

SKOÐUN

Endurbætt verðtrygging

ÓLAFUR MARGEIRSSON
VALDIMAR ÁRDMANN



Í nýlegri skýrslu VR um verðtryggingu höfuðstóls lánsfjár er sú mögulega laus sett fram að hámarka hlut verðtryggingar í húsnæðislánun við ákveðið hlutfall af heildarlánsupphæðinni m.a. sökum þess að þá réttilega, verða stýrivextir Seðlabankans áhrifameiri. En afnám verðtryggingar ylli hugsanlega hækkan raunvaxta lána. Raunin er að hægt er að halda algjörlega í verðtryggingu, og þar með jákvæð áhrif hennar á raunvexti, en á sama tíma láta hana vinna með Seðlabankanum í átt að verðstöðugleika.

Hvert er vandamálið?

Megin, og nánast eini, kostur verðtryggingar er fölginn í því að hún minnkar óvissu lántakans og -veitendans m.t.t. raunvaxta af viðkomandi láni. Sökum þessa stuðlar hún að því að raunvextir eru lægri en ella ef nafnvextir ættu að sveiflast í takt við verðbólgu til að tryggja raunávöxtun lánsfjár en slíkt kerfi veldur óvissu um raunávöxtun sem leiðir af sér að „óvissulág“ á (nafn)vaxtakröfu hins óverðtryggðs láns er hærra. Þá dregur verðtrygging úr skammtíma sveiflum í greiðslubyrði lántakans. Það er kostur fyrir lántakann sjálfan en stórfelldur löstur fyrir hagkerfið í heild þar sem þetta atriði dregur stórlega úr áhrifamætti peningamálafestfni Seðlabankans.

Í stuttu máli er vandamálið þetta: núverandi kerfi verðtryggingar höfuðstóls lánsfjár stuðlar að lægri raunvöxtum en drepur um leið niður áhrifamætti peningamálafestfni Seðlabankans með öllum þeim afleiðdu vandamálum (of háir skammtíma vextir, sveiflur í gengi krónunnar, tregbreytanleg verðbólga, veikt bankakerfi, samdráttur eigin fjár í húsnæði, o.s.frv.) sem það hefur í för með sér. Annað alvarlegt vandamál er að upphafleg greiðslubyrði af verðtryggðum lánunum sem eru með jafngreiðslufyrirkomulagi er blekkjandi og vanmetur hver greiðslubyrði verður í framtíðinni.

Innbyggð sjálfkrafa lánveiting

Afleiðd vandamál verðtryggingar skapast vegna uppsetningar á meginhluta verðtryggðra lána, s.s. húsnæðislána, en ekki verðtryggingarinnar í sjálfu sér. Vandamálið er að sjálfkrafa framtíðarlántaka fyrir verðbólgu er innbyggð í lánasamninginn, þ.e. lánað er til langs tíma fyrir höfuðstólsþækkuninni sem kemur til vegna verðtryggingarinnar. Slíkur kerfisgallur hefur alvarlegar afleiðingar í för með sér.

Efnis grundvallar staðreyndunum í bankahagfræði er að rétt eins og lánveiting er útpensla peningamagns í umferð – sem veldur verðbólgu – er endurgreiðsla lána samdráttur peningamagns í umferð – sem dregur úr verðbólgu. Í núverandi kerfi verðtryggingar höfuðstóls lána er lántakanum í raun og reynd, og jafnvel gegn hans eigin vilja, lánað fyrir verðtryggingunni til þess tíma sem eftir er af afborgunartímabilinu; hækkan verðlags leiðir af sér hækkan höfuðstóls verðtryggðra lána og sú hækkan er ekkert annað en viðbótarlán. Þessi sjálfkrafa lánveiting sem fölgir er í núverandi verðtryggingu höfuðstólsins veldur því beinlínis útpenslu peningamagns í umferð sem á einn eða annan hátt mun leiða til verðbólgu; núverandi fyrirkomulag verðtryggingar höfuðstóls lána er verðbólguhvæjandi og vinnur, í gegnum sjálfkrafa útpenslu peningamagns í umferð, gegn 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Staðgreiðsla en ekki lánveiting er galdurinn

Galdurinn er fölginn í því að veita ekki lántök um sjálfkrafa lán til langs tíma (hækkan höfuðstóls) hvenær sem verðbólga er til staðar, líkt og raunin er í núverandi kerfi, heldur þvert á móti breyta greiðslubyrði lána þannig að höfuðstóllinn

inn lækki frá upphafi lántímans. Þá er sjálfkrafa útpensla peningamagns stöðvæð svo verðbólga verður lægri. Í óverðtryggðum hagkerfum gerir viðkomandi seðlabanki þetta með því að hækka stýrivexti hraðar en verðbólga hækkar. Á Íslandi mætti breyta uppbyggingu verðtryggingar með sama markmiði í huga; verðtrygging ætti að vera staðgreidd.

Sé verðtryggingin borganuð strax, en ekki lánað fyrir henni til langs tíma, lækkar höfuðstóll lánsins svo lengi sem borganuð er af því. Slíkt stuðlar að tryggari greiðslugetu lántakans í framtíðinni. Tímabundnar lækkar raunverðs veða verða heldur ekki jafn alvarlegar fyrir greiðsluvilja lántaka. Þá ynni staðgreidd verðtrygging samstundis með Seðlabankanum því sjálfvirki útpenslu peningamagns í umferð í formi langtíma lánveitingar vegna verðtryggingar höfuðstóls er kiptt úr sambandi og í staðinn er sett fram kerfi þar sem samdráttur peningamagns í umferð fer sjálfkrafa í gang um leið og verðlag hækkar; verðlag mun verða stöðugt til langs tíma og verðbólga afar lág, jafnvel vel undir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans án þess að þá þegar lágum stýrivöxtum væri breytt á nokkurn hátt.

Uppsetning á staðgreiðslu verðtryggingar

Ein einföld leið til að staðgreiða verðtryggingu er að greiða aukalega inná jafngreiðslulán þegar verðbólgan hækkar höfuðstólinn. Þetta geta lán

25.061.657 og heildargreiðslan er kr. 116.064, þar af afborgun höfuðstóls kr. 37.746. Hér má sjá að verðbólgan er kr. 61.657 og eru kr.61.565 af þeirri upphæð sjálfkrafa tekin að láni og bætt við höfuðstólinn – kr.92 af hækkan höfuðstóls sem til kemur vegna verðtryggingar eru borganar til baka (hækkanin á mánaðarlegri greiðslu á höfuðstól frá 37.654 upp í 37.746). Þetta gerir það að verkum að höfuðstóllinn fer ekki að greiðast niður fyrir kr. 25.000.000 fyrr en 1. ágúst 2025. Ef verðtryggingin væri staðgreidd þá væri aukagreiðsla uppá kr. 61.565 (samtals greiðsla verðtryggingar uppá kr. 61.657 greidd inná höfuðstólinn) og samtals greiðsla af láninu væri kr. 177.436 (vextir kr. 78.125, afborgun höfuðstóls kr. 37.654 og greiðsla verðtryggingar kr. 61.657). Þá byrjar höfuðstóllinn strax að lækka og t.a.m. 1. ágúst 2025 verður hann kominn í kr. 16.312.562.

Kostirnir og gallarnir

Stærsti og augljósasti ókosturinn við staðgreiðslu verðtryggingar, líkt og tilvik algengra óverðtryggðra lána þar sem nafnvextir skulu elta stýrivexti viðkomandi seðlabanka, er að greiðslur eru sveiflukenndar til skamms tíma. Sé lánið hér að ofan tekið sem dæmi og gert ráð fyrir 6% en ekki 3% verðbólgu yrði heildargreiðsla af láninu þann 1.nóv 2010 kr. 237.468. Lánið er orðið mun líkara láni með breytilega vexti, líkt og algeng eru í öðrum hagkerfum, og láni með jafnar afborganir án

ilvægur kostur við þetta kerfi er að verðtryggingin er til staðar sem hvetur til lánveitinga á lægri raunávöxtunarkröfu. Slíkt kemur lántökum vitanlega til góða.

En mikilvægasti kosturinn er sú staðreynd að verðbólga yrði sjálfeyðandi og vegna þess gæti hún aldrei náð slíkum hæðum sem hún hefur gert í sögulegu samhengi innan íslenska hagkerfisins af þeirri einföldu ástæðu að lántakendur, sem einnig eru neytendur, hafa ekki efni á sama neyslustigi þegar greiðslubyrði lána hækkar vegna hærri verðbólgu; staðgreidd verðtrygging stuðlar ekki aðeins að stöðugri verðbólgu heldur stöðugu verðlagi, þ.e. engri eða mjög lágr verðbólgu. Afborganir lána hækka og lækka sjálfkrafa eftir því sem verðlag hækkar eða lækkar; hagkerfið stíllir sig sjálf af án þess að snerta þurfi við því með stórvægilegum stýrivaxtahækkanum.

Svo í stuttu máli eru kostirnir þessir: lágir raunvextir m.v. óverðtryggð lán, stöðugra verðlag, öflugri greiðslugetu og greiðsluvilji lántaka til langs tíma, stöðugri stýrivextir sem leiðir m.a. til stöðugra gengis krónunnar, uppbygging eigin fjár í veðum frá byrjun lántímans og minni möguleikar á pólitískum skammtíma efnahagsaðgerðum. Gallinn er meiri skammtíma sveiflur í greiðslubyrði.

Aðrir möguleikar

Af öðrum möguleikum má helst nefna afnám verðtryggingar að hluta eða heild. Athuga verður þó að það er ekki verðtryggingin sjálf sem er vandamálið heldur uppbygging hennar. Þótt óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum væru undir beinum áhrifum af stýrivöxtum Seðlabankans er gallinn við þau að raunvextir geta verið háir og sveiflukenndir sem kemur bæði lántaka og -veitanda illa (sjá mynd 2). Það má líka sjá á mynd 2 að skammtíma vextir hafa breyst töluvert sem þýðir að greiðslubyrði óverðtryggðra lána með breytilegum vöxtum hefur verið breytileg. Mjög fá lönd bjóða upp á fasta nafnvexti til lengri tíma og er það einungis hægt á allra stærstu mörkuðum eins og t.d. Bandaríkjunum.

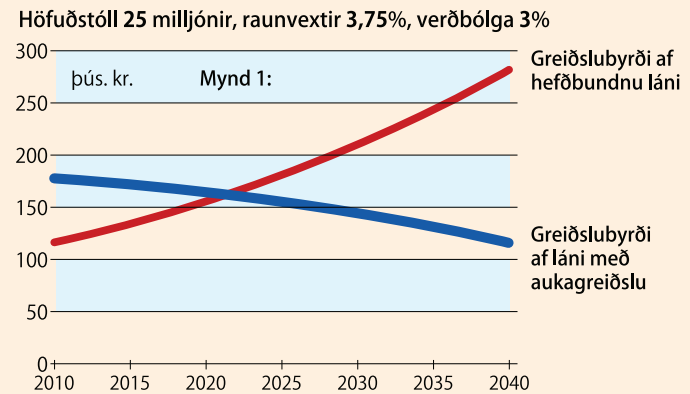
Það skiptir máli hvernig hnifnum er beitt

Þrátt fyrir að „verðtrygging“ sé nánast orðið að blótsyrði í íslensku tungu er það mikil einföldun. Hagtölur, hagkerfi og aðilar innan þeirra haga sér í samræmi við það reglugerðarverk sem þeim er ætlað að starfa innan - folk helst við hvötum - og það er mannanna verk hvernig lög og reglur eru sett fram með það að markmiði að hámarka þjóðhagslegan ábata. Verðtrygging getur verið stórkostlegt vopn og haft bæði jákvæðar og neikvæðar hliðar, allt eftir því hvernig henni er beitt. Jákvæðar hliðar verðtryggingarinnar í núverandi kerfi er hvatinn til lægri raunvaxta en ella og það er mikilvægt að reyna að halda í slíkan kost. Það má einnig hafa í huga að stærstu eigendur raunvaxtabréfa eru leyfissjóðir, þ.e. almenningur sem er að safna til eldri árána. Að geta boðið upp á kerfi þar sem hægt er að verðtryggja eilífeyri er mjög eftirsóknarvert og hefur Ísland verið eitt af fáum löndum í heiminum sem hefur boðið upp á það.

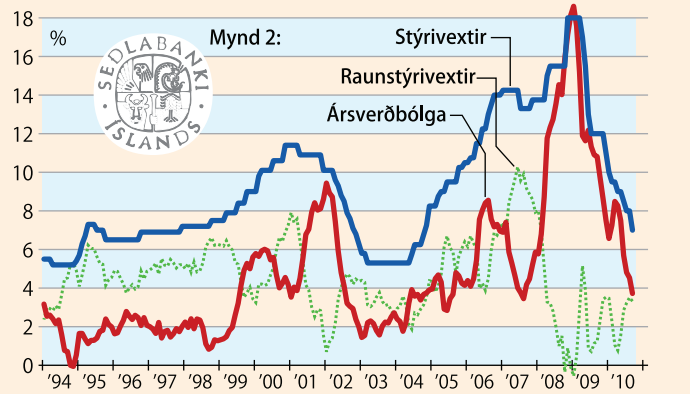
Vandamálið við verðtryggingu er að hafa ekki neikvæð áhrif á aðra mikilvæga áhrifaþætti innan hagkerfisins á borð við virkni peningamálafestfni. Það má auðveldlega, í ætt við fyrgreindar hugmyndir, byggja verðtryggingu upp svo að hún stuðli að mun stöðugra og sterkara hagkerfi en níu ríkir. Það skiptir máli hvernig hnifnum er beitt.

Ólafur er doktorsnemi í hagfræði við háskólann í Exeter, Bretlandi. Rannsóknir hans snúa að bankahagfræði með áherslu á erlendar fjárfestingar í fjármálaálagrunum og áhrif þess á fjármálastöðugleika. Valdimar starfar hjá GAM Management hf. sem rekur m.a. verðréfasjóðina GAMMA: GOV og GAMMA: INDEX. Hann starfaði áður hjá ABN AMRO / London við verðbólgu tengdar afurðir frá 2003-2006 og síðan í New York frá 2006-2008 hjá sama banka og síðast RBS.

Verðtryggt 30 ára jafngreiðslulán



Verðbólga og stýrivextir S.Í. 1994–2010



takendur nú þegar gert með því að greiða sjálfir aukalega inná höfuðstólinn en hægt væri að útbúa lánin þannig að það væri skylda. Dæmi: Lán uppá kr. 25.000.000 til 30 ára á 3,75% raunvöxtum er tekið þann Lokt 2010. Fyrsta greiðsla (1.nóv 2010) er áætluð kr. 115.779 og svo breyttist hún með verðbólgu. Í þessari greiðslu er verið að greiða vexti kr. 78.125 og höfuðstól kr. 37.654. Gerum nú ráð fyrir 3% ársverðbólgu sem dreifist jafnt á hvern mánuð. Eftir einn mánuð þegar komið er að fyrstu greiðslu hefur höfuðstóllinn hækkað í kr.

nokkurar óvissu þó um hverjir raunvextir eru. Þetta tryggir hins vegar að höfuðstóllinn lækkar í hverjum mánuði sem og að heildargreiðslubyrði vegna raunvaxta lækkar í hverjum mánuði. En þótt þessar sveiflur gætu orðið mjög þungbærar fyrir marga lántakendur kemur á móti að hvati er fyrir lántakendur að fara varlega í lántök m.t.t. upphæðar sem og að byggja upp ríflegri lausafjárstöðu en ella - það er ekki verið að blekkja lántakendur með lágr greiðslubyrði í upphafi líkt og í núverandi kerfi (sjá mynd 1). Annar mik-