

Verðtrygging á Íslandi

Kostir og gallar

Mars 2010

EFNISYFIRLIT

INNGANGUR	3
SAMANTEKT	4
FRÆÐILEG UMFJÖLLUN UM VERÐTRYGGINGU OG VEXTI	6
<i>Kenningar um vaxtaákvörðun</i>	6
HEIMILIN	9
<i>Kostir og gallar verðtryggingar fyrir íslensk heimili</i>	11
LÍFEYRISKERFIÐ	20
<i>Kostir og gallar verðtryggingar fyrir lífeyrissjóði</i>	20
<i>Fjárfestingar lífeyrissjóða</i>	21
<i>Skuldbindingar lífeyrissjóða = lífeyrisréttindi sjóðfélaga</i>	23
<i>Óverðtryggðir fjárfestingarkostir. Kostur eða galli ?</i>	24
<i>Lífeyriskerfi í öðrum löndum</i>	24
FJÁRMÁLAKERFIÐ	26
<i>Þáttur verðtryggingar í þróun fjármagnsmarkaða</i>	26
<i>Þjóðhagslegur ávinningur</i>	27
<i>Kostnaðarsjónarmið</i>	28
<i>Framboð verðtryggðra kosta og vaxtastig</i>	29
<i>Peningastefnan og gjaldmiðillinn</i>	31
<i>Kostir og gallar fyrir fjármálakerfið</i>	33
FRAMTÍÐARSÝN	34
<i>Bann við notkun verðtryggingar í öllum fjármálagerningum</i>	34
<i>Afnám kvaða af verðtryggingu og vöxtum</i>	35
<i>Upptaka evru, innganga í ESB, afnám verðtryggingar</i>	35
<i>Upptaka annars gjaldmiðils, verðtrygging áfram</i>	36
<i>Frekari takmarkanir á notkun verðtryggingar</i>	36
<i>Þak á verðtryggingu – 4% leiðin</i>	37
<i>Önnur viðmið til verðtryggingar</i>	37
<i>Engin breyting á núverandi fyrirkomulagi</i>	42
HEIMILDASKRÁ	43

INNGANGUR

Með setningu Ólafslaga árið 1979 var markað tímamótaskref í almennri innleiðingu verðtryggingar á Íslandi. Stærstur hluti skulda heimila eru nú verðtryggðar með neysluverðsvisitölu og nær allur hluti þeirra sem stendur undir fjármögnun húsnæðis. Eftir efnahagshrunið 2008 fór verðbólga vaxandi og húsnæðisverð lækkandi sem leiddi til greiðsluferfiðleika og umfram veðsetningar íbúðahúsnæðis. Þessi þróun kom af stað umræðu um verðtryggingu, hvort hún ætti rétt á sér eða hvort afnema bæri hana í heild eða hluta.

Þessari skýrslu, sem fjallar um stöðu verðtryggingar á Íslandi, er unnin af Askar Capital að beiðni Efnahags- og viðskiptaráðuneytisins. Skýrslunni er ætlað að vera innlegg inn í almenna umræðu um verðtryggingu. Í skýrslunni er velt upp kostum og göllum verðtryggingar, einkum út frá hagfræðilegum sjónarmiðum.

Megináhersla skýrslunnar er á áhrif verðtryggingar á heimilin sem og lífeyrissjóði, enda halda þeir á stærstum hluta af sparnaði landsmanna. Þá er og tæpt á áhrifum verðtryggingar á fjármálamarkað í heild sinni og horft til þróunar og venja í þessum efnum erlendis. Að síðustu er stillt upp nokkrum sviðsmyndum um mögulega framtíðarsýn og mismunandi hugmyndir reifaðar.

26. mars 2010

Esther Finnbogadóttir
Guðrún Inga Ingólfssdóttir
Yngvi Harðarson

Askar Capital hf.

SAMANTEKT

Umfjöllun um ákvörðun vaxta, verðbólgu og verðtryggingu hefur verið fyrirferðarmikil í fræðiritum um hagfræði undanfarna áratugi. Erlendir hagfræðingar hafa mælt með aukinni notkun verðtryggðra skuldabréfa. Aðal röksemdirnar hafa verið þær að verðtryggð skuldabréf leiði til lægri fjármagnskostnaðar, auki fjölbreytni fjárfestingarkosta fyrir fjárfesta og hvetji til sparnaðar, auki trúverðugleika hagstjórnar og auðveldi útgáfu skuldabréfa til langs tíma. Þá þýði verðtryggð skuldabréf minni hættu á óviljandi eignatilfærslum.

Heimilin eru einn stærsti hagsmunahópurinn þegar kemur að verðtryggingu. Skuldir heimila, að stærstum hluta fasteignalán, eru verðtryggðar en heimilin eru einnig eigendur sparnaðar sem er verðtryggður þar sem stærstu hluti fjárhagslegs sparnaðar þeirra er innan lífeyrissjóða. Verðtrygging hefur því veruleg áhrif á heimilin. Algengur lánstími á íslenskum húsnæðislánum er 25 eða jafnvel 40 ár sem er talsvert lengi en meðallánstími erlendis. Þá hafa raunvextir hér á landi verið hærri en í nágrannalöndum.

Íslensk heimili finna mjög fyrir neikvæðum áhrifum af verðtryggingu á húsnæðislán sem hafa hækkað mikið undanfarið, bæði greiðslubyrði og höfuðstóll. Til að bæta gráu ofan á svart þá hefur verð fasteigna lækkað í verði.

Verðtrygging sparnaðar heimilanna í gegnum lífeyrissjóðakerfið er óneitanlega kostur fyrir heimilin og tryggir verðgildi framtíðarlífeyris. Í verðtryggðum lánum felst einnig sá kostur að lánað er fyrir vöxtum og verðbótum, þeim er bætt við höfuðstólinn. Greiðslubyrði er jafnari með hefðbundnu, verðtryggðu jafngreiðsluláni með föstum vöxtum en að öllu jöfnu á óverðtryggðu láni. Þá felst öryggi í verðtryggingu við skilyrði verðhjónunar. Helstu ókostirnir við verðtryggingu eru hækkandi höfuðstóll lána og þar með hækkandi veðhlutfall fasteigna og aukning greiðslubyrði. Undanfarin ár hafa greiningaraðilar kerfisbundið vanspáð verðbólgu. Á þeim grundvelli má halda því fram að heimilin hafi tekið á sig alla áhættu varðandi verðbólguþróun.

Ísland er með öflugt lífeyrisskerfi sem byggir að meginhluta á sjóðsöfnun bæði í sameignar- og séreignarsjóðum auk hins opinbera tryggingarkerfis. Verðtryggðar fjárfestingar vega þungt í fjárfestingum lífeyrissjóða. Spyrja má hvaða áhrif það hefur að auka vægi óverðtryggðra fjárfestinga í safni lífeyrissjóðina og hvernig ávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa hefur á réttinda ávinning sjóðfélaga. Til lengri tíma litið ætti raunávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa að vera hærri þar sem greiða þarf fjárfesti (lífeyrissjóði) fyrir að taka áhættu af verðbólguþróun sem er byggð inn í verðtryggð skuldabréfið, að því gefnu að vaxtafrelsi ríki áfram.

Lífeyrissjóðir víða um heim hafa fjárfest í verðtryggðum skuldabréfum í vaxandi mæli. Til að mynda var hlutfall verðtryggðra skuldabréfa í skuldabréfasöfnum breska lífeyrissjóða var um helmingur árið 2005.

Verðtrygging er almennari á Íslandi en víðast annars staðar enda þótt hún sé þekkt í mörgum löndum í einhverjum mæli. Það eru þó helst lönd sem búa við óstöðugan, lítinn gjaldmiðil og mikla verðbólgu sem búa við verðtryggingu í miklum mæli. Segja má að það verðtrygging sé hagkvæmari eftir því sem verðbólga og óvissa er meiri.

Fjármálakerfið hefur óneitanlega haft hag af verðtryggingu. Hún hefur auðveldað fjármögnunarmöguleika fyrirtækja og heimila og gert það að verkum að lánveitendur hafa viljað lána til lengri tíma en áður. Þegar verðbólguþróun er óviss eða breytileg er verðtrygging trygging lánveitanda gegn rýrnun höfuðstóls. Að öðrum kosti yrðu vextir að vera hærrí. Það má því ætla að vaxtastig í landinu væri hærra ef verðtryggingar nyti ekki við, að öðru óbreyttu. Helstu gallar eru þó þeir að fjármálafyrirtæki hafa lent í vandræðum með verðtryggingarjöfnuð sinn. Þá má benda á eins og við núverandi aðstæður, getur þróunin leitt til yfirveðsetningar.

Í hagfræði er yfirleitt litið á boð og bönn sem óhagkvæma leið til að ná efnahagslegum markmiðum en áherslan þeim mun meiri á leiðir sem byggja á jákvæðum hvötum. Lögbundið bann við verðtryggingu fjármálagerna myndi varla leysa vanda skuldara því gera má ráð fyrir þyngri greiðslubyrði af óverðtryggðum lánum en verðtryggðum. Þá gæti bann við verðtryggingu stofnað hagsmunum lífeyrissjóða í hættu og ógnað kaupgetu lífeyris þeirra sem nú eiga við skuldavanda að etja.

Ef vilji er til að auka vægi óverðtryggðra lána og fjárfestingarkosta þá væri e.t.v. eðlilegt að ríkið hefði forgöngu í þeim efnu og yki óverðtryggða útgáfu sína. Slík útgáfa gæti myndað skynsamlegan vaxtagrunn fyrir efnahagslífið.

Við fyrstu sýn virðist ekkert benda til þess að afnám verðtryggingar þyrfti að fylgja upptöku evru. Hins vegar er ljóst að stöðugri gjaldmiðli fylgir minni þörf fyrir verðtryggingu í því skyni að auka trúverðugleika hagstjórnar. Verðtrygging er notuð innan ESB en nokkur ESB ríki hafa gefið úr verðtryggð skuldabréf í evrum. Húsnæðislán er þó almennt óverðtryggð. Þá virðist tilhneigingin erlendis fremur vera í átt að aukinni verðtryggingu lífeyrissparnaðar.

Nýlega er fram komið lagafrumvarp þar sem lagt er til að þak verði sett á verðtryggingu með þeim hætti að hámarkshækkun vegna verðtryggingar skuli á ársgrundvelli vera 4%. Hugmynd þessi jafngildir því að lánveitendur afhendi lánþegum tryggingu í formi kaupréttar á verðbólgu (e. call option) þar sem þröskuldur (e. strike price) er við 4%. Frá fræðilegum sjónarhóli virðist ekkert útiloka þennan möguleika en ákvarða þyrfti hver ber kostnaðinn af kaupréttinum. Vextir láns með verðtryggingarþaki gætu orðið aðrir en venjulegs láns.

Það er vandasamt að sjá hvaða breytingar á fyrirkomulagi verðtryggingar gætu á þessu stigi mála leitt til snöggs viðsnúnings hjá einstaklingum í skuldavanda. Hins vegar mætti leitast við að koma í veg fyrir að sagan endurtaki sig. Niðurstaðan er sú að breytingar virðast mögulegar en ekki er sjálfgefið að breyting á núverandi fyrirkomulagi leiði til betri útkomu.

FRÆÐILEG UMFJÖLLUN UM VERÐTRYGGINGU OG VEXTI

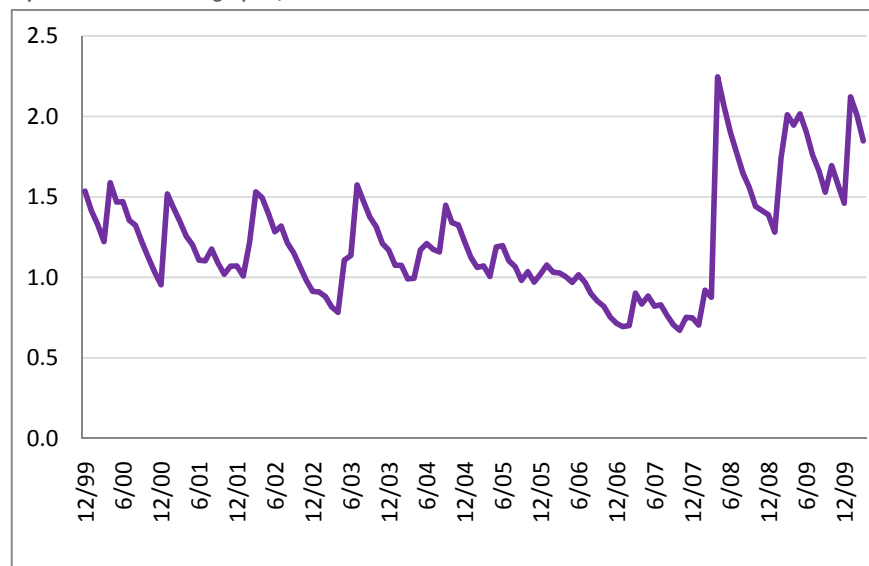
Umfjöllun um ákvörðun vaxta, verðbólgu og verðtryggingu hefur verið fyrirferðarmikil í fræðiritum um hagfræði undanfarna áratugi. Hagfræðingar hafa haldið því fram að verðtrygging geti dregið úr fjármagnskostnaði. Ástæðan er sú að ef fjárfestar (lánveitendur) ofmeti væntanlega verðbólgu þá leiði það til lágra raunvaxta og hagkvæmt sé að velja verðtryggða lántöku. Þessi greining byggir vitanlega á því að val sé á milli verðtryggðrar og óverðtryggðrar lántöku. Hin síðari ár hafa ýmsar erlendar ríkisstjórnir hafið útgáfu nýrra verðtryggðra skuldabréfa m.a. til að nýta sér hagræðið af því þegar fjárfestar ofspá verðbólgu en einnig til að bæta úrval fjárfestingarkosta.

KENNINGAR UM VAXTAÁKVÖRDUN

Samhengi nafnvaxta og raunvaxta er oft kennt við hagfræðinginn Irving Fisher sem stundaði rannsóknir á samhengi þessara stærða á fyrstu áratugum síðustu aldar.¹ Skv. kenningu Fishers fela fastir nafnvextir í sér fasta raunvexti auk álags vegna væntrar verðbólgu og álags vegna verðbólguóvissu. Álag vegna verðbólguóvissu ræðst af hættunni á því að verðbólga verði meiri en vænst er.²

Mynd 1 sýnir mælikvarða á hættuna á að verðbólga verði meiri en greiningaraðilar á fjármálamarkaði hafa gert ráð fyrir.³ Af myndinni má ráða að aukin óvissa hefur verið í spám um verðhækkunir allt frá mars 2008.

Mynd 1. Óvissa í verðbólguþápm, %⁴



Heimild: Askar Capital

Vænt verðbólga er huglæg og mælingar á verðbólguvæntingum eru tiltölulega nýjar af nálinni. Slíkar mælingar eru gerðar bæði í formi viðhorfskannana og með

¹ Fisher tók saman niðurstöðu rannsókna sinna í ritinu *The Theory of Interest* sem út kom árið 1930.

² Við þetta er einnig oft bætt álagi sem tengist seljanleika skuldabréfs sem liggur til grundvallar vaxtagreiðslunni.

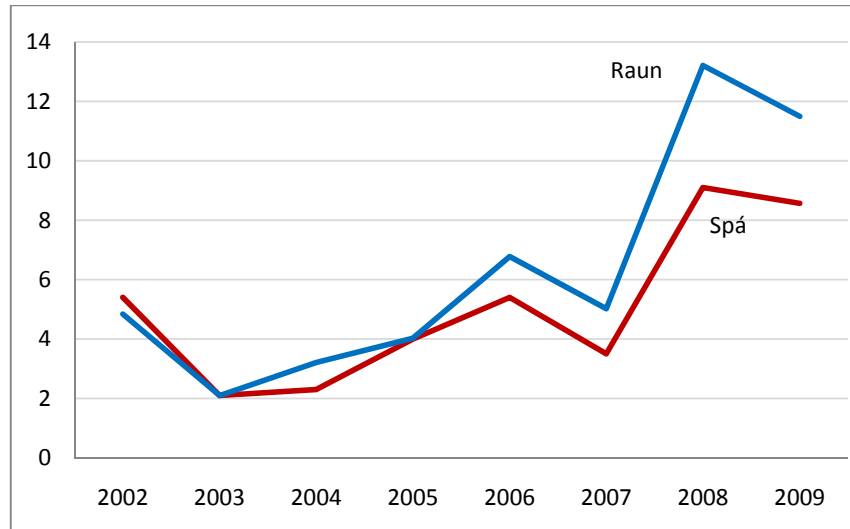
³ Útreikningarnir eru byggðir á samanburði á mánaðarlegum spám og raunverulegum gildum og niðurstaðan færð á ársgrunn.

⁴ Árlegt flókt mánaðarlegrar spáskekkju í hækkun vísitölu neysluverðs í prósentum. Flóktið er reiknað með sk. exponential hætti.

tölfræðiathugunum á samspili vaxta óverðtryggðra og verðtryggðra lána. Þá gefa ýmsir aðilar út spár sem líkja má við væntingar.

Á mynd 2 má sjá yfirlit yfir árlegar verðbólguþáttir greiningaraðila í samanburði við raunverulega verðbólgu viðkomandi ár.⁵ Um er að ræða meðaltal af spám aðila fyrir hvert ár. Myndin sýnir þær spár sem aðilar hafa gert á tímabilinu janúar til mars sama ár og spáin nær til að undantekinni spánni frá 2002 sem gerð var í maí og spánni fyrir 2009 sem gerð var á tímabilinu sept.-des. 2008. Meðalspáin virðist vanmeta verðbólguhorfur.

Mynd 2. Verðbólguþáttir og verðbólga (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands og Askar Capital

Mikill munur er á sveiflum í raunvöxtum og nafnvöxtum eftir því hvort um er að ræða verðtryggð eða óverðtryggð lán. Þannig eru raunvextir óverðtryggðra lána mun sveiflukennandi en verðtryggðra lána en nafnvextir verðtryggðra lána mun sveiflukennandi en óverðtryggðra. Þá hafa raunvextir óverðtryggðra lána verið talsvert hærri en raunvextir verðtryggðra lána. Bæði þessi atriði eru í takt við hagfræðikenningar.

Fræðileg rök fyrir verðtryggðum valkostum

Um langt árabil hafa ýmsir málsmetandi erlendir hagfræðingar mælt með aukinnar notkunar verðtryggðra skuldabréfa. Aðal röksemdirnar hafa verið þær að verðtryggð skuldabréf leiði til lægri fjármagnskostnaðar, auki fjölbreytni fjárfestingarkosta fyrir fjárfesta og hvetji til sparnaðar, auki trúverðuleika hagstjórnar og auðveldi útgáfu skuldabréfa til langs tíma. Þá þýði verðtryggð skuldabréf minni hættu á óviljandi eignatilfærslum.⁶

Að framan var getið röksemdanna fyrir því að verðtryggð skuldabréf leiði til lægri fjármagnskostnaðar, einkum hagkvæmni verðtryggðs lánsforms þegar verðbólguvæntingar eru óraunhæfar. Hvað varðar hvatann til sparnaðar þá hefur verið bent á að öruggir jákvæðir raunvextir hafi mikið að segja og að sé verðtrygging í

⁵ Um er að ræða niðurstöðu könnunar Seðlabanka Íslands sem birt var í *Peningamálum* fram á árið 2008. Fyrir árið 2009 hafa skýrsluhöfundar tekið meðaltal af spám útgefnum af greiningaraðilum tímabilið 23/9 2008-15/12 2008.

⁶ Sjá t.d. samantekt Robert Price, 1997.

boði þá þurfi ekki að grípa til kaupa á varningi sem hækkar í verði með almennu verðlagi til að verjast verðbólgu. Kaup sem í sjálfum sér geta kynt undir verðbólgu.

Varðandi fjölbreytni fjárfestingarkosta þá má líta svo á að verðtryggð ríkisskuldabréf séu áhættulaus eign og að án þeirra sé enginn slíkur fjárfestingarkostur til staðar. Þá sé ríkið eini aðilinn sem geti boðið slíkan fjárfestingarkost. Því hefur stundum verið haldið fram að hlutabréf hafi svipaða eiginleika og verðtryggð skuldabréf en reynsla undanfarna áratugi hefur leitt í ljós að svo er alls ekki.

Fullyrða má að þau rök að verðtryggðir fjárfestingarkostir leiði til minni hættu á óviljandi eignatilfærslum sé rétt. Nærtækt er að benda á reynslu hérlendis á áttunda áratugnum þegar neikvæðir raunvextir leiddu m.a. til stórfelldrar tilfærslu frá lífeyrissjóðum til skuldara. Er þar um að ræða þróun sem tekist hefur að snúa við m.a. með verðtryggingu í lífeyriskerfinu.

Verðtrygging sem aðferð til að minnka tjón af óstöðugleika

Í efnahagsumhverfi þar sem óstöðugleiki er í verðlagi og mikið er um óvæntar verðsveiflur hefur verðtrygging reynst gagnleg aðferð til að draga úr sveiflum í greiðslubyrði. Við slíkar aðstæður verða vextir óverðtryggðra lána gjarnan háir bæði vegna verðbólguvæntinga og álag vegna óvissu um verðbólguþróun. Háir óverðtryggðir vextir leiða síðan til þungrar greiðslubyrði.

Bent hefur verið á að verðtrygging ríkisskuldabréfa kann að auka trúverðugleika hagstjórnar. Ríkisvaldið sé sá aðili sem einna helst geti haft áhrif á verðbólguþróun og að vilji þess til að gefa út verðtryggð skuldabréf undirstriki ásetning þess við að halda aftur af verðbólgu. Áhrifin eru minni óvissa um verðbólguþróun og lækkun nafnvaxta.

Skaðinn af neikvæðum raunvöxtum sökum óvænttrar verðbólgu getur verið mikill til lengri tíma. Áhrif neikvæðra raunvaxta eru rangar fjárfestingarákvarðanir og minni langtímahagvöxtur.

Ráðgátan um litla útbreiðslu verðtryggingar erlendis

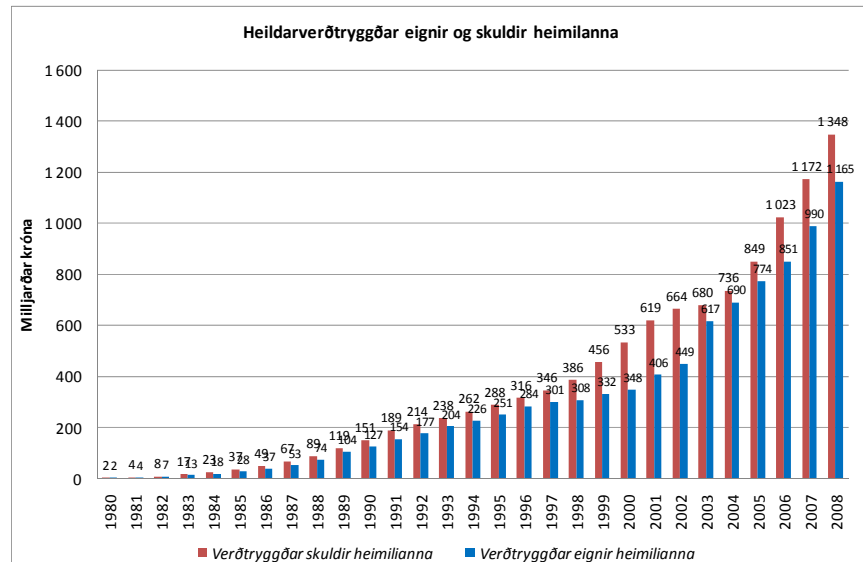
Erlendir hagfræðingar hafa lengi velt vöngum yfir því hvers vegna svo takmarkað framboð hafi verið erlendis af verðtryggðum skuldabréfum. Helstu skýringar sem fram hafa komið eru kostnaður við að kynna nýja fjárfestingarkosti. Einnig hefur verið bent á að það tekur tíma fyrir nýja fjárfestingarkosti að ná útbreiðslu. Loks hefur verið nefnt að vantrú á útreikningi verðvísitölu sem verðtrygging miðast við kunni að hafa eitthvað að segja. Viðkomandi verðvísitölur séu gjarnan reiknaðar út af ríkisstofnunum á sama tíma og ríkið sé útgefandi verðtryggðra skuldabréfa.

Ef eitthvað er þá hafa vangaveltur hérlendis snúist um gagnstæða ráðgátu, þ.e. takmarkað framboð óverðtryggðra skuldabréfa. Við skilyrði markaðsákvarðaðra nafnvaxta ættu óverðtryggð skuldabréf að geta gefið jafnvel betri ávöxtun en verðtryggð um sem munar áhættuálagi vegna verðbólguóvissu.

HEIMILIN

Heimilin eru einn stærsti hagsmunahópurinn þegar kemur að því að kortleggja áhrif verðtryggingar. Skuldir heimila eru verðtryggðar en þau eru einnig eigendur sparnaðar sem er verðtryggður þar sem stærstu hluti fjárhagslegs sparnaðar þeirra er innan lífeyrissjóða. Þegar meta skal kosti og galla verðtryggingar fyrir íslensk heimili, er því nauðsynlegt að skoða málin frá báðum hliðum. Á mynd 3 gefur að líta yfirlit um þróun verðtryggðra eigna og skulda íslenskra heimila frá 1980 til 2008 (hluti talna fyrir árið 2008 er frá september 2008). Meginuppistaða verðtryggðra eigna heimilanna er verðtryggður sparnaður innan lífeyrissjóðanna en hér eru aðeins meðtalin verðbréf með föstum tekjum en hlutabréfum og verðbréfasjóðum sleppt. Fasteignir eru ekki meðtaldar. Skuldamegin eru verðtryggð lán í bankakerfinu og ýmissa lánaþyrtinga þar sem íbúðalánasjóður er fyrirferðarmestur, lán frá lífeyrissjóðum og frá LÍN.

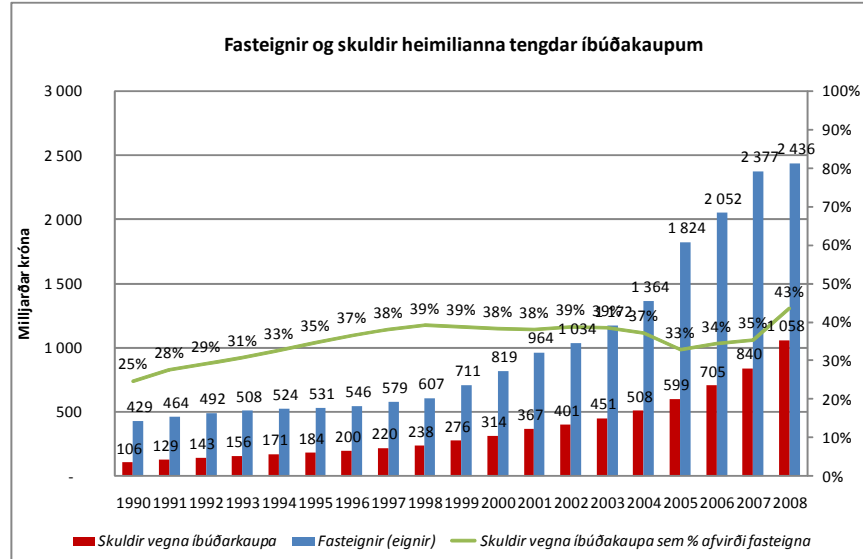
Mynd 3. Heildarverðtryggðar eignir og skuldir heimilanna



Heimild : Seðlabanki Íslands

Íslensk heimili finna mjög fyrir neikvæðum áhrifum af verðtryggingu á húsnæðislán sem hafa hækkað mikið undanfarið, bæði greiðslubyrði og höfuðstóll. Til að bæta gráu ofan á svart þá hefur verð fasteigna lækkað í verði. Á mynd 3 sést að virði fasteigna, eins og það kemur fram á skattframtali einstaklinga (fasteignamat), er umfram skuldir tengdar íbúðakaupum. Húsnæðisskuldir eru að meðaltali 32% af virði fasteignar. Þessar tölur ná til ársloka 2008 (skattauppgjör 2009) svo í þeim kemur fram fyrsti skellurinn af hrúninu en fyrir árið 2008 sést stórt stökk þegar virði skulda er orðið 43% af virði fasteigna.

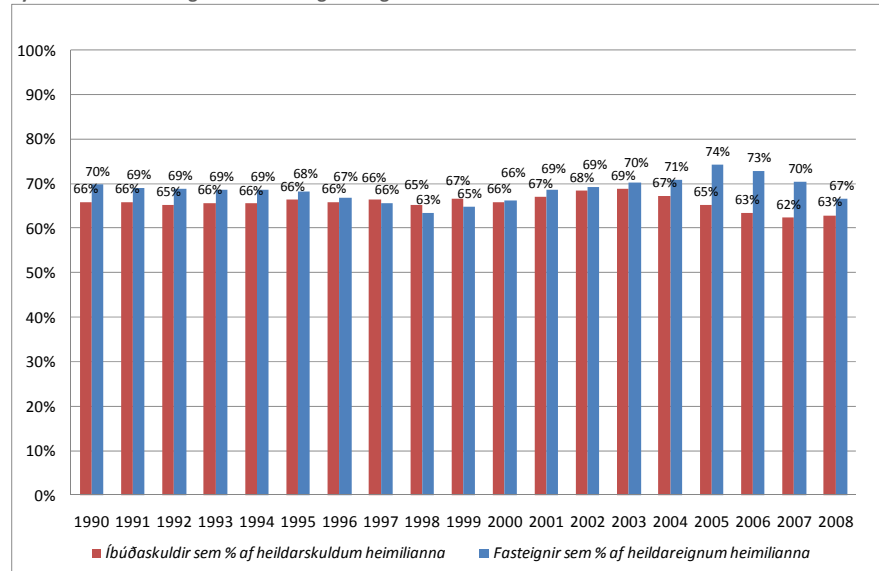
Mynd 4. Fasteignir og skuldir heimilianna tengdar íbúðakaupum



Heimild: Ríkisskattstjóri

Meirihluti (66%) skulda heimilanna er tengd fasteignakaupum eins og sést á mynd 5. Húsnæði er stærsta eign heimilanna eða 69% af heildareignum.

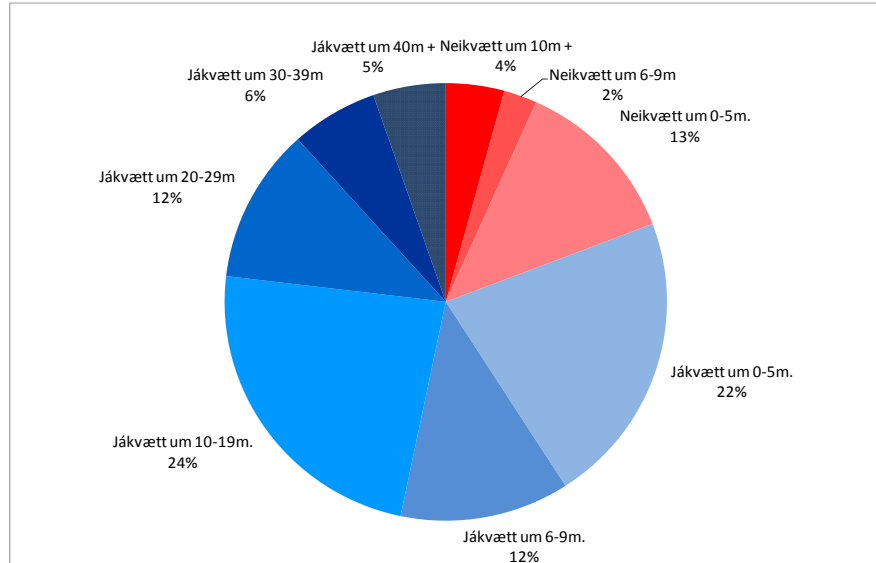
Mynd 5. Hlutfall fasteigna af heildareignum og íbúðaskulda af heildarskuldum



Heimild: Ríkisskattstjóri

Meðalstaða fyrir heimilin segir þó ekki alla söguna enda heimili misvel stödd fjárhagslega. Á mynd 6 sést að 19% heimila eru með neikvæða eiginfjárstöðu, það er að segja heildar skuldir; fasteignaveðlán, bílalan, óverðtryggt lán og verðbréfalán (lán frá lífeyrissjóðum eru undanskilin) eru umfram heildareignir sem telja húsnæði, bíla og innistæður þessara heimila.

Mynd 7. Eiginfjárstaða heimilianna



Heimild: Seðlabanki Íslands

KOSTIR OG GALLAR VERÐTRYGGINGAR FYRIR ÍSLENSK HEIMILI

Verðtrygging er „tæki“ til að fást við óstöðugleika í íslensku hagkerfi sem skapast vegna þess að Ísland er opið lítið hagkerfi þar sem landsframleiðsla er mjög háð útflutningstekjum. Íslenska krónan endurspeglar þennan veruleika með því að vera óstöðugur gjaldmiðill. Áhrif gengisbreytinga koma síðan sterk fram í verðlagi og þar af leiðandi í vísitölu neysluverðs sem notað er til verðtryggingar. Þessari skýrslu er ekki ætlað að fjalla um þennan hagstjórnarvanda Íslands heldur einskorðast umfjöllun við þetta tæki, verðtrygginguna sem notuð hefur verið í áratugi á Íslandi í einhverju formi.

Því verður reynt eftir fremsta megni að aðskilja áhrif af eðli íslensk hagkerfis frá áhrifum verðtryggingar til að skapa grunn fyrir upplýsta umræðu um kosti og galla verðtryggingar. Það verður þó ekki alltaf mögulegt að aðskilja umfjöllun verðtryggingar að fullu frá öðrum þáttum hagkerfisins. Hér verður kastljósinu beint að íslenskum heimilum sem eru beggja megin borðsins því þau eru ekki aðeins skuldarar heldur líka eigendur sparnaðar.

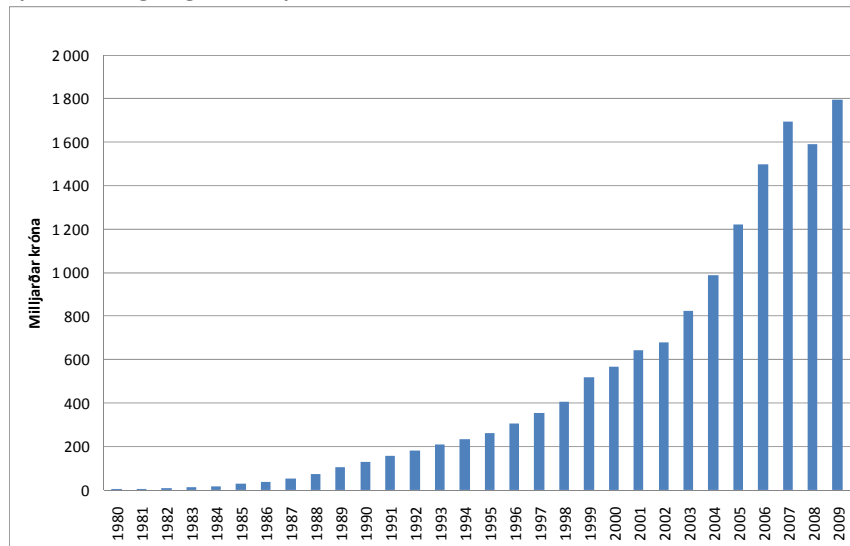
Kostir verðtryggingar fyrir heimilin

Verðtrygging lífeyrissparnaðar

Ein af stóðum íslensk hagkerfis er lífeyriskerfið sem stuðlað hefur að miklum sparnaði. Nánar verður fjallað verðtryggingu og lífeyriskerfið í öðrum kafla en hér verður fjallað um það frá sjónarhóli heimilanna og eignamyndunar.

Samkvæmt lögum um lífeyrissjóði skal mánaðarlegur lífeyrir vera verðtryggður og breytast til samræmis við breytingu á vísitölu neysluverðs. Nota skal 3,5% vaxtaviðmið umfram vísitölu neysluverðs við núvirðingu væntanlegs lífeyris. Það þýðir að lífeyrir er verðtryggður og gerð er krafa um 3,5% raunávöxtun. Verðtryggðir fjárfestingakostir auðvelduðu lífeyrissjóðunum að uppfylla þessa kröfu og hafa þannig lagt grunn að þessari miklu sjóðsöfnun lífeyrissjóðanna.

Mynd 8. Hrein eign til greiðslu lífeyris



Heimild: Seðlabanki Íslands (Tölur fyrir 2009 eru til bráðabirgða)

Tökum dæmi um einstakling sem sparar viðbótarsparnað í lífeyrissjóð og fær móttframlag frá atvinnurekenda, samtals 4% af launum. Miðað er við 200.000 kr. mánaðarlaun sem hækka um 1,5% á ári að raunvirði (raun kaupmáttaraukning launa til langs tíma) og 40 ára starfsævi. M.v. núverandi fjárfestingarmöguleika á markaði þá myndi verðtryggð fjárfesting sem gefa af sér 3,71% raunávöxtun (sbr. ávöxtunarkröfu HFF150224 með líftíma 6,57 ár í mars 2010) þá ætti þessi einstaklingur að eiga sjóð uppá rúmar 11 milljónir kr. við starfslok. Raungildi sjóðs í óverðtryggðri fjárfestingu er óvíst þar sem verðbólguþróun er ekki þekkt til framtíðar. Undanfarinn áratug virðist árleg raunávöxtun hafa verið um 0,9% hærra af óverðtryggðum almennum útlánnum bankanna en af verðtryggðum útlánnum. Líta má á þennan mun sem áhættuálag vegna óvissu um verðbólgu. Ef gert er ráð fyrir að staðalfrávik raunávöxtunar óverðtryggðs skuldabréfs sé 0,5% þá yrði raungildi sjóðs á bilinu 8-27 m. kr. í lok starfsævi eða allt frá því að vera meira en tvöfalt hærra en verðtryggða fjárfestingin gaf og niður í að vera um 30% lægra. Væntigildi óverðtryggðu fjárfestingarinnar væri hins vegar um 14 m.kr. eða rúmum fimmtungi hærra en þeirrar verðtryggðu.

Þetta dæmi er mikil einföldun á raunverulegri eignamyndun einstaklings innan lífeyrissjóðs. Og er því aðeins ætlað að gefa hugmynd um áhrif verðtryggðra og óverðtryggðar fjárfestinga á sjóðsöfnun.

Verðtryggðir vextir eru lægri en óverðtryggðir

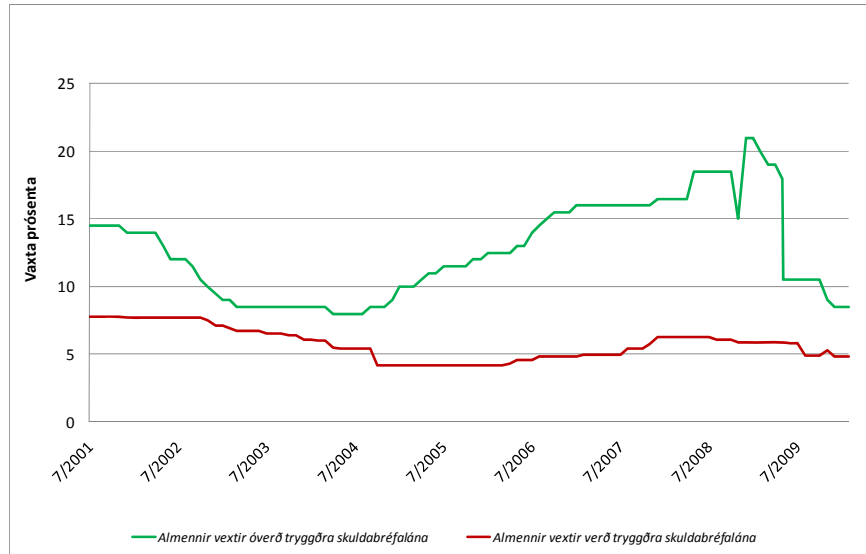
Verðtrygging gerir áætlanir um framtíðina auðveldari fyrir lánveitendur og ætti að leiða til þess að lánveitendur sætti sig við lægra vaxtastig en heldur ef lán væri óverðtryggt. Sjá fræðilega umfjöllun um verðtryggingu og vexti.

Mynd 9 sýnir samanburð á almennum verðtryggðum og óverðtryggðum skuldabréfalána vöxtum frá 2001. Þetta eru lægstu vextir á nýjum almennum óverðtryggðum útlánnum hjá lánastofnunum. Í þeim tilvikum sem um verðtryggða kröfu er að ræða skulu vextir vera jafnháir vöxtum sem Seðlabankinn ákveður með

hliðsjón af lægstu vöxtum á nýjum almennum verðtryggðum útlánum hjá lánastofnunum. Rétt er því að áréttta að mismunandi veð geta verið að baki þessum vöxtum og því eru þeir ekki alltaf fyllilega samanburðarhæfir.

Hér sést að meðtali hefur verið yfir 6% vaxtamunur á skuldabréfalánum, minnstur hefur vaxtamunurinn verið 1,8% á fyrri hluta 2003 þegar verðbólga var tiltölulega væg. Mestur hefur hann verið 15% mánuðina eftir bankahrunið 2008 þegar óvissan var sem mest. Vaxtamunurinn hefur farið minnkandi og hefur verið tæp 4% á fyrstu mánuðum ársins 2010.

Mynd 9. Þróun verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta á skuldabréfalánum



Heimild: Seðlabanki Íslands

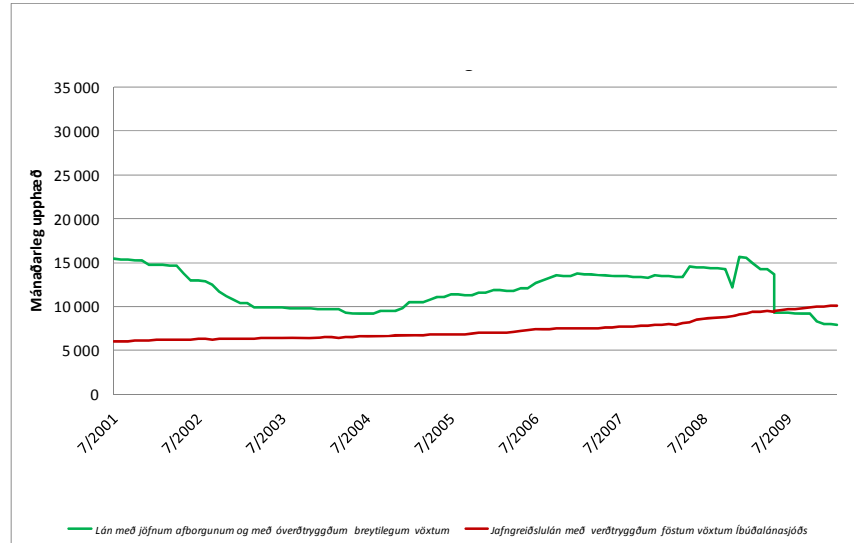
Jafnari greiðslubyrði af verðtryggðum lánnum

Mynd 10 sýnir þróun greiðslubyrðar á verðtryggðu láni með fasta vexti og óverðtryggðu láni með breytilega vexti.

Til einföldunar er m.v. 1 m.kr. lán tekið í júlí 2001 til 25 ára. Rétt að taka fram að ekki var boðið upp á svona löng óverðtryggð lán árið 2001. Verðtryggða lánið er jafngreiðslulán með 5,1% föstum vöxtum sem voru kjör lána Íbúðalánasjóðs. Útreikningur verðtryggingar er með sama hætti og Íbúðalánasjóður beitir, þ.e.a.s. verðtrygging er reiknuð á greiðslu eftir þróun neysluverðsvísitölu Hagstofu Íslands. Meðalverðbólga yfir tímabilið er 6,2% á ári.

Til samanburðar er greiðslubyrði af óverðtryggðu skuldabréfaláni með jöfnum afborgunum sem ber almenna vexti skv. 10. gr. laga nr. 38/2001. Yfir tímabilið 2001 til 2010 voru vextir verðtryggðs almenns skuldabréfaláns að meðaltali 12,7%. Lægst voru þeir 8% og hæst 21% á tímabilinu eins og mynd 9 hér að ofan sýnir.

Mynd 10⁷. Greiðslubyrði verðtryggðs jafngreiðsluláns og óverðtryggðs láns með jöfnum afborgunum



Heimild: Seðlabanki Íslands, Íbúðalánasjóður og Askar Capital

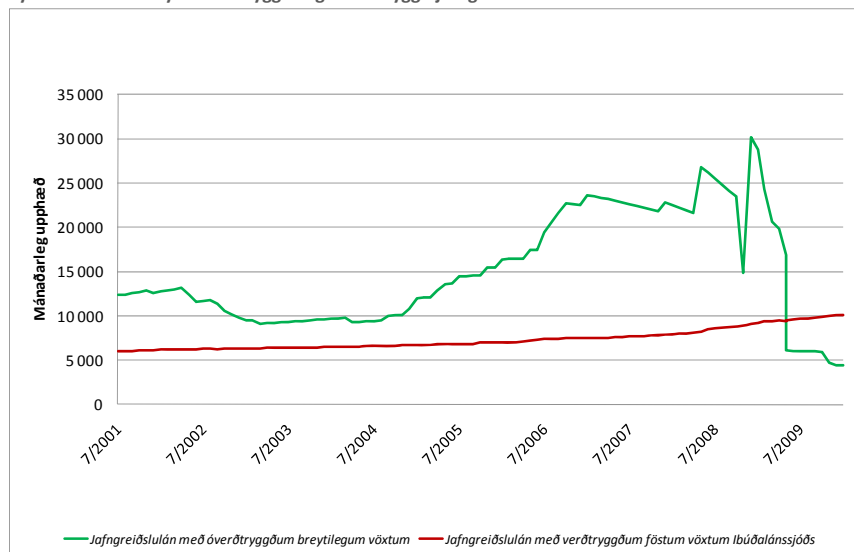
Eins og mynd 10 sýnir þá er mikil munur á þróun greiðslubyrði þessara tveggja lána. Verðtryggða lánið er með jafnari greiðslubyrði sem hefur hækkað frá fyrri hluta 2008 þegar verðbólga fór af stað á Íslandi. Meðalgreiðslubyrði verðtryggða lánsins er 7,413 kr. á mánuði og fer hæst í rúmar 10,000 kr. undir lok tímabilsins. Greiðslubyrði óverðtryggða lánsins er mun sveiflukennndara og reyndar töluvert hærri þar til undir lok tímabilsins. Þá hafa vextir lækkað og búið er að greiða stærra hluta af láninu. Meðalgreiðsla er 11,961 á mánuði, fer hæst í 15,642 kr. og lægst í tæpar 8,000 kr. Rétt er að ítreka að lánsformið hefur mikil áhrif á greiðslubyrðina. Lán með jöfnum afborgunum eru með hærri greiðslubyrði fyrst sem lækkar síðan eftir því sem líður á lánstímann.

Á mynd 11 gefur að líta samanburð á greiðslubyrði verðtryggða jafngreiðslulánsins en nú samanborið við óverðtryggt jafngreiðslulán með breytilega vexti. Þar sést að hluti af hærri greiðslubyrði óverðtryggða lánsins er vegna lánsformsins. Það er að segja, lán með jöfnum afborgunum hefur hærri greiðslubyrði fyrst í stað. Eftir því sem líður á lánstímann þá minnkar munurinn. Reyndar er það svo að jafngreiðslulán með breytilega vexti ber hærri meðalgreiðslu eða 14,895 kr. heldur en lán með jöfnum afborgunum (11,961 kr.). Greiðslur þess eru einnig sveiflukennndara en hæsta greiðsla er 30,202 og lægsta greiðsla er 4,374 kr.

Niðurstaðan er að greiðslubyrði verðtryggðra lána er sveifluminni heldur en lána sem bera breytilega vexti óháð lánsformi. Ástæðan er sú að verðlagsbreytingarnar eru færðar á höfuðstóllinn og þannig er í raun lánað aftur fyrir þeim hluta og hækuninni dreift yfir lánstímann í stað þess að hún komi strax fram í breyttum vöxtum.

⁷ Lánin eru útaf fyrir sig ekki sambærilega þar sem afborgunarmynstur er afar frábrugðið. Óverðtryggð lán til lengri tíma hafa hins vegar verið algengari með jöfnum afborgunum en jafngreiðslulán

Mynd 11. Greiðslubyrði verðtrygðs og óverðtryggð jafngreiðslu láns

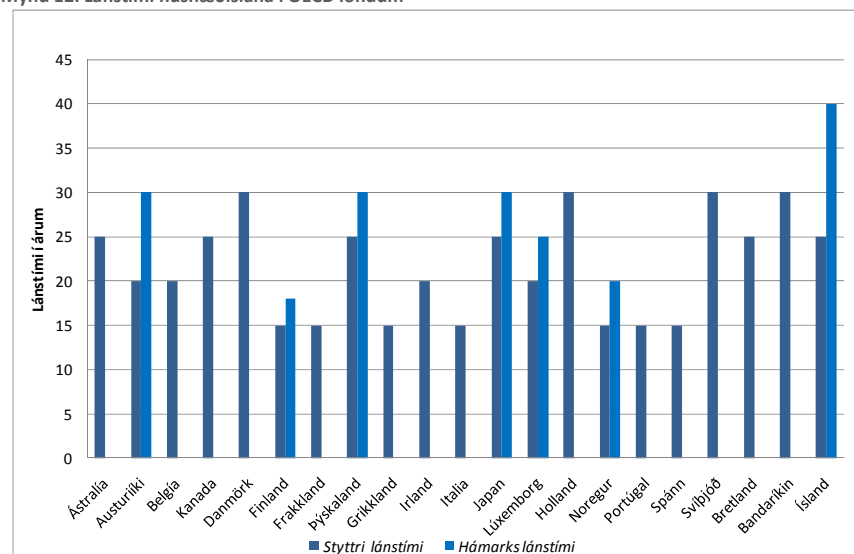


Heimild: Seðlabanki Íslands, Íbúðalánssjóður og Askar Capital

Lengri lánstími húsnæðislána

Lánstími húsnæðislána á Íslandi er lengri en í helstu samanburðarlöndum, sjá mynd 12.

Mynd 12. Lánstími húsnæðislána í OECD löndum



Heimild: OECD Economic Reviews Nr. 38 2004/1

Algengur lánstími á íslenskum húsnæðislánnum er 25 eða jafnvel 40 ár. Meðal lánstími í nokkrum OECD löndum er um 22 ár. Vegna óvissu um verðlagsþróun hér á landi má fullyrða að lánveitendur mundu vera óviljugir að lána án verðtryggingar í tugi ára. Reyndar er álitaeftni hvort mjög langur lánstími sé heppilegur þar sem lántakandi greiðir meira í vexti, eignamyndun er hægari en á móti kemur að greiðslubyrði er vissulega lægri.

Gallar verðtryggingar fyrir heimilin

Lántakendur taka á sig áhættu (af verðlagsþróun)

Íslenskur húsnæðislánamarkaður er frábrugðinn húsnæðislánamörkuðum í flestum löndum, vextir eru hærri eins og sjá má í töflu 1, lánstími lengri og verðtrygging allsráðandi. Lántakendur taka á sig áhættuna af verðlagsþróun gegnum verðtryggingu eða breytilega vexti. Vaxtamunur á hæstu raunvöxtum á Íslandi og meðaltali norðurlandanna þriggja er 3,14% og 3,95% á lægstu vöxtunum m.v. vaxtastig í febrúar-mars 2010. Margir þættir hafa áhrif á vaxtastig (sjá fjármálakafli og fræðilega hluta skýrslunnar) en hærri vextir og verðtrygging er sá kostnaður (auk annars kostnaðar) sem Íslendingar greiða fyrir þann sveigjanleika sem felst í sjálfstæðum gjaldmiðli. Gjaldmiðil sem er hægt að fella til að bæta samkeppnistöðu landsins þegar áföll dýnja yfir. Verðtrygging er því tæki til að takast á við ókostina sem felast í því að vera lítið opið hagkerfi með sjálfstæðan gjaldmiðil sem kemur berlega í ljós í töflu 1 og mynd 13.

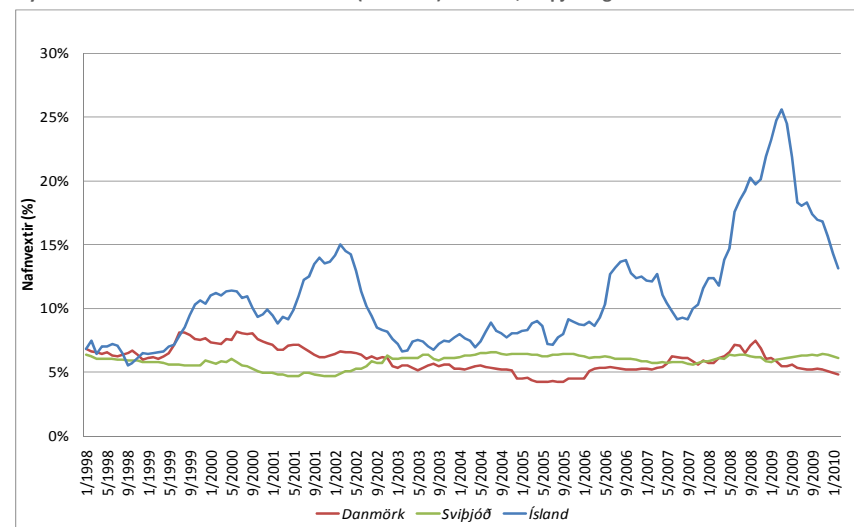
Tafla 1. Húsnæðisvextir á norðurlöndum

Feb-mars 2010	Húsnæðisvextir				
	Nafnvextir		Verðbólga	Raunvextir	
	Lægst	Hæst	12 mán	Lægst	Hæst
Ísland	12,40%	13,85%	7,51%	4,55%	5,90%
Noregur	2,95%	6,30%	3,10%	-0,15%	3,10%
Danmörk	1,30%	4,79%	1,80%	-0,49%	2,94%
Svíþjóð	1,59%	5,10%	2,80%	-1,18%	2,24%

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa, Realkredittrade⁸, DnB Nor og SBAB

Nafnvaxtamunurinn er 8,46% og 10,45%. Skýringin er auðvitað mun hærri verðbólga á Íslandi heldur en annars staðar.

Mynd 13. Þróun nafnvaxta húsnæðislána (meðaltal) á Íslandi, Svíþjóð og Danmörku



Heimild: Seðlabanki og Hagstofa Íslands, Realkredittrade (samtek danskra húsnæðislána banka), DnB Nor og SBAB

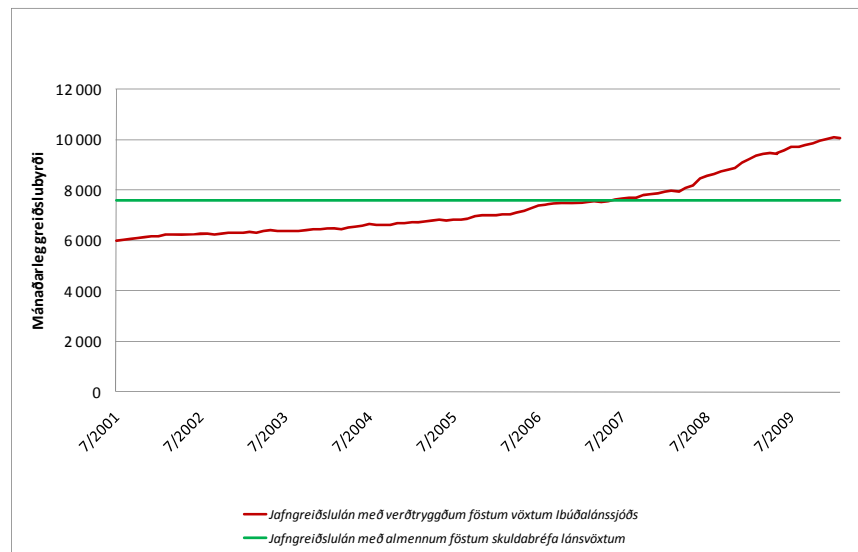
⁸ Realkreditrádet: Samtek danskra húsnæðislánabanka

Mynd 13 sýnir að nafnvextir þ.e. raunvextir að viðbættum verðbótum, hafa verið hærrí á Ísland en í Svíþjóð og Danmörku nema undir lok níunda áratugarins. Munurinn varð gífurlegur kringum hrúnið eða um 15% en hefur farið lækkandi undanfarna mánuði.

Greiðslubyrði verðtryggðs láns í samanburði við lán með föstum vöxtum

Mynd 14 sýnir hvernig greiðslubyrði verðtryggðs láns með föstum 5,1% vöxtum hækkar með verðbólgu samanborið við lán sem ber fasta vexti upp á 7,8%, sbr. almennir óverðtryggðir vextir skuldabréfalána í júlí 2001. Greiðslubyrði verðtryggða lánsins er lægri fram til 2007.

Mynd 14. Þróun á greiðslubyrði jafngreiðslu lána með föstum vöxtum

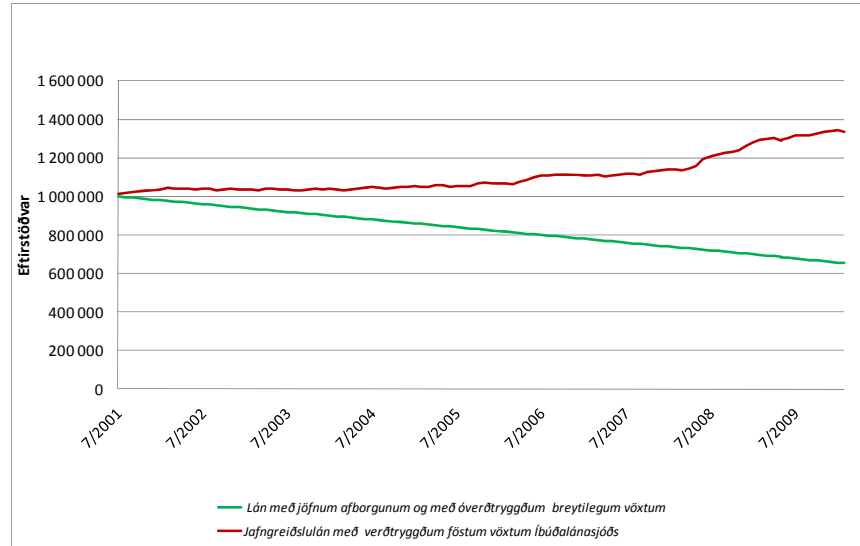


Heimild: Seðlabanki Íslands, Íbúðalánssjóður og Askar Capital

Hækkandi höfuðstóll /eftirstöðvar og ómögulegt að greiða lán niður

Mynd 15 sýnir hvernig höfuðstóll verðtryggðra lána hækkar á verðbólgutímum samanborið við lán sem ber fasta óverðtryggða vexti þar sem lántakandi greiðir lánið niður jafnt og þétt. Rétt er að minna á að greiðslubyrði óverðtryggða lánsins er mun hærrí.

Mynd 15. Þróun á eftirstöðvum verðtryggðs og óverðtryggðs láns

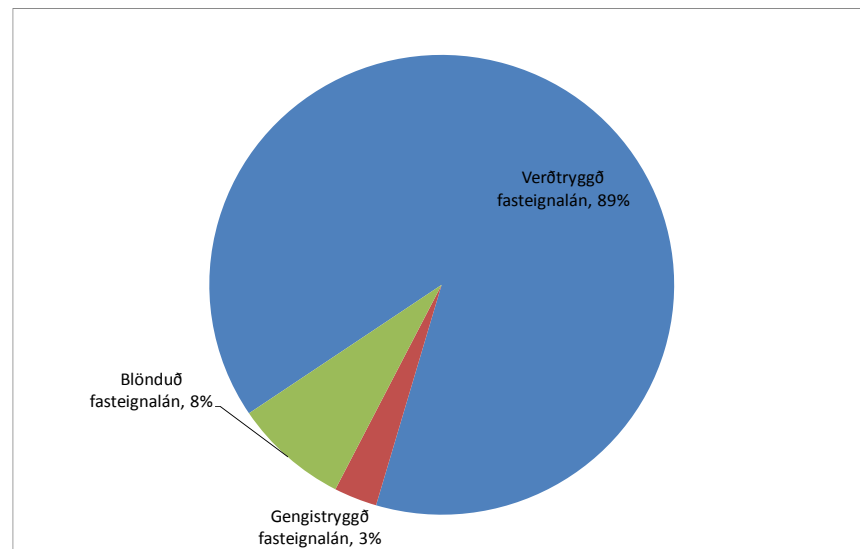


Heimild: Seðlabanki Íslands, Íbúðalánasjóður og Askar Capital

Fábreytt úrval lánamöguleika til húsnæðiskaupa

Úrval lánamöguleika íslenskra heimila til að fjármagna húsnæðis kaup er fábreytt í samanburði við önnur lönd þegar kemur að lánstíma, vaxtaformi og úrvali óverðtryggðra lán. Um 90% fasteignalána eru verðtryggð lán eins og mynd 16 sýnir.

Mynd 16. Samsetning fasteignalána heimilanna



Heimild: Seðlabanki Íslands

Nokkrar ástæður eru fyrir þessari fábreytni t.a.m. mikil umsvif Íbúðalánasjóðs á húsnæðislána-markaðinum og lítil samkeppni til ársins 2004. En líka má færa rök fyrir að víðtæk notkun verðtryggingar lánsfjár þar sem áhætta af verðbólgu er sett á lántakanda hafi leitt til þess að lánveitendur hafa ekki sama hvata til að bjóða upp á mismunandi lánsform til að mæta mismunandi greiðslu- og áhættumati lántakanda. Tafla 2 sýnir brot af mögulegum lánsformum á bandarískum húsnæðislánamarkaði. Í

töflunni er áætlaður fjöldi ára í húsnæði meginviðmið um hvaða lán er hentugt að taka.

Tafla 2. Brot af mögulegum húsnæðisláns formum í Bandaríkjunum

Fjöldi ára í húsnæði	Hentugt lánsform
1-3 ár	Lán með föstum vöxtum í 1/2, 1 eða 3 ár og síðan breytilegum vöxtum
3-5 ár	Lán með föstum vöxtum í 5 ár og síðan breytilegum vöxtum
5-7 ár	Lán með föstum vöxtum í 7 ár og síðan breytilegum vöxtum
7-10 ár	Lán með föstum vöxtum í 10 ár og síðan breytilegum vöxtum, 15 eða 30 ára föstum vöxtum
10+ ár	Lán með 15 eða 30 ára föstum vöxtum

Heimild: Mortgage choices

Samkvæmt lauslegri könnun í mars 2010 geta íslensk heimili valið milli 30 lánsforma (allir möguleikar eru taldir sem sjálfstætt lánsform⁹) hjá Íbúðalánasjóði, viðskiptabönkunum þremur og stærsta sparisjóðunum Þetta eru sex lánsform á lánastofnun að meðaltali. Til samanburðar þá hafa bresk heimili úr að velja meira en 2,000 lánsformum eða að meðaltali um 20 á hverja lánastofnun á sama tíma.

Mikil áhrif gengisbreytinga á verðbólgu/verðvísitölu

Ísland er lítið opið hagkerfi sem er mjög háð innflutningi. Hlutfall innflutnings af VLF er að meðaltali um 37% (1980-2009). Þetta hlutfall hefur farið hækkandi og var 44% á árinu 2009.

Hlutfall innfluttrar vöru af neysluverðsvísitölu er að meðaltal um 35% fyrir árin 1997-2010. Áætlað er að um 35%-40% gengisbreytinga komi því án mikilla tafa fram í verðlagi og þar að leiðandi í verðtryggingu.

Önnur notkun verðtryggingar tengd heimilunum

Húsnæðiskostnaður á Íslandi er meira og minna tengdur verðlagsþróun. Bæði eru flest húsnæðislán vísitölutengd sem og flestir húsléigusamningar verðtryggðir. Verðtrygging hefur einnig áhrif á heimilin í gegnum bílalán, lífeyrissjóðslán og önnur skuldabréfalán. Þá eru innlán til lengri tíma en þriggja ára verðtryggð og sparnaður heimilanna í lífeyrissjóðakerfinu er einnig verðtryggður. Verðtrygging hefur því veruleg áhrif á heimilin.

Verðtrygging sparnaðar heimilanna í gegnum lífeyrissjóðakerfið er óneitanlegur kostur fyrir heimilin og tryggir verðgildi framtíðarlífeyris. Í verðtryggðum lánum felst einnig sá kostur að lánað er fyrir vöxtum og verðbótum, þeim er bætt við höfuðstólinn. Greiðslubyrði er jafnari með hefðbundnu, verðtryggðu jafngreiðsluláni með föstum vöxtum en að öllu jöfnu á óverðtryggðu láni. Þá felst öryggi í verðtryggingu við skilyrði verðhjöðnunar. Helstu ókostirnir við verðtryggingu eru hækkandi höfuðstóll lána og þar með hækkandi veðhlutfall fasteigna og aukning greiðslubyrði. Eins og mynd 2 á bls. 7 ber með sér má sjá að greiningaraðilar hafa kerfisbundið vanspáð verðbólgu undanfarin ár. Þannig má halda því fram að heimilin hafi tekið á sig alla áhættu varðandi verðbólguþróun.

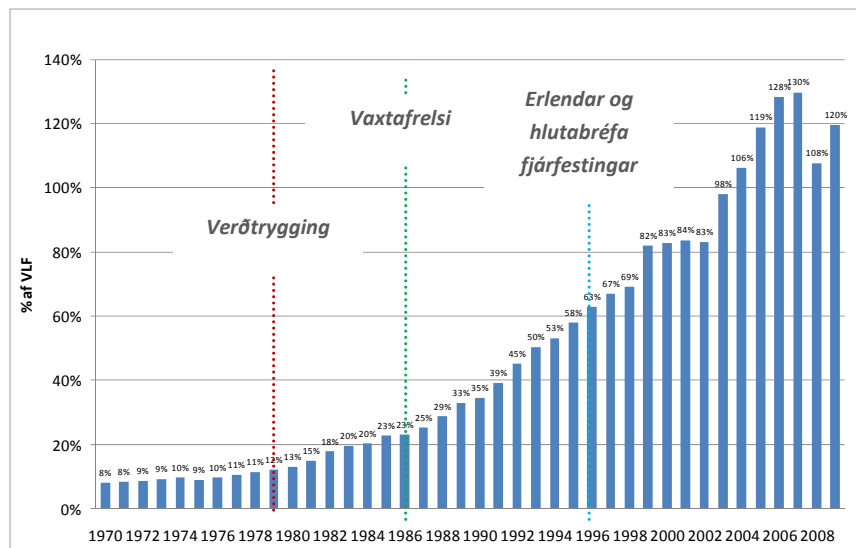
⁹ Verðtryggt lán með föstum 5% vöxtum til 25 ára sem í boði er hjá 5 lánastofnunum teljast 5 möguleikar. Möguleikarnir eru því eins margir og fjöldi lánastofnana og síðan hvert lánsform sem þeir bjóða upp á, lánstími, vextir, verðtryggt eða óverðtryggt osfrv.

LÍFEYRISKERFIÐ

Ísland er með öflugt lífeyrisskerfi sem byggir að meginhluta á sjóðsöfnun bæði í sameignar –og séreignarsjóðum auk hins opinbera tryggingarkerfis. Í upphafi áttunda áratugarins var flest vinnandi fólk á Íslandi aðilar að lífeyrissjóðum sem voru gjarnan tengdir starfsgreinum og stéttarfélögum. Á þessum tíma gekk reyndar hægt að safna lífeyrissparnaði þar sem samspil ríkisákvæðar vaxta og há verðbólga át meira og minna upp allan lífeyrissparnað og við lá að sjóðmyndarkerfi væri aflagt¹⁰. Eftir að verðtryggingu og síðar vaxtafrelsi var komið á auk þess að heimildir til hlutabréfakaupa og erlendra fjárfestinga voru rýmkaðar hafa eignir lífeyrissjóða vaxið jafn og þétt eins og sjá má á mynd 17. Hrein eign lífeyrissjóðanna hefur verið meiri en verg landsframleiðsla frá 2004 og það hlutfall hefur haldist, jafnvel þrátt fyrir áfallið sem sjóðirnir urðu fyrir á árinu 2008 þegar meðal raunávöxtun lífeyrissjóða var neikvæð um 23,5%.

Í þessum kafla verður fjallað um lífeyrissjóðina sem lífeyrisskerfi og áhrif verðtryggingar á það. Það má ekki gleymast að lífeyrissparnaður er helsta form peningalegs sparnaðar heimilanna í landinu og þar með ein helsta eign þeirra. Afkoma lífeyrissjóðanna er því einkar mikilvægt hagsmunamál og hefur áhrif á afkomu allra landsmanna.

Mynd 17: Hrein eign lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: FME og Hagstofa Íslands

KOSTIR OG GALLAR VERÐTRYGGINGAR FYRIR LÍFEYRISSJÓÐI

Afkoma lífeyrissjóðs ræðst meðal annars af ávöxtun fjármagns, lífslíkum, launaþróun og lengd starfsævi sjóðfélaga auk þess sem það er bundið í lög að lífeyrir skuli vera verðtryggður.

Ef verðtryggingu hefði ekki verið komið á undir lok áttunda áratugarins má fullyrða að á Íslandi væri ekki jafn öflugt lífeyrisskerfi og raunin er. Verðtrygging lífeyris og framboð verðtryggðra fjárfestingakosta hafa lagt grunninn að hinu öfluga lífeyrisskerfi

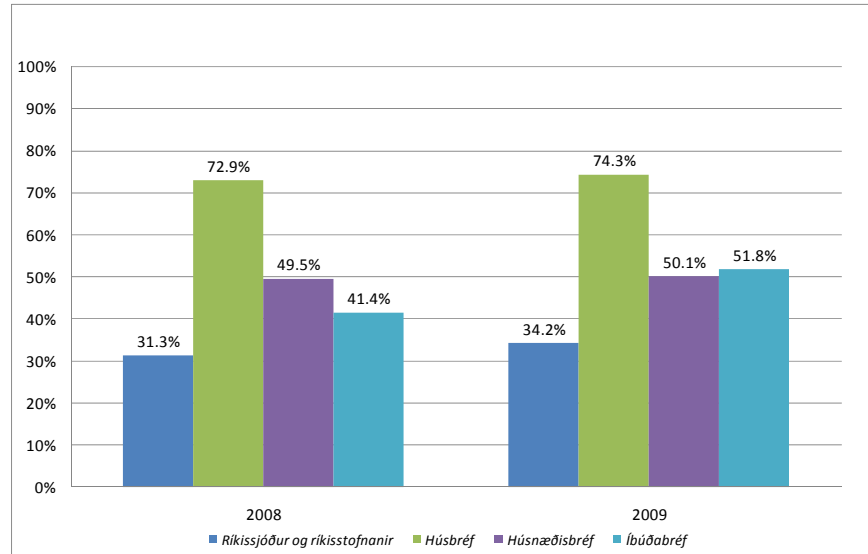
¹⁰ Herbertsson, 2004.

Íslands. Verðtrygging er því samfin bæði fjárfestingum og skuldbindingum lífeyrissjóðanna. Við fyrstu sýn virðast kostir verðtryggingar vera ótvíræðir fyrir íslenska lífeyrissjóði en það þarf ekki að vera raunin þegar málið er skoðað nánar.

FJÁRFESTINGAR LÍFEYRISSJÓÐA

Lífeyrissjóðir eru umsvifamikil hópur á innlendum verðbréfamarkaði eins og sjá má á mynd 18. Lífeyrissjóðirnir eiga um helming útgefna íbúðabréfa sem er stærsti einstaki flokkur markaðsverðbréfa og yfir 30% skuldabréfa útgefin af ríkinu sem er næst stærsti flokkurinn.

Mynd 18. Eignarhlutur lífeyrissjóða af útgefnum markaðsskuldabréfum í lok árs



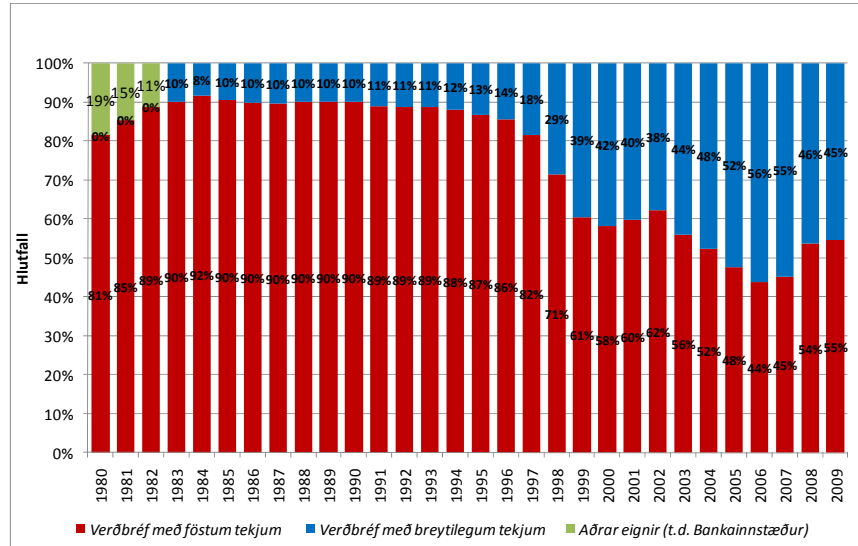
Heimild: Seðlabanki Íslands

Innstreymi iðgjalda á árinu 2008 var um 113 milljarðar króna en útstreymi var um 54 milljarðar, aðallega í formi greidds lífeyris. Árlegur meðalvöxtur iðgjalda hefur verið 11% á tímabilinu 2000-2008 og útgreiðslur hafa vaxið um 14% á sama tíma. Það er því gríðarlegt fjármagn sem streymir inn í lífeyrissjóðina ár hvert (og þá er ótalið kaup og sala á verðbréfum og aðrar hreyfingar). Uppsöfnuð fjárfestingarþörf næstu 10 árin er a.m.k. trilljón króna miðað við fyrrnefndan vöxt. Hlutur af þessum fjármunum mun leita út fyrir landsteinanna en hluta verður fjárfest á Íslandi. Meirihluti fjárfestinga innanlands hafa farið til fjárfestinga í verðtryggðum skuldabréfum gegnum tíðina.

Umfang verðtryggingar í fjárfestingum lífeyrissjóða

Verðtryggðar fjárfestingar (g.r.f. að langflest verðbréf með föstum tekjum séu verðtryggðar fjárfestingar) vega þungt í fjárfestingum lífeyrissjóða. Á mynd 19 má sjá hlutfall verðtryggðra eigna af heildareignum lífeyrissjóða. Þetta hlutfall hefur verið að meðaltali 75% en hlutabréf (sem flokkast sem verðbréf með breytilegum tekjum) hafa aukið hlut sinn í fjárfestingum lífeyrissjóða síðan 1997 á kostnað verðbréfa með föstum tekjum.

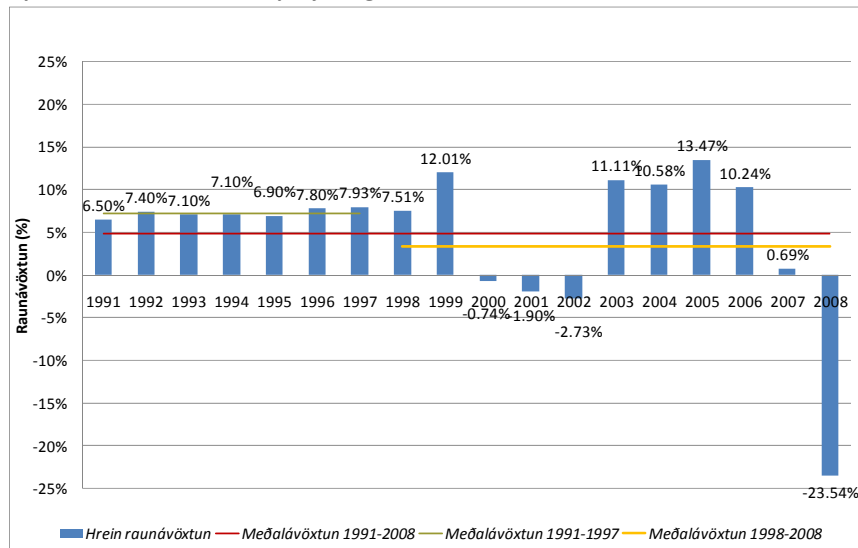
Mynd 19. Skipting heildareigna lífeyrissjóða



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þegar hlutfall verðtryggðra fjárfestinga var næstum 90% þá var raunánvöxtun sjóðanna frekar stöðug eins og sjá má á mynd 20 en meðalraunánvöxtun 1991-1997 var 7,25%. Við aukið hlutfall hlutabréfa og erlendra bréfa jukust sveiflur í ánvöxtun og meðalraunánvöxtun er lægri með góðum árum inn á milli.

Mynd 20. Hrein raunánvöxtun lífeyrissjóða og meðalánvöxtun



Heimild: FME og Seðlabanki Íslands

Til langs tíma á aukin hlutdeild hlutabréfa og erlendra fjárfestinga að skila hærri ánvöxtun þótt sveiflurnar í ánvöxtun þessara eigna séu meiri. Hátt hlutfall verðtryggðra fjárfestingakosta veitir nokkuð háa stöðuga raunánvöxtun sem hefur verið ótvíræður kostur fyrir lífeyrissjóðina.

Spyrja má hvaða áhrif það hefur að auka vægi óverðtryggðra fjárfestinga í safni lífeyrissjóðina og hvernig ánvöxtun óverðtryggðra skuldabréfa hefur á réttinda ávinning sjóðfélaga. Til lengri tíma litið ætti raunánvöxtun óverðtryggðra skuldabréfa

að vera hærri þar sem greiða þarf fjárfesti (lífeyrissjóð) fyrir að taka áhættu af verðbólguþróun sem er byggð inn í verðtryggða skuldabréfið.

Hærri raunávöxtun óverðtryggðra fjárfestingarkosta er byggð á þeirri forsendu að stöðugt efnahagsástand ríki en við tíð verðbóluskot og óstöðugleika verðurávöxtun óverðtryggðra fjárfestinga sveiflukennd og mögulega minni en verðtryggðra. Þess vegna verður að skoða áhrif lægriávöxtunar og hærriávöxtunar á réttindaávinning sjóðfélaga.

SKULDBINDINGAR LÍFEYRISSJÓÐA = LÍFEYRISRÉTTINDI SJÓÐFÉLAGA

Þegar sjóðfélagi vinnur sér inn lífeyrisréttindi myndar það skuldbindingu af hálfu sjóðsins gagnvart sjóðfélaganum. Við mat á upphæð lífeyris (núvirðingu væntanlegs lífeyris og framtíðariðgjalda) skal skv. 19. gr. reglugerðar um lífeyrisréttindi m.v. 3,5% vaxtaviðmið umfram vísitölu neysluverðs. Það þýðir að gerð er krafa um 3,5% raunávöxtun fyrir lífeyrissjóði. 3,5% raunávöxtun er byggð á alþjóðlegri reynslu um öruggaávöxtun til mjög langs tíma.

Áhrifávöxtunar á lífeyrisréttindi

Áhrifávöxtunar á lífeyrisréttindi er því mismunandi eftir fyrirkomulagi réttindaávinninga. Eftirfarandi umfjöllun á við um sjóði þar semávöxtun skiptir máli í réttindaöflun.

Lægriávöxtun

Lægriávöxtun leiðir til þess að lækka þarf lífeyri, hækka iðgjald¹¹ eða auka áhættu í fjárfestingum til að halda jafnvægi milli skuldbindinga og eigna lífeyrissjóðanna.

1. Lækkun lífeyris. Ákvæði eru í lögum um að lágmarkslífeyrir skuli vera tryggður. Lækkun lífeyris er því ákveðnum takmörkunum háð þóttávöxtun lækki.
2. Hækkun iðgjalda. Áhrif eru breytilega eftir því hvort lífeyrissjóður sé með jafnan eða aldurstengdan réttindaávinning. Undir síðarnefnda kerfinu hefur aldur sjóðfélaga líka áhrif. Skyldu iðgjaldsgreiðsla er nú 12% af launum auk viðbótarsparnaðar.
3. Aukin áhætta í fjárfestingum. Til að auka væntaávöxtun er hægt að auka áhættuna í fjárfestingum lífeyrissjóðs. Það myndi vitanlega þýða meiri sveiflur íávöxtun en þar sem fjárfestingartímarammi lífeyrissjóða er mjög langur þá er hægt að taka meiri áhættu og fá hærriávöxtun þó skammtímaávöxtun gæti liðið fyrir það. Rétt er að benda á að með tilkomu óverðtryggðra verðbréfa má búast við meiri fjárstreymi frá fjárfestingum. Lífeyrissjóðirnir yrðu að bregðast við með virkari eignastýringu skuldabréfa sinna heldur en nú er. Það gæti aukið umsýslukostnað sem myndi lækkaávöxtun enn frekar.

Hærriávöxtun

Efávöxtun lífeyrissjóðs verður hærri þá er hægt að auka lífeyrisréttindi, lækka iðgjald eða minnka áhættu í fjárfestingum.

¹¹ Guðmundsson og Baldursdóttir, Peningamál 2005

1. Hækkun lífeyrisréttinda. Sökum hárrar ávöxtunar árin fyrir 2008 hafa nokkrir lífeyrissjóðir hækkað lífeyrisréttindi sjóðfélaga sinna svo þessi aðferð er þekkt innan lífeyriskerfis og mikið notuð ef ávöxtun hefur verið umfram lágmark.
2. Lækkun iðgjalda. Áhrif eru breytileg eftir því hvort lífeyrissjóður sé með jafnan eða aldurstengdan réttindaávinning. Skylduiðgjaldsgreiðsla er nú 12% af launum. Ólíklegt er að iðgjald verði lækkað þó ávöxtun hækki þar sem ætíð er betra að spara of mikið heldur en of litið.
3. Minni áhætta í fjárfestingum. Ef nýir fjárfestingakostir gefa hærri ávöxtun þá gætu lífeyrissjóðir minnkað áhættu í safni. Það verður þó að teljast ólíklegt að lífeyrissjóður breyti fjárfestingarstefnu sinni mikið þó fjárfestingakostur með hærri ávöxtun bjóðist. Rétt er að benda á að með tilkomu óverðtryggðra verðbréfa má búast við meiri fjárstreymi frá fjárfestingu. Lífeyrissjóðir yrðu að bregðast við með virkari eignastýringu skuldabréfa sinna heldur en nú er. Það gæti aukið umsýslukostnað og vegið eitthvað upp á móti hærri ávöxtun. Á móti kemur að fjárstreymi kemur inn fyrr og safnar þá ávöxtun yfir lengra tímabil. Þá geta lífeyrissjóðir vænst hærri ávöxtunar ef þeir spá verðbólgu rétt og kaupa óverðtryggð bréf þegar verðbólguvæntingar markaðar eru of miklar.

ÓVERÐTRYGGÐIR FJÁRFESTINGARKOSTIR. KOSTUR EÐA GALLI ?

Af þessu má vera ljóst að ekki er fyllilega ljóst hver áhrif óverðtryggðra fjárfestinga eru á ávöxtun lífeyrissjóða enda að nokkru leyti háð þróun efnahagslífs. Með verðtryggð fjárfestinga kosti sleppa fjárfestar við að meta og taka áhættu af verðþróun. Samandregið má þó telja líklegt að ef óverðtryggð skuldabréf gæfu verri ávöxtun en verðtryggð þá þyrfti að hækka iðgjald sem almenningur greiðir til lífeyrissjóða og eldri sjóðfélagar myndu verða fyrir kjaraskerðingu. Hins vegar ef óverðtryggð skuldabréf gefa hærri ávöxtun þá er líklegast að réttindi verði aukin þar sem allir hagnast að einhverju leyti en ungir sjóðfélagar þó mest því þeir njóta þess alla ævi.

Samkvæmt reglugerð um lífeyrissjóði skal m.v. fyrir verðtryggð skuldabréf 3,5% raunávöxtunarkröfu en fyrir óverðtryggt skuldabréf skal m.v. 3,5% ávöxtunarkröfu auk verðbólguálags skv. verðbólguákvarði Seðlabanka Ísland (2,5%). Að svo miklu leyti sem óverðtryggð skuldabréf bera ávöxtun umfram 6% (2,5%+3,5%) gæti tryggingafræðileg staða batnað, a.m.k. til skemmri tíma.

LÍFEYRISKERFI Í ÖÐRUM LÖNDUM

Alþjóðleg besta framkvæmd fyrir lífeyri innan Evrópubandalagsins og í OECD löndum er vísitölutenging lífeyris með einhverjum hætti eins og sjá má í töflu 3. Gjarnan er m.v. að á vinnualdri sé lífeyrir tengdur meðal vexti launa en lífeyrir fylgi verðlagsþróun.

Tafla 3. Verðtrygging lífeyris innan OECD landa

Engin vísitölutenging	Verðvísitala	Launavísitala	Blönduð vísitala
Bandaríkin (hluti)	Astralía	Frakkland	Ástralía
Austurríki	Kanada	Danmörk	Swiss
Portúgal	Finnland	Frakkland	Þýskland
	Belgia	Mexikó	
	Kanada	Bretland	
	Svíþjóð	Írland	
	Bandaríkin (hluti)		

Heimild: Alþjóðabankinn

Eftir fjármálahrunið 2008 þá mælir Alþjóðabankinn með því að í ríkisstjórnir í austur Evrópu og Asíu (ECA lönd) hefji viðtækari innleiðingu verðtryggingar lífeyris til að minnka líkur á að lífeyrisþegar verði fyrir kaupmáttarskerðingu. Alþjóðabankinn leggur líka til að hið opinbera í ECA löndum leggi sitt af mörkum til að þróa verðbréfamarkað fyrir verðtryggð skuldbréf sem talinn er nauðsynleg í söfnum lífeyrissjóða og tryggingarfélagum.

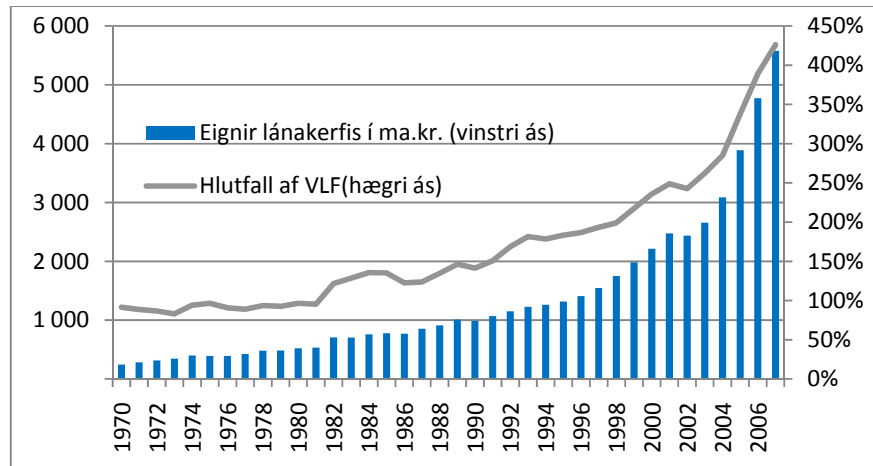
Lífeyrissjóðir víða um heim hafa fjárfest í verðtryggðum skuldabréfum í vaxandi mæli. Til að mynda var hlutfall verðtryggðra skuldabréfa í skuldabréfasöfnum breskra lífeyrissjóða var um helmingur árið 2005.

FJÁRMÁLAKERFIÐ

ÞÁTTUR VERÐTRYGGINGAR Í ÞRÓUN FJÁRMAGNSMARKAÐA

Tildrög almennrar verðtryggingar liggja í áhyggjum af því að verðbólga væri að grafa undan fjármálakerfinu á Íslandi og möguleikum kerfisins til að standa undir fjármögnun og uppbyggingu atvinnulífs¹². Með tilkomu Ólafslaga 1979 var verðtrygging almennt tekin upp og síðan hefur fjármagnsmarkaður vaxið og eflst eins og sjá má af mynd 21 af þróun eigna lánakerfisins. Vaxtalögin 1986 sem og opnun Kauphallarinnar sama ár eiga sinn þátt í þeirri þróun. Með verðtryggingu varð sú meginbreyting að fjármögnun varð möguleg til lengri tíma.

Mynd 21. Eignir lánakerfisins



Heimild: Seðlabanki Íslands

Helstu hagsmunaaðilar á fjármagnsmarkaði auk ríkisins eru fjármálastofnanir (bankar og sparisjóðir), stofnanafjárfestar og lífeyrissjóðir. Ríkið er stærsti útgáfuaðili verðtryggðra pappíra á markaði í gegnum Íbúðalánasjóð. Lífeyrissjóðir sjá að mestu um fjármögnun húsnæðislánakerfisins hér á landi ásamt verðbréfasjóðum og öðrum stofnanafjárfestum. Eignur óverðtryggðra ríkisbréfa og ríkisvixla eru að stærstum hluta erlendir fjárfestar¹³ eða samsvarandi 51% og 71%.

Húsnæðisfjármögnun breyttist verulega með innkomu bankanna á markaðinn 2004 en fram að því var það nær eingöngu Íbúðalánasjóður sem og lífeyrissjóðirnir sem buðu húsnæðislán. Sú hugmynd hefur komið upp að gera breytingar á núverandi kerfi og stofna heildsölubanka. Sá banki myndi þá sjá um að gefa út skuldabréf á innlendum og erlendum fjármagnsmörkuðum, ná þannig fram aukinni hagkvæmni stærðarinnar og stuðla að lægri vaxtastigi. Stýrihópur um framtíðarstefnumótun að Íbúðlánamarkaðinum lagði til að lagabreytingar yrðu gerðar sem heimiluðu Íbúðalánasjóði að setja á fót fjármögnunarkerfi á heildsölustigi¹⁴. Til þess að veruleg hagræðing nái fram að ganga þurfi fleira að koma til, til að mynda aukin samkeppni erlendis frá. Þar gæti sameiginlegur gjaldmiðill haft örvandi áhrif.

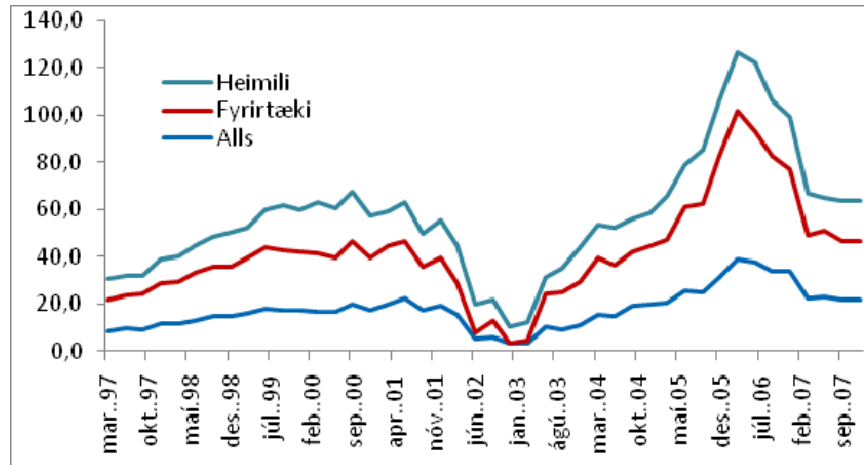
¹² Mór Guðmundsson; Peningamál 2004/3, Gjaldmiðillinn og íslenska fjármálakerfið.

¹³ Lánamál ríkisins, Markaðsupplýsingar. 3.tbl. 11.árg. mars 2010.

¹⁴ Lokaálit stýrihóps um framtíðarstefnumótun um hlutverk og aðkomu stjórnvalda að Íbúðlánamarkaðinum, 11.september 2006.

Þegar bankarnir tóku að bjóða húsnæðislán veðjuðu þeir á að unnt væri að ná niður fjármagnskostnaði til framtíðar. Þróunin reyndist hins vegar dýrkeyptari og ætla má að þeir hafi greitt með íbúðalánum síðustu árin. Þróunin á Íslandi var ekki einsdæmi en mörg lönd þar sem rammi fasteignalánakerfis var útvíkkaður, lentu í erfiðleikum við slíkar breytingar m.a. Norðurlöndin á 9. áratugnum.

Mynd 22. Útlánaaukning lánakerfisins



Heimild: Seðlabanki Íslands

Erlendis hefur leitnin verið í átt að aukinni útgáfa verðtryggðra bréfa og nú er svo komið að í flestum löndum í Evrópu eru gefin út slík bréf þótt hlutfall þeirra af heildarútgáfu eða umsvifum á fjármálamarkaði séu mismunandi. Bretland er með einna hæsta hlutfallið eða 26% árið 2006. Bretland hóf verðtryggða útgáfu árið 1981, Svíþjóð árið 1994, Frakkland árið 1998 og Þýskaland árið 2006. Framboðið er þó mismunandi eftir löndum, Bretland býður flesta kosti eða 10 mismunandi bréf en Svíþjóð býður 6 kosti verðtryggðra bréfa.

Forsendur útgáfu verðtryggðra bréfa erlendis hafa fyrst og fremst verið að auka fjölbreytileika fjárfestingakosta og lágmarka kostnað. Önnur ástæða er að forðast afleiðingar hárra verðbólguvæntinga. Flest lönd sem hafa lagt út í útgáfu síðustu áratuginna hafa skuldbundið sig til að halda verðbólgu lágri og eru því ekki dæmigerð verðbólgulönd. Önnur Evrópulönd hafa skoðað og greint kosti og galla við verðtryggða útgáfu og hafa eins og sakir standa ákveðið að bjóða ekki upp á slíka kosti, m.a. Holland. Ástæður þess eru meðal annars takmörkuð lánsfjárförf og áhersla á að halda úti stórum óverðtryggðum skuldabréfaflokkum. Þá þykir samspil kostnaðar og áhættu ekki nógu aðlaðandi¹⁵.

ÞJÓÐHAGSLEGUR ÁVINNINGUR

Ýmis sannfærandi rök hafa verið borin fram um ágæti verðtryggðra skuldabréfa. Það er þó ekki óbyggjandi hvort það hafi fleiri kosti eða galla í för með sér. Reyndar er það svo að ábati fyrir útgefanda getur verið á kostnað kaupanda og öfugt¹⁶. Hér verða rakin nokkur sjónarmið er varða þjóðhagsleg áhrif.

¹⁵ Bhachu, Gurminder, Recent Trends in Mature Inflation-linked Bond Markets, 2006.

¹⁶ Robert Price, 1997.

Fullkomnun markaðar

Meiri fjölbreytni í framboði bréfa, verðtryggðra og óverðtryggðra, gera markaðinn „fullkominn“, eða complete á ensku. Þetta á sérstaklega við þar sem skortur hefur verið á verðtryggðum pappírnum en það sama má segja um Ísland þar sem skorturinn er þó fremur á óverðtryggðum pappírnum. Það að nægileg flóra skuldabréfa sé ekki til staðar, gerir fjármagnsmarkað ófullkominn. Stjórnvöld gætu þannig jafnvel lækkað fjármagnskostnað. Það eykur einnig á áhættudreifingu fjárfesta. Sjá nánar kafla um fræðilega umfjöllun.

Dreifingar sjónarmið

Því hefur verið haldið fram að verðtryggð bréf sjá fyrir ákveðinni dreifingu ábata. Ef verðbólga er ófyrirsjáanleg felur það í sér óviljandi dreifingu auðs og tekna frá lánveitendum til lántakenda. Tilhneiging verðtryggingar er því að færa til þá óvissu sem fylgir verðbólgu, tryggja dreifingu hennar. Í vinnuþlaggi IMF er vitnað í Friedman sem sagði; “að þar sem stjórnvöld standa að baki verðbólgunni í upphafi, bera þau þá ábyrgð að almenningur geti varið sig gegn henni “ og þá með því að tryggja nægilegt framboð kosta eins og verðtryggðra sparnaðar-eða lánsforma.

Þá benda rannsóknir til þess að mikil og breytileg verðbólga geti dregið úr fjárfestingu og þar með hagvexti. Einni g má færa rök fyrir því að verðbólga geti líka leitt til tilviljunarkenndrar og jafnvel ranglátrar eignatilfærslu á milli ákveðinna hópa og kynslóða rétt eins og í tilfelli fjármagnseigenda og skuldara¹⁷.

Hvatar til sparnaðar

Einn liður í því að taka upp verðtryggingu á innlánnum á 8.áratugnum, var að auka sparnað til lengri tíma og auka tiltrú fjárfesta á krónunni. Fjárfestar höfðu litla tiltrú á sparnaði í íslenskum krónum þar sem verðgildi hans hélt sér ekki heldur rýrnaði verulega vegna óðaverðbólgunnar sem geisaði og neikvæðra raunvaxta. Eftir innleiðingu verðtryggingarinnar jókst kerfisbundinn sparnaður verulega eins og sjá má af uppbyggingu lífeyriskerfisins. Það sama verður hins vegar ekki sagt um frjálstan peningalegan sparnað. Sé þróun hans skoðuð frá 1970 virðast vera takmörkuð áhrif af verðtryggingunni, enda hefur hann aukist lítið sem ekkert.

Með verðtryggingu eykst hvati til sparnaðar til lengri tíma þar sem unnt er að verja sig gegn framtíðaróvissu um verðbólgu. Fjárfestar eru fremur reiðubúnir að taka áhættu með sparnað ef þeir eru tryggðir gegn verðbólguáhrifum. Sé verðtrygging ekki til staðar og væntingar eru um mikla verðbólgu, hvetur það fremur til neyslu fremur en sparnaðar. Almennur flýttir sér að fjárfesta í varanlegum hlutum áður en verð þeirra hækkar, en það leiðir aftur til aukinnar verðbólgu.¹⁸

KOSTNAÐARSJÓNARMÍÐ

Viðskiptakostnaður

Verðtrygging dregur almennt úr áhættu lánveitenda og gerir þeim kleift að verja sig betur gegn þeirri óvissu sem felst í verðbólguþróun í framtíðinni. Óvissan eykst eftir því sem tíminn er lengri og einnig eftir því sem verðbólgan er meiri. Viðskiptakostnaður eykst almennt með aukinni óvissu og er verðtrygging leið til að

¹⁷ Seðlabankinn, heimasíða. Hvers vegna stöðugt verðlag? <http://www.sedlabanki.is/?PageID=57>

¹⁸ Robert Price, 1997.

draga úr þeim kostnaði. Með því að draga úr óvissu verður viðskiptakostnaður lægri en ella og lántakar hagnast á því. Ef lán væru verðtryggt með öðru viðmiði en vísitölu neysluverðs ættu sömu sjónarmið við.

Kostnaðarhagkvæmni

Því sjónarmiði hefur verið haldið fram að verðtryggt bréf geti lækkað fjármagskostnað ríkisins. Ríkið hefur áhrif á verðbólgu með stefnu sinni og ætti þ.a.l. að hafa betri hugmynd en almenningur um hvert hún stefnir. Ef markaðurinn ofmetur framtíðarverðbólgu getur ríkið gefið út meira af verðtryggðum bréfum og lækkað þannig kostnað sinn. Að sama skapi á ríkið að hætta útgáfu verðtryggðra bréfa þegar verðbólguvæntingar markaðarins fara undir væntingar ríkisins.

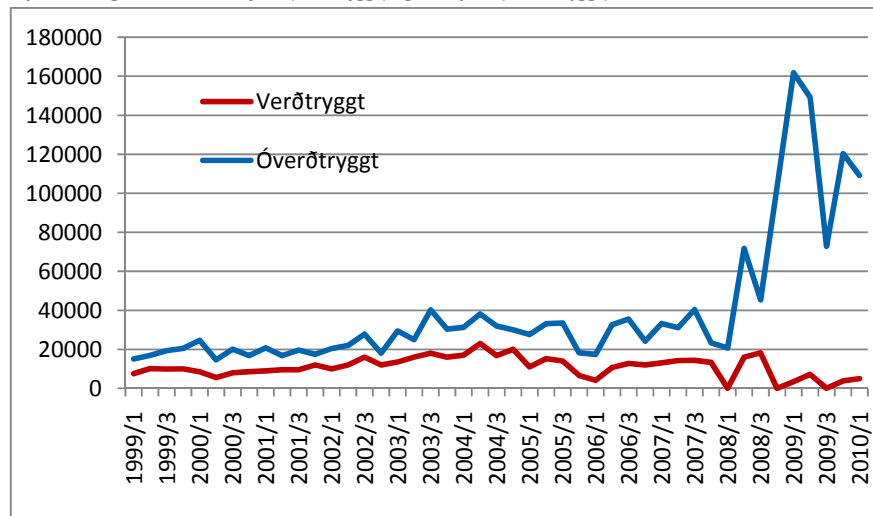
Kostnaður og ávinningur veltur í raun á getu til að spá fyrir um verðbólgu. Ef verðbólguvæntingar almennings eru lægri en útgefandans (t.d. ríkis) eða almenningur vanmetur framtíðarverðbólgu, er lántaki betur kominn með að taka óverðtryggt lán. En til lengri tíma, og burtséð frá spávillum, sparar útgefandi bréfa áhættuálagið¹⁹.

FRAMBOÐ VERÐTRYGGÐRA KOSTA OG VAXTASTIG

Framboð lánategunda og lánstími

Allt fram til síðari hluta árs 2008 var nokkurt jafnvægi í útgáfu ríkisins í verðtryggðum og óverðtryggðum bréfum enda þótt sveiflur innan tímabils hafa verið nokkrar. Á mynd 23 má sjá þróun í útgáfunni ríkisins á verðtryggðum (Íbúðalánasjóður) og óverðtryggðum bréfum. Útgáfa óverðtryggðra bréfa hefur aukist til muna síðustu tvö árin.

Mynd 23. Útgáfur Íbúðalánasjóðs (verðtryggt) og ríkissjóðs (óverðtryggt)

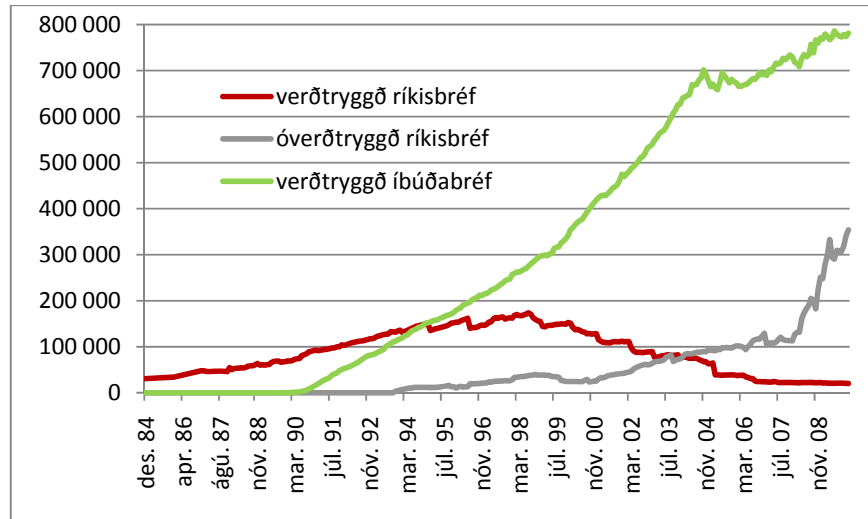


Heimild: Seðlabanki Íslands og Íbúðalánasjóður

Framboð lánamöguleika á húsnæðismarkaði eru takmarkaðir hér á landi, nær allir bjóða verðtryggt jafngreiðslulán til 20-40 ára. Með því að fjölga óverðtryggðum möguleikum gefst almenningi kostur á að endurfjármagna sig, og þá jafnvel til skemmri tíma í einu, eins og tíðkast til að mynda í Bandaríkjunum.

¹⁹ Robert Price, 1997.

Mynd 24. Staða markaðsverðbréfa

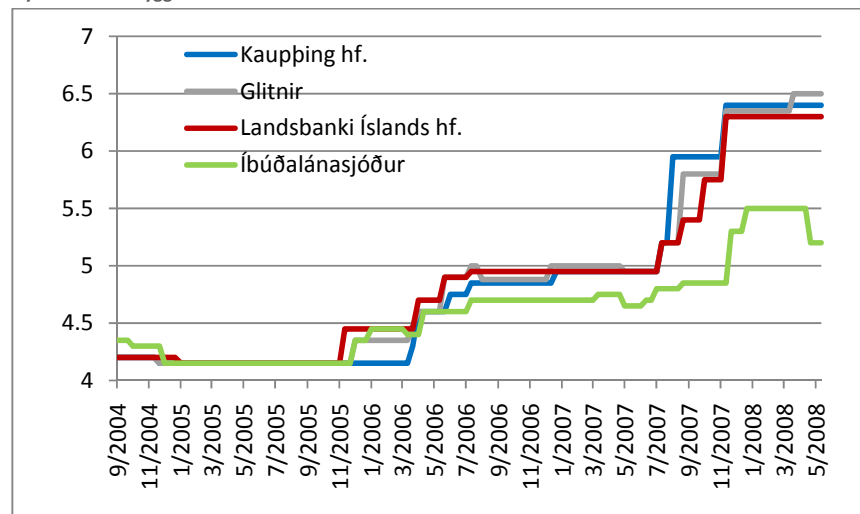


Heimild: Seðlabanki Íslands og Íbúðalánasjóður

Vaxtastig

Það á að vera samhengi á milli verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta þar sem óverðtryggðu vextirnir endurspeglar raunvexti að viðbættri væntri verðbólgu auk áhættuálags. Ef verðbólga er algerlega fyrir séð ættu þessir vextir að vera jafnir en hins vegar er alltaf ákveðin óvissa um verðbólguþróun og samsvarar verðbólguálagið þeirri óvissu. Það auka álag er hærra eftir því sem óvissan um verðbólguna og sveiflur hennar eru meiri²⁰.

Mynd 25. Verðtryggðir vextir íbúðalána frá 2004



Heimild: Seðlabanki Íslands

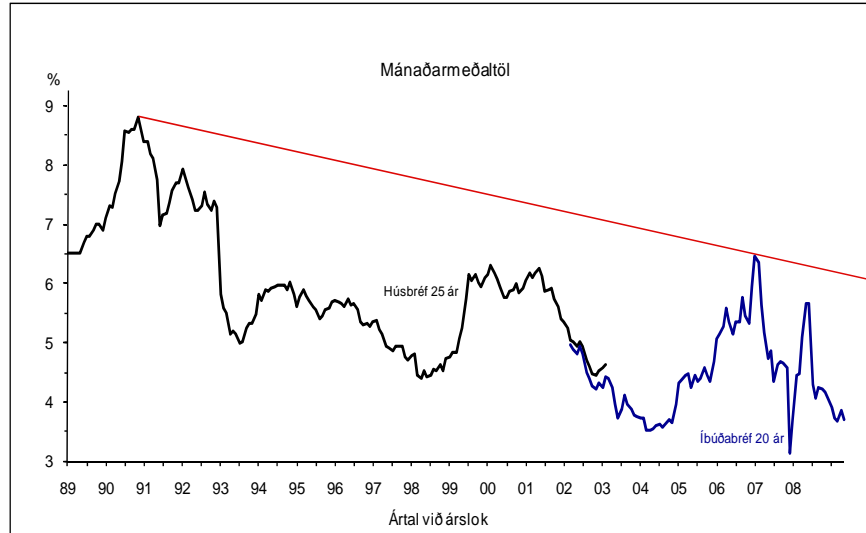
Að ákveðnum óverðtryggðum vöxtum gefnum, hafa háar verðbólguvæntingar og/eða miklar sveiflur í verðbólgu, tilhneigingu til að þrýsta verðtryggðum vöxtum niður. Að sama skapi verða óverðtryggðir vextir að hækka meira en samanlagðar

²⁰ Portes & Baldursson; The Internationalisation of Iceland's Financial Sector. Viðskiptaráð, nóvember 2007.

breytingar í verðbólguvæntingum og áhættuálagi eigi það að hafa áhrif til hækkunar á verðtryggðum vöxtum.

Undanfarin 20 ár hefur gætt leitni til lækkunar verðtryggðrar ávöxtunarkröfu. Þetta má sjá á mynd 26. Ekki virðist enn unnt að fullyrða að lágmarki sé náð þótt tregðu hafi gætt varðandi lækkun niður fyrir þau 3,5% sem miðað er við sem ávöxtunarkröfu til lífeyrissjóða.

Mynd 26. Ávöxtunarkrafa húsbrefa, húsnæðisbrefa og íbúðabrefa (mánaðar meðaltöl)



Heimild: Askar Capital

PENINGASTEFNAN OG GJALDMIÐILLINN

Verðtryggingin

Verðtrygging er almennari á Íslandi en víðast annars staðar enda þótt hún sé þekkt í mörgum löndum í einhverjum mæli. Það eru þó helst lönd sem búa við óstöðugan, lítinn gjaldmiðil og mikla verðbólgu sem búa við verðtryggingu í miklum mæli. Segja má að það verðtrygging sé hagkvæmari eftir því sem verðbólga og óvissa er meiri.

Önnur sjónarmið eru á þá leið að verðtrygging dragi úr ábyrgð stjórnvalda á að halda verðstöðugleika. Með því að auðvelda að búa við afleiðingar verðbólgu, verður minni hvati bæði hjá stjórnvöldum og almenningi, í að viðhalda verðstöðugleika.

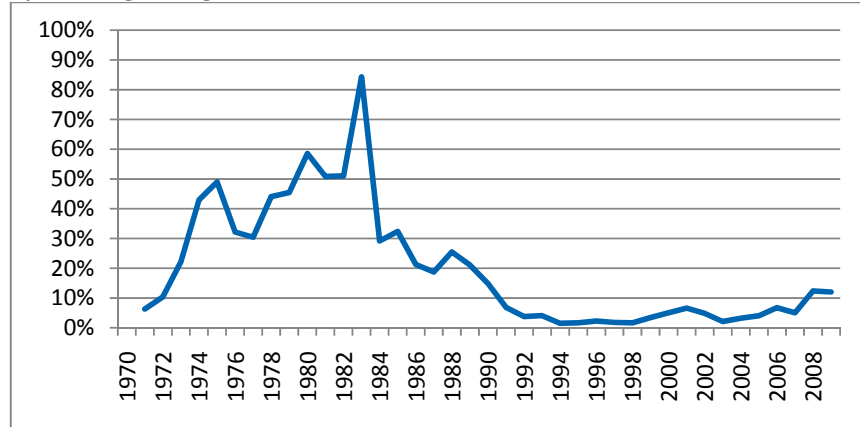
Ef peningastefna á að virka í kerfi þar sem verðtrygging er almenn, verður að vera hægt að hafa áhrif á verðbólguvæntingar sem er ekki auðvelt verkefni ²¹.

Verðbólguþröngun

Ein hugmynd með verðtryggingu er að ná böndum yfir verðbólgu. Verðbólga á Íslandi var mjög mikil allt fram á 9. áratuginn. Skiptar skoðanir eru á því hversu vel verðtryggingin hefur stemmt stigum við verðbólguþróuninni en eins og fram kemur á mynd 27 má sjá að verulega hefur dregið úr verðbólgu eftir að verðtryggingu var komið á, en fleira kom til eins og afnám vísitölubindingar launa og þjóðarsáttin 1990.

²¹ Portes & Baldursson; The Internationalisation of Iceland's Financial Sector. Viðskiptaráð, nóvember 2007.

Mynd 27. Árleg verðbólga

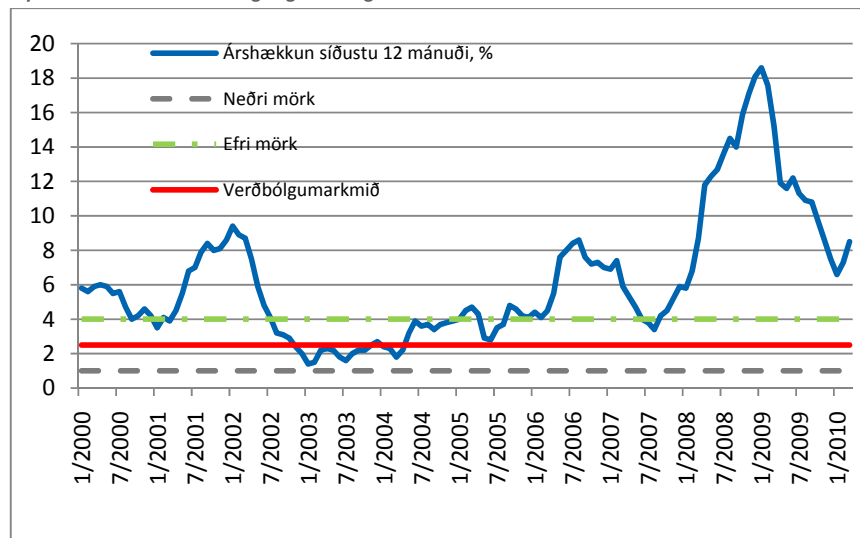


Heimild: Hagstofa Íslands

Þau sjónarmið eru til sem segja að verðtryggingin valdi því að skammtímavextir hafi ekki áhrif á langtímavexti og peningastefnan sé þar með vanmáttugri. Verðbólguþæðingarmarkmiðsstefna hefur verið fylgt víða erlendis með ágætum árangri og var hún tekin upp árið 2001 hér á landi. eru skiptar skoðanir um ágæti og árangur af því.

Peningastefna Seðlabankans byggist á verðbólguþæðingarmarkmiði en fram til 2001 hafði verið rekin fastgengisstefna. Í verðbólguþæðingarmarkmiði felst að halda eigi verðlagi stöðugu eða sem næst 2,5% verðbólgu +/- 1,5%. Frá því að verðbólguþæðingarmarkmiðið var tekið upp hefur verðbólga sjaldan verið innan marka.

Mynd 28. 12 mánaða verðbólga og verðbólguþæðingarmarkmið



Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

Stjórnþæki Seðlabankans eru vextir, viðskipti við lánastofnanir, bindiskylda og viðskipti á gjaldeyrismarkaði og er tilgangur þess síðastnefnda að hafa áhrif á gengi krónunnar. Í baráttunni við verðbólgu eru það einkum vextir og gjaldeyrisviðskipti sem Seðlabankinn notar. Hækkandi vextir draga úr eftirspurn eftir lánsfé og hvetja til sparnaðar. Þar með minnkar peningamagn í umferð og eftirspurn þar með. Að öllu jöfnu ætti minnkandi eftirspurn að halda aftur af verðbólgu. Verð á innfluttum

vörum hefur áhrif á verðbólgu, verð vara hækkar með veikingu krónunnar. Til að sporna við veikingu hefur Seðlabankinn það ráð að grípa inn á gjaldeyrismarkaði í sveiflujöfnunarskyni til skamms tíma og ýmist örvað eða dregið úr eftirspurn eftir krónunni.

Krónan og gjaldeyrismarkaður /erlend viðskipti

Erlendir vextir og gengisþróun geta haft áhrif á innlenda vexti þegar um opna fjármagnsmarkaði er að ræða. Áhugi erlendra fjárfesta á íslenskum fjármálamarkaði var takmarkaður framan af en ákveðinn viðsnúningur varð um og eftir miðjan tíunda áratuginn. Það hefur hins vegar breyst á ný og er ekki við miklum breytingum að búast að óbreyttum aðstæðum í efnahagslífinu.

KOSTIR OG GALLAR FYRIR FJÁRMÁLAKERFIÐ

Fjármálakerfið hefur óneitanlega haft hag af verðtryggingu. Hún hefur auðveldað fjármögnunarmöguleika fyrirtækja og heimila og gert það að verkum að lánveitendur hafa viljað lána til lengri tíma en áður. Þegar verðbólguþróun er óviss eða breytileg er verðtrygging trygging lánveitanda gegn rýrnun höfuðstóls. Að öðrum kosti yrðu vextir að vera hærri. Það má því ætla að vaxtastig í landinu væri hærra ef verðtryggingar nyti ekki við, að öðru óbreyttu. Helstu gallar eru þó þeir að fjármálafyrirtæki hafa lent í vandræðum með verðtryggingarjöfnuð sinn. Þá má benda á eins og við núverandi aðstæður, getur þróunin leitt til yfirveðsetningar.

FRAMTÍÐARSÝN

Í þessum kafla er varpað fram nokkrum sviðsmyndum um mögulega framtíð verðtryggingar hérlendis. Sviðsmyndunum er sumum hverjum ekki endilega ætlað að vera raunhæfum sem framtíðarsýn heldur að draga fram atriði sem skipta máli í umræðunni og skerpa áherslur.

BANN VIÐ NOTKUN VERÐTRYGGINGAR Í ÖLLUM FJÁRMÁLAGERNINGUM

Í hagfræði er yfirleitt litið á boð og bönn sem óhagkvæma leið til að ná efnahagslegum markmiðum en áherslan þeim mun meiri á leiðir sem byggja á jákvæðum hvötum. Þá getur verið bæði erfitt og kostnaðarsamt að fyrirbyggja sniðgöngu og jafnvel kallað á þörf fyrir sérstakar eftirlitsstofnanir.

Ein aðalástæðan fyrir hugmyndum um að draga úr vægi verðtryggingar hérlendis um þessar mundir er hækkun höfuðstóls verðtryggðra lána á sama tíma og fasteignir og varanlegir neyslufjármunir s.s. bílar hafa lækkað í verði. Lögbundið bann við verðtryggingu fjármálagerninga myndi þó varla leysa vanda skuldara því eins og farið var yfir hér að framan má gera ráð fyrir þyngri greiðslubyrði af óverðtryggðum lánnum en verðtryggðum. Þá gæti bann við verðtryggingu stofnað hagsmunum lífeyrissjóða í hættu og ógnað kaupgetu lífeyris þeirra sem nú eiga við skuldavanda að etja. Það væri verulegur tvískinnungur í því fólgin að áskilja lífeyrissjóðum að verðtryggja lífeyri á sama tíma og möguleikar þeirra til fjárfestingar í verðtryggðum skuldabréfum væru útilokaðir.

Bann við verðtryggingu lífeyrissjóða væri mjög á skjön við alþjóðlega þróun en ef eitthvað er þá er verðtrygging að ryðja sér frekar til rúms meðal lífeyrissjóða á alþjóðavettvangi. Þá mæla alþjóðastofnanir eins og Alþjóðabankinn með upptöku verðtryggingar meðal lífeyrissjóða þar sem hún er ekki fyrir hendi.²²

Ein ástæða fyrir því að draga úr vægi verðtryggingar hérlendis gæti verið sú að auka fjölbreytni fjárfestingarkosta. Þetta eru sömu rök og mæla með auknu vægi verðtryggingar erlendis. Benda má á að sumir eru þeirrar skoðunar að verðtrygging ýti undir verðbólgu og afnám hennar hjálpi til með að vinna bug á langvinnri verðbólgu. Hér þarf þó að gera greinarmun á verðtryggingu launa og verðtryggingu fjárskuldbindinga enda tíðkast ekki verðtrygging launa hérlendis. Einnig má benda á að yfirleitt er einhver tímatöf fólgin í verðtryggingu sem þýðir að þegar verðbólga er komin á ákveðið stig þá dugar verðtryggingin ekki sem tæki til að viðhalda raunvirði. Þetta síðasta atriði getur þó varla staðið sem rök fyrir afnámi verðtryggingar nema hún sé á talin eiga sinn þátt í að viðhalda verðbólgu.

Fordæmi eru fyrir því að verðtrygging hafi verið bönnuð með lögum í viðleitninni við að draga úr vægi hennar. Einna best heppnaða dæmið um þetta er líklega frá Finnlandi árið 1968 en árið 1967 voru 75% útgefinna skuldabréfa þar í landi verðtryggð og 35% innstæðna. Þá var verðtrygging launa bönnuð. Ljóst er að efnahagsleg skilyrði þurfa að vera rétt ef slíkt bann á að heppnast því dæmi eru um misheppnaðar tilraunir til sama. Aðstæður í Finnlandi á þessum tíma voru reyndar með allt öðrum hætti en hérlendis að því leyti að efnahagslífið var allt miðstýrðara

²² Sjá Vinnupappír Alþjóðabankans í ritröðinni Social Protection & Labor, nr. 925 frá desember, 2009

en nú ríkir hérlandis. Þá fylgdi verðstöðvun af hálfu stjórnvalda og fastgengi banninu²³.

Hæpið er að unnt sé eða æskilegt að setja bann á eldri skuldbindingar og myndi bann því væntanlega eingöngu ná til samninga sem gerðir eru eftir setningu slíks banns.

AFNÁM KVAÐA AF VERÐTRYGGINGU OG VÖXTUM

Þegar litið er til framtíðar virðist ekki unnt að fullyrða að afnám verðtryggingar sé ákjósanleg lausn til að koma í veg fyrir að þau vandamál sem glímt er við í Þjóðfélaginu í dag endurtaki sig. Verðtryggingin er ekki eina ástæðan fyrir skuldavanda heimila og ef verðtryggingar hefði ekki notið við kann að vera að vandamálin væru enn stærri en þau sem við blasa enda má gera ráð fyrir að greiðslubyrði óverðtryggðra lána væri meiri en sambærilegra verðtryggðra lána.

Þær kvaðir sem nú eru í reglum um verðtryggingu fjármálagerna fela í sér að lágmarkslánstími verðtryggðra lána er 5 ár en lágmarksbinditími verðtryggðra innlána er 3 ár. Ástæða þessara takmarkana varðandi innlán er möguleg óæskileg áhrif á vaxtamyndun að mati Seðlabanka Íslands og getur ógnað fjármálalegum stöðugleika.²⁴ Hættan felst í möguleikanum á skyndilegum flutningi af óverðtryggðum reikningum inn á verðtryggð reikninga, í því tilfalli að verðbólguótti aukist skyndilega. Innlánsstofnanir geta átt erfitt með að bregðast við slíku þar sem eignir eru alla jafnan bundnar til lengri tíma en innlán. Álitamál er hvort þessi atriði þurfi að vera föst í opinberum reglum. Væntanlega hefur reynslan leitt í ljós að þörf sé á samræmdri framkvæmd innlánsstofnana.

Skv. nógildandi lögum er einungis heimilt að verðtryggja lán m.v. vísitölu neysliverðs til verðtryggingar. Ef þessi takmörkun væri ekki fyrir hendi þá væri t.d. opið fyrir möguleikann á nýjum formum, t.d. vísitölutengingu m.v. fasteignaverð. Afnám kvaða þýddi einnig að enginn eftirlitskostnaður kæmi til þeirra vegna. Í þessu samhengi þarf ennfremur að aðskilja hagsmuni almennings og annarra í umræðunni.

Ef vilji er til að auka vægi óverðtryggðra lána og fjárfestingarkosta þá væri e.t.v. eðlilegt að ríkið hefði forgöngu í þeim efnum og yki óverðtryggð útgáfu sína. Slík útgáfa gæti myndað skynsamlegan vaxtagrunn fyrir efnahagslífið. Þessu þyrfti mögulega að fylgja eftir með afnámi kvaða á lífeyrissjóði varðandi verðtryggingu fjárfestinga. Miðað við að frelsi til vaxtaákvörðunar sé ríkjandi má benda á að lífeyrissjóðir gætu náð til sín áhættuálagi því sem stafar af óvissu um verðbólguþróun og dulið er í föstum óverðtryggðum vöxtum. Þannig gætu lífeyrissjóðir aukið ávöxtun sína jafnframt því að bæta áhættudreifingu með því að fjárfesta í ríkari mæli í óverðtryggðum skuldabréfum sem bera fasta vexti.

UPPTAKA EVRU, INNGANGA Í ESB, AFNÁM VERÐTRYGGINGAR

Eins og fjallað hefur verið um hér að framan hefur verið litið svo á að óstöðugleiki gengis krónunnar sé hluti af því vandamáli sem verðtryggingunni er ætlað að leysa. Þannig hefur verið varpað fram þeirri spurningu hvort afnám verðtryggingar myndi nauðsynlega fylgja upptöku evru í kjölfar inngöngu í Evrópusambandið.

²³ Sjá ráðstefnuritgerð Pentti J.K. Kouri frá ráðstefnu MIT árið 1975

²⁴ Peningamál 2003/2, bls. 85 „Verðtrygging og fastir vextir“

Við fyrstu sýn virðist ekkert benda til þess að afnám verðtryggingar þyrfti að fylgja upptöku evru. Hins vegar er ljóst að stöðugri gjaldmiðli fylgir minni þörf fyrir verðtryggingu í því skyni að auka trúverðugleika hagstjórnar.

Verðtrygging er notuð innan ESB þótt í takmörkuðum mæli sé en nokkur ESB ríki hafa gefið úr verðtryggð skuldabréf í evrum. Þá virðist tilhneigingin erlendis fremur vera í átt að aukinni verðtryggingu einkum verðtryggingu lífeyrissparnaðar.²⁵ Að öðru leyti eru þó engin merki um að verðtrygging fari vaxandi meðal almennings erlendis.

UPPTAKA ANNARS GJALDMIÐILS, VERÐTRYGGING ÁFRAM

Skv. því sem að framan greinir er þá þekkt verðtrygging innan Evrópusambandsins og víðar. Nokkur ESB hafa gefið út ríki verðtryggð skuldabréf. Af þeim sökum virðist ekkert koma í veg fyrir áframhaldandi verðtryggingu þrátt fyrir upptöku annars gjaldmiðils en líklegt er þó að smám saman myndi sjálfkrafa draga úr vægi verðtryggingar meðal almennings.

Það er langt í frá sjálfgefið upptöku annars gjaldmiðils fylgdi minna vægi verðtryggingar meðal lífeyrissjóða enda virðist þróunin erlendis í átt til aukinnar verðtryggingar í lífeyriskerfinu. Útaf fyrir sig væri möguleiki fyrir íslenska lífeyrissjóði að fjárfesta í erlendum verðtryggðum skuldabréfum í helstu gjaldmiðlum. Meira álitamál varðar verðtryggða skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs. Aðrar ástæður gætu hins vegar legið til grundvallar minni áherslu lífeyrissjóða á verðtryggð skuldabréf, s.s. áhættudreifing og meiri ávöxtun.

FREKARI TAKMARKANIR Á NOTKUN VERÐTRYGGINGAR

Ýmsar skýrslur hafa verið ritaðar undanfarin ár bæði á vegum ráðuneyta og Seðlabanka Íslands þar sem komið er inn á hvort ástæða sé til frekari takmarkana á notkun verðtrygginga.²⁶ Í engri þessara skýrslna er komist að þeirri niðurstöðu að skynsamlegt sé að takmarka frekar notkun verðtryggingar utan þess að í skýrslu sinni til viðskiptaráðuneytis árið 2003 bendir Seðlabanki Íslands á að fjármálafyrirtækjum séu með lögum settar ýmsar hömlur eða skyldur sem ekki eiga við önnur fyrirtæki. Ástæðan sé sú að öryggissjónarmið eru talin eiga að ráða miklu vegna mikilvægis fjármálafyrirtækja gagnvart velferð einstaklinga, lögaðila og efnahagskerfisins í heild. Í þessu samhengi má nefna að viðhorf Seðlabankans voru viðbrögð sérsjónarmiðs fulltrúa fjármagnsmarkaðarins sem fram komu í skýrslu nefndar viðskiptaráðuneytis árið 1998.

Eins og áður segir þá er frá sjónarmiði hagfræðinnar yfirleitt litið á boð og bönn sem óhagkvæma leið til að ná efnahagslegum markmiðum en áherslan þeim mun meiri á leiðir sem byggja á jákvæðum hvötum. Röksemdafærsla fyrir takmörkunum á fjármálafyrirtæki eru einna helst ósamhverfar og ófullkomnar upplýsingar um framtíðina og takmarkanir á fjármálamarkaði sem gera viðbrögð við nýjum upplýsingum vandasöm eða ómöguleg. Af þessum sökum er e.t.v. ástæða til að leggja ríkari kvaðir á fjármálafyrirtæki að upplýsa lántakendur og innstæðueigendur

²⁵ Sjá t.d. „Indexing Pensions“.

²⁶ Viðskiptaráðuneytið, október 1998, nefndarálit: „Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda“. Seðlabanki Íslands, skýrsla til viðskiptaráðuneytisins „Verðtrygging og fastir vextir“. Tryggvi Þór Herbertsson, greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða, nóv. 2004 „Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina“. Seðlabanki Íslands, skýrsla til forsætisráðherra, 30. júní 2009, „Hugsanlegar breytingar á umgjörð og framkvæmd peningastefnunnar“.

um kosti og galla verðtryggingar og setja í samhengi við skuldsetningu og áhættuþol. Kann það að vera vænlegri leið en að setja hömlur á verðtryggðar lánveitingar til heimilanna.

Hvað varðar frekari takmarkanir á notkun verðtryggingar þá virðist fýsilegri kostur að hvetja til notkunar óverðtryggðs forms en takmarka hið verðtryggða. Það gætu t.d. verið sameiginlegir hagsmunir lífeyrissjóða og ríkisins að auka vægi óverðtryggðra skuldabréfa í eignasöfnum lífeyrissjóða. Með óverðtryggðri skuldabréfaútgáfu væri ríkið að stuðla að aukinni fjölbreytni fjárfestingarkosta á sama tíma og lífeyrissjóðir fengju aukna möguleika til áhættudreifingar og ávöxtunar. Bæði ríkið og lífeyrissjóðirnir eru aðilar sem eiga að vera vel í stakk búnir til að meta áhættu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Þetta á við svo lengi sem frelsi til vaxtaákvæðana ríkir. Inngrip í vaxtaákvörðun af hálfu stjórnvalda gætu boðið hættunni heim varðandi það að reynslan frá áttunda áratugnum endurtaki sig og rýrði hag lífeyrissjóða.

ÞAK Á VERÐTRYGGINGU – 4% LEIÐIN

Nýlega er fram komið lagafrumvarp²⁷ þar sem lagt er til að þak verði sett á verðtryggingu með þeim hætti að hámarkshækkun vegna verðtryggingar skuli á ársgrundvelli vera 4%.

Hugmynd þessi jafngildir því að lánveitendur afhendi lánþegum tryggingu í formi kaupréttar á verðbólgu (e. call option) þar sem þröskuldur (e. strike price) er við 4%. Frá fræðilegum sjónarhóli virðist ekkert útiloka þennan möguleika en ákvarða þarf hver ber kostnaðinn af kaupréttinum. Undir venjulegum kringumstæðum er það handhafi kaupréttarins sem greiðir fyrir hann endurgjald (e. premium) og ræðst af líkunum á því að rétturinn verði nýttur. Endurgjald er hærri eftir því sem meiri óvissa ríkir um verðbólgu og því lengri sem rétturinn gildir. Hér er gert ráð fyrir því að átt sé við hækkun á almanaksári fremur en hverju 12 mánaða tímabili þótt það komi ekki skýrt fram í frumvarpinu. Einnig mætti ímynda sér að um væri hámarks jafnaðarhækkun yfir lánstíma en tæknileg útfærsla ræður miklu um endurgjaldið.

Ljóst er að ef byggja á slíkt ákvæði inn í lánasamninga þá má búast við að það hafi afgerandi áhrif á vaxtastig, einkum ef ekkert endurgjald er greitt fyrir réttinn í upphafi. Í því tilviki má gera ráð fyrir því að premiunni verði jafnað yfir lánstíma og velt yfir í vaxtastigið. Hversu mikil slík áhrif væru er undir því komið hvaða verðbólgu er vænst og hvaða óvissa ríkir um verðbólguþróun.

Af frumvarpinu verður ekki ráðið að því sé ætlað að gilda fyrir þegar gerða lánasamninga og skuldabréf og því út frá því gengið að gildi þess næði einungis til samninga sem gerðir væru eftir gildistöku laga sem sett væru á grundvelli þess.

ÖNNUR VIÐMIÐ TIL VERÐTRYGGINGAR

Í 14. grein laga nr. 38/2001 um vexti og verðtryggingu segir; „Heimilt er að verðtryggja sparifé og lánsfé skv. 13. gr. sé grundvöllur verðtryggingarinnar vísitala neysliverðs sem Hagstofa Íslands reiknar samkvæmt lögum sem um vísitöluna gilda og birtir mánaðarlega í Lögbirtingablaði. [Vísitala sem reiknuð er og birt í tilteknum mánuði gildir um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár frá fyrsta degi þar næsta

²⁷ 12. mál, 1388. löggjafarþing 2009-2010. Sjá: <http://www.althingi.is/dba-bin/ferill.pl?ltg=138&mnr=12>

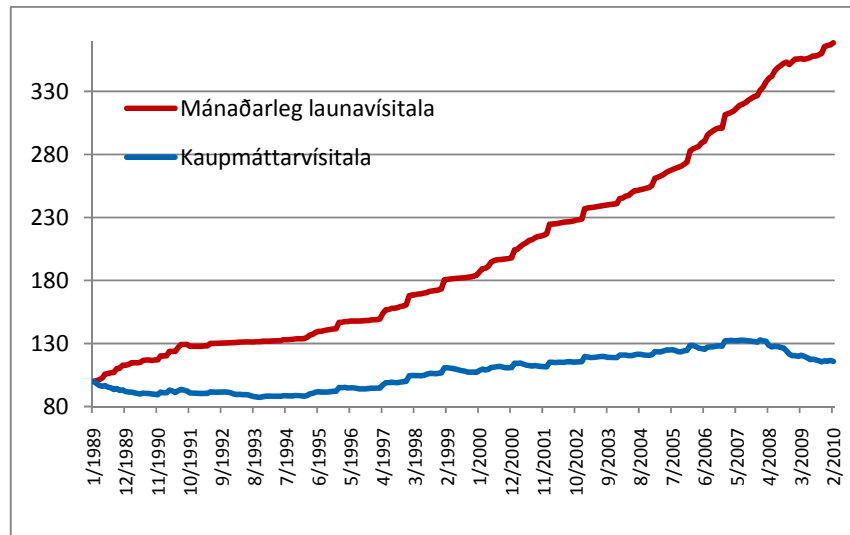
mánaðar.]1) Í lánessamningi er þó heimilt að miða við hlutabréfavisitölu, innlenda eða erlenda, eða safn slíkra vísitalna sem ekki mæla breytingar á almennu verðlagi.”

Eldri lög heimiluðu verðtryggingu sparifjár og lánsfjár við önnur viðmið eins og gengi erlendra gjaldmiðla. Það mætti því vel hugsa sér að hafa önnur viðmið til verðtryggingar en vísitölu neysluverðs. Það má jafnvel færa rök fyrir því að ýmsar aðrar viðmiðanir séu “sanngjarnari” þar sem samsetning vísitölnnar er ekki gallalaus. Áhrif ýmissa undirliða hennar geta verið umtalsverð á vísitöluna í heild og þar með á höfuðstól lána. Eitt dæmi um þetta er húsnæðisverð. Þá hafa neytendur takmörkuð áhrif á verðmyndun nauðsynjavara eins og bensíns en áhrif af hækkunum heimsmarkaðsverðs olíu eru mikil á bensínlið vísitölnnar. Skatta- og gjaldhækkanir ríkisins geta haft töluverð áhrif til hækkunar vísitölnnar og þar með eftirstöðvar lána. Þá geta verið inni liðir til mælingar í vísitölnni sem eru í raun dottnir út því ákveðin töf á sér stað varðandi endurskoðun vísitölnnar frá því að neyslumynstur breytist.

Launavísitala

Ein hugmynd er að tengja lánin við þróun launavísitölu. Er það hugsun í átt að greiðslujöfnunarvísitölnni nema launavísitalan ein og sér tekur ekki mið af atvinnustigi. Ein rök sem mæla gegn tengingu við launavísitölu er að gera má ráð fyrir að launavísitala hækki meira til lengri tíma en verðlag og höfuðstóll lána þar með. Það kæmi sér því verr fyrir lántakendur til lengri tíma. Lántakendur taka á sig áhættuna af þróun vísitölnnar, það getur jafnvel haft letjandi áhrif og hvata til framleiðniaukningar og launahækkana. Kostirnir eru þó þeir að þegar laun lækka, lækkar greiðslubyrði lána en skerðing ráðstöfunartekna verður ef til vill ekki jafn mikil.

Mynd 29. Þróun launavísitölu og kaupmáttarvísitölu



Heimild: Hagstofa Íslands

Kaupmáttur er hins vegar sú stærð sem skiptir meira máli, þ.e. hversu mikið laun hækka umfram verðlag. Það hafa reyndar verið dæmi um að laun séu verðtryggð og þannig tryggt að sömu gæði fái fyrir laun og áður. Hins vegar bendir reynslan til að

það hafi í för með sér víxlverkun launa og verðlags með tilheyrandi hættu á óðaverðbólgu.

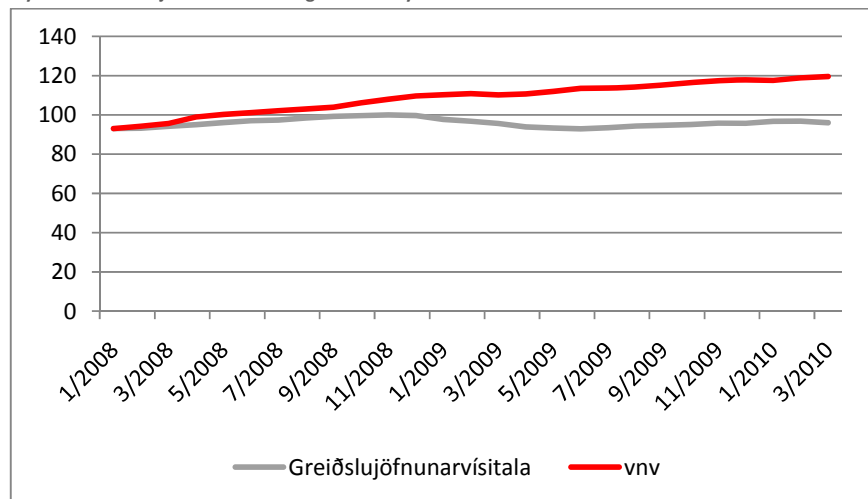
Greiðslujöfnunarvísitala

Samkvæmt lögum nr. 133/2008 “ um breytingu á lögum nr. 63/1985, um greiðslujöfnun fasteignaveðlána til einstaklinga, með síðari breytingum” birtir Hagstofan nú útreikning á greiðslujöfnunarvísitölu. Greiðslujöfnunarvísitalan er reiknuð sem margfeldi af launavísitölu og atvinnustigi. Launahækkarnir valda hækkun vísitölnunnar en á móti kemur atvinnuleysi og aukist það lækkar vísitalan.

Lánin eru eftir sem áður verðtryggð með neysluverðsvísitölu og höfuðstóllinn breytist í samræmi við hana. Greiðslubyrði lánanna er hins vegar tengdur greiðslujöfnunarvísitölnunni. Vaxtakostnaður gæti orðið meiri til lengri tíma enda þótt greiðslubyrði sé lægri tímabundið.

Varla kemur til álita að verðtryggja lán með slíkri vísitölu fremur en vísitölu neysluverðs þar sem atvinnustig er ekki mælikvarði á verðlag. Hins vegar er vel hugsanlegt að stilla greiðslubyrði lána ár frá ári með slíkri vísitölu og myndu neytendur þá greiða hraðar niður lán þegar vel árar en hægja á greiðslum þegar illa árar.

Mynd 30. Greiðslujöfnunarvísitala og vísitala neysluverðs



Heimild: Hagstofa Íslands

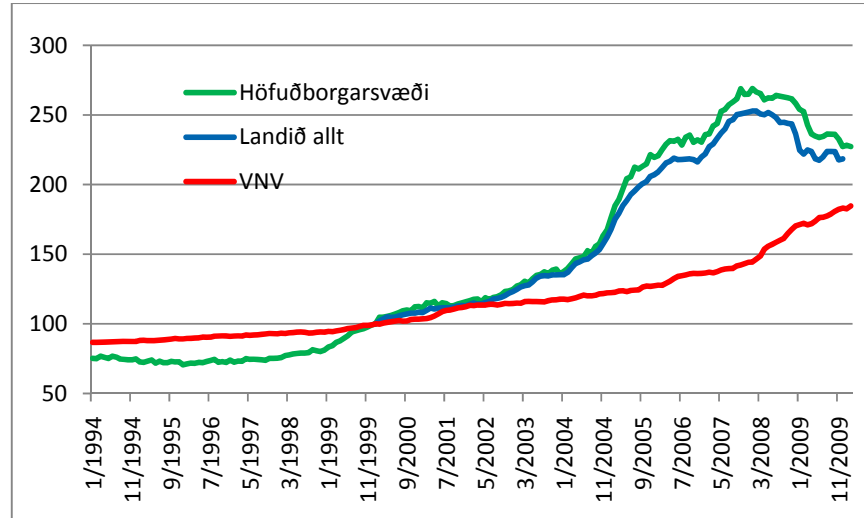
Húsnæðisverð

Húsnæðisverð gæti verið áhugaverður kostur sem viðmið til verðtryggingar þar sem stærstur hluti verðtryggðra lána eru lán til húsnæðiskaupa. Mæling húsnæðisverðs gæti þó verið vandamál sér í lagi í efnahagslæggð þar sem verðmælikvarðar geta verið erfiðleikum háðir, um færri sölur er að ræða og markaðsverð háð óvissu. Þetta á t.d. ef um makaskipti á fasteignum er að ræða en þá er greitt fyrir eign með annarri eign og jafnvel án þess að nokkur peningagreiðsla komi til. Makaskipti geta líka leitt til þess að verði sé haldið háu t.d. vegna veðsetningar.

Húsnæðisverð getur sveiflast mikið eins og raunin var í eignabólu síðustu ára og hefði það veruleg áhrif til aukningar á greiðslubyrði ef húsnæðislán væru verðtryggð með húsnæðisverði. Til að koma til móts við þetta mælingarvandamál og þeirri

Óvissu sem þróun húsnæðisverðs getur fylgt, er líklegt að vextir á slíku láni, yrðu hærrí en ella. Það er hins vegar kostur að greiðslubyrði og höfuðstóll lána myndi sveiflast í takt við húsnæðisverðið og veðhlutföll því væntanlega haldast stöðugri. Í stað þess að verðtryggja miðað við húsnæðisverð má þó hugsa sér að lántaki kaupi sölurétt á vísitölu fasteignaverðs samhliða lántöku og kaupum á fasteign, og tryggji sig þannig fyrir lækkun á markaðinum. Einn ókostur við húsnæðisverðsviðmiðun verðtryggingar er eignamyndunin í fasteignum. Hún yrði minni en ella. Í þessu sambandi mætti þó einnig hugsa sér þak og gólf, þ.e. áhrif húsnæðisverðs yrðu aldrei meira eða minna en einhver ákveðin.

Mynd 31. Íbúðaverð og vísitala neysluverðs (jan 2000=100)



Heimild: FMR og Hagstofa Íslands

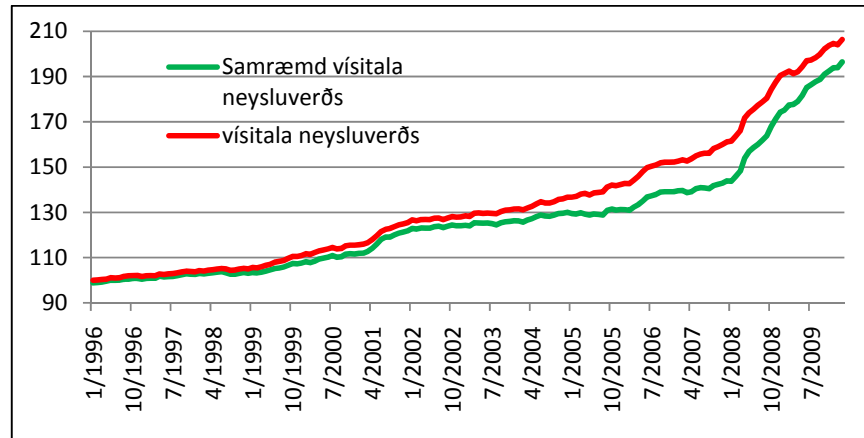
Samræmd vísitala neysluverðs

Verðbólga er skilgreind sem viðvarandi hækkun verðlags og eru breytingar á neysluverðsvísitölu notaðar sem mæling þar á. Neysluverðsvísitala mælir kostnað á vörum og þjónustu hjá dæmigerðum neytanda. Samsetning vörukarfa neytenda er ólík milli landa og neysluvísitölur því ekki sambærilegar. Lönd innan EES og Evrópusambandsins hafa reiknað samræmda vísitölu neysluverðs síðan 1997 og er tilgangur þess að veita samræmdan mælikvarða á verðbólgu landanna. Til grundvallar liggja neysluvísitölur hvers land en þær síðan aðlagðar þannig að allir liðir sem varða heilbrigðis, húsnæðis og menntamál eru tekið út sem og liðir sem eru sérstaklega mældir í viðkomandi landi.

Breytingar á samræmdri vísitölu neysluverðs hafa verið minni en á vísitölu neysluverðs síðustu misserin eins og mynd 32 ber með sér. Ef fasteignalán væru verðtryggð með samræmda vísitölu sem viðmið má ætla að höfuðstóll lána sem tekin voru á fyrstu árum tíunda áratugarins, væru lægri en ella. Hins vegar mælir neysluverðsvísitalan breytingar á verðlagi á Íslandi og samræmda vísitalan gefur því ef til vill ekki eins glögga mynd. Síðan má segja að það séu í raun bæði kostir og gallar að blanda eignaverði inn í mælingar á vísitölu, en það að húsnæðisliðurinn sé tekinn út úr samræmdu vísitölu hefur áhrif til lækkunar hennar að öllu jöfnu, sér í lagi þegar húsnæðisverð fer hækkandi. Hins vegar þegar fasteignaverð lækkar hratt

eins og um þessar mundir, hefði það meiri áhrif en ella til lækkunar á höfuðstólum lána ef það væri inni í vísitölunni eins og í vísitölu neysliverðs.

Mynd 32. Samræmd vísitala neysliverðs



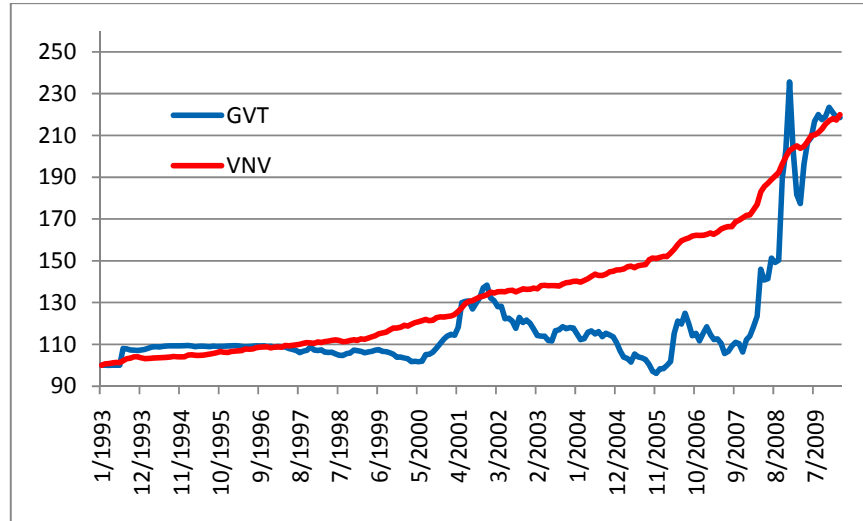
Heimild: Hagstofa Íslands

Gengi erlendra gjaldmiðla

Í lögum nr. 25/1987 sem leyst voru af hólmi með lögum nr. 38/2001, var kveðið á um að heimilt sé að fjárskuldbindingar með vísitölu neysliverðs eða gengi erlendra gjaldmiðla. Slík viðmiðun tíðkaðist bæði á verðtryggingu sparifjár sem og lánsfjár. Í 21. grein eldri laga sagði; „Það er skilyrði verðtryggingar sparifjár og lánsfjár skv. 20. gr. að grundvöllur hennar sé annaðhvort: 1. vísitala neysliverðs sem Hagstofa Íslands reiknar samkvæmt lögum sem um vísitöluna gilda og birtir mánaðarlega í Lögbirtingablaði eða 2. vísitala gengis á erlendum gjaldmiðli eða samsettum gjaldmiðlum sem Seðlabanki Íslands reiknar og birtir mánaðarlega í Lögbirtingablaði...“

Slík tenging við erlenda gjaldmiðla getur undir ákveðnum kringumstæðum verið betri kostur en vísitala neysliverðs þar sem hreyfingar á gjaldmiðlunum geta haft bein áhrif á höfuðstól lána án þess að það komi inn sem breytingar á verði vara og þjónustu í neysliverðsvísitölu. Áhrif gengisbreytinga í neysliverðsvísitölu koma yfirleitt mjög hratt fram þegar krónan veikist og vöruverð hækkar en ákveðinn tregi virðist til lækkunar enda þótt gengisbreytingar gefi tilefni til þess. Helsti ókosturinn við slíka tengingu er hins vegar áhættan af gjaldmiðlaþróun til skemmri tíma. Í niðursveflu þar sem kaupmáttur fer lækkandi, atvinnuleysi eykst og húsnæðisverð lækkar, fer oft saman hækkandi verð gjaldmiðla. Þróunin er því öfug við hagsveifluna og því mun áhættusamari fyrir heimilin. Tímasetning lántöku getur haft afgerandi áhrif á áhættuna.

Mynd 33. Þróun gengisvísitölu og vísitölu neysluverðs



Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

ENGIN BREYTING Á NÚVERANDI FYRIRKOMULAGI

Ýmis öfl í þjóðfélaginu kalla á breytingar á fyrirkomulagi verðtryggingar. Slíku þarf að svara með aðgerðum eða rökum eða hvorutveggja. Þá þarf að stefna að því að mögulegar breytingar á núverandi fyrirkomulagi leiði til aukinnar hagsældar og greiði úr þeim erfiðleikum sem uppi eru í þjóðfélaginu.

Ekkert kerfi er fullkomið. Þar má nefna að tímatafir í viðmiðunarvísitölum valda því að verðtrygging veitir ekki fullkomna vernd í óðaverðbólgu. Þá kann verðtrygging að hafa stuðlað að því að lántakendur hafi ekki áttað sig á þeim áhrifum að í verðbólgu eru þeir að fá meira lánað (verðbætur) og af því viðbótarláni eru reiknaðir raunvextir. Við þessu síðara atriði gætu lántakar þó brugðist við með því að greiða meira af lánnum sínum til að forðast hækkun höfuðstóls og þannig líkt eftir greiðslubyrði óverðtryggðs láns en jafnframt notið svigrúmsins af því að þurfa ekki að gera það alltaf.

Það er vandasamt að sjá hvaða breytingar á fyrirkomulagi verðtryggingar gætu á þessu stigi mála leitt til snöggs viðsnúnings hjá einstaklingum í skuldavanda. Hins vegar hafa hér verið ræddar ýmsar hugmyndir sem gætu stuðlað að því að koma í veg fyrir að sagan endurtaki sig. Niðurstaðan er sú að breytingar virðast mögulegar en ekki er sjálfgefið að breyting á núverandi fyrirkomulagi leiði til betri útkomu.

HEIMILDASKRÁ

1. Alþingi, lagafrumvarp, 12. mál, 1388. löggjafarþing 2009-2010. Sjá: <http://www.althingi.is/dba-bin/ferill.pl?ltg=138&mnr=12>
2. Alþjóðabankinn, Piggott, John og Sane, Renuka, vinnupappír í ritröðinni Social Protection & Labor, nr. 925 frá desember, 2009, *Indexing Pensions*, <http://siteresources.worldbank.org/SOCIALPROTECTION/Resources/SP-Discussion-papers/Pensions-DP/0925.pdf>
3. Ásgeir Daníelsson, Verðtrygging og peningastefna, Efnahagsmál Seðlabanki Ísland 1. rit febrúar 2009, <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6809>
4. Bhachu, Gurminder, Recent Trends in Mature Inflation-linked Bond Markets, , glærur af ráðstefnu OECD, Alþjóðabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í maí 2006, <http://siteresources.worldbank.org/INTCAPITALMARKETS/Resources/Gurmi-nderBhachu.pdf>
5. Bjarni Bragi Jónsson, Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi, Sérrit Seðlabanka Íslands, nr. 3, 1998, <http://www.sedlabanki.is/?PageID=333>
6. Campbell, John Y., Shiller, Robert J., Luis M. Viceira, Cowles Foundation Discussion Paper nr. 1696, maí 2009, Understanding Inflation-indexed Bond Markets, http://www.brookings.edu/economics/bpea/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2009_spring_bpea_papers/2009_spring_bpea_campbell_etal.pdf
7. Cornado, Julia og Segreti, Ralph, *Recent Trends and Policy Issues in the Demand for Inflation-Indexed Instruments in Mature Markets*, glærur af ráðstefnu OECD, Alþjóðabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í maí 2006, <http://siteresources.worldbank.org/INTCAPITALMARKETS/Resources/SergetiCoronadoBarclays.pdf>
8. DnBNOR, heimasíða, <https://www.dnbnor.no/person/lan/bolig/>
9. Fasteignamat ríkisins, talnaefni á heimasíðu, <http://www.fmr.is/Markadurinn/Talnaefni>
10. Fisher, Irvin, *The Theory of Interest* útgáfuár 1930. Ritið er á heimasíðu Library of Economics and Liberty: <http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshTol.html>
11. Fjármálaeftirlitið, Ársreikningaskýrslur lífeyrissjóða, sjá heimasíðu <http://www.fme.is/?PageID=474>
12. Hagstofa Íslands, heimasíða, <http://www.hagstofa.is>
13. Kouri, Pentti J.K., ráðstefnuritgerð, MIT 1975, Yfirskrift ráðstefnu „New Mortgage Designs for an Inflationary Environment“. Heiti ritgerðar *The Financing of Housing in Finland With Special Reference to the Application of the Index Clause*. <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf14/conf14h.pdf>
14. Lánamál ríkisins, *Markaðsupplýsingar*, 3.tbl. 11.árg. mars 2010
15. Lokaálit stýrihóps um framtíðarstefnumótun um hlutverk og aðkomu stjórnvalda að íbúðalánamarkaðinum, 11.september 2006
16. OECD, *Economic Review*, Nr. 38 2004/1
17. Portes & Baldursson; The Internationalisation of Iceland's Financial Sector. Viðskiptaráð, nóvember 2007
18. Price, Robert, „The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds“, vinnupappír Alþjóðagjaldeyrissjóðsins WP/97/12, janúar 1997. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=1926.0>
19. Realkreditráðet, heimasíða, <http://www.realkreditraadet.dk/Statistikker/Obligationsrente.aspx>
20. Ríkisskattstjóri heimasíða - skattatölfræði <http://rsk.is/rsk/skatttol>

21. Sack, Brian og Elsasser, Robert, FRBNY Economic Policy Review, maí 2004, *Treasury Inflation-Indexed Debt: A Review of the U.S. Experience*, <http://www.newyorkfed.org/research/epr/04v10n1/0405sack.html>
22. SBAB, heimasíða, <http://www.sbab.se/2.130/2.149/2.637/1.7494>
23. Seðlabanki Íslands, *Peningamál*, ýmis hefti árin 2002-2008
24. Seðlabankinn, heimasíða. Hvers vegna stöðugt verðlag? <http://www.seðlabanki.is/?PageID=57>
25. Seðlabanki Íslands, skýrsla til viðskiptaráðuneytisins „Verðtrygging og fastir vextir“, Peningamál 2003/2, bls. 85, http://www.seðlabanki.is/uploads/files/PM032_8.pdf
26. Seðlabanki Íslands, skýrsla til forsætisráðherra, 30. júní 2009, „Hugsanlegar breytingar á umgjörð og framkvæmd peningastefnunnar“ <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7217>
27. Seðlabanki Íslands, bráðbirgðaniðurstöður starfshóps Seðlabanka Íslands „Áhrif fjármálakreppu á efnahag heimila“, 11. mars 2009,
28. Tryggvi Þór Herbertsson, greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða, nóv. 2004 „Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina“ http://www.ll.is/files/bbacjefahe/Ahrif_afnams_verdtryggingar_a_lifeyrissjodi.pdf
29. Viðskiptaráðuneytið, október 1998, nefndarálit: „Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda“