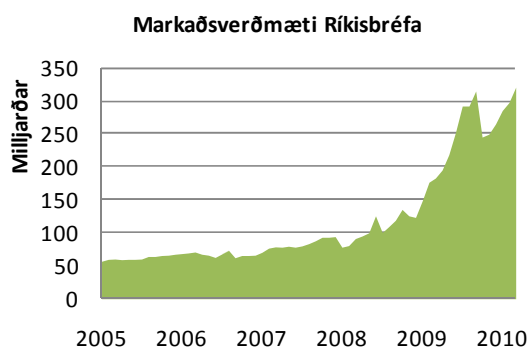


Endurskipulagning íslensks lánamarkaðar

Eftir Valdimar Ármann

Nú er tækifæri til að endurskipuleggja íslenskan lánamarkað og búa hér til óverðtryggðan lánamarkað samhliða verðtryggðum. Þetta mun skerpa stjórnþæki Seðlabankans og gefa lántakendum valmöguleika á aukinni áhættudreifingu í skuldbindingum sínum. Rökrétt er fyrir lántakendur að reyna að samræma eignir og tekjur við skuldir og gjöld og t.a.m. ætti ekki að taka erlent lán nema fjárfestingin skili gjaldeyri.

Á Íslandi hefur ekki verið til staðar virkur markaður með lengri tíma fastvaxta óverðtryggð skuldabréf. Óverðtryggðir vextir hafa verið notaðir til skamms tíma s.s. yfirdráttur, dráttarvextir, ríkisvixlar og innlánsreikningar. Síðastliðin ár hafa orðið stórar breytingar á markaði með íslensk ríkisskuldabréf og hefur markaðurinn stækkað hratt eða úr því að vera um 50milljarðar í um 300milljarðar á einungis fimm árum (mynd 1). Síðan júní 2009 hefur íslenska ríkið gefið út óverðtryggt ríkisskuldabréf með lokadag árið 2025 og ber það fasta 8,0% óverðtryggða vexti sem greiddir eru út einu sinni á ári.



Mynd 1

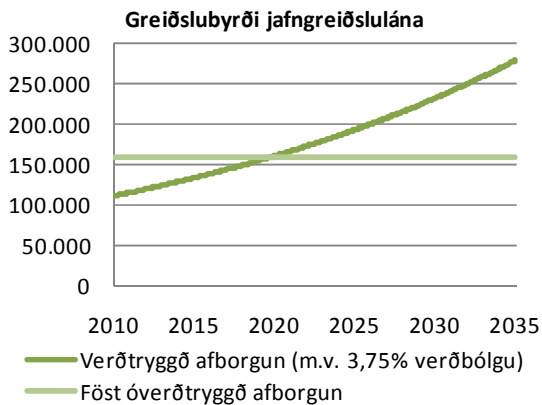
Þetta gefur tækifæri til að verðleggja önnur langtíma óverðtryggð lán og skuldabréf og er t.a.m. upplagt tækifæri fyrir Íbúðalánasjóð að verðleggja fastvaxta óverðtryggð jafngreiðslulán til langs tíma fyrir fasteignakaupendur. Grundvöllur fyrir langtíma óverðtryggð íbúðalán er til staðar á

markaðnum í dag og ber að grípa tækifærið meðan það er til staðar; það þarf ekki evru til þess að taka upp óverðtryggð lán. Einnig má geta þess að samhliða upptöku evru þarf ekki endilega að leggja alfarið niður verðtryggð lán; upptaka evru er ekki skilyrði fyrir neinu því hvernig við hönnum íslenskan lánamarkað. Má í því sambandi benda á röksemdir sumra að með upptöku evru muni verðbólgan verða lægri og stöðugri á Íslandi og væru því forsendur fyrir verðtryggðum lánnum enn betri heldur en í dag. Verðtryggð lán eiga rétt á sér; þau eru hönnuð á þann veg að greiðslur í upphafi láns eru lægri en af fastvaxtalánnum þar sem lántakandi er að fresta greiðslum af verðbólgu allan lánstímann. Þess vegna eru þau mjög hentug fyrir kaupendur á ungum aldri sem vilja lágmarka greiðslubyrði í upphafi lánstíma eða fyrir kaupendur sem ætla að búa í eigninni í mjög langan tíma þar sem niðurgreiðsla höfuðstóls byrjar ekki að neinu ráði fyrir en um miðjan lánstíma.

Greiðslubyrði óverðtryggðra lána hærrí í upphafi lánstíma

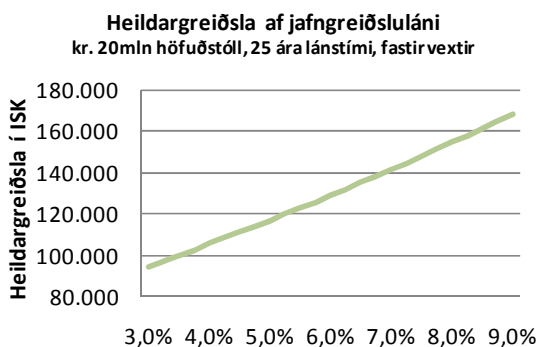
Eiginleikar óverðtryggðra og verðtryggðra lána eru mjög ólíkir og greiðslubyrðin getur verið mjög mismunandi. Sem dæmi má nefna að 25 ára lán upp á 20m.kr. með 4,50% verðtryggðum vöxtum Íbúðalánasjóðs er með um 111þ. kr. greiðslubyrði í upphafi sem breytist síðan með vísitölu neysliverðs. Ef við gerum ráð fyrir að Íbúðalánasjóður geti fjármagnað 25 ára óverðtryggt jafngreiðslulán

á svipuðum kjörum og ríkissjóður fjármagnar 15 ára óverðtryggt vaxtagreiðslubréf þ.e. á u.þ.b. 7,6% og bætir síðan við 0,65% álagi til einstaklinga gerir það fasta óverðtryggða vexti uppá um 8,25%. Af því láni eru fastar mánaðarlegar greiðslur um 158þ. kr., eða rúmlega þriðjungji hærri en af verðtryggðu láni (mynd 2).



Mynd 2

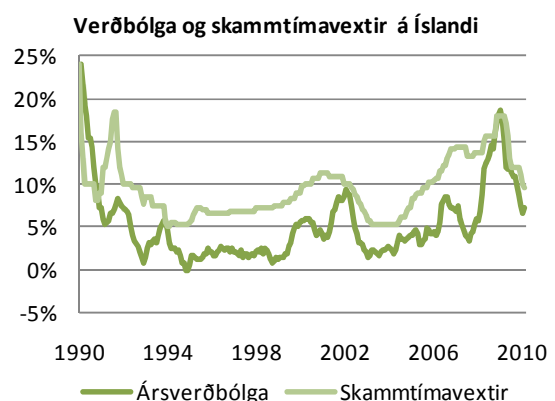
Má einnig sjá á mynd 3 að heildargreiðsla af jafngreiðsluláni er nokkuð næm fyrir vaxtastiginu þ.e. ef vextir væru 1% lægri eða 7,25% væri greiðslan um 13þ. kr. lægri í hverjum mánuði eða um 157þ. kr. lægri yfir heilt ár. Vaxtastig hefur þannig mikil áhrif á greiðslubyrði og lántakendur ættu að íhuga vandlega tímasetningu lána sinna.



Mynd 3

Ef gert er ráð fyrir 3,75% árlegri verðbólgu (verðbólguvæntingar má mæla með mismun á

óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum þ.e. u.þ.b. $8,25\% - 4,50\% = 3,75\%$) mun mánaðarleg greiðslubyrði vera jafnhá af þessum lánnum eftir um 9 ár (mynd 2). En þess má geta að meðalverðbólga síðustu 10 árin hefur verið um 6,2% og síðustu 20 árin um 4,7%. Einnig gæti verið möguleiki að hafa lán með breytilegum óverðtryggðum vöxtum og losna þannig við verðtrygginguna. Þegar vextir eru breytilegir eru þeir yfirleitt til skamms tíma eða eins til þriggja mánaða. Þessir vextir geta breyst töluvert yfir tíma og má í rauninni sjá að breytingar á skammtímvöxtum og verðbólgu haldast nokkuð vel í hendur (mynd 4). Er þetta einnig raunin erlendis og er ástæðan sú að flestir Seðlabankar eru á verðbólguþröngum og notast við stýrivexti til að halda verðbólgu innan ákveðinna marka. Þegar verðbólgan hækkar eða útlit er fyrir að hún hækki þá hækkar Seðlabanki venjulega skammtímvexti til að reyna að draga úr eftirspurn í hagkerfinu. Síðustu 10 til 20 árin á Íslandi hefur munur á skammtímvöxtum og ársverðbólgu verið um 4,2%-4,4% að meðaltali sem er mjög svipað og það raunvaxtastig sem íbúðakaupendum hefur boðist. Sögulega hefði því verið lítil munur á því að skulda lán með breytilegum vöxtum eða verðtryggt.



Mynd 4

Varhugavert að líta til erlends vaxtastigs

Það er varhugavert að líta á erlent vaxtastig og gera ráð fyrir að íslensk langtíma fasteignalán

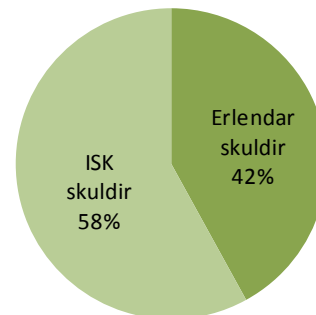
muni bera sömu vexti. Skoða verður sambærilega hluti; ekki má líta til skammtímavaxta og taka þá sem langtímavexti. Til dæmis eru skammtímavextir í Bretlandi núna um 0,5% en 30 ára óverðtryggðir vextir á ríkisbréfum eru um 4,7%. Að auki er ekki alls staðar í boði fyrir fasteignakaupendur að fá 20-30 ára lán með föstum vöxtum og má t.am. benda á að í Bretlandi er boðið uppá 2-5 ára fastvaxtalán með upp undir 7,0% föstum vöxtum en svo verða þeir breytilegir. Bandaríkin bjóða líklega uppá skilvirkasta húsnæðislánamarkaðinn enda er hann að stóru leyti studdur af ríkinu í gegnum Freddie Mac og Fannie Mae. Langtímavöxtum hefur einnig verið haldið niðri með stórum uppkaupum bandaríska seðlabankans á útistandandi húsnæðisbréfum. Hefur verið hægt að fá fastvaxtalán til 30 ára með 5,3% óverðtryggðum föstum vöxtum sem er mjög lágt miðað við að 30 ára bandarísk ríkisskuldabréf hafa um 4,75% vexti. Á Íslandi eru íslensku bankarnir í skuldabreytingartilboðum sínum nú þegar að bjóða mjög svipuð lán og eru í Bretlandi þ.e. fastir vextir til nokkurra ára sem verða síðan breytilegir. Kjörin eru allt niður í 6,0% fastir óverðtryggðir vextir sem verður að teljast tiltölulega samkeppnishæft við önnur lönd, sérstaklega í ljósi þess að þetta er rúmlega 1,0% lægra en ávöxtunarkrafa á óverðtryggðum ríkisbréfum á Íslandi. Ein ástæða fyrir þessum kjörum er að sjálfsögðu að það er vegna skuldbreytinga úr gjaldeyrislánum og mun koma í ljós eftir nokkur ár þegar kemur að lokum fastvaxtatímabilsins hvaða kjör verða þá í boði.

Óverðtryggður lánamarkaður skerpir stjórnæki Seðlabankans

Það hlýtur að vera áhugavert fyrir Seðlabanka Íslands að fleiri lán eins og íbúðalán verði óverðtryggð með annaðhvort föstum eða með

breytilegum vöxtum þar sem stýrivextir hans munu þá hafa meiri áhrif á vaxtastigið í landinu en áður. Á móti minni útgáfu íbúðalánasjóðs af verðtryggðum skuldabréfum ætti ríkissjóður að gefa út meira af verðtryggðum skuldabréfum sem og sveitarfélög sem ættu að hætta að fjármagna sig í erlendri mynt. Það er í rauninni örökrétt að erlent lán sé tekið nema að fjárfestingin sem lánið sé sett í skili gjaldeyri til að greiða lánið tilbaka. Rökrétt stefna í stýringu eigna og skulda er að sem mest samræmi sé þar á milli. Ef íslenskt vaxtastig er of hátt til að verkefni séu að borga sig, þ.e. að ávöxtunarkrafa sem gera þarf til fjárfestingarkosta sé of há, þá er ástæðan fyrir því að Seðlabanki Íslands heldur vaxtastiginu háu til að bremsa hagkerfið af, m.a. annars til að sporna við fjárfestingum. Það er mjög óþægilegt fyrir hann að lántakendur, og þá sérstaklega opinberir aðilar, hafi sniðgengið þessi skilaboð og leitað í erlent lán og unnið þannig á móti bremsu Seðlabankans.

Langtímaskuldir sveitarfélaga (A hluti)
Heimild: Ársreikningar sveitarfélaga 2008



Mynd 5

Áhættudreifing skulda

Ein tegund skulda þarf ekki endilega að henta öllum og má rökstyðja að svipuð fræði og við eignastýringu eigi að gilda um skuldastýringu hvort sem um er að ræða einstaklinga eða fyrirtæki. Við fjárfestingu sparnaðar er fyrsta reglan sú að setja ekki „öll eggjin í sömu körfuna“ og má yfirfæra það yfir á skuldir. Að

skulda hluta í óverðtryggðu á föstum vöxtum, hluta í breytilegum vöxtum og hluta í verðtryggðu mun að öllum líkindum vera hagkvæm áhættudreifing fyrir flesta.

- Ef vextir lækka og verðbólga er lág eru greiðslur á þeim lánum lágar en fastvaxtalánið er dýrara.
- Ef verðbólgan eykst og vextir hækka mun fastvaxtalánið vera ódýrara en breytilegu lánin.

Þarna vega lánin upp hvor önnur og komin er ágætis áhættudreifing í skuldabyrðina. Einnig má líta til þess hvernig tekjustreymið lítur út, t.d. ef það er vel tengt verðbólgu þá er rökrétt að skulda meira verðtryggt. Mörg smásölufyrirtæki eins og matvöruverslanir hafa verðlag vel tengt vísitölu neysluverðs og er því rökrétt að þau skuldi meira verðtryggt en óverðtryggt. Að sama skapi hjá einstaklingum breytast sum laun betur í takt við verðbólguna en önnur, til dæmis hjá opinberum starfsmönnum, og ber þá að taka tillit til þess. Skuldastýring snýst ekki bara um að stýra skuldum á milli gjaldmiðla eftir

væntingum um hvaða gjaldmiðill muni vera veikari en hinn, heldur þarf skuldastýring að vera alhliða eigna- og skuldastýring og miðast að því að lágmarka vaxtakostnað að teknu tilliti til áhættu í heildar efnahagsreikningi sem og rekstrarreikningi. Á það við bæði um einstaklinga, fyrirtæki sem og opinbera aðila.

Fleiri valkostir lána – betri vitund og vakning lántakenda

Í dag standa fjölmargir Íslendingar í fyrsta skipti frammi fyrir þeim valkosti að velja á milli verðtryggðra eða óverðtryggðra lána í íslenskum krónum. Einnig þarf að taka tillit til þess hvernig lánið er sett upp þ.e. er það jafngreiðslulán eða með jöfnum afborgunum. Í jafngreiðsluláni er lægri greiðslubyrði en höfuðstóll lækkar hægt þar sem mestur hluti vaxta er greiddur til að byrja með en í láni með jöfnum afborgunum er greiðslubyrði þyngri í upphafi en höfuðstóll lækkar jafnt og þétt yfir lánstímann. Valið er ekki einfalt og betri vitund og vakning þarf að vera til staðar áður en ein mikilvægasta ákvörðun varðandi fjármál heimila og fyrirtækja er tekin.

Eftir Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur.

Valdimar starfar hjá GAM Management hf., óháðu og sérhæfðu fjármálafyrirtæki með starfsleyfi frá FME sem tekur til reksturs verðbréfasjóða og fjárfestingarráðgjafar. Hann starfaði áður hjá ABN AMRO í London við verðbólgutengdar afurðir frá 2003-2006 og síðan í New York frá 2006-2008 hjá sama banka og síðast RBS. Starf hans var fólgið í þróun og hönnun verðbólgutengdra afurða ásamt miðlun, verðlagningu og áhættuvörnum á verðbólgutengdum afleiðum og skuldabréfum. Fyrst starfaði Valdimar hjá Búnaðarbankanum í afleiðum og gjaldeyrisviðskiptum.