

Greinargerð um raunvaxta- og verðbótapak

Unnið fyrir ráðherrahóp um skulda- og greiðsluvanda heimila haustið 2012

Dr. Ásgeir Jónsson

Verkbeiðnin hljóðaði svo :

- Að skoða kosti þess og galla að...
 1. Raunvextir á verðtryggðum lánum verði að hámarki 2%.
 2. Verðbætur á verðtryggð fasteignalán verði að hámarki 4% á ársgrundvelli.
- Verkefnið skal leyst annars vegar með vísan til valréttarkenninga en hins vegar með skírskotun til almennra þjóðhagslegra áhrifa, m.a. til hugsanlegra áhrifa á lífeyrisréttindi og lífskjör.

Grundvallarforsenda: Samningsfrelsi á fjármálamarkaði

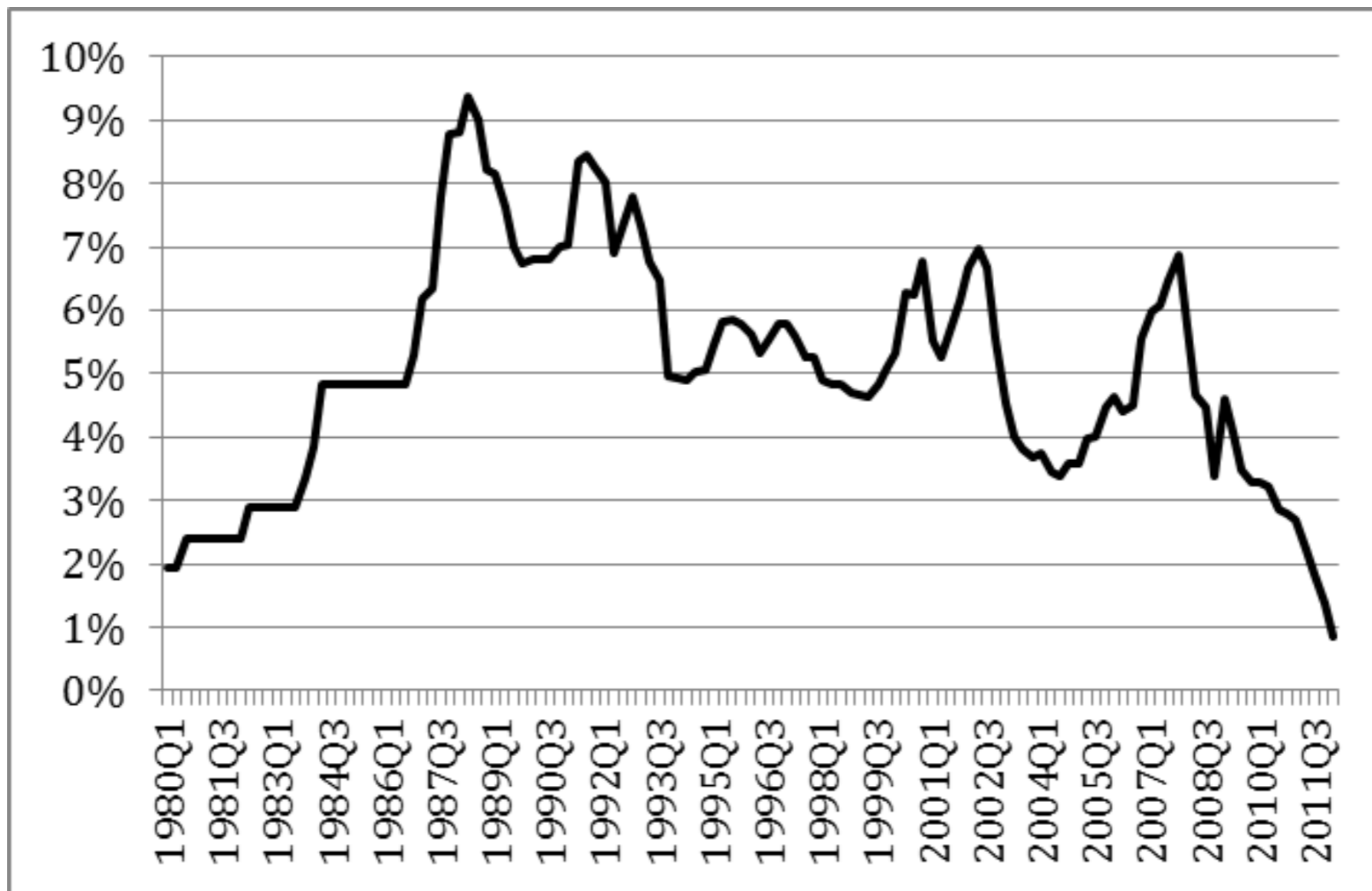
- Vaxtastig í hverju landi ræðst bæði af grunngerð efnahagslífsins og förnum vegi í hagstjórn. Það er ekki hægt strika yfir þessa sögu með lögsetja ákveðið vaxtastig án þess að valda missetningu fjármagns sem mun kalla fram verulegan velferðarkostnað fyrir samfélagið í heild sinni.
- Ef gripið yrði til slíkra handaflsaðgerða héraendis – sem stundum er látið í veðri vaka í þjóðmálaumræðu – yrði Ísland sett afsíðis við önnur vestræn ríki. Í öllum þeim vandræðum og stórsjóum sem gengið hafa yfir Evrópu hefur engu landi flogið í hug að lögsetja vexti.
- Ríkisvaldið getur með ýmsum hætti haft áhrif á vaxtastig í landinu, s.s. með fjárlögum, peningamálastefnu, stofnanaumgjörð, lagaramma í kringum fjármálamarkaði og svo framvegis. En það er allt því gefnu að samningsfrelsi ríki.
- Hér er því sú forsenda gefin að tryggingargjald fyrir þjóðhagsvarúð sé ákveðið í frjálsum samningum á milli aðila og á hvorugan halli, lánveitanda eða lánataka, miðað við aðstæður á fjármagnsmarkaði.
- Vitanlega getur brugðið til beggja vona til skemmri tíma og verðbólga verði annað hvort hærrí eða lægri en vænst var og lánatakandi annað hvort hagnist eða tapi á samningunum.
- En þegar til lengri tíma er litið...

Um 2% raunvaxtapak

Um raunvaxtaþak

- Nú þegar bjóða Íbúðalánasjóður, bankar og lífeyrissjóðir fasta raunvexti til allt að fjörutíu ára þannig að svo má segja að raunvaxtaþak sé nú þegar í boði. Hjá bönkum og lífeyrissjóðum eru fastir verðtryggðir vextir í boði á bilinu 3,9% til 4,40% en hjá Íbúðalánasjóði 4,2% og 4,70% eftir því hvort heimild sé til uppgreiðslu eður ei.
- Ef ætlunin er setja þak á raunvexti sem er fyrir neðan markaðsvexti munu viðkomandi lán/skuldabréf bera afföll þegar þau eru gefin út. Slíkt tíðkaðist reyndar á árunum fyrir 2003 þegar Íbúðalánasjóður gaf út húsbréf – afföllin gátu reyndar orðið 10-20% á þeim tíma og eins gátu bréfin borgið umframverð á stundum.
- Ef sett yrði 2% þak á raunvexti við núverandi aðstæður – þ.e. 4,3% fasta markaðsraunvexti – myndi það fela í sér 25% afföll af höfuðstól þeirra til 20 ára en 30% til 40 ára.
- Þetta felur í raun í sér að rúmlega fjórðungur fjármagnskostnaðarins er greiddur fyrirfram af lántaka sem er ákaflega erfitt að sjá að geti þjónað hagsmunum hans.

Verðtryggðir 5 ára raunvextir á Íslandi eftir ársfjórðunum frá 1980 til 2012



Raunvaxtaþak – niðurstaða

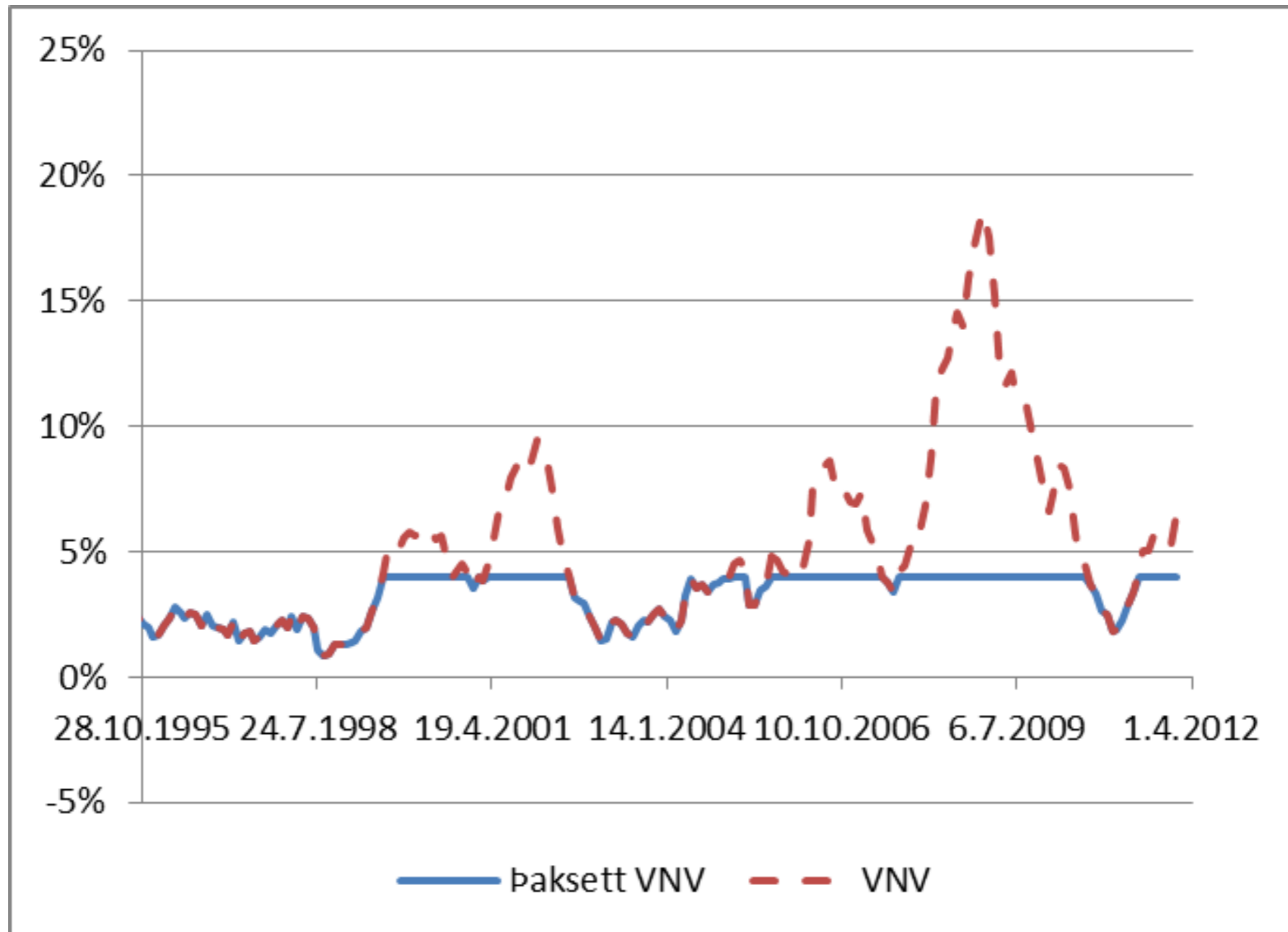
- Ef ætlunin er að lækka raunvexti húsnæðislána hérlendis koma margar aðgerðir til greina. Hægt er að nefna strax aukið aðhald í ríkisfjármálum og lækkun ríkisskulda eða breytingu á uppgjorsreglum lífeyrissjóðanna sem gera ráð fyrir 3,5% raunávöxtun lífeyrissréttinda.
- Aukinheldur eru ýmsir aðrir hlutir sem gætu haft áhrif á almennan sparnað sem gætu lækkað raunvaxtastig hérlendis.
- Hins vegar, ef ríkisvaldið ætlaði sér að festa raunvaxtaþak og síðan standa straum af afföllunum vegna þess yrði það ekki aðeins ákaflega kostnaðarsamt heldur einnig áhættusamt þar sem greiðslurnar myndu hækka með hækkun markaðskröfunnar.
- Þannig gæti eitt ríflegt vaxtahækkunarferli hjá Seðlabankanum sett ríkissjóð nálægt því á höfuðið ef bankanum yrði vel ágengt að hækka langtímakröfuna á markaði.
- Þá yrðu óbein áhrif þaksettra niðurgreiddra raunvaxta til þess að auka eftirspurn eftir húsnæði, hækka fasteignaverð og skapa gríðarlegan hvata til skuldsetningar.
- Áhrifin yrðu í raun í þá átt að sjálfstæð peningamálastjórnun yrði tekin úr sambandi.

Um 4% verðbótapak

Um verðbótapak – þaksett íbúðalán

- Ef sett er þak á verðbótapátt verðtryggðra lána er í raun verið að búa til millibil eða blending á milli verðtryggðra og óverðtryggðra lána.
- Verðbólguþak er, eins og nafnið gefur til kynna, trygging þar sem kaupandi fær í raun og veru endurgreiddan mun á umsamdri hámarksverðbólgu og raunverulegri verðbólgu á hverju tímabili fyrir sig ef raunveruleg verðbólga er hærri en hámarksverðbólga.
- Til að finna virði téðs þaks er líkan Korn og Kruse hagnýtt frá árinu 2004, sem er útfærsla af líkani Black-Scholes fyrir valrétti.
- Helsta röksemdin fyrir 4% þaki er að það miðar við þolmörk verðbólguþakmiðs (sem gerir ráð fyrir 1,5% hámarks fráviki frá 2,5% markmiði) en það er samt sem áður mun lægra en meðaltalsverðbólga, sem er 4,75% frá árinu 1988.
- Aukinheldur eru verðbólguvæntingar til næstu 10 ára um 5% ef miðað er við mismun verðtryggðrar og óverðtryggðrar ávöxtunarkröfu á markaði.

Þaksett vísitala neysluverðs



Niðurstöður – kostnaður við verðbótapak

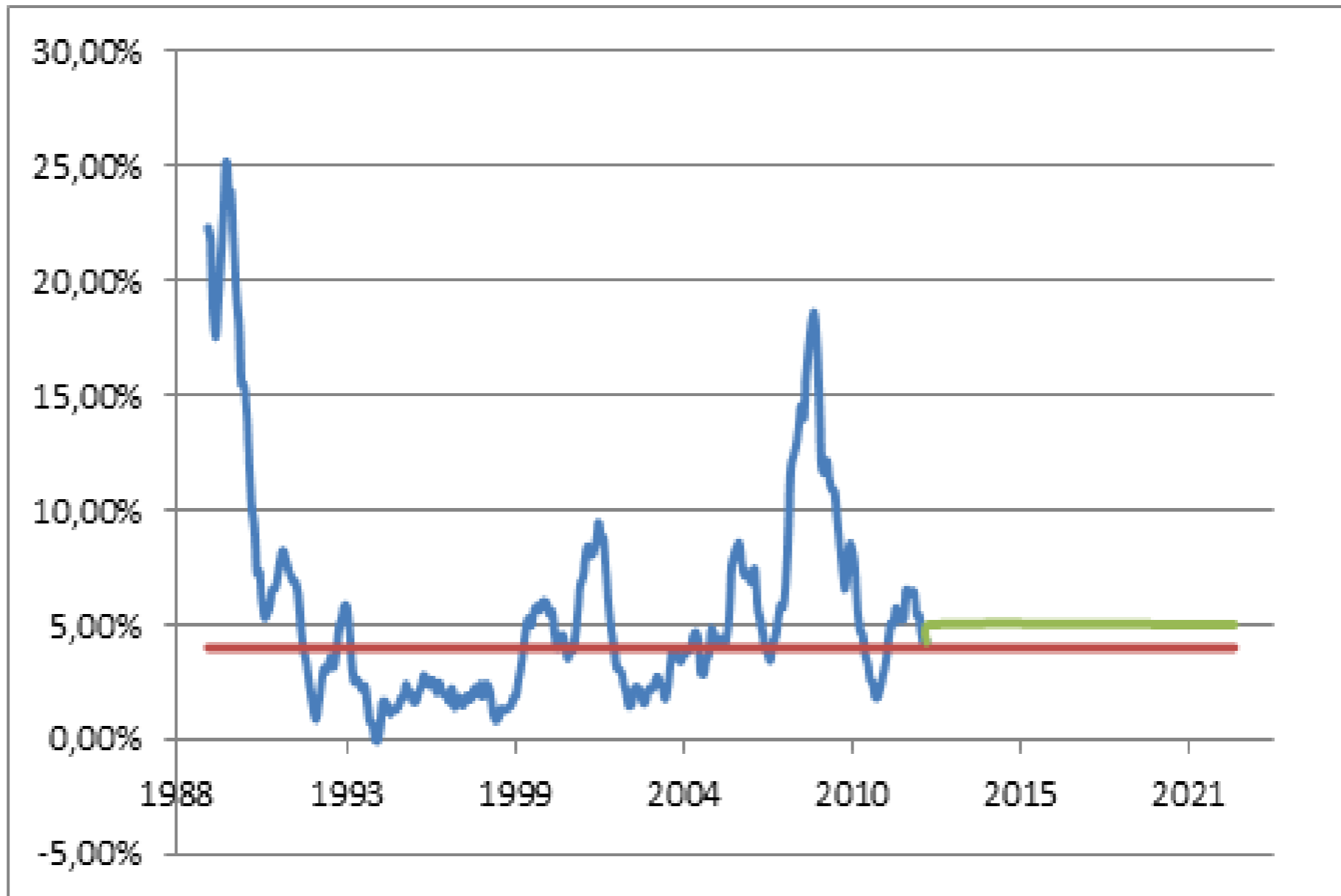
- Kostnaður reiknaður bæði sem hlutfall af höfuðstól og sem árlegt tryggingargjald miðað gefið verðbótapak

Kostnaður við mismunandi verðbólguþak		
Þak	Kostnaður	per ár
4,00%	20,37%	1,50%
5,00%	13,80%	1,00%
6,00%	8,85%	0,65%

Er 4% verðbólguþak of lágt?

- Verðbólguvæntingar til næstu 10 ára eru um 5% ef miðað er við mismun verðtryggðrar og óverðtryggðrar ávöxtunarkröfu á markaði.
- Það að setja verðbótaþakið fyrir neðan verðbólguvæntingar er mjög kostnaðarsamt þar sem vörnin verður virk strax frá fyrsta degi og verðbótamunur hleðst upp.
- Þannig verður kostnaðurinn mun lægri um leið og verðbótaþakið er hækkað upp í 5% eða aðeins 100 punktar og síðan 65 punktar um leið og farið er upp í 6% þak.
- Staðreyndin er einfaldlega sú að verðbólguþak sem sett er fyrir neðan verðbólguvæntingar mun sjálfkrafa umbreyta verðbótum yfir í raunvexti og hlýtur að vera mjög kostnaðarsöm áhættuvörn gegn öfgahreyfingum.
- Áhættumatið er vitaskuld tiltölulega viðkvæmt fyrir þróun verðbólgu fram að þeim tíma sem matið var gert.
- Þetta sést meðal annars af því að ef 4% áhættuvörn hefði verið seld í árslok 2007 hefur kostnaður við hana verið 14,20% eða 1,39% álag á vexti.

Tólf mánaða verðbólga á Íslandi síðan verðbólguvæntingar til næstu 10 ára miðað við mismun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa á markaði.



Um ábata af verðbótapaki

Þjóðhagslegur ábati verðbótaþaks

- Helsti ábatinn við þaksetningu verðbóta er sá að dregið er úr þjóðhagslegum áhættuþáttum verðtryggðra lána. Bæði lántaki og lánveitandi hafa töluvert að vinna við þaksetningu lána.

1. Ábati heimila

- Tryggingargjaldið hækkar greiðslubyrðina en komið er í veg fyrir stökkbreytingu höfuðstóls og útpurrkun eiginfjár í kjölfar verðbólguuskots.
- Heimilin yrðu leyst undan íslenskri kollsteypuáhættu að einhverju marki. Þannig gætu skapast betri forsendur fyrir því að takast á við gengissveiflur og viðhalda sjálfstæðum gjaldmiðli hérlendis.

2. Ábati lánveitenda

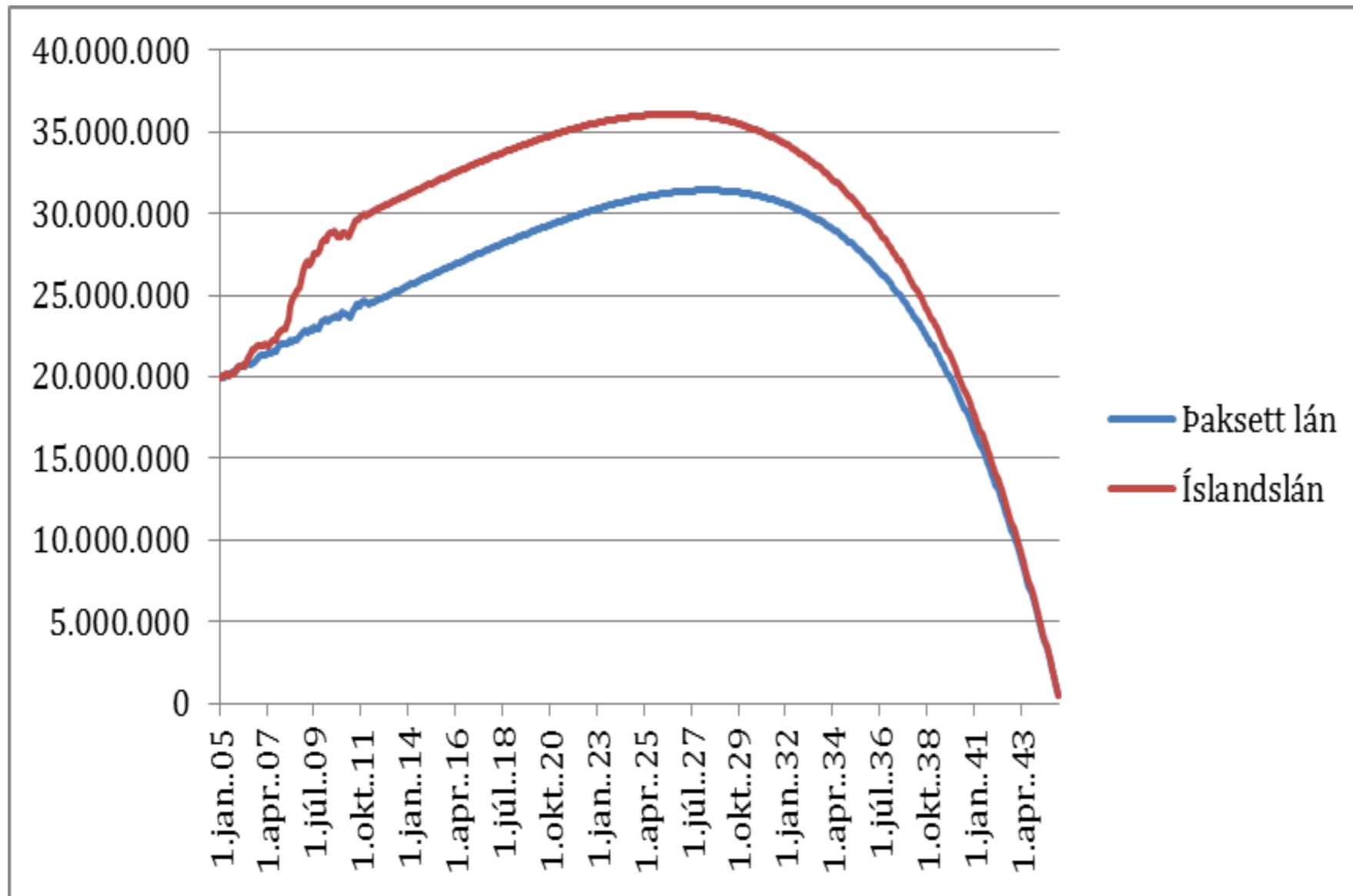
- Komið hefur í ljós að lánveitendur hafa haft lítinn hagnað af hinum stóru verðbólguuskellum sem dunið hafa yfir vegna greiðsluvandræða og útlánatapa sem þau skapa.
- Þak á færslu verðbóta gegn hærri vaxtagreiðslum hlýtur að lækka skuldaraáhættu og skapa heilbrigðari lánasöfn.

Dæmi um áhrif verðbótapakks

- Íslandslán Íbúðalánasjóðs til 40 ára bera nú 4,70% raunvexti (með heimild til uppgreiðslu) og af 20 milljón króna láni er mánaðarleg greiðslubyrði á upphafsdegi lánsins um 93.000 kr.
- Ef bætt er við 1,5% álagi á vaxtakjörin verða vextirnir 6,2% og greiðslubyrðin hækkar um 20.000 krónur í upphafi lánstíma og verður þá um 113.000 krónur sem er ríflega 20% hækkun.
- Á meðan verðbólga er undir 4,0% þá verður greiðslubyrði á þaksettu láni ríflega 20% hærri á hverjum tíma heldur en á venjulegu Íslandsláni.
- Hins vegar um leið og verðbólgan leitar upp fyrir 4% markið fer þaksetta lánið að skila miklum ábata í samanburði við venjulegt verðtryggt lán.
- Til dæmis, ef miðað er við verðbólgu ársins 2008 sem var 18,6% hefði þaksettur lántaki sparað nærri 15% af höfuðstól lánsins þar sem öll færsla verðbóta umfram 4% hefði fallið dauð niður.
- Hér sést vel sú staðreynd að þaksetning er einkum mikilvæg vernd í upphafi lánstíma þar sem verðbólguskot á þeim tíma draga á eftir sér langan hala af vaxtagreiðslum.

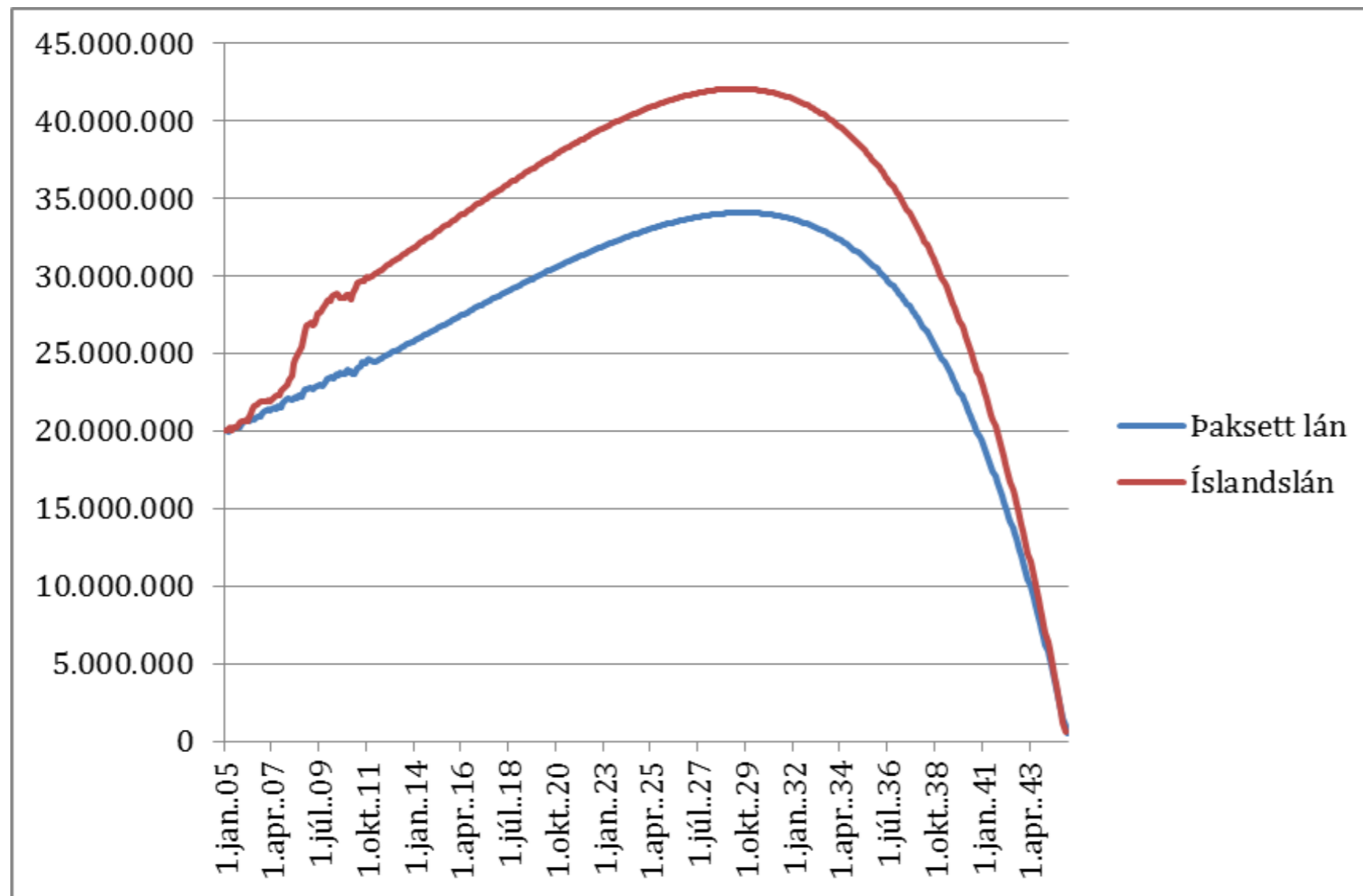
Áhrif þaksetningar á höfuðstól – 3,5% framtíðarverðbólga

Þróun höfuðstóls á Íslandsláni og þaksettu láni sem tekið var 1. janúar 2005 en gert er ráð fyrir að framtíðarverðbólga verði 3,5% það sem eftir er líftímans.



Áhrif þaksetningar á höfuðstól – 4,5% framtíðarverðbólga

Þróun höfuðstóls á Íslandsláni og þaksettu láni sem tekið var 1. janúar 2005 en gert er ráð fyrir að framtíðarverðbólga verði 4,5% það sem eftir er líftímans.



Um fjármögnun þaksettra lána

- Fjármögnun þaksettra lána með útgáfu skuldabréfa sem bera sömu skilmála gæti verið áhugaverður kostur til áhættudreifingar fyrir fjármálamarkaðinn þar sem þau gefa hærri raunvexti ef verðbólga er lág en lægri raunvexti ef verðbólga er há.
- Þannig gætu þaksett skuldabréf dugað til þess að minnka breytileika lánasafna. Allt bendir því til þess að mögulegt sé að fjármagna ný þaksett lán með útgáfum á markaði.
- Hins vegar er það hægara ort en gjört að ætla að endurfjármagna allan núverandi lánastabba með nýjum þaksetningarskilmálum.
- Það er tvennt ólíkt að bæta nýju kryddi við skuldabréfamarkaðinn og síðan að ætla að snúa öllum markaðinum við.
- Verðtryggð húsnæðislán heimilanna eru 1.150 milljarðar króna. Lífeyrissjóðirnir standa að baki 850 milljörðum af þessari fjárhæð eða 74%. Þetta eru um 40% af heildareignum þeirra.
- Lífeyrissjóðirnir geta ekki sett allar þessar eignir undir þaksetta skilmála án þess að taka verulega áhættu á misræmi milli eigna og skulda nema því aðeins að lífeyrissréttindi séu þaksett á móti.
- Sú ráðstöfun að setja þaksetningarákvæði á útistandandi verðtryggð lán einhliða án tryggingargjalds mun aftur á móti leiða til gríðarlegs taps fyrir Íbúðalánasjóð og lífeyrissjóðina.

Niðurstaða

Um þaksetningu lána í Bretlandi

- Þaksetning verðbóta er stunduð í Bretlandi með hinni sk. takmörkuðu verðvísitölu eða LPI (e. Limited Price Indexation).
- Sú vísitala er byggð á bresku neysluverðsvísitölunni en er þaksett á þann hátt að hækkun er takmörkuð við 5% eða 2,5% árshækkun vísitölnunnar ásamt gólfi í 0%.
- Það þýðir að vísitalan hækkar ekki meira sem nemur þakinu á einu ári og getur ekki heldur lækkað meira en sem nemur gólfinu.
- Hin þaksetta vísitala er eðlileg afleiðing af lögum um breska lífeyrissjóði sem einnig setur sams konar þak á uppreikning lífeyrisréttinda eftir verðbólgu.
- En árið 1996 var hluti af breskum lífeyrisskuldbindingum verðtryggður en með því fororði að 5% þak væri á uppfærslu verðbóta. Þetta þak var síðan lækkað í 2,5% árið 2005 (e. The Pension Act 2004).
- Athuga skal að hin takmarkaða vísitala veitir lánveitendum vörn gegn verðhjöðnun gegn því að gefa frá sér ávinninginn af verðbólgu og allt bendir til þess að þetta jafnist út þegar verðbólguvörn vísitölnunnar er metin.

Hver þarf á verðbótapakki að halda?

- Ef miðað er við 1,5% tryggingargjald fyrir 4% árlegt verðbólguþak kostar rúmlega 17 milljarða að tryggja öll verðtryggð fasteignalán landsins. Ef aftur er miðað við 5% verðbólguþak er kostnaðurinn 11 milljarðar.
- Án efa er hægt að draga 2-4 milljarða frá þessu gjaldi sökum þess að skuldaraáhætta þaksettra lána hlýtur að vera lægri en venjulegra verðtryggðra lán.
- Ljóst er að ríkissjóður ver gríðarlegum fjárhæðum til niðurgreiðslu vaxta og það mætti velta upp fleiri möguleikum á því hvernig þessum fjármunum er varið.
- Vitaskuld má spyrja hvort réttmætt sé að ríkið niðurgreiði verðtryggð lán með því greiða tryggingargjald fyrir þau.
- Tímasetning verðbólguþakka á lánstíma skiptir gríðarlega miklu máli fyrir þá heildarsummu raunvaxta sem lántakandi þarf að greiða – verðbólguþakellur snemma á lánstíma mun safna á sig raunvöxtum yfir langan tíma og hafa veruleg áhrif heildarkostnað lántaka.
- Þörfin fyrir tryggingu er lítil meðal þeirra sem eru langt komnir með að greiða niður sín lán og eru nægilegt veðrými í húseign sinni. Hún er aftur mun meiri meðal fólks sem hefur rétt tekið ný lán eða býr við mjög viðkvæma fjárhagslega heilsu.

Um verðbótapak – hvað getur ríkið gert?

- **Tvennt sem ríkissjóður geti gert til þess að vinna að framgangi þaksettra lána hérlendis.**
 1. Að liðka til fyrir markaði með þaksett lán og verðbótartryggingu þannig að möguleikinn til tryggingar sé bæði aðgengilegur, auðveldur og ódýr. Það er til dæmis hægt að gera með því að huga vel að lagaumhverfi lífeyrissjóða, og mögulega þaksetja verðtryggingu lífeyrisgeiðslna.
 2. Að miða út sérstaka hópa sem sérstaklega þyrftu á slíkri tryggingu að halda og beina aðstoð í þá átt. Hér mætti nefna hópa eins og þá sem eru að kaupa íbúð í fyrsta skipti, tekjulága eða aðra sem standa veikastir fyrir verðbólguþotum. Með slíkri tryggingu myndu þessir hópar fá auðveldara aðgengi að fjármálastofnunum og jafnvel lægri vexti þar sem skuldaraáhætta þeirra yrði mun minni fyrir vikið. Tryggingin gæti að einhverju leyti komið í stað eiginfjárframlags að einhverju leyti og lækkað þröskuldinn til íbúðakaupa fyrir ákveðna hópa fólks.
- Þaksetning verðbóta er eitt af þeim tækjum sem stjórnvöld hafa til þess að móta húsnæðis- og lánastefnu og verður að beita í samhengi við aðgerðir á öðrum sviðum og pólitíska markmiðssetningu. Mjög margir möguleikar í boði!

Hinn íslenski verðbólguvandi í hnotskurn

Tólf mánaða breyting nafnlauna og raunlauna á Íslandi miðað við launavísitölu og vísitölu neysluverðs frá 1999 til september 2012.

