

Árni Páll Árnason  
Efnahags- og viðskiptaráðherra  
Skuggasundi 3  
150 Reykjavík

# VERÐTRYGGINGARNEFND

## - SKÝRSLA NEFNDAR SEM KANNI FORSENDUR VERÐTRYGGINGAR Á ÍSLANDI



EfnaHags- og Viðskiptaráðuneytið

Mai 2011



# EFNISYFIRLIT

Orðskýringar.....	7
Samantekt.....	9
Sérálit Eyglóar Harðardóttur, Arinbjarnar Sigurgeirssonar, Hrólfis Ölvissonar og Lilju Mósesdóttur.....	11
Sérálit Péturs Blöndal.....	15
Sérálit Vilhjálms Þorsteinssonar.....	19
Inngangur.....	23
A. Nefndin og hlutverk hennar.....	23
B. Markmið nefndarinnar.....	23
Fræðileg umfjöllun.....	24
A. Sögulegt yfirlit.....	24
B. Kenningar atferlishagfræði.....	31
C. Verðtrygging.....	34
D. Vextir.....	36
E. Sparnaður.....	37
F. Lán.....	38
Lántakendur – heimili og fyrirtæki.....	41
Lánveitendur – fjármálastofnanir og lífeyrissjóðir.....	46
Hagstjórn – stjórnvöld og Seðlabankinn.....	48
Hugmyndir um mögulegar leiðir.....	52
A. Bann við verðtryggingu í öllum fjármálagerningum.....	52
B. Bann við verðtryggingu lána með veði í húsnæði.....	53
C. Bann við verðtryggðum jafngreiðslulánum.....	53
D. Staðgreiðsla verðbóta.....	54
E. Þak á verðtryggingu.....	55
F. Önnur viðmið til verðtryggingar.....	56
G. Síleska leiðin.....	57
H. Vaxtabætur aðeins greiddar þeim sem skulda óverðtryggt.....	58
I. Breytingar á ávöxtunarkröfu lífeyrissjóða.....	58
J. Uptaka annarrar myntar.....	59
K. Aukið framboð af ólíkum tegundum lána.....	61
L. Afnám kvaða af verðtryggingu.....	62
M. Ná valdi á verðbólgu.....	63
N. Bætt neytendavernd.....	66
O. Óbreytt ástand.....	67
Heimildir.....	69



## Myndir

Mynd 1: Verðbólga á Íslandi og í samanburðarlöndum 1997-2010.....	25
Mynd 2: Þróun vísitölu neysluverðs.....	26
Mynd 3: Verðbólga 1940-2010, árshækkun.....	28
Mynd 4: Verðbólga á ársgrundvelli.....	30
Mynd 5: Kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann, ársbreytingar.....	35
Mynd 6: Kaupmáttur launa, ársbreytingar.....	36
Mynd 7: Almennir vextir útlána og verðbólga.....	38
Mynd 8: Verðtryggt jafngreiðslulán.....	43
Mynd 9: Verðtryggt lán með jöfnum afborgunum.....	43
Mynd 10: Óverðtryggt jafngreiðslulán.....	44
Mynd 11: Óverðtryggt lán með jöfnum afborgunum.....	44
Mynd 12: Verðbólga og gengi krónunnar.....	45
Mynd 13: Hrein eign til greiðslu lífeyris á verðlagi ársins 2009.....	47
Mynd 14: Ársbreytingar á verðbólgu (meðaltal árs).....	48
Mynd 15: Þróun verðbólgu og stýrivaxta.....	49
Mynd 16: Árshækkunir nokkurra vísitalna.....	57
Mynd 17: Undirliðir verðbólgu.....	59
Mynd 18: Verðbólga á ársgrundvelli 2009-11.....	63
Mynd 19: Markaðsverð íbúðarhúsnæðis, ársbreytingar.....	65

## Töflur

Tafla 1: Vægi verðtryggingar í lok árs.....	29
Tafla 2: Kostnaður við lántöku eftir lánaformum.....	44
Tafla 3: Fasteignaskuldir heimila 1. október 2010.....	61
Tafla 4: Fasteignaskuldir heimila eftir lánveitanda 1. október 2010.....	62



# ORÐSKÝRINGAR

## Ávöxtunarkrafa

Krafa sem kaupandi verðbréfs gerir til ávöxtunar á fé sínu.

## Fjármálastöðugleiki

Þegar fjármálakerfið auðveldar efnahagslega velgengni, í stað þess að hamla henni, stuðlar að öruggri greiðslumiðlun og þolir vel óvænt áföll.

## Höfuðstóll

Fjárhæð láns eða kröfu sem vextir eru reiknaðir af.

## Jafnar afborganir

Afborganir af láni eru alltaf þær sömu. Vaxtagreiðslur eru hæstar fyrst en minnka á lánstímanum. Höfuðstóllinn lækkar eftir því sem líður á lánstímann.

## Jafngreiðslur (annuitet)

Vextir jafngreiðslulána fara lækkandi eftir því sem líður á lánstímann, en hluti höfuðstóls í greiðslunni fer hækkandi.

## Nafnvextir

Vextir án tillits til verðbólgu.

## Raunvextir

Þeir vextir sem greiða þarf umfram verðbólgu. Ef lán er með 6% nafnvöxtum og verðbólga er 4% eru raunvextir lánsins 2%.

## Skuldabréf

Samningur á milli útgefanda bréfsins (lántaka) og kaupanda þess (lánveitanda), sem felur í sér að lánadrottinn greiðir skuldara fjárhæð. Fjárhæðina ber svo að endurgreiða með umsömdum vöxtum á lánstímanum.

## Stýrivextir

Vextir sem seðlabankar nota til að hafa áhrif á markaðsvexti.

## Verðbólga

Almenn hækkun verðlags. Oftast mæld með vísitölu neysluverðs sem Hagstofa Íslands gefur út mánaðarlega.

## Verðtrygging

Verðtrygging tryggir kaupmátt fjárskuldbindinga á milli tímabila. Þannig breytist það sem verðtryggt er (lán, innistæður, laun o.s.frv.) í takt við viðmiðunarvísitölu.

## Vextir

Leiga sem greidd er fyrir afnot á peningum.

## Vísitala neysluverðs

Mælir breytingar á almennu verðlagi. Í hverjum mánuði safnar Hagstofa Íslands upplýsingum um verð vöru og þjónustu. Upplýsingar um verð á yfir 4000 vörum og þjónustuliðum eru notaðar til að reikna út vísitöluna.





## SAMANTEKT

Almenn verðtrygging var innleidd á Íslandi með svokölluðum Ólafslögum 1979 í kjölfar handstýringar á vöxtum og óðaverðbólgu sem rýrði sparnað landsmanna og höfuðstóla útlána. Á Íslandi, ólíkt flestum öðrum löndum, eru langflest húsnæðislán verðtryggð. Kostir þess eru að lánveitandi fær raungildi upphæðarinnar til baka, jafnvel þótt verðbólga sé mikil og sveiflukennnd. Lánveitandinn getur í ljósi þess boðið lægri vexti og lengri lánstíma en ef lánið væri óverðtryggt og lántakandinn nýtur góðs af lægri fjármagnskostnaði. Þá er minni hættu á greiðsluvanda lántakanda á tímum verðbólgu. Verðtrygging sparnaðar íslenskra heimila í lífeyrissjóðunum hefur gert sjóðunum auðveldara um vik að veita lágmarkstryggingavernd samkvæmt reglugerð og má telja það einn af kostum verðtryggingar. Gallar verðtryggingar hafa helst reynst vera misvægi launa og lána á verðbólgutímum, þannig að lán halda verðgildi sínu án tillits til þess hvort laun og eignaverð halda í við verðbólgu. Þessi nafnhækkun höfuðstóls getur leitt til yfirveðsetningar eins og raunin varð í kjölfar efnahagshrunsins 2008. Einnig getur skapast freistnivandi til útlánþenslu þegar lántakendur bera einir áhættu af verðbólgu umfram væntingar. Loks hafa ýmsir lýst áhyggjum af því að útbreiðsla verðtryggðra jafngreiðslulána dragi úr virkni peningamálastefnu seðlabanka á heildareftirspurn í hagkerfinu.

Verðtryggingarnefnd leggur áherslu á að forsenda þess að ná tókum á verðbólgu sé ábyrg stjórnun efnahagsmála. Bæta þarf hagstjórn og auka virkni peningastefnunnar með upptöku þjóðhagsvarúðartækja. Nefndin telur að tryggja verði fjölbreyttara framboð á óverðtryggðum lánnum og skuldabréfum. Hluti af því er útgáfa ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs á óverðtryggðum skuldabréfum og að Íbúðalánasjóður bjóði upp á óverðtryggð húsnæðislán. Hvatt verði til sparnaðar vegna kaupa á fasteign og búseturétti.

Síðast en ekki síst er mikilvægt að efla fjármálalæsi almennings, upplýsingamiðlun við sparnað og lántöku og neytendavernd til að sporna gegn ofskuldsetningu og áhættu tengda ólíkum lánaformum.

Hlutverk verðtryggingarnefndarinnar var að leggja fram tillögur um að draga úr vægi verðtryggingar í íslensku samfélagi, en ekki leiðrétta höfuðstól verðtryggðra lána. Mögulegar leiðir endurspeglar þetta hlutverk, en ekki afstöðu einstakra nefndarmanna.

Afstaða einstakra nefndarmanna kemur fram í sérálitum þeirra.



# SÉRÁLIT EYGLÓAR HARÐARDÓTTUR, ARINBJARNAR SIGURGEIRSSONAR, HRÓLFS ÖLVISSONAR OG LILJU MÓSESDÓTTUR

Á 9. áratugnum var verðtrygging launa lögð af vegna þess að hún var talin leiða til víxlverkunar launa og verðlags. Eftir að verðtrygging launa var afnumin hefur komið í ljós að verðtrygging útlána og lífeyrissparnaðar magnar upp sveiflur og óstöðugleika í efnahagslífinu. Verðtrygging skapar hvata til útlána, ekki síst þegar eftirspurn eftir lánsfjármagni er mikil, þar sem lánveitandinn er varinn fyrir verðbólguuskoti. Í kjölfar efnahagsáfalls skapar verðtryggingin hættu á vaxandi misvægi launa og lána, því lán halda verðgildi sínu án tillits til þess hvort laun og eignaverð halda í við verðbólgu. Þegar verð fasteigna lækkar vegna minnkandi eftirspurnar aukast líkur á yfirveðsetningu og fjárhagserfiðleikum heimila, fyrirtækja og fjármálastofnana.

Því er orðið tímabært er að stjórnvöld einbeiti sér að baráttunni við verðbólguna frekar en að draga úr áhrifum hennar á sparnað með verðtryggingunni.

Eitt af því sem skilur að íslenskt hagkerfi og flest öll önnur er víðtæk notkun verðtryggingar, þá sérstaklega við fasteignakaup. Mikil notkun verðtryggingar á húsnæðislánamarkaði skýrist m.a. af því að kaupendur íbúðabréfa Íbúðalánasjóðs eru lífeyrissjóðirnir. Lífeyrissjóðirnir eru skuldbundnir skv. lögum til að verðtryggja mánaðarlegan lífeyri. Óvissa er um hvort hægt verði að bjóða óverðtryggð langtíma fasteignalán á grundvelli fjármögnunar lífeyrissjóðanna nema lagaleg skylda þeirra til að verðtryggja lífeyri verði afnumin.

Árið 2002 tóku íslensk stjórnvöld og Seðlabanki Íslands upp 2,5% verðbólguþolmið, með 1,5% þolmörkum. Árangurinn hefur verið slakur og verri en í öðrum ríkjum með sambærilegt fyrirkomulag. (Peningastefnan eftir höft, 2010) Ýmsir sérfræðingar hafa gagnrýnt að miðlun vaxtastefnu Seðlabankans hafi verið nær óvirk fyrir hrun vegna almennrar notkunar verðtryggingar, mikillar erlendrar lántöku og auðvelds aðgengis að lánsfé í gegnum Íbúðalánasjóð. (Ágeir Jónsson, 2009; Friðrik Már Baldursson, 2009; Jón Daníelsson og Gylfi Zoega, 2009; Gylfi Zoega, 2010).

„Forsenda þess að peningastefnan beri árangur er að miðlun vaxtabreytinga seðlabankans frá skammtíma markaðsvöxtum til langtíma markaðs- og útlánavaxta og að lokum til raunhagkerfisins sé sæmilega kerfisbundin og fyrirsjáanleg. Töluvert hefur skort á að svo hafi verið hér á landi á undanförunum árum“ (Peningastefnan eftir höft, 2010). Tengsl stýrivaxta (skammtíma markaðsvaxta) Seðlabankans og langtíma markaðs- og útlánavaxta þar sem meginþorri lána er í formi verðtryggðra jafngreiðslulána eru mjög óljós. Í hinu verðtryggða íslenska kerfi er verðbótaþáttur tekinn að láni og bætist við höfuðstól. Þetta fyrirkomulag dregur úr áhrifum peningamálastefnunnar hvað varðar að draga úr verðbólgu.

Núverandi fyrirkomulag verðtryggðra lána tryggir léttari greiðslubyrði í upphafi en af óverðtryggðum lánum. Ástæðan er að verðbótaþátturinn er ekki staðgreiddur með vaxtagreiðslunni heldur bætist við höfuðstól lánsins. Verðbótaþátturinn dreifist því yfir allan lánstímann og jafnar sveiflur í greiðslubyrði. Í kjölfar bankahrunsins kom verðtrygging í veg fyrir að greiðslubyrði íslenskra heimila þyngdist verulega, en rýrði á sama tíma eignarhlut fasteignaeigenda sem margir hverjir sitja nú uppi með

yfirveðsettar eignir. Raunvextir verðtryggðra lána eiga að vera almennt lægri en vextir óverðtryggðra lána, þar sem verðtrygging eyðir óvissunni um verðlagsþróun á lánstímanum. Raunvaxtastig hér á landi hefur þó verið hærra en í löndum, þar sem verðtrygging hefur litla sem enga útbreiðslu og sparnaður í formi sjóðsmyndunarkerfis er mun minni að umfangi.

Léttari greiðslubyrði verðtryggðra húsnæðislána hvetur því til skuldsetningar, dregur úr eignamyndun og leiðir ekki til skynsamlegrar ákvarðanatöku neytenda til lengri tíma litið.

Vegna umfjöllunar um gjaldmiðla og verðtryggingu í kafla J um mögulegar leiðir er vakin athygli á að í kaflanum er einungis lýst skoðunum þeirra sem vitnað er til. Innganga í Evrópusambandið og upptaka evru er hvorki forsenda þess að afnema verðtryggingu á Íslandi né koma á stöðugleika.

Breytt fyrirkomulag verðtryggingar á Íslandi er hins vegar nauðsynlegt til að koma á meiri stöðugleika. Allt annað er ávísun á áframhaldandi þjóðhagslegt ójafnvægi og uppgjöf í baráttunni við verðbólgu. Rót vandans liggur í óvirkum stýritækjum Seðlabanka vegna verðtryggingar, ógegnsæjum afleiðingum verðtryggðra útlána og ójafnvægi í ábyrgð og hagsmunum af verðbólgu.

Koma verður á umbótum sem tryggja að allir hafi sameiginlega ábyrgð og hagsmuni af lágri verðbólgu, auka skilvirkni efnahagsstjórnar, sem og auka fræðslu og samkeppni um neytendalán. Á sama tíma verður að taka tillit til þess að fjöldi heimila er í greiðsluferfiðleikum og afnám verðtryggingar getur leitt til þyngrri greiðslubyrði.

Því er lagt til að verðtrygging verði aflögð með aðgerðum sem hafi það markmið að draga varanlega úr vægi verðtryggingar og tryggja fjármáalegan stöðugleika.

#### **Aðgerðir vegna núverandi lána**

**Þak á verðtryggingu.** Sett verði hámark á hækkun verðtryggingar á ársgrundvelli sem miðast við verðbólguþol Seðlabankans með þolmörkum sbr. tillögu Framsóknarflokksins haustið 2009.<sup>1</sup> Þakið yrði fyrsta skrefið sem stigið yrði í afnámi verðtryggingar. Mikill þrýstingur er á gengi krónunnar til lækkunar af völdum aflandskrónuvandans og skorts á arðbærum fjárfestingarkostum. Stór hluti verðbreytinga á undanförunum árum varð vegna gengisþróunar. Ekki þarf mikla tilslökun á gjaldeyrishöftunum til að gengi krónunnar lækki umtalsvert. Ef Seðlabankanum tekst ekki að koma í veg fyrir gengislækkun og þar með verðbólguþol er ljóst að þúsundir heimila munu lenda í vanskilum með lán sín. Því er nauðsynlegt að taka upp 4% þak á verðtrygginguna og semja við lánveitendur um að hækka ekki lánskostnað lántakenda vegna þaksins á meðan unnið er að afnámi verðtryggingar.

**Raunvaxtalækkun fasteignalána.** Lækka þarf raunvexti sem eru að meðaltali 4,8% (Sérfræðingahópur um skuldavanda heimilanna, 2010) og hærra en gerist í nágrannalöndunum, þar sem verðtrygging er ekki jafn útbreidd. Nauðsynlegt er að afnema verðtryggingu fasteignalána. Þar til það hefur verið gert er mikilvægt að ná fram raunvaxtalækkun sem lágmarksvernd fyrir lántakendur sem fram til þessa hafa

---

<sup>1</sup> <http://www.althingi.is/altext/138/s/0012.html>

ekki notið ávinnings af verðtryggingunni í formi lægri vaxta. Sambærileg tillaga var lögð fram af þremur ráðherrum VG árið 2001,<sup>2</sup> en gekk lengra þar sem lagt var til að vextir verðtryggðra lána færu niður í 2%. Hægt er að ná fram raunvaxtalækkun með eftirfarandi hætti: 1) Heimila Seðlabankanum aftur að tryggja að raunvextir útlána fjármálastofnana verði ekki hærri en þeir eru að jafnaði í helstu viðskiptalöndum Íslands, og draga úr óhæfilegum vaxtamun milli inn- og útlána sbr. lög 36/1986. 2) Setja hámark á vaxtamun fjármálastofnana milli inn- og útlána, og álag á vexti sem bjóðast í skuldabréfaútboðum Íbúðalánasjóðs. 3) Endurskoða ávöxtunarkröfu lífeyrissjóðanna. Kostnaður vegna lækkunar raunvaxta í til dæmis 3% til frambúðar svarar til þess að höfuðstóll lána sé lækkaður um rúmlega 20% (Sérfræðingahópur um skuldavanda heimilanna, 2010). Lækkun raunvaxta dregur ekki úr yfirveðsetningu íslenskra heimila, þar sem hún er ekki afturvirk. Slík raunvaxtalækkun mun lækka raunávöxtun lífeyrissjóðanna og þar með draga úr möguleikum þeirra til að standa við lífeyrisskuldbindingar sínar. Nýta þarf almannatryggingakerfið til að koma til móts við núverandi lífeyrisþega.

### **Aðgerðir vegna nýs húsnæðiskerfis**

**Innleiðing óverðtryggðs húsnæðislánakerfis.** Hætt verði að bjóða ný verðtryggð lán á húsnæðislánamarkaði. Boðin verði húsnæðislán með endurskoðunarákvæðum á vöxtum á ákveðnum tímabilum (0, 3, 5 eða 7 ára fresti), í stað verðtryggðra jafngreiðslulána. Ný lán hjá Íbúðalánasjóði verði með þessum kjörum. Aðrar lánastofnanir breyti einnig lánaformum sínum í óverðtryggð lán með endurskoðunarákvæðum. Styttu þarf lánstíma. Vanda þarf útlán og greiðslumat. Flutningur á milli lánsforma verði auðveldaður með því að fella niður gjaldtöku við skilmálabreytingu og endurfjármögnun. Veð verði takmarkað við veðandlag hvernar lánveitingar. Ný íbúðabréf verði boðin út í samræmi við breytt fyrirkomulag útlána og jafnvægi tryggt á milli einstaks húsnæðisláns og íbúðabréfs. Taka þarf upp viðræður við lífeyrissjóði um endurfjármögnun útistandandi skuldabréfa Íbúðalánasjóðs til að flýta fyrir kerfisbreytingu. Auka þarf samstarf og/eða samkeppni á milli fjármálastofnana og Íbúðalánasjóðs til að tryggja fjölbreytni.

**Fjölga þarf búsetuformum.** Allir landsmenn skulu búa við öryggi í húsnæðismálum, óháð efnahag eða félagslegri stöðu. Því þarf að fjölga búsetuformum með því að styrkja rekstrar- og skattaumhverfi leigufélaga og húsnæðissamvinnufélaga. Styðja þarf við fjármögnun þeirra með stofnstyrkjum, ívilnunum og tímabundnum opinberum stuðningi til að treysta rekstrargrundvöll þeirra. Breyta þarf lögum um lánveitingar Íbúðalánasjóðs til húsnæðisfélaga. Koma skal á einu húsnæðisbótakerfi sem er óháð búsetuformi.

### **Almennar aðgerðir**

**Bætt efnahagsstjórnun.** „Í alþjóðlegum samanburði sést að sveiflur í landsframleiðslu á Íslandi eru mun meiri en sveiflur í útflutningi og viðskiptakjörum gefa tilefni til; megnið af óstöðugleikanum er heimatilbúinn.“ (Friðrik Már Baldursson, 2011) Því er forsenda þess að ná tökum á verðbólgu til framtíðar betri hagstjórn, minnka sveiflur í eftirspurn og bæta virkni stjórnþækja peningamála. Samræma þarf aðgerðir opinberra aðila s.s. ríkissjóðs, Seðlabanka Íslands,

<sup>2</sup> <http://www.althingi.is/altext/136/s/0186.html>

Íbúðalánasjóðs, Bankasýslu ríkisins, sveitarfélaga og annarra við efnahagsstjórnun og framkvæmd peningastefnu. Tekin verði upp þjóðhagsleg varúðartæki. Skilyrða þarf breytileg hámarksveð- og eiginfjárlutföll hjá fjármálastofnunum og setja reglur um hvernig lán í erlendri mynt koma inn í eiginfjárgrunn banka. Sett verð á stofn þjóðhagsstofa hjá Alþingi og rammafjárlög til nokkurra ára í senn innleidd.

**Endurskoða fyrirkomulag lífeyrissparnaðar.** Lögð verði af verðtrygging lífeyris og almannatryggingakerfið styrkt þannig að það tryggi að lífeyrisþegar njóti lágmarkslífeyris. Reglugerðir og löggjöf um lífeyrissjóðina verði endurskoðuð. Lífeyrisréttindi starfsmanna á almennum og opinberum vinnumarkaði verði samræmd.

**Hvetja til sparnaðar.** Til að hraða eignamyndun, draga úr skuldsetningu og lækka fjármagnskostnað þarf að hvetja til sparnaðar. Það yrði gert með skattaávilnunum vegna sparnaðar vegna fasteignakaupa og kaupa á búseturétti. Fyrirkomulag fjármagnstekjuskatts verði endurskoðuð.

**Bæta fjármálalæsi og neytendavernd.** Bæta þarf fjármálalæsi og upplýsingamiðlun til að tryggja neytendavernd þegar fólk tekur ákvarðanir um fjárhagslegar skuldbindingar. Skylda þarf fjármálastofnanir til að sýna útreikninga miðað við mismunandi óvissuþætti. Eftirlit verði aukið með neytendalánum og samræmt á milli eftirlitsstofnana. Sett verði lög um skuldabréf og ströng viðurlög ef ekki er farið að lögum um neytendavernd.

*Reykjavík, 11. maí 2011*

Eygló Harðardóttir, formaður verðtryggingarnefndar

Arinbjörn Sigurgeirsson, fulltrúi þinghóps Hreyfingarinnar

Hrólfur Ölvisson, fulltrúi þingflokks Framsóknarflokks

Lilja Mósedóttir, fulltrúi þingflokks Vinstri hreyfingarinnar - græns framboðs

## SÉRÁLIT PÉTURS BLÖNDAL

Í efnahagskerfinu eru í reynd tvær myntir. Krónan, sem gildir án takmarkana og verðtryggð króna, sem lýtur alls kyns takmörkunum til þess að koma í veg fyrir að verðbólga myndist í þeirri mynt (verðbólguþráll). Fráleitt er að hafa tvær myntir í jafn litlu hagkerfi og því ætti að leggja verðtryggingu af frá deginum í dag. En eins og getið er um hér á eftir ríkir hins vegar mikil tortryggni sparifjáreigenda, við munum þurfa stóraukið innlent lánsfé og nauðsynlegt er að byggja upp peningalegar eignir með sparnaði. Þess vegna get ég ekki stutt afnám verðtryggingar á þessari stundu.

Það einkennir Ísland að verðbólga hefur oft verið mikil og sveiflukennd. Mjög döpur reynsla sparifjáreigenda á verðbólguárunum 1950 til 1980 og sveiflukennd verðbólga síðan setur ugg að þeim litla hópi fólks sem enn sýnir ráðdeild og sparnað og leggur fyrir. Þessi hópur treystir á verðtryggingu innlána að fenginni reynslu þannig að hann fái sparnað sinn til baka. Lífeyrissjóðirnir sem gæta þeirra miklu fjármuna sem heimilin hafa verið skylduð til að leggja fyrir til ellinnar geta þó í krafti þekkingar frekar vikið sér undan verðbólguþrállum en einstaklingar.

Verðtrygging var neyðarráðstöfun til að byggja upp hruninn innlendan sparnað og bjarga lífeyrissjóðunum, sem voru gjaldþrota 1980. Greiðslubyrði óverðtryggðra lána varð óbærileg þegar nafnvextir fóru í 30% t.d. á lánum frá lífeyrissjóðum því lántakandi varð að borga þriðjung lánsins ári seinna þó að hann græddi á lántökunni í 60% verðbólgu. Greiðslubyrðin varð miklu bærilegri með verðtryggðu láni.

Eftir hrun eru erlendir lánveitendur illa brenndir af lánveitingu til Íslands og þess vegna mun ekki verða auðvelt að fá erlent sparifé til að fjármagna nauðsynlegar framkvæmdir hér á landi. Þess vegna verða Íslendingar að hlúa að innlendum sparnaði og gæta hagsmuna hans í hvívetna. Fjölskyldur og fyrirtæki sem eiga sparifé, sérstaklega verðtryggt, ráða miklu betur við sveiflur í efnahagslífinu og þannig vinnur sparifé gegn sveiflunum. Mikilvægt er auk þess að standa vörð um styrk lífeyrissjóðanna þannig að þeir geti staðið við skuldbindingar sínar gagnvart lífeyrisþegum og verið uppspretta innlends fjár sem gengið geti inn í hlutverk erlends lánsfjár sem ekki fæst.

Einstaklingar og fyrirtæki eiga að hafa frelsi til að gera þá samninga sem þau telja að henti sér best. Þannig næst mestur hagvöxtur. Allar óþarfa kvaðir á samningsfrelsið er ekkert nema afturför til aukinna ríkisafskipta.

Ekki kemur til greina að afnema verðtryggingu á þegar gerðum samningum vegna þess að það brýtur eignarréttarákvæði stjórnarskrárinnar. Hins vegar má kaupa upp slíka samninga eða breyta þeim í óverðtryggða þegar væntingar eru um litla verðbólgu til framtíðar eins og hugsanlega verður fljótlega.

### Fortíðin

Almenn verðtrygging innlána og útlána var tekin upp eftir 1980. Ástæðan var hörmuleg staða innlends sparnaðar, sérstaklega skyldusparnaðar í lífeyrissjóðunum, sem voru gjaldþrota og mikil og jafnvel takmarkalaus eftirspurn eftir lánum. Þessi slæma staða kom upp eftir að Seðlabankinn, sem ákvað alla inn- og útlánavexti í landinu hafði haldið raunvöxtum á sparifé neikvæðum í nærri 3 áratugi eða frá 1950,

jafnvel útlánsvöxtum líka. Þannig varð mikil eignamyndun hjá þeim, sem fengu lán og skulduðu en jafnframt var eignahrún hjá þeim, sem höfðu sýnt ráðdeild og sparnað. Skattkerfið gerði svo illt verra því menn gátu dregið nafnvaxtagjöld frá skatti jafnvel þó að um neikvæða raunvexti væri að ræða. Biðstofur bankastjóra voru fullar alla daga og lánveitingar byggðust á kunningsskap. Má segja að heil kynslóð hafi tapað öllu sínu sparifé í þeim darraðadansi. Áður höfðu Íslendingar verið sparsöm þjóð en eftir þennan langa lærdómsferil uxu upp kynslóðir sem höfðu reynslu af því að lán varð „lán“ í skilningnum „hamingja“ og eyðsla og bruðl varð ofan á sem lífsmunstur enda verðlaunað í áratugi. Hést það lífsmunstur allt fram að hrúni. Innlendir sparnaður hvarf að mestu leyti og lífeyrissjóðirnir voru gjörsamlega gjaldþrota 1980.

Stofnaðir voru sparisjóðir og bankar í kringum atvinnugreinar til þess að útvega lán. Útvegs-, lðnaðar-, Samvinnu-, Verslunar- og Alþýðubanki. Nöfnin segja sitt. Meira að segja má telja að almennu lífeyrissjóðirnir, sem stofnaðir voru eftir kjarasamningana 1969 hafi fyrst og fremst verið stofnaðir til þess að launafólk gæti líka fengið lán.

### **Neyðarráðstöfun**

Í þessari stöðu var verðtrygging tekin upp sem neyðarráðstöfun til þess að byggja aftur upp traust sparifjáreigenda og mynda frjálsan sparnað og gera lífeyrissjóðina, skyldusparnað landsmanna, starfshæfa. Í kjölfarið komu mjög erfið ár fyrir lántakendur þegar fólk og fyrirtæki þurftu allt í einu að greiða lánin sín til baka í stað þess að þau gufuðu upp í verðbólgunni. Lítil sem engin fræðsla fylgdi þessari veigamiklu breytingu enda urðu mörg slysin eins og Sigtúnshópurinn er dæmi um. Einnig voru stjórnendur lífeyrissjóða sér ekki meðvitaðir um áhrif raunvaxta sem fóru t.d. upp í 10% á lánum til sjóðfélaga. Núna eru íslenskir lífeyrissjóðir með þeim sterkustu í heimi, jafnvel eftir hrún og eru stoð okkar í enduruppbyggingunni. Ekki er auðvelt að sjá hvernig við hefðum ráðið við hrúnið ef þessa mikla sparnaðar landsmanna hefði ekki notið við.

### **Samband lánveitinga og sparnaðar**

Til þessa að hægt sé að veita einum lán (flýta neyslu) þarf annar að spara (fresta neyslu) nema tekin sé áhætta af verðbólgu. Þannig verður einum ekki lánað nema annar spari. Þetta virðist gleymast í allri umræðunni um skuldavanda heimilanna og hugmyndum að lausnum í kringum hann. Íslensk þjóð hefur byggt upp skyldusparnað í gegnum lífeyrissjóði og fjármagnað framkvæmdir sínar og tekið lán hjá erlendum sparifjáreigendum að auki. Það síðara verður ekki eins auðvelt í framtíðinni. Þess vegna er okkur nauðugur einn kostur að efla innlendan sparnað með öllum ráðum, t.d. með skattalækkun, ívilnunum o.s.fr.

Þegar fólk tekur afstöðu til afnáms verðtryggingar til þess að laga skuldastöðu heimilanna þá verða menn jafnframt að skoða hina hliðina, uppsprettu fjárlins, sparifjáreigandann. Hann hefur neitað sér um einhver lífsins gæði og lagt fyrir í trausti þess að geta keypt það sama að einhverjum árum liðnum. Verðbólguþot, 20%, eins og kom stuttu eftir hrún, tók um 17% af eigninni. Hafi hann getað keypt 6 bíldekk þá gat hann eftir þá meðferð einungis keypt 5 ári seinna. Þetta óttast sparifjáreigandinn og leggur fyrir verðtryggt þá að því fylgi óþægileg binding. Allar hugmyndir um að skerða verðbætur t.d. umfram 4% hitta sparifjáreigandann einmitt



þar sem hann óttast mest; verðbólguþot. Hefði sú regla verið í gildi fyrir síðast skot hefði hann tafað 20% mínus 4% eða 16%. Það er nú ekki til að hvetja til sparnaðar.

### **Takmörkun verðtryggingar og handvirk lækun raunvaxta**

Vextir hér á landi fara nokkuð eftir markaðsaðstæðum. Raunvextir hafa t.d. lækkað umtalsvert undanfarnar og eru núna um 2,5%. Allar tilraunir til þess að grípa inn í þennan markað með handafli og lækka þá útlánvexti á gildandi lánum, sem eru í dag um 4,8% niður í t.d. 3% gera ekkert annað en búa til biðraðir og skömmtun og kunningjalánveitingar eins og lýst er hér að framan. Þess vegna verður að vara við öllum slíkum hugmyndum. Það virðist líka að það verði óþarft sé litið til nýjustu þróunar. Slíkar hugmyndir gætu skaðað lífeyrissjóðina jafnvel meira en hrunið og það að láta Tryggingastofnun bæta lífeyrisþegunum skaðann mun kosta ríkissjóð mikla fjármuni. Lífeyrissjóðirnir greiða núna um 70 milljarða í lífeyri á ári. Það kostaði lántakendur fortíðarinnar bæði svita og tár að byggja upp fjármagn lífeyrissjóðanna og það væri synd að kasta því uppbyggingarstarfi á glæ. Svo má ekki gleyma því að lífeyrissjóðirnir eru megin sparnaður og eign íslenskra heimila, en hvert heimili á að meðaltali 15 mkr. í lífeyrissjóðunum.

*Reykjavík, 11. maí*

Pétur Blöndal, fulltrúi Sjálfstæðisflokks



## SÉRÁLIT VILHJÁLMS ÞORSTEINSSONAR

Verðtrygging fjárskuldbindinga er úrræði sem grípa varð til á sínum tíma til að byggja upp lífeyrissjóði, efla sparnað og gera lán til lengri tíma möguleg. Verðtryggingin er afleiðing langvarandi óstöðugleika og agaleysis í íslenskri hagstjórn, sem birst hefur í mikilli og sveiflukennndri verðbólgu. Nægir þar að nefna að frá því að íslenska krónan var aðskilin frá sinni dönsku tvíburasystur árið 1918 hefur sú íslenska rýrnað svo að nú þarf 2200 upphaflegar íslenskar krónur til að kaupa eina danska.<sup>3</sup>

Í ljósi forsögunnar er vart við því að búast að verðtrygging hverfi úr íslensku fjármálakerfi fyrr en eftir langt skeið lágrar og stöðugar verðbólgu, þar sem nýjum, breyttum og betri vinnubrögðum og aga hefur verið beitt með trúverðugum hætti við hagstjórn og í peningamálastefnu. Má orða það svo, að þá fyrst þegar slegið hefur verið á orsakirnar, hverfi afleiðingarnar.

Í framhaldi má spyrja hvort von sé til þess að slíkur stöðugleiki skapist í fyrirsjáanlegri framtíð á grundvelli íslensku krónunnar. Ljóst þykir að ekki verði unnt að láta krónuna fljóta aftur án einhvers konar hafta eða stýringar, til dæmis banni við erlendum lántökum einstaklinga og smærri lögaðila,<sup>4</sup> og takmörkunum á vaxtaskiptasamningum og sambærilegum afleiðusamningum. Slík höft og bönn hafa í för með sér kostnað, sem birtist m.a. í hærri vöxtum og áhættuálögum, og óhagkvæmni sem fylgir skökkum efnahagslegum hvötum.

En jafnvel þótt krónan verði ekki að fullu fljótandi á ný, er tilvistarforsenda og réttlæting hennar einkum sú að unnt sé að láta gengi hennar endurspegla viðskiptakjör landsins hverju sinni. Þannig sé gengið notað til að jafna sveiflur í utanríkisviðskiptum, með veikingu til að efla innlenda framleiðslu og draga úr innflutningi þegar illa árar, en styrkingu með öfugum afleiðingum þegar vel gengur. Í þessari forsendu liggur að krónan muni áfram sveiflast með hinu smáa íslenska hagkerfi, aflabrögðum, fiskverði, álverði og svo framvegis. Það þýðir þá jafnframt að gengi og verðbólga – sem ræðst að talsverðu leyti af innflutningsverðlagi – verða áfram sveiflukennnd.

Nefndin var sammála um tiltekin markmið sem stefna mætti að á því sviði sem hún hafði til umfjöllunar. Var þar horft til þess að minnkað vægi verðtryggingar er ekki

<sup>3</sup> Tvö núll voru tekin aftan af íslensku krónunni árið 1981.

<sup>4</sup> Að því marki sem slíkt bann gæti samrýmst fjórfrelsi EES-samningsins. Önnur leið gæti verið flokkun viðskiptavina svipuð og MIFiD flokkunin sem nú er beitt til að flokka fagfjárfesta frá almennum viðskiptavinum vegna þátttöku á fjármálamörkuðum.

markmið í sjálfu sér, heldur hugsanleg leið til að ná einhverjum eða öllum þessara markmiða:

- Betri miðlun peningamálastefnu
- Draga úr verðbólgu
- Hindra myndun eignabóla
- Auka sveigjanleika
- Lækka fjármagnskostnað
- Efla sparnað
- Auka neytendavernd
- Hraða eignamyndun
- Draga úr skuldsetningu heimila
- Draga úr misvægi launa og lána
- Lækka greiðslubyrði
- Auka stöðugleika í áætlanagerð heimila
- Auðvelda fasteignakaup
- Auka valmöguleika neytenda

Það er álit undirritaðs að verðtryggingin sé, eins og áður segir, afleiðing og herkostnaður þeirrar hagstjórnar sem viðhöfð hefur verið lengst af á fullveldistímanum. Sú hagstjórn hefur mótast af því að leyfa gjaldmiðlinum að falla til að bregðast við ytri sveiflum og í samræmi við viðtekna forgangsröðun í stjórn mála-, efnahags- og atvinnustefnu.

Undirritaður álitur að raunhæfasta og fljótlegasta leiðin til að ná flestum þeim markmiðum sem að ofan eru talin, og stuðla að afnámi verðtryggingar, sé sú að stefna að upptöku evru eftir inngöngu Íslands í Evrópusambandið.

Með því lækki vextir og samkeppni á lánamarkaði aukist; verðbólga færist til lengri tíma að meðaltali evrusvæðisins; rekstrarskilyrði atvinnulífs batni; og heimili geti gert betri áætlanir til lengri tíma um fjármál sín. Þá verði ekki lengur nauðsynlegt að viðhalda dýrum gjaldeyrisforða og hefta gengi krónu með tilheyrandi núningskostnaði í viðskiptum.

Aðlögun að viðskiptakjörum hverju sinni færi þá fram innan einstakra atvinnugreina í stað þess að hafa áhrif á hagkerfið allt. Þetta útheimtir sveigjanlegan vinnumarkað til að lágmarka atvinnuleysi, en sveigjanlegur vinnumarkaður hefur verið eitt af séreinkennum íslenska hagkerfisins. Utanríkisviðskipti Íslands eru að nærri 2/3 við evrulönd og evrutengd lönd, sem takmarkar flökt viðskiptakjara.

Ísland myndi við inngöngu í ESB gerast aðili að myntsamstarfinu ERM II, þar sem evrópski seðlabankinn tekur þátt í að halda gengi krónunnar innan 15% vikmarka frá áformuðu skiptigengi yfir í evru.<sup>5</sup> Þá þegar myndi tiltrú á gjaldmiðilinn og stöðugleiki aukast frá því sem nú er.

Þegar Ísland hefði náð að uppfylla Maastricht-skilyrðin um verðbólgu, vaxtastig, fjárlagahalla og skuldir hins opinbera,<sup>6</sup> en þó eftir a.m.k. tvö ár innan ERM II, gæti landið tekið upp evru. Öllum íslenskum krónum yrði þá skipt beint í evrur í boði evrópska seðlabankans á því gengi sem ákveðið var við inngöngu.

Þeir verðtryggðu lánasamningar sem fyrir eru, til dæmis vegna húsnæðislána, myndu standa óbreyttir með tiltekna raunvexti umfram verðbólgu, en yrðu efndir í evrum í stað króna. Nýir lánasamningar yrðu ef að líkum lætur með svipuðu formi og þekkist annars staðar á evrusvæðinu, þ.e. óverðtryggðir með vali um fasta vexti eða breytilega til mislangra tímabila. Vaxtakjör ráðast til lengri tíma litið af því hvernig viðkomandi lánaflokkar innheimtast, þ.e. hver töp af slíkum lánum verða í reynd, en af þeim ræðst áhættuálag ofan á áhættulausa vexti í evrum.

Búast má við að efnt yrði til skiptiútboða verðtryggðra skuldabréfa yfir í óverðtryggð, þar sem skiptigengi hvers lánaflökks réðist á markaði. Lántakendum og lánveitendum væri frjálst að taka slíkum skiptitilboðum. Fyrirmynd að slíkum skiptum má t.d. sækja til þess þegar Íbúðalánasjóður skipti á uppgreiðanlegum bréfum með útdráttarfyrirkomulagi (IBN/IBH bréf) og óuppgreiðanlegum bréfum (HFF bréf) eftir skiptiútboð.

Til meðallangs og langs tíma myndu vextir og verðbólga á Íslandi færast nær því sem almennt gerist á evrusvæðinu, og verðtrygging hverfa úr sögunni. Við tæki stöðugt efnahagsumhverfi sem aldrei hefur áður boðist á fullveldistímanum nema sem stuttar stundir milli stríða. Verður að telja að það yrði langþráð tilbreyting og kærkomin kjarabót fyrir íslensk heimili.

*Reykjavík, 11. maí 2011*

Vilhjálmur Þorsteinsson, fulltrúi þingflokks Samfylkingarinnar

<sup>5</sup> Danska krónan er innan ERM II en með 2,25% vikmörkum gagnvart evru sem danski seðlabankinn gætir með aðstoð þess evrópska.

<sup>6</sup> Maastricht-skilyrðin eru: verðbólga mest 1,5% yfir meðalverðbólgu þriggja lægstu evruríkjanna; fjárlagahalli ekki meiri en 3% af VLF; ríkisskuldir ekki meiri en 60% af VLF eða a.m.k. minnkandi í þá tölu með nægilegum hraða; og langir nafnvextir ekki meira en 2% hærrí en hjá þremur evrulöndum með lægstu verðbólgunum.



# INNGANGUR

## A. NEFNDIN OG HLUTVERK HENNAR

Alþingi samþykkti 16. júní 2010 þingsályktun sem hljóðar svo:

Alþingi ályktar að fela efnahags- og viðskiptaráðherra að skipa nefnd sem kanni forsendur verðtryggingar á Íslandi, meti kosti og galla þess að dregið verði úr vægi verðtryggingar í íslensku fjármálakerfi og hvaða leiðir eru hagfelldastar í því skyni. Nefndin skoði á heildstæðan hátt áhrif verðtryggingar á lántaka og lánveitendur sem og áhrif hennar á virkni hagstjórnar og efnahagslegan stöðugleika almennt. Nefndin leggi fram tillögur til að draga úr umfangi verðtryggingar án þess að fjármálastöðugleika sé ógnað.

Í nefndinni eigi sæti fulltrúar allra flokka á þingi auk eins fulltrúa efnahags- og viðskiptaráðuneytis og eins fulltrúa fjármálaráðuneytis. Efnahags- og viðskiptaráðherra skipi formann nefndarinnar og nefndin skili honum álitinu og tillögum fyrir lok árs 2010.

Eygló Harðardóttir alþingismaður var skipaður formaður nefndarinnar, en aðrir nefndarmenn voru Arinbjörn Sigurgeirsson, tilnefndur af þinghópi Hreyfingarinnar, Björn Rúnar Guðmundsson, tilnefndur af efnahags- og viðskiptaráðuneyti, Hrólfur Ölvisson, tilnefndur af þingflokki Framsóknarflokks, Ingvar H. Ragnarsson, tilnefndur af fjármálaráðuneyti, Lilja Mósesdóttir, tilnefnd af þingflokki Vinstri hreyfingarinnar – græns framboðs, Pétur H. Blöndal, tilnefndur af þingflokki Sjálfstæðisflokksins, og Vilhjálmur Þorsteinsson, tilnefndur af þingflokki Samfylkingarinnar. Áheyrnarfulltrúi frá Seðlabanka Íslands var Ásgeir Daníelsson og starfsmaður nefndarinnar var Steindór Grétar Jónsson, sérfræðingur hjá efnahags- og viðskiptaráðuneyti.

Nefndin kallaði á sinn fund gesti, en þeir voru (í stafrófsröð) Agnar Jón Ágústsson, Anna Heide Gunnþórsdóttir, Bjarni Þórðarson, Edda Rós Karlsdóttir, Franek Rozwadowski, Friðrik Ó. Friðriksson, Gísli Tryggvason, Guðbjörn Jónsson, Gylfi Arnbjörnsson, Hannes G. Sigurðarson, Henný Hinz, Hrafn Magnússon, Ingi Rafnar Júlíusson, Jón Þór Sturluson, Kristín Pétursdóttir, Már Guðmundsson, Már Wolfgang Mixa, Ólafur Margeirsson, Sigurður Erlingsson, Sigurður Geirsson, Valdimar Ármann, Yngvi Örn Kristinsson og Þórarinn G. Pétursson.

## B. MARKMIÐ NEFNDARINNAR

Markmið nefndarinnar samkvæmt þingsályktun var að leita leiða til að draga úr vægi verðtryggingar og koma fram með tillögur um hvernig sé hagfelldast að gera það án þess að fjármálastöðugleika sé ógnað. Fljótlega í starfi nefndarinnar varð ljóst að þær

tillögur sem ræddar voru í nefndinni væru misáhrifaríkar við að ná ólíkum markmiðum. Rætt var um að líta þyrfti á áhrif verðtryggingar á lántakendur, lánveitendur og jafnframt áhrif hennar á miðlun peningastefnu.

Upphaflegu markmið laga nr. 13/1979 um stjórn efnahagsmála, sem kölluð eru Ólafslögin, voru að tryggja næga og stöðuga atvinnu, að halda verðhækkunum í skefjum, að stuðla að jafnvægi í viðskiptum við önnur lönd og greiða fyrir félagslegum og efnahagslegum framförum og bættum lífskjörum alls almennings. Nefndin ræddi önnur möguleg markmið með breytingum verðtryggingarinnar og ákvað að veita eftirfarandi sérstaklega athygli:

- Betri miðlun peningamálastefnu
- Draga úr verðbólgu
- Hindra myndun eignabóla
- Auka sveigjanleika
- Lækka fjármagnskostnað
- Efla sparnað
- Auka neytendavernd
- Hraða eignamyndun
- Draga úr skuldsetningu heimila
- Draga úr misvægi launa og lána
- Lækka greiðslubyrði
- Auka stöðugleika í áætlanagerð heimila
- Auðvelda fasteignakaup
- Auka valmöguleika neytenda

## FRÆÐILEG UMFJÖLLUN

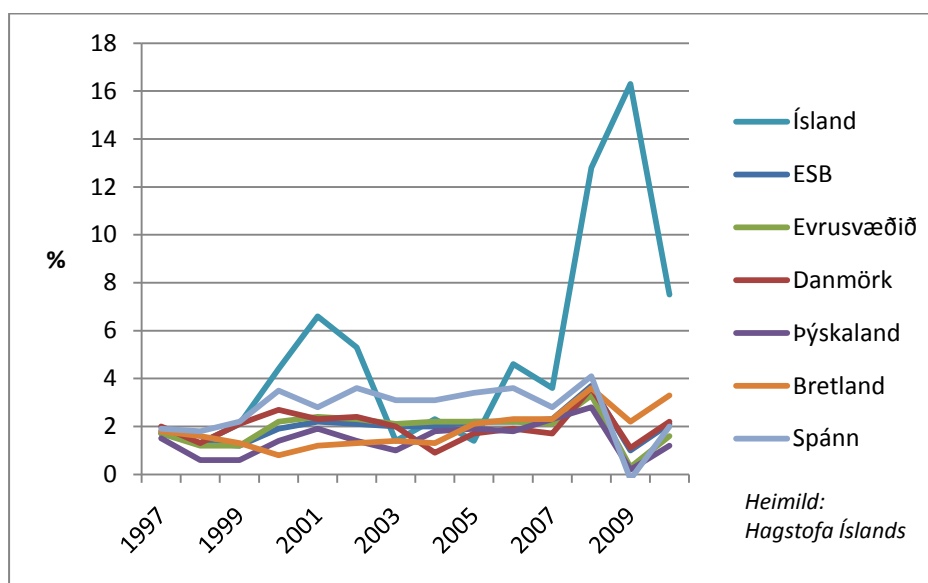
### A. SÖGULEGT YFIRLIT

Verðtrygging fjárskuldbindinga á rætur sínar að rekja til Frelsisstríðsins í Bandaríkjunum undir lok 18. aldar. Fyrstu verðtryggðu skuldabréf, sem vitað er um, voru gefin út af Massachusettses ríki árið 1780, á tímum mikillar verðbólgu og rýrnandi kaupmáttar bandarískra hermanna. Útgáfan heppnaðist vel, en þegar verðlag varð stöðugt á ný var útgáfunni hætt og hugmyndin lögð í salt. Á 20. öld hófust á ný umræður meðal hagfræðinga um kosti og galla verðtryggingar (Shiller, 2003).



Á seinni hluta 20. aldar hófu mörg ríki útgáfu verðtryggðra ríkisskuldabréfa, sem hafa notið síaukinna vinsælda. Þeirra á meðal eru Bretland, Bandaríkin, Kanada, Japan, Þýskaland, Frakkland, Svíþjóð og Ástralía, svo nokkur séu nefnd.<sup>7</sup> Í þessum ríkjum tíðkast hins vegar ekki verðtrygging fjárskuldbindinga einstaklinga. Ísland er eitt fárra ríkja sem notast við verðtryggingu að staðaldri við langtíma fjárskuldbindingar einstaklinga, sem aðallega varða kaup á húsnæði. Á ýmsum tímabilum hefur verðtrygging verið notuð í samanburðarlöndum í N-Evrópu, en tíðkast ekki í lánasamningum vegna húsnæðis nú til dags, enda stöðugri og lægri verðbólga í þeim löndum, eins og sjá má á mynd 1.

MYND 1: VERÐBÓLGA Á ÍSLANDI OG Í SAMANBURÐARLÖNDUM 1997-2010



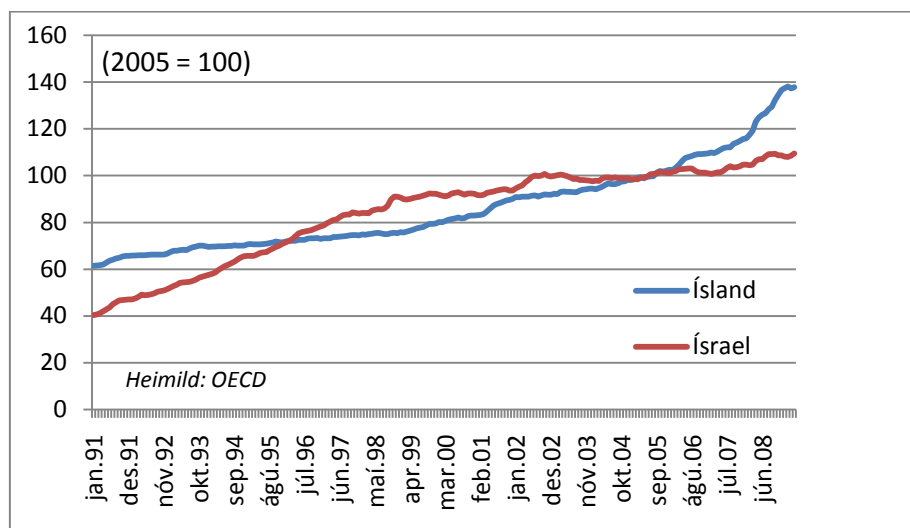
Í Ísrael er til staðar stór markaður fyrir verðtryggð lán til lengri tíma. Lánin eru á föstum vöxtum eins og á Íslandi og hafa vextir verið um 3,5% að meðaltali.<sup>8</sup> Árið 2008 var um helmingur lána ísraelskra lögaðila verðtryggður og 60% af ísraelskum húsnæðislánum. Ísraelar hófu verðtryggingu fjármálagerninga upp úr Seinni heimsstyrjöld á miklu vaxtarskeiði. Nær allt var tengt vísitölu; sparnaður, laun, iðgjöld, húsnæðislán, leiga, fjárlög og skattkerfið. En eftir tímabil óðaverðbólgu og stöðunar á 8. áratug síðustu aldar fór verðbólgan hæst upp 445% árið 1984. Ísraelsk stjórnvöld töldu verðtryggingarkerfið ýta undir verðbólguna og afnámu það samhliða stórtækum efnahagsaðgerðum árið 1985, sem fólu í sér meðal annars tímabundna

<sup>7</sup> <https://ecommerce.barcap.com/gilbpub/>

<sup>8</sup> <http://www.buyitinisrael.com/is-this-the-end-of-an-era-of-cheap-mortgages-in-israel/>

frýstingu verðlags í landinu öllu. Aðgerðirnar báru árangur og verðtryggingarkerfið var innleitt á ný.<sup>9</sup>

MYND 2: ÞRÓUN VÍSITÖLU NEYSLUVERÐS



Í Síle er verðtrygging notuð í umtalsverðum mæli, ekki bara í lánaviðskiptum heldur líka skattgreiðslum, lífeyrisgreiðslum, félagslegum greiðslum og húsnæðis- og leiguverði. Til þessa er notuð ákveðin mælieining, UF (Unidad de Fomento), sem mælir raunvirðið. Skiptigengi UF gagnvart síleska pesóanum fylgir þróun vísitölu neysluverðs síðustu þrjá mánuði. Hugmyndin byggir á þeirri hugsun að tilgangur peninga sé þrjúþættur. Í fyrsta lagi séu þeir tæki til að geyma verðmæti, í öðru lagi auðveldi þeir viðskipti og í þriðja lagi nýtist þeir sem mælieining við að reikna upphæðir (e. unit of account). Verðbólga rýrir gagnsemi peninga sem mælieiningar, einkum þegar horft er yfir tíma. Í Síle hefur þetta vandamál verið leyst með mælieiningunni UF, sem er notuð í stað peninga til að sýna upphæðir t.d. lána, lífeyris, húsnæðis, leiguhúsnæðis og meðlags. Greiðslur fara svo fram í pesóum á skiptigengi dagsins. Með þessu er leitast eftir að draga úr áhrifum þess að fólk misskilur eðli peninga sem mælieiningar vegna breytinga á verðlagi og launaþróunar. Færð hafa verið fyrir því rök að raunstærðir séu með þessum hætti skýrari í hugum fólks og önnur lönd Mið- og Suður-Ameríku, Kólumbía, Ekvador, Mexíkó og Úrúgvæ, hafa leikið þetta eftir (Shiller, 1998b).

### Ísland

Nútíma verðtrygging var innleidd á Íslandi á seinni hluta 20. aldar. Fyrstu skrefin voru tekin um 1955, en vegna óðaverðbólgu í heiminum öllum á 8. og 9. áratug 20. aldar

<sup>9</sup>[http://www.mfa.gov.il/MFA/MFArchive/2000\\_2009/2001/1/Facets%20of%20the%20Israeli%20Economy-%20Inflation%20-%20The%20Ris](http://www.mfa.gov.il/MFA/MFArchive/2000_2009/2001/1/Facets%20of%20the%20Israeli%20Economy-%20Inflation%20-%20The%20Ris)

var verðtrygging innleidd í þeim mæli sem þekkist nú. Eins og sjá má á mynd 3 varð verðbólgan slík á Íslandi að almennar sparisjóðsbækur Íslendinga báru 14,5% neikvæða raunávöxtun á áttunda áratugnum og 9% neikvæða á þeim níunda (Tryggvi Þór Herbertsson, 2004). Orsakir verðbólgu þessara áratuga voru ytri áföll, þaninn vinnumarkaður, hagsmunir skuldara, gengisfellingar stjórnvalda og seðlaprentun. Fullt atvinnustig hafði forgang fram yfir verðstöðugleika og því var gengið fellt þegar áföll dundu yfir. Fjármálastofnunum var ekki heimilt að ákveða sjálfar vexti fyrr en með lögum sem sett voru 1986 (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Viðbrögð stjórnvalda við neikvæðri raunávöxtun var verðtrygging fjármálagerna sem hafði hafist í skömmum upp úr 1955 með verðtryggingu húsnæðislána að hluta. Árið 1964 var byrjað að bjóða verðtryggð spariskírteini og 1966 voru lög sett um almenna verðtryggingu fjárskuldbindinga (Már Wolfgang Mixa, 2010).

Í 1. grein. laga nr. 71/1966 um verðtryggingu fjárskuldbindinga sagði: „Eigi er heimilt frekar en leyft er í lögum þessum að stofna til fjárskuldbindinga í íslenskum krónum eða öðrum verðmæli með ákvæðum þess efnis, að greiðslur, þar með taldir vextir, skuli breytast í hlutfalli við breytingar á vísitölum, vöruverði, gengi erlends gjaldeyris, verðmæti gulls, silfurs eða annars verðmælis.“

Í skýringum með lögnum var verðtrygging skilgreind: „Hugtakið verðtrygging er tekið í víðri merkingu og á við hvers konar tilvik, þar sem um er að ræða, að greiðsla eða fullnæging sé tengd breytingu á vísitölu, vöruverði, gengi gjaldeyris eða annarri viðmiðun.“<sup>10</sup>

Vaxtafrelsi var ekki í landinu. Seðlabanki Íslands hafði það hlutverk að ákveða vexti sbr. 13. gr. laga nr. 10/1961.<sup>11</sup> Þannig var fjármálastofnunum ekki heimilt að ákveða sjálfar vexti heldur ákvarðaði Seðlabanki Íslands vaxtastigið. Ákvarðanir stjórnvalda um vexti leiddu til neikvæðrar raunávöxtunar þar sem handstýrðir vextir héldu ekki í við verðbólgu. Árið 1986 var innlánsstofnunum heimilað að ákveða sjálfar vexti á inn- og útlánum, með tilteknum takmörkunum. Seðlabankinn gat bundið ákvarðanir innlánsstofnana til að tryggja að raunvextir útlána þeirra yrðu ekki hærri en þeir væru að jafnaði í helstu viðskiptalöndum Íslands og til að draga úr óhæfilegum vaxtamun milli inn- og útlána.<sup>12</sup>

---

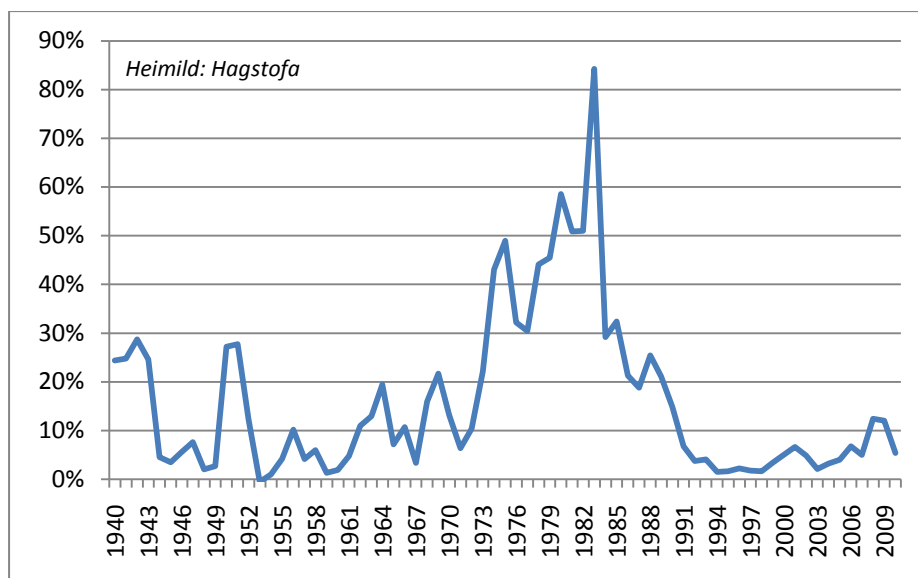
<sup>10</sup> Lög nr. 71/1966

<sup>11</sup> „Seðlabankinn hefur rétt til að ákveða hámark og lágmark vaxta, sem innlánsstofnanir, er um ræðir í 10. grein, mega reikna af innlánum og útlánum. Nær þetta vald einnig til að ákveða hámarksvexti samkvæmt lögum nr. 58/1960. Vaxtaákvarðanir skulu birtar í Lögbirtingablaði. Ákvörðunarvald þetta nær einnig til þóknunar, sem jafngildir vöxtum að áliti Seðlabankans.“ Lög nr. 10/1961, <http://www.althingi.is/dba-bin/ferill.pl?ltg=81&mnr=180>

<sup>12</sup> Lög nr. 36/1986, <http://www.althingi.is/dba-bin/ferill.pl?ltg=108&mnr=205>

Árið 2001 voru sett ný lög um Seðlabanka Íslands sem felldu takmarkanir á vaxtaákvörðunum innlánsstofnana alveg úr gildi og innleidd var peningastefna með verðbólguþröskulmörkum. Seðlabankanum er þar aðeins heimilt að ákveða vexti af innlánnum við bankann, af lánnum sem hann veitir og af verðbréfum sem hann gefur út.<sup>13</sup>

MYND 3: VERÐBÓLGA 1940-2010, ÁRSHÆKKUN



Með setningu laga um stjórn efnahagsmála o.fl. nr. 13 árið 1979 var verðtrygging almennra inn- og útlána heimiluð sem og verðtrygging launa. Yfirlýst markmið efnahagsstefnunnar var að tryggja atvinnuöryggi, draga úr verðbólgu og stuðla að jafnvægi og framförum í þjóðarbúskapnum. Þeim markmiðum átti að ná með þjóðhagsáætlunum, samráði við aðila vinnumarkaðarins, verðtryggingu inn- og útlána og sparifjár landsmanna, verðtryggingu launa og tillögum til að auka verðskyn neytenda. Þannig var núverandi fyrirkomulag verðtryggingar sett á fót með tengingu verðbólgu og verðbótaþáttar vaxta, sem hafði áhrif á endurgreiðslur lánsfjár og ávöxtun sparifjár og átti að tryggja raunávöxtun sparnaðar og stöðva rýrnun skulda vegna verðbólgunnar. Ólafslögin tóku að fullu gildi árið 1982.

Í 34. grein Ólafslaganna segir: „Stefna skal að því að verðtryggja sparifé landsmanna og almannasjóða. Í því skyni er heimilt, eins og nánar greinir í þessum kafla, að mynda sparifjárreikninga og stofna til lánsviðskipta í íslenskum krónum eða öðrum verðmæti með ákvæðum þess efnis, að greiðslur, þar með taldir vextir, skuli breytast í hlutfalli við verðvísitölu eða gengi erlends gjaldeyris, sbr. 39. gr.“<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Lög nr. 36/2001, <http://www.althingi.is/lagas/nuna/2001036.html>

<sup>14</sup> Lög nr. 13/1979

Í ákvæði til bráðabirgða sem varð 13. grein laga nr. 10/1961 um Seðlabanka Íslands segir: „Vaxtaákvæðin á árunum 1979 og 1980 skulu við það miðaðar, að fyrir árslok 1980 verði í áföngum komið á verðtryggingu sparifjár og inn- og útlána, sbr. VII. kafla þessara laga um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár. Meginreglan verði sú, að höfuðstóll skuldar breytist með verðlagsþróun en jafnframt verði nafnvextir lækkaðir. Afborganir og vextir reiknist af verðbættum höfuðstól. Verðtrygging verði reiknuð í hlutfalli við verðbreytingar. Samhliða verðtryggingu verði lánstími almennt lengdur og skal setja um þetta efni almennar reglur, þar á meðal um heimildir til skuldabréfaskipta af þessu tilefni.“<sup>15</sup>

Verðtryggð lán voru framan af tengd svokallaðri lánskjaravísitölu, sem samanstóð af blöndu vísitölu neysluverðs og byggingarvísitölu, og síðar einnig launavísitölu. Frá árinu 1995 hafa verðtryggð lán verið tengd vísitölu neysluverðs einni. Í kjölfar efnahagsþrenginganna sem hófust árið 2008 hefur lántakendum boðist að tengja verðtryggð lán sín greiðslujöfnunarvísitölu, með það að markmiði að lækka tímabundið greiðslubyrði. Þar með voru endurvakin með breytingum úrræði sem innleidd voru með lögum nr. 63/1985 og fólust í að koma til móts við þunga greiðslubyrði lána á verðbólgu tímum þegar verðlag hækkar mikið umfram laun.

Margvíslegar breytingar hafa því verið gerðar á lögum um verðtryggingu frá því að verðtrygging fjárskuldbindinga hófst hér á landi. Má þar einna helst nefna afnám verðtryggingar launa, sem var talin verðbólguhvetjandi með víxlhækkunum verðlags og launa, viðmiðunarvísitölum hefur verið breytt þrisvar sinnum til að endurspegla betur raunverðbreytingar og létta greiðslubyrði lántakenda, verðtrygging til skemmri tíma á bæði inn- og útlánnum var afnumin, þar sem hún var talin hamla virkni peningastefnunnar, og verðtrygging fjárskuldbindinga í almennum samningnum var gefin frjáls. Jafnframt hefur verið rætt um afnám verðtryggingar innlána og bann við verðtryggingu lána með breytilega vexti (Peningamál, 2003).

**TAFLA 1: VÆGI VERÐTRYGGINGAR Í LOK ÁRS**

Úr reikningum lánakerfisins	2009	2010
Verðtryggð innlán sem % af heildarinnlánum	19,48	21,31
Verðtryggð útlán sem % af heildarútlánnum	48,25	50,84

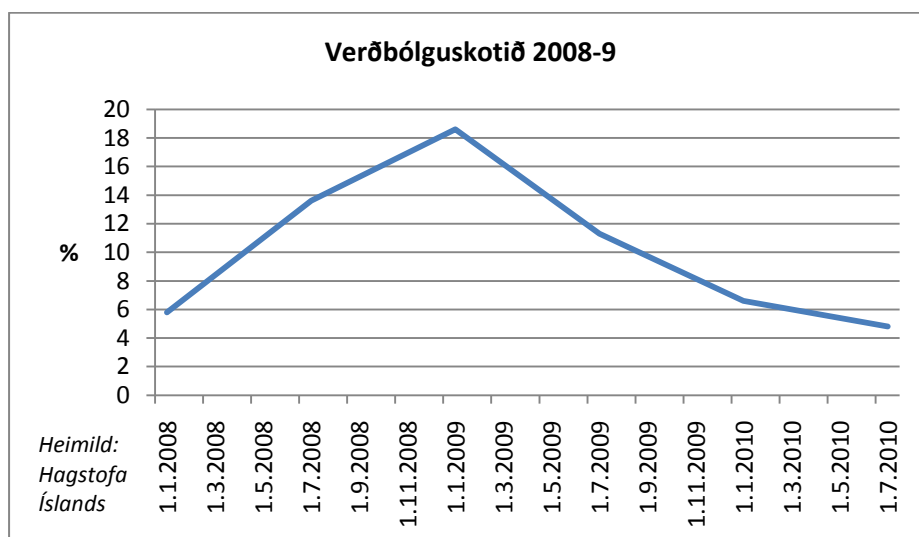
Heimild: Seðlabanki Íslands

Í dag byggir verðtrygging lána á lögum nr. 38/2001 um vexti og verðtryggingu. Í 13. gr. laganna segir: „Ákvæði þessa kafla gilda um skuldbindingar sem varða sparifé og

<sup>15</sup> Lög um stjórn efnahagsmála o.fl. nr. 13/1979.  
<http://www.althingi.is/altext/100/s/pdf/0511.pdf>

lánsfé í íslenskum krónum þar sem skuldari lofar að greiða peninga og þar sem umsamið eða áskilið er að greiðslurnar skuli verðtryggðar. Með verðtryggingu er í þessum kafla átt við breytingu í hlutfalli við innlenda verðvísitölu. Um heimildir til verðtryggingar fer skv. 14. gr. nema lög kveði á um annað. Afleiðusamningar falla ekki undir ákvæði þessa kafla.<sup>16</sup> Nánari útfærsla á verðtryggingu sparifjár og lána er að finna í reglum Seðlabankans nr. 492 frá 2001 með síðari breytingum. Samkvæmt reglunum er verðtryggingin bundin við vísitölu neysluverðs sem Hagstofa Íslands reiknar og birtir mánaðarlega. Einnig er heimilt að miða við innlenda eða erlenda hlutabréfavísitölu eða safn slíkra vísitalna. Lánstími verðtryggðra lána er minnst 5 ár og innlán aðeins verðtryggð sé binditími þeirra minnst 3 ár, sem þó má víkja frá í ákveðnum tilvikum, t.d. í tilviki reglubundins sparnaðar. Ekki er kveðið á um fasta eða breytilega vexti. Við útreikning á verðtryggðu láni breytist höfuðstóll þess í samræmi við breytingar á vísitölu milli mánaða. Höfuðstóllinn breytist á hverjum gjalddaga, áður en vextir og afborgun eru reiknuð út.

MYND 4: VERÐBÓLGA Á ÁRSGRUNDVELLI



Við fall krónunnar á vordögum 2008 og bankahrún um haustið rauk 12 mánaða verðbólga upp í 18,6% þegar mest lét, með tilheyrandi hækkunum á verðtryggðum lánum heimila og fyrirtækja. Á sama tímabili jókst atvinnuleysi, laun voru lækkuð hjá mörgum og fasteignaverð lækkaði verulega eftir uppsveflu á árunum á undan. Af þessum sökum voru uppi kröfur meðal lántakenda um almenna lækkun höfuðstóls lánanna í ljósi óvenjulegra aðstæðna. Mikil neikvæðni er einnig gagnvart verðtryggingunni. Í rannsókn sem unnin var af Capacent Gallup fyrir Hagsmunasamtök heimilanna kom fram að 80% svarenda var hlyntur afnámi

<sup>16</sup> Lög nr. 38/2001

verðtryggingar.<sup>17</sup> Í könnun Íbúðalánasjóðs árið 2010 um viðhorf til húsnæðismála kom fram að 66,3% settu afnám verðtryggingar í 1-3. sæti sem væri brýnast að ná fram til að bæta húsnæðiskjör fólks í dag.<sup>18</sup>

## B. KENNINGAR ATFERLISHAGFRÆÐI

Í þessum kafla er ætlunin að skoða þær kenningar og líkön sem geta að einhverju leyti skýrt eða spáð til um hegðun einstaklinga í verðtryggðu umhverfi. Líkön og kenningar hinnar klassísku hagfræði byggja á að einstaklingar séu *homo economicus* eða hinn hagsýni maður. Hinn hagsýni maður tekur ákvarðanir á grunni skynsamlegs mats um eigin velferð, til að hámarka eigin nytjar eftir að hann hefur tekið tillit til staðreynda og áhættu.

Hvetur hið verðtryggða inn- og útlánaumhverfi á Íslandi til rökréttra og vel ígrundaðra ákvarðana sem hámarka nyt einstaklings og/eða samfélagsins hverju sinni? Ýmislegt við hegðun íslenskra neytenda varðandi sparnað, lántöku og viðhorf gagnvart verðtryggingu vekur upp spurningar. Tæp 10% íslenskra heimila tók ákvörðun um að taka gengistryggð lán, þrátt fyrir umtalsverða gengisáhættu (Sérfræðingahópur um skuldavanda heimilanna, 2010). Um 80% af öllum húsnæðislánum Íbúðalánasjóðs síðustu tíu árin eru til 40 ára, þó að það leiði til mun hægari eignamyndunar en í styttri lánum, hærri heildarvaxtagreiðslu og breyti litlu um greiðslubyrði. Verðtrygging innlána hefur verið í hlutfallslega minna mæli en útlána, og skuldsetning íslenskra heimila er með því hæsta sem þekktist.

Í klassískri hagfræði er hegðun manna einfölduð til muna, a.m.k. þegar litið er til stórra hópa. Þar er gert ráð fyrir að fólk hafi stöðugan og vel skilgreindan smekk, hámarki væntar nytjar, hugsji fyrst og fremst um eigin hag, vinni úr upplýsingum með því að meta líkur á tölfræðilegan máta (e. bayesian information processors) og noti afvöxtun (e. discounting) til að afvaxta framtíðar velferð sína.

Rannsóknir í sálfræði og atferlishagfræði benda þó til að fólk velji í raun óstaðlað (e. nonstandard preferences) þannig að það afvaxti ekki, sýni óþolinmæði, líti til gjörða annarra og eigi oft erfitt með að meta ástand og áhættu umhverfisins með tölfræðilegum líkum. Ákvarðanir eru oft teknar með brjóstvitinu og þumalputtareglum (e. heuristics) í stað þess að reikna út mögulega hámarkun nytja.

<sup>17</sup> [http://www.heimilin.is/varnarthing/component/content/article/38-ibuealan-i-erlendum-mintum/577--meirihluti-styjur-afnam-verettryggingar-og-nieurfarslu-skulda-](http://www.heimilin.is/varnarthing/component/content/article/38-ibuealan-i-erlendum-mintum/577--meirihluti-styjur-afnam-verettryggingar-og-nieurfarslu-skulda)

<sup>18</sup> <http://ils.is/library/Skyrslur-og-samningar/Vidhorfskannanir/K%C3%B6nnun%20%C3%A9lagsv%C3%ADsindastofnunar%2005102010%20%282%29.pdf>

Þessir árekstrar milli líkansins um hinn hagsýna mann og raunverulegrar hegðunar fólks hefur leitt til þróunar atferlishagfræði til að skýra betur atferli og hegðun fólks þegar það tekur ákvarðanir um hag sinn, og bæta spágetu hagrænna líkana og kenninga. Innan atferlishagfræðinnar er gengið út frá því að einstaklingar taki ekki alltaf ákvarðanir sem hámarka nytsemd þeirra heldur geti verið órökvisir við ákvarðanatöku, jafnvel á fyrirsjáanlegan máta. Kenningar úr sálfræði og hagfræði eru því samþættar í atferlishagfræðinni.

Herbert A. Simon, Nóbelsverðlaunahafi árið 1978 þróaði fyrstur hugtakið takmörkuð skynsemi (e. bounded rationality) til að skýra þá hegðun mannsins að taka hlutdrægar ákvarðanir sem geta strítt gegn bestu hagsmunum hans.

Árið 1979 birtu svo sálfræðingarnir Daniel Kahneman (sem hlaut síðar Nóbelsverðlaun í hagfræði) og Amos Tversky útlitskenningu sína (e. prospect theory) þar sem þeir settu fram efasemdir um hefðbundnar hugmyndir um hvernig einstaklingar meta áhættu. Aðrar sálfræðilegar breytur sem bætt hefur verið inn í hagfræðileg líkön og kenningar eru ofsjálfstraust (e. overconfidence/naivety), sjálfstjórn (e. self control) og frávarpsskekkja (e. projection bias) (Guðlaugur Lárus Finnbogason, 2010).

Klassísk hagfræði gerir ráð fyrir að fólk taki almennt rökréttar ákvarðanir eftir þeim upplýsingum sem fyrir liggja (e. rational choice). Ef ekki koma til markaðsbrestir á markaði með húsnæðislán, munu því lánaþyrmtæki og aðrir aðilar keppast um að veita upplýsingar sem bæta ákvarðanir lántakenda. Forsendan fyrir því er þó að lánveitendur hafi ávinning af því umfram kostnað, enda nýti lántakendur upplýsingarnar til að komast að sem skynsamlegastri niðurstöðu.

Skilningur fólks á raunvirði peninga, að teknu tilliti til verðlagsþróunar, er oft lítill. Algengt er að einblína á nafngildi, en ekki raungildi, og þannig kjósa t.d. margir frekar launahækkun upp á 5% í 5% verðbólgu en 3% launahækkun í 1% verðbólgu. Þetta kallast peningaglýja (e. money illusion) (Shafir o.fl., 1997). Að sama skapi getur verið illskiljanlegt að heildargreiðslur af 10 milljón króna láni til 25 ára með 4,76% raunvexti og 5% verðbólgu endi í 33 milljónum króna, þ.e. nafnkróna. Peningaglýja er eitt af þeim vandamálum sem valda órökkréttri ákvarðanatöku fólks þegar kemur að fjármálum.

Miklu máli skiptir hvernig upplýsingar eru settar fram og „rammaðar inn“. Fólk á það til að finnast fjöldi valkosta á markaði yfirþyrmandi og einblína á það atriði sem í fljótu bragði vegur þungt, til dæmis mánaðarleg greiðslubyrði í upphafi láns, án þess að taka með í reikninginn heildarkostnað við lántöku eða áhættu af henni. Fólk virðist því oft leitast eftir tafarminni bítum miðað við þann tímapiunkt sem það er



statt á. Jafnframt virðist vera tilhneiging til að ofmeta framtíðartekjur sínar. Áhættusækni fólks getur þó farið eftir tekjum, kyni og samfélagsstöðu. Má til dæmis benda á að samkvæmt könnun Seðlabankans á skuldastöðu heimilanna frá 2009 tók tekjuhærra fólk frekar gengistryggð lán en tekjulægra.<sup>19</sup> Þá hafa rannsóknir sýnt að konur séu áhættufælnari en karlar þegar kemur að fjármálum (Jianakoplos, 1998).

Þá eiga margir lántakendur erfitt með að gera sér grein fyrir vaxtavöxtum og öðrum þeim mikla kostnaði sem fylgir því að „taka peninga á leigu“ til langs tíma. Lánveitendur geta nýtt sér þessa bjögun og beint sjónum lántakenda að lágri upphaflegri greiðslubyrði, tímabundnum föstum vöxtum eða öðrum þeim kjörum sem til þess eru fallin að lokka fólk til lántöku (Barr o.fl., 2008). Hugsanlega skýrir þetta hátt hlutfall fjörutíu ára húsnæðislána, vinsældir verðtryggðra jafngreiðslulána og vanmat á áhættu hjá bæði lántökum og lánveitendum við gengistryggð og verðtryggð lán.

Sum bandarísku undirmáslánin (e. sub-prime mortgages) voru einmitt gagnrýnd fyrir lága vexti fyrstu árin, en svo skarpt hækkandi vaxtakjör þegar leið á lánstímann (e. teaser rate loans). Árið 2006 nam heildarupphæð slíkra lána um þúsund milljörðum Bandaríkjadala. Skömmu síðar hófst undirmáslánakrísan, þegar fjöldi fólks reyndist ekki hafa efni á að greiða af lánunum, skilaði húsum sínum eða missti þau á uppboði, og lánastofnanirnar, heimilin og fjármálakerfið allt sátu uppi með gríðarlegt tap. Lántakendur misstu trúverðugleika sinn og voru settir á „svarta lista“.

Lánin höfðu tvo eiginleika sem helst voru til vansa fyrir lántakendur. Annars vegar voru þau flókin, oft með breytilegum vaxtakjörum eftir tímabilum á lánstímanum. Erfitt var fyrir lántakendur að bera saman ólíkar tegundir lána vegna flækjustigsins. Hins vegar fólst í lánunum að kostnaði var vísað í óhóflegum mæli á framtíðina. Stór hluti lántaka fékk lán fyrir 100% af virði eignar og greiðslur framan af voru afar lágar. Fólk vanmat þannig kostnaðinn við lántöku og hafði ekki nægan skilning á nauðsynlegum upplýsingum til að bera saman mismunandi lánafyrirkomulag (Bargill, 2009). Þá var hvatakerfi lánveitenda þannig upp byggt að sölufólk hafði ávinning af því að gera sem flesta lánasamninga, að mestu óháð gæðum veða, tekjum lántaka eða því hvort lánin væru líkleg til að innheimtast í framtíðinni. Jafnframt var unnt, vegna lágs vaxtastigs, að endurfjármagna eldri lán, auka skuldsetningu á lægri vöxtum og taka eigið fé út úr húsnæði sem reiðufé.

Samkvæmt skýrslu nefndar um fjármálalæsi til viðskiptaráðherra frá 2009 er fjármálalæsi (e. financial literacy) ábótavant á Íslandi, eins og reyndar í flestum nágrannalöndum. Samkvæmt rannsókn sem sú nefnd lét framkvæma meðal

---

<sup>19</sup> <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7122>

almennings um þekkingu á fjármálum var meðaltal rétttra svara um 53% og lægra hlutfall hjá þeim sem hafa minni menntun eða eru tekjulágir. Nefndin komst að þeirri niðurstöðu að brýn þörf væri á úrbótum, þar sem almenningur hefði ekki nægilega góða þekkingu á fjármálahugtökum og fjármálaþjónustu.

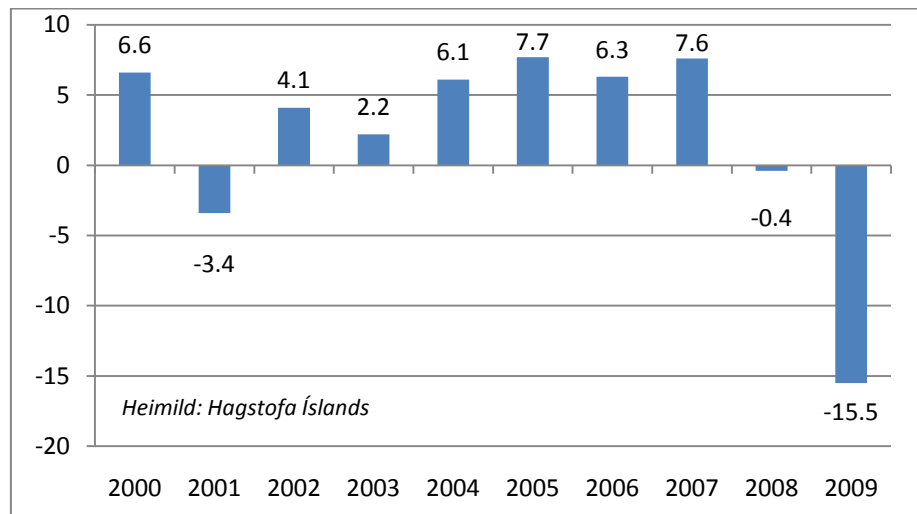
## C. VERÐTRYGGING

Verðtrygging er fyrst og fremst hugsuð sem leið til að draga úr neikvæðum áhrifum verðbólgu á hagkerfið og tryggja fyrirtæki og einstaklinga fyrir áhættu vegna óvissu um framtíðarþróun verðlags. Verðbólga er viðvarandi hækkun verðlags yfir lengri tíma, sem felur í sér að verðgildi peninga minnkar, þ.e. minna fæst fyrir hverja krónu. Með einföldum hætti mætti þannig segja að krónum í umferð hafi fjölgað umfram það magn vöru og þjónustu, sem skiptir um hendur í viðskiptum. Þannig hefur fólk fleiri krónur milli handanna og þeir sem selja vöru og þjónustu geta krafist hærra verðs, án þess að nokkuð annað hafi breyst.

Verðbólga veldur ýmsum vandræðum. Hún dregur úr vilja fólks til peningalegs sparnaðar, skeykir hvata til fjárfestingar, veldur óvissu þegar kemur að ákvarðanatöku og fjárfestingum og gerir fólki erfiðara að skynja raunbreytingar í hagkerfinu. Viðvarandi og sveiflukennd verðbólga leiðir til hærra vaxtastigs, þar sem bæta þarf lánveitendum upp óvissu um raunávöxtun, til þess að þeir vilji leggja fyrir og lána út peninga. Jafnframt getur hún dregið úr möguleikum á lánaþyrngreiðslu og þannig minnkað fjárfestingu, þar sem uppspretta fjármagns liggur í sparnaði. Loks getur síbreytileg verðbólga valdið eignatilfærslu á milli þjóðfélagshópa og kynslóða á tilviljanakenndan hátt. Fyrirnefnt dæmi um rýrnun íslensks sparifjár á áttunda og níunda áratugnum og nýleg dæmi um hækkun verðtryggðra lána í kjölfar hruns sýna glögglega afleiðingar þessa vanda. Þetta þýðir þó ekki að verðbólga sé alltaf til vansa. Lág og stöðug verðbólga getur virkað örvandi á hagkerfið og stuðlar jafnframt að leiðréttingu á mistökum sem hafa verið gerð í fjármálalegum samningum (Tryggvi Þór Herbertsson, 2004).

Verðtryggingin er tilraun til að stemma stigu við neikvæðum áhrifum mikillar og sveiflukenndrar verðbólgu. Verðtryggingin eyðir óvissu um raunávöxtun til lengri tíma og lækkar fjármagnskostnað, þar sem ekki er þörf á óvissuálagi vegna verðbólgu. Þá gerir hún lánveitendum kleift að lána út fé til miklu lengri tíma en ella.

MYND 5: KAUPMÁTTUR RÁÐSTÖFUNARTEKNA Á MANN, ÁRSBREYTINGAR



Á Íslandi er vísitala neysluverðs notuð við framkvæmd verðtryggingarinnar, en áreiðanleiki mælingar á vísitölunni sem slíkri er talinn nokkuð góður.<sup>20</sup> Áður fyrr voru aðrar vísitölur notaðar, lengst af svokölluð lánskjaravísitala, en hún byggði að þriðjungi á vísitölu byggingakostnaðar og að tveimur þriðju á framfærslukostnaði. Launavísitölu var bætt við frá janúar 1989 til ársins 1995 þegar notkun vísitölu neysluverðs hófst. Nokkur gagnrýni hefur verið á notkun vísitölu neysluverðs við framkvæmdina og hafa m.a. verið uppi hugmyndir um að tengja verðtrygginguna vísitölu sem mælir „undirliggjandi verðbólgu“, þ.e. einungis nafnbreytingar á verðlagi sem leiðir af rýrnun gjaldmiðilsins.<sup>21</sup> Hagfræðingurinn Joseph Stiglitz hefur stungið upp á að tengja verðtryggingu við launavísitölu, frekar en vísitölu neysluverðs.<sup>22</sup> Í skýrslu VR (2010) er rætt um kosti og galla þess að nota vísitölu húsnæðisverðs til viðmiðunar. Helstu kostir þess eru að eftirstöðvar húsnæðisláns eru í betra samræmi við virði fasteignar. Á móti kemur að eignaverð sveiflast eftir skammtíma ástandi spurnar eftir húsnæði og geta því lánin hækkað verulega þegar uppgangur er á fasteignamarkaði (Már Wolfgang Mixa, 2010).

Breytingar á vísitölu til viðmiðunar geta hins vegar verið viðsjárverðar eftir tímabilum. Til dæmis má nefna að síðustu tuttugu ár, eða frá 1990 til 2009, hefur vísitala launa hækkað um 208,9%, en vísitala neysluverðs um 136,8%. Þá hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hækkað um 21,3% árin 2000 til 2009. Yfir lengri tíma er því hættu á að tenging við vísitölu launa komi lántakendum verr en tenging við vísitölu neysluverðs, og eyði hluta af kaupmáttaraukningu þeirra.

<sup>20</sup> [http://www.pressan.is/pressupennar/Lesa\\_adsent/asgeir-adeins-um-rettar-og-rangar-verdmaelingar-verdtryggingu-og-styrvixti-](http://www.pressan.is/pressupennar/Lesa_adsent/asgeir-adeins-um-rettar-og-rangar-verdmaelingar-verdtryggingu-og-styrvixti-)

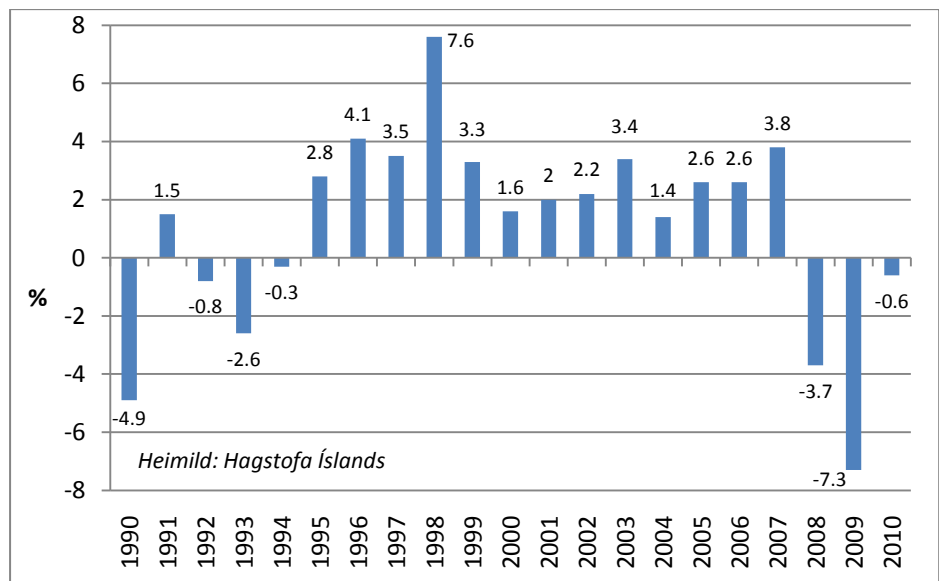
<sup>21</sup> [http://www.pressan.is/pressupennar/Lesa\\_adsent/orn-nytt-vidmid-i-verdtryggdum-lanasamningum-er-rettlaetismal](http://www.pressan.is/pressupennar/Lesa_adsent/orn-nytt-vidmid-i-verdtryggdum-lanasamningum-er-rettlaetismal) og tillögur Talsmanns neytenda.

<sup>22</sup> <http://www.visir.is/article/2009285799869>

Verðtrygging launa lagðist af á Íslandi á 9. áratugnum þegar ljóst var að hún hraðaði verðbólgu (Bjarni Bragi Jónsson, 1998). Úr hafði orðið vítahringur launahækkana og verðbólgu sem rofnaði ekki fyrr en stéttarfélög sögðu skilið við þá stefnu að krefjast verðtryggingar launa og einbeittu sér að kaupmætti þeirra.

Á 10. áratugnum, eftir að verðtryggingu launa hafði verið hætt, hækkuðu laun meira en verðlag, sem skilaði sér í auknum kaupmætti launþega. Aukinn kaupmáttur þýddi jafnframt að höfuðstóll lána lækkaði sem hlutfall af tekjum lántakanda.

MYND 6: KAUPMÁTTUR LAUNA, ÁRSBREYTINGAR



## D. VEXTIR

Vextir hafa gjarnan verið útskýrðir sem leiga á peningum. Framboð og eftirspurn eftir lánsfé ræður vaxtastigi á hverjum tíma, þannig að eftirspurn eykst með lækkandi vöxtum, að öðru óbreyttu, og dregst saman með hækkandi vöxtum. Viljinn til lántöku eykst þannig með lágum raunvöxtum, en viljinn til sparnaðar eykst með háum raunvöxtum. Seðlabankar geta svo haft áhrif á vaxtastigið til skamms tíma með veðlánaviðskiptum sínum við viðskiptabankana eða með því að stjórna peningamagni í umferð.

Í umræðu er almennt fjallað um nafnvexti, þ.e. vexti eins og þeir birtast í lánasamningum. Raunvextir hins vegar eru þeir vextir sem fást umfram verðbólgu og verður að hafa það í huga þegar rætt er um vaxtakjör á ólíkum formum lánasamninga.

## E. SPARNAÐUR

Á Íslandi fer sparnaður að mestu leyti fram innan lífeyrissjóðanna sem skyldusparnaður. Lífeyrissjóðakerfið byggir aðallega á sjóðsmyndun (e. funded pensions), en til hliðar eru almannatryggingar sem tryggja lágmarkslífeyri og byggja á gegnumstreymi í gegnum skattkerfið (e. pay-as-you-go pensions). Loks er fólki frjálst að hefja séreignarsparnað, auk þess sem ýmsir kostir til sparnaðar eru í boði hjá fjármálastofnunum. Skyldusparnaður í gegnum lífeyrissjóðina er þó enn grunnurinn að peningalegum sparnaði landsmanna. Í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 er kveðið á um mánaðarlegur lífeyrir skuli vera verðtryggður og breytast í samræmi við breytingu á vísitölu neysluverðs. Eignir lífeyrissjóðanna námu í mars 2010 um 1.846 milljörðum króna, eða yfir 120% af landsframleiðslu. Uppbygging lífeyrissjóðanna leggur þyngstu byrðarnar á kynslóðina sem byggir upp sjóðina þar sem hún greiðir bæði iðgjöld í sjóðina og skatt til að fjármagna lífeyri þeirra sem ekki hafa áunnið sér rétt til greiðslu úr sjóðunum.

Með tilkomu gjaldeyrishafta og ládeyðu á innlendum hlutabréfamarkaði hafa fjárfestingar lífeyrissjóða að verulegu leyti beinst að ríkistryggðum skuldabréfum. Með sama áframhaldi gæti lífeyriskerfið smám saman breyst í gegnumstreymiskerfi, þar sem vaxtagreiðslur og afborganir skuldabréfa í framtíðinni, sem koma frá skattgreiðendum hverju sinni, renna til lífeyrisþega með stuttri viðkomu í sjóðunum.

Setning Ólafslaganna var að miklu leyti hugsuð sem viðbrögð við verulega slæmri afkomu lífeyrissjóðanna, sem orsakaðist af rýrnun þeirra í óðaverðbólgu (Tryggvi Þór Herbertsson, 2004). Vöxtum var handstýrt og raunvextir voru það neikvæðir að enginn hvati var til sparnaðar í bönkum, sem leiddi til þess að einstaklingar fjárfestu frekar í varanlegum hlutum, t.d. fasteignum, til að hindra að fjármunir þeirra brynnu upp í verðbólgunni. Þetta leiddi á móti til frekari aukningar verðbólgu. Innleiðing verðtryggingar og vaxtafrelsis gerði lífeyrissjóðunum hins vegar kleift að tryggja raunávöxtun til lengri tíma. Verðtryggingin hefur þannig verið mikilvægur þáttur í að tryggja hraðan vöxt lífeyrissjóðanna þar sem eignir þeirra hafa haldið verðgildi sínu á tímum verðbóluskota.

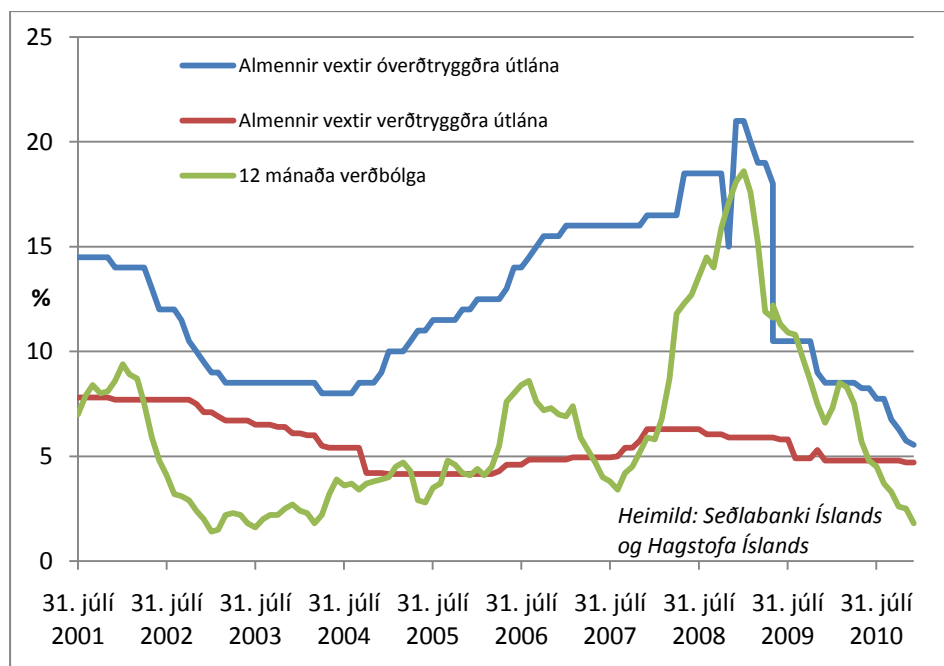
Verðtrygging getur leitt til að enn þyngri byrðar leggjast kynslóðina sem byggir upp sjóðina. Við verðbóluskot lækka hvorki skuldbindingar (óbeinar eignir lífeyrissjóðanna) þeirrar kynslóðar í samræmi við rýrnandi kaupmátt og lækkandi eignaverð fasteigna á verðbólgutímum, né innborganir í lífeyrissjóði eða skattgreiðslur. Samspil lífeyrissparnaðar og vaxtastigs í landinu hefur nokkuð verið í umræðunni eftir hrun. Aðeins í Hollandi voru lífeyrissjóðir stærri innan OECD (OECD, Pensions at a Glance 2011). Almennt er talið að aukinn sparnaður leiði til lægra vaxtastigs. Það hefur þó ekki orðið raunin samanborið við vaxtastig í

nágrannalöndunum þar sem lífeyrissjóðirnir eru umtalsvert minni að umfangi. Hugsanlega má rekja það til þess að lífeyrissparnaður hafi komið í staðinn fyrir annan sparnað hér á landi eða fjármunirnir hafi leitað út fyrir landssteina.

## F. LÁN

Á síðustu árum hafa lántakendum húsnæðislána boðist nokkrar gerðir lánsforma. Fyrst ber að nefna erlend og gengistryggð lán, en um 9% heimila með húsnæðislán voru með gengistryggð húsnæðislán. Telja má líklegt að kosturinn við þessi lán í augum lántakanda hafi verið mun lægri vextir en á innlendum lánnum og að þau voru ekki háð íslensku verðtryggingunni. Við fall krónunnar á árinu 2008 hækkaði höfuðstóll þessara lána verulega í krónum. Bókfært virði þeirra var rúmir 78 milljarðar í marslok 2010. Hæstiréttur dæmdi í júní 2010 að gengistrygging lánanna væri ólögleg og dæmdi í september 2010 um vexti þeirra. Sá dómur og lagasetning (lög nr. 151/2010) sem fylgdi í kjölfarið hefur sætt gagnrýni, m.a. með tilliti til íslensks kröfuréttar og neytendaverndarsjónarmiða samkvæmt Evrópurétti. Einnig hafa komið fram ábendingar um aðferðafræði útreikninga á verðbótum og verðtryggingu með tilliti til neytendaverndar og Evrópuréttar. Lög um endurútreikning á gengistryggðum bíla- og fasteignalánnum einstaklinga fela meðal annars í sér að gengistryggðum húsnæðislánnum verður breytt yfir í lán í íslenskum krónum. Lánveitendur eru nú að endurreikna höfuðstól lánanna og bjóða lántökum val, svo sem um verðtryggð og óverðtryggð lán, hvoru tveggja með jöfnum greiðslum eða jöfnum afborgunum.

MYND 7: ALMENNIR VEXTIR ÚTLÁNA OG VERÐBÓLGA



Óverðtryggð langtímalán eru algengasta lánaformið í samanburðarlöndum og þá með breytilegum vöxtum, föstum vöxtum með endurskoðunarákvæðum á ákveðnum tímabilum eða varanlegum föstum vöxtum.

Hérlendis hefur almennt verið miðað við breytilega vexti á óverðtryggðum lánum, sem endurskoðaðir eru reglulega og sveiflast nafnvextir þá í takti við almennt vaxtastig. Vegna óvissu um verðbólgu til framtíðar er bætt við áhættuálagi til að tryggja lánveitandann. Nafnvextir samanstanda þannig af raunvöxtum, verðbólguálagi vegna væntrar verðbólgu og áhættuálagi. Séu vextir breytilegir eru því litlar líkur á að þeir geti verið lægri en verðtryggð vaxtakjör. Þróun síðustu ára sýnir glögglega að vextir óverðtryggðra lána hafa verið óhagstæðari en verðtryggðra.

Fastir vextir á óverðtryggðu láni eru lántakanda hagstæðir ef vaxtastig almennt hækkar í framtíðinni. Raungildi afborgana er stöðugara en þegar vextir eru breytilegir. Fastvaxtalán eru algeng víða erlendis, sér í lagi í Bandaríkjunum (Már Wolfgang Mixa, 2010; Campbell & Cocco, 2003).

Ekki hafa verið lögbundnar takmarkanir á veðhlutfalli fasteigna á Íslandi, né takmarkanir á því hver getur veitt lán með veði í íbúðarhúsnæði. Verðtryggð húsnæðislán með jöfnum greiðslum (annuitet) hafa verið langalgengasta lánaformið, enda eru þau lögbundin hjá Íbúðalánasjóði sem almennt form útlána hans. Lög um verðtryggingu lífeyris draga úr hvata lífeyrissjóða til að bjóða annað en verðtryggð húsnæðislán. Munurinn á þeim og þeim óverðtryggðu er að þau eru án óvissuálags vegna verðbólgu. Þannig getur lánveitandi boðið lægri vaxtakjör þar sem verðtryggingin, eins og nafnið gefur til kynna, er trygging fyrir að hann fái sömu upphæð til baka að raunvirði, auk vaxta. Verðtryggingin leggst á höfuðstólinn áður en vextir eru reiknaðir af uppfærðum höfuðstóli. Þannig dreifist í raun verðbótaþátturinn yfir allan lánstímann og sveiflur í greiðslubyrði verða minni. Í jafngreiðslu fyrirkomulagi er greiðslubyrðin lægst í upphafi í nafnkrónum, en fer hækkandi eftir því sem verðtryggingin bætist á höfuðstólinn út lánstímann. Í raunkrónum er hún jöfn allan lánstímann. Þegar jafnar afborganir eru valdar er greiðslubyrðin hins vegar hæst í upphafi í raunkrónum, en lækkar með tímanum. Jafngreiðslulánin hafa verið mun algengari (og jafnframt lögbundin hjá Íbúðalánasjóði). Margir lántakendur telja líklega ákjósanlegt að greiðslubyrðin sé sem lægst í upphafi, þegar lántakandi er nýbúinn að reiða af hendi eiginfjárframlag, auk þess sem flestir reikna með hækkandi tekjum eftir því sem líður á ævina.

Fyrir utan sérstöðu hvað varðar útbreiðslu verðtryggingar er lengd lána á Íslandi óvenjuleg. Algengur lánstími húsnæðislána hér er 25 eða 40 ár, en hann er að meðaltali skemmri í öðrum OECD ríkjum. Að einhverju leyti helst lánstíminn í hendur

við verðtryggingu, þar sem hún er forsenda þess að lánveitendur séu tilbúnir til að veita lán til svo langs tíma, sérstaklega í íslensku umhverfi þar sem veruleg óvissa ríkir um verðbólgu. Skemmri lánstími felur í sér hraðari eignamyndun og lægri vaxtakostnað, en lengri lánstími felur í sér lægri greiðslubyrði, að öðru óbreyttu (Esther Finnbogadóttir o.fl., 2010).

Til samanburðar er áhugavert að skoða danska húsnæðislánamarkaðinn sem er talinn vel skipulagður og þróaður og til fyrirmyndar af m.a. Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (Denmark: Financial Sector Assessment Program, 2007). Árið 2004 voru átta húsnæðislánasjóðir starfandi í landinu, sumir tengdir viðskiptabönkum (DLR, LR, Nordea Kredit, RealKredit Danmark, FIH) á meðan aðrar störfuðu sjálfstætt sem sjálfseignarstofnanir (BRFKredit, NyKredit, RealKredit). Þar af voru fimm stærstu sjóðirnir með 99% markaðshlutdeild.

Húsnæðislánasjóðirnir eru þeir einu sem hafa leyfi til að veita lán með veði í íbúðarhúsnæði með því að gefa út íbúðarskuldabréf (d. realkreditobligationer), sbr. gr. 2 í lögum 793/2009.<sup>23</sup> Starfsemi sjóðanna er takmörkuð við að lána og þjónusta húsnæðislán, fjármagna þau í gegnum útgáfu íbúðabréfa, og aðra tengda starfsemi. Sjóðirnir bjóða flestir upp á lán sín í samstarfi við viðskiptabanka og fasteignasala.

Grunnreglan í starfi húsnæðislánasjóðanna er að jafnvægi verður að vera á milli eigna þeirra og skulda. Hvert nýtt lán er fjármagnað með því að gefa út nýtt skuldabréf af sömu stærð, með samskonar greiðsluflæði og lánstíma og húsnæðislánið sjálft. Ágóðanum af sölu skuldabréfsins er skilað til lántakans, og að sama skapi skila vextir og afborganir sér beint til fjárfestanna sem eiga íbúðabréfið. Kostnaður við lánveitingar sjóðanna eru greiddar af lántaka í gegnum ýmis gjöld. Takmarkaður sveigjanleiki er í jafnvægisreglunni á milli skulda og eigna sjóðanna með tilliti til áhættu tengdrar vöxtum, lausafé, gengi og mati á viðskiptamönnum. Sem dæmi má nefna að þó íbúðabréf verði að vera tryggð með húsnæðislánnum með veði í fasteignum, þá er heimilt að allt að 2% af útgáfunni sé tryggð með öðrum öruggum eignum s.s. ríkisskuldabréfum.

Áhætta húsnæðislánasjóðanna liggur því aðallega í útlánunum sjálfum, þ.e. að lántakinn geti ekki staðið við greiðslur og að verðmæti fasteignaveðsins standi ekki undir verðmæti lánsins. Þessi áhætta jókst frá 2003 við að sjóðirnir fóru að bjóða lántökum upp á að greiða aðeins vexti af húsnæðislánnum og fresta afborgunum til

---

<sup>23</sup> „Banks and mortgage-credit institutions with a license pursuant to subsection (1) and the ship financing institution pursuant to section 2c of the Act on a Ship Financing Institution shall have exclusive right to issue covered bonds. Mortgage-credit institutions with a license pursuant to subsection (1) shall also have exclusive right to issue covered mortgage-credit bonds.“



allt að tíu ára. Þessi lán nutu mikilla vinsælda og voru orðin um þriðjungur af útistandandi lánum sjóðanna árið 2011. Danski seðlabankinn hefur unnið að tillögum um að skipta út þessum lánum til að styrkja danska fjármálakerfið og draga úr skuldaraáhættu.<sup>24</sup>

Strangar reglur eru um útlán með hámarki á veðhlutfalli og lengd lánstíma byggt á tegund þess húsnæðis sem lánað er fyrir. Hámarkslánstími er 30 ár, en allt að 35 ár til samvinnufélaga. Lánað er fyrir allt að 80% af verðmæti húsnæðis ef það er séreign, leiguhúsnæði eða búseturéttur. Lánað er að hámarki 70% til kaupa á jörðum, 60% vegna atvinnuhúsnæðis, og 40% fyrir lóðaréttindi. Húsnæðislánasjóðirnir eiga að vera íhaldssamir í mati sínu á verðmæti fasteignarinnar, en byggt er á markaðsvirði.

Algengustu lánin hafa verið innkallanleg óverðtryggð jafngreiðslulán með föstum vöxtum. Einnig eru í boði lán með breytilegum óverðtryggðum vöxtum, til allt að 30 ára. Tengd skuldabréf eru með styttri líftíma og er öll skuldin eða ákveðinn hluti hennar endurfjármögnum á ákveðnum fresti. Jafnframt eru í boði lán með óverðtryggðum vöxtum sem eru endurskoðaðir á ákveðnu árabili. Lán með breytilegum vaxtaákvæðum eru ekki innkallanleg þannig að hægt sé að greiða þau upp, nema við endurskoðun á vaxtastigi. Hins vegar getur lántaki alltaf keypt sambærilegt íbúðabréf á markaði og afhent húsnæðislánasjóðnum sem uppgreiðslu á láninu.

Ráðgjöf til lántaka um tækifæri til endurfjármögnunar hefur orðið æ betri og leitt til aukinnar tíðni endurfjármögnunar á húsnæðislánum. Í siðareglum húsnæðislánasjóðanna er lög mikil áhersla á réttar og skýrar upplýsingar til lántaka þannig að þeir geti tekið upplýsta ákvörðun um lántökur.

## LÁNTAKENDUR – HEIMILI OG FYRIRTÆKI

Talsmenn lántakenda eru margir hverjir ósáttir við verðtryggingu húsnæðislána. Hagsmunasamtök heimilanna hafa hvatt til afnáms hennar og telja hana leiða til ógagnsærra lánskjara.<sup>25</sup> Talsmaður neytenda lagði til nýja vísitölu til viðmiðunar við útreikning verðtryggingarinnar á fundi nefndarinnar. Ekki eru allir á einu máli hvað þetta varðar. Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er innleiðing verðtryggingar

<sup>24</sup> <http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2011-03/19656751-update-1-danish-c-bank-urges-tight-2011-13-fiscal-policy-020.htm>

<sup>25</sup> <http://www.heimilin.is/varnarthing/krofur-hh>

kölluð „framfaraskref“ (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010). OECD hefur sagt að verðtrygging á Íslandi sé bæði til hagsbóta fyrir lántakendur og lánveitendur (OECD, 2006).

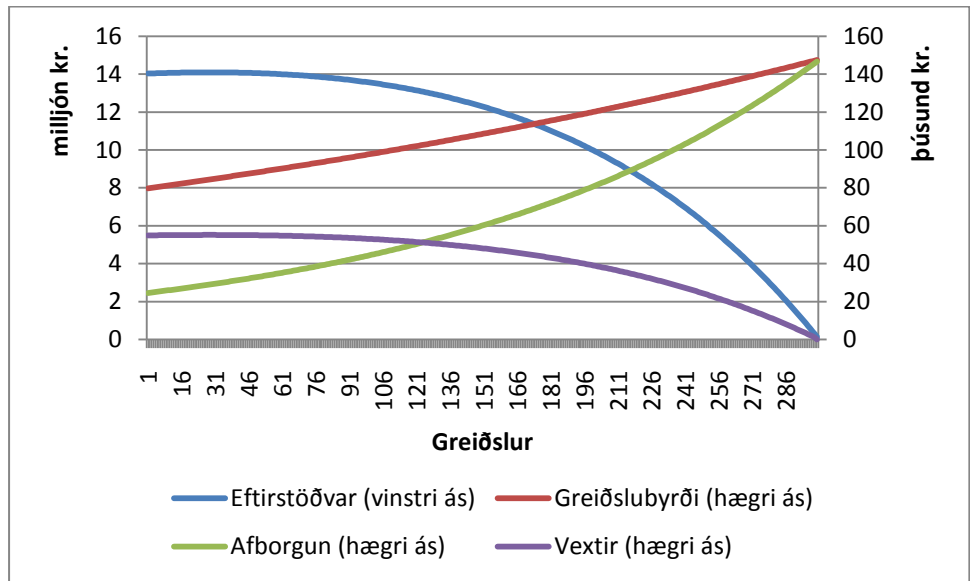
Ljóst er að verðtrygging hefur ýmsa kosti fyrir lántakendur. Greiðslubyrði á verðtryggðum fastvaxtalánnum er að jafnaði lægri en á óverðtryggðum lánnum með breytilegum vöxtum, eins og áður hefur verið bent á. Lánveitendur sætta sig við lægra vaxtastig í trausti þess að fá kostnað af verðlagsþróuninni að fullu greiddan. Á tímum verðbólgu skota ver fyrirkomulagið lántakendur fyrir tímabundinni hækkun greiðslubyrði. Ef þorri íslenskra húsnæðislána hefði verið óverðtryggður með breytilegum vöxtum þegar bankahrunið reið yfir er víst að fjöldi heimila hefðu ekki þolað þá hækkun á greiðslubyrði lána sem fylgt hefði verðbólgu skotinu. Greiðslubyrði verðtryggðra jafngreiðslulána helst nokkuð stöðug í verðbólgu skoti, en verðbæturnar dreifast yfir það sem eftir er af lánstímanum og höfuðstóllinn hækkar. Loks greiðir verðtryggingin fyrir því að lántakendur geti tekið lán til lengri tíma en ella og lækkað þannig greiðslubyrði sína.

Í nágrannalöndum okkar eru þekktir aðrir valkostir til að draga áhrifum skyndilegra verðbólgu skota á efnahag heimilanna, s.s. breytilegir vextir með þaki eða fastir vextir yfir ákveðin tímabil, sbr. fyrirkomulagið á danska húsnæðislánamarkaðnum. Því eru það ekki öll heimili sem verða fyrir verðbólgu skotinu og hækkun vaxta, heldur dreifast áhrifin að einhverju marki. Ákvörðun stjórnvalda um hækkun stýrivaxta til að koma í veg fyrir verðbólgu skot ættu einnig að draga úr líkum á að verðbólga verði jafn sveiflukennd og héraendis og draga úr eftirspurn eftir lánnum.

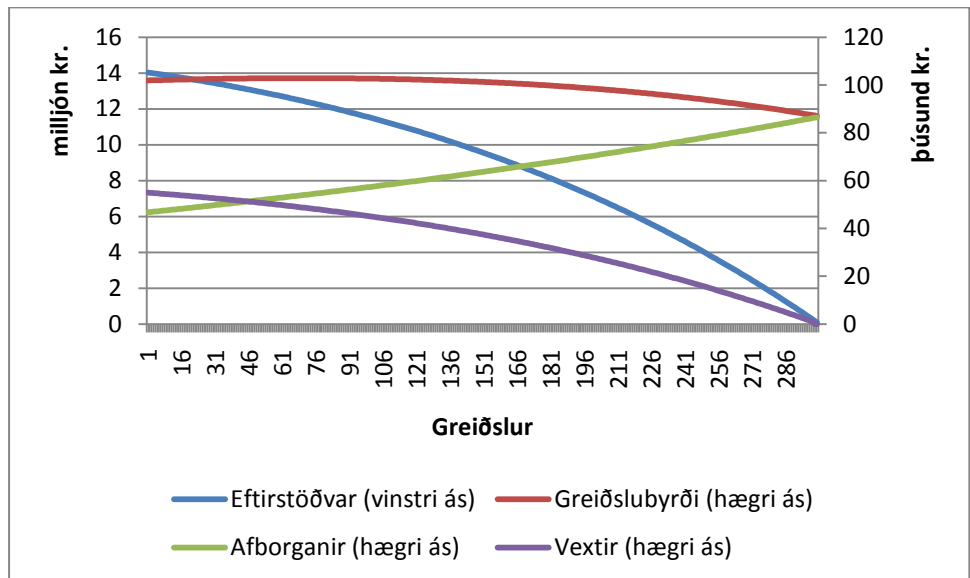
Á myndum 8 til 11 og í töflu 2 má sjá dæmi um fjögur mismunandi lánaform; verðtryggt jafngreiðslulán, verðtryggt lán með jöfnum afborgunum, óverðtryggt jafngreiðslulán og óverðtryggt lán með jöfnum afborgunum. Lánin eru fyrir 70% af 20 milljón króna húsnæði, þau eru til 25 ára og gert er ráð fyrir 2,5% verðbólgu. Raunvextir verðtryggðu lánanna eru 4,7% á ári, en meðalnafnvextir óverðtryggðu lánanna 7,85%.<sup>26</sup> Bláa línan sýnir hvernig eftirstöðvar lánsins þróast á lánstímanum. Sú rauða sýnir mánaðarlega greiðslubyrði og þær grænu og fjólubláu sýna upphæð mánaðarlegra afborgana og mánaðarlegra vaxtagreiðslna, hvor fyrir sig.

<sup>26</sup> Þegar nafnvextir óverðtryggðu lánanna eru reiknaðir er gert ráð fyrir 2,5% verðbólgu og 0,5% áhættuálagi  $((1,047 * 1,025 * 1,005 - 1) * 100)$ . Reiknivél íbúðalána hjá Landsbankanum var notuð við útreikningana. Gert er ráð fyrir greiðslugjaldi að fjárhæð 195 kr. og upphafsgjöldum að fjárhæð 2.800 kr.

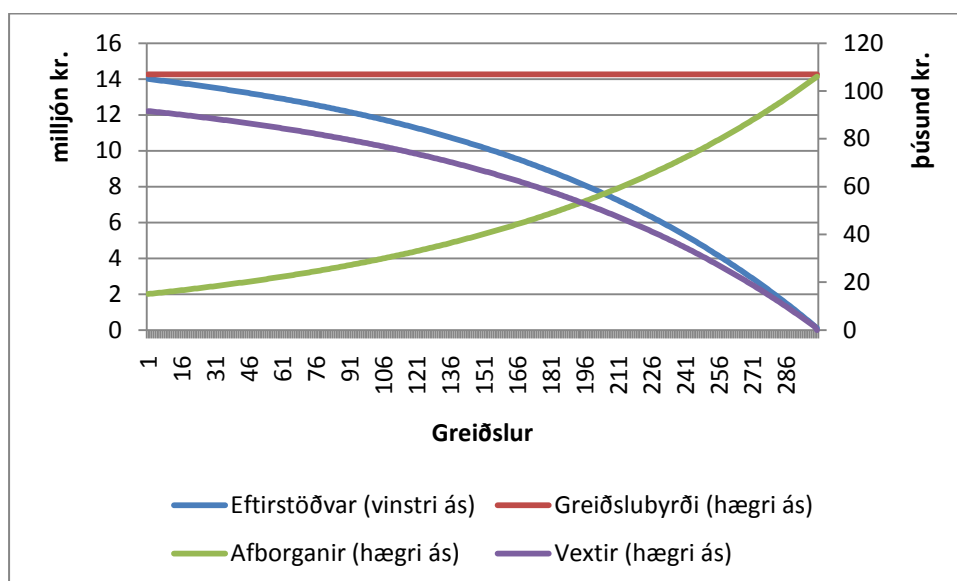
MYND 8: VERÐTRYGGT JAFNGREIÐSLULÁN



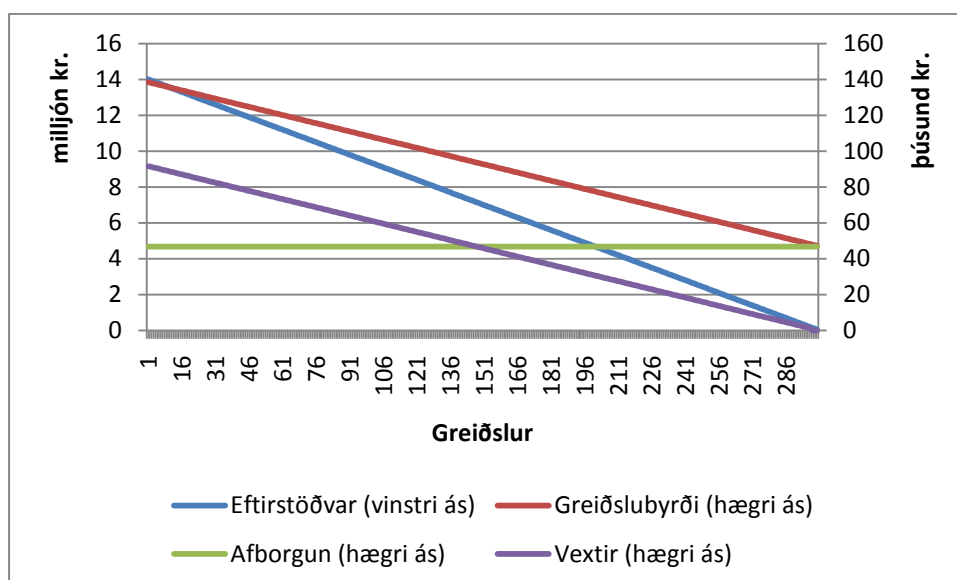
MYND 9: VERÐTRYGGT LÁN MEÐ JÖFNUM AFBORGUNUM



MYND 10: ÓVERÐTRYGGT JAFNGREIÐSLULÁN



MYND 11: ÓVERÐTRYGGT LÁN MEÐ JÖFNUM AFBORGUNUM



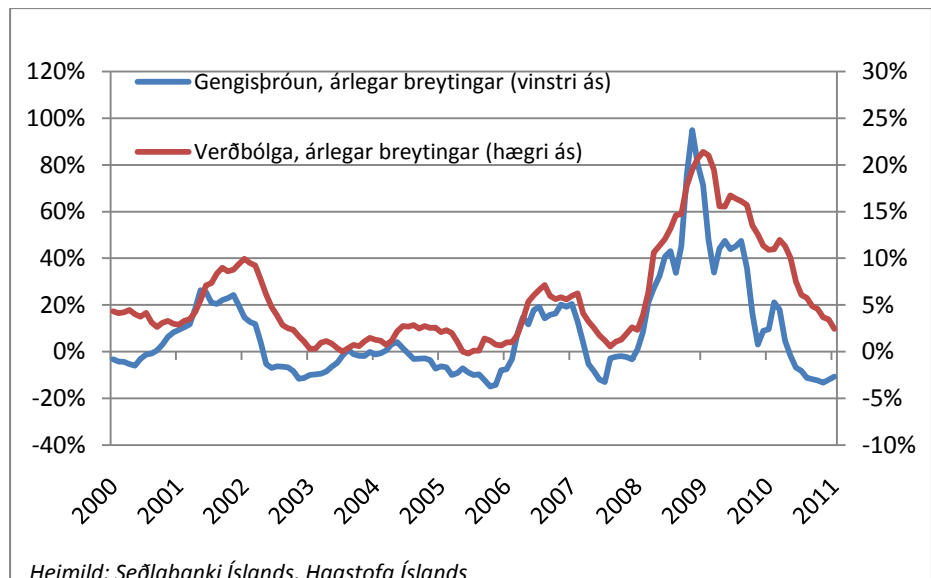
TAFLA 2: KOSTNAÐUR VIÐ LÁNTÖKU EFTIR LÁNAFORMUM

	Verðtryggt jafngreiðslulán	Verðtryggt með jöfnum afborgunum	Óverðtryggt jafngreiðslulán	Óverðtryggt með jöfnum afborgunum
Heildarkostnaður við lántöku	19.191.794 kr.	15.850.743 kr.	18.064.991 kr.	13.847.349 kr.
Heildarupphæð til greiðslu	33.048.994 kr.	29.707.943 kr.	32.064.991 kr.	27.847.349 kr.

Meginþunginn af gagnrýni á verðtrygginguna hefur beinst að því að lántakendur taka með henni áhættuna af verðlagsþróun og hafa ekki aðstöðu til að verja sig gegn áhrifum hennar. Þegar verðbólga eykst hækkar upphæð verðtryggðra lána í nafnkrónum og engin trygging er fyrir því að kaupmáttur fylgi verðlagsþróun til skamms tíma, þó að sú hafi verið raunin til lengri tíma. Lántakendur sjá þannig höfuðstól lána sinna hækka vegna verðbólgunnar, sem veldur því að eignarhlutur lántakanda rýrnar. Breytilegir vextir óverðtryggðra lána þróast einnig eftir verðlagi, en það sama á ekki við um óverðtryggð lán með föstum vöxtum. Greiðslubyrði slíkra lána sem tekin eru á tímum lágra verðbólguvæntinga verður lægri en greiðslubyrði verðtryggðra lána ef verðbólga vex síðar umfram væntingar. Það gagnstæða gildir um óverðtryggð fastvaxtalan sem tekin eru á tímum hárra verðbólguvæntinga, ef verðbólga lækkar í kjölfarið.

Þeir gallar fyrir lántakendur sem hér hafa verið nefndir væru léttvægari ef verðbólga á Íslandi væri ekki jafn mikil og raunin hefur verið. Efnahagsumhverfið gerir það að verkum að vextir eru hærri heldur en í löndum þar sem sparnaður er mikill og neysla takmörkuð og lág óverðtryggð vaxtakjör standa ekki til boða, ólíkt því sem þekktist í nágrennalöndunum. Gengisbreytingar hafa gríðarleg áhrif á verðbólgu, en hlutfall erlendrar vöru í vísitölu neysluverðs var 35% að meðaltali árin 1997-2010. Gengisbreytingar koma því fljótt fram í verðlagi og í kjölfarið í kjörum verðtryggðra lána (Esther Finnbogadóttir o.fl., 2010).

**MYND 12: VERÐBÓLGA OG GENGI KRÓNUNNAR**



Hins vegar eru aðrir ókostir við verðtrygginguna sem tengjast ekki efnahagsumhverfinu beint. Verðtryggð lán á Íslandi eru vel flest jafngreiðslulán, sem þýðir að greiðslubyrðin er lægri í nafnkrónum til að byrja með, en hækkar þegar líður

á lánstímann. Skortur á fjármálalæsi meðal almennings getur valdið því að þessi þróun lánsins sé lántakendum ekki ljós þegar lánið er tekið. Samkvæmt innlendum og erlendum rannsóknum er fjármálalæsi sérstaklega ábótavant á meðal tekjulægstu hópanna og þeirra sem hafa litla menntun („Fjármálalæsi á Íslandi“, 2009). Hætt er við að misskilningur um þróun greiðslubyrði geti ýtt undir óhóflega skuldsetningu þeirra sem ráða ekki við slíkt. Erlendis tíðkast að bjóða hagstæðari kjör framan af lánstímanum, sem versna svo þegar á hann líður. Lágir vextir í upphafi (e. teaser rates) eða engar afborganir fyrstu árin þekkjast t.d. í Danmörku og Bandaríkjunum. Eignamyndun er jafnframt hægari þegar greitt er af jafngreiðsluláni. Þannig hækka eftirstöðvar lánsins gjarnan fyrstu ár þess, ef verðbólga er markverð, þar sem afborgunarpáttur greiðslna er minni en sem nemur verðbótum á höfuðstól, og verðbætur hlaðast því á höfuðstólinn. Þetta snýst svo við á seinni hluta lánstímans, þegar afborgunarpáttur greiðslna vex, þó það fari eftir verðbólguþinginu.

Framboð lánamöguleika til húsnæðiskaupa er fábreytt á Íslandi. Íbúðalánasjóður er fyrirferðarmikill á markaðnum og býður eingöngu verðtryggð jafngreiðslulán með föstum vöxtum til 25 eða 40 ára. Umsvif viðskiptabankanna þriggja eru minni um þessar mundir, en þar hafa boðist óverðtryggð, og til skamms tíma gengistryggð, húsnæðislán. Hvort tveggja hefur komið lántakendum illa vegna gengis- og verðlagsþróunar undanfarinna ára þegar um breytilega vexti hefur verið að ræða. Verðtryggingin veitir lánveitendum vörn gegn mikilli verðbólgu, sem er möguleg ástæða þess að lánastofnanir hafa sjaldnast boðið upp á annars konar kjör en verðtryggð (Esther Finnbogadóttir o.fl., 2010). Vegna þessa hefur verið rætt um að verðtryggingin skapi ákveðinn freistnivanda (e. moral hazard), þar sem lánveitendur eru varðir gegn verðbólguáhættu og hafa því aukinn hvata til að ýta lánnum að viðskiptavinum. Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er tæpt á því hvernig lánastofnanir gátu aukið útlán sín í aðdraganda hruns, í trausti þess að verðtryggingin tryggði hagnað og að kaupmáttur héldist (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010). Með verðtryggingu er minni hvati til að vanda útlán, með tilheyrandi erfiðleikum fyrir þau heimili sem skortir upplýsingar um þá áhættu sem fylgir lántöku.

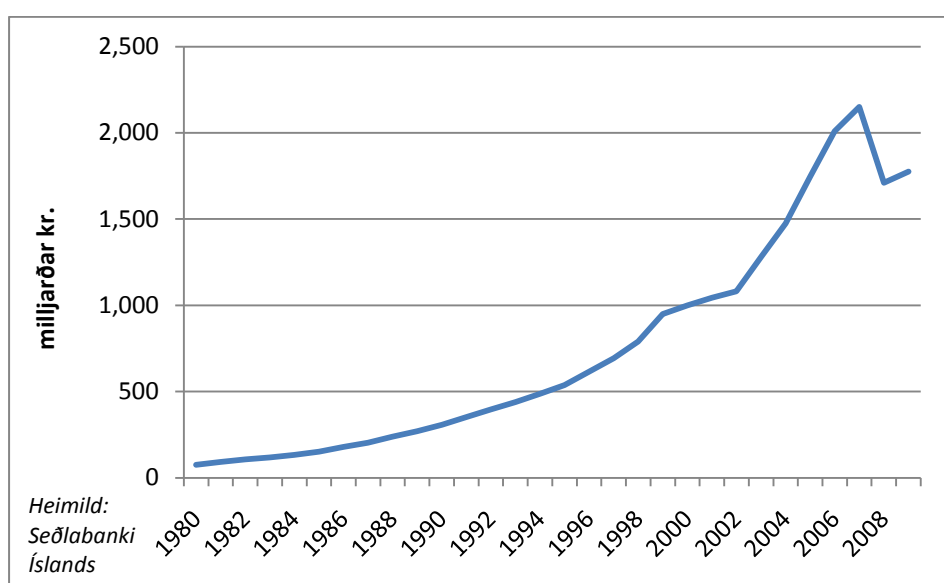
## LÁNVEITENDUR – FJÁRMÁLASTOFNANIR OG LÍFEYRISSJÓÐIR

Eins og bent hefur verið á fer sparnaður á Íslandi að mestu fram í lífeyrissjóðunum. Traust afkoma þeirra er því mikilvæg fyrir fjárhag heimilanna. Þar eru lánahliðin og sparnaðarhliðin nátengdar. Lífeyrissjóðir hafa verið helstu kaupendur verðtryggðra bréfa Íbúðalánasjóðs, þ.e. húsbrefa, húsnæðisbréfa og íbúðabréfa, og fjármagna þar

með að miklum hluta útgáfu húsnæðislána. Jafnframt veita lífeyrissjóðirnir sjálfir húsnæðislán. Þannig er almenningur, í gegnum eign sína í lífeyrissjóðum, að lána sjálfum sér fyrir húsnæðis kaupum.

Lágmarksiðgjald í lífeyrissjóði er 12% af heildarlaunum, sem greitt er af launafólki og atvinnurekendum allan starfsaldur þess. Lífeyrissjóðunum ber að greiða sjóðsfélögum ellilífeyri til æviloka og þurfa því að geta tryggt næga ávöxtun sjóða sinna til að halda í við verðlag og geta greitt rekstrarkostnað. Helst vilja sjóðirnir geta bætt réttindi sjóðsfélaga sinna. Lögum samkvæmt er lífeyrir verðtryggður og breytast réttindi mánaðarlega eftir vísitölu neysluverðs.

MYND 13: HREIN EIGN TIL GREIÐSLU LÍFEYRIS Á VERÐLAGI ÁRSINS 2009

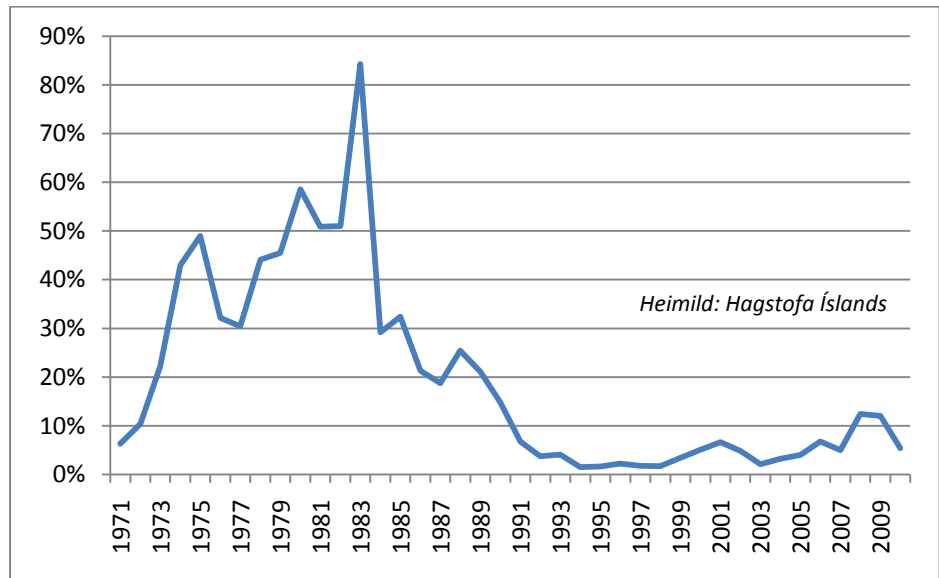


Samkvæmt reglugerð nr. 391/1998 með síðari breytingum miðast útreikningur lífeyrisréttinda við 3,5% raunávöxtun eigna lífeyrissjóða, þ.e. ávöxtun umfram vísitölu neysluverðs. Þetta vaxtaviðmið er hugsað til þess að jafna stöðu kynslóða hvað varðar iðgjald og réttindi. Verðtryggingin auðveldar lífeyrissjóðunum að ná því markmiði og auðveldar áætlanagerð til framtíða. Óljóst er hvaða áhrif aukin óverðtryggð fjárfesting hefði á afkomu lífeyrissjóðanna, en þar skiptir efnahagsþróun miklu máli (Esther Finnbogadóttir o.fl., 2010). Lækki raunávöxtun þarf að skerða réttindi, hækka iðgjöld, hækka ellilífeyrisaldur, auka hlut gegnumstreymis í kerfinu eða ná fram auknum hagvexti til að auka tekjuöflun lífeyriskerfisins. Skerðing réttinda er takmörkunum háð, þar sem ákvæði í lögum segja til um að lágmarkslífeyrir sé tryggður. Hækki raunávöxtunin hins vegar til lengri tíma gefst færi á að hækka lífeyrisréttindin eða lækka iðgjöld. Mikið liggur því við að góð raunávöxtun náist á sjóðunum. Efnahags- og viðskiptaráðuneytið hefur hafið vinnu við mat á áhrifum viðmiðsins í hagkerfinu í tengslum við nýja efnahagsáætlun.

## HAGSTJÓRN – STJÓRNVÖLD OG SEÐLABANKINN

Útbreiðsla verðtryggingar á Íslandi hefur vakið upp spurningar um áhrif hennar á virkni peningamálastjórnunar. Sjónarmið hafa verið uppi um að þar sem verðtryggingin dragi úr tilfinnanlegum áhrifum verðbólgu minnki hvati stjórnvalda til að halda verðlagi stöðugu. Á móti koma sjónarmið þeirra sem benda á að verulega hafi dregið úr verðbólgu í kjölfar innleiðingar verðtryggingar inn- og útlána, afnáms verðtryggingar á launum og vaxtafrelsis í byrjun níunda áratugarins.

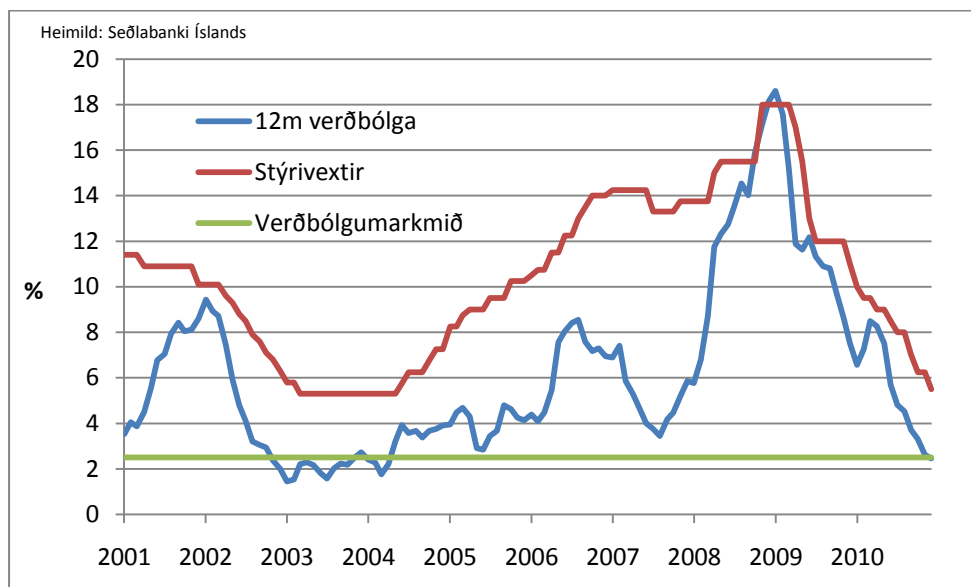
MYND 14: ÁRSBREYTINGAR Á VERÐBÓLGU (MEÐALTAL ÁRS)



Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er fjallað um hvernig Seðlabankinn var „á eftir kúrfunni“ með vexti sína á veðlánum, þ.e. stýrivexti. Þar sem verðtryggingin tryggði að útlán lánastofnana yrðu arðsöm, svo framarlega sem kaupmáttur héldi sínu striki og vanskil og afskriftir væru í lágmarki, skapaðist hvati til frekari útlánaaukningar. Þessa þróun hefði þó mögulega verið hægt að stöðva með ríflegri hækkun stýrivaxta, sem hefði fært peningastefnu Seðlabankans fram fyrir verðbólgukúrfuna (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010). Verðtryggingin varð til þess að bankarnir höfðu hag af óstöðugleika í hagkerfinu, sem aftur minnkaði hvata í samfélaginu til að koma á stöðugleika. Bankarnir bjuggu við jákvæðan verðtryggingarjöfnuð (e. indexation balance), sem þýddi að verðbólga jók hagnað þeirra og stuðlaði þar að auki að hreyfingum á markaði, sem skilaði sér í hærri þjónustugjöldum til bankanna. (Portes og Baldursson, 2007).



MYND 15: ÞRÓUN VERÐBÓLGU OG STÝRIVAXTA



Verðtryggingin hefur jafnframt áhrif á peningamálastjórn vegna víxlverkun hennar við eftirspurn heimilanna. Vegna fastra raunvaxta flestra fasteignalána á Íslandi skortir bein áhrif peningamálastjórnunar á greiðslubyrði heimilanna af lánunum, ólíkt því sem þekkist í löndum með breytilega vexti, þar sem stýrivextir hafa hraðvirk áhrif á greiðslubyrði og fjármögnunarkostnað. Á Íslandi er því miðlun peningastefnunnar með tilliti til áhrifa á eftirspurn heimilanna veikari en hún væri, nyti verðtryggingarinnar og langra fastra vaxta ekki við (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010). Már Guðmundsson, bankastjóri Seðlabankans, og Þórarinn G. Pétursson, aðalhafgræðingur bankans, sögðu á fundum nefndarinnar að rannsóknir styddu ekki þá kenningu að verðtrygging hefði áhrif á virkni peningamálastefnu. Þeir sögðu þó að vel mætti vera að verðtryggingin og jafngreiðsluformið kæmu í veg fyrir tilfínanleg áhrif verðbólgu á heimilin. Breytilegir vextir virki hraðar á eftirspurn heimilanna en fastir vextir. Hins vegar séu mörg ríki sem ná sínu verðbólguþakmiði vel, þrátt fyrir að fastvaxtalan sé algengasta lánaformið.

Þessa sjónarmiðs gætir einnig í grein Ásgeirs Danielssonar „Verðtrygging og peningastefna“ (2009). Ásgeir nefnir að rannsóknir sýni að stýrivextir hafi oft lítil áhrif á langtímavexti, sem oft ákvarðist meir af alþjóðlegum vöxtum. Þó að þetta gildi frekar í litlum opnum hagkerfum, þá bendi rannsóknir til að þetta eigi einnig við í t.d. Bandaríkjunum. Því hafi ekki verið sýnt fram á að áhrif stýrivaxta séu minni hér á landi en erlendis. Ásgeir bendir á að greiðslubyrði lána með verðtryggingu hækki þegar verðbólga vex, sem dragi úr eftirspurn eftir öðrum vörum, eins og peningamálastefna miðar að. Það sé hins vegar fastvaxtafyrirkomulagið sem veldur því að greiðslubyrðin hækkar minna en ella. Í raun skipti verðtrygging oft miklu máli

fyrir skilvirkni fjármálamarkaða þegar verðbólguhorfur eru óvissar og ætti þannig að auka virkni peningastefnunnar og vinna gegn verðbólgu.

Í skýrslu finnska bankasérfræðingsins Kaarlo Jännäri, sem hann skilaði stjórnvöldum í marslok 2009, er lýst yfir þeirri skoðun að verðtryggingin geri peningamálastefnu Seðlabanka Íslands nokkuð bitlausa, þar sem stýrivaxtaákvörðanir hafi aðeins áhrif á lítinn hluta markaðarins. Ólíkt því sem finna megi stað í hagfræðikenningum, hafi hækkun stýrivaxta stuðlað að frekari innflæði fjármagns til Íslands vegna vaxtamunarviðskipta, jöklabréfa og lántöku heimila og lögaðila í erlendum lágvaxtamýntum í stað krónu. Hann viðurkennir þó að hagfræðingar hafi ólík viðhorf hvað þetta varðar, en telur að útbreiðsla verðtryggingar sé slæm og hvetur til breytinga (Jännäri, 2009).

Richard Portes og Friðrik Már Baldursson (2007) taka undir með þeirri skoðun að verðtryggingin hamli miðlun peningamálastefnunnar með þessum hætti. Friðrik Már telur jafnframt vaxtamunarviðskipti hafa veikt miðlunarferli peningastefnunnar í aðdraganda hruns. Miðlun peningastefnunnar sé þó öflugri nú en áður, þar sem gjaldeyrishöftin loki á vaxtarmunarviðskipti og lántöku í erlendri mynt. Til að styrkja virkni peningastefnunnar sé mikilvægt að draga úr notkun erlendar myntar í lánakerfinu og verðtryggðra útlána. Afnáam verðtryggingar á löngum lánum, t.d. til húsnæðisakaupa, myndi þó að óbreyttu þýða að slíkar lánveitingar myndu leggjast af. Friðrik Már mælir því með fljóttandi verðtryggðum vöxtum í stað fastra, sem myndu veita áhrifum stýrivaxta betur út um hagkerfið og styrkja miðlun peningastefnunnar (Friðrik Már Baldursson, 2011).

Ingi Rafnar Júlíusson viðskiptafræðingur færði rök fyrir því á fundi nefndarinnar að einn helsti ókostur verðtryggingar fyrir stjórnun peningamála væri að fjármagnskostnaður í verðtryggðu lánakerfi væri ekki staðgreiddur, heldur væri honum skipt í raunvexti og verðbótaþátt sem legðist ofan á höfuðstól. Auk þess leiddi lág greiðslubyrði til ofskuldsetningar heimilanna. Ein af viðmiðunarreglum sem seðlabankar víða um heim hafa notað við beitingu stýrivaxta er hin svokallað Taylor regla. Í Peningamálum Seðlabankans er henni lýst á eftirfarandi máta: „Taylor reglan lýsir á einfaldan hátt hvernig stýrivextir ráðast af þremur lykilstærðum: Jafnvægisvöxtum, fráviki verðbólgu frá markmiði, og fráviki framleiðslu frá framleiðslugetu hagkerfisins – svokallaðri framleiðsluspennu/-slaka. Samkvæmt reglunni eiga stýrivextir að víkja frá jafnvægisvöxtum ef verðbólga víkur frá markmiði eða ef framleiðsluspenna/-slaki er fyrir hendi í þjóðarbúskapnum. Samkvæmt svokölluðu Taylor skilyrði þurfa stýrivextir að hækka (lækka) meira en verðbólga til

að raunstýrivextir hækki (lækki) og aðhald aukist (minnki) þannig að verðstöðugleiki sé tryggður.<sup>27</sup>

Ef verðbólga hækkar um 1% þurfa stýrivextir að hækka meira en 1%, eða t.d. 1,5% þannig að raunstýrivaxtastigið hækki um 0,5%. Ingi Rafnar telur að ástæðan fyrir því að Taylor reglan og verðból gumarkmið Seðlabankans hafi ekki virkað sé vegna þess sem margir telja stærsta kostinn við verðtrygginguna, að greiðslubyrði breytist lítið þrátt fyrir að verðbólga mælist í tugum af hundraði. Bendir hann á að með virkari peningamálastjórnun sé ráðist fyrir gegn verðbólgu. Ókosturinn við verðtrygginguna sé að einkennum verðbólgu sé haldið niðri þar til hún verður illviðráðanleg.

Í greininni „Hugleiðingar um peningamálastefnu“ skrifar Gylfi Zoega, prófessor og nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabankans: „Í því skyni að hamlá útlánavexti, skuldsetningu og verðbólum er nauðsynlegt að nota markvissari aðferðir en stýrivexti. Unnt er að hækka eiginfjárvæðir banka til þess að hamlá útlánavexti; lausafjárvæðir geta einnig dregið úr útlánum; hægt er að minnka hámark fasteignalána sem hlutfall af kaupverði og unnt er að setja hömlur við því að hægt sé að kaupa hlutabréf með veði í sjálfum bréfunum.“<sup>28</sup> Gylfi bendir á að einn helsti veikleiki peningamálastefnunnar hafi verið lítil áhrif breytinga Seðlabankans á vöxtum á bæði fjárfestingu og einkaneyslu. „Til að styrkja bein áhrif vaxta á eftirspurn þarf að endurskipuleggja húsnæðislánakerfið þannig að vextir Seðlabankans hafi áhrif á vaxtastig húsnæðislána í því skyni að hækkan seðlabankavaxta nái að slá á einkaneyslu.“<sup>29</sup> Jafnframt segir hann að koma verði í veg fyrir að heimili og fyrirtæki með tekjur í krónum geti tekið gengistengd lán, því annars verði tengsl vaxtastigs Seðlabankans og eftirspurn eftir fjármagni til fjárfestinga veik.

Í lokaorðum sínum bendir hann á að það kerfi sem byggt hafi verið upp fyrir hrun með sjálfstæðum gjaldmiðli, óheftri lántöku viðskiptabanka og innlendra aðila erlendis og gengistryggðum lánnum og frjálsum flutningi fjármagns hafi reynt vera mjög brotthætt. Leiðir til að bæta úr því felist fyrst og fremst í að tengja vexti á húsnæðislánum betur við almenna markaðsvexti, draga úr tengingu útlána við erlenda gjaldmiðla, draga úr möguleikum fjármálastofnana til að stækka hratt efnahagsreikning sinn, hvetja einstaklinga og fyrirtæki til að greiða skuldir hraðar og letja til lántöku, aðskilja viðskiptabanka og fjárfestingarbanka og leyfa ákveðinn sveigjanleika í sveiflum fasteignaverðs og verði hlutabréfa á grunni sögulegrar reynslu en grípa inn í ef farið er út fyrir þau mörk. „Með þessum aðgerðum mun ekki þurfa að hækka vexti jafn mikið og áður ef draga á úr uppsveiflu í hagkerfinu í

---

<sup>27</sup> Peningamál, 2007/3

<sup>28</sup> „Hugleiðingar um peningamálastefnu“. Bls. 80.

<sup>29</sup> Sama. Bls. 81.

fram tíðinni og því minni líkur á öflugum vaxtamunarviðskiptum og miklum sveiflum í gengi krónunnar. Einnig væri hægt að verjast innflæði fjármagns ef til þess kæmi í fram tíðinni.“<sup>30</sup>

Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er bent á mikilvægi fjölbreyttra ríkisskuldabréfa. OECD lagði til útgáfu skammtíma verðtryggðra ríkisskuldabréfa og langtíma óverðtryggðra ríkisbréfa, sem hefði að líkindum auðveldað miðlun peningastefnunnar yfir í vexti á fasteignalánum á þeim árum sem nefndin fjallar um. Með þessu hefði jafnframt fengist betri mælikvarði á verðbólguvæntingar, sem hefði hugsanlega aukið trúverðugleika Seðlabankans. Loks urðu slæm vaxtakjör á fasteignalánum í krónum til þess að sumir tóku frekar gengistryggð fasteignalán í erlendri mynt, sem hamlaði enn frekar miðlun peningastefnunnar (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Það eru þannig skiptar skoðanir meðal sérfræðinga um áhrif verðtryggingar á virkni peningamálastefnu.

## HUGMYNDIR UM MÖGULEGAR LEIÐIR

Samkvæmt þingsályktun um skipan nefndarinnar ber henni að leggja fram tillögur til að draga úr umfangi verðtryggingar án þess að fjármálastöðugleika sé ógnað. Ýmsir möguleikar og hugmyndir komu fram á fundum nefndarinnar, bæði frá nefndarmönnum og gestum. Í þessum kafla verður farið yfir þær hugmyndir að mögulegum leiðum sem komu fram og kostir þeirra og gallar metnir út frá verkefnum og markmiðum sem nefndinni var falið og hún setti sér sjálf.

### A. BANN VIÐ VERÐTRYGGINGU Í ÖLLUM FJÁRMÁLAGERNINGUM

Bann við verðtryggingu í öllum fjármálagerningum mundi marka endalok útgáfu verðtryggðra skuldabréfa, verðtryggðra innlána, verðtryggðra námslána og verðtryggðs lífeyrissparnaðar. Ríkissjóður og Íbúðalánasjóður þyrftu í auknum mæli að fjármagna sig með útgáfu óverðtryggðra bréfa og að sama skapi gætu lífeyrissjóðir ekki fjárfest í verðtryggðum afurðum innanlands. Lífeyrissjóðir þyrftu þar með að leita annarra leiða til að standa við skuldbindingar og væntingar um lífeyrisréttindi sjóðsfélaga. Til samræmis þyrfti þá að breyta lögum og 19. gr. reglugerðar nr. 391/1998 um lífeyrissjóði þannig að viðmið núvirðisreiknings

---

<sup>30</sup> „Hugleiðingar um peningamálastefnu“. Bls. 84.

væntanlegs lífeyris og framtíðariðgjalda yrðu óverðtryggð. Hætt er við að bann við verðtryggingu aftur í tímann bryti í bága við ákvæði stjórnarskrár um eignarrétt.

Enginn gesta nefndarinnar taldi ástæðu til að banna verðtryggingu í öllum fjármálagerningum.

## **B. BANN VIÐ VERÐTRYGGINGU LÁNA MEÐ VEÐI Í HÚSNÆÐI**

Í könnun sem Capacent gerði fyrir Hagsmunasamtök heimilanna haustið 2009 sögðust 80% svarenda vera mjög eða frekar hlyntir hugmyndum um afnám verðtryggingar.<sup>31</sup> Í tillögum sínum „Grunnur að þjóðarsátt“ leggja samtökin til að hætt verði að veita ný verðtryggð lán til einstaklinga vegna húsnæðiskaupa og sem leið í lækkun höfuðstóls verðtryggðra lána í kjölfar hruns yrði sett þak á verðtrygginguna í núverandi lánasamningum, hún tröppuð niður og loks afnumin.<sup>32</sup> Í rannsókn Íbúðalánasjóðs um húsnæðismál frá 2010 sögðu 66,3% svarenda að afnám verðtryggingar væri eitt af þremur atriðum sem væru brýnust til að bæta húsnæðiskjör fólks. Lækkun vaxta var nefnt af 74,4% þátttakenda og leiðrétting lána vegna forsendubrests af 69,6% þátttakenda.<sup>33</sup>

Afnám verðtryggingar með lögum fælist í banni við verðtryggingu í viðkomandi fjármálagerningum til framtíðar, en hefði ekki sjálfvirk afturvirk áhrif á gerða samninga. Með banni gegn verðtryggingu lána með veði í húsnæði mundi vægi verðtryggingar þannig smám saman minnka, eftir því sem lánasamningum er lokað. Mögulega væri hægt að semja um endurfjármögnun lána á óverðtryggðum kjörum til að flýta fyrir afnámi hennar, en það yrði þó alltaf háð samkomulagi lánveitenda og lántakenda.

## **C. BANN VIÐ VERÐTRYGGÐUM JAFNGREIÐSLULÁNUM**

Bent hefur verið á að mörg af þeim einkennum sem eignuð eru verðtryggðum lánum, t.d. lægri greiðslubyrði framan af, frestun á greiðslu verðbóta og hægari eignamyndun, eru til komin vegna jafngreiðslu (annuitet) fyrirkomulagsins. Jafngreiðsluformið veldur því, eins og nafnið bendir til, að greiðslubyrði er föst og jöfn í raunkrónum yfir allan afborgunartíma lánsins. Eiginlegar afborganir af höfuðstól eru hins vegar lágur framan af og eignamyndun hæg. Afborgunarhluti

<sup>31</sup>

<http://www.heimilin.is/varnarthing/images/stories/pdfs/capacent.konnun.0909.pdf>

<sup>32</sup> <http://www.heimilin.is/varnarthing/about/alyktanir-samtykkir/989-grunnur-ad-thjodarsatt>

<sup>33</sup> <http://ils.is/library/Skyrslur-og-samningar/Vidhorfskannanir/K%C3%B6nnun%20f%C3%A9lagsv%C3%ADsindastofnu%2005102010%20%282%29.pdf>

greiðslna eykst svo eftir því sem líður á lánstímann og lánið greiðist hratt niður undir lokin. Vaxtakostnaður jafngreiðslulána er þannig meiri en lána með jöfnum afborgunum, þar sem vextir reiknast lengur af eftirstöðvum.

Jafngreiðsluformið getur hentað þeim vel sem vilja fresta greiðslum fram í tímann. Á móti kemur að lægri greiðslur í upphafi lánstímans geta freistað lántakenda til að taka hærra lán og stuðlað þannig að meiri skuldsetningu en ella. Jafngreiðsluformið getur þannig ýtt undir sálræna hvata um að fresta greiðslum, ofsjálfstraust og vanmat á áhættu tengdri skuldbindingunni. Sé markmiðið að fjármagna eign til langs tíma geta jafngreiðslur verið góður kostur, en sé markmiðið hröð eignamyndun í því skyni að selja eignina fljótt geta jafngreiðslur þótt verri kostur. Bann við jafngreiðsluforminu mundi letja fólk til lántöku, vegna hærri greiðslubyrði í upphafi, og hafa áhrif til lækkunar fasteignaverðs. Lægra launað fólk ætti erfiðara með að taka lán, nema að undangengnum sparnaði. Þeir sem efni hafa á og geta greitt jafnar afborganir mundu hins vegar greiða höfuðstólinn hraðar niður og eignast meira í fasteigninni fyrr. Þó má hafa í huga að unnt er að greiða inn á jafngreiðslulán til að lækka höfuðstól hraðar ef óskað er. Það sama gildir um bann við jafngreiðslum og um bann við verðtryggingu, að gerðir samningar munu að óbreyttu standa áfram.

Friðrik Ó. Friðriksson, formaður Hagsmunasamtaka heimilanna, kallaði á fundi nefndarinnar eftir banni við verðtryggðum jafngreiðslulánum til neytenda, en ekki banni við útgáfu verðtryggðra ríkisskuldabréfa eða verðtryggingu lífeyris.

## D. STAÐGREIÐSLA VERÐBÓTA

Verðtryggingin, sérstaklega í formi jafngreiðslulána, felur í sér að lántakanda er sjálfkrafa veitt lán fyrir verðbótum í formi hækkunar höfuðstóls. Ólafur Margeirsson og Valdimar Ármann hafa mælt fyrir því að fyrirkomulaginu verði breytt þannig að lántakandi staðgreiddi verðbætur jafnóðum. Nefna þeir að þetta tryggi að höfuðstóll láns lækki, svo lengi sem staðið er við greiðslur. Eignamyndun verði hraðari, útpensla peningamagns í umferð hægari, verðbólguþrýstingur minni, pólitískt aðhald gagnvart verðbólgu meira, og virkni peningamálastefnu á eftirspurn heimilanna aukist. Ólafur og Valdimar segja að þetta megi útfæra annað hvort með því að lántakendur taki upp hjá sjálfum sér að staðgreiða verðtrygginguna eða með því að útbúa lánin þannig að staðgreiðsla yrði skylda. Þessi aðferð gerir lánin líkari lánnum með breytilega vexti og gerir þannig greiðslubyrðina breytilega í sveiflukenndu umhverfi eins og á Íslandi. Þannig geti sveiflurnar orðið lántakendum þungbærar, en slíkt hvetji fólk og fjármálastofnanir til að fara varlega í lántökur og lánveitingar og gera ráð fyrir mismikilli greiðslubyrði (Ólafur Margeirsson & Valdimar Ármann, 2010). Hins

vegar, ef veruleg verðbóluskot yrðu, til dæmis vegna gengisfalls krónunnar, myndi staðgreiðsla verðtryggingar hafa umtalsverð neikvæð áhrif á kaupmátt og ráðstöfunartekjur heimila og gæti í versta falli ógnað fjármálastöðugleika. Því væri kominn enn sterkari hvati fyrir stjórnvöld að halda verðbólgu og gengi gjaldmiðilsins í jafnvægi.

## E. ÞAK Á VERÐTRYGGINGU

Haustið 2009 lögðu þingmenn Framsóknarflokksins fram frumvarp sem kvað á um að hámarkshækkun verðtryggingar á ársgrundvelli yrði 4%. Frumvarpið hafði verið flutt áður, en komst í hvorugt skiptið til annarrar umræðu. Í því er fjallað um að nauðsynlegt sé að ábyrgð á að halda verðbólgu lágri verði í auknum mæli hjá lánveitendum og að áhættan vegna mikillar óvissu um verðbólgu skiptist jafnar á milli lánveitenda og lántaka.<sup>34</sup> Hagsmunasamtök heimilanna hafa einnig talað fyrir þaki á verðtryggingu. Tillaga Hagsmunasamtakanna gengur út á að 4% þakið lækki í þrepum þar til verðtryggingin sé fallin út.<sup>35</sup> Meginmarkmið tillögunnar sé að knýja lánveitendur til þátttöku í að viðhalda stöðugleika og halda verðbólgu niðri í samstarfi við stjórnvöld. Þeir þingmenn Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs lögðu fram frumvarp haustið 2008 þess efnis að verðtryggð lán mættu aldrei bera hærri vexti en 2%. Frumvarpið fór ekki til umræðu á þingi.<sup>36</sup>

Í skýrslu Askar Capital um kosti og galla verðtryggingar er bent á að þessi hugmynd um 4% þak jafngildi því að lánveitandi veiti lántakanda tryggingu í formi kaupréttar á verðbólgu (e. call option) með þröskuldi (e. strike price) við 4%. Ljóst er að regla um hámarkshækkun verðtryggingar mundi hafa nokkur áhrif á vaxtastig eða leiða til sérstaks gjalds sem lántakandi greiðir fyrir þá tryggingu að hækkunin verði aldrei meiri en 4% (Esther Finnbogadóttir o.fl., 2010).

Efasemdir hafa verið uppi um að mögulegt sé að breyta gerðum lánasamningum með þessum hætti, nema með samkomulagi beggja aðila. Tryggingu af þessu tagi er unnt að veita í dag án lagabreytingar, en kostnaður við hana er að öllum líkindum talsverður á löngum lánnum.

<sup>34</sup> <http://www.althingi.is/altext/138/s/0012.html>

<sup>35</sup> <http://www.heimilin.is/varnarthing/about/alyktanir-samtykkir/989-grunnur-ad-thjodarsatt>

<sup>36</sup> <http://www.althingi.is/altext/136/s/0186.html>

## F. ÖNNUR VIÐMIÐ TIL VERÐTRYGGINGAR

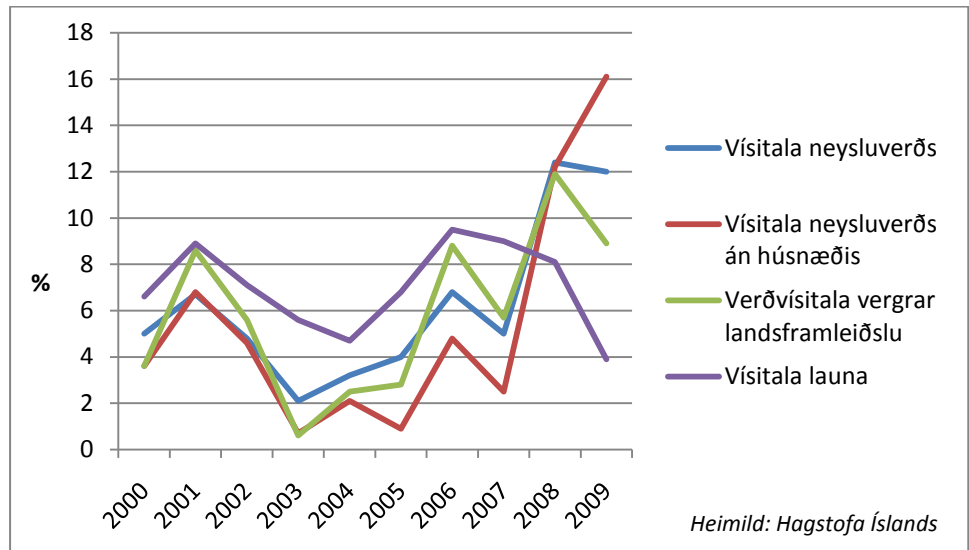
Samkvæmt lögum um vexti og verðtryggingu nr. 38/2001 með síðari breytingum er einungis heimilt að verðtryggja lánsfé með vísitölu neysluverðs eða hlutabréfavísitölu, innlendri eða erlendri, eða safni slíkra vísitalna sem ekki mæla breytingar á almennu verðlagi. Frá árslokum 2009 hafa afborganir um helmings lána hjá Íbúðalánasjóði miðast við greiðslujöfnunarvísitölu, með það að markmiði að lækka greiðslubyrði þeirra heimila tímabundið. Þá eru greiddar afborganir af lánum miðað við höfuðstól þeirra eins og hann var 1. janúar 2008, verðtryggðan frá þeim degi með launavísitölu að teknu tilliti til atvinnustigs. Lækkun greiðslna frá því sem verið hefði með upphaflegri verðtryggingu leggst við höfuðstól lánsins, til greiðslu síðar. Greiðslujöfnun leiðir til aukins kostnaðar í formi vaxta og verðbóta þegar uppi er staðið. Um helmingur lántaka afþakkaði greiðslujöfnun þegar henni var komið á.

Gísli Tryggvason, talsmaður neytenda, bar upp þá tillögu á fundi nefndarinnar að önnur vísitala en vísitala neysluverðs yrði notuð við útreikning á verðtryggingu. Áður fyrr var lánskjaravísitala notuð til að reikna út verðtryggingu og hafa verið nefndar hugmyndir um að önnur viðmið verði notuð. Eins og sjá má á mynd 16 er sjaldnast hægt að fullyrða að tenging verðtryggingar við eina vísitölu frekar en aðra skili lántakendum staðfastlega betri kjörum. Tenging verðtryggingar við launavísitölu, eins og m.a. Joseph Stiglitz hefur talað fyrir, hefði komið lántakendum illa fram til ársins 2008, þegar raunlaun tóku að lækka.<sup>37</sup> Tenging við verðvísitölu landsframleiðslu hefði einnig komið sér illa fyrir lántakendur á ákveðnum tímabilum fyrsta áratug 21. aldar og að sama skapi hefur vísitala neysluverðs án húsnæðis hækkað meira en vísitala neysluverðs árin eftir hrun. Fasteignaverð sveiflast mjög eftir eftirspurn til skamms tíma og hefði tenging við vísitölu fasteignaverðs haft veruleg áhrif á húsnæðislán í eignaverðsbólunni í aðdraganda hruns, eins og sjá má á mynd 19 (Már Wolfgang Mixa, 2010). Ljóst er því að breytingar á vísitölu til viðmiðunar munu vekja mismikla lukku eftir því hvernig árar í þjóðfélaginu hverju sinni. Þá má benda á að breytingar á vísitölugrunni eldri lánasamninga þurfa að vera málefnalegar og hóflegar, þannig að í þeim teljist ekki felast eignaupptaka sem bryti í bága við eignarréttarvernd 72. gr. stjórnarskrárinnar.

<sup>37</sup> <http://visir.is/article/20090909/FRETTIR01/285799869/-1>



MYND 16: ÁRSHÆKKANIR NOKKURRA VÍSITALNA



## G. SÍLESKA LEIÐIN

Í mörgum löndum Suður-Ameríku og í Ísrael er verðtrygging enn útbreiddari en á Íslandi. Í Síle var verðbólga orðin slíkt vandamál að komið var upp sérstakri mælieiningu (UF) til að sýna raunvirði. Fjárskuldbindingar voru í auknum mæli tilgreindar í UF, þar á meðal upphæðir húsnæðislána. Munurinn á síleska fyrirkomulaginu og íslenskri verðtryggingu felst í mælieiningunni sem notuð er. Á Íslandi, í ímynduðu dæmi, yrðu upphæðir lána gefnar upp í verðtryggðum krónum (VTK), þ.e. miðað við verðlag á hverjum tíma. Í stað þess að krónutala höfuðstóls lána hækkaði sífellt með verðbólgu, þyrfti að greiða sömu upphæð VTK til baka í lok lánstímans og greidd var út í upphafi. Sú upphæð króna sem þyrfti til að greiða fyrir hverja VTK mundi hins vegar hækka með verðbólgunni. Hugmyndin er sú að sporna gegn áhrifum skilningsleysis á verðmæti peninga, eða peningaglýju, draga úr misskilningi fólks á afleiðingum verðbólgu og gera raunstærðir skýrari í hugum fólks.

Robert Shiller, hagfræðiprófessor í Yale, hefur mælt með því að stjórnvöld allra landa birti mælieiningu á borð við UF til að gera fólki kleift að nota hana til að sýna upphæðir fjárskuldbindinga. Hann telur erfitt að lækna peningaglýju og bendir á hversu undarlegt það sé að fólk geri lánsamninga til framtíðar um endurgreiðslu á peningum sem algjörlega óljóst er hvaða virði muni hafa þegar kemur að skuldadögum. Hann hefur jafnframt hvatt til þess að verðtryggingu verði haldið áfram í þeim löndum þar sem henni var komið á vegna óðaverðbólgu, þrátt fyrir að tekist hafi að ná völdum á verðbólgunni (Shiller, 1998b)

## H. VAXTABÆTUR AÐEINS GREIDDAR ÞEIM SEM SKULDA ÓVERÐTRYGGT

Ingi Rafnar Júlíusson ræddi á fundi nefndarinnar þá hugmynd að vaxtabætur yrðu aðeins greiddar þeim sem eru með óverðtryggð húsnæðislán. Með þessu mundu skapast hvatar fyrir fólk til að taka ný óverðtryggð lán frekar en verðtryggð og miðlun peningastefnunnar mundi auðveldast fyrir vikið. Bendir Ingi á að samfélagið hafi sameiginlega hagsmuni af því að verðlag verði stöðugra og eigi það jafnt við um fjármagnseigendur og lántakendur.

## I. BREYTINGAR Á ÁVÖXTUNARKRÖFU LÍFEYRISSJÓÐA

Á fundum nefndarinnar kom ávöxtunarkrafa lífeyrissjóðanna ítrekað til tals. Ólafur Margeirsson færði fyrir því rök að viðmið um 3,5% raunávöxtun lífeyrissjóðanna, sem kveðið er á um í reglugerð nr. 391/1998, skapaði ýmis vandamál í hagkerfinu. Fyrir tilstilli þessa viðmiðs væri vaxtastig almennt í landinu of hátt, fjárfesting væri mikið minni en ella og spurn eftir erlendu fjármagni meiri, sem aftur leiddi af sér miklar erlendar skuldir þjóðarbúsins og neikvæðan þrýsting á viðskiptajöfnuð. Valdimar Ármann benti á að tryggingafræðilegur halli lífeyrissjóðanna færi vaxandi ef þeir lána út fé á lægri raunávöxtun en 3,5% og þar með þyrftu sjóðirnir að skerða lífeyrisréttindi ef iðgjöld eru ekki hækkuð á móti. Það væri því ljóst að lítill vilji gæti verið fyrir því innan sjóðanna að fjárfesta í nokkru sem gæti gefið minna en 3,5% raunávöxtun. Gísli Tryggvason, talsmaður neytenda, hvatti til þess að viðmiðinu yrði breytt í reglugerð með þeim afleiðingum að það gólf sem það er sagt mynda á vaxtastig í landinu lækkaði.

Bjarni Þórðarson tryggingastærðfræðingur og Hrafn Magnússon, framkvæmdastjóri Landssamtaka lífeyrissjóða, sögðu á fundi nefndarinnar að núverandi reiknigrundvöllur gerði ráð fyrir 3,5% raunávöxtun á heildareign lífeyrissjóðs. Nái sjóður ekki því viðmiði á innlendum eignum getur ávöxtun erlendra eigna bætt heildarávöxtunina þannig að hún nái 3,5% viðmiðinu. Verði viðmiðið lækkað til frambúðar mundi óhjákvæmilega koma til skerðingar áunninna réttinda sjóðsfélaga, sem og lækkunar á áunnum réttindum á hverjum tíma. Hannes G. Sigurðarson, aðstoðarframkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins, og Gylfi Arnbjörnsson, forseti Alþýðusambands Íslands, tóku í sama streng á öðrum fundi nefndarinnar og sögðu að viðmiðið myndaði grundvöll framreiknings réttinda. Sé ávöxtun lakari en viðmiðið myndist þörf fyrir skerðingu réttinda og öfugt, sé hún betri. Töldu þeir því vandséð að viðmiðið hefði áhrif á vaxtastigið í landinu.

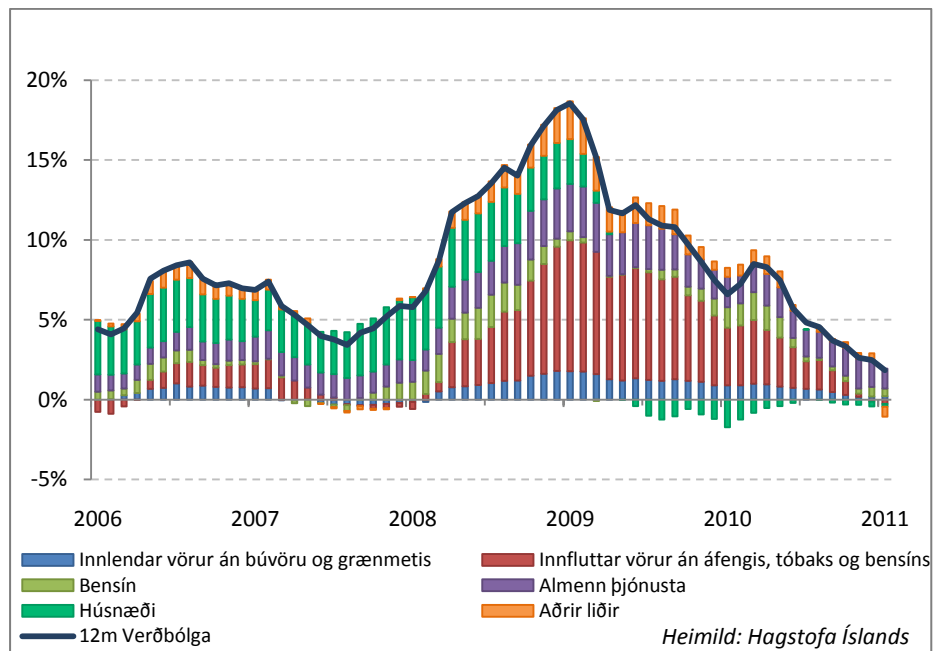
Umræða um ávöxtunarkröfu lífeyrissjóðanna hefur meira með virkni skuldabréfamarkaða, vaxtastig í landinu og lífeyrisréttindi sjóðsfélaga að gera en verðtrygginguna sjálfa. Verðtrygging lífeyris og fjárfestingarstefna lífeyrissjóðanna

sem felst að hluta í kaupum á verðtryggðum afurðum tengir þó þessa umræðu. Afnáam verðtryggingar eða höft við henni hefðu áhrif á fjárfestingarmöguleika sjóðanna og gerðu það að verkum að rökrétt væri að núvirðingarviðmið í reglugerð um lífeyrissjóði yrði óverðtryggt. Efnahags- og viðskiptaráðuneytið hefur hafið vinnu við mat á áhrifum viðmiðsins í hagkerfinu í tengslum við nýja efnahagsáætlun.

## J. UPPTAKA ANNARRAR MYNTAR

Ítrekað kom fram við umfjöllun nefndarinnar að verðtrygging væri viðbragð við þeim óstöðugleika sem hefur verið viðvarandi í íslensku efnahagslífi. Færð hafa verið fyrir því rök að smæð íslensku krónunnar geri hana veikburða gagnvart ytri og innri áhrifavöldum, sem auki sveiflur hennar og stuðli að verðbólgu. Eins og sjá má á mynd 17 er stór hluti verðbreytinga vegna breytinga á gengi. Þessi óstöðugleiki hefur skilað sér í hærri fjármagnskostnaði. Samkvæmt könnun sem Neytendasamtökin gerðu árið 2005 á húsnæðislánamörkuðum tíu Evrópuríkja er lánskostnaður á íslenska markaðnum umtalsvert hærri en í samanburðarlöndunum. Raunvextir eru jafnframt 2 til 5 prósentustigum hærri en í hinum löndum könnunarinnar („Húsnæðislánamarkaður“, 2005).

MYND 17: UNDIRLIÐIR VERÐBÓLGU



Á fundi nefndarinnar hvatti Gylfi Arnbjörnsson, forseti Alþýðusambands Íslands, til inngöngu í Evrópusambandið og upptöku evru sem gjaldmiðils. Gylfi færði fyrir því rök að það væri ekki hægt að ná fram stöðugleika í gengis- og verðlagsmálum í landi sem vill halda í smáan sjálfstæðan gjaldmiðil til þess eins að geta felld hann þegar illa

árar, og þá skipti engu máli hvort verðtrygging verði bönnuð eða ekki. Kristín Pétursdóttir, forstjóri Auðar Capital, sagði á fundi nefndarinnar að við inngöngu í ESB og upptöku evru fengist gjaldmiðill sem er stærri og stöðugri og að honum fylgdu lægri vextir og minni verðbólga. Fjármagnskostnaður á Íslandi sé meiri en annars staðar vegna krónunnar og verðtryggingin sé einn af þeim kostnaðarliðum. Ekki var bent á upptöku annarra mynta en evrunnar.

Við inngöngu í ESB og upptöku evru breytast verðtryggð húsnæðislán ekki sjálfkrafa í óverðtryggð. Gerðir samningar munu því standa, nema gripið verði til sérstakra aðgerða til að breyta þeim. Þar yrði væntanlega um að ræða valkvæð skiptiútboð verðtryggðra skuldabréfa yfir í óverðtryggð. Með upptöku evru yrði hins vegar lánastofnunum gert auðveldara að bjóða upp á óverðtryggð lán á betri vaxtakjörum. Ástæður fyrir því væru að minni líkur yrðu á verðbóluskotum, með tilheyrandi hækkunum á verðtryggðum lánum, og gengisáhætta gagnvart evru yrði úr sögunni. Þá hefðu bankar beinan aðgang að lausafjármögnun í endurhverfum viðskiptum á stýrivöxtum Evrópska seðlabankans. Þó mundi það standa sem áður sagði, að fjármagnskostnaður er minni á verðtryggðum lánum en óverðtryggðum, vegna verðbólguáhættunnar sem fylgir þeim síðarnefndu. Ekkert er því til fyrirstöðu að lánastofnanir bjóði áfram verðtryggð lán eftir upptöku evru og að ríkissjóður gefi áfram út verðtryggð skuldabréf, enda þekkist það síðarnefnda víða um Evrópu. Eftir upptöku evru myndi verðbólga færast smám saman nær því sem gerist almennt á evrusvæðinu, en sá munur sem eftir stæði réðist af staðbundnum þáttum á borð við húsnæðisverð og skatta og gjöld hins opinbera.

Gylfi Zoega telur að reynsla annarra ríkja sem tekið hafa upp evru bendi til þess að við upptöku evru muni vextir til skamms tíma og til langs tíma lækka snarlega. „Langtímavextir á ríkisskuldabréfum (10 ára) eru nú (í maí 2010) 3.03% í Finnlandi, 3.21% í Austurríki og 4.14% á Möltu en mun hærri á Írlandi (4.86%) og í Grikklandi (7.97%) sem hefur skertan aðgang að lánamörkuðum vegna mikilla ríkisskulda. Til samanburðar eru þeir um 6.3% á Íslandi um þessar mundir.“<sup>38</sup> Samhliða lægri vöxtum sé töluverð hætta á að spurn eftir lánum aukist mikið, uppsveifla yrði í efnahagslífinu í ein 5-10 ár á meðan skuldir færu vaxandi og eignabólur væru að myndast líkt og gerðist á Grikklandi, Írlandi, Portúgal, Spáni og Ítalíu. Afleiðingarnar yrðu kunnuglegar, atvinnuleysi vegna hás raungengis í kjölfar launaskriðs og fjárhagsvandi hins opinbera vegna rýrnunar skattstofna. Til að koma í veg fyrir þetta yrði nauðsynlegt að beita markvissri efnahags- og peningamálastjórnun með skattlagningu á lántökum og hærri eiginfjárkröfu til að koma í veg fyrir vöxt útlána og jafna sveifluna (Gylfi Zoega, 2010).

---

<sup>38</sup> Gylfi Zoega (2010), bls. 83.

Hvað varðar aðrar myntir en evru og það myntbandalag sem henni fylgir, þá fylgja ýmis vandkvæði því að reka fastgengisstefnu eða taka upp mynt einhliða, eins og fram kom í máli fulltrúa Seðlabankans á fundum nefndarinnar. Í stjórn málaumræðu hafa komið fram hugmyndir um einhliða upptöku evru, sem og upptöku m.a. Bandaríkjadals, norskrar krónu eða svissnesks franka með samkomulagi eða einhliða.

## K. AUKIÐ FRAMBOÐ AF ÓLÍKUM TEGUNDUM LÁNA

Flestir gesta nefndarinnar mæltu með aukinni fjölbreytni húsnæðislána á íslenskum markaði. Verðtryggð jafngreiðslulán eru langalgengasta form húsnæðislána á Íslandi og hafa verið undanfarna áratugi, enda bundin í lögum um Íbúðalánasjóð. Haustið 2010 voru um 9% heimila með húsnæðislán með gengistryggð húsnæðislán, en í kjölfar breytinga á lögum nr. 38/2001 um vexti og verðtryggingu verður gengistryggðum húsnæðislánum breytt yfir í verðtryggð lán í íslenskum krónum, en lánsformið er þó frávíkjanlegt. Óverðtryggð lán á breytilegum vöxtum eru í boði í stóru bönkunum þremur, Íslandsbanka, Arion banka og Landsbankanum. Möguleikar lántakenda um þessar mundir eru því annars vegar verðtryggð fastvaxtalán með annað hvort jöfnum greiðslum eða jöfnum afborgunum og hins vegar óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum (eða með föstum vöxtum fyrstu þrjú árin) og annað hvort jöfnum greiðslum eða jöfnum afborgunum.

**TAFLA 3: FASTEIGNASKULDIR HEIMILA 1. OKTÓBER 2010**

Verðtryggð fasteignalán	1.236 milljarðar kr. (88,6%)
Gengistryggð fasteignalán (fyrir lagasetningu)	117 milljarðar kr. (8,4%)
Óverðtryggð fasteignalán	39 milljarðar kr. (2,8%)
<b>Fasteignalán alls</b>	<b>1.392 milljarðar kr.</b>

*Heimild: Skýrsla sérfræðingahóps um skuldavanda heimilanna*

Samkvæmt lögum nr. 44/1998 um Íbúðalánasjóð skulu almenn húsnæðislán sjóðsins vera verðtryggð og miðast við vísitölu neysluverðs. Stjórn sjóðsins er þó heimilt, að fengnu samþykki ráðherra, að stofna til nýrra lánaflokka. Sigurður Erlingsson, framkvæmdastjóri Íbúðalánasjóðs, og Sigurður Geirsson, forstöðumaður innra eftirlits hjá sjóðnum, sögðu á fundi nefndarinnar að sjóðurinn hefði til skoðunar að fjölga valkostum lánaforma og horfa frekar til óverðtryggðra möguleika, en það tengdist fjármögnunarkostum hans. Már Guðmundsson seðlabankastjóri og Þórarinn G. Pétursson, aðalhaf fræðingur Seðlabankans, sögðu á fundum að Seðlabankinn væri hlynntur fjölbreyttari lánaformum og fleiri valkostum fyrir lántakendur. Þá benti Már Wolfgang Mixa á að gæfist fólki færi á að fjármagna húsnæðis kaup sín í auknum

mæli með bæði verðtryggðum og óverðtryggðum lánum minnkaði það áhættu lántakenda vegna sveiflna í verðbólgu (Már Wolfgang Mixa, 2010).

Til að mynda vaxtagólf undir löng óverðtryggð húsnæðislán er æskilegt að ríkissjóður og Íbúðalánasjóður gefi út óverðtryggð skuldabréf til mismunandi langs tíma og viðhaldi óverðtryggðum skuldabréfaflokkum á markaði.

**TAFLA 4: FASTEIGNASKULDIR HEIMILA EFTIR LÁNVEITANDA 1. OKTÓBER 2010**

Íbúðalánasjóður	579 milljarðar kr. (41,6%)
Lífeyrissjóðir	183 milljarðar kr. (13,1%)
Bankar og sparisjóðir	630 milljarðar kr. (45,3%)
<b>Fasteignalán alls</b>	<b>1.392 milljarðar kr.</b>

*Heimild: Skýrsla sérfræðingahóps um skuldavanda heimilanna*

## L. AFNÁM KVAÐA AF VERÐTRYGGINGU

Sem stendur er óheimilt að verðtryggja útlán til skemmri tíma en fimm ára og innlán til skemmri tíma en þriggja ára bindingar. Þá er ekki heimilt að tengja verðtryggð lán við aðrar vísitölur en vísitölu neysluverðs og hlutabréfavísitölu, innlenda eða erlenda, eða safn slíkra vísitalna.

OECD mælti með því í umfjöllun sinni um Ísland árið 2006 að allar kvaðir af verðtryggingu yrðu afnumdar. Í skýrslunni kemur fram að verðtryggingin hafi verið til góðs fyrir lántakendur og lánveitendur á Íslandi og hafi dregið úr áhættu vegna sveiflna í verðbólgu. Hins vegar væru engin gild rök fyrir bönnum við verðtryggingu útlána og innlána til skamms tíma. Fólki ætti að vera frjálst að velja skammtíma verðtryggðar afurðir, kjósi það svo, að mati OECD (OECD, 2006). Undir þetta atriði er tekið í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Þess má geta að styttri verðtrygging en til 3-5 ára er í boði á markaði, þrátt fyrir áður nefndar kvaðir, með því að kaupa eða skortselja verðtryggð ríkistryggð skuldabréf. Um þessar mundir eru til dæmis rétt rúm 3 ár til lokagjalds stysta verðtryggða skuldabréfs Íbúðalánasjóðs, HFF14.

Ekki verður séð að þessi möguleiki styðji með beinum hætti við markmið og hlutverk nefndarinnar um tillögugerð um að draga úr vægi verðtryggingar án þess að ógna fjármálastöðugleika.

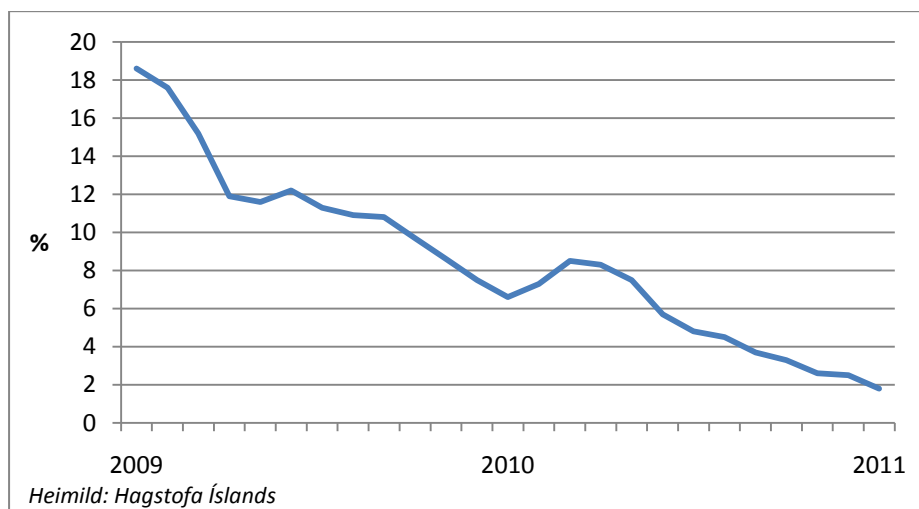
## M. NÁ VALDI Á VERÐBÓLGU

Verðtrygging var upphaflega innleidd með það að markmiði meðal annars að ná tókum á óðaverðbólgu og tryggja raunvirði sparnaðar. Allir gestir nefndarinnar voru sammála um að verðtrygginguna mætti helst kalla birtingarmynd vandans, en ekki hinn undirliggjandi vanda, sem er verðbólgan.

Sögulega séð hefur gengið illa að halda verðbólgu lágrí á Íslandi. Hægt er að benda á ýmsa sökudólga í því efni, hvort sem það er peningamálastjórn, smæð gjaldmiðilsins, vöxtur ríkisútgjalda, stefna í húsnæðismálum, skattalækkanir, skattahækkanir, krafa hagsmunaaðila um gengisfellingar, stórtækar framkvæmdir, slæm efnahagsstjórn, skortur á sparnaði, neyslugleði heimilanna o.s.frv.

Ljóst er að efnahagssumhverfi með minni verðbólgu mundi draga úr tilfinnanlegum áhrifum verðtryggingar á lántakendur. Í skjóli gjaldeyrishafta og efnahagsbruns hefur tekist að ná verðbólgu niður undanfarin rúm tvö ár, eins og sjá má á mynd 18. Í janúar 2011 mældist árshækkun hennar 1,8%, sem er undir verðbólguþröskulmarkmiði Seðlabankans.

MYND 18: VERÐBÓLGA Á ÁRSGRUNDEVILLI 2009-11



Viðurkennt er að árangur Seðlabankans í baráttunni við verðbólgu hefur verið slæmur frá því að verðbólguþröskulmarkmið var tekið upp árið 2001 og slakari en í öðrum ríkjum með sambærilegt fyrirkomulag. Helstu ástæður fyrir slökum árangri eru taldar vera misbrestur í framkvæmd peningastefnunnar, skortur á trúverðugleika, gerð íslensks þjófárþúskaþar, berskjöldun gjaldmiðilsins og óvenjulegar aðstæður í bæði alþjóðlegum og innlendum efnahagsmálum. Auk þess olli ofvöxtur í fjármálakerfinu og alþjóðavæðing því að erfiðara varð að miðla peningastefnunni, og áhættur í fjármálakerfinu mögnuðu gengissveiflur. Stjórnun opinberra fjármála var einnig mjög á skjön við peningamálastefnuna (Peningastefnan eftir höft, 2010).

Karlo Jännäri, Richard Portes, Friðrik Már Baldursson, Ásgeir Jónsson, Jón Daníelsson og Gylfi Zoega hafa fært fyrir því rök að mikil útbreiðsla verðtryggðra jafngreiðslulána með föstum vöxtum hamli miðlunarferli peningamálastefnunnar og geri Seðlabankanum þar með erfiðara um vik að halda verðbólgu lítilli. Jón Daníelsson og Gylfi Zoega (2009) skrifuðu: „Kerfi verðtryggingar og fastra vaxta til langs tíma hefur hins vegar gert baráttuna við verðbólguna erfiðari að því leyti að breytingar stýrivaxta Seðlabankans hafa ekki haft eins mikil áhrif á eftirspurn og ella.“ Í skýrslu Seðlabankans „Peningastefna eftir höft“ (2010) segir: „Forsenda þess að peningastefnan beri árangur er að miðlun vaxtabreytinga seðlabankans frá skammtíma markaðsvöxtum til langtíma markaðs- og útlánavaxta og að lokum til raunhagkerfisins sé sæmilega kerfisbundin og fyrirsjáanleg. Töluvert hefur skort á að svo hafi verið hér á landi á undanförunum árum.“<sup>39</sup> Fulltrúar Seðlabankans hafa bent á það að engar rannsóknir sýni að fastir vextir á lánum hindri miðlunarferlið, enda nái mörg önnur ríki verðbólgu markmiðum sínum þrátt fyrir útbreiðslu húsnæðislána með föstum vöxtum. Í álitinu til forsætisráðherra frá 2009 segir þó Seðlabankinn að „þrátt fyrir ýmsa kosti verðtryggingar [kunni] að vera heppilegt að minnka umfang hennar, t.d. til þess að bæta virkni peningastefnunnar.“<sup>40</sup> Í framhaldi er þó tekið fram að „[a]fnám verðtryggingar með lagasetningu [sé] því ekki líklegt til að auka virkni peningastefnunnar umtalsvert og [geti] haft skaðleg áhrif á efnahagsbatann [verði] slíkum úrræðum beitt áður en verðbólguvæntingar hafa fengið næga kjölfestu“.<sup>41</sup>

Í sérriiti Seðlabanka Íslands frá desember 2010, sem ber nafnið Peningastefnan eftir höft, er rætt um hvort eigi að beita peningastefnunni til að sporna gegn myndun eignaverðsbóla. Hækkandi eignaverð getur virkað mjög þensluhvetjandi, þar sem aðgengi að lánsfé eykst vegna hækkandi virðis undirliggjandi veða. Þannig eykst ráðstöfunarfé til neyslu og myndast getur ósjálfbær lánsfjárdrífinn vöxtur einkaneyslu, eins og raunin varð á árunum fyrir hrun. Myndast getur víxlverkun þenslu og hækkun eignaverðs sem endar harkalega þegar eignaverðsbólan springur og fjöldi heimila situr eftir í yfirveðsettu húsnæði og fjármálastofnanir með laskað útlánasafn. Á móti kemur að erfitt getur reynst að greina snemma hvort um eignaverðsbólu sé að ræða eða eðlilega hækkun húsnæðisverðs. Þá er hætta á að mikil óánægja brjótist út, beiti Seðlabankinn sér gegn hækkun eignaverðs, þar sem margir hafa hag af því að það hækki („Peningamálastefnan eftir höft“, 2010).

Í ljósi þessarar hættu og annarra mæli Seðlabankinn með beitingu þjóðhagsvarúðartækja (e. macro-prudential tools) til að draga úr ósjálfbærri skuldsetningu á þenslutímum og gera fjármálakerfinu kleift að takast betur á við

<sup>39</sup> „Peningastefnan eftir höft“. Bls. 17.

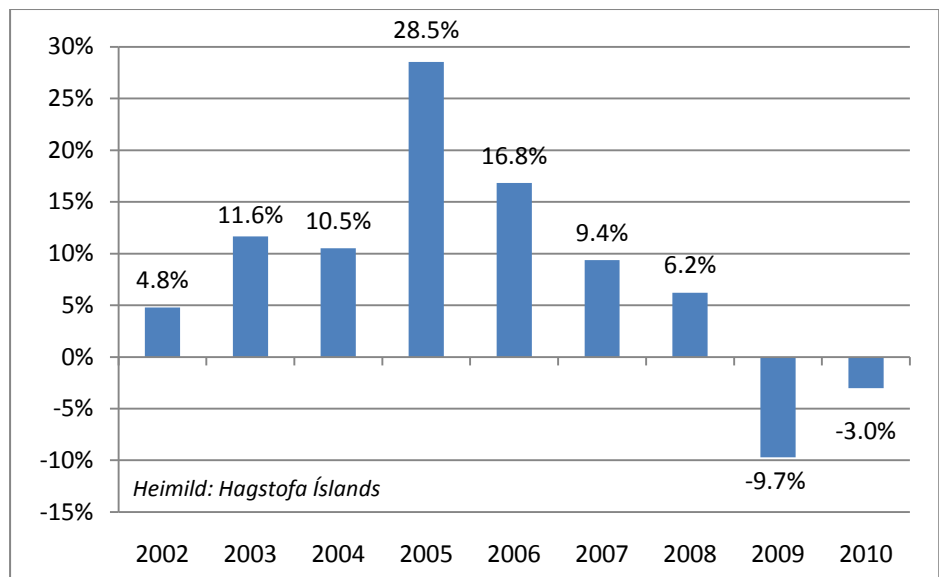
<sup>40</sup> „Kostir og gallar þess að breyta umgjörð peningastefnunnar“. Bls. 18.

<sup>41</sup> Sama. Bls. 19.



áföll. Eitt þessara tækja gæti verið að Seðlabankinn mætti setja hámark á lánshlutfall húsnæðislána og mögulega tengt það við útlánavöxt í því skyni að draga úr þenslu á húsnæðismarkaði. Þannig þyrftu lántakendur að reiða fram hærra eiginfjárframlag við lántöku, sem gæti dregið úr skuldsetningu. Önnur leið væri að tengja veðhlutfallið við hlutfall afborgana og tekna, til að setja hámark á hversu mikið hver einstaklingur getur skuldsett sig. Seðlabanki Nýja-Sjálands hefur einnig kynnt þá hugmynd að leggja breytilegt viðbótarálag ofan á almenna vexti húsnæðislána í þessu skyni. Þriðja leiðin er að beita eiginfjárreglum banka, þ.e. hvernig húsnæðislán vigta inn í áhættugrunn til útreiknings CAD-hlutfalls. Mæltu bæði Már Guðmundsson seðlabankastjóri og Þórarinn G. Pétursson, aðalfræðingur bankans, með því á fundum nefndarinnar að Seðlabankanum yrðu veitt slík þjóðhagsvarúðartæki til að stemma stigu við eignaverðsbólum.

**MYND 19: MARKAÐSVERÐ ÍBÚÐARHÚSNÆÐIS, ÁRSBREYTINGAR**



Lækki veðhlutfall húsnæðislána þurfa lántakendur að reiða fram hærra hlutfall kaupverðs strax við kaup á húsnæði. Samráðshópur um húsnæðisstefnu hefur lagt til að skoðað verði hvort auðvelda eigi ungu fólki innkomu á húsnæðismarkaðinn með húsnæðissparnaðarkerfi með skattalegum hvötum (Húsnæðisstefna, 2011). Enn frekara tilefni er til þess að hvetja fólk til sparnaðar lækki hámarks lánshlutfall húsnæðislána, eigi fólk að geta fjárfest í húsnæði í sama mæli.

Gestir nefndarinnar voru sammála um að undirliggjandi vandinn væri verðbólga og hagstjórnin. Ágreiningur var hins vegar um hvort nauðsynlegt væri að ná fyrst niður verðbólgu og fjármálalegum stöðugleika til að losna við verðtryggingu eða hvort afnám verðtryggingar væri forsenda þess að ná niður verðbólgu og tryggja fjármálalegan stöðugleika.

## N. BÆTT NEYTENDAVERND

Verðtryggð lán hafa á fundum nefndarinnar ítrekað verið kölluð flókin og ógegnisæ fjármálaafurð. Hækkun höfuðstóls vegna verðbólgu getur virðst óréttmæt og skapar þannig óánægju í samfélaginu og kröfur um íhlutun stjórnvalda. Lág greiðslubyrði í upphafi getur stuðlað að óhóflegri skuldsetningu, sér í lagi þegar bankar ýta lánum að fólki með því að benda á þennan eina eiginleika lánanna frekar en annan. Verðtrygging skapar þannig freistnivanda hjá lánastofnunum, sem leiðir þær til áhættusækni í útlánunum. Útbreiðsla verðtryggingarinnar tryggir arðbærni útlána þeirra, að því gefnu að verðtryggð útlán þeirra séu hærri en verðtryggð innlán og að efnahagsumhverfið sé hagstætt. Þetta leiðir svo til óhóflegrar skuldsetningar hjá fólki sem ekki má við henni og um leið til tjóns hjá lánveitendum og samfélaginu.

Í ljósi þessa er mikilvægt að efla neytendavernd, fjármálalæsi og bæta upplýsingar um eiginleika ólíkra lánaforma og þá áhættu sem þeim fylgja. Nefnd um fjármálalæsi mælti í skýrslu sinni frá 2009 með því að fjármálalæsi yrði gert að skyldufagi í aðalnámskrá grunn- og framhaldsskóla og fræðslu í málaflokknum yrði fylgt eftir með reglulegum könnunum og endurmenntun kennara. Þá mælti nefndin með að stjórnvöld settu reglugerð um hvaða upplýsingar þurfi að koma fram í auglýsingum um fjármálaþjónustu og hvernig styðja megi við fræðslu neytenda, sérstaklega þeirra hópa sem mest þurfa á bættu fjármálalæsi að halda („Fjármálalæsi á Íslandi“, 2009).

Þegar er gerð krafa til banka um flokkun viðskiptavina fjármálafyrirtækja á tilteknum sviðum á grundvelli svokallaðrar MiFID tilskipunar Evrópusambandsins (Markets in Financial Instruments Directive). Það mætti hugsa sér að væntanlegir lántakendur þyrftu að kynna sér staðlað kynningarefni og skrifa undir staðfestingu þess efnis áður en þeir geta stofnað til nýrra lánaskuldbindinga af tilteknum tegundum, til dæmis verðtryggðra húsnæðislána.

Ótrygg húsnæðislán voru ein af frumorsökum alþjóðlegu fjármálakreppunnar sem hófst í Bandaríkjunum árið 2007. Víða um heim mynduðust verðbólur á fasteignamörkuðum vegna þess hversu auðvelt var að fá lán á hagstæðum vöxtum, jafnvel á grundvelli veikra veða. Útlánaþensla bankanna og Íbúðalánasjóðs olli á sama hátt verðbólgu og mikilli skuldsetningu íslenskra heimila, sem hefur verið eitt erfiðasta málið að greiða úr eftir hrun. Þar er glímt við afleiðingar verðhruns á fasteignamarkaði samhliða samdrætti atvinnutekna, á meðan skuldir hafa hækkað að nafnverði, vegna falls krónunnar og verðbólgu af þeim völdum. Samkvæmt skýrslu sérfræðingahóps stjórnvalda frá nóvember 2010 voru um 15 þúsund íbúðir yfirveðsettar, það er með skuldsetningu sem nam yfir 100% af fasteignamati. Tæp

70% þeirra heimila sem eru í vanda tóku lán á árunum 2005-8 þegar útlánabenslan var sem mest og verð fasteigna hæst.

Ljóst er að hluti þeirra heimila hafði ekki efni á að skuldsætja sig svo mikið eða forsendur til að taka gengistryggð lán með tilheyrandi áhættu. Lánastofnanir héldu ódýru lánsfé að fólki og slakar kröfur voru gerðar til veðhæfis einstaklinga.<sup>42</sup> Útlán voru ekki nægilega vönduð í því umhverfi ódýrs lánsfjár sem ríkti á þessum tíma. Sé markmiðið að takmarka óvönduð útlán mætti leggja meiri skyldur á fjármálafyrirtæki varðandi áhættumat á lántakendum og upplýsingagjöf til þeirra, mat á fasteignalánum inn í eiginfjárgrunn, taka mið af greiðslugetu einstaklinga þegar lána kjör eru ákvörðuð eða jafnvel hækka vexti eftir því sem lántakandi hyggst skuldsætja sig meira. Auknar kröfur til fjármálafyrirtækja gætu minnkað útlán þeirra til einstaklinga sem geta ekki staðið undir mikilli skuldsetningu. Þær gætu þá einnig torvelað aðgengi að fasteignakaupum, en um leið dregið úr hættu á eignabólum.

Neytendastofa hefur kallað eftir betri upplýsingum til neytenda áður en tekin er ákvörðun um lántöku. Stofnunin hefur einnig gagnrýnt óskýra lánasamninga og að ekki sé nægilega vel gætt að lögum um neytendavernd við gerð og túlkun lánasamninga.

Nauðsynlegt er að endurskoða löggjöf um lánasamninga og neytendavernd og hvernig eftirliti með lánveitingum fjármálafyrirtækja er háttað, sérstaklega í ljósi dóma sem fallið hafa um ólögmati gengistryggðra lána og víðtækra athugasemda Neytendastofu um lánasamninga.

Skylda þarf fjármálastofnanir til að sýna útreikninga miðað við mismunandi óvissuþætti og vanda betur til greiðslumats. Auka þarf eftirlit með neytendalánum og samræma og skilgreina betur hlutverk eftirlitsstofnana. Nauðsynlegt er að setja lög um skuldabréf og ströng viðurlög ef ekki er farið að lögum um neytendavernd.

Gestir nefndarinnar voru sammála um mikilvægi þess að efla vernd neytenda þegar stofnað er til lánaskuldbindinga, fjármálalæsi almennings og fræðslu um fjármál.

## O. ÓBREYTT ÁSTAND

Lítill sátt er um verðtryggingu í íslensku samfélagi. Sókn landsmanna í gengistryggð húsnæðislán á fyrsta áratug 21. aldarinnar bendir einnig til þess að verðtryggingin og hátt vaxtastig á landinu hafi gert krónulán afar óaðlaðandi, þrátt fyrir þá áhættu sem

---

<sup>42</sup> „Sigurjón Þ. Árnason, bankastjóri Landsbanka, segir að húsnæðislán bankanna hafi verið "tómt rugl". Lánin voru á of lágum vöxtum fyrir bankana og hann sá ekki hvernig þetta ætti að vera gerlegt" (RNA, 8. bindi, bls. 64).

fylgdi gengistryggingu. Hátt vaxtastig á þó við um öll krónulán, bæði verðtryggð og óverðtryggð.

Þó er ljóst að breytingar á núverandi fyrirkomulagi hafa engin sjálfvirk áhrif á þá yfirveðsetningu og greiðsluferfiðleika sem fylgdu efnahagskreppunni. Til þess þyrfti að gera ráðstafanir til almennra aðgerða. Í raun dró verðtryggingin úr að greiðslubyrði húsnæðislána yrði yfirþyrmandi í kreppunni, með því að dreifa verðbótunum yfir allan lántímamann. Greiðslubyrði óverðtryggðra (og gengistryggðra) lána með breytilegum vöxtum hækkaði á sama tíma gífurlega. Verðtrygging verður heldur ekki afnumin afturvirk og munu gerðir samningar standa áfram, nema þeim verði breytt með samningum og lántakendum gert mögulegt að færa lán sín yfir í óverðtryggð lánaform.

Erfitt er að sjá hvernig óbreytt ástand getur leitt til að þess að dregið verði úr vægi verðtryggingar. Ýmsir gestir nefndarinnar töldu önnur verkefni brýnni en að afnema verðtryggingu, á meðan aðrir töldu óbreytt ástand jafnvel geta ógnað fjármálastöðugleika þar sem miðlun peningastefnu yrði áfram veik.

## HEIMILDIR

Alvayay, Jaime R. & Arthur L. Schwartz Jr. (1997): „Housing and Mortgage Market Policies in Chile“. *Journal of Real Estate Literature*. 5. bls. 47-55.

Ásgeir Daníelsson (2009): „Verðtrygging og peningastefna“. *Efnahagsmál I*. Seðlabanki Íslands. <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6809>

Ásgeir Jónsson (2009): *Why Iceland?* McGraw-Hill, New York.

Bar-Gill, Oren (2009): „The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts“. *Cornell Law Review*. 94.

<http://www.law.virginia.edu/pdf/olin/conf08/bargill.pdf>

Barr, Michael S., Sendhil Mullainathan & Eldar Safir (2008): „Behaviorally Informed Financial Services Regulation“. New America Foundation.

[http://www.newamerica.net/files/naf\\_behavioral\\_v5.pdf](http://www.newamerica.net/files/naf_behavioral_v5.pdf)

Bjarni Bragi Jónsson (1998): „Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi“. Seðlabanki Íslands. <http://sedlabanki.is/?PageID=333>

Campbell, John Y. & Joao F. Cocco (2003): „Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice“. Working Paper 9759. *NBER Working Paper Series*.

[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/campbell\\_cocco\\_household\\_riskmanagement\\_2003.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/campbell_cocco_household_riskmanagement_2003.pdf)

Case, Karl E., Robert J. Shiller & Allan N. Weiss (1995): „Mortgage Default Risk and Real Estate Prices: The Use of Index-Based Futures and Options in Real Estate“. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1098.

(2007) „Denmark: Financial Sector Assessment Program – Technical Note – The Danish Mortgage Market – A Comparative Analysis“ *IMF Country Report No. 07/123*.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07123.pdf>

Esther Finnbogadóttir, Guðrún Inga Ingólfssdóttir og Yngvi Harðarson (2010): „Verðtrygging á Íslandi. Kostir og gallar“. Skýrsla fyrir efnahags- og viðskiptaráðuneytið. Askar Capital.

[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging\\_skyrsla\\_.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging_skyrsla_.pdf)

Fischer, Stanley (1981): „Indexing and Inflation“. Working Paper No. 670. *NBER Working Paper Series*.

(2009) „Fjármálalæsi á Íslandi. Skýrsla nefndar á vegum viðskiptaráðherra“.

[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Fjarmalalasi\\_-\\_feb2009.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Fjarmalalasi_-_feb2009.pdf)

Friðrik Már Baldursson (2009): „Hvaða lærdóm má draga af hagþróun og hagstjórn á Íslandi á 20. öld? – Sérfræðingur á sviði hagsögu svarar Sveini Agnarssyni“. *Saga*. 47. Bls. 17-19.

Friðrik Már Baldursson (2011): „Valkostir í peninga- og gjaldeyrismálum“.

[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Fridrik\\_Mar\\_Baldursson-Valkostir\\_i\\_peningamalum.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Fridrik_Mar_Baldursson-Valkostir_i_peningamalum.pdf)

Guðlaugur Lárus Finnbogason (2010): „Atferlishagfræði: Tekist á við takmarkaða skynsemi“. Hagfræðideild Háskóla Íslands.

Gylfi Zoega (2010): „Hugleiðingar um peningamálastefnu“. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*. 7:2. Bls. 75-86.

[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/2\\_5\\_gz\\_final.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/2_5_gz_final.pdf)

Hallgrímur Ásgeirsson (2003): „Verðtrygging og fastir vextir“. *Peningamál*. 2. Bls. 85-93. [http://www.sedlabanki.is/uploads/files/PM032\\_8.pdf](http://www.sedlabanki.is/uploads/files/PM032_8.pdf)

Helgi Tómasson (2009): „Verðtryggðir samningar“. *Vorráðstefna Viðskiptafræðistofnunar Háskóla Íslands 20. maí 2009*. bls. 89-97.

(2005) „Húsnæðislánamarkaður á Íslandi og í öðrum Evrópulöndum“. Neytendasamtökin.

(2011) „Húsnæðisstefna. Skýrsla samráðshóps um húsnæðisstefnu“. Velferðarráðuneytið.

[http://www.velferdarraduneyti.is/media/frettir2011/19042011\\_Skyrsla\\_samradshops\\_um\\_husnaedisstefnu.pdf](http://www.velferdarraduneyti.is/media/frettir2011/19042011_Skyrsla_samradshops_um_husnaedisstefnu.pdf)

Jännari, Kaarlo (2009): „Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: past, present and future“.

[http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari\\_2009.pdf](http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari_2009.pdf)

Jianakoplos, Nancy Ammon (1998): „Are Women More Risk Averse?“ *Economic Inquiry*. 4:36. Bls. 620-630.

Jón Daníelsson og Gylfi Zoega (2009): „Hagkerfi bíður skipbrot.“

[http://www.hi.is/files/skjol/felagsvisindasvid/GZ\\_og\\_JDisl-published-3-jdgz-final.pdf](http://www.hi.is/files/skjol/felagsvisindasvid/GZ_og_JDisl-published-3-jdgz-final.pdf)

(2009) „Kostir og gallar þess að breyta umgjörð peningastefnunnar“. Seðlabanki Íslands. <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7217>

Már Wolfgang Mixa (2010): „Verðtrygging fjárskuldbindinga. Verðtryggðir eða óverðtryggðir vextir?“ Ritstjóri: Jón Þór Sturluson. VR og Stofnun um fjármálalæsi.

[http://www.vr.is/Uploads/VR/utgefid\\_efni\\_vr/Verdtrygging%20fjarskuldbindinga.pdf](http://www.vr.is/Uploads/VR/utgefid_efni_vr/Verdtrygging%20fjarskuldbindinga.pdf)

(2006) *OECD Economic Surveys. Iceland*. 14. OECD.

(2008) *OECD Economic Surveys. Iceland*. 3. OECD.

(2011) *OECD, Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries*. [www.oecd.org/els/social/pensions/PAG](http://www.oecd.org/els/social/pensions/PAG)

Ólafur Margeirsson (2011): „Verðtrygging: eilífðarvélin sem brást“. *Morgunblaðið*. 19. janúar, 2011.

Ólafur Margeirsson & Valdimar Ármann (2010): „Endurbætt verðtrygging“.

*Viðskiptablaðið*. 14. október 2010. <http://www.gamma.is/media/skjol/Endurbaett-verdtrygging---Vidskiptabladid-141010.pdf>

(2007) *Peningamál*. 3. <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5445>

- (2010) „Peningastefnan eftir höft“. *Sérít.* Nr. 4. Seðlabanki Íslands.  
<http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8358>
- Portes, Richard & Friðrik Már Baldursson (2007): „The Internationalisation of Iceland’s Financial Sector“ <http://www.vi.is/files/15921776Vid4WEB.pdf>
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010): *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir.* Ritstjórn: Páll Hreinsson, Sigríður Benediksdóttir og Tryggvi Gunnarsson.
- Shafir, Eldar, Peter Diamond & Amos Tversky (1997): „Money illusion“. *The Quarterly Journal of Economics.* 112:2.
- Shiller, Robert J. (1997): „Public Resistance to Indexation: a Puzzle“. Brookings papers on economic activity. Yale University.
- Shiller, Robert J. (1998a): „Designing Indexed Units of Account“. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1179.
- Shiller, Robert J. (1998b): „Indexed Units of Account: Theory and Assessment of Historical Experience“. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1171.
- Shiller, Robert J. (2003): „The Invention of Inflation-Indexed Bonds in Early America“. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1442.
- (2010) „Skýrsla sérfræðingahóps um skuldavanda heimilanna“. Forsætisráðuneytið.  
<http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Skyrslur/skyrsla-skuldavandi-heimila.pdf>
- Thaler, Richard H. (2008): „Mental Accounting and Consumer Choice“. *Marketing Science.* 1:27. Bls. 15-25.
- Tryggvi Þór Herbertsson (2004): „Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina“. Greinargerð til Landsamtaka lífeyrissjóða.  
[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Ahrif\\_afnams\\_verdtryggingar\\_a\\_li\\_feyrissjodi.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/Ahrif_afnams_verdtryggingar_a_li_feyrissjodi.pdf)
- Tversky, Amos og Daniel Kahneman (1974): „Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases“. *Science.* New Series. Vol. 185. No. 4157. Bls. 1124-1131.
- Viðskiptaráðuneytið (1998): „Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda“. Nefndarálit.  
[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging\\_skyrsla\\_.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging_skyrsla_.pdf)
- (2007) „White Paper on the Integration of EU Mortgage Credit Markets“. Commission of the European Communities. COM (2007) 807 final. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0807:FIN:EN:PDF>
- Þingmannanefnd til að fjalla um skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis (2010): *Skýrsla þingmannanefndar til að fjalla um skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis.*  
<http://www.althingi.is/altext/138/s/1501.html>