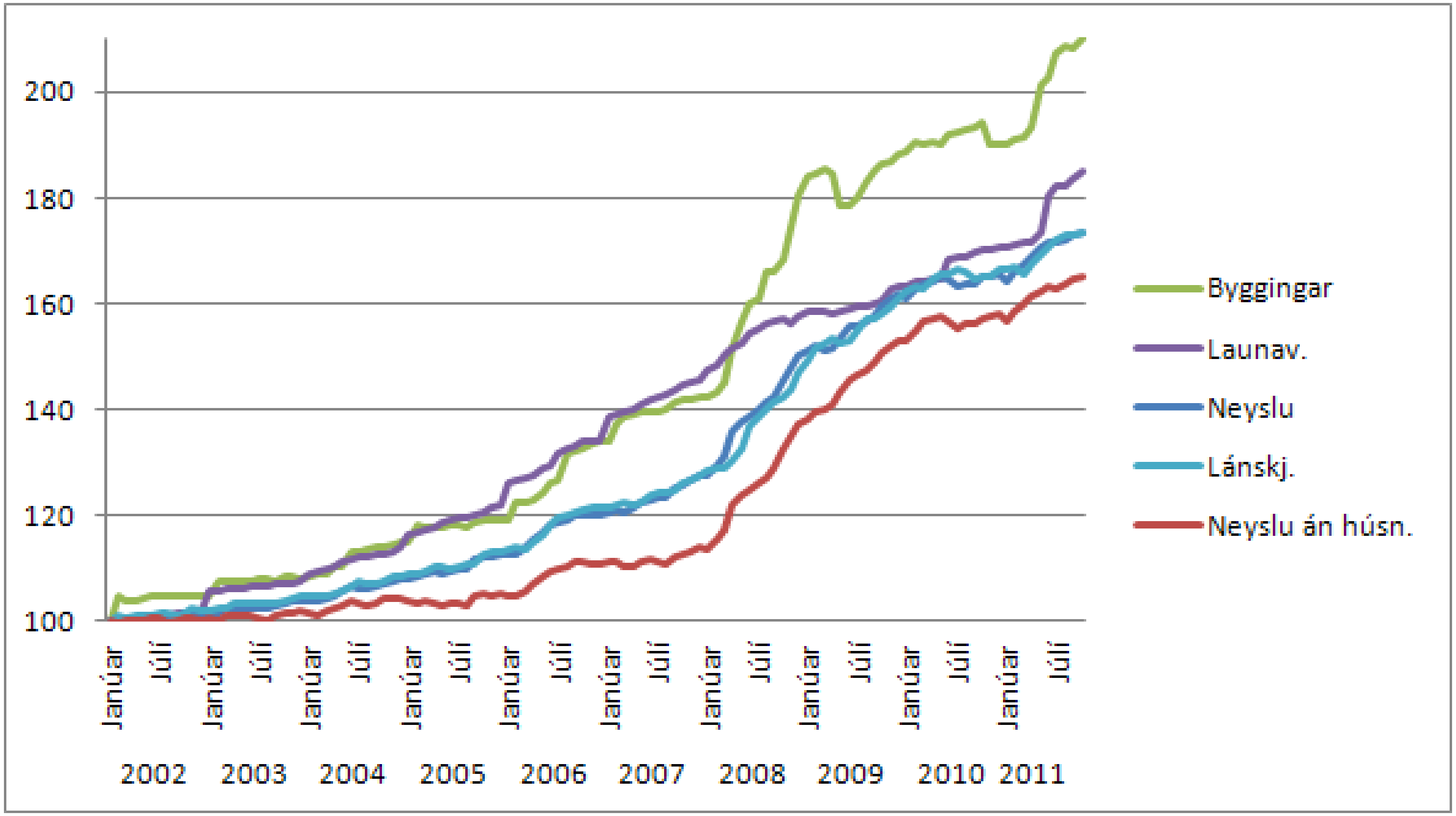
Af vöxtum og verðbólgu. Hvaða áhrif hefur breytt ávöxtunarkrafa og afnám verðtryggingar á lífeyrissjóðina?

Benedikt Jóhannesson, ritstjóri *Vísbendingar*

23. nóv. 2011

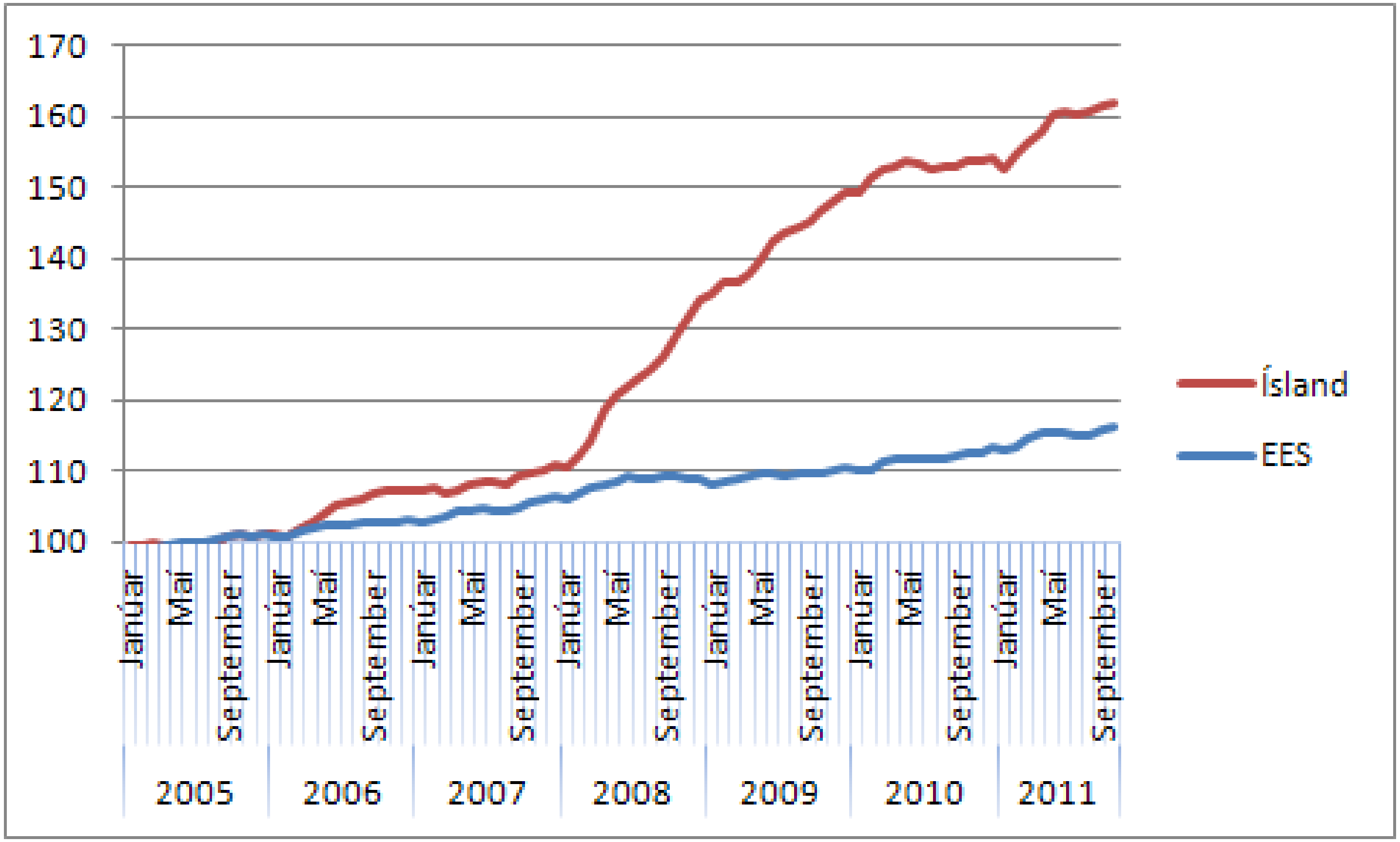
Verðbólga á Íslandi í áratug



Er hún

- 65% á áratug (um 5% á ári?)
- eða
- 110% á áratug (tæplega 8%)
- Svo dæmi sé tekið m.v. 10 ár?

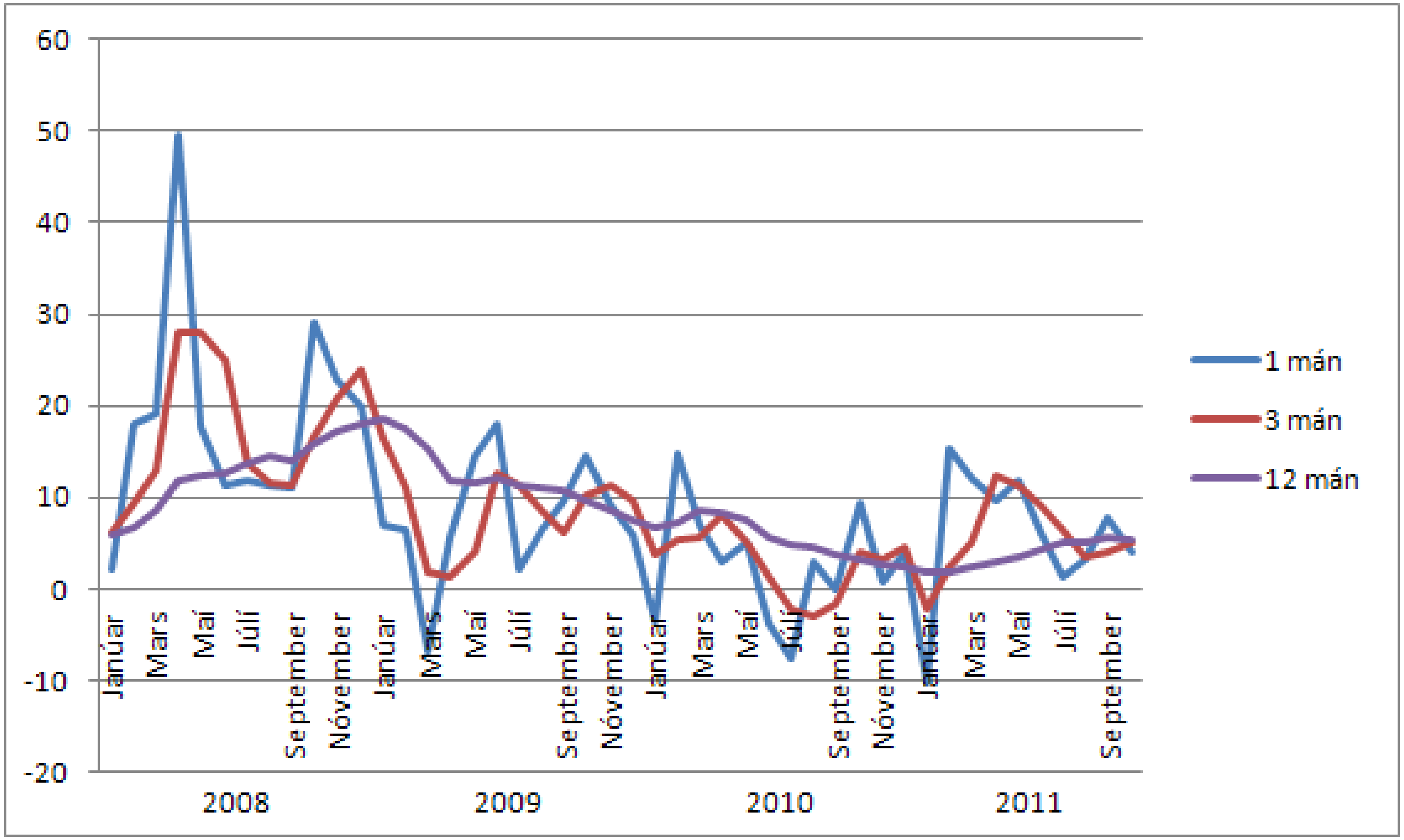
Hún er a.m.k. mjög mikil



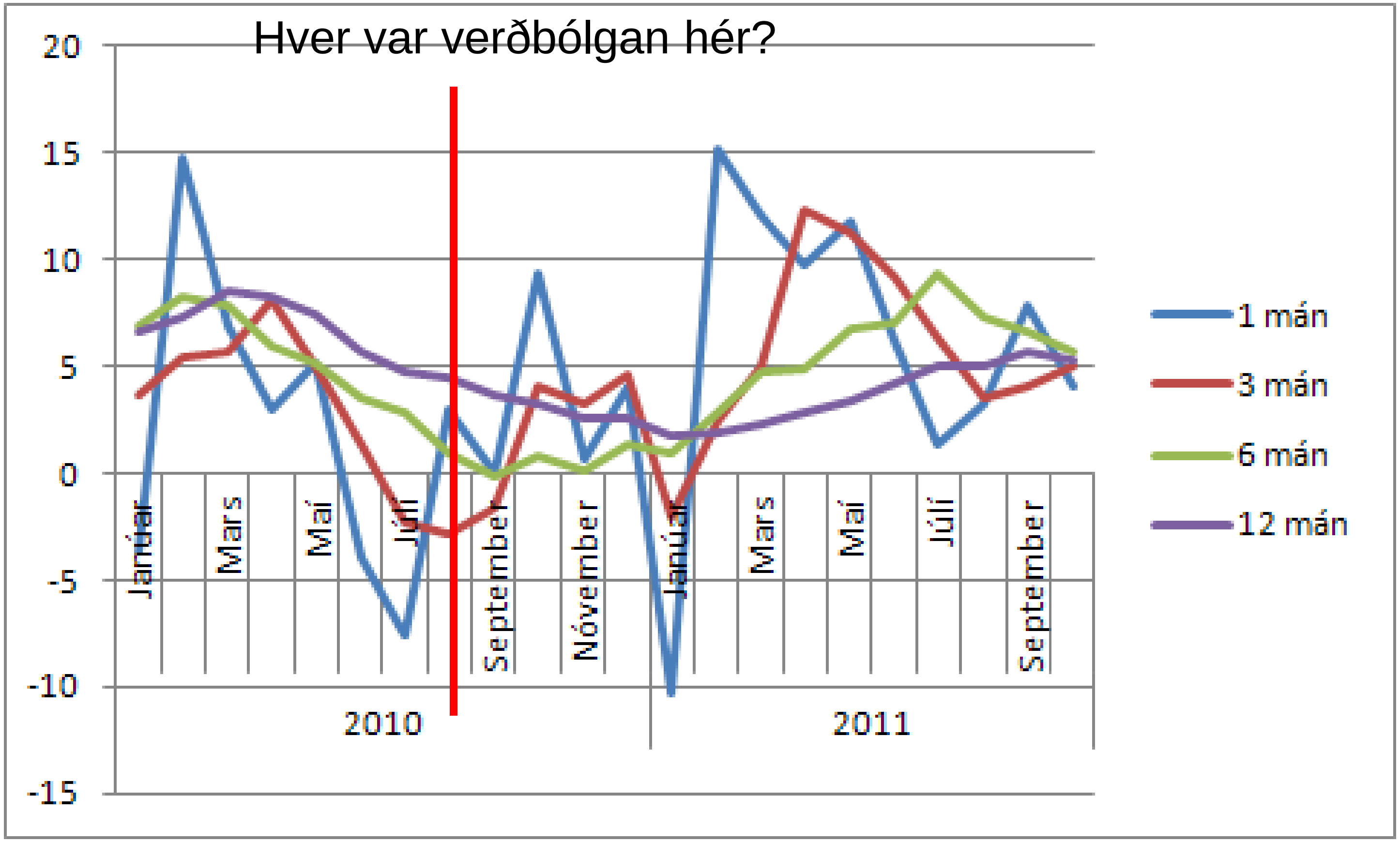
Áhrif verðbólgu á vexti

- Vextir eru samsettir úr raunvaxtaþætti og verðbólguþætti
- Spurningin er hversu raunverulegir eru raunvextirnir (of eða van)

Sveiflur eru mismiklar eftir tímabilum



Verðbólga í júlí 2010 var ...



Tja ...

- 4,8% (tólf mánaða mæling)
- -7,6% (eins mánaðar mæling)
- 2,8% (sex mánaða mæling)
- -2,3% (þriggja mánaða mæling)

- Vextir Seðlabanka voru 6,5%

Og raunvextir þá á bilinu ...

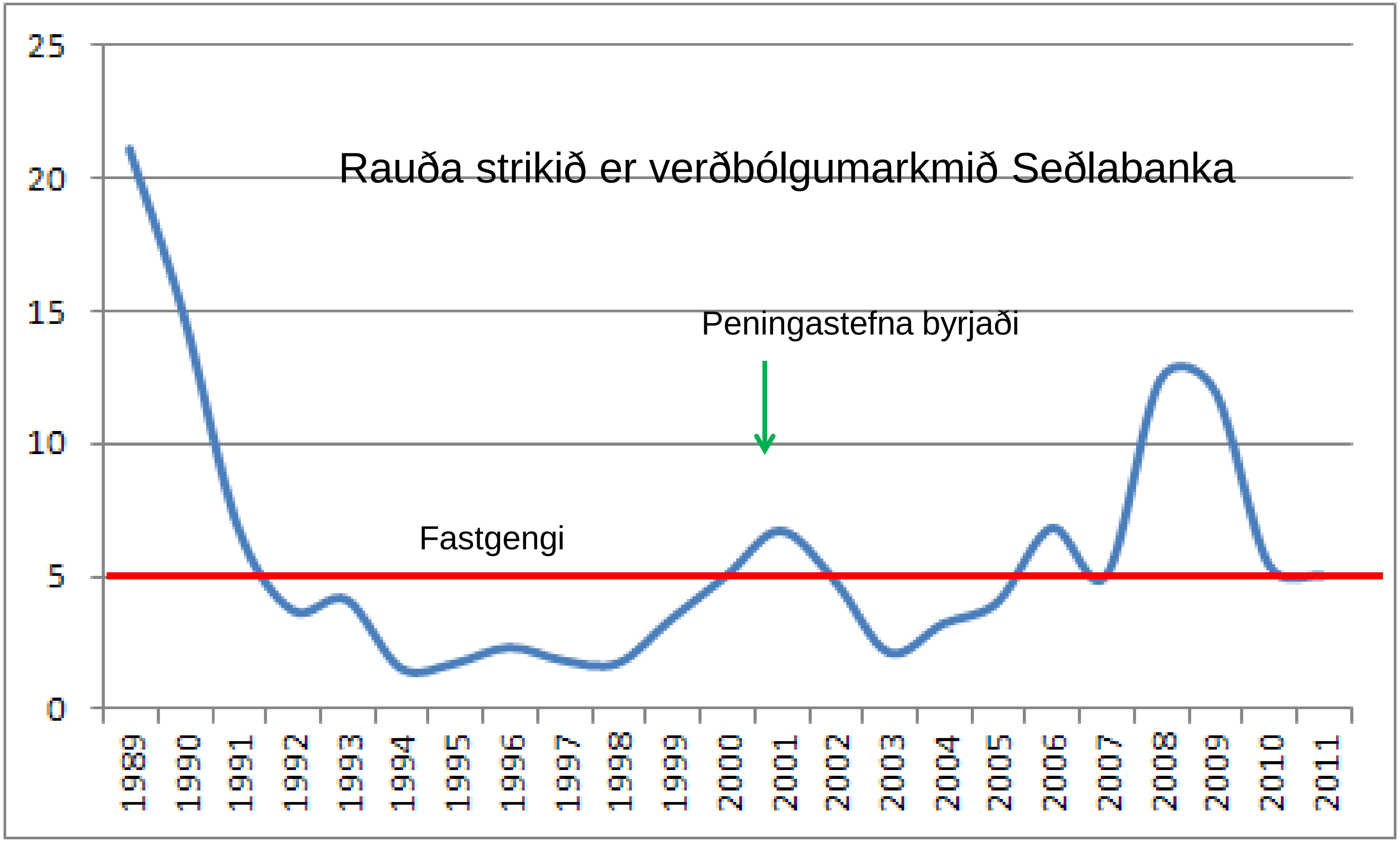
- 1,6 til 15,2% eftir hvaða verðbólgu við miðum við

Vaxtastefna gegn verðbólgu

- Vextir hækka á öllum lánum
- Almenningur (fólk og fyrirtæki) verður að greiða meira til bankans
- Hann hefur minna til annars
- Það dregur úr neyslu

- Með sama hætti má örva neyslu með vaxtalækkun

Peningastefnan virkaði ekki



Þessi stefna virkar ekki með þreföldu hagkerfi

- Krónulánum
- Verðtryggðum krónulánum
- Erlendum lánum

- Sem hvert um sig fylgir sínum lögmálum

Peningastefnan á að nýta vexti gegn verðbólgu

- Hún getur ekki gengið upp með stóran hluta lána verðtryggðan
- Hvað áhrif hefur það að taka upp erlenda mynt?
- Þá hverfur sjálfstæð vaxtastefna
- Færeyinga eru með færeyska krónu sem er jafngild þeirri dönsku sem hefur aftur tengst evru frá upphafi. Þar er verðbólga lítil

Til hvers er verðtrygging?

1. Þegar hér var óðaverðbólga á árunum 1973-83 (30 til 120%) lækkaði höfuðstóll skulda mjög hratt að raunvirði
2. Þó að vextir væru mjög háir í prósentum (40-60% sum ár) voru þeir miklu lægri en verðbólgan og því raunávöxtun neikvæð
3. Afleiðingin var sú að sparnaður rýrnaði að raunvirði og fé til þess að lána var lítið

Kostir verðtryggingar

4. Með verðtryggingu er raunvirði höfuðstóls haldið föstu
5. Sparnaður óx og auðvelt var að fá lán
6. Vaxta- og greiðslubyrði er svipuð ef laun og verðlag haldast í hendur
7. Lífeyrissjóðakerfið byggðist upp

Ókostir verðtryggingar

8. Höfuðstóll lána gengur hægt niður
9. Höfuðstóllinn getur hækkað mikið ef verðbólga rýkur upp
10. Greiðslubyrði vex ef laun vaxa hægar en verðlag
11. Peningastefna þar sem vaxtahækkanir eiga að hafa áhrif á verðbólgu er gagnslítil

Skýringin á verðtryggingu

- Krónan var (og er) svo lélegur gjaldmiðill að menn urðu að finna upp nýja einingu, þ.e. *verðtryggða* krónu.
- Þegar krónan rýrnar stöðugt er hætt við að sparnaður fari í steinsteypu, flatskjái og aðra hluti sem menn kaupa fyrst og fremst til þess að verja verðgildi eigna sinna, ekki vegna þess að þeir þurfi þá

Verðtrygging

- Það er rangt að verðtrygging sé bundin við Ísland
- Hún er til víða um lönd, en er algengari þar sem verðlag er óstöðugt
- Hún er líklega hvergi jafnútbreidd og hér
- Óverðtryggð lán eru yfirleitt með **hærri** raunvexti en verðtryggð

Verðtrygging

- Það var mjög ósanngjarnt að allur skellur af hruninu hafi lent á skuldurum verðtryggðra lána
- Það er óviðunandi að verðmæti peninga sveiflist stöðugt og geti rýrnað um helming í einu vetfangi
- Þess vegna þurfum við stöðugri mynt og minni verðtryggingu

Kostir verðtryggðra lána

- Gefa bæði lánveitendum og lántökum öryggi um að raunvirði haldist
- Dreifa greiðslubyrði jafnt
- Verðbótaþáttur vaxta bætist við höfuðstól

Ókostir verðtryggðra lána

- Geta hækkað mjög mikið, til dæmis þegar verðlag hækkar langt umfram laun
- Í verðbólgumælingu geta verið ýmsir þættir sem virðast *óviðkomandi*
- Vaxtastefna Seðlabanka hefur ekki áhrif á lánin

Verðtrygging

- Ef vægi verðtryggingar eykst í langtímalánum er líklegt að:
  - Áhætta lífeyrissjóðanna við lánin verði meiri en af verðtryggðum lánum
  - Ávöxtun verði að meðaltali hærri en af verðtryggðum lánum

Hvað þýðir 3,5% ávöxtun?

- Margir halda að talan merki ávöxtunarkröfu til lífeyrissjóðanna
- Svo er ekki heldur er 3,5% reiknital miðað við meðaltal langtímaávöxtunar
- Talan er byggð á reynslu um langtímaávöxtun yfir mjög langan tíma
- Vegna þess að hún er meðaltal verður ávöxtun stundum meiri, stundum minni

Ávöxtun 1802-1996

Real returns (%)

	1802-1996	1802-1971	1871-1925	1926-1996
Stocks	6.9	7.0	6.6	6.9
Bonds	3.4	4.8	3.7	1.9
Bills	2.9	5.1	3.2	0.6
Gold	0.1	0.2	–0.8	0.6
Dollar	–1.3	–0.1	–0.6	–3.0

Úr *Financial Times* 1997

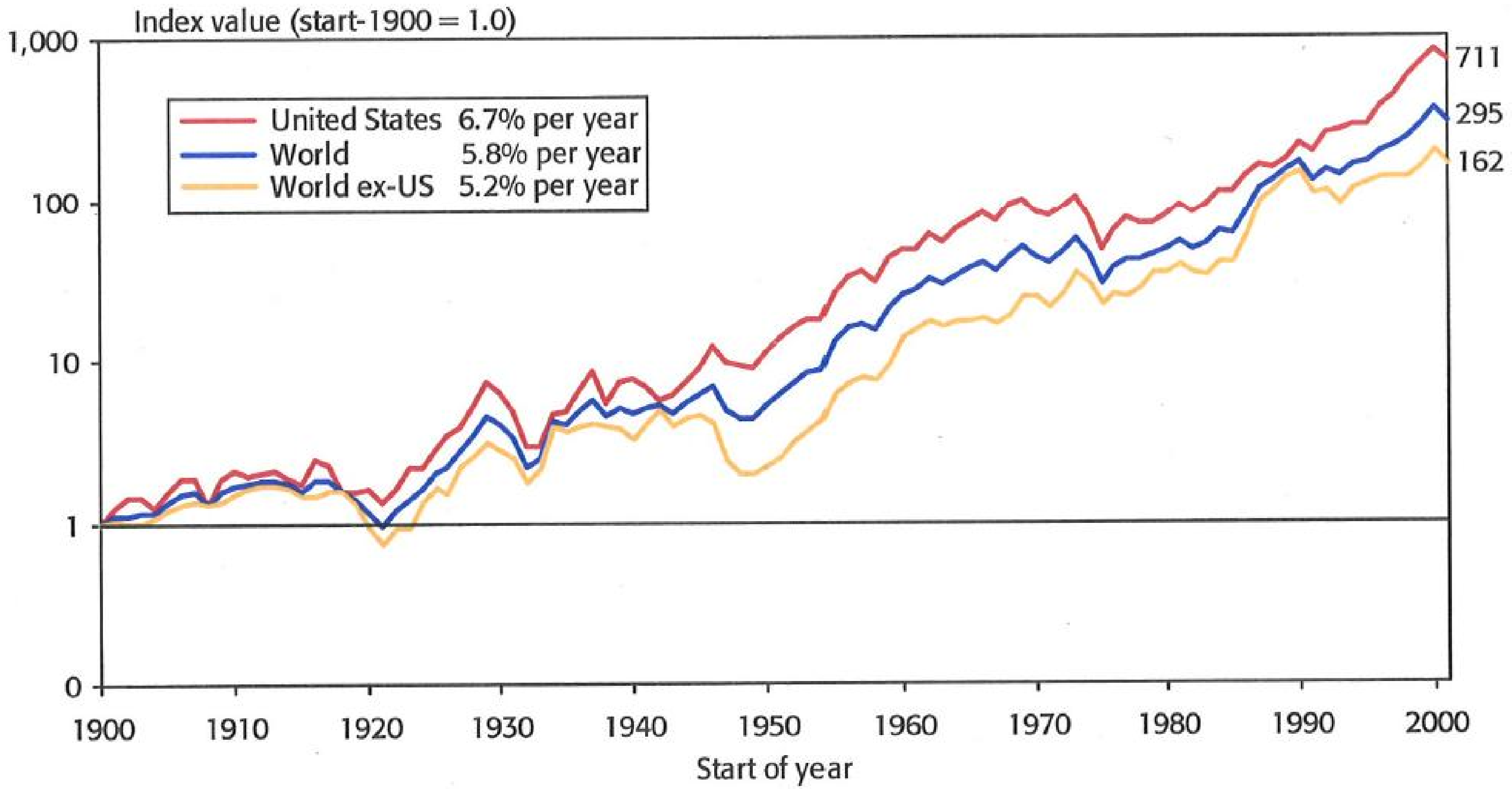
Raunávöxtun 1900-2000
16 helstu hlutabréfamarkaðir

Hlutabréf	7,2%
Skuldabréf	1,7%
Víxlar	1,0%

Blanda af þessu þrennu í hlutföllunum 40% hlutabréf, 30% skuldabréf og 30% víxlar hefði gefið **3,7% raunávöxtun**

Úr *Triumph of the Optimists*

Raunávöxtun hlutabréfa 1900-2000

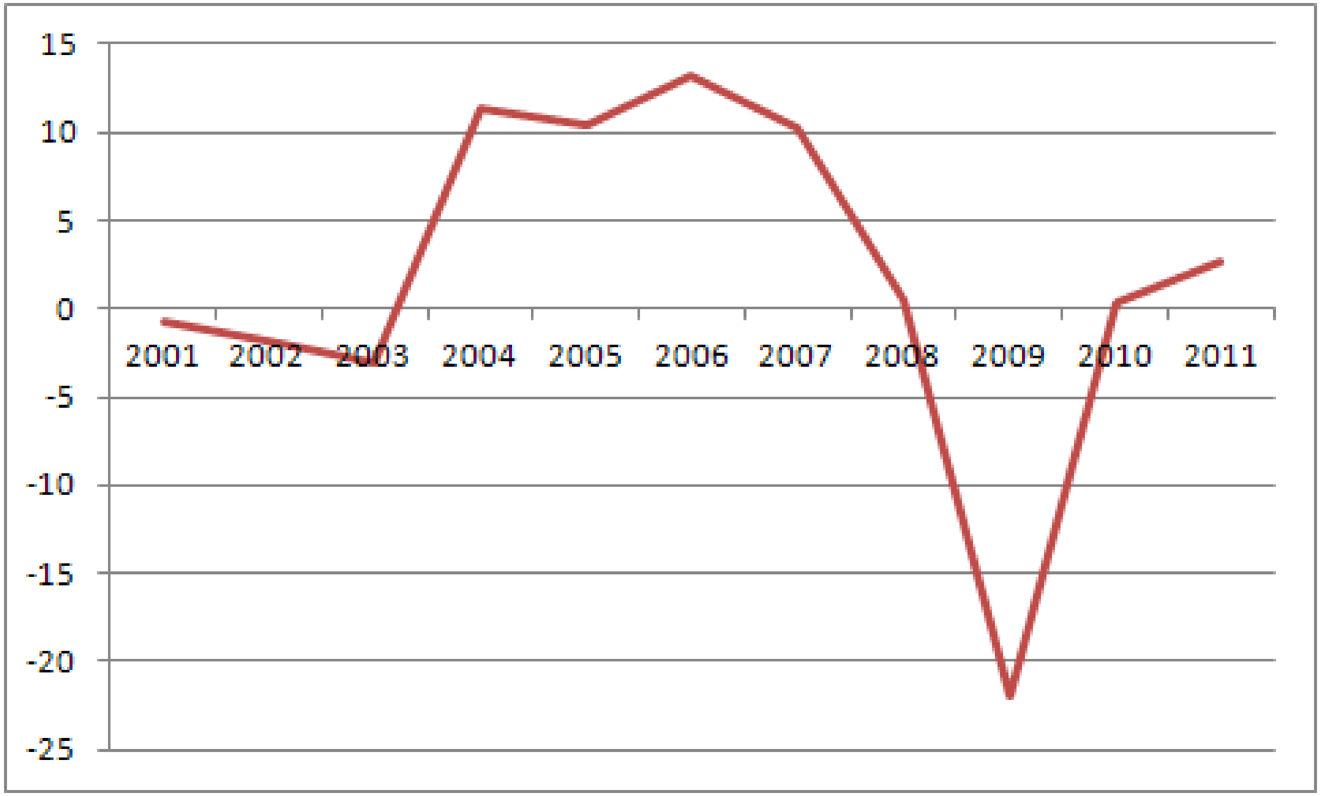


Úr *Triumph of the Optimists*

3,5% tvísýn í bráð

- Hruninn verðbréfamarkaður og gjaldeyrishöft
- Hætta á að slök ávöxtun sé ávísun á frekari skerðingar á lífeyri
- Takmarkaðir fjárfestingarkostir
  - Bréf ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs (takmarkað framboð)
  - Bankainnstæður
- Verkefni á vegum ríkis og sveitarfélaga
  - Skýr arðsemiskrafa liggi fyrir um einstök verkefni

Raunávöxtun lífeyrissjóða



Raunávöxtun meðaltal 5 ára og 10 ára

Lækkun vaxtaviðmiðs?

- Lægri raunávöxtun þýðir meiri skuld-bindingar eða minni lífeyri

- Hver yrðu áhrif þess að lækka núv. reikni-forsendu vaxta úr 3,5% í 3,0%?
- Skuldbindingar myndu hækka 10-12% og réttindatöflur lækka 13-15%. Lífeyrir myndi skerðast sem því nemur