286,1	336,3	391,8

Tölur fyrir 1998 eru frá því í lok júlí.

Taflan sýnir einkum gríðarlegan vöxt markaðsverðbréfa á þessu tímabili. Hins vegar er ekki unnt að merkja að vægi óverðtryggðra bréfa hafi aukist svo heitið geti. Hlutfall óverðtryggðra bréfa hefur verið á bilinu 16-24% á tímabilinu, hæst í lok apríl 1998. Það er hins vegar mikil breyting sem orðið hefur á samsetningu óverðtryggðra bréfa ríkissjóðs. Uppistaðan í óverðtryggðri útgáfu ríkissjóðs er nú ríkisbréf til fimm ára í stað ríkisvíxla til þriggja mánaða til eins árs.

Mikil aukning hefur orðið á verðtryggðum húsnæðis- og húsbréfum og bréfum atvinnuvegasjóða og innlásstofnana. Hins vegar hefur verið minni vöxtur í spariskírteinum og bréfum eignarleigna. Hlutfall óverðtryggðra bréfa hefur farið mjög hækkandi í verðbréfasjóðum, ríkisbréfum og víxlum innlásstofnana en markaðsverðmæti útistandandi ríkisvíxla hefur hins vegar minnkað. Rétt er að taka fram að þótt hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða séu óverðtryggð getur verðbréfaeign verðbréfasjóðsins verið í verðtryggðum bréfum.

Þegar tekin var ákvörðun um að draga úr verðtryggingu fjárskuldbindinga í vel skipulögðum áföngum fram til ársins 2000 var jafnframt mikil áhersla lögð á að ríkissjóður yki útgáfu á óverðtryggðum skuldabréfum. Nauðsynlegt var talið að ríkissjóður skapaði fordæmi með þessum hætti auk þess sem ætla mátti að vextir óverðtryggðra skuldbindinga yrðu miðaðir við vexti á slíkum ríkisbréfum.

Á árinu 1993 hóf ríkissjóður útgáfu óverðtryggðra ríkisbréfa með föstum vöxtum til tveggja ára. Útgáfa þeirra gekk allvel á árinu 1993 og á fyrri hluta ársins 1994 en stöðvaðist síðan vegna þess að ríkissjóður var á þeim tíma ekki reiðubúinn til þess að sætta sig við þá ávöxtunarkröfu sem fjárfestar gerðu til bréfanna. Útgáfa ríkisbréfa hófst síðan að nýju um mitt ár 1995 með nýjum þriggja og fimm ára flokkum. Þessi útgáfa hefur gengið vel og er staða fimm ára bréfanna með gjalddaga í október árið 2000 nú um 12,5 milljarðar króna. Mikið fjör hefur verið í sölu ríkisbréfa á þessu ári og ávöxtunarkrafa lækkað ört. Í byrjun ársins var gefinn út nýr fimm ára flokkur með gjalddaga árið 2003 og hafa bréf úr þeim flokki nú þegar selst fyrir rúmlega 5 milljarða. Ávöxtun fimm ára bréfanna er nú 7,7% og hefur farið hríðlækkandi. Þannig var ávöxtunarkrafan 8,5% í byrjun ársins og 10,5% árið 1995.

Útgáfa óverðtryggðra bréfa hefur þannig gengið vel á þessu ári. Sala óverðtryggðra bréfa í útboðum nemur um 8,7 milljörðum króna sem er 22% af heildarsölu í útboðum.

Sala í útboðum skuldabréfa í milljörðum króna í janúar-júlí 1997-1998.

	<i>Janúar til júlí 1997</i>	<i>Janúar til júlí 1998</i>
Verðtryggð skuldabréf	37,8	30,9
Spariskírteini	16,8	7,3
Skuldabréf sveitarfélaga	0,7	0,9
Húsbréf	9,0	8,8
Húsnaðisbréf	4,1	3,1
Bankabréf	3,2	5,8
Sparisjóðsbréf	1,1	1,7
Bréf annarra lánastofnana	2,1	1,7
Bréf fyrirtækja	0,7	1,7
Óverðtryggð skuldabréf	1,8	8,7
Bankabréf	0	2,2
Bréf fyrirtækja	0	0,7
Ríkisbréf	1,8	5,8
Samtals	39,6	39,6

3.3. Verðtrygging á öðrum mörkuðum.

Verðtrygging í almennum viðskiptum er ekki bönnuð hér á landi. Sú takmörkun á verðtryggingu sem kveðið er á um í lögum lýtur aðeins að sparifé og lánsfé. Í 20. gr. vaxtalaga segir að það sé skilyrði verðtryggingar sparifjár og lánsfjár að grundvöllur hennar sé annaðhvort vísitala neysluverðs eða vísitala gengis á erlendum gjaldmiðli eða samsettum gjaldmiðlum sem Seðlabankinn reiknar út og birtir opinberlega. Í sömu grein er heimild til að ákveða lágmarkstíma verðtryggðra innstæðna og lána. Aðrar takmarkanir eru ekki á verðtryggingu.

Þrátt fyrir að stöðugleiki hafi ríkt í þjóðarbúskapnum nær allan þennan áratug virðist sem verðtrygging sé mjög almenn í samningum manna á meðal. Þetta á ekki aðeins við um einstaklinga heldur einnig fyrirtæki, ríki og sveitarfélög. Óttinn við að verð vöru eða þjónustu rýrni af völdum verðbólgu á samningstímanum og þægindin við sjálfvirkar verðbreytingar í stað samninga gera verðtryggingu eftirsóknarverða í augum kröfuhafa.

Sem dæmi um starfsemi þar sem algengt er að fjárhæðir séu verðtryggðar er verktakastarfsemi og útleiga húsnæðis. Svo virðist sem nokkuð hafi dregið úr verðtryggingu í verktakastarfsemi vegna stöðugs verðlags. Algengt er að verðtrygging sé notuð í verktakasamningum til alllanga tíma hjá hinu opinbera, t.d. til tveggja ára eða lengur. Í vissum greinum verktakastarfsemi virðist verðtrygging hins vegar vera mjög algeng hjá litlum verktökum, jafnvel í fljótum verkum.

Húsaleiga er mjög oft bundin tilkynningum Hagstofunnar um verðbótahækkun húsaleigu sem Hagstofu er skylt að reikna út skv. lögum nr. 62/1984 um húsaleigu sem fylgir breytingum á vísitölu húsnæðiskostnaðar. Tilkynning þessi er birt ársfjórðungslega og skal hún fylgja hlutfallslegum breytingum meðallauna á næstliðnum þremur mánuðum. Síðastliðna tólf mánuði hefur verðbótahækkun húsaleigu verið 8,5% vegna mikillar hækkanar meðallauna en vísitala neysluverðs hefur á sama tíma hækkað um 1%. Þetta er sjálfvirk tenging sem mjög víða er notuð í húsaleigusamningum og boðið upp á þessa tengingu sem valmöguleika á eyðublöðum fyrir húsaleigusamninga. Sem dæmi má nefna að sveitarfélög nota þessa viðmiðun í leigusamningum.

Í fjölmögum lögum er talið aeskilegt eða óhjákvæmilegt að tilgreina ákveðnar fjárhæðir. Hér getur verið um að ræða viðmiðunarfjárhæð vegna skattheimtu eða gjaldtöku, bætur eða styrki til almennings eða framlög til stofnana eða fyrir veitta þjónustu. Fjárhæðir tilgreindar í lögum eru ýmist tilgreindar einar sér eða settar í samband við einhverja viðmiðun og þá oftast vísitölu einhvers konar. Það er hins vegar orðið lítið um að fjárhæðirnar standi einar sér.

Vert er að gera skýran greinarmun á þeim tilvikum þar sem vísitölutenging er skilyrðislaust lögboðin og þeim tilvikum þar sem ráðherra er gefin heimild til hækunar á grundvelli tiltekinna verð- eða vísitölubreytinga. Frá flestum ákvæðunum er þannig gengið að ekki er gert ráð fyrir sjálfvirkri hækun heldur er ráðherra veitt heimild til að breyta hlutaðeigandi fjárhæð. Heimildin tengist í flestum tilvikum gjaldtöku og veitir ráðherra takmarkað svigrúm sem hins vegar er alls ekki sjálfgefið að hann nýti til fulls.

Þar sem sjálfvirkri vísitölubindingu er beitt í lögum hefur því yfirleitt verið þannig komið fyrir að að hún leiði aðeins til breytinga einu sinni á ári og þá í lok hvers árs. Þar með gefst Alþingi kostur á að grípa inn í þessar breytingar við afgreiðslu fjárlaga ef ástæða þykir til. Hver svo sem niðurstaðan verður eru þær fjárhæðir í raun staðfestar af Alþingi og teknar inn í forsendur fjárlaga um tekjur og gjöld.

4. Verðtrygging erlendis.

Eins og fram hefur komið hér að framan hefur verðtrygging á fjárskuldbindingum nánast verið regla á Íslandi síðastliðna tvo áratugi. Víðast hvar erlendis er notkun verðtryggingar hins vegar óveruleg þótt hún sé óvíða bönnuð. Nokkur ríki tóku upp víðtæka verðtryggingu í kjölfar óðaverðbólgu, líkt og Íslendingar. Hér má nefna Argentínu, Brasílu, Chile og Ísrael. Verðtryggingu í þessum ríkjum má líkja við nauðvörn því að óbreyttu hefðu fjármagnsmarkaðir þessara landa sight í strand. Verðtrygging var því talin nauðsynleg í því skyni að vinna traust fjárfesta á fjármagnsmörkuðum þessara ríkja.

Á síðstu áratugum hafa stjórnvöld í nokkrum ríkjum með þróaðan fjármagnsmarkað og litla verðbólgu boðið upp á verðtryggð ríkisskuldbréf. Hér má nefna Bretland, Svíþjóð, Ástralíu, Kanada og nú síðast Bandaríkin. Í þessum ríkjum liggja aðrar ástæður að baki útgáfu bréfanna, einkum þær að útgáfa verðtryggðra bréfa til langt tíma er talin líklegr til að lækka langtíma vaxtakostnað og bjóða langtíma fjárfestum, svo sem eins og lífeyrissjóðum, upp á aukna fjölbreytni. Þrátt fyrir ótvíræða kosti verðtryggðra langtímarbréfa hefur eftirsprung eftir þeim aldrei verið mikil og verðtryggð bréf eru einungis lítið brot af markaði fyrir ríkisskuldbréf. Aðrir en ríkissjóður hafa ekki fetað í fótspor hans og gefið út verðtryggð bréf. Vísbendingar eru hins vegar um aukið vægi verðtryggðra bréfa, sérstaklega eftir að Bandaríkjum hófu slíka útgáfu. Frakkar hófu útgáfu verðtryggðra ríkisskuldbréfa á þessu ári.

Verðtrygging skuldabréfa er mest á Íslandi af þeim löndum sem upplýsingar liggja fyrir um. Verðtryggð bréf voru nær 90% af skuldabréfum árið 1996 samanborið við 79% í Ísrael og 18% í Bretlandi.³ Þetta kemur fram í töflunni hér á eftir.

³ Sjá "Index-Linked Debt", Bank of England, 1995.

Stærð verðtryggðra skuldabréfamarkaða.

	<i>Stærð í milljörðum</i>	<i>Hlutfall af heild</i>	<i>Velta á dag í m.kr.</i>
Ástralía	175	3,8%	1560
Bretland	4615	17,8%	21255
Ísland	75	88,4%	91
Ísrael	1820	79,0%	1300
Kanada	280	1,4%	1560
Nýja-Sjáland	6	0,7%	mjög lítil viðskipti
Svíþjóð	371	5,7%	mjög lítil viðskipti

Alls er vitað um 18 lönd sem hafa notað verðtryggingu að einhverju leyti á síðustu áratugum.⁴

Alþjóðleg útbreiðsla verðtryggingar.

<i>Land</i>	<i>Útbreiðsla</i>
Argentína	Fyrst boðið upp á verðtryggð ríkisskuldabréf 1973. Verðtrygging varð fljótt mjög almenn. Verðtrygging bönnuð 1991. Síðan hafa ríkisskuldabréf verið gefin út í erlendum gjaldmiðli.
Ástralía	Verðtryggð ríkisskuldabréf gefin út 1985-1988 en frekari útgáfu hætt vegna lítillar eftirspurnar. Útgáfa hafin að nýju 1993.
Bandaríkin	Verðtryggð ríkisskuldabréf gefin út fyrst árið 1996.
Brasilía	Frá 1964 hafa flestar fjárskuldbindingar verið verðtryggðar.
Bretland	Verðtryggð ríkisskuldabréf gefin út frá 1981. Boðið hafði þó verið upp á verðtryggð langtímalífeyrissparnaðarbréf frá 1975. Þróast hefur stór markaður fyrir verðtryggð ríkisskuldabréf.
Chile	Útgáfa verðtryggðra bréfa hófst árið 1956. Flestar fjárskuldbindingar lengri en þriggja mánaða eru verðtryggðar.
Finnland	Tíu ára verðtryggð ríkiskuldabréf voru fyrst gefin út 1945 en útgáfu þeirra var hætt 1968. Á þessum tíma var verðtrygging mjög útbreidd, bæði á bankamarkaði og skuldabréfamarkaði.
Írland	Verðtryggð bréf hafa verið gefin út í litlum mæli.
Ísland	Verðtryggð ríkisskuldabréf fyrst gefin út 1964. Verðtrygging fjárskuldbindinga mjög víðtæk frá 1979.
Ísrael	Verðtrygging hófst á sjötta áratugnum. Yfir 90% af innlendum lánum eru verðtryggð.
Ítalía	Ein útgáfa tíu ára ríkisskuldabréfa var sold 1983. Ekkert framhald varð á útgáfunni.
Kanada	Boðið upp á verðtryggð ríkisskuldabréf frá 1991.
Kólumbía	Verðtryggð ríkisskuldabréf hafa verið gefin út frá 1967.
Mexíkó	Boðið upp á verðtryggð ríkisskuldabréf frá 1989.
Nýja-Sjáland	Verðtryggð bréf voru gefin út á árunum 1977-1984 og síðan frá 1995.
Noregur	Gerðar voru tilraunir með verðtryggð ríkisskuldabréf en þau hafa ekki verið gefin út frá 1982.

⁴ Sjá "The Rationale and Design of Inflation-indexed Bonds", International Monetary Fund, janúar 1997.

Pólland Svíþjóð	Verðtryggð bréf gefin út frá 1992. Verðbréf bréf gefin út frá 1994. Myndast hefur nokkuð virkur markaður með þessi bréf.
--------------------	---