

# Verðtrygging, nauðsyn eða val?

---

Ásgeir Jónsson

Kynning á skýrslunni Nauðsyn eða val?  
hjá Samtökum Fjármálafyrirtækja.  
10. september 2012

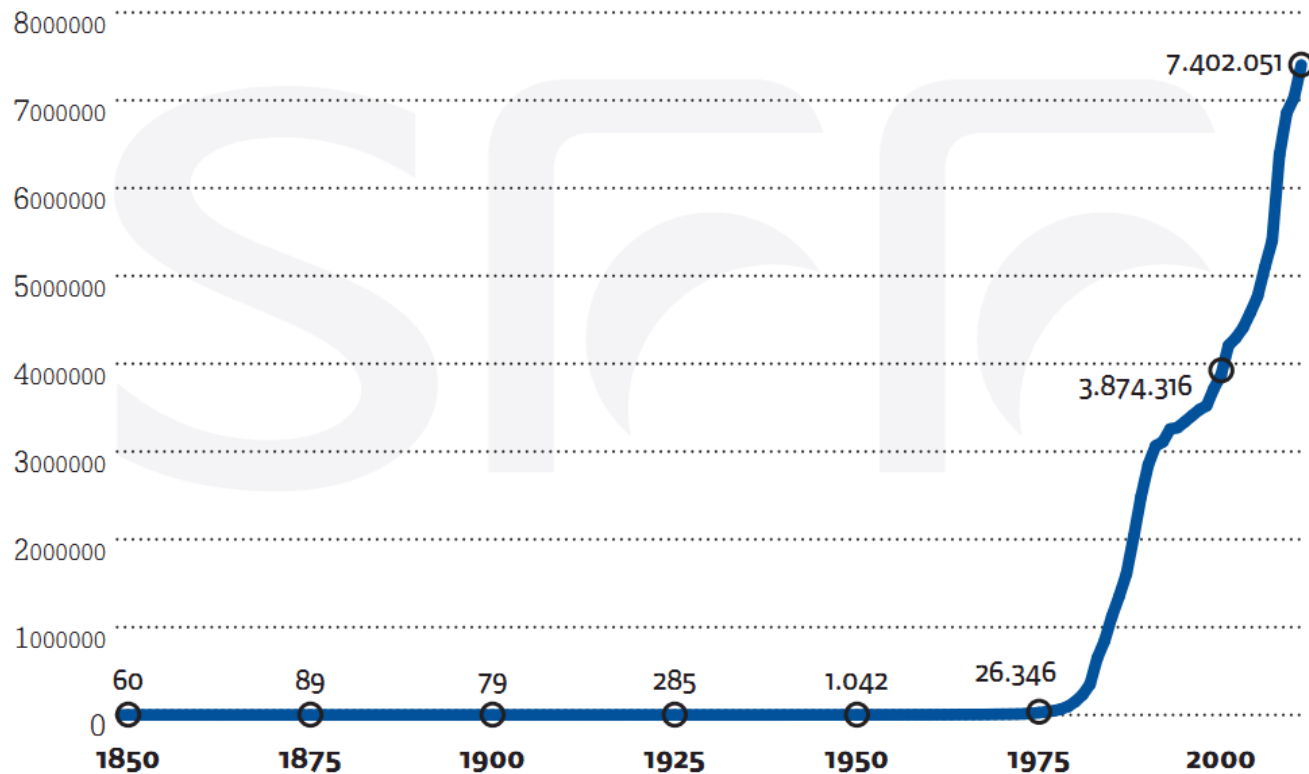
# Spurningar sem lagðar voru fyrir höfunda

- **Þrír innlendir höfundar og tveir erlendir.**
- **Helstu spurningar sem reynt var að svara:**
  1. Hvernig er samanburður á verðtryggðum og nafnvaxtalánnum bæði með tilliti til vaxtastigs og áhættu lántaka og lánveitanda?
  2. Hefur verðtrygging áhrif á vaxtastig hér á landi og/eða leiðir til þjóðhagslegs óstöðugleika?
  3. Torveldar verðtrygging stjórn peninga- og efnahagsmála?
  4. Hverjir hafa hag af verðtryggingu?
  5. Hvernig er samanburður á vægi verðtryggingar hérlendis við það sem þekkest í
  6. helstu nágrannalöndum?
  7. Hvaða umbætur eru mögulegar á núverandi kerfi?

# Óðaverðbólga hófst á áttunda áratugnum

## Þróun verðlags

– frá 1849 til 2011

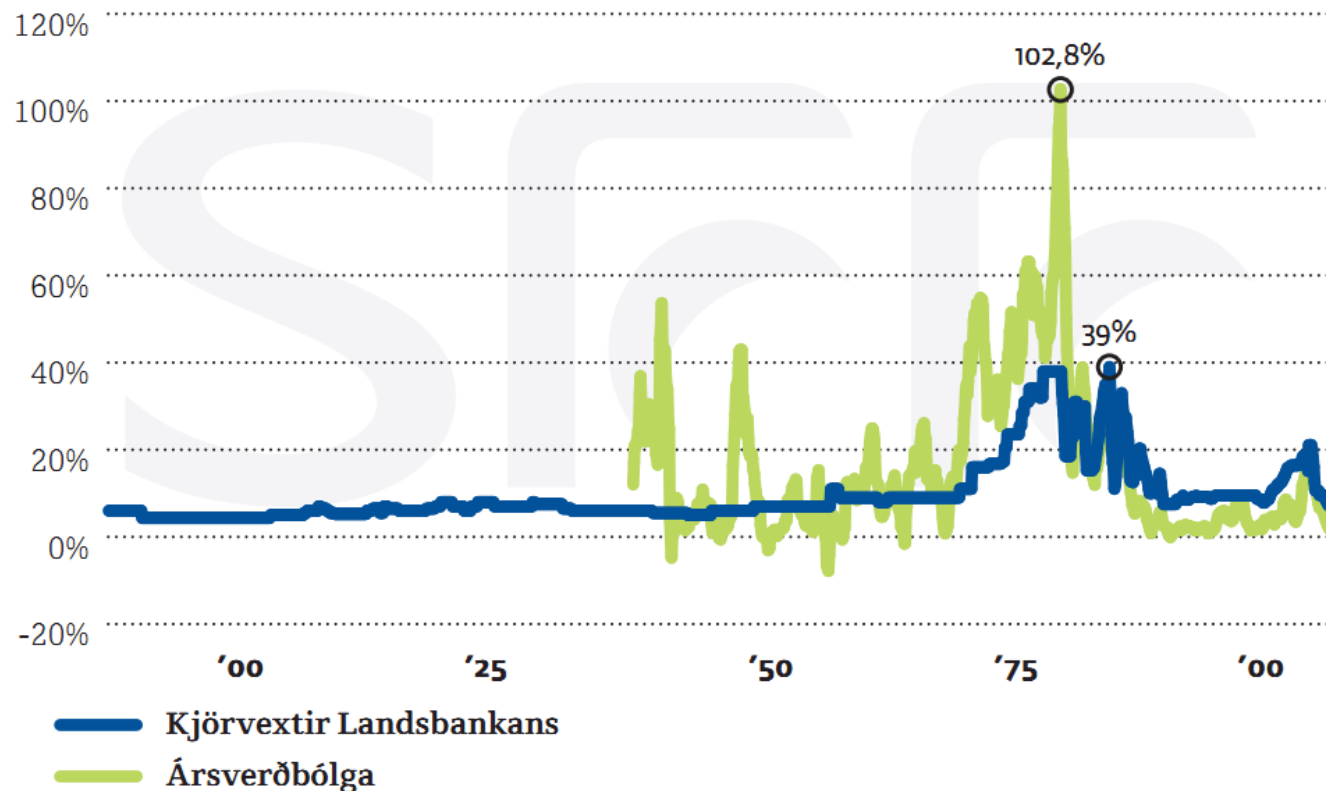


Heimild: Hagskinnna og Hagstofa Íslands.

# Nafnvextir voru festir niður af stjórnvöldum og fylgdu ekki verðbólgu

## Óverðtryggðir kjörvextir Landsbankans

& ársverðbólga – frá 1887 til ársloka 2007

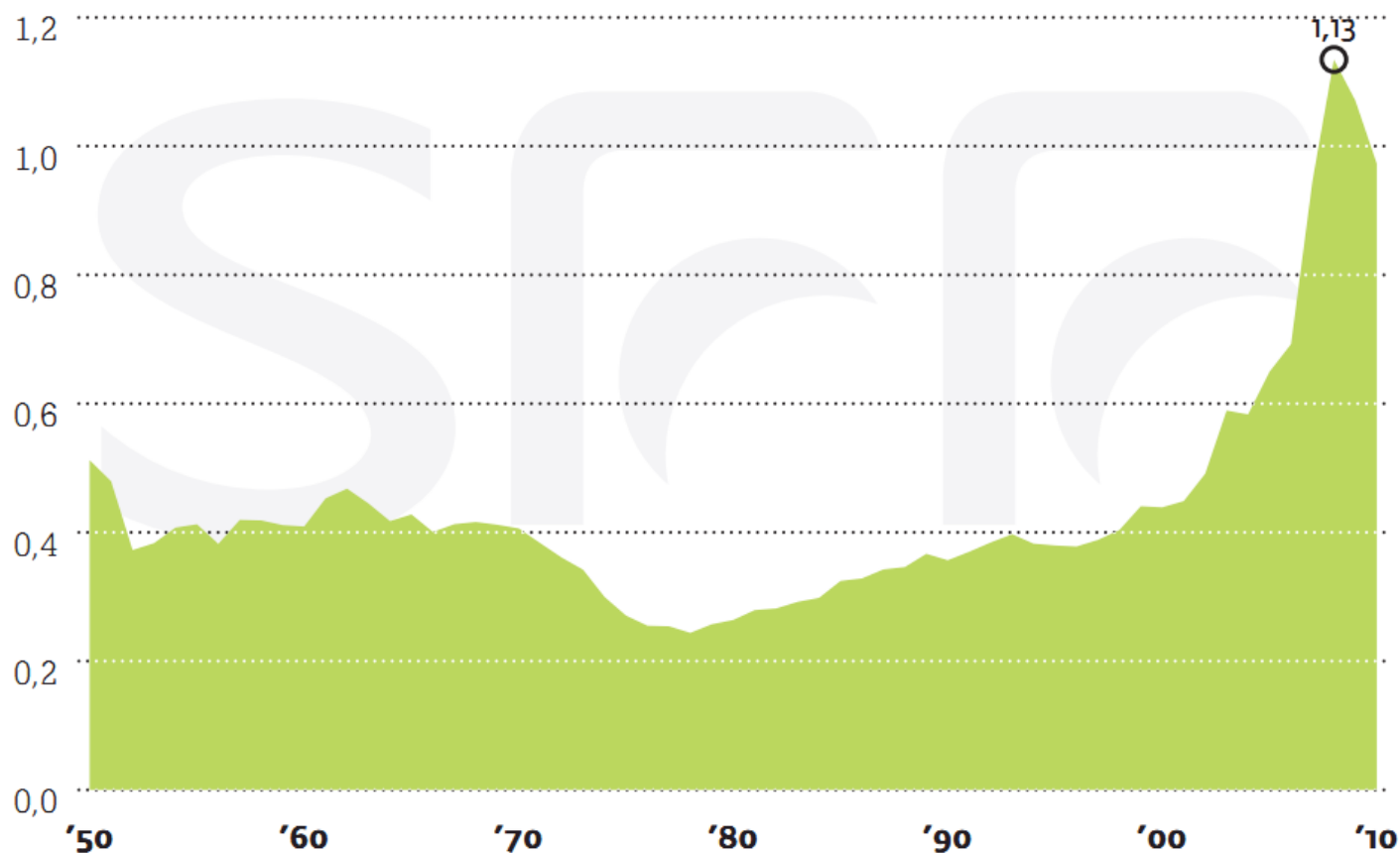


Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

# -20% raunvextir átu niður sparnaðinn

## Peningamagn (M3) í umferð

– sem hlutfall af landsframleiðslu frá 1950 til 2010



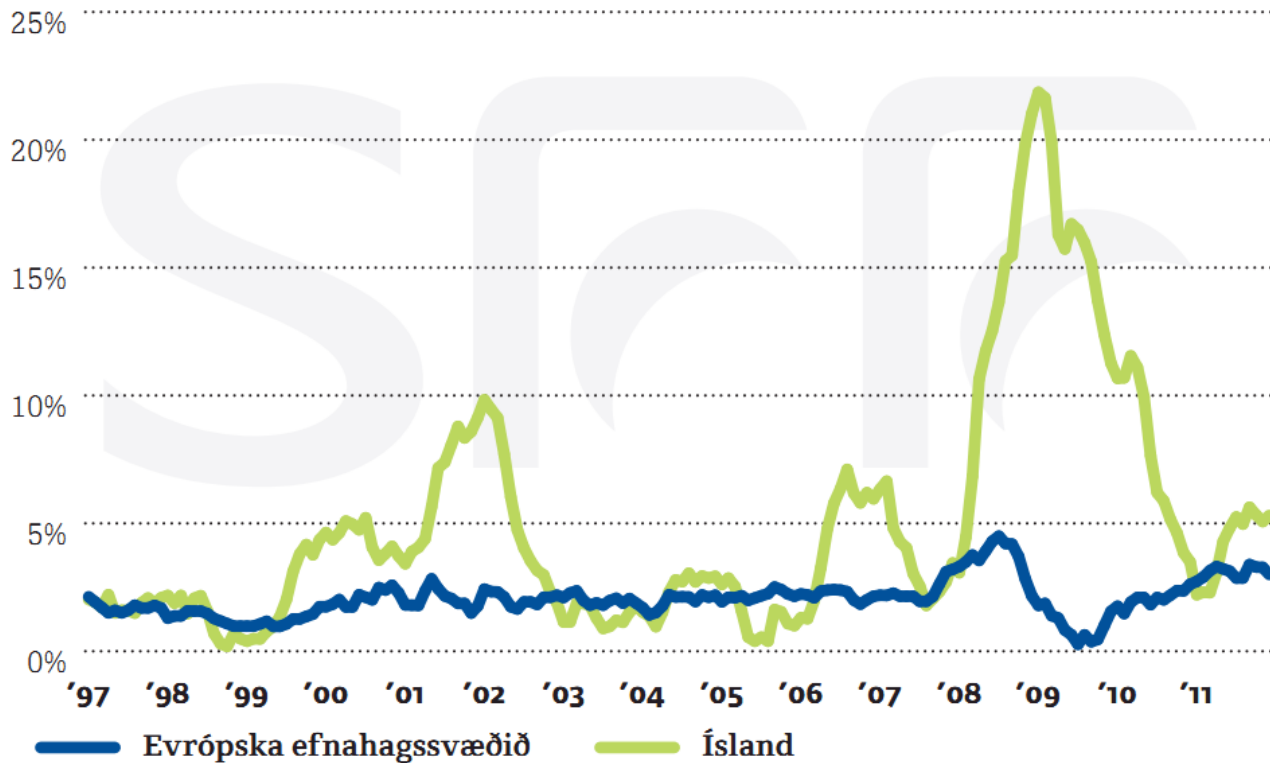
# Arfur Ólafslaga

- Víðtæk verðtrygging var tekin upp með Ólafslögum 1979 sem svar við óðaverðbólgu og neikvæðum raunvöxtum árin á undan.
- Á þeim tíma voru nafnvextir festir niður af stjórnvöldum og er verðbólga leitaði upp yfir 40% eftir 1972 fylgdu vextirnir ekki eftir.
- Raunvextir í bankakerfinu urðu því neikvæðir um 20% sem fól í sér að fimmtungur af innistæðum var yfirfærður til lántaka á hverju ári að raunvirði.
- Bankainnistæður drógust saman um 40% sem hlutfall af landsframleiðslu á milli 1972 og 1979 og efnahagslífið var þá komið í verulegar ógöngur.
- Ólafslög brugðust við neikvæðum raunvöxtum með verðtryggingu, án þess að gefa vaxtamyndun frjálsa né heldur grípa til sársaukafullra aðhaldsgerða til þess að ná verðbólgu niður.
- En fyrir hvorugu þessu var pólitískur vilji á Alþingi á þeim tíma og verðbólga átti reyndar eftir að hækka töluvert eftir samþykkt laganna.
- Viljinn til þess kveða niður verðbólgu drauginn virðist hins vegar hafa myndast í kjölfar verðtryggingar þar sem enginn aðili hagnaðist lengur á óðaverðbólgunni.

# Verðbólga vorra tíma kemur frá gjaldeyrismarkaðinum

## Verðbólga á Íslandi og EES

— frá 1996 til 2012 miðað við 12 mánaða hækkun samræmdrar vísitölu neysluverðs



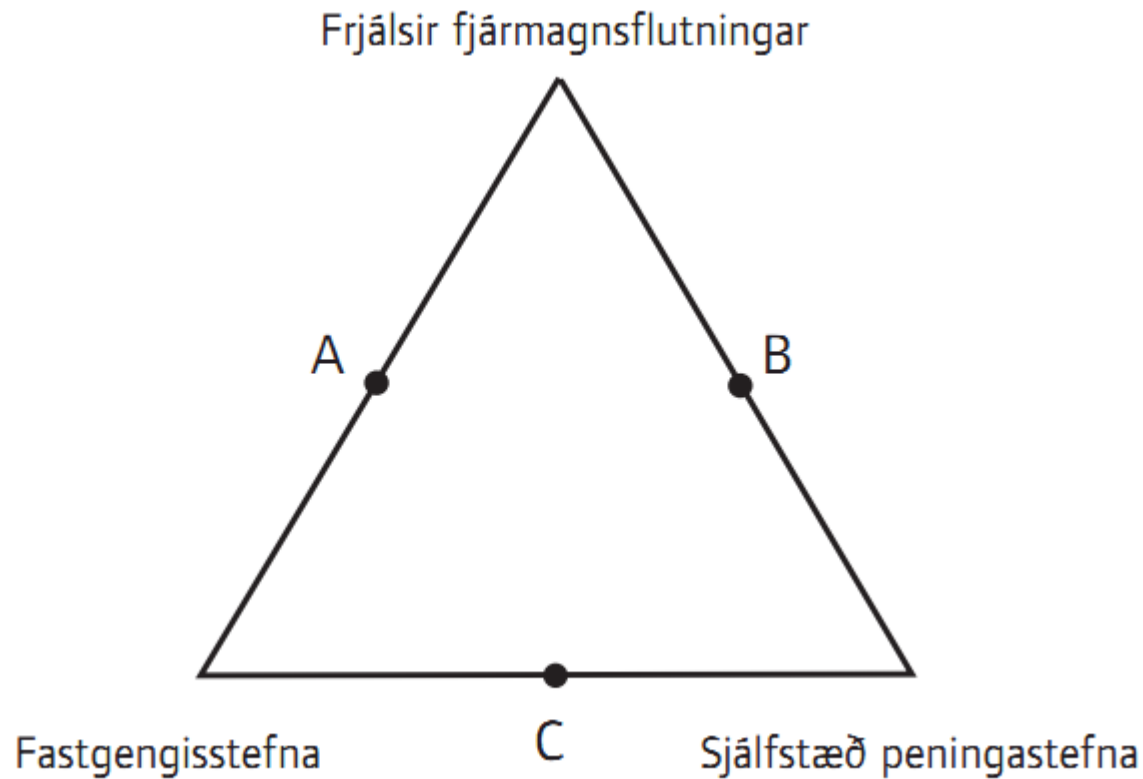
Heimild: Hagstofa Íslands

# Stofnanaleg skuldbinding?

- Íslendingar náðu niður verðbólgu með festingu krónu við körfu gjaldmiðla árið 1989 og síðan hina reiknuðu evrópumynt ECU, ásamt virkari hagstjórn og þjóðarsátt á vinnumarkaði.
- Hið nýja sterka fastgengisakkeri togaði verðbólguna niður á 2–3 árum og við tók lengsta tímabil verðstöðugleika frá seinna stríði, eða frá 1992 til 2001.
- Frá upptöku verðból gumarkmiðs árið 2001 hefur ekki verið neinn munur á aðferðafræði og hagstjórnartækjum Seðlabanka Íslands og annarra seðlabanka sem styðjast við sama markmið.
- Verðból gumarkmið gengur út frá þeirri einföldu verkaskiptingu að almannavaldið setji markmiðið en Seðlabankinn sjái um framkvæmdina. Þannig ákvað Alþingi nær einróma 2,5% verðból gumarkmið en margt bendir þó til þess að stofnanaleg skuldbinding fyrir verðstöðugleika sé samt ekki til staðar.
- Draga má í efa að fjárlög og framkvæmdir ríkisins sem og gerðir ríkisstofnana og hagsmunasamtaka hafi tekið tillit til verðból gumarkmiðsins.
- Sú framkvæmd að setja sér ákaflega metnaðarfull markmið sem mistakast síðan eyðileggur allan trúverðugleika við stjórn peningamála.



# 3 eða aðeins 2 möguleikar fyrir Ísland?



# Getur krónan flotið á ný?

- Tímabil verðbólgu­markmiðs frá 2001 til 2008 er einstakt í peningasögu landsins þar sem krónan var á floti.
- Á þeim tíma hefur verið sterk fylgni er á milli hreyfinga gengis og verðlags.
- Þessi mikla leiðni kann að fela í sér að aðeins er bitamunur en ekki fjár á milli verðbólgu­markmiðs og gengismarkmiðs.
- Í hinu fyrra tilviki er verið að miða verðlag við körfu af vörum en í hinu seinna að binda gengið við körfu af gjaldmiðlum.
- **Er verðbólgu­markmið aðeins tilraun til einhliða gengisfestingar?**
- Einhliða gengisfesting hefur alls staðar gefist illa ef fjármagnshreyfingar eru frjálsar þar sem hinn alþjóðlegi fjármagnsmarkaður er ofjarl allra Seðlabanka.
- Ef þessi röksemdafærsla reynist rétt gengur verðbólgu­markmið ekki upp sem peningamálastefna fyrir Ísland nema undir fjármagnshöftum af einhverju tagi.

# Verðtrygging ætti að leiða til lægri raunvaxta

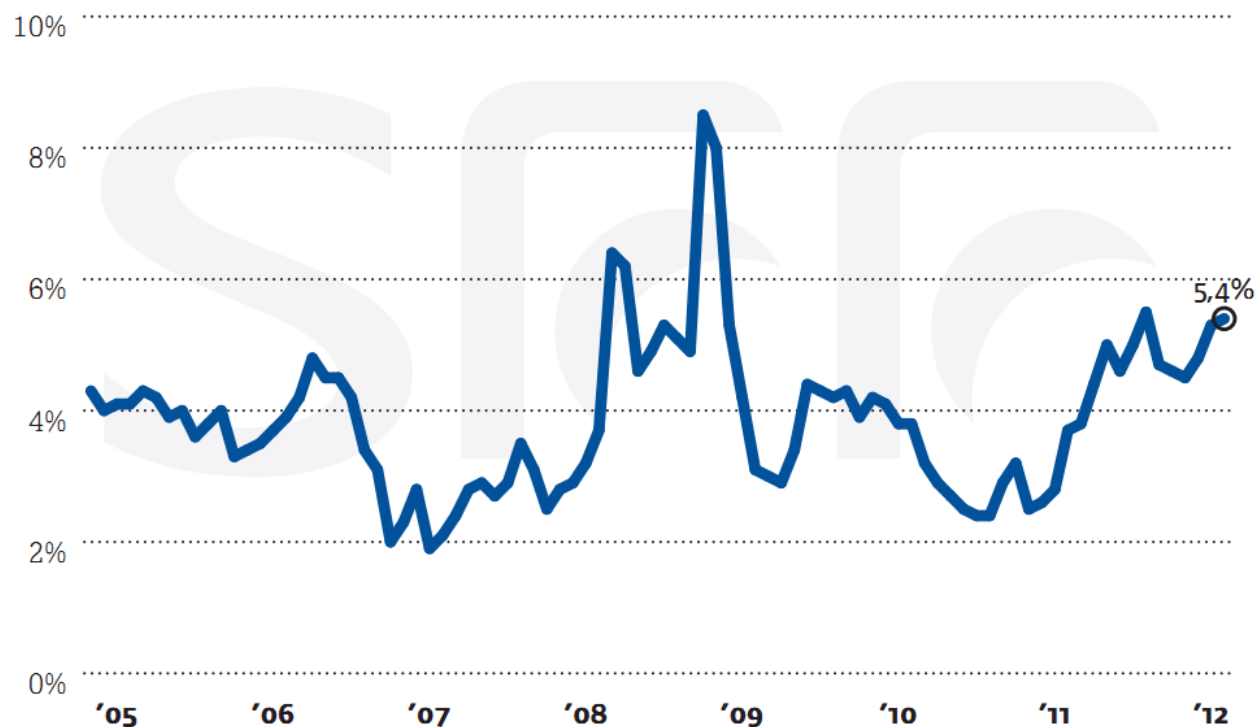
- Verðtrygging er því í eðli sínu kostnaðarskiptasamningur um það hver ber kostnaðinn af óvæntri framtíðarverðbólgu.
- Lántakendur fá lægri vexti en samþykkja verðbólguáhættuna í staðinn.
- Verðtrygging er mjög vel þekkt erlendis en sjaldgæft að einstaklingar og heimili hafi verðtryggðar skuldbindingar.
- Eftir því sem tímalengd vaxtanna styttest verður óvissan um framtíðina minni og þrengra bil verður á milli verðtryggðra og óverðtryggðra raunvaxta.
- Breytilegir nafnvextir færast því nær og nær verðtryggðum vöxtum eftir því sem binditími þeirra styttest .

$$R_{\text{verðtryggðir}} = R_{\text{óverðtryggðir}} - A_{\text{áhættuálag}}$$

# Háar verðbólguvæntingar leiða til hærri nafnvaxta

## Verðbólguvæntingar á Íslandi

– á mælikvarða skuldabréfamarkaðarins



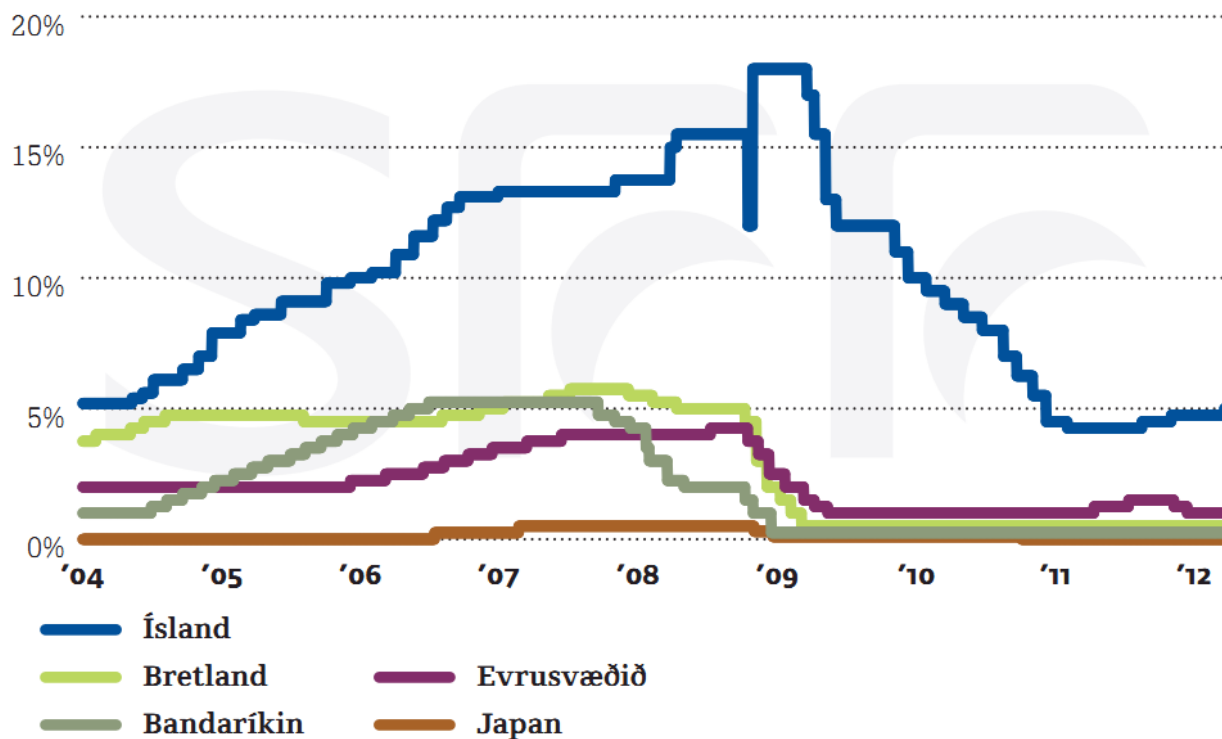
Myndin sýnir verðbólguálag m.v. óverðtryggt ríkisbréf með lokadag 2013 og verðtryggt bréf Íbúðalánasjóðs með lokadag 2014 fram til janúar 2008 en eftir það er miðað við óverðtryggt ríkisbréf með lokadag 2019 og verðtryggt bréf Íbúðalánasjóðs með lokadag 2024.

Heimild: Hagvísar Seðlabanka Íslands.

# Verðbólgan speglast í vöxtunum

## Stýrivextir seðlabanka í ýmsum löndum

– frá 2004 til þessa dags



Heimild: Hagvísar Seðlabanka Íslands.

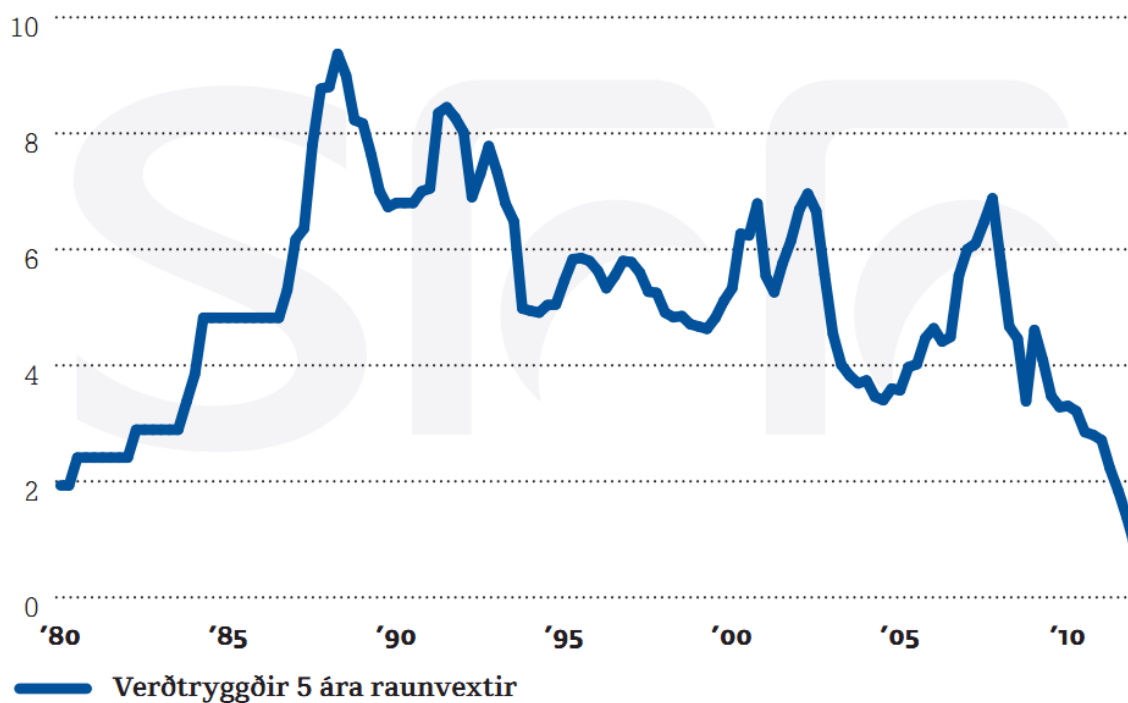
# Af hverju er raunvextir hærrí hérlendis?

- Þar sem verðbólga er h  hérlendis hljóta nafnvextir einnig að vera hærrí en erlendis. Þessi nafnvaxtamunur mun vara svo lengi sem verðbólguvæntingar Íslendinga eru hærrí en annarra þjóða.
- Raunvextir hafa einnig verið hærrí en þekkist ytra. Það stafar að einhverju leyti af innlendum aðstæðum. Íslendingar eru tiltölulega ung þjóð þar sem helmingur landsmanna er yngri en 34 ára og ungur aldur takmarkar mögulegan sparnað.
- Þ  er það hin einkennilega 3,5% uppgj rsregla lífeyrissjóðanna sem hefur haldið aftur af lækkun raunvaxta.
- **Hins vegar skipta erlend fj rmagnsvi skipti höfuðmáli fyrir raunvaxtastigi .**
- Raunvextir f ru mjög lækkandi eftir að opnað var   fjármagnsflutninga við útlönd árið 1993 og þegar litið er til framtíðar mun vaxtastigi  ráðast af því hve vel það heppnast að tryggja hreint innflæði fjármagns inn   hagkerfið.

# Raunvextir á leið niður?

## Verðtryggðir fimm ára raunvextir á Íslandi

– Eftir ársfjórðungum 1980-2012



Heimild: Seðlabanki Íslands

# Er lausn að banna?

- Ekki verður séð að það leysi nokkurn vanda að banna verðtryggingu. Það ætti raunar að vera keppikefli að fjölga valkostum en ekki fækka þeim, en jafnframt tryggja að augu lántakanda séu opin fyrir þeirri áhættu sem fylgir hverjum kosti.
- Grunnrót vandans; verðbólga og óstöðugleiki yrði áfram til staðar en þeim leiðum sem hægt er að beita til þess að bregðast við honum hefði aðeins fækkað.
- Líklega myndi verðtryggingin verða leyst af hólmi með breytilegum nafnvöxtum sem myndu elta verðbólguna, líkt og þekkist erlendis . En í öllum tilfellum fellur kostnaður vegna verðbólgunnar á lántakendum með einum eða öðrum hætti.
- Húsnæðislánakerfi á Vesturlöndum eiga það öll sameiginlegt að byggja á frjálsu samspili framboðs og eftirspurnar á fjármagnsmarkaði en ekki nauðung við lánveitendur.
- Hins vegar er mikil þörf á því að endurskoða hvernig verðtryggingu hefur verið beitt hérlandis í samhengi með öðrum skilmálum sem við hana hafa verið tengd, einkum með veitingu sk . **Íslandslána**.
- **Íslandslán** eru verðtryggð, faxtvaxta, jafngreiðslu lán til allt að 40 árum.



# Vandinn við verðtryggingu

1. Veiting Íslandslána skapar hvata fyrir of mikla skuldsetningu og ýtir undir lánabólur sökum þess hvað greiðslubyrðin í upphafi er lág vegna þess að jafngreiðslufyrirkomulagið tryggir að nær ekkert er greitt af höfuðstól á fyrri hluta lánstímans.
2. Fjármögnun Íslandslánanna byggir á ríkisábyrgð, sem er í raun niðurgreiðsla sem hvetur til skuldsetningar, auk þess sem ríkissjóður hefur tekið á sig óhóflega fjárhagslega ábyrgð vegna þessara ábyrgða. Nú eru um 60% af fasteignalánnum heimilanna með beinni ríkisábyrgð í gegnum Íbúðalánasjóð sem er samtals um 650 milljarðar, en auk þess er ríkið í ábyrgð fyrir lánnum ýmissa fyrirtækja og annarra aðila. Einnig eru innistæður í bankakerfinu enn með ríkisábyrgð.
3. Heimilin taka á sig of mikla þjóðhagslega áhættu með verðtryggðum lánnum þar sem óvæntir verðbólguþættir færast allir á þeirra reikning. Vitaskuld eiga þau að fá umbun í lægri vaxtakjörum en mikið umhugsunarefni hve mikla áhættu hægt er að leyfa fólki að taka í ljósi þess hve mikil hættu er á kerfisbundnum áföllum hérlendis.
4. Verðtrygging þvælist fyrir framgangi peningamálastefnu Seðlabankans, einkum þó leiðni stýrivaxta yfir til langtímaxta og færa má rök fyri því að aukið vægi nafnvaxta gæti aukið árangur við framfylgd verðbólguþættis og skapað heilbrigðari miðlun peningamálastefnunnar í litlu opnu hagkerfi eins og hinu íslenska.

# Tillögur

## 1. Aukinn endurgreiðsluhraði fasteignalána.

- ✓ Minnkar gírur og myndar náttúrulegt þyngdarafli gegn húsnæðisbólum.
- ✓ Minnkar líkur á kerfisbundnum skuldavandræðum heimilanna.

## 2. Afnám ríkisábyrgðar í lánaviðskiptum.

- ✓ Áhætta skattborgara alltof mikil af þeim ábyrgðum sem þegar eru til staðar.
- ✓ Ríkisábyrgð er niðurgreiðsla á vöxtum og ýtir undir skuldasöfnun.

## 3. Þjóðhagslegar varúðarreglur.

- ✓ Nauðsynlegt að takmarka áhættu fólks vegna þjóðhagslegra áfalla.
- ✓ Kostnaðarskipting þarf að liggja fyrir fyrirfram um hvernig kostnaði verður skipt af áföllum.

## 4. Aukið vægi breytilegra vaxta.

- ✓ Hreinni og beinni leiðni Seðlabankavaxta og minni líkur á gjaldeyrisbólum.
- ✓ Aukið meðvitund um kostnað vegna verðbólgu, auk þess sem stýrivextir geta verið notaðir sem skuldastýringatæki.