

---

## Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina

---

Greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða

Nóvember 2004

Tryggvi Þór Herbertsson

Dr. Tryggvi Þór Herbertsson er forstöðumaður Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands og dósent í hagfræði við viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands. Hann er í stjórn International Network of Pension Regulators and Supervisors sem eru samtök eftirlitsstofnana með lífeyrissjóðum í umsjá OECD. Jafnframt situr hann í stjórn Frjálsa lífeyrissjóðsins og í ritstjórn Fjármálatíðinda Seðlabanka Íslands. Tryggvi hefur gegnt margvíslegum trúnaðarstörfum fyrir hið opinbera, svo sem setið í og stjórnað ráðherraskipuðum nefndum. Þá hefur Tryggvi verið ráðgjafi fjölda fyrirtækja og stofnana víðsvegar um heim. Meginrannsóknarsvið Tryggva eru hagstjórn, hagvöxtur, lífeyris- og almannatryggingamál. Hann hefur skrifað fjölda skýrslna, birt fjölda vísindaritgerða bæði heima og erlendis í sérfræðitímaritum og bókum.

## **1. Inngangur**

Verðbólga var eitt mesta efnahagslega bölið sem gekk yfir hinn vestræna heim á áttunda og níunda áratugnum. Sparifé almennings brann upp og það þótti ekki bera vott um klókindi í fjármálum að spara aurinn enda varð það viðtekin venja á Íslandi að fjárfesta í steinsteypu í stað þess að leggja fjármuni í peningalegar eignir. Sem dæmi um þetta þá báru almennar sparisjóðsbækur landsmanna að meðaltali 14,5% neikvæða raunávöxtun á áttunda áratugnum og -9% á þeim níunda.

Því er oft haldið fram að í sjálfu sér þurfi enginn að bíða tjón af verðbólgu vegna þess að fræðilega séð gætu allar hreyfingar af fjármálalegum toga hæglega verið

verðtryggðar.<sup>1</sup> En það er einnig hægt að færa fyrir því haldgóð rök að ekki sé hagkvæmt að allir fjármálegir gerningar séu svo rígbundnir. Lág verðbólga sem hefur áhrif á hlutfallsverð í hagkerfinu getur verið af hinu góða. Þannig getur til dæmis verðbólga, sem leiðréttir mistök sem gerð hafa verið í allskyns fjármálalegum samningum, verið hagkvæm. Dæmi um þetta er að ef framleiðniaukning sem spáð hefur verið, og launahækkunir grundvallast á, rætast ekki þá mun væg verðbólga leiðréttu gerða kjarasamninga. Þannig sýna rannsóknir að hófleg verðbólga er ekki slæm fyrir efnahagslífið og örvar hún jafnvel hagvöxt ef eitthvað er – hún verkar eins og smurning á tannhjól efnahagslífsins.<sup>2</sup> Undanfarin ár hafa áhyggjur manna því fremur beinst að verðhjöðnun en hóflegri verðbólgu og er þá m.a. horft til þeirra gríðarlegu vandamála sem Japan hefur staðið frammi fyrir í rúman áratug.

Nokkur umræða hefur spunnist um hvort banna skuli verðtryggingu fjárskuldbindinga líkt og tíðkast hefur hér á Íslandi allt frá því að Ólafslög voru sett árið 1979. Sumum hefur fundist óréttlátt í meira lagi að fjármálastofnanir geti krafist verðtryggingar, breytilegra vaxta og veðs – að allri áhættu sé velt yfir á skuldarann. Þá hafa menn bent á að í rúman áratug hefur verðbólga verið hófleg hér á landi ef undan er skilið verðbólguuskotið er varð í kjölfar aðlögunar íslenska hagkerfisins rétt eftir síðustu aldamót. Þrátt fyrir viðvarandi stöðuleika er obbi langtímalána vísitölutengdur og það er úr takti við það sem gerist almennt í heiminum. Viðlíka vísitölutengingu lána er helst að finna í vanþróuðum ríkjum eins og Brasilíu, Chile og Ísrael. Þá er bent á að óðaverðbólga líkt og varð á fyrstu árum níunda áratugar síðustu aldar geti ekki orðið við þær efnahagslegu kringumstæður sem nú eru og er þá sérstaklega horft til þess hve gríðarleg framþróun hefur orðið á peningastefnunni á síðustu tveim áratugum, ekki bara hér á Íslandi heldur í öllum hinum vestræna heimi. Í þessari umræðu allri virðist við fyrstu sýn vera nokkuð ljóst hverjir myndu hagnast á afnámi verðtryggingar – skuldunautar – en ekki hverjir myndu tapa. Að jafnaði virðist þó hægt að segja að þegar verðbólga er óviss og óstöðugleiki í efnahagslífinu á þá má færa fyrir því haldgóð rök að skuldunautar hagnist á óverðtryggðum lánnum, en tapi ef stöðugleiki og jöfn og fyrirséð verðbólga ríkir. Það er þó ljóst að afnám verðtryggingar myndi hafa

---

<sup>1</sup> Sjá nánar bók Alicia H. Munnell (1982). *The Economics of Private Pensions*, Brooking Studies in Social Economics, Brookings Institution, Washington DC, en þar er fjallað ítarlega um eftirlaun í umhverfi þar sem verðbólga ríkir.

<sup>2</sup> Sjá t.d. Tryggvi Þór Herbertsson og Þorvaldur Gylfason (2001), „Does Inflation Matter for Growth?,” *Japan and the World Economy* 13, nr. 4, desember, bls. 405-428.

mikil áhrif á eignir íslensku lífeyrissjóðanna og þar með á eftirlaun Íslendinga í framtíðinni því sjóðirnir er lang stærstu eigendur langtímaskuldbindinga á íslenskum fjármálamarkaði.

Það er skemmst frá því að segja að stjórn Landssambands lífeyrissjóða fór þess á leit við undirritaðan að hana tæki saman greinargerð um áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina og er þessi greinargerð afrakstur þeirrar vinnu.

## 2. Hve viðtæk er verðtrygging lána?

Verðtrygging er almennt ekki notuð við útlán lánastofnana til heimila í ríkjum OECD. Verðtrygging hefur einskorðast við ríkisskuldabréf en verðtrygging ríkisskuldabréfa þekkist í átta ríkjum OECD: Ástralíu, Bretlandi, Danmörku, Írlandi, Íslandi, Kanada, Nýja Sjálandi og Svíþjóð. Hlutfall verðtryggingar á ríkisskuldabréfum er hæst hér á landi, um 86%, í Bretlandi er það um 18%, í Svíþjóð rúm 7%, í Ástralíu um 4% en lægra annars staðar.<sup>3</sup>

Fyrstu tilraunir með verðtryggingu á Íslandi voru gerðar árið 1955 við húsnæðisfjármögnun. Full framkvæmd verðtryggingar hófst síðan með spariskírteinum ríkissjóðs árið 1964 en sú ráðstöfun nýttist til almennrar lagasetningar um verðtryggingu fjárskuldbindinga árið 1966. Þessi lagasetning var þó svo miklum annmörkum háð að verðtrygging varð ekki almenn fyrr en rúmum áratug síðar. Áfram var þó haldið á sviði fjárfestingarlánasjóða með verðtryggingu endurlánaðs spariskírteinafjár og frá árinu 1972 með verðtryggingu skuldabréfa, sem lífeyrissjóðir keyptu af fjárfestingarlánasjóðunum. Verðtryggingu var svo almennt komið á hér á landi með lögum nr. 13 frá 10. apríl 1979, svokölluðum Ólafslögum, nefndum eftir forsætisráðherranum Ólafi Jóhannessyni. Framkvæmd laganna tafðist nokkuð vegna þessa að vaxtaákvæðanir nutu áfram að nokkru leyti opinberrar íhlutunar, eða allt þar til þar til vaxtafrelsi innlánsstofnana var innleitt í tveimur áföngum 1984 og 1986. Með auknu frjálstræði í vaxtamyndun um miðjan níunda áratuginn breyttist inntak og eðli verðtryggingar í valfrjálst samningsform.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Tillaga til þingsályktunar *Um afnám verðtryggingar á fjárskuldbindingum*, borin fram af þingmönnum Samfylkingarinnar á Alþingi veturinn 2003-2004.

<sup>4</sup> Bjarni Bragi Jónsson (1998). „Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi,” Seðlabanki Íslands.

Sparnaður Íslendinga fer að lang stærstum hluta fram innan ramma lífeyrissjóðanna. Um það leyti sem verðtryggingu var komið á hafði sjóðunum reitt svo illa af að við borð lá að þeir legðu sjóðmyndunarkerfi á hilluna þegar glórulaus verðbólgutöp blöstu við.<sup>5</sup> Eftir að verðtrygging og vextir voru gefin frjáls snérist dæmið hins vegar algjörlega við og nú eru eignir sjóðanna meiri en sem nemur vergri landsframleiðslu eins árs.

Nokkur skref hafa verið stigin í þá átt að draga úr verðtryggingu á nýjan leik og er þá sérstaklega er horft til skuldbindinga til skemmri tíma. Árið 1995 var ákveðið að minnka verðtryggingu í áföngum. Síðasta skrefið var stigið 1998 en þá var gert óheimilt að verðtryggja styttri innlán en þriggja ára og styttri útlán en fimm ára.<sup>6</sup> Þetta hefur ekki haft veruleg áhrif og lítið dregið úr verðtryggingu fjárskuldbindinga.

Tæplega þrjú fjórðu hlutar verðtryggðra útlána til einstaklinga bera fasta vexti sem skýrist einkum af því að húsnæðislán Íbúðalánasjóðs, sem bera fasta vexti, eru um 60% af verðtryggðum útlánnum einstaklinga. Verðtryggð lán til fyrirtækja skiptast hins vegar nokkurn veginn jafnt á milli fastvaxtalána og lána sem bera breytilega vexti. Almenn er viðskiptavinum ekki frjálst að velja á milli fastra og breytilegra vaxta. Í flestum tilvikum lánar lánastofnunin eingöngu með föstum eða eingöngu með breytilegum vöxtum en í öðrum tilvikum gilda um það sérstakar reglur.<sup>7</sup> Í töflu 1 má sjá eignaskiptingu íslensku lífeyrissjóðanna, annars vegar í lok árs 2003 og hins vegar í júlí 2004.

**Tafla 1. Eignaskipting íslensku lífeyrissjóðanna, milljarðar kr.**

	Desember 2003		Júlí 2004	
Innlend markaðsskuldabréf	219	27%	247	27%
Önnur innlend skuldabréf	152	19%	155	17%
Sjóðfélagalán	91	11%	94	10%
Innlend hlutabréf og verðbréfasjóðir	163	20%	191	21%
Erlend hlutabréf og verðbréfasjóðir	153	19%	182	20%
Erlend skuldabréf	4	0%	5	1%
Aðrar eignir	28	3%	26	3%
Samtals	809	100%	900	100%

Heimild: Íslandsbanki, *Markaðsyfirlit – skuldabréf*, september 2004

<sup>5</sup> Sjá Bjarna Braga Jónsson (1998).

<sup>6</sup> Um verðtryggingu fjárskuldbindinga er fjallað í VI. kafla laga nr. 38 frá 2001 um vexti og verðtryggingu.

<sup>7</sup> Seðlabanki Íslands (2003). „Verðtrygging og fastir vextir,” *Peningamál*, nr. 2.

Í júlí 2004 voru um 496 milljarðar af tæpum 900 milljörðum eigna lífeyrissjóðanna verðtryggðir, eða sem nemur tæpum 55% heildareigna til greiðslu lífeyris.<sup>8</sup> Þetta hlutfall hefur reyndar lækkað jafnt og þétt undanfarin ár og virðist þar ekkert lát vera á. Þannig var hlutfallið tæp 65% í lok árs 2002 61% um mitt árið 2003.<sup>9</sup>

### 3. Hverjir tapa og hverjir græða á verðtryggingu?

Í umræðunni er oft látið liggja að því að þeir sem græða á því að verðtrygging sé afnumin séu skuldunautar og þeir sem tapa lánardrottnarnir eða öllu heldur eigendur skuldanna sem eru lífeyrissjóðirnir að stærstum hluta. En er það svo? Samkvæmt athugun Seðlabanka Íslands hafa raunvextir óverðtryggðra skuldabréfalána banka á undanförunum árum verið heldur hærri og talsvert sveiflukenndari en raunvextir samsvarandi verðtryggðra lána.<sup>10</sup> Af þessu ályktar Seðlabankinn m.a. að hömlur gegn verðtryggðum lánum séu ekki líklegar til að bæta hag lántakenda.<sup>11</sup> Ástæðan fyrir þessu er að lánardrottnar krefjast hærri vaxta vegna aukinnar óvissu ef verðtryggingin er tekin af. Skoðum nú hvers vegna það er.

Þegar tengsl nafn- og raunvaxta eru skoðuð er oft litið til nálgunar sem kennd er við hagfræðinginn Fisher (e. *Fisher identity*). Þegar raunvextir eru festir er vöxtum og verðbólgu bætt við eftir á. Þegar lán eru hins vegar með föstum nafnvöxtum getur raunávöxtun orðið önnur en ætlað var. Fishers jafnan tengir muninn sem er á raun- og nafnvöxtum væntri framtíðarverðbólgu á eftirfarandi hátt:

$$r = i + p^e$$

þar sem  $r$  táknar raunvexti,  $i$  nafnvexti og  $p^e$  vænta framtíðarverðbólgu. Ef væntingar um framtíðarverðbólgu eru hárréttar (þegar  $p_{t-1}^e = p_t$  gildir ávallt) þá er enginn munur á því að hafa fjárskuldbindingar verðtryggðar eða með breytilegum nafnvöxtum. Ef hinsvegar það koma óvæntir verðbólguþættir (þegar  $p_{t-1}^e \neq p_t$ ) þá geta lánardrottnar fremur orðið fyrir meira tapi ef skuldir eru óverðtryggðar en ella. Augljóst er að væntingar um verðbólgu munu aldrei verða algjörlega réttar og því krefjast lánardrottnar áhættuálags þegar nafnvextir eru settir til að bæta fyrir rangar væntingar

<sup>8</sup> Heimild: Íslandsbanki, *Markaðsyfirlit - skuldabréf*, september 2004.

<sup>9</sup> Heimild: Greiningardeild Landsbankans, óbirtir útreikningar.

<sup>10</sup> Þetta er reyndar staðfest á mynd 1 í þessari skýrslu.

<sup>11</sup> Seðlabanki Íslands (2003). „Verðtrygging og fastir vextir,” *Peningamál*, nr. 2.

(óvissu um verðbólguþróun). Í hagkerfi þar sem að lánardrottinnar eru áhættufælnir ættu raunvextir því að vera hærri ef þeim er stjórnað með breytilegum nafnvöxtum en ef þeir eru fast álag ofan á verðtryggingu.

Á mynd 1 hér á eftir má sjá að meiri líkur eru en minni að raunávöxtun verði lakari á óverðtryggðum samningum ef verðbólgan ríkur upp. Til að nafnvöxtun eigna lífeyrissjóða hækki algjörlega í takt við verðbólguna þarf raunávöxtun sjóðanna að vera óháð henni. Fjölmargar rannsóknir sýna hins vegar að raunávöxtun alls kyns verðbréfa lækkar þegar verðbólgan eykst.<sup>12</sup> Afleiðingar þess geta verið alvarlegar og til að varpa ljósi á stærðargráðurnar er rétt að taka dæmi.

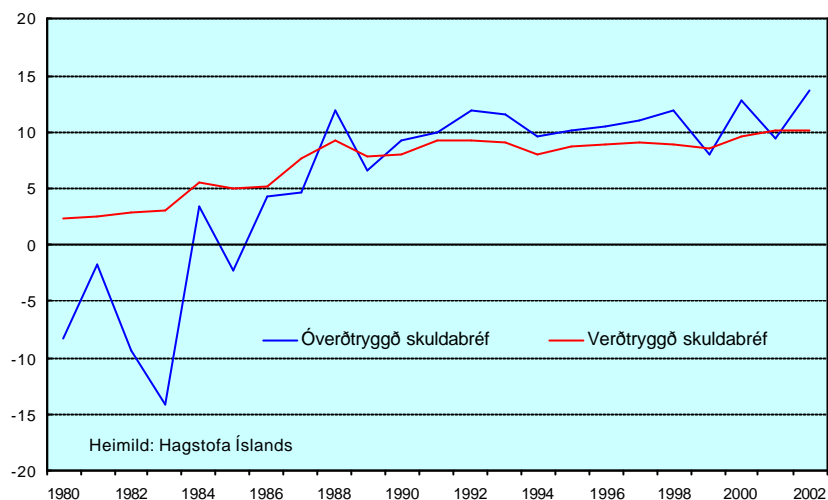
Ímyndum okkur einstakling sem leggur 2% af launinum sínum til viðbótarlífeyrissparnaðar og fær 2% mótframlag frá vinnuveitanda. Laun þessa manns hækka að meðaltali um 1,5% á ári að raunvirði (til að endurspegla aukna framleiðni í hagkerfinu) og hann er 40 ár á vinnumarkaði. Gerum nú ráð fyrir að vegna þess að allar eignir lífeyrissjóðsins eru óverðtryggðar að þá sé raunávöxtun að meðaltali 1% lægri en ef allar eignir sjóðsins hefðu verið verðtryggðar – 4% raunávöxtun í stað 5%. Miðað við þessar forsendur þá væri lífeyrissjóður þessa manns við starfslok 21% lægri en ef allt hefði verið verðtryggt. Eignir sjóðsins hefðu verið rýrðar með afnámi verðtryggingarinnar og eftirlaunin lækkuð. En augljóst er að þessir peningar hefðu ekki gufað upp – þeir hefðu færst til skuldunauta sjóðsins. Og ekki eingöngu hefðu peningarnir verið færðir milli aðila heldur einnig á milli kynslóða. Eignamenn framtíðarinnar – lífeyrisþegarnir – niðurgreiddu lán skuldara í nútíðinni. Ljóst er að þetta dæmi er mjög ýkt en varpar samt ljósi á þætti málsins.

Kostir verðtryggingarinnar eru þeir að auðveldara er að gera áætlanir um framtíðina ef hennar nýtur við – hún minnkar áhættu lánardrottins. Eins og sagði áður ætti þetta að öðru jöfnu að leiða til þess að hann væri tilbúinn til að sætta sig við lægri vexti en ef lánin væru óverðtryggð. Þegar gögn um raunávöxtun almennra skuldabréfalána banka og sparissjóða eru skoðuð tímabilið 1986-2003, kemur einmitt í ljós að óverðtryggð skuldabréf bera að öllu jöfnu hærri vexti en verðtryggð þegar stöðugleiki ríkir. Á

---

<sup>12</sup> Sjá t.d. Franco Modigliani og Richard A. Cohn (1979). „Inflation, Rational Valuation, and the Market,” *Financial Analysts Journal* 35, mars-apríl, bls. 22-44, eða Eugene F. Fama (1979). „Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money,” Working Paper, University of Chicago, Graduate School of Business.

mynd 1 eru vegnir meðalraunvextir innlánsstofnana á Íslandi árabilið 1980 til 2002 sýndir.



Mynd 1. Vegnir meðalraunvextir innlánsstofnana 1980-2002

Greinilegt er að þegar mikill breytileiki er í verðbólgunni eins og var á árunum 1980 til 1990 og árið 2001 þá eru raunvextir óverðtryggðra bréfa mun lakari en verðtryggðra og öfugt. Reyndar voru vextir ekki gefnir að fullu frjálssir fyrr en 1986 sem gæti einnig skýrt að einhverju leyti neikvæða raunvexti óverðtryggðra lána á fyrri hluta áttunda áratugarins.

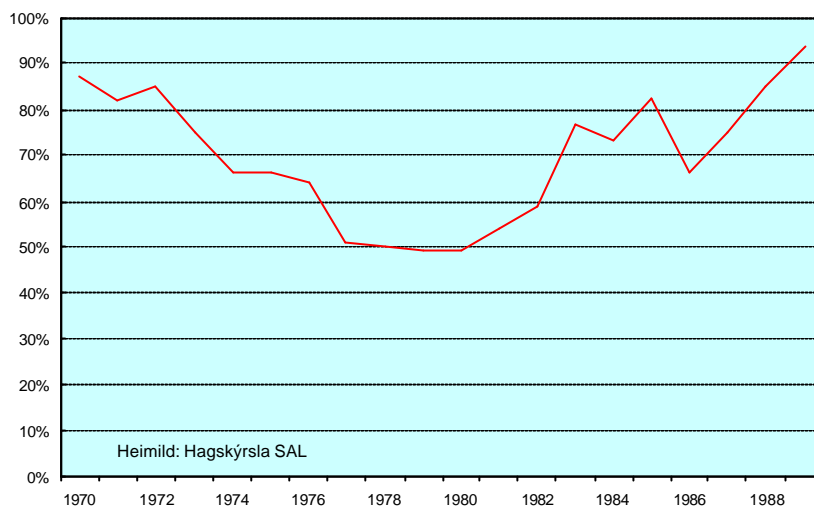
Fyrir lífeyrissjóð sem hefði getað valið hvort hann ætti að fjárfesta í verðtryggðu bréfi eða óverðtryggðu árið 1980 hefði valið skipt miklu fyrir greiðslu lífeyris í framtíðinni. Þannig hefði sjóðurinn fengið 5,5% meðalraunávöxtun á ári ef óverðtryggða bréfið hefði verið valið en 7,3% ef það verðtryggða hefði verið keypt. Eftirlaunin hefðu endurspeglad beint þessar ólíku ávöxtunartölur.

Því miður eru ekki til heildstæðar tölur um ávöxtun lífeyris Íslendinga nema frá árinu 1991. Samtök almennra lífeyrissjóða héldu þó hagskýrslur allt þar til Seðlabankinn tók til við þá iðju í byrjun tíunda áratugarins. Í hagskýrslu SAL frá árinu 1991 er reiknað út svokallað verðmætishlutfall en það sýnir verðmæti heildarstiga í lífeyriskerfinu í hlutfalli við hreina eign til greiðslu lífeyris, en verðmæti hvers stigs endurspeglar grundvallarlaun SAL.<sup>13</sup> Ef verðmætishlutfallið er t.d. 100% þá þýðir það

<sup>13</sup> Sjá nánar *Hagskýrslu SAL, 1970-1989*, útgefin af Sambandi almennra lífeyrissjóða, ágúst 1991.

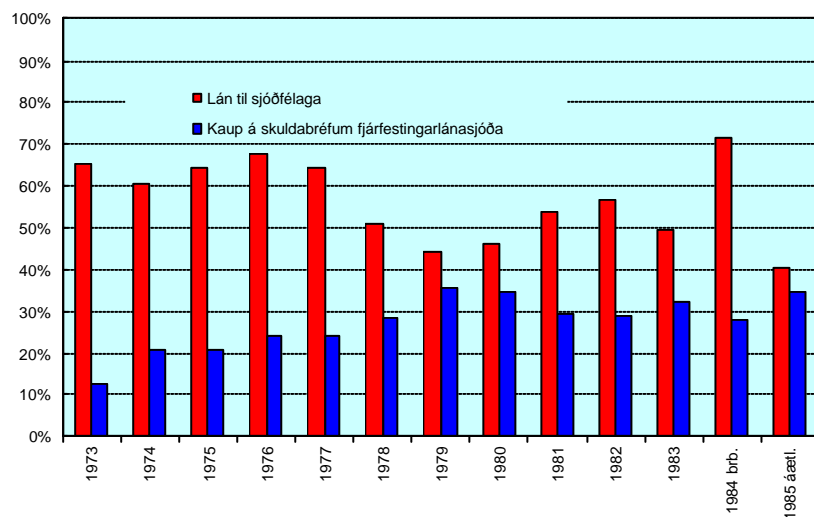


að verðmæti heildarstiga er jafnt heildareignum sjóðanna. Á 2. mynd má sjá hve verðmætishlutfall SAL-sjóðanna lækkaði mjög á tímabilinu 1970-1980 og endurspeglar það hve verðbólgan lék sjóðina grátt á þessum tíma.



Mynd 2. Verðmætishlutfall SAL-sjóða

Eftir að eignir sjóðanna urðu almennt verðtryggðar eftir setningu Ólafslaga árið 1979 óx hlutfallið jafnt og þétt og í lok níunda áratugarins var það komið í 93,5%. Athygli vekur að hlutfallið féll mjög á árinu 1986, eða úr 82,3% árið á undan niður í 66,1%. Þetta stafaði af því að grundvallarlaun hækkðu mjög mikið í janúar 1987 en vegna þess hve launin áttu stóran þátt í verðmæti heildarstiga hafði það mikil áhrif á útreikning verðmætishlutfallsins. Sjá má af þessu að verðtrygging hefur verið lífeyrissjóðum mjög mikilvæg við að halda verðgildi eigna sjóðfélaga.

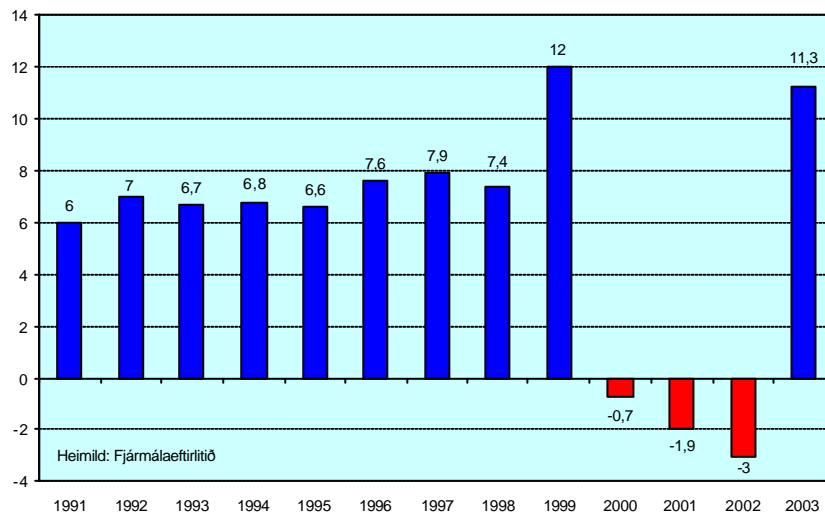


### Mynd 3. Útlán lífeyrissjóða í hlutfalli við ráðstöfunarfé

Framan af voru eignir lífeyrissjóða fjárfestar aftur hjá sjóðfélögum í miklum mæli þannig að hagnaður skuldara af verðbólgu lenti oftast ekki hjá sjóðfélögum, en engan vegin hjá öllum heldur aðeins þeim sem skulduðu. Á mynd 3 má sjá útlán lífeyrissjóða til sjóðfélaga og fjárfestingarlánasjóða í hlutfalli við ráðstöfunarfé þeirra.<sup>14</sup>

Eins og sjá má á myndinni þá ráðstöfuðu íslensku lífeyrissjóðirnir mestum hluta ráðstöfunarfjár síns til útlána til sjóðfélaga. Eins og áður segir eru ekki til tölur um raunávöxtun lífeyris á Íslandi fyrir en árið 1991. Á 4. mynd má sjá þróun raunávöxtunar frá byrjun tíunda áratugarins.

Eins og sjá má á myndinni hafa skipst á skin og skúrir hvað ávöxtun varðar. Ávöxtun hefur alltaf verið yfir 6% nema 2000-2002 þegar hlutabréfamarkaðir hröpuðu og gengi íslensku krónunnar hrundi. Meðaltal hreinnar raunávöxtunar síðastliðinna 5 ára var 3,5% og 10 ára var 5,4%.



Mynd 4. Raunávöxtun íslensku lífeyrissjóðanna 1991-2003

<sup>14</sup> Tölurnar eru fengin úr gögnum *Endurskoðunarnefndar lífeyriskerfissins* sem starfaði um miðjan níunda áratuginn og skilaði sér í frumvarpi til laga um starfsemi lífeyrissjóða 29. maí 1987.

Hér að framan hefur verið fjallað um hverir hagnast og hverjir tapa á afnámi verðtryggingar af sjónarhóli lánardrottna (lífeyrissjóðanna) og skuldunauta. En það eru ekki einungis þessir aðilar sem verða fyrir áhrifum af afnámi verðtryggingar.

Ef verðtrygging yrði afnumin að þyrfti einnig að afnema hana gjaldamegin því 14. gr. laga nr. 129 frá 1997 segir: „Mánaðarlegur lífeyrir skal verðtryggður og breytast til samræmis við breytingu á vísitölu neysluverðs.“ Afnám verðtryggingar gæti þannig aukið óvissu lífeyrisþega hvað varðar kaupmátt lífeyris. Skuldbindingar sjóðanna eru þannig verðtryggðar og ef tryggingin yrði afnumin eignamegin er ljóst að hætta gæti skapast á misgengi milli eigna og skuldbindinga.

#### 4. Lokaorð

Hér að framan hefur verið sýnt fram á að ekki er einhlítt hverjir hagnast og hverjir tapa á verðtryggingu. Við mikinn óstöðugleika í efnahagslífinu og tíð óvænt verðbóluskot er líkleggra að skuldunautar hagnist á því að verðtrygging sé afnumin en að þeir tapi aftur á móti ef stöðugleiki og jöfn verðbólga ríkja. Ekki er ljóst hvað kæmi í stað verðtryggingar sem grunnur að vöxtum á langtímalánum ef vísitölutenging yrði afnumin en rétt er þó að benda á að afnám verðtrygginga á fjárskuldbindingar myndi taka nokkra áratugi í framkvæmd því ekki er hægt að breyta gerðum lánasamningum auk þess sem misgengi gæti skapast á milli eigna og skuldbindinga lífeyrissjóðanna. Jafnframt er líklegt að ekki yrði hægt að fá lán til jafn langs tíma og nú er. Óhætt er að taka undir greiningu Seðlabanka Íslands frá því á síðasta ári en þar mælir hann með því að sammingsfrelsi verði virt og það form samninga sem felst í verðtryggingu lengri lána verði látið afskiptalaust. Að lokum vill skýrsluhöfundur gera orð Bjarna Braga Jónssonar fyrrverandi aðstoðarbankastjóra Seðlabanka Íslands að sínum:

„Almennt bann [við verðtryggingu] er ástæðulaust með öllu og raunar stórhættulegt. Enda þótt verðbólga liggi í láginni eða hverfi alveg um sinn, eru öll þau öfl í dvala fremur en dauð, sem hana vöktu áður, þar á meðal hugsanlegar miklar sveiflur í afrakstri auðlinda og erlendu afurðaverði, ásamt stöðugum viðbúnaði hagsmunasamtaka til að breiða slíkan ávinning út um allt hagkerfið. Eini öryggisventill lífeyrisþega og annarra fjáreigenda

gagnvart slíkum upþákomum er fullt vaxtafrelsi að meðtöldu formi verðtryggingar, þar sem það hentar.”