

Kaflí 4.

Tímaskilmálar, skiptikjör og verðtryggingarmisvægi

Tímaskilmálar lánsviðskipta hafa frá upphafi þótt skipta miklu máli í mati á nauðsyn og réttlætingu formlegrar verðtryggingar þeirra, bæði á innláns- og útlánshlið. Þeir eru jafnframt einn helsti þátturinn í áhættu af þeim skuldbindingum, sem lánastofnanir takast á hendur. Frá upphafi verðtryggingar var talið, að hún ætti helst og jafnvel einvörðungu við um lán til nokkuð langs tíma. Reynsla og brýn nauðsyn breytti þessum viðhorfum a.m.k. tímabundið til styttingar á tímaskilmálum inn- og útlána. Hluti af viðbrögðunum við þeirri þróun var upptaka skiptikjara á innlánnum. Þeim sem og öðrum mismunandi tímaskilmálum á inn- og úthlið fylgdi svo vaxandi misvægi milli hliða efnahags lánastofnana. Allir þessir þættir eru þannig tengdir innbyrðis og urðu þannig samtengt viðfangsefni í stefnu og stjórn þessara mála. Verða þeir því teknir hér til samfellds yfirlits.

Bindi- og dvalartími verðtryggðra inn- og útlána

Samningsbundin lengd lánsviðskipta hefur lengstum þótt skipta máli við ákvörðun kjara þeirra, þótt verðtryggingu væri ekki til að dreifa. Á innlánshlið var einkum um að ræða, að lágmarks binditími helgaði kjör hvers innláns eða reiknings, en á útlánshlið að lán væri til fastákveðins tíma, til greiðslu með afborgunum eða í einu lagi. Bindiskilmálarnir höfðu eða gátu haft þýðingu bæði fyrir rekstur lánastofnana, með því að móta áhættuskilyrðin og gera þau stjórnshæf, og þjóðhagslega með því að draga úr snöggum sveiflum innlána, sem raskað gætu ytra og innra jafnvægi þjóðarbúsins. Mögnun verðbólgu gerði þó kjaramun eftir bindingu áhrifalítinn og voru bindiskilyrðin með tímanum tekin miður alvarlega, m.a. þannig að eftir fyrsta binditíma hvers reiknings eða innstæðu var féð óbundið, og urðu þannig mjög háar fjárfúlgur óbundnar í reynd, þótt teldust bundnar samkvæmt skilmálum. Síðbreytileg vaxtakjör rímuðu einnig mjög illa við skilmála tímabindingar. Verðtrygging veitti færi á að endurreisa raunsönn bindikjör, og kom það heim við það viðhorf, að hún skyldi fremur gilda til lengri tíma, hvort sem menn gerðu sér ljósa grein fyrir því samhengi eður ei.

Eftirfarandi yfirlit sýnir, hvaða lágmark bindi- eða lánstíma gildi frá hverjum tilgreindum tíma til hins næsta á nýjum formlega vísitölutengdum inn- og útlánnum. Að sjálfsögðu voru lengri skilmálar oftast einnig við lýði, tengdir hærri vaxtakjörum. Fyrri lánsviðskipti runnu að sjálfsögðu sitt skeið í samræmi við upphaflega skilmála, og voru vextir þá skráðir fyrir styttri lánstíma en heimill var á nýjum lánnum, en yfirléitt var ekki heimilt að taka við nýjum innlánnum inn á slíka styttri skilmála. Yfirlitið gildir

ekki um bindi- eða dvalartíma innstæðna á skiptikjarareikningum. Þeir skilmálar fylgdu oft nokkuð á eftir þessum og voru lausbundnari og fjölbreytilegri. Verður fjallað um þá í næstu köflum.

Lágmarksbinditími nýrra verðtryggðra inn- og útlána

<i>Gildistími frá:</i>	<i>Innlán</i>	<i>Útlán</i>
1. ágúst 1979	Óheimil	4 ár
1. júlí 1980	2 ár	4 ár
13. febrúar 1981	6 mán.	2½ ár
21. apríl 1982	3 mán.	1 ár
1. nóvember 1982	3 mán.	9 mán.
15. apríl 1983	3 mán.	6 mán.
21. janúar 1984	3 mán.	1½ ár
1. janúar 1985	3 mán.	6 mán.
1. júlí 1988	6 mán.	2 ár
1. janúar 1991	6 mán.	3 ár
1. júlí 1993	1 ár	2 ár
1. janúar 1996	1 ár	3 ár
1. janúar 1998	3 ár	5 ár
Stefnumark:		
1. janúar 2000	Óheimil	7 ár

Upphaflegu binditímaákvæðin bera glögg vitni um tregðu við að koma verðtryggingunni á, og falla þau í hátt við fyrri stefnu um, að hún skuli gilda til lengri tíma. Kemur það heim við ákvæði um rúmlega 1½ árs aðlögunartíma vaxta, þ.e. til ársloka 1980, og síðan framlengingu hans um eitt ár til ársloka 1981. Formleg verðtrygging innlána kom á þessum tíma illa heim við neikvæða raunvexti þeirra almennt séð. Varð því ekki af henni fram til miðárs 1980, rúmu ári eftir lögtöku verðtryggingar, og þá með 1% vöxtum. Þetta þótti gefa slaka raun og ekki vera næg fullnusta á fyrirheiti stjórnvalda, svo að 6 mánaða reikningum var komið á með lögboði 13. febrúar 1981, en þá án vaxta. Stefna styttingar binditíma, í kappi um að efla innlánin og samkeppni um þau, var við lýði allt fram til 1985. Taflan sýnir þó afbrigði til lengingar útlána í 1½ ár í janúar 1984. Þetta skýrist ljóslega af því, að verðtryggð útlán höfðu þá farið geyst fram úr sams konar innlánnum, sem um leið færðust snöggt yfir á óverðtryggð form. Þetta snerist þó við undir árslok 1984, sem leiddi til þess, að binditíminn var færður á ný til sama horfs, 6 mánaða.

Stefnuskil voru að gerast næstu 3-4 árin, meðan vaxtafrelsi var komið á í áföngum til 1986 og raunvextir hækkuðu mjög gegnum þenslu og síðan kreppu 1987-89. Óvild ýmissa í garð verðtryggingar hlaut nýjan byr við þá áhættu, sem bankar tóku með ýtrustu ákvæðum skiptikjarareikninga. Áhættan af misvægi verðtryggingar í rekstri

innlánsstofnana virðist hafa verið sérstaklega raunveruleg, meðan umvandanir stjórn-
málanna um vaxtahæðina voru algengar og bein íhlutun stjórnvalda vofði yfir. Að
gefnu óheftu markaðsfrelsi ætti áhættan hins vegar að takmarkast mjög af því, að láns-
fjármarkaðurinn sem heild, og þá hver einstakur markaðsaðili, hefur eðlilegan hag af
því að taka mið af verðbólgu og raunvöxtum við ákvörðun nafnvaxta. Á tímabili þótti
áköf samkeppni um innlánsfé jafnvel leiða banka í sjálfheldu óraunsærra kjaraboða.
Þótt það kunni að hafa verið rétt, er álitamál, hve lengi það hafi haldið gildi sínu.
Spurningin hlýtur því enn sem fyrr að snúast um, hvar mörkin liggi milli eigin ábyrgð-
ar bankastofnana á afkomu sinni og afdrifum, undir vökulu auga bankaeftirlits, og
beinnar íhlutunar um það áhættustig, sem tekið er.

Stefnuskilin komu einkum fram í lengingu lágmarkstíma bæði inn- og útlána frá 1.
júlí 1988. Hert var á útlánamegin í ársbyrjun 1991, úr 2 í 3 ár. En þar með raskaðist
jafnvægi verðtryggingar milli hliða. Sætti það andmælum innlánsstofnana, sem
Seðlabankinn bar fram við viðskiptaráðherra í nóvember 1991 með tillögu um, að
skrefið yrði stigið til baka í 2 ár. Var svo gert, en ekki fyrr en 1. júlí 1993. Lengingin
hélt svo enn áfram í ársbyrjun 1996.

Sérstaklega er athyglivert, að stefnumark næstu aldamóta felur í sér bann við verð-
tryggðum innlánnum samtímis heimild til 7 ára og lengri útlána. Spurningin verður þá,
hvernig verðtryggingarjöfnuður verði tryggður. Svárið felst að hluta til í því, að heim-
ilt verði að reikna eigið fé, eða hluta þess, sem verðtryggða skuld. Að öðru leyti, og
væntanlega að meginhluta, felst svárið þó í því, að gefin verði út bankaskuldabréf til
að mæta útlánunum, svo skuldabréf séu á báða bóga. Þannig væri verðtrygging í reikn-
ingsformi útilokuð á báða bóga. Ekki er vitanlegt, að gerð hafi verið opinber grein fyrir
réttlætningu þessa, annarri en að það sé í hátt við atferlið í útlöndum. Hugsanleg ástæða
er tilfinning manna fyrir flækjum þess að beita formlegri verðtryggingu á opna reikn-
inga. Vakir þó enn sú spurning, hvort stjórnvöld eigi að hafa vit fyrir mönnum í þessu
efni, eða þeir megi ráða sínum athöfnum á markaðsvettvangi.

Skiptikjarakerfið

Aðdragandi skiptikjara. Skiptikjör kallast þeir skilmálar innlánsreikninga, að sama
innstæða getur ýmist borið fyrirfram ákveðna vexti eða reiknast eftir á miðað við sann-
reynda verðbólgu og tilætlaða raunvexti. Ástæður, tilhögun og afleiðingar þessara skil-
mála eru enn nokkur ráðgáta, enda var framkvæmd þeirra flókin og framan af illa skrá-
sett, svo að vart verður að fullu úr bætt nema með óhæfilegri fyrirhöfn. Helsta grund-
vallarástæða skiptikjara felst að sjálfsögðu í hraða verðbólgunnar og ekki síður í
snöggum og óvæntum breytingum hennar, sem koma eðli málsins samkvæmt misjafn-
lega fram í fyrirfram boðnum vaxtakjörum eða formlegum eftir á reiknuðum verðbót-
um. Kerfislæg áhætta myndast á þessum grunni við það, ef vægi verðtryggingar er mis-
jafnt á inn- og úthlið, svo að jafna þarf heild fjármagnstekna og -gjalda ásamt vaxta-
mun yfir tilhlýðilegan tíma, þótt falli misjafnlega til út frá vöxtum eða verðtryggingu.
Áhættan af því misvægi er hins vegar mjög undir því komin, hve vel eða illa tekst að
láta innifólgna verðbætur í vöxtum fylgja hæð og tímaferli verðþróunar. Ördugleikinn

á því magnast til muna, ef hömlur eru lagðar á markaðsaðlögun að breyttu verðbólgu-
stigi, svo sem reyndin var á tímum opinberrar vaxtaákvörðunar og jafnvel að hluta,
meðan opinber íhlutun í frjálsa markaðsmyndun vaxta vofði enn yfir.

Til þess að ná nokkurn veginn samtíma jöfnuði milli reikningshliða, sem og gagn-
vart öðrum verðmætum í þjóðarþúinu, þarf framsýna og framvirka vaxtastefnu, sem
tekur hverja verðlagshækkun að hluta fyrirfram inn í vextina og nær að öðru leyti að
bæta upp höfuðstólinn á mjög stuttum tíma eftir að hækkunin gerist. Jafnvel fullfrjáls-
ir markaðir sýna eðlislæga tregðu til þessa, en stjórnvöld búa yfir henni í enn ríkari
mæli, þar sem þau telja spár um aukna verðbólgu lýsa vantrausti á sig og vaxtahækkun
af hennar völdum magna erfiðleikana á vettvangi stjórnmalanna. Hafa stjórnvöld því
gjarnan lagst á sveifina með aukinni tregðu í stað þess að hvetja til tímaberrar aðlög-
unar. Af þessu virðist mega ráða, að skiptikjörin og verðtryggingarmisvægið hafi að
miklum hluta orðið til sem arftekið vandamál frá fyrri aðlögunartíma verðtryggingar
og langdreginnar vaxtaíhlutunar.

Fyrstu fjögur árin undir verðtryggingarkerfi, eða fram undir haust 1983, voru verð-
tryggð kjör hærri en óverðtryggð, og þá hagstæðari sparendum og þyngri skuldurum.
Upphaflegur aðlögunartími til ársloka 1980 var að vísu tekinn nokkuð alvarlega með
stighækkandi vöxtum á móti heldur hjaðnandi verðbólgu (niður fyrir 50% !), svo að
ávöxtun skuldabréfa á vaxtaaukakjörum náði upp fyrir verðbólgu um skamma hríð á
fyrri hluta 1981. Upp frá því misstu stjórnvöld tökin á verðbólgunni, en treystust ekki
til að láta vexti fylgja henni eftir, svo að raunvextir urðu neikvæðir um 20% á þennan
mælikvarða um nærri hálfis árs skeið um áramótin 1982-83. Með gífurlegri verðbólgu-
hjöðnun yfir árið 1983 gafst bönkum færi á að bæta sér nokkuð upp fyrra tap með því
að tefja vaxtalækkarnir. Við það urðu endaskipti á útkomu verðtryggðra og óverð-
tryggðra innlána, eigendum hinna síðar greindu í hag. Það vakti hins vegar skjót og
óvænt viðbrögð sparifjáreigenda, sem komu fram í afar miklu fjárstreymi frá verð-
tryggðum yfir í óverðtryggð innlán, svo að 3,4 milljarðar voru teknir út af verðtryggð-
um og að meginhluta fluttir yfir í óverðtryggð innlán á átta mánuðum til aprílloka
1984. Mikið misvægi myndaðist þannig milli verðtryggðra innlána og mun meiri verð-
tryggðra útlána, svo nam allt að 15% af heild hvorra, hafði slæm áhrif á rekstrarafkomu
innlánsstofnana á fyrri hluta 1984 og varð að auki til þess, að bankarnir tóku fyrir ný
verðtryggð útlán, en juku hin óverðtryggðu til að jafna þau við óverðtryggð innlán og
stuðluðu þannig að þenslu útlána.

Skiptikjarakerfið. Heimildir innlánsstofnana til eigin vaxtaákvörðana voru rýmka-
ðar verulega á árinu 1984, fyrst í febrúar á bundnum innlánum til minnst 6 mánaða og
frá 11. ágúst á flestum öðrum inn- og útlánsformum, þó háð íhlutunarleysi Seðlabank-
ans að fengnum tilkynningum um áformin. Óhagræði bankanna af flakki innlána milli
reikninga varð til þess, að þeir tóku þá upp samkeppni um að bjóða hagstæða skipti-
kjarareikninga, einkum með óbundnum innstæðum, en einnig bundnum. Þeir fólu í sér,
að auk fyrirfram boðinna vaxta var heitið eftir á samanburði við verðtryggingu og
leiðréttingu í nánar tiltekna raunvexti yfir tímabil, sem ýmist var 1, 3 eða 6 mánuðir.
Tekin var í hverju tilviki sú niðurstaða, sem reyndist innlánshafa hagstæðari, en hún lá

hverju sinni aðeins fyrir eftir á. Þannig var tekin talsverð áhætta af mishraða verðbólgunnar eftir tímabilum að tiltölu við fyrirfram tilætluð lánskjör, sem voru í fullu gildi á útlánshlið. Uppsafnaðar útkomur innlánsvaxta gátu í besta falli orðið jafnar vísitöluuppfærslu, en oftast hærrí, og það því fremur sem tímabilin voru styttri og fleiri. Þessi aðferð var að vísu fallin til þess að hamla gegn innlánaflakki, en hlaut á hinn bóginn að magna misvægisáhættuna með því að gera innlán dýrari en fyrir var séð og fólst í uppgefnum vaxtaprósentum.

Starfræksla skiptikjarakerfis fól raunar í sér traust á það, að ætíð mundi unnt að leiðrétta afkomu bankastofnana með vaxtabreytingum eftir á, einkum hækkun útlánsvaxta eftir að misvægi verðtryggingar var orðið til lengdar neikvætt, þ.e. vægi verðtryggingar minna á útlánahlið. Veilan við slíkar leiðréttingar eftir á er hins vegar sú, að þær hljóta að vera háðar fákeppnisaðstæðum á lánsfjármarkaði. Þau skilyrði munu hafa haldið fyrstu árin, svo að töp af skiptikjörum komu einkum fram, ef þau gerðust undir lok árs en tekjuhækkun til leiðréttingar féll á rekstur næsta árs. Með aukinni og nánast fullri opnun út á við og tilsvarendi virkri samkeppni út á við og inn á við verður að telja, að þessar verndarforsendur séu brostnar. Áhættan af misvæginu er þar með raunverulegri en fyrr, þótt á hinn bóginn hafi dregið úr henni við hjöðnun og jafnara ferli verðbólgunnar og fullt frjálrsæði til tímanlegra viðbragða.

Við þessu mátti bregðast með þrenns konar hætti: Í fyrsta lagi með því að láta bankastofnanir um að ráða sjálfar fram úr þessum vanda og skírskota til eigin ábyrgðar þeirra á afkomu og fjárhag, enda færu þær halloka í samkeppninni, sem ekki sæju fótum sínum forráð. Í öðru lagi með því að fela bankaeftirlitinu umsjón með og afskipti af þessum vanda með nánari hliðsjón af aðstæðum í hverju tilviki. Og í þriðja lagi með því að setja skiptikjörum og verðtryggingarjöfnuði ákveðin mörk og varúðarreglur, sem bankaeftirlitið fylgi fram óháð öðrum viðmiðunum. Með tilliti til strangra krafna um öryggi peningamyndandi og greiðslumiðlandi stofnana kom fyrsta afbrigðið varla til greina, ekki síst ef jafnframt eru höfð í huga þau útlánatöp, sem voru að dynja yfir bankakerfið. Árvækni og afskipti bankaeftirlits voru að vísu jafnan til staðar, en höfðu í þessu tilliti tæpast nógu skýrar viðmiðanir að styðjast við. Varð þriðja afbrigðið því ofan á hjá bankastjórn og ríkisstjórn, það að setja skýrar og afdráttarlausar reglur í þessu efni. Að þeirri niðurstöðu stuðlaði einnig það, að innlánsstofnanir voru komnar svo langt út í óstöðluð, sértæk kostaboð, að þeim reyndist mjög örðugt að stíga þau skref til baka að eigin frumkvæði.

Fyrsta skrefið var tekið með samræmingu samanburðartímabila skiptikjara í 6 mánuði og þar með til lengingar frá styttri tímabilunum, 1 og 3 mánaða, frá ársbyrjun 1989, hálfu ári eftir að sama mark var sett sem lágmark fyrir binditíma verðtryggðra innlána. Ári síðar, eða í ársbyrjun 1990, tók sú regla gildi, sett með tilkynningu Seðlabankans 24. nóvember 1989, að verðtryggð kjör mættu aðeins taka til innstæðu óhreyfðrar í 6 mánuði. Skiptikjör, þ.e. ýmist óverðtryggð eða verðtryggð á sömu innstæðu, gátu upp frá því aðeins gilt á bundnum reikningum til a.m.k. þess tíma. Hést nafnið enn á þeim, í forminu „bundnir skiptikjarareikningar“. Hinir óbundnu fengu hins vegar heitið „sérkjarareikningar“, þar sem verðtryggð kjör gátu aðeins náð til óhreyfðrar innstæðu

í minnst 6 mánuði, en um hreyfða innstæðu, lagða inn eða tekna út á 6 mánaða tímabili, giltu aðeins óverðtryggð kjör.

Í kjölfar þess, að lágmarksbinditími verðtryggðra innlána var lengdur í 1 ár á miðju ári 1993, var sama breyting látin ná til dvalartíma innstæðu á sérkjarareikningum frá ársbyrjun 1994. Hið sama gildi um lágmark binditíma skiptikjarareikninga, sem taka máttu verðtryggingu. Fram til þessa hafði framkvæmd bindingar innlána verið mjög fjölbreytileg: innstæða var laus til útborgunar í mánuð á tilteknum fresti, endurbinding var stundum til 6 mánaða, þótt frumbinding væri til 12 mánaða, og í sumum tilvikum héldust reikningar óbundnir. Frá ársbyrjun 1994 var því hins vegar fastar fylgt eftir, að bindiákvæði væru haldin.

Nýjar reglur voru kynntar með auglýsingu frá 23. júní 1994, en látnar taka gildi í ársbyrjun 1995. Frá þeim tíma varð óheimilt að verðtryggja óbundin innlán, svo sem gert hafði verið á 6 eða 12 mánaða dvalartíma innstæðna á sérkjarareikningum til þess tíma. Eftir sem áður var þó heimilt að verðtryggja bundnar innstæður í 12 mánuði eða lengur, og áskilja mátti að innstæða losni í 1 mánuð í senn og bindist á ný í 6 mánuði. Sérákvæði giltu um verðtryggingu reglulegs sparnaðar til minnst 12 mánaða, að hún nái til óhreyfðrar innstæðu hvers mánaðar, og hliðstætt um orlofsreikninga og skyldu-sparnað ungmenna. Bundnir skiptikjarareikningar hurfu við þessa breytingu, eða hætt var að taka við fé inn á þá. Í stað þeirra komu óbundnir og þá óverðtryggðir reikningar með háu úttektargjaldi, sem fellur niður eftir að innstæða hefur staðið óbreytt í tiltekinn tíma, og er þannig hvatt til, að sparnaður standi óhreyfður.

Við þetta stendur nú, en sem fyrr segir hefur verið lýst yfir þeirri stefnu, að öll verðtrygging innlána verði óheimil frá aldamótum, og útlána aðeins í formi skulda-bréfa. Verður þar með að fjármagna þau með hliðstæðri útgáfu verðtryggðra skulda-bréfa, auk þess sem lífeyrisskuldbindingar og eigið fé megi teljast verðtryggð fjármögnun mótsvarandi útlána.

Verðtryggingarjöfnuður og -áhætta

Skiptikjörin færðu að höndum verðtryggingaráhættu í ýktri mynd, þ.e. ekki eingöngu bundna við misvægi milli eigna- og skuldahliða heldur einnig við hærri innlánskjör í reynd en boðin höfðu verið samhliða ákvörðun útlánskjara. Unnið var samhliða að því að leysa úr þeim vanda, sem stæðjaði af skiptikjörum og misvægi verðtryggingar milli hliða, og hélst lausn beggja þátta vandans nokkurn veginn í hendur. Verður nú vikið nánar að þeim ráðstöfunum, sem gerðar voru vegna misvægisins sérstaklega.

Rétt þykir að rifja upp, að samtímis voru þrjú stefnumið höfð uppi: 1. að stytta fram til ársins 1985, en síðan að lengja, binditíma og dvalartíma til verðtryggingar; 2. að jafna skuldbindingar um verðtryggingu, og að sínu leyti gengistengingu, á báðar hliðar efnahags; og 3. að fyrirbyggja opnar skuldbindingar til uppgjörs eftir á, sem fólust í skiptikjörunum. Að mestu áttu þessi markmið samleið, einkum eftir að stefnt var til lengingar tímaviðmiðunar, en þó ekki ætíð. Fyrir kom, að tímaviðmiðun var breytt án nægilegs tillits til misvægisáhrifa, svo sem með lengingu verðtryggðra útlána úr 6 mánuðum í 1½ ár í janúar 1984, enda var það skref tekið til baka í byrjun næsta árs.

Gagnstæð, ótímabær lenging útlána í 3 ár var gerð í ársbyrjun 1991, en var tekin til baka á miðári 1993 til þess að aflétta misvægisáhrifum. Takmörkun skiptikjara hefur ekki valdin neinum slíkum árekstri, enda höfðu þau magnað einhliða þá áhættu, sem var annars fyrir hendi.

Áhætta af misvægi verðtryggingar er þess eðlis, að mikið álitamál er, hve raunveruleg hún er við eðlilegar markaðsaðstæður án þvingunar. Áhættan er bundin við það, að nafnvextir fylgi ekki væntri verðlagsþróun svo fast eftir, að nauðsynleg höfuðstólshækkun til jafns við uppfærslu samkvæmt verðtryggingu náist, á þeim tíma sem markaðsaðstæður helga slíka aðlögun. Svo sem verðbólga gerist venjulega, fyrirsjáanlega dreifð á allmörg hækkunarskref, ætti ekkert að vera því til fyrirstöðu að ná höfuðstólshækkuninni inn. Verðlagshækkunin er almenn forsenda fyrir vaxtamyndun, sem snertir alla jafnt, og raunvextir eru jafn eðlileg viðmiðun fyrir bæði lánveitendur og lánþega. Almennar markaðsaðstæður ættu því að tryggja það, að hækkunin næðist inn við eðlileg skilyrði. Að öðrum kosti yrði að álykta, að formleg verðtrygging hafi ljósa yfirburði í þessu tilliti.

Þó má setja sér fyrir sjónir aðstæður, þar sem þetta brygðist. Verðlagshækkun gerðist snögg og óvænt í einu stóru stökki, svo sem um tug eða tugi prósentna, en síðan væri fullljóst, að engin hækkun væri framundan. Verðtryggingin mundi skila þeirri hækkun inn í höfuðstólinn á sína hlið, en nafnvextir hefðu varla markaðsskilyrði til þess, þótt eitthvað mundi lærast af reynslunni fyrir seinni tímam. Slík hækkun gæti þó varla gerst af öðrum ástæðum en annars vegar eldsnökkri, almennri kauphækkun við slaka peningastjórn, en fyrir slíkt atferli virðist framvegis girt. Hins vegar gæti hún orðið af stórfelldu þjóðhagslegu áfalli, sem ylli hækkun verðlags umfram laun og væri því í eðli sínu *dýrtíð* fremur en *verðbólga*. Svo ósennilegir sem slíkir atburðir eru, mundu þeir varla réttlæta, að verðtryggingar- og vaxtakerfi tæki mið af þeim, heldur myndu þeir gefa tilefni til sérstakra opinberra tilfærsluáðgerða.

Greint er á milli jákvæðs og neikvæðs verðtryggingarmisvægis. Jákvætt telst það, þegar verðtryggðar eignir eru meiri en skuldir, en neikvætt, þegar verðtryggðar skuldir eru meiri. Eignir eru að sjálfsgöðu einkum útlán og skuldir innlán. Þessar einkunnir byggjast í fyrsta lagi á þeirri formlegu staðreynd, að eignir hafa jákvætt formerki fyrir efnahag, en skuldir neikvætt. Meira virðist þó búa undir, þar sem menn hafa haft litlar áhyggjur af jákvæðu misvægi, en miklar af neikvæðu. Sjálfvirk og fortakslaus verðtrygging, þ.e. formleg vísitölutenging, er að sjálfsgöðu fljótvirkari til hækkunar eða lækkunar en breyting nafnvaxta, sem kallar á viljaathöfn. Afkomuáhrif snöggra og ófyrirséðra verðlagsbreytinga eru hins vegar mismunandi, eftir því á hvorn veginn misvægið snýr og hvort verðbólga þróast til hækkunar eða lækkunar. Vaxandi verðbólga hefur meiri bein áhrif á innlánsflið, sé misvægið neikvætt, og þar með óhagstæð afkomuáhrif, en meiri á útlánsflið og þar með hagstæð afkomuáhrif, sé misvægið jákvætt. Þannig virðist tilvik vaxandi verðbólgu einkum hafa ráðið viðhorfinu til misvægisáhættunnar. Hjaðnandi verðbólga hefur hins vegar öndverð áhrif við þetta, bein og hagstæð á innlánsflið, sé misvægið neikvætt, en bein og óhagstæð á útlánsflið, sé

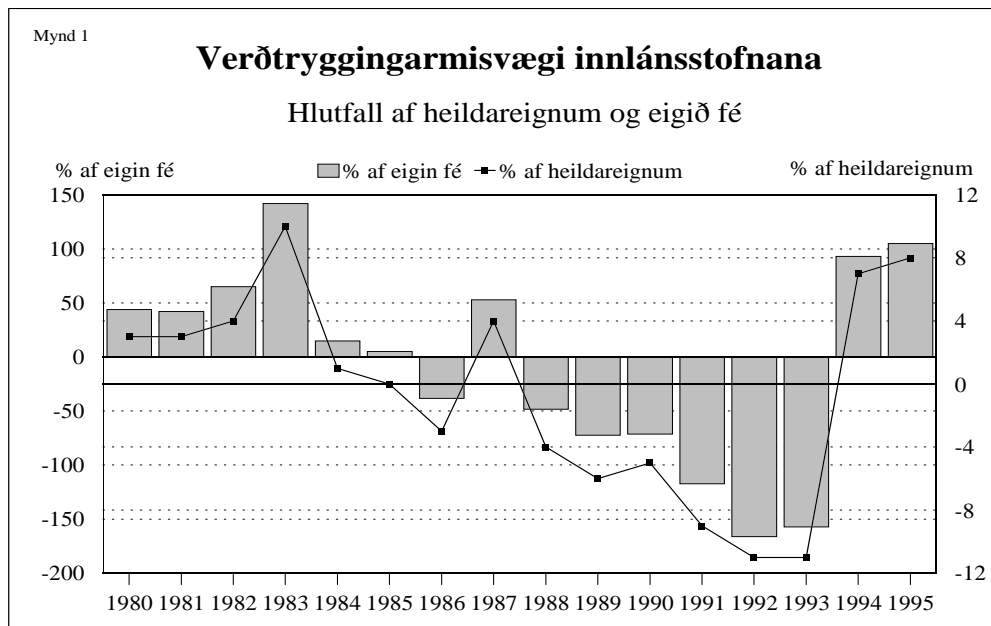
misvægið jákvætt. Þessar afstöður verða ræddar nánar hér á eftir, bæði í samhengi þróunarinnar og til almennrar ályktunar.

Yfirlit um *verðtryggingarmisvægi banka og sparisjóða* frá 1980 er sýnt í eftirfarandi töflu, bæði á föstu verðlagi ársloka 1995 og í hlutföllum af heildareignum og eigin fé. Tölur þessa efnis voru fyrst birtar í grein Björgvins Sighvatssonar í Fjármálatíðindum 1994, 1. hefti: „Verðtryggingarmisvægi innlánsstofnana á árunum 1980-1993“ en hafa verið endurskoðaðar og framlengdar af honum til nota í þessum kafla, og staðvirðingu umbreytt til ársloka 1995. Myndin er sömuleiðis frá honum.

Verðtryggingarmisvægi innlánsstofnana í árslok 1980-95

<i>Árslok</i>	<i>M. kr. verðlag 95-lok</i>	<i>Í % af eigin fé</i>	<i>Í % af heildareignum</i>
1980	3.352	44	3
1981	3.911	42	3
1982	6.168	65	4
1983	15.146	142	10
1984	1.670	15	1
1985	621	5	0
1986	-5.052	-38	-3
1987	8.748	53	4
1988	-8.656	-48	-4
1989	-14.219	-72	-6
1990	-13.321	-71	-5
1991	-24.694	-117	-9
1992	-29.490	-166	-11
1993	-30.766	-157	-11
1994	19.652	93	7
1995	23.072	105	8

Nokkrir fyrirvarar eru gerðir við þá skiptingu, sem liggur hér til grundvallar, einkum þeir að verðtryggingarhluti skiptikjara- og sérkjarareikninga er hverju sinni að nokkru áætlaður og að vanskilapáttur verðtryggðra útlána er í reynd kominn á dráttarvexti, án þess að fyrir því sé leiðrétt í bókhaldi. Lífeyrisskuldbindingar og víkjandi lán eru talin til verðtryggðra liða, en svo var ekki í upphaflegu uppgjöri. Engin kjaraskipting er hins vegar gerð á afskriftareikningi útlána, og hann því meðhöndlaður sem óverðtryggður, en helst ætti hann þó að færast sem neikvæður eignarliður og skiptast eftir lánskjörum. Við það mundi draga nokkuð úr jákvæðu misvægi, en neikvætt aukast. Eigið fé felur ekki í sér skuldbindingu gagnvart öðrum, og því ekki eðlilegt að taka það beinlínis inn í verðtryggingarjöfnuð. Að eigin fé og afskriftum slepptum er eignahliðin talsvert hærri en skuldahliðin, og gerir það eðlilegt, að hver hinna þriggja lánskjaraflokka sýni jákvætt misvægi sem svari um 11-12% af eignum eða um 13% af skuldum í hverjum þeirra. Bæði taflan og meðfylgjandi mynd 1 sýna grundvallarmis-



vægi á reikningum innlánsstofnana, áður en það var lagfært með vaxtaskiptum við Seðlabankann.

Meginskilin frá jákvæðu til neikvæðs misvægis urðu milli 1987 og 1988. Hið jákvæða á fyrri hlutanum gat varla talist vandamál nema árin 1982-83 og 1987, og var í fyrra tilvikinu unnið gegn því með lenginu á lánmarkstíma útlána. Neikvætt misvægi á síðari hlutanum var ætíð talið alvarlegra eðlis, þrátt fyrir umskiptin, sem þá urðu, til hærri raunávöxtunar óverðtryggðra útlána. Verulega stór taldist vandinn þó varla fyrr en 1991, enda fór vitundin um hann þá að vakna með viðleitni til að leysa hann. Ásýnd vandans er að vísu ekki þungbúin á mælikvarða heildareigna, en ef til þeirra kasta kemur, hlýtur hlutfallið af eigin fé að vera mun raunhæfari mælikvarði, en misvægið náði upp fyrir eigið fé 1991 og varð mun meira árin 1992-93.

Sé hugað nánar að þeirri áhættu, sem gæti verið í húfi, verður fyrst fyrir, að engin leikjafræðileg athugun eða tilraun hefur farið fram um það, hvaða stærðir gætu verið í dæminu. Ekki er um það að ræða, að allur höfuðstólsmunurinn milli verðtryggðra skulda og eigna sé í hættu. Slík tilraun mundi þannig beinast að því, hve miklu gæti skeikað milli ávöxtunar inn- og úthliðar í verstu tilvikum. Dæmið hér á undan um 10% skell mundi tengt stórstyrjöld, auðlindabresti eða náttúruhamförum og er með öllum ólíkindum, svo að varla gæti gerst nema í mesta lagi einu sinni á öld. Slíkur skellur um 10% af misvæginu mundi sneiða um 16% af eigin fé samkvæmt hlutföllunum 1992-93, en mundi þó ekki lækka eiginfjárstöðu innlánsstofnana í heild samkvæmt ársreikningum 1995 niður fyrir lögboðið 8% lágmark. Mesti munur, sem virðist geta orðið í venjubundnum eltingaleik vísitölu og vaxta, svo sem hegðun þeirra er við ríkj-

andi leikreglur, mun vera á bilinu 2-3%. Af því fengist hörð lexía fyrir bankakerfi í vaxandi samkeppni, en varla bankabrestur af þeim sökum einum.

Ekki er þó svo að skilja, að áhætta á stórfelldum töpum hafi verið eina ástæðan fyrir því að vinna gegn verðtryggingarmisvægi. Í starfi vinnuhóps bankanna um þennan vanda árið 1993 (strúktúrvandamálahóps) sem og nefndar á vegum viðskiptaráðuneytisins sama ár um vaxtamyndun á fjármagnsmarkaði kom fram sannfæring um, að vaxtamyndun á vegum bankakerfisins myndi ekki ná æskilegum sveigjanleika, meðan hafa þyrfti áhyggjur af þessu misvægi. Þetta átti einkum við, þegar bankaráðin höfðu beint ákvörðunarvald um vexti milli breytinga á lögum um viðskiptabanka árin 1989 og 1993. Þau áttu það til að leggjast gegn hækkun vaxta, þegar tilefni varð til þess, og þar á móti töldu bankastjórnir síður óhætt að leggja til lækkun, þegar svo bar undir. Ber hér enn að sama brunni, að áhættan af misvægi verðtryggingar verður virkust, þegar hún fer saman við ytri hömlur á aðlögun.

Aðgerðir til að ráða bót á verðtryggingarmisvægi voru ferns konar: 1. *Skilmálar um lengd inn- og útlána*, þ.e. bindi- eða dvalartíma innlána og lánstíma útlána, sem verðtryggja megi; 2. *Takmarkanir á heimild til skiptikjara og sérkjara*; 3. *Reglur um jöfnuð verðtryggra eigna og skulda innlánsstofnana*, og 4. *Vaxtaskiptasamningar Seðlabankans við innlánsstofnanir*. Um tvær þær fyrrgreindu er þegar rætt, og verður nú vikið að hinum síðargreindu, sem beinast sérstaklega að verðtryggingarmisvæginu sem slíku.

Reglur um verðtryggingarjöfnuð

Vitund um áhættu af verðtryggingarmisvægi var sem fyrr segir vakin af mikilli aukningu neikvæðs misvægis árin 1988-91. Kom hún fram í aðgerðum til að takmarka skiptikjör og lengja verðtryggingartíma og frá 1991 í viðleitni til að ná beinni stjórn á sjálfu misvæginu. Bankastjórn Seðlabankans gerði viðskiptaráðherra grein fyrir hugmyndum sínum um lausn vandans í bréfi hinn 6. nóvember 1991. Innlánsstofnanir voru þó engan veginn samdóma um, að verulegur vandi væri á höndum, og lentu málaleitanir þess efnis í verulegum þæfingi. Vinnuhópur um ýmis „strúktúr“vandamál í bankakerfinu, sem aðilar tengdu saman, var settur á laggirnar 2. mars 1993. Auk þess að leggja til þær lengingar og bindingar, sem að framan er fjallað um, gerði nefndin tillögur að reglum um verðtryggingarjöfnuð. Hið sama var að gerjast í nefnd á vegum viðskiptaráðuneytisins, sem skilaði skýrslunni „Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði“ í október 1993.

Fyrstu reglur þessa efnis voru settar með auglýsingu Seðlabankans 25. júní 1993 og tóku gildi 1. júlí. Þar segir: „Innlánsstofnanir skulu stefna að því að koma á jafnvægi milli verðtryggðra eigna og skulda eigi síðar en frá árslokum 1994. Sé mismunur verðtryggðra eigna og skulda innlánsstofnunar meiri en sem svarar 20% af eigin fé hennar og fer einhverju sinni hækkandi frá einum ársfjórðungi til annars skal hlutaðeigandi innlánsstofnun tafarlaust gera ráðstafanir sem miða að því að innan hálfis árs verði umrætt hlutfall orðið lægra en 20%.“ Í niðurlagi auglýsingarinnar var klykkt út með því, að stefnt sé að því, að heimild til verðtryggingar sparifjár falli niður frá og

með ársbyrjun 1995. Sömu reglur um verðtryggingarjöfnuð voru endurútgefnar á miðju ári 1994 og aftur 1995 með þeirri breytingu einni, að jafnvægiskrafan var gerð gildandi miðað við árslok 1995. Í síðasta tilvikinu var stefnumarki afnáms verðtryggingar á innlánsflið einnig frestað til lokaárs aldar og árpúsunds.

Vaxtaskiptasamningar

Stórtækasta aðgerðin til þess að jafna út misvægi verðtryggingar fólst í vaxtaskiptasamningum, sem Seðlabankinn gerði við viðskiptabankana og Lánastofnun sparisjóðanna fyrir þeirra hönd. Reiknað var með, að jöfnun í grundvallarafstöðum með framangreindum reglum tæki meira en tvö ár, til ársloka 1995. Jöfnuði á yfirborðinu og í skilningi fjárhagslegrar áhættu var hins vegar unnt að koma á þegar í stað með því að nýta vel þekkta tækni vaxtaskiptasamninga. Mismunandi afbrigði fjárhagslegrar ábyrgðar á framvindunni komu til álita, frá því að ábyrgjast dreifingu heildarhækkunar yfir tímabil samkvæmt verðlagsspá Seðlabankans til þess að ábyrgjast heildarhækkunina sjálfa samkvæmt spánni. Hið síðargreinda varð niðurstaðan, í senn einfaldasta afbrigðið og viðurhlutamesta fyrir Seðlabankann. Þannig tók bankinn fulla ábyrgð á verðbólguþá sinni, miðað við þá fjárhæð misvægisins, sem það var metið á í vaxtaskiptasamningi, greiddi mótaðilunum sem umframhækkun nam, en skyldi þar á móti fá greitt það, sem upp á vantaði. Innlánsstofnanir gátu þannig miðað vaxtaákvæðanir sínar við verðbólguþá bankans á hverju tímabili. Hér var sem sé fundin áður og annars staðar óþekkt aðferð við að láta seðlabanka bera fjárhagslega ábyrgð á verðlagsmarkmiði sínu.

Upphaflegir vaxtaskiptasamningar voru gerðir 22. september 1993. Þeir miðuðust við metinn verðtryggingarhalla, eða neikvætt misvægi, að fjárhæð 24,5 ma. kr., og skyldu gilda yfir fjögurra mánaða tímabilið frá 1. september 1993 til 1. janúar 1994. Skyldi fjárhæðin lækka um sjöunda hluta eða 3,5 ma. kr. á hverju nýju fjögurra mánaða tímabili, svo að innlánsstofnanir bæru ábyrgð á að lagfæra misvægið sem því næmi. Á hverju tímabili bauð Seðlabankinn tiltekna raunvexti ásamt verðtryggingu, en áskildi sér á móti nafnvexti, sem miðuðust við raunvextina og verðbólguþá bankans fyrir tímabilið í heild. Hærri sannreynd verðbólga en spá leiddi þannig til greiðslu frá Seðlabanka, en lægri hafði í för með sér greiðslu til hans. Með vaxtaskiptunum tók Seðlabankinn á sig allt misvægið, svo sem það var þá metið án tillits til lífeyrisskuldbindinga, og yfirgnæfandi hluta þess, þótt þær séu teknar með. Svo vel tókst að jafna verðtryggingarhallann, að vaxtaskipti áttu sér stað aðeins til áramóta 1994-95. Hafði misvægið þá snúist á jákvæða hlið, en með hliðsjón af lágum innlánsvöxtum var það ekki talið bjóða upp á teljandi áhættu né gefa tilefni til frekari vaxtaskiptasamninga. Hér fer á eftir yfirlit um vaxtaskiptin, tekið saman af Ólafi K. Ólafs í peningamáladeild.

Yfirlit um vaxtaskiptasamninga 1.9.1993-1.1.1995

<i>Tímabil: mánuðir og ár</i>	<i>Samnings- fjárhæð í ma. kr.</i>	<i>Spá um % ársbreyt. lánskvt.</i>	<i>Ársvextir verðtr. hliðar %</i>	<i>Nafnvext. óverðtr. hliðar %</i>	<i>Verðbólga í reynd %</i>	<i>Greiðslur Seðlab. í m. kr. +/-</i>
9.-12.'93	24,5	2,0	6,0	8,0	1,18	-28,2
1.- 4. '94	21,0	0,0	5,0	5,0	0,36	12,8
5.- 9. '94	17,5	0,72	4,25	5,0	2,35	83,4
9.-12.'94	14,0	1,07	4,25	5,33	1,07	0,0

Eftirþankar og íhugunarefni

Undangengið efni gefur tilefni til hugleiðinga og visst færi á að vera „vitur eftir á“. Fær má nokkur rök fyrir því, að óttinn við verðtryggingaráhættu hafi verið talsvert ýktur, þar sem verðlagsþróun yrði ætíð þáttur vaxtamyndunar og breytanlegir vextir í bankakerfinu gæfu færi á aðlögun nafnvaxta á hvora hlið sem væri. Jafnvægi í vaxtamyndun myndi bæta upp misvægi í formlegum kjörum. Hér hefur þó verið reifað eftir megni, við hvers konar skilyrði áhættan væri helst raunveruleg. Nú skal reynt að bæta við nokkrum athugunarefnum og skyggast fram til þess, sem gætu orðið raunverulegri áhættuþættir í framtíðinni.

Almennasta ástæðan fyrir því að leita jafnvægis ákveðinna kjaraflokka er sennilega sú, að allt getur gerst og maður tryggir ekki eftir á. Væru hins vegar ákveðin hegðunarlögmál örugg, og ákveðin ferli í vændum, virðist niðurstaðan hins vegar vera sú, að misvægið snúi misjafnlega við áhættu eða ávinningi eftir stefnu verðlagsþróunar á hverjum tíma. Svo sem fyrr er að vikið, sýnir reynslan ótvírætt, að menn hafa haft miklu meiri áhyggjur af neikvæðu misvægi. Þá er höfð í huga hættan á mögnun verðbólgu, sem hittir fyrst og sjálfkrafa fyrir umframverðtryggingu á innlánsflið, sem síðan þarf viljaathöfn til að jafna út með hækkun útlánsvaxta, með öllum þeim tögum sem þeim athöfnum geta fylgt. Þetta viðhorf á einkum við, þegar verðbólga er svo lítil, að varla getur neðar farið, en stöðugt stríð að halda henni þar. Er þá meira öryggi í jákvæðu misvægi verðtryggingar. Allt öðru máli gegnir, þegar verðbólga er uppi í tugum prósentna og almennur vilji ríkir til að ná henni niður. Þá verður neikvætt misvægi hagstætt við það, að hjöðnunin verkar sjálfkrafa á ávöxtun umframverðtryggingar á innlánsflið, en tafirnar hægja á því, að nafnvextir lækki á mótsvarandi mun á útlánsflið.

Sé litið yfir farinn veg með hliðsjón af því, að jákvætt misvægi sé hagstætt í vaxandi en neikvætt í minnkandi verðbólgu, kemur í ljós, að verðtryggingarmisvægið var lengst af hagstætt innlánsstofnunum. Það gildi um jákvæðan jöfnuð í vaxandi verðbólgu til 1983, þótt svo hafi snúist við innan þess árs. Neikvæður jöfnuður var sömuleiðis hagstæður í hjaðnandi verðbólgu frá 1985 til 1993, og jafnvel jákvæða undantekningin 1987 í tímabundinni verðuppsveiflu. Umskiptin til jákvæðs misvægis 1994 komu einnig á rökréttum tíma. Þetta vekur ýmsar spurningar. Höfðu innlánsstofnanir e.t.v. næmari skilning á þessu samhengi en Seðlabankamenn? Réðu þær meiru um

form inn- og útlána en viðskiptamenn, eða létu þeir stjórnast af fyrri reynslu, sem átti ekki lengur við? Seðlabankinn og ráðuneytið virðast hafa haft erindi sem erfiði fremur í lokaniðurstöðunni en í ferlinu þangað, nema einnig þar hafi ríkt tilfinning fyrir að fara sér ekki of hratt. Stærsta spurningin er þó máské sú, hvort eða hvenær vogandi sé fyrir lánastofnanir að treysta á hugboð sitt um væntanlega hækkun eða lækkun verðbólgu, svo og hve gott viðskiptasiðferði felist í því að leiða viðskiptamenn inn á þá braut, sem sé þeim í óhag en innlánsstofnun í hag.

Setja má fram annað og gerólíkt viðhorf til afkomuáhrifa mismunandi lánskjara á báða bóga og þar með til verðtryggingarmisvægis. Reynslan af sambýli verðtryggðra og óverðtryggðra lánskjara yfir nokkurt árabil hefur leitt í ljós, að raunvextir óverðtryggðra innlána séu lægri og óverðtryggðra útlána hærri en á sambærilegum verðtryggðum inn- og útlánnum. Vaxtamunurinn, sem innlánsstofnanir nærast á, séu því fyrst og fremst af óverðtryggðu viðskiptunum á báða bóga, en einnig í minna mæli af óverðtryggðum útlánnum á móti verðtryggðum innlánnum. Nokkurn fyrirvara verður að vísu að gera um sambærileikann, og kann nokkur hluti munarins að stafa af tryggari útlánnum og stöðugri innlánnum með verðtryggingu, sem hvor tveggja séu innlánsstofnunum meira virði. Talsverður hluti hans virðist þó geta stafað af því, að óverðtryggð kjör eru ógagnsærri, að því er varðar raunverulega hagsmuni, og geti innlánsstofnanir því beitt viðskiptamenn sína „peningahulunni“, sem svo hefur verið kölluð í fræðunum (e. veil of money). Þetta gæti verið hluti skýringar þess óvilja, sem lánastofnanir sýndu lengi á að koma á verðtryggingu, sem og á svipaðri afstöðu erlendra markaðsaðila, sem hafa atvinnu og þénustu af að spá m.a. í verðbólgu.

Lánastofnanir myndu samkvæmt þessu hneigjast til þess að bjóða óverðtryggð kjör á báða bóga, meðan það hamlaði ekki framboði fjársparnaðar. Viðurkenningu þess, að kjör innlána verði að vera verðtryggð, svo að framboð þeirra þorni ekki upp, getur því hugsanlega fylgt viðleitni til að lána áfram út óverðtryggt og með breytanlegum vöxtum, meðan markaðsaðstæður gera kleift að ná þannig fullum verðbótum. Hugsanlega er hér um atferlislögmál að ræða, sem hafi á tímabili verið sterkara en áhættumat tengt því að geta ekki ætíð hækkað útlánsvexti á móti verðtryggðum innlánnum. Það lögmál kann þó að vera að missa gildi sitt, eftir því sem fólk lærir að reikna með verðbólgu og á fleiri kosta vöð á fjármagnsmarkaði. Með harðnandi samkeppni er gerð krafa um auðskilin, trygg og góð kjör, svo að niðurstaðan gæti orðið víðtæk verðtrygging á báða bóga, svo sem reyndin varð um árabil. Með því móti hafa innlánsstofnanir reynst berskjaldaðar fyrir ströngum samanburði raunvaxta til allra átta. Þótt það verði að teljast æskilegt frá almennu frjálsræðis- og samkeppnissjónarmiði, kann það að hafa magnað áhættuna tímabundið úr hófi.

Hér á undan hefur þremur viðhorfum og skýringartilraunum verið stillt hverjum gegn öðrum: 1. Að áhætta fylgi verðtryggingarmisvægi almennt séð, einkum neikvæðu misvægi; 2. Að samhengi misvægisins við verðbólguþróun skipti höfuðmáli til áhættu eða ábata; 3. Að markaðsfæri miður gegnsærra óverðtryggðra lánskjara hafi a.m.k. á tímabili getað skipt meira máli fyrir afkomuna en fyrrgreind áhættuatriði. Vonandi hefur varanleg hjöðnun verðbólgu og herra þróunarstig fjármagnsmarkaðarins dregið

mjög úr mótsögnunum milli þessara viðhorfa. Sjálfsagt er þó rétt að gefa öryggiskröfum gagnvart óvæntum uppkomum talsvert vægi og leggjast á móti verulegu verðtryggingarmisvægi, en áhættuna af því ætti þó að meta með hliðsjón af sennilegri verðlagsþróun. Hins vegar virðist ekki hafa verið sýnt fram á, að þær kröfur þurfi að útheimta mjög einstrengingslegar takmarkanir, né að fjármagnsmarkaði og þá innlánsstofnunum sérstaklega sé best þjónað með 7 ára tímaskilum milli nafnvaxta og verðtryggingar. Íhugunarvert virðist, hve vel innlánsstofnanir muni komast frá ríkjandi starfsháttum til þeirra verðbréfavæðingar, sem þær reglur virðast munu kalla á.

Framtíðin virðist bera í skauti sér verulega aðra áhættuþætti en hingað til, og þá sér í lagi markaðsáhættu tengda föstum vöxtum, einkum á skuldabréfum. Þessi áhætta tengist verðtryggingu í því, að horfur eru á, að verðbréf til lengri tíma verði allengi enn með vertryggingu. Því hefur verið haldið fram sem einum helsta kosti verðtryggingar, að henni gætu fylgt fastir vextir yfir lánstímann. Greina má milli vaxta- og markaðsáhættu. Vaxtaáhætta í kerfi breytanlegra vaxta á báðar hliðar var sáralítill, háð hugsanlegum mismunandi aðstæðum á inn- og útlánshlið. Með teljandi vægi fastra útlánsvaxta getur orðið veruleg áhætta bundin við breytilega vexti á innlánshlið, en aðeins hlaupandi vaxtamunur kemur á rekstur hvers árs, þótt rökréttara geti verið að endurmeta virði útlánanna með nýjum vöxtum. Svo er hins vegar gert í tilviki svokallaðra veltuverðbréfa, þ.e. keypra með endursölu fyrir augum, svo að öll höfuðstólsáhrif slíks endurmats færast á rekstur. Það gerir áhættuna raunverulegri og tafarlausari. Þetta virðist vera sú tegund áhættu, sem brýnast verði að sjá við framvegis, enda mun bankaeftirlitið vera vökult fyrir henni og vinna að viðbúnaði til að verjast henni.