

5. febrúar 2014

Eru líkur á „greiðslufalli“ Íbúðalánasjóðs?

Eftir að yfirmenn Íbúðalánasjóðs og stjórnvöld hófu fyrst að ræða um möguleikann á því að íbúðabréfum yrði skilmálabreytt til að bregðast við vanda sjóðsins (eða gáfu að öðru leyti í skyn að ríkisábyrgð sjóðsins fæli ekki endilega í sér tryggingu um óbreytt greiðslufæði af bréfunum) hefur verið merkjanlegt álag á kröfu bréfanna umfram verðtryggð ríkisbréf (RIKS21). Þetta álag hefur náð nokkrum stöðugleika á milli 40-60 punkta síðan um mitt síðasta ár.



En er álagið orðið of hátt, er það of lágt eða kannski hæfilegt? Hvað þýðir álag af þessari stærðargráðu annars? Einfaldasta leiðin til að fá tilfinningu fyrir þýðingu álagsins er að hlutbinda það með einhverjum hætti; ljá því merkingu sem hægt er að taka afstöðu til.

Það má gera með því að umbreyta álaginu í svokallaðar fólgnar greiðslufallslíkur að gefnum forsendum um endurheimtur ef téð greiðslufall skyldi eiga sér stað. Í stuttu máli felur aðferðafræðin við fólgnar greiðslufallslíkur í sér að munur á markaðsverði bréfanna og verði þeirra m.v. áhættulausa vexti getur stafað af einhverju núvirtu væntu tapi yfir líftíma bréfsins. Tekið skal fram að orðanotkunin „greiðslufall“ og „endurheimtur“ þarf ekki endilega að vísa til gjaldþrots í hefðbundnum skilningi, heldur geta útreikningarnir vel átt við breytingar á skilmálum bréfanna sem valda því að núvirt greiðslufæði þeirra minnkar – þ.e. verðmæti bréfanna rýrnar. Hægt er að reikna gróflega þær líkur (n.b. uppsafnaðar yfir líftíma bréfsins) og endurheimtur sem samræmast þessu vænta tapi með lítilli fyrirhöfn.

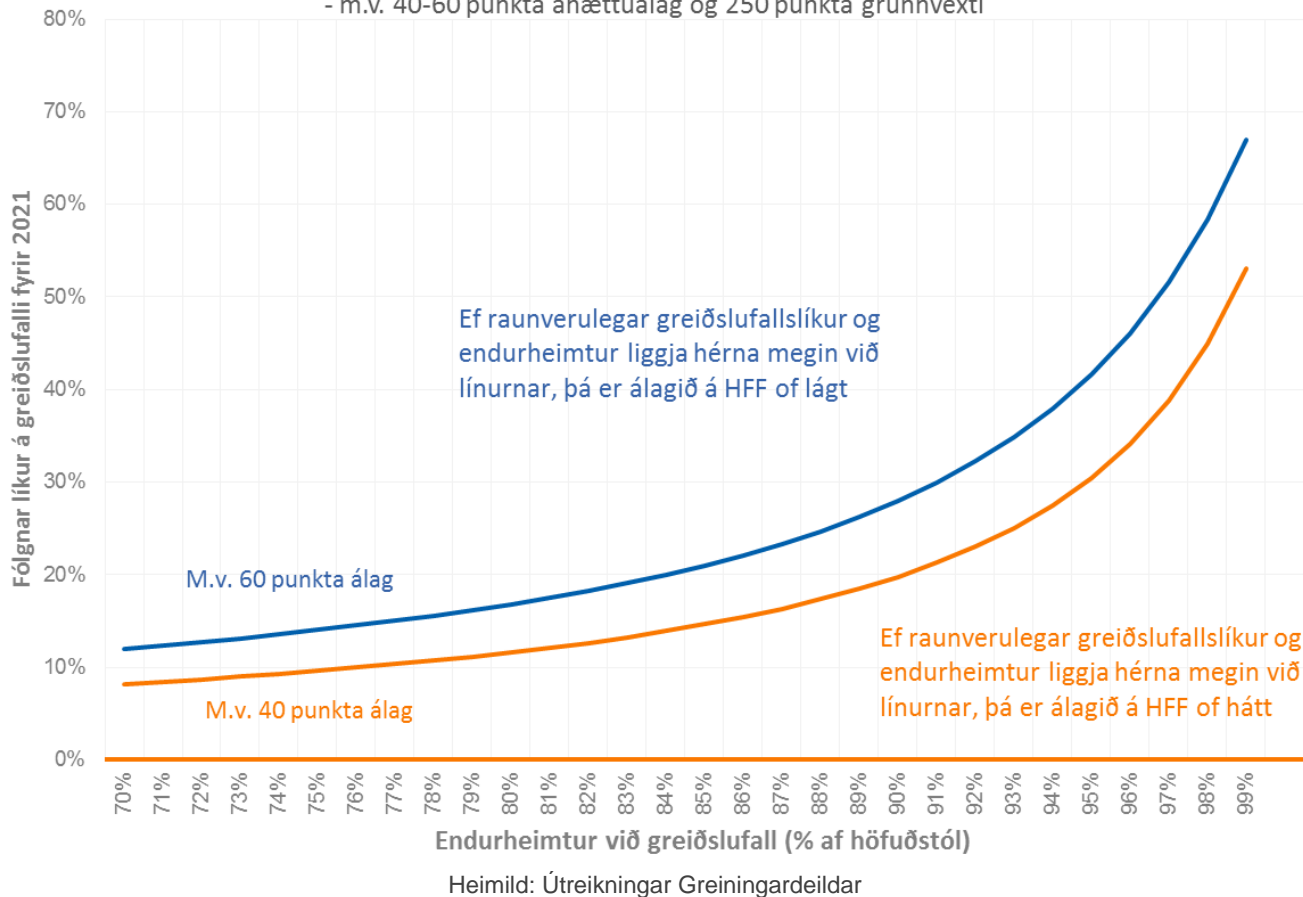
Það hefur verið gert á myndinni hér að neðan, en línurnar sýna allar samsetningar væntinga um uppsafnaðar greiðslufallslíkur á næstu 7 árum og núvirtar endurheimtur sem samræmast 40-60 punkta álagi¹. Fyrir opnun markaða virtust fjárfestar t.d. verðleggja bréfin á þann veg að um fimmtungslíkur væru á

¹ Notast er við einfalt líkan af stöðugum greiðslufallslíkum að gefnu áhættuhlutleysi fjárfesta, sem lýst er [fremst í viðauka hér](#), til þess að finna árlegar greiðslufallslíkur og endurheimtur sem samræmast álaginu um þessar mundir, þ.e. ca. 40-60 punktum. Til þess að reikna út fólgnar líkur á greiðslufalli á næstu 7 árum er gert ráð fyrir að greiðslufall fylgi Poisson dreifingu. Setja má tvo fyrirvara við útreikningana, til viðbótar við fyrirvara sem almennt gilda um raunsæi forsendna sem einföld líkön á borð við þetta hvíla á:

– Í fyrsta lagi er fræðilega hugsanlegt að álagið endurspegli aðra þætti en bara skuldaráhættu ÍLS; t.d. mismunandi seljanleika, kúpni, veðhæfi o.s.frv. Það er hinsvegar mjög hæpið að sú sé raunin í ljósi þess að nánast munurinn á kröfu HFF og RIKS var lítill sem enginn áður en skilmálabreytingar íbúðabréfa komu fyrst til tals.

Því að eigendur íbúðabréfa tækju á sig 10% högg eða um 10% líkur á að þeir tækju á sig fjórðungshögg. Ef einhver skyldi sjá fyrir sér minni líkur á greiðslufalli eða búast við minna höggi á fjárfesta, þá ætti viðkomandi ýmist að þykja íbúðabréf undirverðlögð eða verðtryggð ríkisbréf yfirverðlögð og öfugt.

Hvaða samsetning er líklegust í málefnum ÍLS? - m.v. 40-60 punkta áhættuálag og 250 punkta grunnvexti



Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is
444-6981

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is
444-6910

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is
444-6993

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is
444-6959

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)