

# Afnám verðtryggingar af nýjum neytendalánum

Janúar 2014



FORSÆTISRÁÐUNEYTIÐ

Forsætisráðuneyti: Afnám verðtryggingar af nýjum neytendalánum  
Janúar 2014

Útgefandi: Forsætisráðuneyti  
Stjórnarráðshúsinu við Lækjargötu  
150 Reykjavík  
Sími: 545 8400  
Bréfasími: 562 4014  
Netfang: [postur@for.is](mailto:postur@for.is)  
Veffang: [forsaetisraduneyti.is](http://forsaetisraduneyti.is)

Umbrot og textavinnsla: Forsætisráðuneyti

© 2014 Forsætisráðuneyti

ISBN 978-9935-9144-4-6

# Efnisyfirlit

---

Efnisyfirlit.....	4
1 Inngangur.....	5
1.1 Um starf sérfræðingahópsins .....	5
1.2 Verkefnisafmörkun.....	6
1.3 Uppbygging skýrslu .....	6
2 Samantekt.....	7
3 Tillögur og tímasett áætlun.....	8
3.1 Stemma ber stigu við sjálfvirkni verðtryggingar .....	8
3.2 Fullt afnám í einu skrefi? .....	8
3.3 Afnám í áföngum.....	10
3.4 Mótvægisáðgerðir.....	11
4 Ástæður afnáms verðtryggingar nýrra neytendalána.....	15
4.1 Helstu gallar verðtryggingar .....	15
4.2 Samanburður á lánaformum .....	16
4.2.1 Vaxtamyndun .....	16
4.2.2 Verðtryggð lán.....	17
4.2.3 Óverðtryggð lán.....	17
4.2.4 Þróun höfuðstóls og greiðslubyrði yfir lánstíma .....	18
4.2.5 Upphafleg greiðslubyrði og freistnivandi.....	20
4.3 Samningafrelsi og neytendavernd.....	21
4.4 Neytendalánalög .....	22
4.5 Fjármálalæsi .....	23
4.6 Atferlishagfræði, peningagljáa og freistnivandi .....	24
5 Áhrif afnáms verðtryggingar á hagkerfið í heild .....	25
5.1 Skuldir heimilanna.....	25
5.2 Miðlun peningastefnu .....	26
5.3 Þjóðhagsleg áhrif.....	27
5.4 Áhrif á fasteigna- og leigumarkað.....	28
6 Áhrif afnáms verðtryggingar á neytendur .....	29
6.1 Framboð óverðtryggðra lána.....	29
6.2 Aukin greiðslubyrði í upphafi – minna aðgengi að fjármagni .....	30
6.3 Áhrif vaxtabreytinga á greiðslubyrði .....	32
6.4 Áhrif á eigendur fasteigna og nýkaupendur .....	33
6.5 Áhrif á lífeyrisréttindi .....	34
7 Áhrif afnáms verðtryggingar á lánveitendur .....	35
7.1 Lánsfjármarkaður .....	35
7.2 Íbúðalánasjóður .....	37
7.3 Viðskiptabankar .....	39
7.4 Lífeyrissjóðir .....	41
7.5 Áhrif lækandi fasteignaverðs á lánveitendur .....	42
7.5.1 Íbúðalánasjóður.....	42
7.5.2 Viðskiptabankar.....	42
7.5.3 Lífeyrissjóðir .....	43
7.5.4 Fjárfestar .....	43
Heimildaskrá .....	44
Viðaukar.....	46

# 1 Inngangur

---

## 1.1 Um starf sérfræðingahópsins

Alþingi samþykkti 28. júní 2013 þingsályktun um aðgerðir vegna skuldavanda heimila á Íslandi. Einn liður aðgerðaáætlunarinnar laut að myndun sérfræðingahóps um afnám verðtryggingar af neytendalánum. Verkefnið er á ábyrgð forsætisráðherra. Í athugasemdum við þingsályktunartillöguna er fjallað nánar um verkefni hópsins með eftirfarandi hætti:

Í skýrslu verðtrygginganefndar frá 2011 sem kannaði forsendur verðtryggingar kom m.a. fram að „[g]allar verðtryggingar hafa helst reynst vera misvægi launa og lána á verðbólgutímum, þannig að lán halda verðgildi sínu án tillits til þess hvort laun og eignaverð halda í við verðbólgu. Þessi nafnhækkun höfuðstóls getur leitt til yfirveðsetningar eins og raunin varð í kjölfar efnahagshrunsins 2008. Einnig getur skapast freistnivandi til útlánapenslu þegar lántakendur bera einir áhættu af verðbólgu umfram væntingar. Loks hafa ýmsir lýst áhyggjum af því að útbreiðsla verðtryggðra jafngreiðslulána dragi úr virkni peningamálastefnu seðlabanka á heildareftirspurn í hagkerfinu.“

Verkefni sérfræðingahópsins verði að útfæra afnám verðtryggingar nýrra neytendalána. Tillögur og tímasett áætlun liggi fyrir í árslok 2013. Hópurinn meti áhrif þessarar breytingar í víðum skilningi og geri tillögur til þess að lágmarka neikvæð áhrif. Tillögur um útfærslu og tímasett áætlun liggi fyrir í lok árs 2013.

Forsætisráðherra skipaði sérfræðingahópin 16. ágúst 2013. Í honum áttu sæti eftirfarandi:

- Ingibjörg Ingvadóttir, hdl., formaður
- Helga Hlín Hákonardóttir, hdl.
- Iða Brá Benediktsdóttir, viðskiptafræðingur
- Sigrún Ólafsdóttir, alþjóðaviðskiptafræðingur í forsætisráðuneytinu
- Tómas Brynjólfsson, skrifstofustjóri í fjármála- og efnahagsráðuneytinu
- Valdimar Ármann, hagfræðingur og fjármálaverkfræðingur
- Vilhjálmur Birgisson, formaður Verkalýðsfélags Akraness

Frá byrjun október starfaði Benedikt Árnason, efnahagsráðgjafi forsætisráðherra og ráðherranefnda ríkisstjórnarinnar, með hópnum. Steindór Grétar Jónsson, sérfræðingur í fjármála- og efnahagsráðuneytinu, var starfsmaður hópsins.

Sérfræðingahópurinn kallaði á sinn fund gesti, en þeir voru:

Arnar Sigurmundsson, Ólafur Sigurðsson, Tómas Möller og Þórey S. Þórðardóttir frá Landssamtökum lífeyrissjóða ; Ásdís Kristjánsdóttir, Hafsteinn Hauksson og Stefán Broddi Guðjónsson frá Arion banka ; Ásgeir Daníelsson, Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson frá Seðlabanka Íslands ; Ásgeir Jónsson ; Ásta Sigrún Helgadóttir og Lovísa Ósk Þrastardóttir frá Umboðsmanni skuldara ; Daníel Svavarsson og Gústaf Steingrímsson frá Landsbanka Íslands ; Guðjón Rúnarsson og Yngvi Örn Kristinsson frá Samtökum fjármálafyrirtækja ; Guðmundur Kári Kárason og Sigurður Guðmundsson frá fjármála- og efnahagsráðuneytinu ; Hersir Sigurgeirsson ; Ingibjörg Þórðardóttir, Viðar Böðvarsson og Grétar Jónasson frá Félagi fasteignasala ; Jón Bjarki Bentsson frá Íslandsbanka ; Jón Þór Sturluson frá Fjármálaeftirlitinu ; Ólafur Arnarson ; Ólafur Ísleifsson ; Ólafur Margeirsson ; Sigurður Erlingsson, Sigurður Jón Björnsson og Gunnhildur Gunnarsdóttir frá Íbúðalánasjóði ; Vilhjálmur Bjarnason,

Guðmundur Ásgeirsson og Pálmeý Gísladóttir frá Hagsmunasamtökum heimilanna ; Yngvi Harðarson og Vignir Jónsson frá Analytica.

Hópurinn óskaði skriflegra umsagna um nokkur almenn atriði frá 8 aðilum og bárust umsagnir frá Alþýðusambandi Íslands, Bandalagi háskólamanna, Bandalagi starfsmanna ríkis og bæja, Neytendastofu, Samtökum atvinnulífsins og Viðskiptaráði Íslands.

Þá aflaði hópurinn greinargerða um sértæk atriði frá Seðlabanka Íslands,<sup>1</sup> Analytica,<sup>2</sup> Ásgeiri Jónssyni lektor og Hersi Sigurgeirssyni dósent.<sup>3</sup>

## 1.2 Verkefnisafmörkun

Hlutverk hópsins er að útfæra afnám verðtryggingar af nýjum neytendalánum og koma með tillögur og tímasetta áætlun um afnám. Það er ekki verkefni þessa hóps að leggja til breytingu á skilmálum útistandandi lána. Þá skal hópurinn meta áhrif breytinga í víðum skilningi og gera tillögur til að lágmarka neikvæð áhrif.

Neytendalán eru skilgreind í lögum nr. 33/2013, um neytendalán. Hugtakið felur í sér öll þau lán sem veitt eru neytendum í atvinnuskyni, þ.m.t. fasteignaveðlán, að undanskildum þeim tegundum lána sem sérstaklega eru tekin undan gildissviði laganna í 3. gr. þeirra, s.s. lánsamningar sem fela í sér endurgreiðslu án vaxta og kostnaðar og lánsamningar sem gerðir eru á grundvelli laga um Lánasjóð íslenskra námsmanna. Þá taka lögin ekki til leigusamninga, en gilda þó um eignaleigusamninga (s.s. fjármögnunar-, kaup- og rekstrarleigusamninga) um lausafé og fasteign.

## 1.3 Uppbygging skýrslu

Skýrsla sérfræðingahópsins er þannig upp byggð að í kafla 4 er að finna umfjöllun um nokkrar helstu ástæður afnáms. Í köflum 5-7 er að finna greiningar hópsins á áhrifum fulls afnáms verðtryggingar nýrra neytendalána í einu vetfangi á hagkerfið, sem og neytendur og lánveitendur. Viðaukar 1-3 geyma sérstakar greinargerðir sem hópurinn sá ástæðu til að láta vinna í tengslum við áhrifagreiningar sínar. Á grunni alls framangreinds setti meirihluti hópsins svo fram tillögur sínar og er þær að finna í kafla 3 ásamt tímasetningum og mótvægisaðgerðum. Stutta samantekt má finna í kafla 2.

---

<sup>1</sup> Sjá viðauka 1

<sup>2</sup> Sjá viðauka 2

<sup>3</sup> Sjá viðauka 3

## 2 Samantekt

---

Í skýrslu þessari er lagt til að frá og með 1. janúar 2015 verði tekin veigamikil skref í átt að fullu afnámi verðtryggingar nýrra neytendalána með því að:

- óheimilt verði að bjóða neytendum verðtryggð lán með jöfnum greiðslum til lengri tíma en 25 ára,
- lágmarkstími nýrra verðtryggðra neytendalána verði lengdur í allt að 10 ár,
- takmarkanir verði gerðar á veðsetningu vegna verðtryggðra íbúðalána og
- hvatar auknir til töku og veitingar óverðtryggðra lána.

Mikilvægt er að draga úr vægi verðtryggðra jafngreiðslulána. Slíkt mun styðja við fjármálastöðugleika til langs tíma, efla virkni stýrivaxta Seðlabankans og byggja undir jafnvægi í hagkerfinu. Greiðsluferill 40 ára verðtryggðra jafngreiðslulána veldur hættu á yfirveðsetningu á fyrri hluta lánstímans og eykur heildarvaxtakostnað yfir lánstímann þar sem verðbótum er velt yfir á höfuðstólinn. Þessi ókostur lánanna ágerist eftir því sem lánstíminn er lengri.

Helstu áhrif afnáms langra verðtryggðra jafngreiðslulána á neytendur eru hækkuð greiðslubyrði og erfiðara aðgengi að lánsfé fyrir tekjulága hópa. Því þarf að koma til móts við tekjulægri einstaklinga og fyrstu kaupendur með aðgerðum eins og betur skilgreindum vaxtabótum, skattaafslætti og úttekt séreignarlífeyrissparnaðar.

Verðtrygging hefur verið samofin íslensku efnahagslífi í 35 ár. Engar hömlur hafa verið settar á verðtryggingu frá árinu 1998 þrátt fyrir vilja og fyrirheit þar um. Þær breytingar sem hér eru lagðar til eru því fyrstu takmarkanir á notkun verðtryggingar í langan tíma.

Fullt afnám verðtryggingar nýrra neytendalána krefst hins vegar meiri tíma og yfirlegu. Án vandaðs undirbúnings gæti afnám ógnað fjármálastöðugleika og rýrt stöðu neytenda og lánveitenda. Forsendur fyrir því að unnt sé að afnema verðtryggingu að fullu eru einkum að takist hafi að leggja grunn að nýju húsnæðiskerfi, skýra stöðu íbúðalánasjóðs og endurbæta lífeyrissjóðakerfið. Að þessu er nú þegar unnið á vegum stjórnvalda og mikilvægt að sú vinna gangi greiðlega.

Lagt er til að stjórnvöld hefji eigi síðar en á árinu 2016 vinnu við að meta reynslu af þessum stóru skrefum, sem hér eru lögð til, í átt að afnámi verðtryggingar og móti í framhaldinu áætlun um fullt afnám.

Allir fulltrúar sérfræðingahópsins sameinast um þessar niðurstöður nema Vilhjálmur Birgisson sem mun skila sinni eigin skýrslu.

## 3 Tillögur og tímasett áætlun

---

Verkefni sérfræðingahópsins var að útfæra afnám verðtryggingar af nýjum neytendalánum og koma með tillögur og tímasetta áætlun. Þá skyldi hópurinn meta áhrif slíkra breytinga í víðum skilningi. Jafnframt skyldi hópurinn gera tillögur til að lágmarka neikvæð áhrif og tekur greining hópsins mið af því.

Íslendingar hafa búið við víðtæka verðtryggingu í 35 ár. Afnám hennar af neytendalánum er aðgerð af áður óþekktri stærðargráðu. Hópurinn taldi því ríka ástæðu til að fram færi umfangsmikil greiningarvinna. Sú greining var framkvæmd með fullt afnám í huga eins og sjá má af síðari köflum skýrslunnar. Þá lét hópurinn vinna þrjár sértækar greiningar og er þær að finna í viðaukum 1-3.

Í fyrsta undirkafla hér að neðan er bent á að afnám verðtryggingar á fjárskuldbindingum neytenda muni verða áfangi á þeirri leið að útrýma rótgrónum verðtryggingarhugsunarhætti þjóðarinnar. Í öðrum undirkafla eru greiningar hópsins á þeim helstu hættum sem felast í fullu afnámi verðtryggingar neytendalána í einu skrefi. Í þriðja undirkafla er að finna tillögur um tímasetta áfanga vegna afnáms verðtryggingar af neytendalánum og í fjórða undirkafla er að lokum lýst þeim mótvægisáðgerðum sem lagðar eru til vegna fyrsta áfanga afnáms verðtryggingar.

### 3.1 Stemma ber stigu við sjálfvirkni verðtryggingar

Hópurinn er þeirrar skoðunar að nauðsynlegt sé að stemma stigu við þeim rótgróna hugsunarhætti verðtryggingar sem einkennt hefur íslenskt hagkerfi umfram flest önnur á undanförunum áratugum. Má þar m.a. nefna sjálfvirkar hækkningar á vörum og þjónustu vegna verðbólgu og ýmsar tegundir verðtryggðra skammtímasamninga, svo sem verktakasamninga og þjónustusamninga. Sama gildir um verðlagshækkningar í opinberum gjaldskrá, m.a. samkvæmt þar til gerðu frumvarpi sem lagt er fram árlega. Slíkar sjálfvirkar hækkningar kynda undir verðbólgu og hækka þar af leiðandi verðtryggðar skuldir með beinum hætti og óverðtryggðar skuldir með óbeinum. Það bitnar svo aftur sérstaklega á heimilunum þar sem þau eru stærstu lántakendur verðtryggðra skulda. Stöðugleiki í þjóðarbúskapnum, sem einkum felst í að sporna gegn verðbólgu umfram verðbólgu markmið Seðlabanka Íslands, er forsenda fyrir jákvæðri hagþróun til framtíðar.

Afnám verðtryggingar á fjárskuldbindingum neytenda er stærsti áfanginn á þeirri leið að útrýma fyrrgreindum rótgrónum verðtryggingarhugsunarhætti þjóðarinnar.

Það skiptir hins vegar miklu hvernig að slíku afnámi verður staðið. Jafn róttæk kerfisbreyting getur haft mjög neikvæð áhrif á neytendur og lánveitendur og ógnað stöðugleika sé hún gerð í einu vetfangi.

### 3.2 Fullt afnám í einu skrefi?

Í sögulega óstöðugu hagkerfi hefur íslenskur fjármálamarkaður byggst upp á verðtryggingu sem tryggir aðgang almennings að langtímafjármagni til húsnæðisakaupa. Verðtryggð húsnæðislán mynda þannig undirstöðu að íslenskum fjármagnsmarkaði. Ljóst er því að afnám verðtryggingar af neytendalánum í einu vetfangi hefði víðtæk áhrif.

Greiningar hópsins benda til þess að við afnám verðtryggingar yrðu lán með hraðbreytanlegum óverðtryggðum vöxtum ríkjandi lánaform til húsnæðiskaupa. Greiðslubyrði óverðtryggðra lána er hærri en verðtryggðra í upphafi lánstíma sem þýðir að aðgengi neytenda að fjármagni minnkar og þeir tekjulægstu standast síður greiðslumat. Slíkt dregur úr eftirspurn eftir húsnæði sem lækkar fasteignaverð, en hærri greiðslubyrði dregur einnig úr einkaneyslu og þar með hagvexti.

Greining Seðlabanka Íslands, sem gerð var að beiðni hópsins, á efnahagslegum áhrifum banns við verðtryggðum neytendalánum bendir til þess að slíkt bann geti haft mjög neikvæð áhrif á hagkerfið til skamms tíma og jafnvel gætir neikvæðra áhrifa til millilangs tíma. Niðurstöður Seðlabankans og Analytica, sem hópurinn fékk einnig til greiningarvinnu, eru um margt svipaðar þótt umfang þjóðhagslegra áhrifa sé metið mismikið og greining Analytica geri ráð fyrir vægari áhrifum.

Ljóst er þó að óvissa er um afleiðingarnar og leiðir hópurinn líkur að því í síðari köflum skýrslunnar að fullt afnám verðtryggingar á einu bretti hefði töluverðar afleiðingar fyrir neytendur, lánveitendur, fasteignamarkað og hagkerfið í heild sinni. Geta þessar afleiðingar þegar allt er til tekið ógnað fjármálastöðugleika.

Afnám verðtryggingar á einu bretti gerir heimilin berskjölduð fyrir bröttu vaxtahækkunarferli, þar sem ólíklegt er að í boði verði lán með föstum vöxtum til lengri tíma. Fastir vextir til lengri tíma myndu tryggja öryggi heimilanna en íslenskur lánamarkaður er óþroskaður og ekki hægt að sjá fyrir með öryggi að slíkt yrði í boði. Því hafa ýmsir bent á að setja yrði þak á vexti. Lögbundið vaxtaþak myndi hins vegar endurspegla það fyrirkomulag sem var við lýði fyrir árið 1979 með hættu á neikvæðum raunvöxtum, stöðnun lánveitinga og rýrnun sparifjár. Illmögulegt er að fara þannig gegn markaðslögmálum án þess að valda miklum markaðsbrestum.

Hópurinn fjallaði tölvvert um vaxtaþak þar sem verð og greiðslur færu fram í frjálsum samningum milli aðila. Í viðauka er að finna útfærðar hugmyndir Ásgeirs Jónssonar og Hersis Sigurgeirssonar um reiknaðan kostnað á vaxtaþaki sem sýna að mögulega geti einhver hluti fasteignalána verið varinn gegn gjaldi. Útfærsla á vörn fyrir heildarútlán til fasteigna, sem greidd væri úr ríkissjóði, væri hins vegar of kostnaðar- og áhættusöm, en metinn kostnaður á 9% vaxtaþaki er um 20 ma.kr. árlega og óljóst hver ber mótaðilaáhættuna.

Íbúðalánasjóður er langstærsti lánveitandi húsnæðislána, en staða hans er á meðal þess sem stendur í vegi fyrir útfærslu afnáms verðtryggingar. Núverandi vandi sjóðsins felst í eldri lánum sem eru að mestu uppgreiðanleg en skuldabréfin sem fjármagna þau eru að mestu óuppgreiðanleg. Sjóðurinn hefur þegar tapað verulegum fjárhæðum og hefur ríkissjóður lagt honum til nærri 50 ma.kr. Myndi það aukast enn ef afnám verðtryggingar yrði til þess að fleiri vildu greiða upp lán sín og færa sig yfir í óverðtryggð lán með tilheyrandi kostnaði fyrir ríkissjóð.

Þá myndi afnám verðtryggingar gjörbreyta fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða. Samkvæmt lögum skulu lífeyrisréttindi verðtryggð og því hafa lífeyrissjóðir sótt í verðtryggða fjárfestingarkosti. Vegna umsvifa lífeyrissjóðanna á íslenskum fjármálamarkaði er mikilvægt að tryggja áframhaldandi aðkomu þeirra að fjármögnun húsnæðislána en þeir eru langstærstu fjármögnunaraðilar verðtryggðra íbúðalána neytenda og er hlutdeild þeirra um 70% eða 800 ma.kr. Í hnotskurn leiðir afnám verðtryggingar á neytendalánum til þess að verðtryggingarhringrás íslensks hagkerfis verður lokað en veruleg óvissa er um hvort lífeyrissjóðirnir muni halda áfram að fjármagna íbúðalán heimilanna séu þau óverðtryggð, í það minnsta ef lagaumhverfi þeirra helst óbreytt.

Vegna ofangreindra áhrifa á hagkerfið, neytendur, íbúðalánasjóð og lífeyrissjóði, sem aftur gætu ógnað fjármálastöðugleika, telur hópurinn skynsamlegra að afnámi verðtryggingar verði hrint í framkvæmd í áföngum.



### 3.3 Afnám í áföngum

Hér á eftir fara tillögur hópsins í fimm liðum um afnám verðtryggingar á nýjum neytendalánnum.

#### **Tillaga 1: Afnám verðtryggðra jafngreiðslulána til lengri tíma en 25 ára**

Fyrsta og mikilvægasta skrefið sem hópurinn leggur til í afnámi verðtryggingar neytendalána er að banna veitingu nýrra verðtryggðra jafngreiðslulána til lengri tíma en 25 ára. Eins og sýnt er fram á síðar í þessari skýrslu þá er jafngreiðsluformið, verðtrygging og langur lánstími versta birtingarform verðtryggingar og veldur greiðsluferill slíkra lána hættu á yfirveðsetningu á fyrri hluta lánstímans og hærri heildarvaxtakostnaði en ella þar sem verðbótum er velt yfir á höfuðstól. Þessi ókostur lánanna ágerist eftir því sem lánstíminn er lengri. Erlendis er víða varað við slíkum lánnum með neikvæða afborgun, þ.e. svokölluðum „negam“ lánnum (e. negative amortization).

Áhrifin af þessari aðgerð, einni og sér, gætu orðið töluverð í upphafi lánstíma til hækkunar á greiðslubyrði lána og kallar hún því á mótvægisáðgerðir sem fjallað er um í kafla 3.4.

Nefndin leggur til að áfram verði heimilt að bjóða verðtryggð lán til 40 ára með jöfnum afborgunum og sömuleiðis verðtryggð jafngreiðslulán til allt að 25 ára, með þeim takmörkunum þó sem leiða af tillögu 3 um takmarkanir á veðsetningu íbúðahúsnaðis vegna verðtryggðra lána.

#### **Tillaga 2: Lágmarkstími verðtryggðra neytendalána verði hækkaður úr 5 árum í allt að 10 ár**

Lagt er til að lágmarkstími verðtryggðra neytendalána verði hækkaður úr 5 í allt að 10 ár í einu skrefi. Með því móti er komið í veg fyrir verðtryggingu allra eða allflestra hefðbundnari tegunda neytendalána, þ.e. annarra en húsnæðislána. Nefndin telur ólíklegt að slík breyting hefði veruleg neikvæð áhrif á fjármálakerfið eða hagkerfið í heild, og er mikilvægur áfangi í átt að afnámi verðtryggingar.

#### **Tillaga 3: Takmarkanir á veðsetningu vegna verðtryggðra íbúðalána**

Lagt er til að verðtryggðar lántökur gegn veði í íbúðarhúsnaði til eigin nota verði takmarkaðar og slík lán ekki leyfð þegar lánsféð er ætlað til annars en fjármögnunar viðkomandi húsnæðis.

Einnig er lagt til að sett verði þak á veðsetningarhlutfall verðtryggðra íbúðalána. Veðsetningarhlutföll gætu breyst eftir stöðu hagkerfisins og verið ólík eftir fyrirkomulagi afborgana, þ.e. jafngreiðslur eða jafnar afborganir og/eða tímalengd.

## Tillaga 4: Auknir hvatar til töku og veitingar óverðtryggðra lána

Lagðir eru til eftirfarandi hvatar til að lántakar og lánveitendur kjósi frekar óverðtryggða en verðtryggða lánakosti:

- Skattalegir hvatar verði nýttir í enn meira mæli en gert er í núverandi vaxtabótakerfi, t.d. með því að heimila aðeins vaxtabætur vegna greiðslu vaxta en ekki vegna greiðslu verðbótapáttar.
- Fjármálafyrirtækjum verði gert skylt að hafa jafnvægi á milli verðtryggðra eigna og skulda þannig að viðvarandi misræmi verði óheimilt.
- Tryggt verði skilvirkt eftirlit með veðsetningarhlutföllum þegar veittra íbúðalána til að áhættuflokkun sé samkvæmt reglum hverju sinni. Veðsetning umfram ákveðin mörk krefst hærri eiginfjárbindingar banka. Ef veðsetningarhlutföll versna yfir lánstíma ættu þau að krefjast aukinnar bindingar eigin fjár. Líkur á neikvæðri eiginfjármyndun langra verðtryggðra lána ættu að öðru jöfnu að gera þau dýrari fyrir banka.

## Tillaga 5: Tímasetningar og næstu skref

Fullt afnám verðtryggingar í einu vetfangi gæti ógnað fjármálastöðugleika og rýrt stöðu neytenda sem og lánveitenda. Því þarf hagkerfið svigrúm til að aðlagast breyttum forsendum.

Forsendur fyrir því að unnt sé að afnema verðtryggingu að fullu eru meðal annars að lagður hafi verið grunnur að nýju húsnæðiskerfi, vandi íbúðalánasjóðs hafi verið leystur og lagaumhverfi lífeyrissjóða endurskoðað. Að þessu er nú þegar unnið á vegum stjórnvalda og mikilvægt er að sú vinna gangi greiðlega. Efnahagslegur stöðugleiki hefur einnig verulega þýðingu að þessu leyti, þ.m.t. fjármagnshöft og áætlun um haftaafnám. Aukinheldur þarf að meta áhrif nýrrar neytendalánalöggjafar á aðgengi neytenda að fjármagni sem og áhrif skuldaleiðréttingar sem kynnt var í skýrslu forsætisráðuneytisins um höfuðstólslækkun húsnæðislána í nóvember 2013. Síðast en ekki síst þarf að greina áhrif þeirra tillagna um afnám verðtryggingar sem lagðar eru til hér eftir að þær koma til framkvæmda.

Lagt er til að byrjað verði á framangreindum tillögum hópsins sem eru í heild sinni og sögulegu samhengi fyrsti stóri áfanginn að fullu afnámi verðtryggingar af neytendalánum. Er lagt til að tillögurnar komi til framkvæmda eigi síðar en 1. janúar 2015.

Í framhaldinu er lagt til að stjórnvöld hefji, eigi síðar en á árinu 2016, vinnu við að meta reynsluna af þessum aðgerðum; greini áhrifin á neytendur, lánveitendur, fasteignamarkað og hagkerfið í heild sinni og móti í framhaldinu áætlun um fullt afnám.

Sá áfangi sem lagður er til í skýrslu þessari er að mati sérfræðingahópsins afar mikilvægur í því augnamiði að ná fram fullu afnámi.

### 3.4 Mót vægis aðgerðir

Ofangreindar aðgerðir til afnáms verðtryggingar hækka greiðslubyrði og takmarka aðgengi neytenda að lánsfé. Sérstaklega þarf að huga að fyrstu kaupendum og tekjulágum.

Lagðar eru til eftirfarandi mótvægisáðgerðir til þess að draga úr neikvæðum áhrifum. Stuðla verður samt sem áður að sjálfbærum lánamarkað, þ.e. markmiðið er að fasteignakaupendur greiði af lánnum sínum án aðstoðar og aðstoð, í hvaða formi sem hún er, verður að beinast að því að hjálpa þeim sem á hjálp þurfa að halda.

Leggja þarf áherslu á aðstoð í upphafi lánstíma, sér í lagi við fyrstu kaupendur og tekjulága en draga úr aðstoð eftir því sem líður á lánstíma eða lán greiðast niður. Kerfið má þó ekki hvetja til skuldsetningar hvort sem er vegna niðurgreiðslu vaxta eða ríkisábyrgðar.

### **1. Aðstoð við tekjulága og fyrstu kaupendur:**

- **Vaxtabætur:** 40 ára verðtryggð jafngreiðslulán hafa verið hagstæðasti kosturinn hvað varðar greiðslubyrði í upphafi lánstíma og ef þessi valkostur verður ekki lengur fyrir hendi þarf að styðja í auknum mæli við fyrstu kaupendur og tekjulága í upphafi lánstíma. Þetta ætti að vera tímabundin aðstoð og hugsanlega með hvötum til þess að velja óverðtryggð lán. Nú þegar hvetur vaxtabótakerfið til staðgreiðslu vaxta þar sem bæturnar ná eingöngu til greiddra vaxta og verðbóta en ekki áfallinna. Kerfið styður þannig óhjákvæmilega við aukna eiginfjármyndun. Mögulega mætti efla þessa eiginleika vaxtabótakerfisins og tryggja fjármuni til þess með því að takmarka vaxtabætur við ákveðinn hluta af lánstíma, t.d. fyrstu 10-15 árin. Þá ætti greiðslubyrði að hafa minnkað sem hlutfall af ráðstöfunartekjum og eiginfjármyndun að hafa átt sér stað, að öllu öðru óbreyttu. Einnig má hvetja til tíðari útgreiðslu vaxtabóta sem kæmi til móts við mánaðarlega greiðslubyrði fasteignalána.
- **Skattafsláttur:** Lagt er til að léttu greiðslubyrði hjá þeim tekjulægstu með skattafslætti vegna niðurgreiðslu á höfuðstól eða vöxtum fyrstu ár lánstíma. Þessari aðgerð yrði fyrst og fremst beint að þeim sem eru að kaupa fyrstu íbúð.

### **2. Almenn aðstoð við fasteignakaupendur**

- **Ráðstöfun séreignarlífeyrissparnaðar:** Lántakendum verði gert kleift að ráðstafa nýjum séreignarsparnaði að einhverju leyti til að lækka greiðslubyrði nýrra húsnæðislána tímabundið á meðan hún er sem þyngst. Mánaðarlegur séreignarsparnaður kemur þá sem móttframlag á móti hækkaðri greiðslubyrði. Þessi tillaga er svipuð tillögu sérfræðingahóps um skuldaleiðréttingu nema sú tillaga gildi einungis um lán sem tekin voru fyrir 1. desember 2013.
- **Aukinn sparnaður:** Hvatt verði til sparnaðar til myndunar eiginfjárframlags, t.d. að heimilað verði að nýta hluta séreignarsparnaðar til sparnaðar vegna fasteignakaupa, líkt og lagt var til af sérfræðingahópi um skuldaleiðréttingu.

### **3. Endurskoðun á húsnæðiskerfinu**

- Þrátt fyrir ofangreindar mótvægisáðgerðir vegna hækkaðrar greiðslubyrði mun þyngri greiðslubyrði og erfiðara aðgengi að lánsfé væntanlega verða til þess að allra tekjulægstu hóparnir geta ekki keypt sér húsnæði. Nauðsynlegt er að skapaðar verði aðstæður fyrir leigumarkað sem tryggi fólki búsetuöryggi til langs tíma. Hér er átt við að þróaðar verði leigumarkaður sem framtíðarlausn og raunverulegur valkostur samhliða séreignarmarkaði en einnig að ungt fólk, sem fremur vill eiga en leigja, þurfi ekki að ráðast í kaup á íbúð mjög

snemma á lífsleiðinni. Á þróuðum leigumarkaði gefst færi á að byggja upp sparnað fyrir útborgun í íbúð sem heldur aftur af skuldsetningu við íbúðakaup. Einnig þarf að hvetja til þess að byggðar verði smærri og ódýrari íbúðir, t.d. með því að draga úr ýmsum kröfum í byggingarreglugerð öðrum en þeim sem varða beinar öryggiskröfur. Endurskoðun á húsnæðiskerfinu er á verkefni verkefnastjórnar um framtíðarskipan húsnæðismála sem skila á tillögum sínum í febrúar 2014.

#### **4. Samningsbundið þak á vexti**

- Æskilegt er að í boði verði fjölbreyttari lánsform, m.a. að lántakendur óverðtryggðra lána með hraðbreytanlegum vöxtum, geti keypt sér þak á vexti til að verja sig fyrir sveiflum í greiðslubyrði. Hér er ekki átt við að vaxtahækkningar umfram þakið leggist sjálfkrafa við höfuðstól, en slíkt kalla sumir verðtryggt jafngreiðslulán í sparifötum og ber að varast, a.m.k. vegna lána með langan lánstíma. Þetta má t.d. gera með því að bjóða gegn gjaldi þak á vexti af fyrstu 10 milljónunum sem teknar eru að láni fyrstu 10-15 árin. Verð þaksins er ákveðið í frjálsum samningum milli aðila. Sjá má nánari umfjöllun um þaksetningu vaxta í viðauka.

#### **5. Ríkissjóður auki vægi verðtryggðrar skuldabréfaútgáfu**

- Minna vægi verðtryggðra fjárfestingarkosta breytir fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða. Samkvæmt lögum ber þeim að veita verðtryggt lífeyrisréttindi og því hafa þeir sótt í verðtryggða fjárfestingarkosti. Skuldabréf með breytilegum vöxtum eru í raun eitt form verðtryggingar og geta hentað þeim ágætlega. Tregðu kann að gæta við að fjárfesta miklum hluta eigna lífeyrissjóða í óverðtryggðum föstum vöxtum til langs tíma. Við þessu getur ríkissjóður brugðist með því að gefa í auknum mæli út verðtryggt skuldabréf í stað óverðtryggðra eins og nú er yfirgnæfandi regla í skuldabréfaútboðum ríkisins. Slíkt fyrirkomulag stuðlar raunar að stöðugleika í verðlagsmálum þar sem sjálft ríkið á þá ríka hagsmunum af því að verðbólga haldist í skefjum.

#### **6. Endurskoðun á lífeyriskerfinu**

- Vegna hlutfallslegrar stærðar lífeyrissjóða á íslenskum fjármálamarkaði helst afnám verðtryggingar í hendur við endurskoðun á lífeyriskerfinu. Þar sem almenna lífeyrissjóðskerfið hefur ekki burði til að mæta verðtryggðum skuldbindingum sínum nema með því að ávaxta eignasafn sitt til samræmis er nánast ómögulegt fyrir þá að tryggja verðtryggðan lífeyri í verðbólgukskoti og þjóðhagslegu áfalli. Því er nauðsynlegt að taka lagaumhverfi lífeyrissjóða til endurskoðunar með það að markmiði að lækka lágmarksávöxtunarviðmið lífeyrissjóðanna eða tengja það markaðsvöxtum hverju sinni. Jafnframt má íhuga þaksetningu verðtryggingar lífeyrisréttinda, allavega að hluta til eins og gert er í Bretlandi. Er endurskoðun lífeyriskerfisins vísað áfram til þeirra nefnda er um þau mál fjalla innan stjórnkerfisins.

#### **7. Bætt lánaumgjörð og neytendavernd**

- Lög um veitingu fasteignaveðlána: Heildarlöggjöf um lánastarfsemi, eða í það minnsta lög um veitingu fasteignaveðlána til neytenda, er til þess fallin að bæta neytendavernd og starfshætti

á lánamarkaði. Hefja má fyrstu skref í þá átt með skjótri innleiðingu á helstu efnispáttum nýrrar veðlánatilskipunar ESB, sem samþykkt var á Evrópuþinginu 10. desember sl., en þar er m.a. kveðið á um að fyrst og fremst skuli horfa til greiðslugetu lántakans en ekki til undirliggjandi veðs þegar lán eru veitt til íbúðarkaupa. Ný löggjöf taki á ýmsum þáttum er varða lánveitingar, t.d. réttindum veðsala og heimildum veðtaka.

- Bætt gegnsæi í vaxtabreytingum lánveitenda: Í ljósi þess að ætla má að lán með hraðbreytanlegum vöxtum verði ríkjandi lánaform við afnám verðtryggingar skiptir verðmyndun hinna breytilegu vaxta grundvallarmáli fyrir lántakendur. Ákvæði 1. mgr. 17. gr. b í veðlánatilskipun ESB tekur einmitt á þessum þætti og gerir þá kröfu að tryggja skuli að sá grundvöllur sem notaður er til úreiknings á breytilegum vöxtum sé gegnsær, aðgengilegur, hlutlægur og sannreynanlegur fyrir lántaka sem og eftirlitsaðila. Þetta þýðir að hyggist lánveitandi breyta vöxtum vegna hærri fjármögnunarkostnaðar hans þá verði hann að geta sýnt fram á að sá fjármögnunarkostnaður sem byggt var á við lánveitingu hafi raunverulega breyst. Koma ætti ákvæði í þessa veru inn í nýja löggjöf um veitingu fasteignaveðlána eða núgildandi lög um neytendalán.
- Bætt upplýsingagjöf vegna vaxtagreiðsluþaks: Lán með vaxtagreiðsluþaki eru eðlislík verðtryggðum jafngreiðslulánum að því leyti að höfuðstóllinn getur hækkað án þess að lántaki verði þess var, enda er greiðsla á vöxtum umfram hið umsamda vaxtaþak frestað og þeir færðir á höfuðstól. Æskilegt er að bæta við 1. mgr. 25. gr. neytendalánalaganna ákvæði sem sérstaklega fjallar um slík lán. Jafnframt væri í tilkynningu lánveitanda til neytanda um breytingu á útlánsvöxtum, skv. 1. mgr. 13. gr. laganna æskilegt, þegar vaxtagreiðsluþaki er náð, að neytanda sé tilkynnt sérstaklega um það. Samhliða yrði honum veitt ný uppgreiðslutafla (greiðsluáætlun) sem þá tæki mið af væntri höfuðstólsþróun lánsins auk þess sem neytanda yrði sérstaklega bent á þann möguleika að greiða inn á lánið sér að kostnaðarlausu, skv. c. lið 5. mgr. 18. gr. laganna, og þar með komið í veg fyrir höfuðstólshækkun.

## **8. Aukin fjármálafræðsla**

- Efla þarf fjármálalæsi til að bæta þekkingu neytenda þegar kemur að því að fjárfesta í íbúðarhúsnæði sem og við aðrar fjárfestingar og lántökur. Ný neytendalánalög, sem tóku gildi í nóvember sl., tryggja að lántakendur fái betri upplýsingar en áður var við lántöku, en til að skilningur á upplýsingum fjármálalegs eðlis aukist almennt er nauðsynlegt að fjármálafræðsla verði eflað bæði í grunn- og framhaldsskólum.

## 4 Ástæður afnáms verðtryggingar nýrra neytendalána

Margir stjórnmalaflokkar hafa haft á stefnuskrá sinni að draga úr vægi verðtryggingarinnar eins og hún hefur verið útfærð á Íslandi. Fjöldi opinberra nefnda hefur því gaumgæft íslensku verðtrygginguna árum saman og velt upp kostum hennar og göllum. Engar breytingar hafa hins vegar verið gerðar á verðtryggingunni í 16 ár.

Mikil vitundarvakning átti sér stað eftir bankahrunið 2008 og í kjölfarið hefur ítarlega verið fjallað um verðtryggð lán á opinberum vettvangi. Meðal annars má lesa um verðtryggingu í skýrslu Verðtryggingarnefndar efnahags- og viðskiptaráðherra frá maí 2011, skýrslunni *Nauðsyn eða val* frá Samtökum fjármálafyrirtækja frá september 2012 og greininni *Verðtrygging 101* sem Seðlabankinn gaf út í desember 2013. Þá var þaksetning vaxta og verðbóta til umfjöllunar í skýrslu velferðarráðuneytisins frá desember 2012.

Verulegar breytingar hafa orðið á framboði og eftirspurn eftir lánsfé hin allra síðustu ár. Í stað einsleits markaðar, sem einkenndist af framboði og eftirspurn á löngum verðtryggðum jafngreiðslulánum, hefur aukinn fjölbreytileiki lánsforma rutt sér til rúms. Ekki síst hefur aukið framboð af óverðtryggðum lánum til íbúðakaupa, með föstum vöxtum til allt að fimm ára, verið fagnaðarefni og standa óverðtryggð lán flestum neytendum til boða til jafns við verðtryggð lán. Neytendur hafa greinilega tekið þessari nýbreytni fagnandi og hefur markaðshlutdeild þessara lána vaxið nokkuð síðustu ár. Vægi verðtryggingar er þannig þegar tekið að minnka án stjórnvaldsaðgerða.

Alþingi fól ríkisstjórninni að fylgja eftir aðgerðaáætlun til að „taka á skuldavanda heimila á Íslandi, sem er tilkominn af hinni ófyrirsjáanlegu höfuðstólshækkun verðtryggðra húsnæðislána sem leiddi af hruni fjármálakerfisins, og til að tryggja stöðugleika og gagnsæi á húsnæðislánamarkaði til framtíðar“. Meðal annars skyldi útfæra höfuðstólshækkun verðtryggðra húsnæðislána, útfæra afnám verðtryggingar nýrra neytendalána og koma með tillögur að framtíðarskipan húsnæðismála. Aldrei hefur áður verið svo fast að orði kveðið varðandi afnám verðtryggingar.

Ljóst er að afnám verðtryggingar nýrra neytendalána hefur marga kosti. Hún skerðir þó jafnframt umtalsvert lánsform sem í boði eru og ljóst að svo umfangsmikil kerfisbreyting, eins og hér um ræðir, snertir marga fleti lögfræði og fjármála.

### 4.1 Helstu gallar verðtryggingar

Í athugasemdum með þingsályktunartillögu um aðgerðir vegna skuldavanda heimila á Íslandi er sérstaklega vísað til eftirfarandi vanda vegna verðtryggingar neytendalána:

- Misvægis óverðtryggðra launa og verðtryggðra lána á verðbólgutímum.
- Hættu á yfirveðsetningu vegna ofangreinds.
- Freistnivanda til útlánaþenslu.
- Neikvæðra áhrifa á virkni peningamálastefnunnar vegna útbreiðslu verðtryggðra jafngreiðslulána.

Verðtrygging neytendalána hefur verið gagnrýnd af fleiri sökum svo sem:

- Hún varpi allri áhættu af verðbólguþekkingu yfir á heimilin sem lántaka. Lánveitendur séu áhættuvarðir að fullu meðan heimilin sem lántakendur hafa engar áhættuvarnir.

- Slíkt fyrirkomulag þekkist hvergi í sama mæli meðal vestrænna hagkerfa. Verðtryggð lán þekkjast reyndar víða erlendis en eru þá frekar tekin af þeim sem hafa verðtryggðar tekjur, s.s. ríkissjóðum, til innviðafjármögnunar og fasteignaleigufélögum.
- Útbreidd notkun verðtryggingar á neytendalánum geti leitt til vanmats á skuldaraáhættu, ekki síst þar sem verðbólga er þekkt vandamál og verðbólguþróun verða með reglubundnum hætti, líkt og á Íslandi.

## 4.2 Samanburður á lánaformum

Við umfjöllun og greiningu á áhrifum afnáms verðtryggingar á neytendalánum er nauðsynlegt að bera saman mismunandi form lána með tilliti til vaxta og greiðslueiginleika. Hér verður stuttlega gerð grein fyrir eiginleikum ólíkra forma húsnæðislána, þar sem meginþorri verðtryggðra neytendalána er tekinn til fasteignakaupa. Í útreikningum voru valin lán með 25 og 40 ára lánstíma, jafnar afborganir og jafnar greiðslur, óverðtryggð og verðtryggð.

### 4.2.1 Vaxtamyndun

Myndun vaxta fer fram á frjálsum markaði en þeir stýrast þó af ákveðnum stærðum, s.s. vaxtaákvörðunum seðlabanka og efnahagslegum aðstæðum. Helstu kenninguna um vaxtamyndun má finna í Fisher jöfnunni. Hún felur í sér að markaðsnafnvöxtum er hægt að skipta í þrjá hluta, þ.e. raunvexti, væntingar um verðbólgu og áhættuálag vegna óvissu um verðbólguþróun framtíðar, þ.e.:

$$\text{nafnvextir} \approx \text{raunvextir} + \text{verðbólguvæntingar} + \text{áhættuálag}$$

Við ákvörðun nafnvaxta semja lántaki og lánveitandi um ákveðna raunvexti. Vegna óvissu um þróun verðbólgu til framtíðar eru verðbólguvæntingar ekki fastar í hendi. Sérstöku áhættuálagi er því bætt við vextina til að bæta upp fyrir áhættuna af því að þeir raunvextir sem samið var um verði ekki að veruleika. Áhættuálagið er hærra eftir því sem óvissa um þróun verðbólgu er meiri. Að sama skapi getur tímalengd vaxta haft áhrif á áhættuálagið þar sem hægt er að spá verðbólgu með einhverri vissu til skemmri tíma en ekki til lengri tíma. Þannig ættu hraðbreytanlegir vextir, sem breytt er t.d. á mánaðar fresti, að vera nánast án áhættuálags ofan á verðbólguvæntingar þar sem óvænta verðbólgu er hægt að bæta strax upp með hækkun vaxta.

Í hagkerfi sem býr við óstöðuga verðbólgu og háar verðbólguvæntingar er líklegt að ef verðtrygging lána er óheimil, að öllu öðru óbreyttu, muni vaxtatímabil lána styttest og þrýstingur á að breytileiki vaxta aukist, þ.e. að leitað verði eftir því af hálfu lánveitanda að vextir lána verði ákvarðaðir reglulega að nýju á lánstímanum, a.m.k. til að byrja með. Í þessari skýrslu er fjallað um slík lánaform sem hraðbreytanlega vexti. Markaður með óverðtryggðra fjármálagerninga, til langs tíma á föstum vöxtum, er nánast óþekktur á Íslandi. Eftir því sem stöðugleiki næst í íslenskt efnahagslíf, gengisþróun og þróun verðbólgu, má þó mögulega búast við framþróun á þessu sviði.

Við örar breytingar á vöxtum geta hækkandi vextir skilað sér hratt í greiðslubyrði neytendalána og valdið greiðsluerfiðleikum. Það er sérstaklega neikvætt ef hraðbreytanlegir vextir verða yfirgnæfandi meirihluti lánsforma. Þessi áhætta á sérstaklega við í upphafi lánstíma þar sem alla jafna ætti greiðslubyrði lánsins að léttast yfir lánstímann, a.m.k. að raunvirði, á meðan vextir eru óbreyttir. Nánar tiltekið er greiðslubyrði lánsins sú sama, en laun ættu að hafa hækkað að einhverju leyti í takt við verðbólgu og greiðslubyrði því að verða lægri sem hlutfall af ráðstöfunartekjum. Því hefur lántaki svigrúm til að mæta hækkandi vöxtum þegar líður á lánstímann.



Hafa má í huga að því styttri sem vaxtatímabil eru, þ.e. því oftari sem vextir óverðtryggðra lána eru endurstílltir, því meira líkjast þeir staðgreiddri verðtryggingu. Lán með svokölluðu vaxtagreiðslupaki, þar sem hluti breytilegu vaxtanna leggst sjálfkrafa ofan á höfuðstól, þegar ákveðnu vaxtastigi er náð, eru hins vegar sambærileg verðtryggðum jafngreiðslulánum, þ.e. lán með neikvæðum afborgunarhluta stóran hluta lánstímans. Yrði slíkt lánsform ríkjandi og vaxtagreiðslupakið sett lágt, t.d. nálægt raunvaxtastigi, væri í raun gengið gegn áformum um afnám verðtryggingar.

#### **4.2.2 Verðtryggð lán**

Markmið verðtryggðra lána er að tryggja lánveitendur og lántakendur fyrir neikvæðum áhrifum verðbólgu og skyndilegum sveiflum í greiðslubyrði. Verðtryggð lán eru laus við áhættuálag þar sem vextir þeirra eru öruggir fram í tímann vegna tengingar við vísitölu neysluverðs.

Verðtryggð lán eru ýmist með jöfnum greiðslum eða jöfnum afborgunum. Verðtryggð jafngreiðslulán hafa ákveðna kosti, sem hins vegar reynast einnig þeirra helstu gallar. Jafngreiðsluformið felur í sér að hver greiðsla láns helst jöfn að raunvirði yfir lánstímann. Það þýðir að greiðslan hækkar í krónum talið eftir því sem verðlag hækkar, en heldur í raun aðeins í við verðbólgu. Í rauninni felur þetta í sér nýja lántöku á verðbótapætti þegar verðbótum er velt á höfuðstól lánsins og greiðslum þeirra frestað. Með þessu móti verður afborgun lánsins afturhlaðin, þ.e. framan af lánstímanum greiðast vextir, en eiginlegar afborganir koma ekki til fyrir en á síðari hluta lánstímans. Eignamyndun er þannig hægari en ella og líkur á neikvæðu eigin fé lántaka aukast.

Verðtryggð lán með jöfnum afborgunum eru hins vegar með hærri greiðslubyrði þar sem afborgunarhluti lánsins er alltaf jafn að raunvirði. Á móti kemur að greiðslugeta þarf ekki að vera eins há þegar líður á lánstímann og afborganir munu að lokum minnka með lækkingu vaxtakostnaði af minni höfuðstól. Eignamyndun er hraðari en í jafngreiðslulánum auk þess sem heildarvaxtakostnaður yfir lánstímann er lægri. Greiðslubyrðin er þó ekki nógu há til að hindra það alfarið að verðbætur falli á höfuðstól lánsins framan af lánstímanum.

Einnig getur verið mögulegt að útfæra verðtryggð lán á þann hátt að allar verðbætur séu staðgreiddar samhliða greiðslu vaxta, svipað verðtryggðum innlánsreikningum banka sem greiða mánaðarlega verðbætur, en það fyrirkomulag þekkist ekki á íslenskum lánamarkaði.

#### **4.2.3 Óverðtryggð lán**

Frá innleiðingu verðtryggingar í lok 8. áratugarins og næstu 30 árin var framboð óverðtryggðra húsnæðislána fyrir almennig lítið sem ekkert, eða þar til lánastofnanir hófu að veita slík lán eftir hrun. Óverðtryggð lán bera hærri nafnvexti en verðtryggð lán þar sem verðbólguvæntingar á lánstímanum og óvissa um framtíðarþróun verðbólgu eru verðlagðar inn í þá vexti sem bjóðast við lántöku og fram að næsta vaxtaákvörðunardegi lánsins eða gjalddaga.

Óverðtryggð lán geta verið með fyrirkomulagi jafngreiðslna og jafnra afborgana. Á erlendum lánamörkuðum fer einnig vaxandi hlutfall svokallaðra vaxtastrípaðra lána (e. interest only) og greiðast þá einungis vaxtagreiðslur en engar afborganir fyrir en allur höfuðstóllinn er til greiðslu á lokadegi.

Allur hluti vaxta óverðtryggðra lána, þ.e. raunvextir og verðbótapáttur, er til greiðslu á hverjum gjalddaga og greiðslubyrði þessara lána er því hærri en verðtryggðra lána og getur verið mjög breytileg í tilfelli lána með hraðbreytanlegum vöxtum. Þurfa því heimili að hafa svigrúm í greiðslugetu eða varasjóðum til að mæta henni eftir því sem vaxtakjör breytast. Eðli málsins samkvæmt greiðast



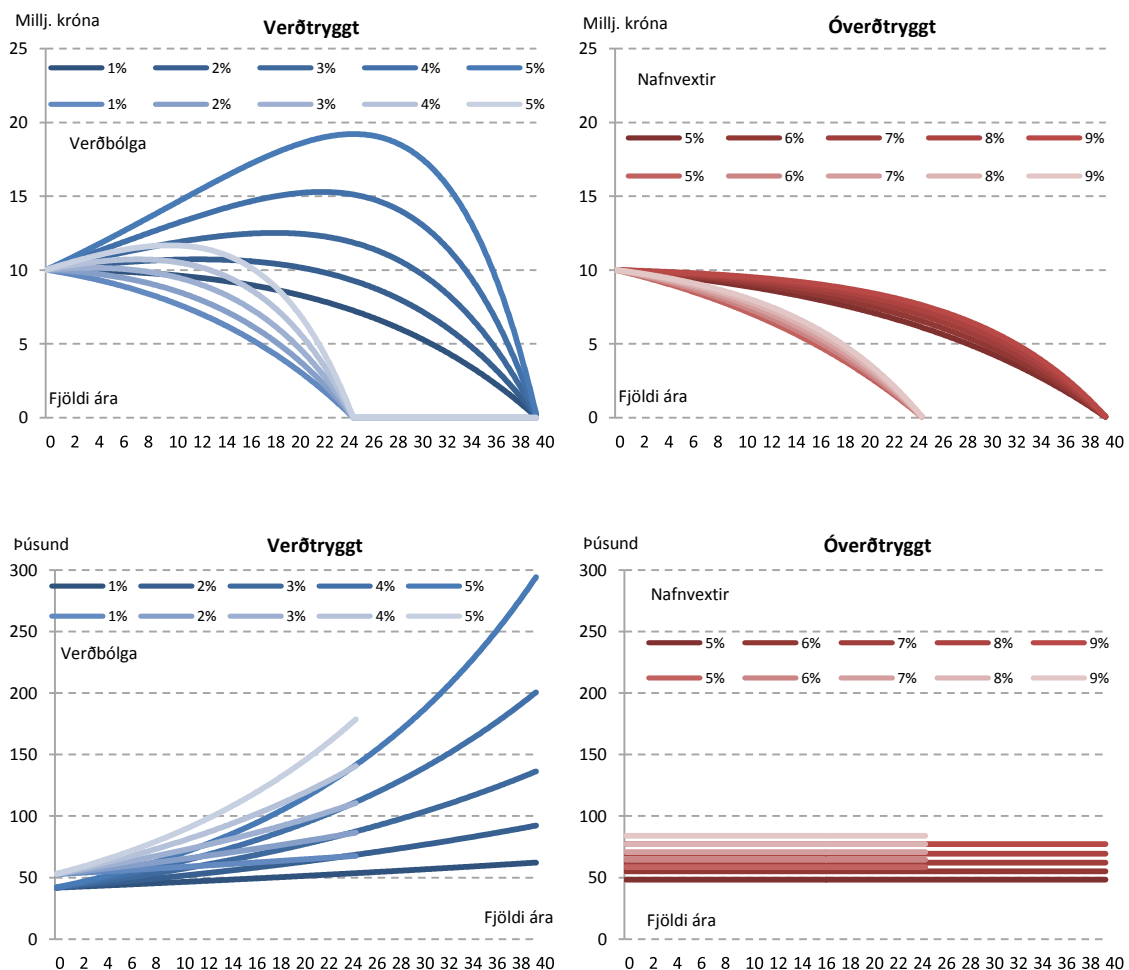
lánin hraðar niður en nokkurt þekkt afbrigði verðtryggðra lána á lánamarkaði og heildarvaxtakostnaður yfir lánstímann er þar með lægri.

Við veitingu óverðtryggðra lána eru alla jafna gerðar strangari kröfur um greiðslugetu lántaka en vegna verðtryggðra lána. Þar sem höfuðstóllinn greiðist niður með hverri greiðslu ætti greiðslubyrðin hins vegar að léttast yfir lánstímann, sér í lagi að raunvirði vegna verðbólgu, að því gefnu, í tilfalli lána með breytilega vexti, að þeir hækki ekki. Breytilegir vextir geta hins vegar gert lántaka berskjaldaðan fyrir vaxtahækkunum þar sem þeir skila sér strax í aukinni greiðslubyrði en er ekki bætt við höfuðstóllinn eins og í tilfalli verðtryggðu lánanna.

#### 4.2.4 Þróun höfuðstóls og greiðslubyrði yfir lánstíma

Myndir hér fyrir neðan sýna þróun höfuðstóls verðtryggðra og óverðtryggðra jafngreiðslulána til 25 og 40 ára. Miðað er við 4% raunvexti og 1-5% ársverðbólgu vegna verðtryggðra lána og 1-5% verðbólguálagi vegna óverðtryggðra lána sem skili sér í um 5-9% nafnvöxtum. Næstu myndir sýna síðan þróun í greiðslubyrði miðað við sömu forsendur.

**Mynd 1: Þróun höfuðstóls og greiðslubyrði verðtryggðra og óverðtryggðra jafngreiðslulána til 25 og 40 ára (10 m.kr. höfuðstóll og 4% raunvextir)<sup>4</sup>**



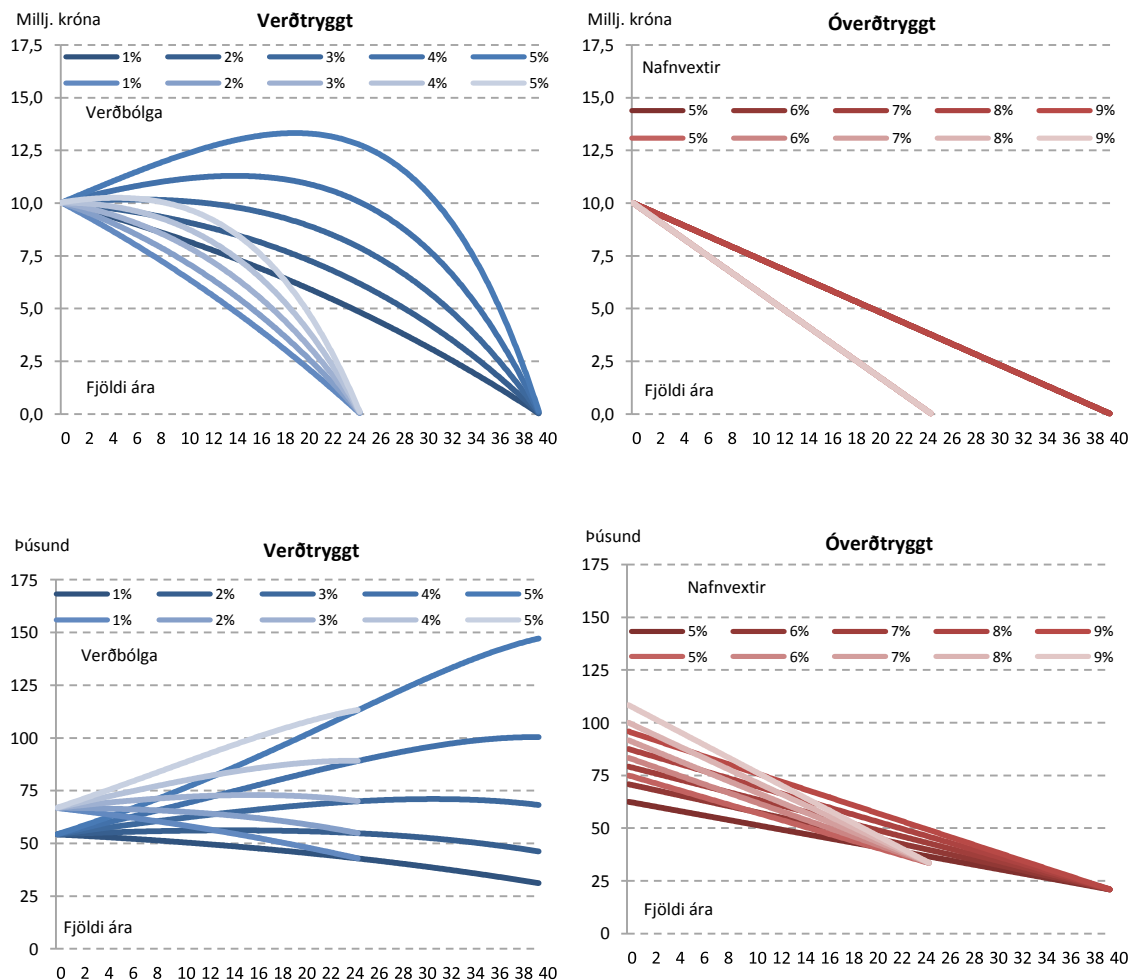
<sup>4</sup> Heimild: Útreikningar höfunda

Á ofangreindum myndum má glögglega sjá hvernig verðbólga færir á höfuðstól verðtryggru lánanna og hvernig munur á lánstíma milli 40 og 25 ár hefur afdrifaríkar afleiðingar í för með sér. Í upphafi lánstíma mun höfuðstóll 40 ára lána hækka við verðbólgu umfram 1% og eiginleg niðurgreiðsla höfuðstóls hefst ekki fyrr en á 12. ári miðað við 2% verðbólgu en á 23. ári miðað við 4% verðbólgu. Að sama skapi eykst greiðslubyrði jafnt og þétt með verðbólgu. Hins vegar greiðast höfuðstólar óverðtryggru lánanna jafnt og þétt niður þó hægt gangi á upphafsárum. Þá sést hvernig breyting á vöxtum hefur áhrif á þróun höfuðstóls, þ.e. hærri vextir hægja á niðurgreiðslunni þótt áhrifin séu langtum minni heldur en í tilfalli verðtryggru jafngreiðslulánanna.

Á hinn bóginn hefur munur á vaxtastigi mun meiri áhrif á greiðslubyrði. Í tilfalli fastra vaxta myndi greiðslubyrðin hins vegar haldast óbreytt út lánstímann. Greiðslubyrði verðtryggru jafngreiðslulánanna er lægri í upphafi en skarast á 13. ári við óverðtryggra lánið miðað við 4% verðbólgu og 8% nafnvexti.

Hér að neðan má svo sjá myndir með sömu forsendum og að ofan nema að afborganir eru jafnar í stað jafngreiðslna.

**Mynd 2: Þróun höfuðstóls og greiðslubyrði verðtryggru og óverðtryggru lána með jöfnum afborgunum til 25 og 40 ára (10 m.kr. höfuðstóll og 4% raunvextir)<sup>5</sup>**



Á ofangreindum myndum sést glögg á verðtryggru lánunum hversu mikið meiri greiðslubyrði hamlar hækkingun höfuðstóls og framtíðargreiðslubyrði. Sem dæmi má nefna að í tilfalli 40 ára verðtryggrs láns

<sup>5</sup> Heimild: Útreikningar höfunda

með jöfnum afborgunum greiðist höfuðstóll niður í allt að 3% verðbólgu. Þótt greiðslubyrði sé hærrí í upphafi en í jafngreiðslulánum, hækkar hún ekki eins mikið yfir líftíma lánsins og ætti því að léttast sem hlutfall af ráðstöfunartekjum lántaka. Óverðtryggt lán með jöfnum afborgunum greiðast hratt niður og er greiðslubyrði mikil í upphafi en léttist hratt með lækkandi höfuðstól og minni vaxtakostnaði.

#### 4.2.5 Upphafleg greiðslubyrði og freistnivandi

Við nánari samanburð á lánaformum má sjá í neðangreindri töflu að á 10 m.kr. láni má finna lægstu greiðslubyrði í upphafi á 40 ára verðtryggtu jafngreiðsluláni, sem nemur um 42 þ.kr. á mánuði miðað við 4% raunvexti. Sambærilegur óverðtryggtur valkostur er jafngreiðslulán til 40 ára og nemur mánaðargreiðsla lánsins um 70 þ.kr., miðað við 8% nafnvexti, sem er um 28 þ.kr. munur eða 67% hækkun. Sá munur gæti reynst mörgum þungbær.

Tafla 1: Greiðslubyrði í upphafi mismunandi lánaforma<sup>6</sup>

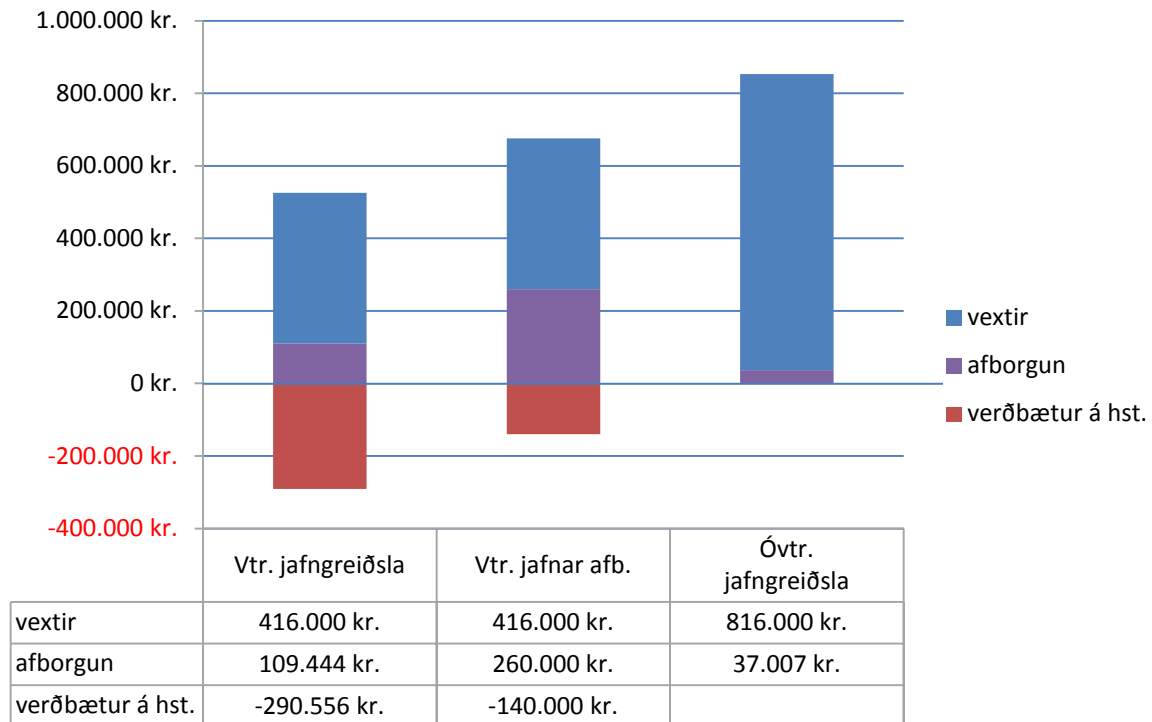
			Greiðslubyrði í upphafi	1% lægri vextir	1% hærrí vextir
<b>Verðtryggt</b>					
Vextir	Jafngreiðslulán	25 ár	52.784	47.421	58.459
4,0%	Jafnar afborganir	25 ár	66.667	58.333	75.000
	Jafngreiðslulán	40 ár	41.794	35.798	48.220
	Jafnar afborganir	40 ár	54.167	45.833	65.500
<b>Óverðtryggt</b>					
Vextir	Jafngreiðslulán	25 ár	77.182	70.678	83.920
8,0%	Jafnar afborganir	25 ár	100.000	91.667	108.333
	Jafngreiðslulán	40 ár	69.531	62.143	77.136
	Jafnar afborganir	40 ár	87.500	79.167	95.833

Ef greiðslugeta er höfð til grundvallar lántöku og einungis litið til upphaflegrar greiðslubyrði lána ætti að öðru jöfnu að nást mest skuldsetning með því láni sem ber lægstu greiðslubyrðina. Litið til ofangreindrar töflu og miðað við að mánaðarleg greiðslugeta sé 100 þ.kr. fæst 24 m.kr. 40 ára verðtryggt jafngreiðslulán en „einungis“ um 14 m.kr. 40 ára óverðtryggt jafngreiðslulán. Hér er um umtalsverðan mun að ræða og hægt að orða sem svo að langt verðtryggt jafngreiðsluform veiti lántaka greiðastan aðgang að fjármagni. Það lánsform sem er valið getur því haft úrslitaáhrif á lántökuna óháð því hvaða áhættu lántaki stendur frammi fyrir á lánstímanum. Hér er því svokallaður freistnivandi (e. moral hazard) á ferðinni.

Myndin hér að neðan sýnir samsetningu heildargreiðslna þriggja tegunda 40 ára lána miðað við árlegar greiðslur.

<sup>6</sup> Heimild: Útreikningar höfunda

**Mynd 3: Samsetning fyrstu greiðslu á 40 ára lánum miðað við ársgreiðslur (10 m.kr. höfuðstóll, 4% raunvextir, 4% verðbólga og 8,16% nafnvextir)<sup>7</sup>**



Myndin sýnir hvernig heildargreiðsla verðtryggða jafngreiðslulánsins er blekkjandi þar sem verðbótapætti er að stærstum hluta bætt við höfuðstól. Í tilfalli 4% verðbólgu ættu 400 þ.kr. verðbætur að koma til greiðslu af 10 m.kr. höfuðstól, en í rauninni tekur lántaki 290 þ.kr. að láni og greiðir þannig bara hluta heildarvaxtakostnaðar. Þótt verðbætur séu einnig lagðar við höfuðstól í tilfalli lána með jafnar afborganir þá er það í minna mæli vegna þyngrri afborgana. Í tilfalli óverðtryggða lánsins eru allir vextirnir til greiðslu og mynda þeir nánast allan hluta greiðslunnar, þ.e. mjög lítið er greitt í afborgun.

### 4.3 Samningafrelsi og neytendavernd

Við útfærslu á afnámi verðtryggingar er nauðsynlegt að grípa til einhvers konar takmarkana á frelsi manna til samninga og þá jafnframt óhjákvæmilegt að skoða hvort slíkar takmarkanir séu réttlætanlegar út frá meginreglunni um samningafrelsi.

„Í hagfræði er yfirleitt litið á boð og bönn sem óhagkvæma leið til að ná efnahagslegum markmiðum en áherslan þeim mun meiri á leiðir sem byggja á jákvæðum hvötum.“<sup>8</sup> Í hagfræðikenningum eru takmarkanir á valmöguleikum neytenda almennt taldar þurfa að vera vel rökstuddar. Almennt eru hagfræðingar því meðmæltari leiðum sem byggja á hvötum til að stýra hegðun manna fremur en boðum og bönnum í sama tilgangi.

Ein af meginreglum samningaréttar lögfræðinnar er samningafrelsið, en reglan sætir þó undantekningum. Í reglunni felst að einstaklingum sé almennt heimilt að velja sér viðsemjanda, frelsi um efni samnings og til ákvörðunar um hvort samningur skuli gerður eður ei. Á 19. öld nutu

<sup>7</sup> Heimild: útreikningar höfunda

<sup>8</sup> Verðtrygging á Íslandi - kostir og gallar

hugmyndir um algjört samningafrelsi mikilla vinsælda, en undir lok þeirrar aldar ruddu sér til rúms nýrri hugmyndir um að félagslegar þarfir gætu réttlætt frávik frá meginreglunni. Víða má sjá glögg merki síðarnefndu þróunarinnar í íslenskum lögum. Reglur lögræðislaga takmarka t.d. heimildir ólögráða manna til að gera samninga. Jafnframt eru ýmsar takmarkanir algengar í löggjöf varðandi samskipti neytenda og þeirra sem stunda atvinnustarfsemi og eins þegar af öðrum ástæðum þykir ástæða til að vernda hag þeirra sem ætla má að hafi lakari stöðu við samningsgerðina.<sup>9</sup> Glögg dæmi um þetta eru neytendalánalögin. Einnig má nefna dæmi um ýmsar takmarkanir á heimildum fjármálafyrirtækja til milligöngu viðskipta með áhættusama fjármálagerninga. Þær reglur byggja á svokölluðum MiFID reglum og er að finna í lögum um verðbréfavíðskipti og takmarka þær verulega heimildir til milligöngu um viðskipti almennra fjárfesta með áhættusama fjármálagerninga. Þá eru ýmsar takmarkanir á samningafrelsinu í ákvæðum viðskiptalöggjafar sem lúta hagrænum lögmálum. Í þessu samhengi er vert að nefna að verðtryggð lán eru nú þegar takmörkuð við a.m.k. 5 ára lánstíma og ekki er heimilt að taka við verðtryggðum innlánnum nema þau séu bundin til a.m.k. 3 ára.

Almennt er talið að lögbundnar takmarkanir á samningsfrelsi eigi að vera skýrar, en jafnvel þótt lagaákvæði sem takmarka samningsfrelsi kunni að þykja óskýr geta þau haldið fyrir dómstólum. Er hér nærtækt að nefna bann vaxtalaga nr. 38/2001 við gengistryggingu krónulána, samanber dóma Hæstaréttar í svokölluðum gengistryggingarmálum. Vel má því rökstyðja tilteknar takmarkanir á samningafrelsi vegna lánessamninga verðtryggðra lána.

#### 4.4 Neytendalánalög

Neytendalánalög eru mikilvægur þáttur í neytendavernd.<sup>10</sup> Fyrstu neytendalögin á Íslandi voru sett með lögum nr. 30/1993 og innleiddu þau í íslenskan rétt tilskipun nr. 87/102/EBE, um samræmingu á lögum og stjórnarsýslufyrirmælum aðildarríkjanna varðandi neytendalán (fyrrri neytendalánatilskipun ESB). Lögin hafa tekið nokkrum breytingum í gegnum tíðina og voru fasteignalán felld undir lögin með lögum nr. 179/2000 en komið hafði í ljós að annars staðar á Norðurlöndunum féllu lánveitendur sem veittu lán með veði í fasteign til lengri tíma undir neytendalánalög. Þann 1. nóvember sl. gengu svo í gildi ný lög um neytendalán, nr. 33/2013, og leystu af hólmi lögin nr. 121/1994 er áður höfðu leyst af hólmi lögin nr. 30/1993. Með nýju lögunum var innleidd í íslenskan rétt tilskipun nr. 2008/48/EB, um lánessamninga fyrir neytendur (síðari neytendalánatilskipun ESB).

Lögin fylgja gildissviði tilskipunarinnar að mestu en þó eru fasteignalán, lán undir 200 evrum og lán yfir 75.000 evrum ekki undanskilin gildissviði laganna. Af inngangi tilskipunarinnar verður ráðið að að baki henni búi meginregla um ábyrga lánastarfsemi. Tvær meginreglur um neytendavernd er að finna í lögunum. Annars vegar að neytanda skuli veittar fullnægjandi upplýsingar sem settar eru fram á samræmdan máta svo hann geti borið mismunandi lánatilboð saman og tekið upplýsta ákvörðun. Hins vegar að láns hæfi lántaka skuli metið.

Dæmi um bættu upplýsingagjöf er að finna í 6. gr. (upplýsingar í auglýsingum og kynningarefni), 7. gr. (upplýsingar áður en samningur er gerður), 8. gr. (upplýsingar fyrir og við gerð tiltekinna lánasamninga) og 12. gr. (upplýsingar í lánessamningi). Þá skal neytandi upplýstur um allar breytingar á útlánavöxtum sbr. 13. gr. og telur meirihluti efnhags- og viðskiptanefndar þingsins ótvírætt, í ljósi 2. mgr. 13. gr., að upplýsingaskyldan nái jafnframt til verðbótapáttar. Einnig er sérstakt upplýsingaskylduákvæði í 25. gr. er varðar samninga sem kveða á um verðtryggingu eða breytilega vexti. Þá hefur neytandi nú 14 daga frest til að falla frá lánessamningi án þess að tilgreina ástæðu.

<sup>9</sup> Samningaréttur og Kröfuréttur I

<sup>10</sup> Við ritun kaflans var meðal annars stuðst við undirbúningsgögn löggjafans. Sjá Alþingistíðindi - mál 220 á 141. löggjafarþingi.

Lánveitendur eru nú skýlaust skyldaðir í 10. gr. til að framkvæma lánshæfismat, auk þess sem þeir skulu framkvæma greiðslumat þegar lánssamningur er yfir tilteknum fjárhæðarmörkum. Lánveiting er bönnuð ef lánshæfismat eða greiðslumat sýnir að lántaki hafi augljóslega ekki burði til að standa í skilum, en víkja má frá þessu ef virði veða eða annarra trygginga er meira þegar lán er veitt heldur en heildarfjárhæð lánsins.

Í lögnum er kveðið á um hámark árlegrar hlutfallstölu kostnaðar á neytendaláni og má hún aldrei nema meira en 50 hundraðshlutum að viðbættum stýrivöxtum, en árleg hlutfallstala kostnaðar felur í sér að heildarlántökukostnaði láns er lýst sem árlegum hundraðshluta af heildarfjárhæð láns.

Skýr rammi er settur um heimildir neytenda til að greiða skuldbindingar sínar samkvæmt lánssamningi fyrir gjalddaga og hámark sett á uppgreiðslugjald sem lánveitanda er heimilt að innheimta. Þá er alfarið óheimilt að innheimta uppgreiðslugjald vegna lánssamninga sem bera breytilega vexti.

Í hnotskurn má segja að lög nr. 33/2013 snúist um:

- Að neytendur fái fullnægjandi upplýsingar sem settar eru fram á samræmdan máta svo þeir geti borið saman mismunandi tilboð og tekið upplýsta ákvörðun um lántöku.
- Að lánshæfi og, ef við á, greiðslugeta neytenda séu könnuð fyrir samningsgerð til að fyrirbyggja lántökur sem neytendur geta fyrirsjáanlega ekki staðið undir.
- Að vernda neytendur gegn ófhólegum kostnaði af vöxtum tengdum lánssamningi.
- Að tryggja rétt neytenda til að falla frá samningi og greiða fyrir gjalddaga.

## 4.5 Fjármálalæsi

Með fjármálalæsi er átt við getu til að lesa, greina, stjórna og fjalla um fjármálalega þætti sem hafa áhrif á efnahagslega velferð viðkomandi einstaklings. Fjármálalæsi er lántakendum nauðsynlegt til skilnings á eðli og áhættu skuldsetningar hvort sem um er að ræða verðtryggð eða óverðtryggð lán, enda um flóknar fjármálaafurðir að ræða. Í skýrslu nefndar á vegum viðskiptaráðherra um fjármálalæsi sem gefin var út árið 2009 segir m.a:

Vísbending er um að Íslendingar hafi ekki nægjanlega góða þekkingu á hugtökum og eðli fjármála. Í rannsókn sem nefndin lét gera meðal almennings á þekkingu um fjármál kom í ljós að meðaltal rétttra svara var rúmlega 53%. Fjármálalæsi er sérstaklega ábótavant meðal tekjulægstu hópa og þeirra sem hafa litla menntun. [...] Tímabilið 2003-2007 var hagstætt fyrir fjármál einstaklinga og heimila að mörgu leyti. Hins vegar tóku margir lán á tímabilinu og mun hærri en þeir áttu áður kost á. Fleiri lánamöguleikar komu fram á þessum tíma en óljóst er hversu mikið einstaklingar og heimili gerðu sér grein fyrir áhættunni sem fylgdi einstökum lánnum.

Í tilfelli verðtryggðra jafngreiðslulána færast verðbólga sjálfkrafa á höfuðstól án þess að lántaki taki upplýsta afstöðu til slíkrar höfuðstólshækkunar sérstaklega eins og um nýtt lán væri að ræða. Lítil greiðslubyrði í upphafi skapar freistnivanda til of hárrar skuldsetningar og leiðir til þess að margir reisa sér hurðarás um öxl. Lítil upphafs greiðslubyrði leiðir til mun hærri heildarvaxtagreiðslna en ella og eiginlegar afborganir af láninu, að nafnvirði, hefjast því mun síðar en ef um jafnar afborganir væri að ræða. Afborganir af 40 ára verðtryggðu jafngreiðsluláni hefjast, svo dæmi sé tekið, ekki fyrr en að 23 árum liðnum, sé miðað við 4% verðbólgu á ári, og hefur höfuðstóllinn hækkað um 53% að nafnvirði en af 40 ára verðtryggðu láni með jöfnum afborgunum hefjast afborganir eftir 15 ár og hefur höfuðstóllinn þá hækkað um 13% að nafnvirði.

Í tilfalli óverðtryggðra lána og breytilegra vaxta þarf lántaki að gera sér grein fyrir þyngri greiðslubyrði slíkra lána í upphafi miðað við greiðslubyrði verðtryggðra lána, sem og áhættu samhliða aukinni greiðslubyrði við vaxtahækkunir lána með breytilega vexti. Lántaki þarf jafnframt að hafa borð fyrir báru til að geta mætt slíkri hækkun á greiðslubyrði.

Upplýsingagjöf til neytenda og fjármálalæsi þeirra á eðli verðtryggingar og áhrifum verðhækkana og verðbólgu á þróun höfuðstóls og afborgana hefur verið ábótavant. Sama gildir um upplýsingagjöf um mun á greiðslubyrði verðtryggðra og óverðtryggðra lána. Nýjum lögum um neytendalán er ætlað að auka neytendavernd á lánamarkaði meðal annars með bættri upplýsingagjöf til lántakenda og ekki síður með greiðslumati lánveitanda vegna viðkomandi lánveitingar til lántaka. Ætla má að fjármálalæsi neytenda aukist að einhverju leyti samhliða bættum starfsháttum við lánveitingar til neytenda og upplýsingagjöf á lánstímanum.

Ríki OECD og Evrópusambandsins hafa engu að síður, samhliða bættri löggjöf á neytendalánamarkaði, lagt áherslu á bætt fjármálalæsi almennings, sbr. skýrslu nefndar um fjármálalæsi frá árinu 2011. Í þeim ríkjum hefur verðtrygging þrátt fyrir það ekki verið ríkjandi líkt og hér á landi. Þörf á bættu fjármálalæsi á Íslandi er því síður en svo minni, s.s. vegna útbreiðslu langra verðtryggðra jafngreiðslulána, svo ekki sé talað um undir þeim kringumstæðum þegar verðtrygging er afnumin og grundvallarbreytingar eiga sér stað á þeim lánsformum sem neytendum standa til boða.

#### **4.6 Atferlishagfræði, peningaglýja og freistnivandi**

Í klassískri hagfræði er hegðun manna einfölduð til muna og gert ráð fyrir að fólk hafi stöðugan og vel skilgreindan smekk, hámarki væntar nytjar, hugsu fyrst og fremst um eigin hag, vinni úr upplýsingum með því að meta líkur á tölfræðilegan máta og noti afvöxtun til að afvaxta framtíðarvelferð sína.<sup>11</sup>

Rannsóknir í sálfræði og atferlishagfræði benda hins vegar til að fólk velji í raun óstaðlaða hegðun þannig að það núvirði ekki, sýni óþolinmæði, líti til gjörða annarra og eigi oft erfitt með að meta ástand og áhættu með tölfræðilegum líkum. Í stað útreiknings á mögulegri háþörmun nytja eins og fræðin gera ráð fyrir eru ákvarðanir því í raun oft teknar með brjóstvitinu og þumalputtareglum einum saman.

Þá er skilningur fólks á raunvirði peninga, þ.e. virði þeirra að teknu tilliti til verðlagsþróunar, oft lítil. Algengt er að einblína á nafngildi, en ekki raungildi og kallast þetta peningaglýja. Einnig eiga margir lántakendur erfitt með að gera sér grein fyrir vaxtavöxtum og öðrum þeim mikla kostnaði sem fylgir því að taka lán, þ.e. leigja peninga til langs tíma. Eft fjármálalæsti gæti hér bætt úr.

En afar miklu máli skiptir hvernig upplýsingar eru settar fram og rammaðar inn. Fólk finnst fjöldi valkosta á markaði oft yfirþyrmandi og einblínir á það sem í fljótu bragði vegur þungt, t.d. mánaðarlega greiðslubyrði í upphafi lánsins, án þess að taka með í reikninginn heildarkostnað við lántöku eða áhættu af henni. Jafnframt virðist vera tilhneiging til að ofmeta framtíðartekjur.

Lánveitendur geta, í skjóli yfirburðastöðu sinnar, nýtt sér þessa bjögun og beint sjónum lántakenda að lágri upphaflegri greiðslubyrði, tímabundnum föstum vöxtum eða öðrum kjörum sem til þess eru fallin að skapa freistnivanda lántakans. Freistnivandi varðar þó ekki aðeins lántakann, hin hliðin á þeim peningi er freistnivandi lánveitandans, þ.e. freistni til útlánaþenslu og vanmats á skuldaraáhættu.

---

<sup>11</sup> Við ritun kaflans var stuðst við skýrslu verðtryggingarnefndar efnahags- og viðskiptaráðherra frá 2011.



## 5 Áhrif afnáms verðtryggingar á hagkerfið í heild

---

Verðtrygging neytendalána hefur ekki tíðkast síðustu áratugin á þeim löndum sem Íslendingar hafa helst viljað bera sig saman við. Þannig er verðtrygging ekki forsenda þess að viðhalda hagkerfinu að vestrænni og evrópskri fyrirmynd. Hins vegar þekktist verðtrygging vel í samanburðarríkjum, t.d. í útgáfu ríkisskuldabréfa og hjá þeim er hafa verðtryggðar tekjur. Hins vegar hefur uppbygging íslensks fjármálamarkaðar á verðtryggingu tryggt aðgengi neytenda að fjármögnun með löngum húsnæðislánum í sögulega óstöðugu hagkerfi. Með markvissum aðgerðum til að tryggja stöðugt efnahagslíf samhliða afnámi verðtryggingar, má yfir tíma ætla að hagkerfið aðlagi sig nýjum veruleika án verðtryggðra neytendalána.

Skammtímaáhrif afnáms kunna að vera töluverð, sér í lagi vegna hærri upphafs greiðslubyrði húsnæðislána á óverðtryggðum lánaðum sem dregur úr aðgangi að lánsfé og skilar sér í lægri ráðstöfunartekjum til annarra nota með tilheyrandi neikvæðum áhrifum á einkaneyslu, þjóðarútgjöld og fasteignaverð. Breytt húsnæðislánaform munu hafa áhrif á hvernig skuldir heimila eru samsettar og jafnvel hvort skuldsetning í kerfinu haldist jafnhá og hún hefur verið undanfarin ár. Að sama skapi hafa breytingar áhrif á fjármagnsmarkað sem og aukna virkni peningastefnu Seðlabanka Íslands.

Í þeim undirköflum sem á eftir fylgja er nánar fjallað um hvaða áhrif afnám verðtryggingar hefur á hagkerfið í heild. Í síðari köflum skýrslunnar má finna frekari umfjöllun um áhrif fulls afnáms á neytendur og lánveitendur.

### 5.1 Skuldir heimilanna

Skuldir heimila hafa marktæk áhrif á dýpt efnahagslæggða. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur bent á að skyndileg lækkun fasteignaverðs í kjölfar mikillar aukningar skulda heimilanna tengist verulegum samdrætti í landsframleiðslu.<sup>12</sup> Einkaneysla dregst meira saman en ella, atvinnuleysi eykst og áhrifa til lækkunar landsframleiðslu gætir í að minnsta kosti fimm ár. Efnahagsstefna stjórnvalda getur haft áhrif til mildunar áfalla sem þessara, t.d. með tímabundnum vaxtaniðurgreiðslum og beitingu peningastefnu og öðrum aðgerðum eins og t.d. nýlegum skuldaniðurfellingum.

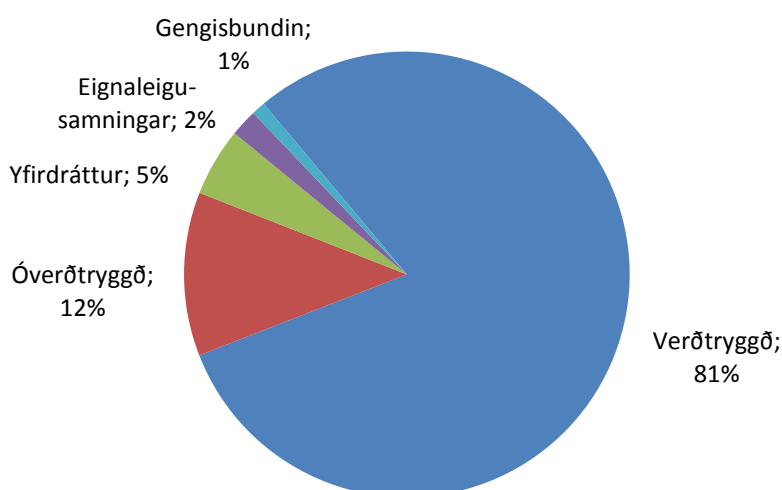
Yfirgnæfandi hluti skulda heimilanna eru verðtryggður. Á mynd hér að neðan má sjá að um 81% útistandandi útlána til heimila, þ.e. neytendalán, eru verðtryggð en það hlutfall hefur farið lítillega lækkandi undanfarin 3 ár, líklega þar sem óverðtryggð lánsform hafa rutt sér til rúms í auknum mæli.

---

<sup>12</sup> Sjá t.d. IMF (2012): *Dealing with Household Debt* og McKinsey&Company (2012): *Debt and Deleveraging: Uneven progress on the path to growth*.



Mynd 4: Skuldir heimilanna<sup>13</sup>



Með afnámi verðtryggingar af nýjum neytendalánnum munu verðtryggðar skuldir smám saman hverfa af efnahagsreikningum heimilanna, fyrir utan skuldir við Lánasjóð Íslenskra námsmanna sem falla ekki undir lög um neytendalán. Skuldir heimila verða því í auknum mæli óverðtryggðar, sem þýðir að mánaðarleg greiðslubyrði af þeim verður töluvert hærrí að óbreyttu. Líkur eru því á að draga muni úr skuldsetningu heimilanna til frambúðar með hærrí greiðslubyrði, þar sem færri heimilum verður kleift að taka lán og standa undir reglubundnum greiðslum af óverðtryggðum fasteignalánnum. Munu þau heimili sækja í auknum mæli á leigumarkað eða leita annarra lausna. Það eitt og sér veldur umtalsverðri hliðrun á fjármagnsskipan fjármálamarkaðar þar sem hluti skulda heimilanna vegna íbúðakaupa færir í rauninni til fyrirtækja og félaga er starfa í útleigu íbúða. Skuldir heimila munu einnig greiðast hraðar niður þar sem óverðtryggð lán eru með framhlaðnari greiðslubyrði en verðtryggð, sem aftur á móti skapar aukið veðrými til nýrrar skuldsetningar. Ekkert er þó því til fyrirstöðu að hér þróist óverðtryggð lánsform án afborgana þ.e. svokölluð vaxtastrípuð lán (e. interest only) og eru vel þekkt í vestrænum ríkjum. Jafnvel má gera ráð fyrir lánnum án afborgana einhvern hluta lánstíma. Það sem slík lán hafa umfram verðtryggð lán er að höfuðstóll þeirra stendur í stað að nafnvirði og lækkar að raunvirði með jákvæðri verðbólgu. Slíkt gæti þó hægt á greiðsluhraða lánanna og jafnframt aftur aukið aðgengi að fjármagni að einhverju leyti.

## 5.2 Miðlun peningastefnu

Eins og komið hefur fram í kafla 4.2.1 um vaxtamyndun og kemur fram í kafla 7 um lánveitendur munu óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum að líkindum verða mun algengara lánsform í kjölfar afnáms verðtryggingar. Slík lán bera hraðbreytanlega vexti sem sveiflast í takt við gildandi vexti á hverjum tíma og taka meðal annars mið af breytingum á fjármögnunarkostnaði lánastofnana og stýrivöxtum Seðlabanka Íslands. Greiðslubyrði lánanna er því ekki aðeins hærrí en greiðslubyrði verðtryggðra lána vegna staðgreiðslu vaxta, heldur er hún einnig sveiflukenndari. Heimili með slík lán þurfa að gera ráð fyrir því við hvern gjalddaga að borga hærrí upphæð en síðast, ef þróun áðurnefndra þátta hefur verið í átt til hækkunar vaxta. Þau heimili verða að eiga varasjóð fyrir slík tilefni, svo ekki verði hætt á að þau lendi í vanskilum við sína lánastofnun.

Hækkun stýrivaxta Seðlabankans hefur í för með sér hækkun útlánvaxta lánastofnana, sem dregur úr ráðstöfunarfé heimilanna og þar með einkaneyslu. Með þessu móti hafa stýrivextirnir mun meiri

<sup>13</sup> Seðlabankinn, Fjármálastöðugleiki 2, 2013.

áhrif á eftirspurn heimila með óverðtryggð lán en heimila með verðtryggð jafngreiðslulán þar sem greiðslubyrði síðarnefndu lánanna er ekki jafn næm fyrir verðlagsbreytingum, enda færast verðbætur sjálfkrafa á höfuðstólinn í stað þess að koma til greiðslu á gjalddaga. Bætt leiðni stýrivaxta ætti að vera jákvæð fyrir peningastefnu Seðlabankans og gerir hlutverk hans ábyrgðarmeira. Að sama skapi munu vextir sem hagstjórnartæki breytast þar sem öll beiting þeirra mun skila sér með áhrifaríkum hætti á rekstrarreikning heimilanna. Fastir óverðtryggðir vextir tryggja lántakendur gegn hærri vöxtum en draga aftur úr áhrifamætti peningastefnunnar þar sem rannsóknir sýna að stýrivextir seðlabanka hafi almennt lítil áhrif á langtímavexti, sem ákvarðist frekar af alþjóðlegum vöxtum.<sup>14</sup> Fastvaxtafyrirkomulagið veldur því að greiðslubyrðin helst óbreytt að nafnvirði þó að verðbólga sé umfram væntingar. Þrátt fyrir það er fyrirséð að aukinn endurgreiðsluhraði lána mun skila sér í auknu hlutfalli nýrra útlána af heildarútlánum sem eitt og sér skilar sér í virkari miðlun stýrivaxta og lánsfjár til neytenda.

### 5.3 Þjóðhagsleg áhrif

Erfitt er að meta áhrif af aðgerðum sem hafa jafn stórtæka kerfisbreytingu í för með sér eins og afnám verðtryggingar af neytendalánum og ljóst er að slík aðgerð á sér engin fordæmi. Því var leitað til Seðlabanka Íslands og ráðgjafarfyrirtækisins Analytica til greiningar á þjóðhagslegum áhrifum afnáms verðtryggingar á nýjum neytendalánum. Um greiningarnar tvær má lesa í viðaukum 1 og 2. Niðurstöðurnar eru um margt svipaðar, þó að umfang þjóðhagslegra áhrifa sé metið mismikið. Tafla hér fyrir neðan sýnir áhrifin að tveimur árum liðnum. Um ólíkar fræðilegar nálganir er að ræða að einhverju leyti hjá greiningaraðilunum, sem getur endurspeglað ólíkar niðurstöður. Allavega má segja sem svo að ólíkar niðurstöður gefi til kynna mikið óvissubíl af áhrifum fulls afnáms verðtryggingar í einu vetfangi.

Tafla 2: Áhrif afnáms verðtryggingar af nýjum neytendalánum á hagkerfið að tveimur árum liðnum<sup>15</sup>

	Analytica	Seðlabanki Íslands
Húsnæðisverð	0,3-1,0% lækkun	14%-20% lækkun
Einkaneysla		1,5-2% lækkun
Þjóðarútgjöld	0,5% lækkun	1,5-2,5% lækkun
Landsframleiðsla		0,5-1% lækkun
Stýrivextir Sí		0,5-1% lækkun
Gengi krónunnar		5-6% lækkun

Fram kemur í greiningunum að húsnæðisverð muni lækka í kjölfar breytinganna og að draga muni úr eftirspurn í hagkerfinu og þar með verði minni hagvöxtur en ella. Áhrifin koma í rauninni fram eins og nokkuð viðamikil aðhaldsaðgerð. Þrátt fyrir þann samhljóm greininganna tveggja er stærðargráða þjóðhagslegu áhrifanna nokkuð ólík milli þeirra, sem endurspeglar þá miklu óvissu sem fylgir mati á áhrifum afnáms verðtryggingar á nýjum neytendalánum. Seðlabankinn segir í greiningu sinni að raunvextir húsnæðislána muni hækka um 1% hjá þeim hluta lántakenda sem nú kys verðtryggð lán vegna greiðslu á áhættuálagi nafnvaxta. Að sama skapi mun greiðslubyrði þessa hóps að meðaltali vera 21-31% hærri á upphafsárum en ella. Þyngri greiðslubyrði dregur úr eftirspurn eftir húsnæðislánum sem minnkar eftirspurn eftir húsnæði og fasteignaverð lækkar. Hreinn auður heimila minnkar sem dregur úr einkaneyslu og innlendri eftirspurn. Á móti kemur að nokkuð dregur úr

<sup>14</sup> „Verðtrygging og peningastefna“

<sup>15</sup> Heimild: Seðlabanki Íslands og Analytica. Sjá nánar í viðaukum 1 og 2.

innflutningi sem mildar hagvaxtaráhrif aðgerðanna. Stýrivextir Seðlabankans lækka og gengi krónunnar sömuleiðis sem dregur úr samdráttaráhrifum.

Greining Analytica sýnir fram á nokkuð minni samdrátt í eftirspurn vegna hærri greiðslubyrði, þ.e. að þjóðarútgjöld verði 0,5% lægri árið 2018 en ella. Frjálsar ráðstöfunartekjur heimilanna minnka vegna hærri greiðslubyrði en á móti kemur að eiginfjármýndun í fasteignum verður hraðari.

## 5.4 Áhrif á fasteigna- og leigumarkað

Seðlabankinn gerir ráð fyrir að áhrif afnáms verðtryggingar af nýjum neytendalánum nái hámarki á öðru ári eftir innleiðingu. Þá er húsnæðisverð um 14-20% lægra en í grunndæmi Seðlabankans án afnáms. Analytica gerir ráð fyrir að raunverð fasteigna geti lækkað um 0,2-0,6% til næstu 5 ára í kjölfar afnáms og lítillega meiri lækkun á landsbyggðinni eða 0,3-1%. Í greiningu Analytica er einnig frávikagreining þar sem gert er ráð fyrir að öll verðtryggð lán verði þegar í stað óverðtryggð og að 1 til 23% lækkun á fasteignaverði eigi sér stað eftir því hvort um höfuðborg eða landsbyggð sé að ræða og hversu mikið greiðslubyrði þyngist við töku óverðtryggðra lána. Það eykur enn frekar á óvissu um afleiðingar á fasteignamarkaði hversu mikil áhrif afnám verðtryggingar verða á eldri neytendalán. Þar skiptir sköpum hvort draga muni úr uppgreiðslum eldri verðtryggðra lána sem mildi áhrif breytinganna eða hvort lántakendur kjósi í auknum mæli óverðtryggð lánsform til að greiða upp eldri verðtryggð lán.

Samkvæmt mati Analytica eru fasteignaverð, fjármagnskostnaður og viðhaldskostnaður þeir þættir sem ráða mestu um leiguverð til lengri tíma. Til skemmri tíma hefur ástand á leigumarkaðnum veruleg áhrif, þ.e. spurn eftir leiguhúsnæði og framboð sem breytist treglega. Niðurstaða Analytica er sú að til lengri tíma séu áhrif á leiguverð áþekkt og á fasteignaverð. Ef raunverð fasteigna lækkar þá gæti það þó dregið úr framboði nýs leiguhúsnæðis og þannig vegið gegn áhrifum lægra fasteignaverðs að svo miklu leyti sem þau koma fram.

Áhrifin af afnámi verðtryggingar á fasteigna- og leigumarkað eru þannig metin neikvæð með umtalsverðu óvissubili enda er um að ræða verulega kerfisbreytingu á innlendu húsnæðislánakerfi. Horft til lengri tíma má hins vegar gera ráð fyrir að aukin eignamyndun í fasteignum vegna hraðari afborgunarferils lána geti haft jákvæð áhrif á markaðinn.

## 6 Áhrif afnáms verðtryggingar á neytendur

Afnám verðtryggingar á nýjum neytendalánum hefði víðtæk áhrif á neytendur, bæði jákvæð og neikvæð.

- Greiðslubyrði óverðtryggðra lána í upphafi er töluvert þyngri en verðtryggðra lána sem takmarkar aðgang neytenda að fjármagni.
- Kröfur um greiðsluhæfi verða auknar, sérstaklega í tilfalli lána með breytilega vexti.
- Á fasta óverðtryggða vexti er lagt áhættuálag vegna óvissu um þróun verðbólgu á lánstímanum sem leiðir til hærri vaxtakostnaðar en á verðtryggðum lánum.
- Breytilegir óverðtryggðir vextir fela í sér að áhættu af verðbólgu er ýtt út í vaxtastigið sem getur haft mikil, bæði jákvæð og neikvæð, áhrif á greiðslubyrði á lánstímanum.
- Lægra fasteignaverð hefur töluverð neikvæð áhrif á eigið fé heimilanna; skv. greiningum Seðlabanka Íslands og Analytica gæti afnám haft þau áhrif að fasteignaverð lækki á næstu tveimur árum. Sú lækkun gæti verið lítilleg eða numið allt að 20% en horft til 5 ára næmi uppsöfnuð lækkun um 0,2-13%.
- Þá mun afnámið gera lífeyrissjóðum erfiðara fyrir með að fjárfesta í verðtryggðum skuldabréfum vegna minna framboðs sem getur haft neikvæð áhrif á lífeyrisréttindi að óbreyttri lagaumgjörð lífeyrissjóðanna.

Höfuðstóll óverðtryggðra lána greiðist hins vegar hraðar niður sem hefur jákvæð áhrif á neytendur vegna hraðari eiginfjármýndunar og lægri heildarvaxtakostnaðar. Einnig eru minni líkur á því að neytendur reisi sér hurðarás um öxl í fasteignakaupum og skuldsetning heimilanna ætti að öðru jöfnu að minnka.

### 6.1 Framboð óverðtryggðra lána

Nú þegar eru í boði óverðtryggð lánsform hjá viðskiptabönkunum og einstaka lífeyrissjóði, s.s. óverðtryggð neyslulán í formi yfirdráttar og kreditkorta, bílalan til allt að 7 ára og óverðtryggð húsnæðislán til allt að 40 ára með jafngreiðslufyrirkomulagi eða jöfnum afborgunum.

Eftirfarandi kjör eru í boði á óverðtryggðum húsnæðislánum:

- Fastir vextir til 5 ára og eru hagstæðustu kjörin 7,45%
- Fastir vextir til 3 ára og eru hagstæðustu kjörin 7,30%
- Hraðbreytanlegir vextir eru hagstæðastir í dag um 6,75%
- Vaxtagreiðslupak umfram 7,5% þar sem vextir umfram þak bætast við höfuðstól<sup>16</sup>

Á sama tíma eru eftirfarandi kjör í boði á verðtryggðum lánum:

- Hraðbreytanlegir vextir á bilinu 3,1%-4%
- Fastir vextir til 5 ára og eru hagstæðustu kjörin 3,6%
- Fastir vextir til 40 ára á bilinu 3,8%-4,2%<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Í boði hjá a.m.k. einum viðskiptabanka.

<sup>17</sup> Miðað við kjör þann 18. janúar 2014.

Miðað við ofangreind kjör er greiðslubyrði á 10 m.kr. óverðtryggðum jafngreiðslulánum til 40 ára á bilinu 60.000 – 65.000 kr. á mánuði en á þeim verðtryggðu 36.000 – 43.000 kr. á mánuði. Hér er um að ræða léttustu greiðslubyrðina sem í boði er.

Íbúðalánasjóður hefur um nokkurt skeið haft heimild í lögum til þess að bjóða upp á óverðtryggð lán en stjórnvöld hafa ekki talið ráðlegt að hefja slíkar lánveitingar vegna uppgreiðsluhættu sjóðsins og fjármálastöðugleika. Fram kom í samtali við forsvarsmenn Íbúðalánasjóðs að þeir væru reiðubúnir til að hefja útgáfu óverðtryggðra fastvaxtalána. Í skýrslu sem Analytica vann fyrir hópinn gætu fastir vextir af slíkum óverðtryggðum lánum Íbúðalánasjóðs verið um 4% hærrí en af verðtryggðum lánum miðað við ávöxtunarkröfu á markaði með ríkisskuldabréf. Verðtryggð ný útlán sjóðsins bera nú 4,2% vexti, þannig að fastir óverðtryggðir vextir gætu numið a.m.k. 8,2%. Einnig er metið í greiningu Ásgeirs og Hersis í viðauka 3 að miðað við núverandi útlánakjör viðskiptabankanna og ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa gætu vextir til 17 ára verið um 8,6%.

Hafa verður í huga að lítil reynsla er á Íslandi af útgáfu og fjárfestingum í föstum óverðtryggðum vöxtum þannig að það er alls óljóst á hvaða kjörum slík lán yrðu og til hversu langs tíma hægt væri að festa vexti þeirra. Lengsta núverandi útgáfa á markaði er á hendi ríkissjóðs með lokadag árið 2031 og er ávöxtunarkrafan um 6,8%.<sup>18</sup> Nemur útgáfan um 66 mö.kr. sem er um 6% af innlendum skuldum ríkissjóðs. Um 83% útgáfunnar er í höndum lífeyrissjóðanna.<sup>19</sup>

Sem fyrr segir eru því allar líkur á því að helsta form óverðtryggðra lána viðskiptabankanna til íbúðakaupa verði með hraðbreytanlegum vöxtum eða í mesta lagi fastir til 3 eða 5 ára, að öðru óbreyttu.

## 6.2 Aukin greiðslubyrði í upphafi – minna aðgengi að fjármagni

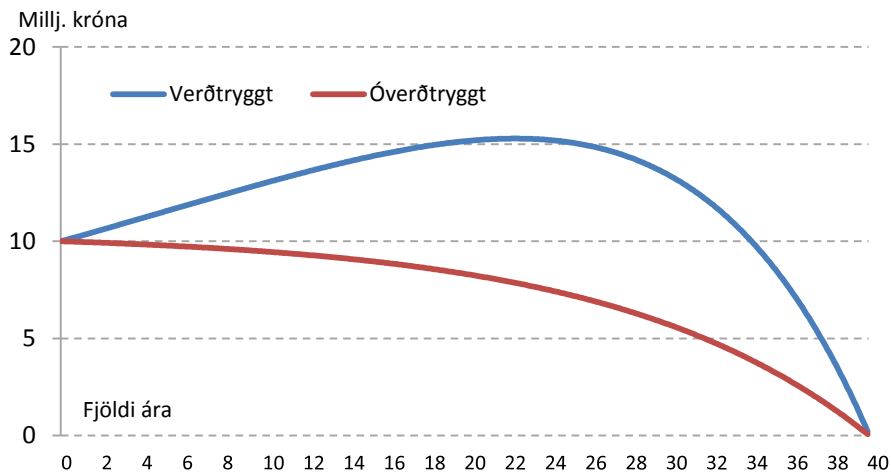
Helstu áhrif afnáms verðtryggingar neytendalána á neytendur er aukin greiðslubyrði í upphafi lánstíma. Eins og kom fram í kaflanum hér að ofan um framboð óverðtryggðra lána munar um 24.000 krónum af 10 m.kr. höfuðstól á lægstu mögulegu greiðslubyrði verðtryggðra lána miðað við lægstu mögulegu greiðslubyrði óverðtryggðra lána. Lántakendur munu því geta tekið lægri lán en ella ef þeir á annað borð standast greiðslumat. Lántaki sem hefur tók á því að greiða 100 þúsund krónur á mánuði af fasteignaláni hefur gróflega áætlað tók á því að taka um 16 m.kr. óverðtryggt jafngreiðslulán samanborið við um 27 m.kr. verðtryggt jafngreiðslulán. Við þennan samanburð má setja þann fyrirvara að ekki bjóða allir bankarnir 40 ára lánstíma á verðtryggðum jafngreiðslulánum óháð greiðslumati vegna viðbótarlána umfram 60% af virði fasteignar.

Myndir hér að neðan bera saman óverðtryggt og verðtryggt jafngreiðslulán til 40 ára miðað við 4% verðbólgu og óbreytt vaxtastig. Þegar líður á lánstímann stendur greiðslubyrði óverðtryggða jafngreiðslulánsins í stað á meðan greiðslubyrði verðtryggða lánsins hækkar að nafnvirði og eftir um 13 ár er greiðslubyrðin sú sama.

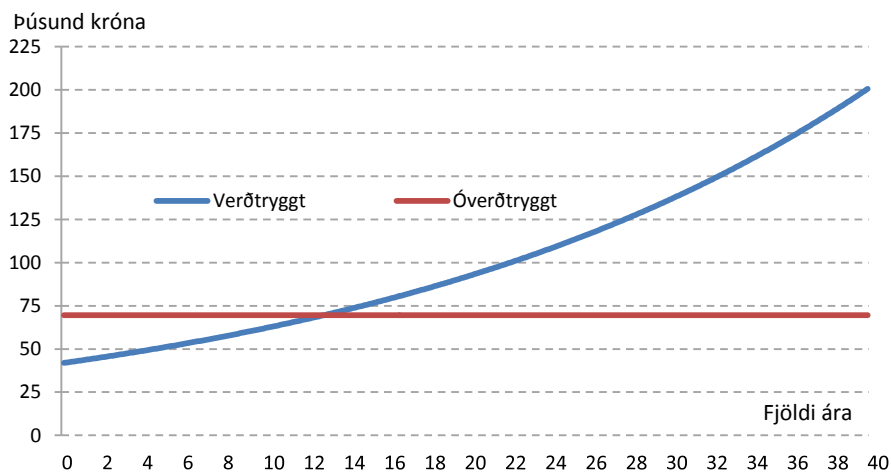
<sup>18</sup> Miðað við 20. janúar 2014

<sup>19</sup> Lánamál ríkisins.

Mynd 5: Þróun á höfuðstól 40 ára jafngreiðsluláns 10 m.kr. höfuðstóll m.v. 4% verðbólgu, 4% raunvexti og 4% verðbólguálag, þ.e. samtals um 8% nafnvexti<sup>20</sup>



Mynd 6: Þróun á greiðslubyrði 40 ára jafngreiðsluláns 10 m.kr. höfuðstóll m.v. 4% verðbólgu, 4% raunvexti og 4% verðbólguálag, þ.e. samtals um 8% nafnvexti<sup>21</sup>



Vegna hærri greiðslubyrði óverðtryggðra lána og þar með strangari kröfum um greiðslumat má gera ráð fyrir að lántakendur hafi aðgang að minna lánsfjármagni en ella. Ennfremur kann greiðslubyrði óverðtryggðra lána með breytilegum vöxtum að breytast verulega á lánstímanum þegar stöðugleika skortir í verðlagi, gengi gjaldmiðils og vaxtastigi. Lánveitendur munu því þurfa að gera enn ríkari kröfur um greiðsluhæfi lántakenda vegna breytilegra vaxta eða einhverskonar varasjóð til að standast slík áföll. Þeir lántakendur sem standast greiðslumat munu líklega leita í minna og ódýrara húsnæði og færri aðilar munu hafa ráð á að fjárfesta í dýrari eignum. Um leið mun eiga sér stað ákveðin leiðrétting á skuldetningu neytenda vegna húsnæðiskaupa m.t.t. eiginfjár þeirra og kaupmáttar sem jókst verulega á árunum fyrir hrun þegar aðgangur að lánsfé var nánast ótakmarkaður og húsnæðislánamarkaður þandist út.

Fyrir tekju- og/eða eignaminni lántaka, s.s. ungt fólk og tekjulága aðila, kann aðgangur að fjármagni að minnka töluvert og jafnvel hverfa verði löng verðtryggð jafngreiðslulán ekki í boði. Þessir aðilar

<sup>20</sup> Heimild: Útreikningar höfunda

<sup>21</sup> Heimild: Útreikningar höfunda

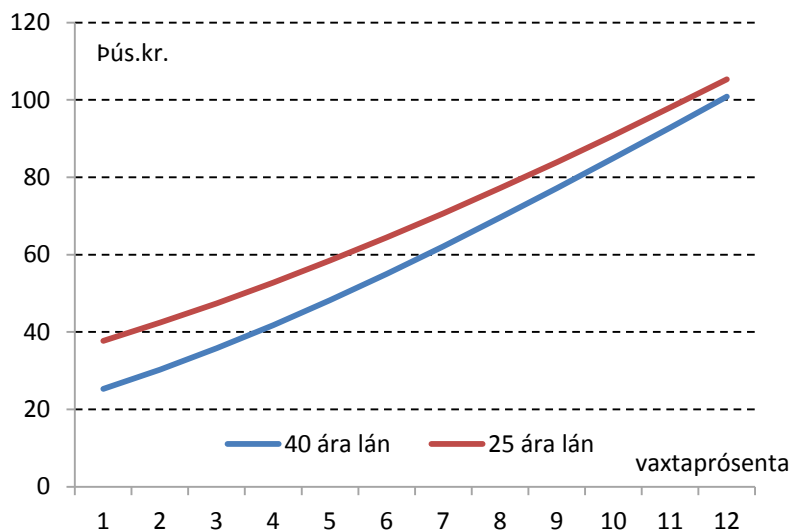
þyrftu því að leita á leigumarkað í auknum mæli eða leita annarra úrræða, svo sem að flytja síðar úr foreldrahúsum.

### 6.3 Áhrif vaxtabreytinga á greiðslubyrði

Fastir nafnvextir eru hærri en breytilegir nafnvextir á lántökudegi þar sem verðbólguvæntingar fram að næsta vaxtaákvörðunardegi eða gjalddaga eru byggðar inn í verðlagningu þeirra. Minni stöðugleiki er hins vegar fenginn með breytilegum vöxtum og föstum vöxtum til skemmri tíma en ef vextir eru festir til lengri tíma. Þróun á verðlagningu vaxta og verðbólgu stig skipta því sköpum fyrir lántaka. Lítil reynsla er komin á fjármögnun fjármálafyrirtækjanna á óverðtryggðum neytendalánum og engin reynsla á fjármögnun Íbúðalánasjóðs á óverðtryggðum lánum og óvíst hvernig fjármögnun til lengri tíma mun takast. Eins og áður hefur verið rakið eru allar líkur á því að helsta form óverðtryggðra lána til íbúðakaupa verði með hraðbreytanlegum vöxtum eða í mesta lagi til 3 eða 5 ára.

Á meðfylgjandi mynd má sjá áhrif vaxta á greiðslubyrði 25 og 40 ára jafngreiðslulána. Má t.d. sjá að því hærri sem vextirnir eru þá er minni ávinningur af lengingu lánstíma. Þannig er mikill munur á greiðslubyrði 40 ára og 25 ára verðtryggðra jafngreiðslulána þar sem raunvextir eru svo miklu lægri en nafnvextir.

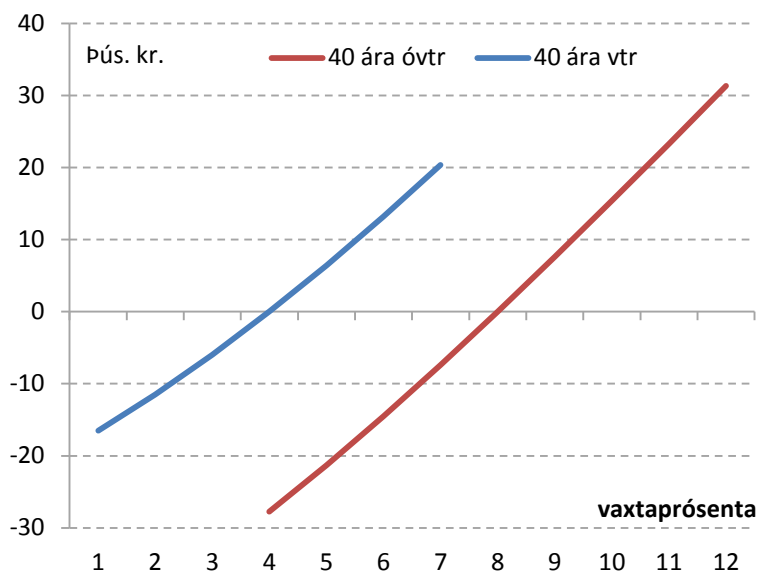
Mynd 7: Mánaðarleg greiðslubyrði á 10 m.kr. 40 ára jafngreiðsluláni m.v. mismunandi vexti<sup>22</sup>



Vaxtabreytingar nafnvaxta óverðtryggðra lána og raunvaxta eru með ólíkum hætti eins og farið var yfir í kafla um vaxtamyndun. Búast má við að áhrif vaxtahækkana á óverðtryggð lán verði meiri, sér í lagi ef hækkarnir eru tilkomnar vegna aukinnar verðbólgu. Í tilfalli verðtryggðra jafngreiðslulána skilar aukin verðbólga sér að mestu í auknum verðbótum er bætast á höfuðstólinn í stað þess að koma til greiðslu á gjalddaga. Myndin hér að neðan sýnir að ef óverðtryggðir vextir hækka úr 8% í um 9%, hækkar mánaðarleg greiðslubyrði um 7 þ. kr.

<sup>22</sup> Heimild: Útreikningar höfunda

Mynd 8: Breyting í mánaðarlegri greiðslubyrði á 40 ára jafngreiðslulánum – óverðtryggðu með 8% vöxtum og verðtryggðu með 4% vöxtum<sup>23</sup>



Ný lán, lán með breytilegum vöxtum eða föstum vöxtum til skamms tíma eru næm fyrir einstökum vaxtaákvörðunum Seðlabankans og lán með föstum vöxtum til lengri tíma verða næm fyrir því hvernig þróun ákvarðana Seðlabankans er fram til þess dags sem vextir eru endurskoðaðir. Einungis í því tilfalli sem vextir eru fastir til lokadags er áhættu af vaxtahækkunum útrýmt. Ný lög um neytendalán banna töku uppgreiðslugjalds á lánum með breytilegum vöxtum og kveða á um 1% hámark á uppgreiðslugjaldi lána með föstum vöxtum sem kemur í veg fyrir áhættu lántaka af vaxtalækkunum því hann getur endurfjármagnað lánið hvenær sem er á lánstíma án óhóflegs kostnaðar, ef hagstæðari kjör bjóðast annars staðar. Afnáam stimpilgjalds af lánaskjöllum neytenda stuðlar enn frekar að skilvirkari endurfjármögnun.

Gera má ráð fyrir því að næmni neytenda á þróun vaxtastigs og verðbólguvæntinga aukist við afnám verðtryggingar á neytendalánum. Neytandi finnur strax fyrir hækkun útlánsvaxta á óverðtryggðu láni, enda skilar hún sér í hækkun greiðslna. Ný lög um neytendalán kveða á um að tilkynna skuli neytanda um breytingar á útlánsvöxtum áður en breytingin tekur gildi og að jafnaði með 30 daga fyrirvara. Um breytingu á vaxtakjörum sem þróast í samræmi við ákveðin viðmið, t.d. vexti Seðlabanka Íslands eða vísitölu neysliverðs, er aðeins skylda að upplýsa neytanda með ákveðnu millibili, enda eru slíkar breytingar ekki fyrirsjáanlegar fyrir lánveitanda heldur byggjast á utanaðkomandi þáttum.

## 6.4 Áhrif á eigendur fasteigna og nýkaupendur

Eins og fram hefur komið má gera ráð fyrir allt að 20% lækkun á fasteignaverði við fullt afnám verðtryggingar neytendalána. Lækkun á fasteignaverði mun hafa neikvæð áhrif á eiginfjárlutföll fasteignaeigenda. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði myndar stærsta einstaka eignalið heimila og þ.a.l. neytenda á Íslandi. Því hefur verðþróun fasteigna umtalsverð áhrif á hag heimilanna. Í skýrslu Seðlabankans um Fjármálastöðugleika 2/2013 kemur fram að áframhaldandi hækkun fasteignaverðs frá árinu 2011 og frekari endurskipulagning skulda muni bæta stöðu heimilanna. Raunverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað jafnt og þétt frá því í byrjun árs 2011 og er nú komið á svipaðar

<sup>23</sup> Heimild: Útreikningar höfunda



slóðir og það náði í fyrsta sinn undir lok árs 2004. Raunverðið féll um 36% frá toppi í október 2007 þar til í lok árs 2010.<sup>24</sup>

Staða heimila heldur áfram að batna og lækkun á raungildi heildarskulda, sem m.a. kemur fram í sterkari eiginfjárstöðu og lægri greiðslubyrði, er sterk vísbending um að árangur hafi náðst í fjárhagslegri endurskipulagningu heimila. Með áframhaldandi hækkun fasteignaverðs og frekari endurskipulagningu skulda má gera ráð fyrir að staða heimila haldi áfram að batna hvað þessa þætti varðar.<sup>25</sup> Lækkun fasteignaverðs gæti hins vegar hægt á þeim bata sem þegar hefur náðst. Eiginfjárstaða heimila var 45% af heildareignum að meðaltali í árslok 2011 eftir að hafa náð lágmarki árið 2010. Ef spár Analytica og Seðlabankans um lækkun fasteignaverðs raungerast mun eiginfjárstaða heimila rýrna að öðru óbreyttu.

Áhrif af lækkandi fasteignaverði geta verið mismikil á neytendur eftir aðstæðum þeirra, m.a. skuldsetningu. Sé t.d. horft á þau 10% þjóðarinnar sem skulda mest kemur í ljós að lækkandi fasteignaverð mun geta haft þau áhrif að eigið fé þeirra verði neikvætt. Í þessum hópi eru þó að öðru jöfnu þeir sem hafa mesta möguleika á að skuldsetja sig þ.e. hátekjufólk með miklar eignir samfara miklum skuldum og hafa að meðaltali aldrei verið með neikvætt eigið fé í húsnæði. Neikvætt eigið fé er því ekki endilega merki um greiðsluvandræði og tillögur um skuldleiðréttingar sem kynntar voru af stjórnvöldum í nóvember 2013 geta enn fremur haft áhrif þar á.

Lækkað markaðsvirði fasteigna hefur lítil áhrif á þá sem ætla að búa áfram í fasteignum sínum. Áhrifin eru fyrst og fremst sálræn þegar eigið fé í fasteigninni minnkar en geta líka valdið lækkandi auðsáhrifum sem leiðir til minni eftirspurnar. Áhrifin eru verri fyrir þá sem ætla eða þurfa að fjárfesta í annars konar húsnæði, þá sem eru á leið út af fasteignamarkaðinum og þá sem eru í greiðsluvandræðum. Þessir aðilar fá minna greitt fyrir húsnæði sitt og í sumum tilvikum er eiginfjárstaða þeirra neikvæð sem gerir þeim ómögulegt að ráðstafa fasteignum sínum á meðan svo er.

Ef horft er einangrað á lækkun fasteignaverðs má gera ráð fyrir að lækkun muni hafa jákvæð áhrif á þá sem standa fyrir utan fasteignamarkaðinn og gera þeim auðveldara um vik að eignast fasteign. Við afnám verðtryggingar mun greiðslubyrði nýrra lána hækka, að öllu jöfnu, eins og farið hefur verið yfir. Áhrifin á kjör þessa hóps eru því óljós. Einnig ríkir óvissa um hversu hratt eftirspurnaráhrif, vegna m.a. mannfjöldabróunar og lækkandi verðs, hafa áhrif á hækkun fasteignaverðs á ný.

## 6.5 Áhrif á lífeyrisréttindi

Hagtölur um efnahag heimila undanskilja iðulega lífeyrisréttindi þeirra. Almennt séð safna sjóðsfélagar réttindum í sínum lífeyrissjóði og yfir 40 ára starfsævi eiga réttindin að skila sér í lífeyrisgreiðslum sem nema að lágmarki 56% af launatekjum. Greiðslurnar eru síðan inntar af hendi frá töku lífeyrisréttinda til dánardægurs og eiga að vera verðtryggðar. Við afnám verðtryggingar á neytendalánnum verður aðgangur lífeyrissjóða að verðtryggðum eignum, að öðru jöfnu, takmarkaðri og gæti minnkað möguleika þeirra til að uppfylla skilyrði um verðtryggðan lífeyri. Fyrir lífeyrisþega í almenna lífeyriskerfinu myndi það skila sér í skertum lífeyrisréttindum en í opinbera lífeyriskerfinu lendar mismunurinn á ríkissjóði.

Nánar er fjallað um áhrif á lífeyrissjóðina í kafla 7.4.

<sup>24</sup> Seðlabankinn, Fjármálastöðugleiki 2, 2013.

<sup>25</sup> Seðlabankinn, Fjármálastöðugleiki 2, 2013.

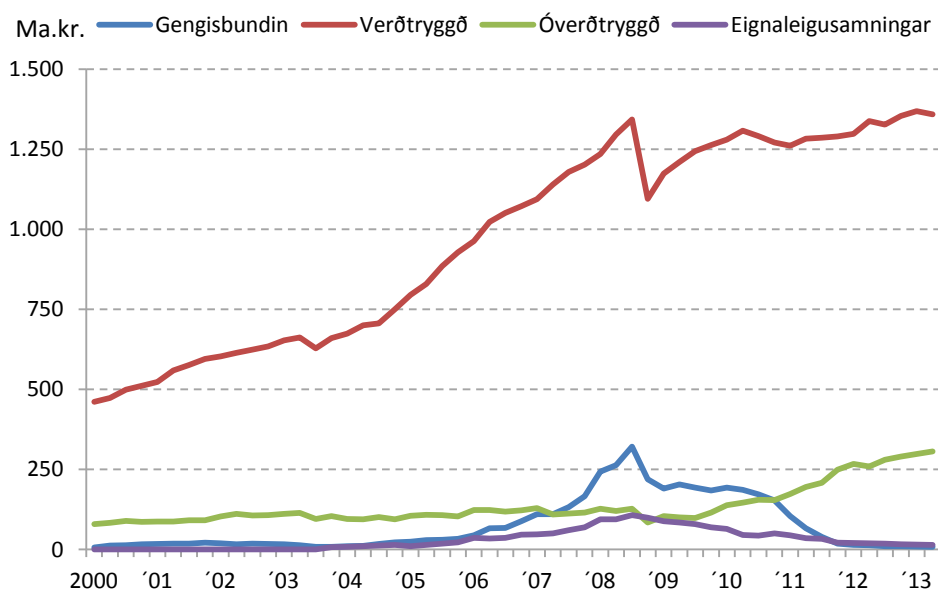
## 7 Áhrif afnáms verðtryggingar á lánveitendur

Við afnám verðtryggingar á nýjum neytendalánum verður lánveitendum ekki lengur heimilt að veita neytendum verðtryggð lán og þurfa því ekki að sækja sér verðtryggða fjármögnun á lánsfjármarkað í eins ríkum mæli. Á þetta sér í lagi við um Íbúðalánasjóð og viðskiptabankana. Afnám verðtryggingar mun þannig þýða gjörbreytingu á íslenskum lánsfjármarkaði sem er að stórum hluta byggður upp á verðtryggðum íbúðalánum heimilanna. Að sama skapi eru lífeyrissjóðirnir langstærstu fjármögnunaraðilar verðtryggðra íbúðalána neytenda og er hlutdeild þeirra um 70% eða 800 ma.kr. Þar sem afnám nær til nýrra neytendalána mun hlutfall verðtryggðra neytendalána, hvort heldur í gegnum Íbúðalánasjóð eða bankana, minnka með árunum en í staðinn gætu komið nýir útgefendur sem sjá færi á hagstæðri fjármögnun og bæta við verðtryggðum útgáfum sem lífeyrissjóðir og aðrir fjárfestar leita eftir. Í hnotskurn leiðir afnám verðtryggingar á neytendalánum til þess að verðtryggingarhringrás Íslands verður lokað og stóra spurningin stendur eftir hvort lífeyrissjóðirnir muni halda áfram að fjármagna fasteignalán heimilanna séu þau óverðtryggð.

### 7.1 Lánsfjármarkaður

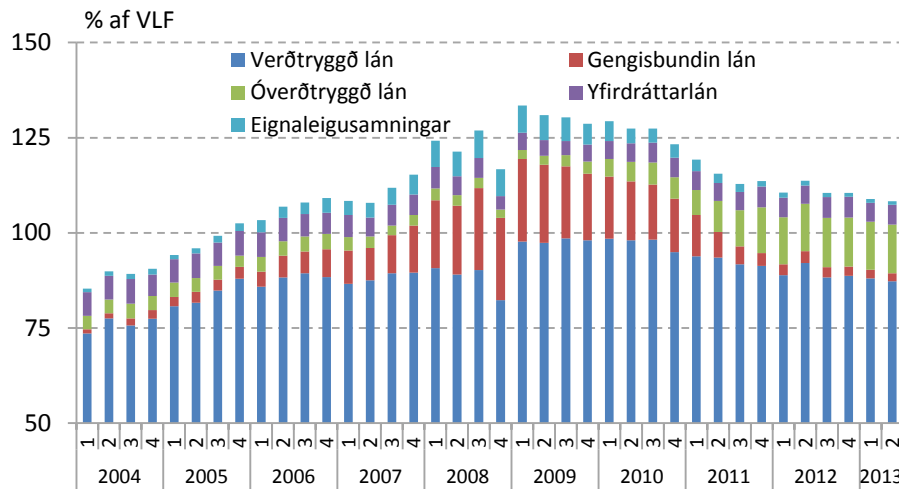
Afnám verðtryggingar á nýjum neytendalánum mun helst hafa þau áhrif á íslenskum lánamarkaði að framboð lánsfjár mun breytast. Undanfarna áratugi hafa helstu lánategundir sem standa neytendum til boða verið í formi verðtryggðra lána og er yfirgnæfandi hluti skulda heimilanna verðtryggður eins og komið hefur fram áður. Óverðtryggð útlán virðast ekki aukast að neinu ráði fyrir en um árið 2010, sbr. neðangreindar tvær myndir, og taka þau alfarið við af gengisbundnum útlánnum. Hins vegar má að einhverju leyti útskýra þessa þróun vegna endurfjármögnunar ólögðmætra gengisbundinna lána. Einnig buðu sumir viðskiptabankanna upp á skuldbreytingar úr verðtryggðum lánnum í óverðtryggð gegn lækkun höfuðstóls og jafnvel hagstæðum vaxtakjörum í tiltekinn tíma. Það er því erfitt að fullrða með vissu um raunverulega eftirspurn eftir óverðtryggðum lánnum.

Mynd 9: Söguleg þróun útlána til heimilanna skv. hagtölum Seðlabanka Íslands<sup>26</sup>



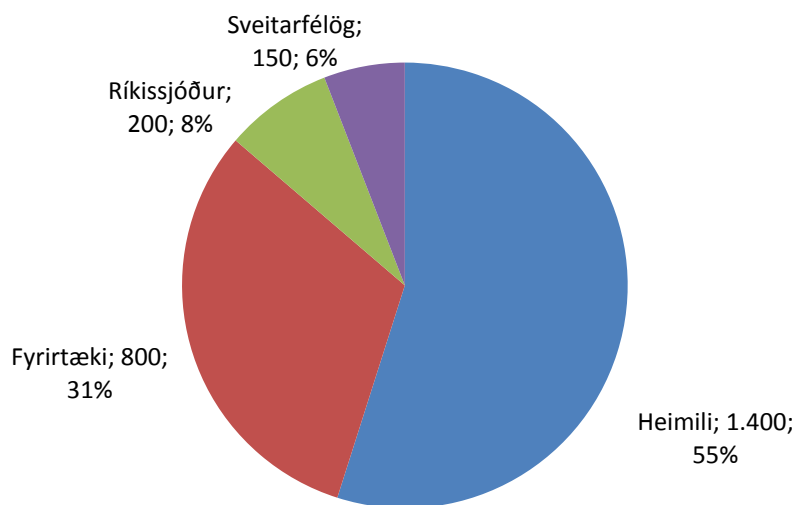
<sup>26</sup> Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 10: Skuldir heimila sem hlutfall af VLF<sup>27</sup>



Samkvæmt þessu má sjá að verðtrygging hefur einkennt lán neytenda undanfarna áratugi og sér í lagi íbúðalán. Ef teknar eru gróflega saman útistandandi verðtryggðar skuldir á fjármálamarkaði má sjá að neytendur standa að baki um ríflega helmingi þeirra eins og sjá má á eftirfarandi mynd.

Mynd 11: Áætluð skipting verðtryggðra skulda eftir lántakendum<sup>28</sup>



Af hálfu neytenda eru þetta að langmestu leyti skuldir við Íbúðalánasjóð eða um 700 ma.kr. Miðað við hagtölur Seðlabanka Íslands er bókfært virði verðtryggðra skulda við banka um 335 ma.kr.<sup>29</sup>, 175

<sup>27</sup> Seðlabankinn, Fjármálastöðugleiki 2, 2013.

<sup>28</sup> Heimild: Seðlabanki Íslands, Lánamál, samtantekt höfunda

<sup>29</sup> Í hagtölum Seðlabanka Íslands eru útlán metin á bókvirði, þ.e. virði þeirra skv. bókum fjármálafyrirtækja sem endurspeglar það virði sem vænst er að muni endurheimtast af útlánunum. Hluti lána bankakerfisins er þannig bókfærður lægra heldur en kröfuvirði og eru skuldarnar því í rauninni hærri. Tölur úr Fjármálastöðugleika taka tillit til þessa.

ma.kr. til lífeyrissjóða og 175 ma.kr. til annarra fjármálafyrirtækja<sup>30</sup> sem að mestu leyti eru skuldir við LÍN. Samtals eru þetta um 1.400 ma.kr. af verðtryggðum skuldum en hefur verið metið upp undir 1.700 ma.kr. í skýrslu Fjármálastöðugleika Seðlabanka Íslands 2013/2 og liggur munurinn aðallega í því að hagtölur Seðlabanka Íslands endurspegla bókfært virði en ekki kröfuvirði. Stærsti hluti þessara lána er með veði í húsnæði eða um 1.150 ma.kr. og um 250 ma.kr. eru vegna annarra lána, skv. Seðlabanka Íslands.

Við greiningu á fjármögnun verðtryggingar verður að hafa í huga að útgefandi verðtryggðra lána er yfirleitt annar aðili en endafjárfestir. Þannig er útgefandi einungis milliliður og þarf að fjármagna útlán sín á einn eða annan hátt. Íbúðalánasjóður er að fullu fjármagnaður með útgáfu verðtryggðra skuldabréfa með ríkisábyrgð og viðskiptabankarnir hafa fjármagnað um helming sinna útlána með útgáfu sértryggðra skuldabréfa.<sup>31</sup> Þeir fjárfestar sem fjárfesta í þessum skuldabréfaútgáfum og fá endanlegar afborganir, vexti og verðbólgu greidda. Að langstærstu leyti eru þetta lífeyrissjóðir, sér í lagi vegna fjárfestinga í skuldabréfum Íbúðalánasjóðs.

Lánsfjármarkaður þar sem fjármagn mætist af fúsum og frjálsum vilja er sveigjanlegur og aðlagar sig að breyttum aðstæðum. Við afnám verðtryggingar neytendalána er líklegt að framboð verðtryggðra fjárfestingarkosta fyrir endafjárfesta muni minnka í fyrstu. Við minna framboð og óbreytta eftirspurn ætti verð umræddrar vöru að hækka þ.e. í þessu tilviki myndu raunvextir verðtryggðra bréfa lækka. Það ætti að gefa öðrum útgefendum færi á því að stiga inn og nýta tækifærið til útgáfu verðtryggðra skuldabréfa. Má telja til að ríkissjóður gæti aukið útgáfu verðtryggðra skuldabréfa sem og sveitarfélög, opinberir aðilar og fyrirtæki. Einnig gæti breytt form húsnæðismarkaðar með stærra hlutfalli leiguíbúða í eigu leigufélaga leitt til fjármögnunar þeirra félaga með verðtryggðum skuldabréfum í þeim tilfellum sem leigusamningar eru verðtryggðir.

Af ofangreindri umfjöllun um lánsfjármarkaðinn má ráða að þrír megináðilar standa að fjármögnun verðtryggðra neytendalána en það eru Íbúðalánasjóður sem stærsti milliliðurinn, viðskiptabankarnir og að lokum lífeyrissjóðirnir sem stærstu endafjárfestar verðtryggðra lánsforma. Hér verður farið yfir möguleg áhrif afnáms verðtryggingar á neytendalánnum á hvern og einn þeirra.

## 7.2 Íbúðalánasjóður

Íbúðalánasjóður er milliliður fjármagns og fjármagnar sig með skuldabréfaflokkum sem eiga að samsvara þeim lánum sem veitt eru til íbúðakaupa. Kaupendur þeirra eru að stærstum hluta lífeyrissjóðir en þeir eiga um 73% af útgæfnum skuldabréfaflokkum sjóðsins ásamt því að eiga hlutdeild í gegnum fjárfestingar þeirra í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum. Ríkisábyrgð Íbúðalánasjóðs aftengir skuldaráhættu kaupenda skuldabréfanna sem gerir lífeyrissjóðunum kleift að vera svo stórtækir í fjárfestingum íbúðabréfanna.

<sup>30</sup> Í hagtölum Seðlabanka Íslands teljast fjármálafyrirtæki sem Seðlabanki Íslands, innlánsstofnanir, ýmis lánaþyrirtæki, verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir, lánasjóðir ríkisins, tryggingarfélag, lífeyrissjóðir og fjármálafyrirtæki í slítameðferð eða nauðasamningum.

<sup>31</sup> Sértryggð skuldabréf (e. covered bonds) bankanna eru gefin út með veði í íbúðarlánnum sem hann hefur veitt. Við gjaldprot útgafanda, þ.e. bankans, hefur fjárfestir aðfararhæfni að bæði bankanum og veðunum.

Tafla 3: Eigendur íbúðabréfa miðað við markaðsvirði<sup>32</sup>

	ma.kr.	hlutfall
Bankar	11	1,2%
Einstaklingar	15	1,6%
Erlendir aðilar	12	1,3%
Önnur fyrirtæki	21	2,2%
Lánafyrirtæki	44	4,6%
Lífeyrissjóðir	693	72,7%
Tryggingafélög	17	1,8%
Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir	130	13,6%
Aðrir	10	1,0%
<b>Samtals</b>	<b>953</b>	<b>100%</b>

Starfsemi sjóðsins felst að meginhluta í því að veita 40 ára verðtryggð íbúðalán með föstum vöxtum og fjármagna sig með útgáfu verðtryggðra skuldabréfaflokka til 40 ára með föstum vöxtum. Um 75% af útlánnum sjóðsins eru vegna íbúðakaupa heimilanna en einnig hefur hann heimildir til að lána til sveitarfélaga og fyrirtækja. Útistandandi útlán til neytenda eru að stærstum hluta uppgreiðanleg án kostnaðar. Hluti útlána ber uppgreiðslugjald sem getur verið upp undir 15-20% af eftirstöðvum lánsins. Ný neytendalöggjöf kemur nú í veg fyrir að heimilt sé að taka herra uppgreiðslugjald en 1% af nýjum neytendalánnum með föstum vöxtum. Flestir skuldabréfaflokkar sjóðsins eru óuppgreiðanlegir, að undanskildum gömlu húsbrefunum og nema eftirstöðvar þeirra um 35 ma.kr.

Sem milliliður getur sjóðurinn einfaldlega mætt afnámi verðtryggingar á neytendalánnum með því að fjármagna nýtt form útlána með nýjum óverðtryggðum skuldabréfum sem samsvara þeim óverðtryggðu lánnum sem hann veitir til íbúðakaupa. Þannig á afnám verðtryggingar ekki að hafa nein áhrif á nýjar lánveitingar sjóðsins, svo fremi sem hann geti fjármagnað þær.

Núverandi staða Íbúðalánasjóðs kemur hins vegar í veg fyrir að ferlið í afnámi verðtryggingar sé einfalt. Af um 1.000 ma.kr. útlánvirði sjóðsins er einungis um þriðjungur eða 310 ma.kr. varinn með uppgreiðsluálagi að hluta til eða að öllu leyti og uppgreiðanlegum húsbrefum.<sup>33</sup> Ef núverandi verðtryggð útlán sjóðsins eru greidd upp án uppgreiðslugjalds lendir sjóðurinn í töluverðri endurfjárfestingaráhættu sem felst í því að líkur eru á auknu misvægi eigna og skulda eða sjóðurinn neyðist til að taka á sig töluvert tap. Íbúðalánasjóður hefur þó heimild til að virkja uppgreiðsluákvæði á öll veitt útlán sjóðsins við sérstakar aðstæður en heimildin hefur ekki verið nýtt. Án uppgreiðsluákvæðis getur sjóðurinn ekki innkallað eða greitt inn á útgefin skuldabréf nema með því að innleysa tap og hann safnar því upp lausafé og miklu ójafnvægi milli eigna og skulda, þar sem sjóðurinn mun áfram skulda verðtryggt en eignirnar verða óverðtryggðar. Til að minnka misvægi í verðtryggingarjöfnuði gæti sjóðurinn keypt til baka útgefin skuldabréf en vegna lágrar ávöxtunarkröfu á útgefnum skuldabréfum þýða hverjar 100 milljónir í uppgreiðslur u.þ.b. 8-11 milljóna tap fyrir sjóðinn.<sup>34</sup> Leiðin sem sjóðurinn hefur valið til að verjast áhættu vegna uppgreiðslna er að halda áfram að veita ný verðtryggð lán af svipaðri tímalengd og útgefin skuldabréf og ekki með lægri vöxtum til að forðast neikvæðan vaxtamun.

<sup>32</sup> Heimild: Íbúðalánasjóður, mánaðarskýrsla október 2013.

<sup>33</sup> Íbúðalánasjóður. Ársreikningur 2012.

<sup>34</sup> Endanlegt tap fer eftir vaxtastigi á markaði – miðað við um 3% markaðskröfu gæti tapið verið á þessu bili.

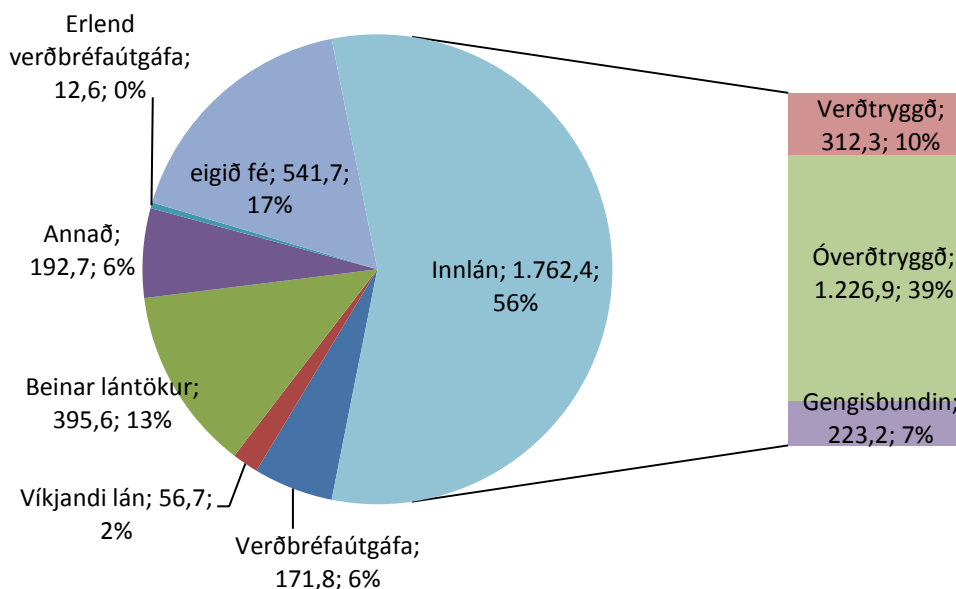
Staða Íbúðalánasjóðs verður til þess að illmögulegt er takmarka stærð sjóðsins og minnka ríkisábyrgð vegna útlána hans og þarf einhverjar sértækar aðgerðir til þess. Þetta vandamál sjóðsins flækir því framgang afnáms verðtryggingar þar sem sjóðurinn mætti ekki veita ný verðtryggð lán. Ójafnvægi eigna og skulda myndi við það aukast enn frekar. Ennfremur er líklegt að uppgreiðslur verðtryggðra lána aukist enn frekar ef Íbúðalánasjóður býður óverðtryggð lán á samkeppnishæfum kjörum.

Vegna stöðu Íbúðalánasjóðs vísast til nefndar um framtíðarskipan húsnæðismála á Íslandi.

### 7.3 Viðskiptabankar

Í kjölfar afnáms verðtryggingar munu verðtryggðar eignir smám saman dragast saman á eignahlið reikninga lánastofnana og í stað þeirra koma óverðtryggð lánasöfn. Bankar eru milliliðir á lánsfjármarkaði og helsta uppspretta fjármögnunar fyrir íslenska banka eru innlánseigendur og kaupendur skuldabréfa útgefnum af bönkunum. Samvæmt hagtölum Seðlabankans eru 56% af fjármögnun viðskiptabankanna í formi innlána. Nánar tiltekið samanstendur um 3.077 milljarða efnahagsreikningur viðskiptabankanna af um 542 milljarða eigin fé á móti 2.535 milljarða skuldum. Neðangreind mynd sýnir nánar samsetningu skuldahliðar innlánsstofnana ásamt skiptingu innlána. Hér eru taldir með verðtryggðum innlánnum orlofsreikningar og innlán vegna viðbótarlífeyrissparnaðar.

Mynd 12: Skuldir innlánsstofnana í mö.kr.<sup>35</sup>

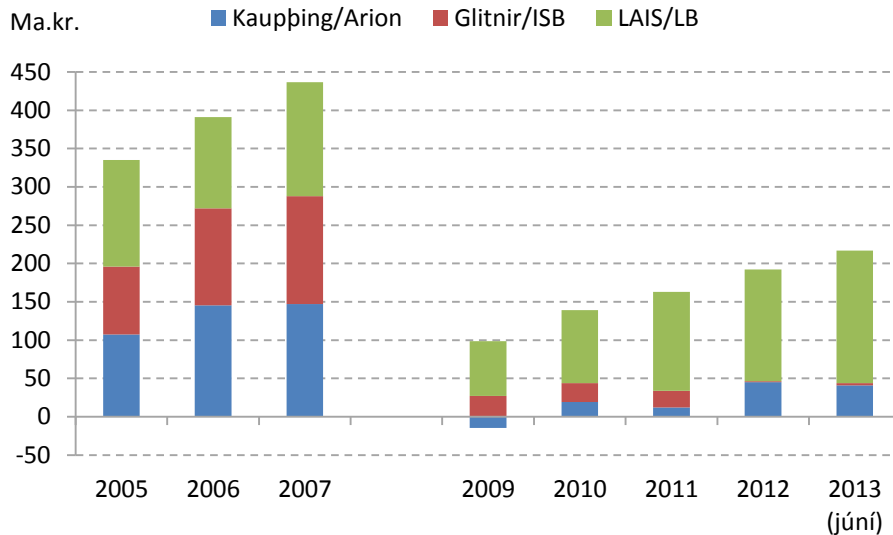


Bönkum er eðlislægast að halda jafnvægi milli eigna og skulda og því ætti innlánastarfsemi þeirra að leiða til þess að útlán væru veitt með óverðtryggðum breytilegum vöxtum. En líklega var það ráðandi staða verðtryggðra fasteignalána Íbúðalánasjóðs sem hvatti bankana til að bjóða verðtryggð lán árið 2004 svo þeir ættu möguleika á því að keppa um lántakendur. Viðskiptabankarnir hafa hins vegar ekki í eðli sínu sérstakan hag af því hvort að neytendalán séu verðtryggð eða óverðtryggð. Þeir geta hins vegar í raun haft hag af því að eiga meira, eða minna, af verðtryggðum eignum en skuldum, þ.e. að vera með misræmi í verðtryggingarjöfnuði sínum. Eins og sjá má á neðangreindri mynd var verðtryggingarjöfnuður bankanna töluvert jákvæður fram til ársins 2007 þegar hann náði hámarki og

<sup>35</sup> Heimild: Seðlabanki Íslands

nam um 150 ma.kr. á hvern viðskiptabanka. Miðað við tölur í lok júní 2013 var einn banki með jafnvægi, þ.e. Íslandsbanki en Arion banki er með um 40 ma.kr. jákvæða skekkju en eftirtekt vekur hversu mikla skekkju má finna í bókum Landsbankans eða um 173 ma.kr. og hefur skekkjan vaxið um 100 ma.kr. frá árinu 2009.

Mynd 13: Verðtryggingarjöfnuður viðskiptabankanna þriggja<sup>36</sup>



Í raun ætti það að vera hagur banka að neytendalán séu almennt óverðtryggð. Bankar eiga erfitt með að veita lán til langs tíma með föstum vöxtum þar sem fjármögnun þeirra er að mestu leyti í formi innlána. Hafa ber í huga grundvallaratriði í bankastarfsemi að breyta skammtíma-innlánum í langtíma-útlán. En þessi starfsemi er áhættusöm og mörk eru á hvað innlánsstofnanir geta borið mikinn mun á tímalengd eigna og skulda, bæði vegna vaxtaáhættu og endurfjármögnunaráhættu. Má sjá afleiðingar af því að vera með mismun í tímalengd eigna og skulda en nærtækasta dæmið er líklega fall Northern Rock í Bretlandi árið 2007. Áhættan felst í því að þegar traust banka fer þverrandi og sparifjáreigendur fara í auknum mæli að taka út innstæður sínar, eiga bankar erfitt með að minnka eignahlið sína á móti þar sem hún er í óuppgreiðanlegum löngum útlánum.

Besta áhættuvörn fyrir banka við veitingu fasteignalána er að fjármögnun þeirra sé svipuð í eðli sínu t.d. með bindingu innlána og/eða útgáfu skuldabréfa af svipaðri tímalengd og veitt útlán. Þetta hafa bankarnir byrjað að nýta sér með útgáfu sértryggðra skuldabréfa, eins og fram hefur komið. Mögulegur kaupendahópur þessara skuldabréfa í núverandi umhverfi íslensks skuldabréfamarkaðar samanstendur að mestu af lífeyrissjóðum landsins auk tryggingafélaga og verðbréfasjóða. Þar sem lífeyrissjóðir þurfa að uppfylla verðtryggða ávöxtunarkröfu skuldbindinga hafa þeir fyrst og fremst haft áhuga á verðtryggðum eignum til langs tíma. Eðli skuldbindinga tryggingafélaga er þannig að þær eru til tiltölulega skamms tíma. Það gæti því orðið erfitt fyrir íslenska banka að sækja sér óverðtryggða fjármögnun til langs tíma.

Samkvæmt gögnum Seðlabanka um útlán til heimila í október 2013 voru heildarútlán viðskiptabanka til heimilanna 637 ma.kr. Þar af voru verðtryggð lán 335 ma.kr. í formi skuldabréfa, þar af íbúðalán 267 ma.kr., og óverðtryggð lán til heimila voru 200 ma.kr. þar af 130 ma.kr. íbúðalán. Heildar íbúðalán voru 397 ma.kr. en sama tala var 332 ma.kr. í upphafi árs 2009. Frá þeim tíma hafa verið gerðar leiðréttingar á gengistryggðum lánum auk ýmissa sérúrræða sem voru í boði þannig að ekki er hægt að draga óyggjandi áætlanir um það hversu mikil ný útlán eru á þessu tímabili.

<sup>36</sup> Heimild: Seðlabanki Íslands, samantekt úr árs- og árs hlutareikningum viðskiptabankanna



Allir íslensku bankarnir hafa gefið út sértryggð skuldabréf eftir hrun og nemur útgáfan um 33 mö.kr. en þar af er verðtryggð útgáfa um 22 ma.kr. og óverðtryggð útgáfa um 11 ma.kr. Ekki eru opinberar upplýsingar um samsetningu kaupenda bréfanna en líklega liggja þau hjá lífeyrissjóðum, tryggingafélögum, eignastýringum og einhverjum verðbréfasjóðum. Til viðbótar eru verðtryggð íbúðalán hjá Arion banka að fjárhæð 120 ma.kr., sem voru upphaflega veitt af Kaupþingi og fjármögnuð með samningsbundum sértryggðum skuldabréfum áður en lög um sértryggð skuldabréf tóku gildi.<sup>37</sup>

Þannig nema verðtryggð íbúðalán í bankakerfinu 267 ma.kr., þar af er ríflega helmingur þeirra fjármagnaður með sértryggðum skuldabréfum að fjárhæð 142 ma.kr. Það sem eftir stendur er fjármagnað með innlánnum eða annars konar fjármögnun. Gera má ráð fyrir að bankar muni reyna að jafna útlán vegna íbúðalána á móti sértryggðum útgáfum í meira mæli í framtíðinni vegna hertra krafa um áhættu- og lausafjárstýringu. Hins vegar vekur athygli að á móti 128 ma.kr. óverðtryggðum íbúðalánnum nemur óverðtryggð útgáfa eingöngu 10 ma.kr., miðað við nóvember 2013. Mismunurinn er því að öllum líkindum fjármagnaður með innlánnum og annars konar fjármögnun. Hvort það er vegna þess að bankar geti ekki fjármagnað meira eða vilji ekki er erfitt að henda reiður á.

## 7.4 Lífeyrissjóðir

Afnám verðtryggingar mun gjörbreyta fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða. Samkvæmt 2. mgr. 14. gr. laga um skyldtryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða eru lífeyrisréttindi verðtryggð og því eru verðtryggðir fjárfestingarkostir eftirsóttir. Um helmingur af eignum lífeyrissjóða eru verðtryggðar. Eins og fram hefur komið áður eiga lífeyrissjóðir um 73% af útgáfum Íbúðalánasjóðs og líklega um 7% til viðbótar í gegnum verðbréfa- og fjárfestingarsjóði. Þetta telur um 800 ma.kr. en þar sem um 75% útlána Íbúðalánasjóðs er til neytenda má segja að lífeyrissjóðir fjármagni um 600 ma.kr. af íbúðalánnum neytenda í gegnum sjóðinn. Til viðbótar eiga lífeyrissjóðir lítinn hluta af verðtryggðum sértryggðum skuldabréfum bankanna sem er áætlað að sé um 15 ma.kr. Að lokum eru um 7% eigna lífeyrissjóðanna í verðtryggðum sjóðfélagalánnum sem eru um 175 ma.kr. Samtals fjármagna lífeyrissjóðirnir því um tæplega 800 ma.kr. af verðtryggðum íbúðalánnum neytenda eða um 70%. Þetta stóra hlutfall byggist á ríkisábyrgð á stórum hluta þessara lána en þetta fyrirkomulag greiðslu verðtryggingar frá heimilum vegna íbúðalána til lífeyrissparnaðar heimilanna er stærsti þáttur verðtryggingarhringrásar Íslands. En vegna stærðar lífeyrissjóðanna í núverandi fjármögnun íbúðalána er ljóst að þeir verða á einhvern hátt að koma að fjármögnun þeirra til framtíðar, enda ekki fyrirséð hver ætti mögulega að taka við þeirri fjármögnun af þeim.

Þó svo að lög kveði á um verðtryggingu lífeyrisréttinda byggir almenna lífeyrissjóðakerfið upp á sjóðssöfnun og ávöxtun hans vindur fram miðað við kjör og kosti á hverjum tíma. Þannig verður verðtrygging lífeyrisréttinda frekar markmið en lögbundin trygging. Sjóðir hafa komið misvel út í samanburði og reynslan hefur sýnt að í reynd eru lífeyrisréttindi í hinu almenna kerfi ekki verðtryggð, þó svo að meðaltalið gefi það til kynna skv. upplýsingum frá Landssamtökum Lífeyrissjóða. Í lögum um lífeyrissjóði segir í 36. grein: „Stjórn lífeyrissjóðs skal móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu“. Í sömu lögum segir í 39. grein að ef tryggingafræðileg staða sjóðsins sýni að meiri en 10% munur sé á eignum og skuldbindingum þurfi að gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum sjóðsins. Almennir lífeyrissjóðir hafa enga burði til að greiða út lífeyrisréttindi nema eignir þeirra standi undir þeim og þannig eru lífeyrisréttindi í raun ekki tryggð nema að því marki sem tryggingafræðilegar úttektir gefa tilefni til. Öðru máli gegnir um lífeyrissjóði opinbera geirans þar sem ekki liggja fyrir

<sup>37</sup> Þessi bréf eru í eigu Eignasafns Seðlabanka Íslands. Hann hefur áformað sölu á þeim á næstu 5 árum.



heimildir til að skerða réttindi komi upp sú staða að tryggingafræðileg staða lífeyrissjóðs reynist ófullnægjandi.

Þar sem afnám verðtryggingar snýr að nýjum neytendalánum er ljóst að verðtryggðir fjárfestingarkostir verða enn til staðar fyrir lífeyrissjóði af hálfu annarra útgefenda en neytenda. Skuldabréf með breytilegum vöxtum eru hins vegar ákveðið form verðtryggingar sem hentað getur í söfn lífeyrissjóða. Vegna eðlis skuldbindinga þeirra munu þau þó ekki teljast áhættuvörn skv. núgildandi reglum. Þá gæti fjárfesting á stórum hluta eigna lífeyrissjóða í óverðtryggðum föstum vöxtum til langs tíma ekki samrýmst áhættusjónarmiðum þeirra.

## 7.5 Áhrif lækkandi fasteignaverðs á lánveitendur

Lánastofnanir hafa leyst til sín verulegan fjölda eigna á umliðnum árum og því gætu áhrif lækkandi fasteignaverðs orðið töluverð á lánveitendur. Má þar t.d. nefna:

### 7.5.1 Íbúðalánasjóður

Í lok október átti Íbúðalánasjóður 2.549 fullnustueignir um allt land, flestar á Suðurnesjum og á höfuðborgarsvæðinu. Fyrstu viðbrögð við áhrifum á Íbúðalánasjóð er að virði eigna þeirra muni lækka en það fer þó líklega eitthvað eftir staðsetningu. Vanskil og frýstingar tengdust 12,9% af lánasafni íbúðalánasjóðs í nóvember 2013. Aukið hlutfall fasteignaeygenda með neikvætt eigið fé gæti minnkað greiðsluvilja sem hefur þá frekari áhrif á vanskilahlutfall Íbúðalánasjóðs. Lækkandi fasteignaverð gæti því haft slæm áhrif á stöðu Íbúðalánasjóðs sem endar sem tap ríkissjóðs.

Tafla 4: Íbúðir íbúðalánasjóðs eftir landshlutum og stöðu í lok október 2013<sup>38</sup>

	Í leigu	Auðar	Óíbúðar- hæfar	Í vinnslu	Samtals okt. 2013
Höfuðborgarsvæðið	383	147	5	14	<b>573</b>
Suðurnes	299	386	125	1	<b>811</b>
Vesturland	105	136	37	4	<b>282</b>
Vestfirðir	8	44	15	2	<b>69</b>
Norðurland vestra	7	10	0	1	<b>18</b>
Norðurland eystra	98	62	1	3	<b>164</b>
Austurland	119	131	11	2	<b>263</b>
Suðurland	171	161	28	9	<b>369</b>
<b>Samtals</b>	<b>1.214</b>	<b>1.077</b>	<b>222</b>	<b>36</b>	<b>2.549</b>
þar af í sölumeðferð	0	708	167	0	875
Ráðstafað leiga/annað	1.214	0	0	36	1.250
<b>Samtals óráðstafað/í vinnslu</b>	<b>0</b>	<b>369</b>	<b>55</b>	<b>0</b>	<b>424</b>

### 7.5.2 Viðskiptabankar

Við lækkandi fasteignaverð munu veðhlutföll vegna veittra lána aukast, þ.e. virði fasteignar lækkar á móti fasteignaláni. Viðskiptabankar þurfa að binda hluta af eigin fé vegna útlána og er það liður í áhættustýringu bankakerfisins. Því lægra sem veðhlutfallið er því lægri bindingu á eigið fé er krafist þar sem lánið er áhættuminna fyrir bankann. Ef veðhlutföll hækka þurfa viðskiptabankarnir að binda

<sup>38</sup> Heimild: Íbúðalánasjóður, mánaðarskýrsla október 2013.

meira eigið fé vegna viðkomandi lána. Ef lán á móti virði fasteigna hækkar yfir 80% þá hækkar áhættuvog þess hluta lána sem er yfir 80% úr 35% í 75%. Þetta hefur fyrst og fremst áhrif þegar bankinn hefur ekki nægt eigið fé og þarf að auka það vegna þessa. Slíku er ekki fyrir að fara hérlendis sé horft á stóru viðskiptabankana þrjá. Einnig má segja að arðsemi lánanna minnki fyrir bankann þegar hann bindur meira eigið fé.

### **7.5.3 Lífeyrissjóðir**

Lífeyrissjóðirnir gera stífari kröfur um veðhlutföll við veitingu íbúðalána en aðrir lánveitendur og algengt er að sjóðsfélagalán lífeyrissjóðanna miðist við um 60%-65% veðhlutfall af fasteignaverði en samkvæmt lögum má það hlutfall ekki vera hærra en 75%. Því er ólíklegt að lækkun fasteignaverðs hafi verulega neikvæð áhrif á sjóðsfélagalán lífeyrissjóðanna.

### **7.5.4 Fjárfestar**

Gera má ráð fyrir að lækkandi fasteignaverð hafi lítil áhrif á endafjárfesta skuldabréfa íbúðalánasjóðs þar sem skuldaraáhættan hefur verið aftengd við íbúðabréfin vegna ríkisábyrgðar sjóðsins. Gera má ráð fyrir að þetta muni einnig hafa lítil áhrif á eigendur sértryggðu skuldabréfa bankanna þar sem skilmálar þeirra krefjast þess að útgefandi bæti upp lækkandi veðhlutfall með því að bæta inn frekari tryggingum í undirliggjandi sjóð til þess að halda ákveðnu veðhlutfalli. Þannig hefur lækkandi fasteignaverð í rauninni lítil áhrif á fjárfesta í skuldabréfum útgefnum til fjármögnunar fasteigna þar sem áhætta fasteignaverðs liggur að meginhluta hjá útgefanda skuldabréfanna.

## Heimildaskrá

---

### Alþingistíðindi.

- (2013) „Ársreikningur 2012.“ Íbúðalánasjóður. <http://ils.is/library/Skyrslur-og-samningar/arsskyrslur/%C3%81rsreikningur%20%C3%8Db%C3%BA%C3%B0al%C3%A1nasj%C3%B3%C3%B0s%202012.pdf>
- Ásgeir Daníelsson (2009): „Verðtrygging og peningastefna“. *Efnahagsmál I*. Seðlabanki Íslands. <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6809>
- Ásgeir Jónsson (2012): „Þaksetning vaxta og verðbóta“. Velferðarráðuneytið. [http://www.velferðarraduneyti.is/media/rit-og-skyrslur2012/Thaksetning\\_vaxta\\_og\\_verdbota\\_11122012-.pdf](http://www.velferðarraduneyti.is/media/rit-og-skyrslur2012/Thaksetning_vaxta_og_verdbota_11122012-.pdf)
- Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhannesson og Valdimar Ármann (2012): „Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga“. Samtök fjármálafyrirtækja. [http://sff.is/sites/default/files/naudsyn\\_eda\\_val-verdtrygging\\_vextir\\_og\\_verdbolga.pdf](http://sff.is/sites/default/files/naudsyn_eda_val-verdtrygging_vextir_og_verdbolga.pdf)
- Bjarni Bragi Jónsson (1998): „Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi“. Seðlabanki Íslands. <http://sedlabanki.is/?PageID=333>
- Campbell, John Y. & Joao F. Cocco (2003): „Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice“. Working Paper 9759. *NBER Working Paper Series*. [http://www.efnahagsraduneyti.is/media/ Acrobat/campbell\\_cocco\\_household\\_riskmanagement\\_2003.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/ Acrobat/campbell_cocco_household_riskmanagement_2003.pdf)
- Dealing With Household Debt*. IMF. 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/c3.pdf>
- Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*. McKinsey Global Institute. 2012. [http://www.mckinsey.com/insights/global\\_capital\\_markets/uneven\\_progress\\_on\\_the\\_path\\_to\\_growth](http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth)
- Esther Finnbogadóttir, Guðrún Inga Ingólfssdóttir og Yngvi Harðarson(2010): „Verðtrygging á Íslandi. Kostir og gallar“. Skýrsla fyrir efnahags- og viðskiptaráðuneytið. Askar Capital. [http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging\\_skyrsla\\_.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging_skyrsla_.pdf)
- (2009) „Fjármálalæsi á Íslandi. Skýrsla nefndar á vegum viðskiptaráðherra“. <http://www.efnahagsraduneyti.is/media/ Acrobat/Fjarmalalasi - feb2009.pdf>
- (2013) „Höfuðstóllslækkun húsnæðislána“. Forsætisráðuneytið. <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Skyrslur/hofudstolslaekkun-husnaedislana.pdf>
- Lúðvík Elíasson (2013): „Verðtrygging 101“. *Efnahagsmál*. 6. Seðlabanki Íslands. [http://www.sedlabanki.is/library/Skr%C3%A1arsafn/Efnahagsm%C3%A1/Efnahagsm%C3%A11\\_6\\_rit.pdf](http://www.sedlabanki.is/library/Skr%C3%A1arsafn/Efnahagsm%C3%A1/Efnahagsm%C3%A11_6_rit.pdf)
- (2014) „Markaðsupplýsingar“. 1. tbl. 15. árg. Lánamál ríkisins. <http://www.lanamal.is/GetAsset.ashx?id=3418>
- (2013) „Mánaðarskýrsla Íbúðalánasjóðs. Október 2013“. Íbúðalánasjóður. <http://ils.is/library/Skyrslur-og-samningar/Manadarskyrslur/2013/manadarskyrsla%20okt%C3%B3ber%202013.pdf>
- Már Wolfgang Mixa (2010): „Verðtrygging fjárskuldbindinga. Verðtryggðir eða óverðtryggðir vextir?“ Ritstjóri: Jón Þór Sturluson. VR og Stofnun um fjármálalæsi. [http://www.vr.is/Uploads/VR/utgefing\\_efni\\_vr/Verdtrygging%20fjarskuldbindinga.pdf](http://www.vr.is/Uploads/VR/utgefing_efni_vr/Verdtrygging%20fjarskuldbindinga.pdf)
- Ólafur Margeirsson & Valdimar Ármann (2010): „Endurbætt verðtrygging“. *Viðskiptablaðið*. 14. október 2010. <http://www.gamma.is/media/skjol/Endurbaett-verdtrygging---Vidskiptabladid-141010.pdf>
- Páll Sigurðsson (1987): *Samningaréttur: yfirlit um meginreglur íslensks samningaréttar*. Orator.
- (2010) „Skýrsla sérfræðingahóps um skuldavanda heimilanna“. Forsætisráðuneytið. <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Skyrslur/skyrsla-skuldavandi-heimila.pdf>
- Tryggvi Þór Herbertsson (2004): „Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina“. Greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða. [http://www.efnahagsraduneyti.is/media/ Acrobat/Ahrif\\_afnams\\_verdtryggingar\\_a\\_lifeyrissjodi.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/ Acrobat/Ahrif_afnams_verdtryggingar_a_lifeyrissjodi.pdf)

(2011) „Verðtryggingarnefnd. Skýrsla nefndar sem kanni forsendur verðtryggingar á Íslandi“. Efnahags- og viðskiptaráðuneytið.  
[http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/utgafa/Skyrsla\\_nefndar\\_um\\_verdtryggingu\\_2011.pdf](http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/utgafa/Skyrsla_nefndar_um_verdtryggingu_2011.pdf)

Viðskiptaráðuneytið (1998): „Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda“. Nefndarálit.  
[http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging\\_skyrsla\\_.pdf](http://www.efnahagsraduneyti.is/media/frettir/Verdtrygging_skyrsla_.pdf)

Þorgeir Örlygsson, Benedikt Bogason og Eyvindur G. Gunnarsson (2009): *Kröfuréttur: efndir kröfu. 1.* Codex.

## Viðaukar

---

Viðauki 1 : Mat á efnahagslegum áhrifum afnáms verðtryggingar á ný húsnæðislán. Seðlabanki Íslands. 10. desember 2013.

Viðauki 2 : Áhrif hækkunar greiðslubyrði húsnæðislána á fasteignamarkað og eftirspurn í hagkerfinu. Analytica ehf. Vignir Jónsson og Yngvi Harðarson. 13. janúar 2014.

Viðauki 3 : Vaxtaþak á íbúðalán með breytilegum vöxtum. Minnisblað fyrir nefnd um afnám verðtryggingar. Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson. 14. janúar 2014.



Seðlabanki Íslands  
Hagfræði- og peningastefnusvið & fjármálastöðugleikasvið  
10. desember 2013

## Mat á efnahagslegum áhrifum afnáms verðtryggingar á ný húsnaðislán

- Verkefnið: Kanna áhrif þess að verðtrygging sé afnumin á nýjum húsnaðislánnum á húsnaðisverð og helstu efnahagsstærðir.
- Bakgrunnur: Sérfræðinganefnd ríkisstjórnarinnar um afnám verðtryggingar á neytendalánnum leitaði til Seðlabankans 12. nóvember sl. um aðstoð við að meta áhrif þess að verðtrygging á húsnaðislánnum yrði afnumin. Þessi beiðni var samþykkt af bankastjóra þann 19. nóvember sl.
- Tveir skellir: **Skellur 1:** vaxtaálag á raunvexti nýrra húsnaðislána hækkar um 0,5-0,7 prósentur.  
**Skellur 2:** greiðslubyrði nýrra húsnaðislána hækkar um 25-35%.
- Líkön: **Líkan af húsnaðismarkaði:** Líkan af húsnaðismarkaði sem lýsir áhrifum vaxta og skuldsetningar á húsnaðiseftirspurn og -framboð.<sup>1</sup>
- QMM:** Þjóðhagslíkan Seðlabankans (lýsingu hægt að nálgast hér: <http://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6802>).

## Mat á skellum

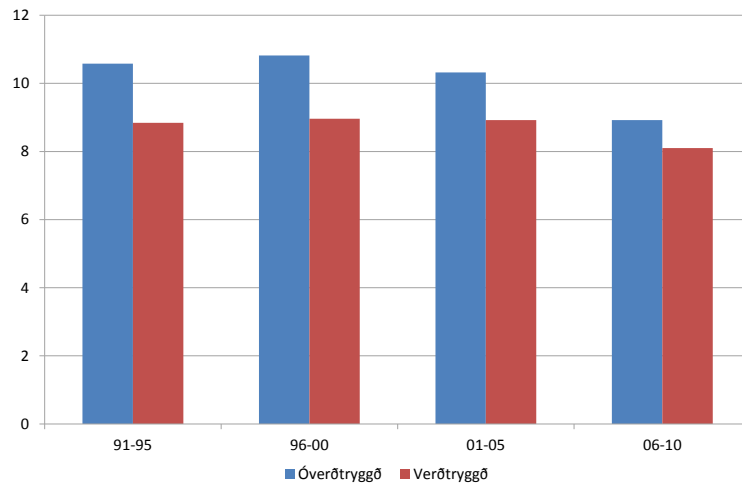
### Raunvaxtaskellur

Raunvextir hafa áhrif á eftirspurn eftir húsnaði. Því hærri sem raunvextir eru því hagkvæmara verður að fresta neyslu, þ.m.t. neyslu húsnaðis. Þeir sem kjósa að fjármagna neyslu með lántöku munu að sama skapi draga úr henni ef raunvextir hækka.

---

<sup>1</sup> Lúðvík Eliasson og Þórarinn G. Pétursson. The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of mortgage market restructuring. *Housing Studies*, 24, 25-45, 2009. Birtist fyrst sem vinnugrein í rannsóknarritroð Seðlabanka Íslands árið 2006: <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=3630>.

Sögulega er munur á raunvöxtum verðtryggðra og óverðtryggðra langtímalána og eru raunvextir óverðtryggðra langtímalána að jafnaði hærri en raunvextir verðtryggðra langtímalána eins og sést á mynd 1.<sup>2</sup> Í meðaltölunum sem sýnd eru á myndinni er munurinn mestur á árabílinu 1996-2000 þegar raunvextir óverðtryggðra lána eru að jafnaði 1,9 prósentum hærri en verðtryggðra. Minnstur er munurinn að jafnaði á árabílinu 2006-2010 eða 0,8 prósentur. Að meðaltali eru raunvextir óverðtryggðra lána því um 1,5 prósentum hærri en verðtryggðra á þessu tuttugu ára tímabili.



**Mynd 1.** Meðalraunvexti skuldabréfalána og meðalraunvöxtun óverðtryggðra langtímalána á fimm ára tímabilum frá 1991-2010

Þessi vaxtamunur virðist þó eitthvað hafa minnkað á síðustu árum. Vextir íbúðalána sem nú eru í boði hjá stóru bönkunum þremur eru sýndir í töflu 1 (miðað er við verðbólguhraða síðustu þrjú mánuði við útreikning raunvaxta óverðtryggðra lána).

**Tafla 1.** Vextir íbúðalána hjá stóru bönkunum þremur og raunvaxtamunur sambærilegra óverðtryggðra og verðtryggðra lána miðað við verðbólguhraða síðustu þrjú mánuði.

	LÍ		ÍSB		Arion	
	Breytilegi	Fastir	Breytilegi	Fastir	Breytilegi	Fastir
Óverðtryggt	6.75	7.6	6.75	7.4	6.95	
Verðtryggt	3.5			3.85	3.5	
3m verðbólga	2.8			2.8	2.8	
Raunvaxtamunur	0.45			0.75	0.65	

Landsbankinn og Arion-banki bjóða verðtryggð og óverðtryggð íbúðalán með breytilegum vöxtum og miðað við þær forsendur sem hér eru notaðar er raunvaxtamunurinn nú að meðaltali 0,55 prósentur. Íslandsbanki býður upp á óverðtryggð og verðtryggð lán með föstum vöxtum og reiknað á sama hátt er raunvaxtamunurinn um 0,75 prósentur. Vaxtabindingin á verðtryggða láninu er til fimm ára en aðeins til þriggja á því óverðtryggða. Landsbankinn býður upp á val milli þriggja og fimm ára vaxtabindingar á óverðtryggðum

<sup>2</sup> Rétt er að taka fram að þau lán sem liggja til grundvallar meðaltölunum sem sýnd eru á myndinni eru ekki að öllu leyti sambærileg.

lánnum með fasta vexti og nú eru vextirnir 0,3 prósentum hærrí á láninu með fimm ára bindingu. Með hliðsjón af því er raunvaxtamunurinn miðað við fimm ára bindingu því líklega 1,05 prósentur. Raunvaxtaskellurinn miðað við sögulega vexti síðustu tuttugu ár gæti því verið allt að 1,5 prósentur en miðað við þau lán sem bankarnir eru að bjóða núna gæti hann verið um helmingi minni eða 0,55 til 1,05 prósentur.

Með hliðsjón af sögulegum raunvaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra lána og þeim kostum sem lántakendum bjóðast í dag var ákveðið að miða við u.þ.b. 1 prósentu raunvaxtamun. Það þýðir að raunvextir á húsnæðismarkaði myndu hækka nokkurn veginn um 1 prósentu hjá þeim hluta lántakenda sem nú kys verðtryggð lán. Á fyrri hluta árs 2013 voru 58% nýrra íbúðalána verðtryggð. Í megináæminu (dæmi A) er því reiknað með að bann við verðtryggingu feli í sér 0,6 prósentu hækkingu vaxtaálags á raunvexti húsnæðislána. Í tveimur fráviksdæmum (dæmum B og C) er reiknað með hækkingu vaxtaálags á bilinu 0,5-0,7 prósentur.

### **Greiðslubyrðisskellur**

Greiðslubyrði óverðtryggðra lána er þyngri en verðtryggðra framan af lánstímanum. Bann við verðtryggingu leiðir því að öðru óbreyttu til hærrí greiðslubyrði nýrra lána sem að öðru óbreyttu dregur úr eftirspurn eftir lánsfjármögnun sem leiðir til samdráttar í eftirspurn eftir húsnæði. Miðað við núverandi forsendur lána með breytilegum vöxtum hjá Landsbankanum hækkar greiðslubyrði fyrstu greiðslu 40 ára láns t.d. um 54% við það að skipta úr verðtryggðu í óverðtryggt lán og um 37% á 25 ára láni. Hækkingu á greiðslubyrði verður því að meðaltali 21% (ef þau 58% sem velja verðtryggt taka 25 ára lán) til 31% (ef allir velja 40 ára lán). Í megináæminu (dæmi A) er miðað við að greiðslubyrði þyngist að jafnaði um 30%. Í tveimur fráviksdæmum (dæmum B og C) er reiknað með að greiðslubyrðin aukist um 25-35%.

### **Mat á áhrifum**

Við mat á áhrifum þessara skella var notast við húsnæðislíkan Lúðvíks og Þórarins (2009) til að meta áhrif þyngri greiðslubyrði húsnæðislána á húsnæðismarkaðinn (húsnæðisverð og íbúðafjárfestingu). Gert er ráð fyrir að heimilin mæti þyngri greiðslubyrði með því að draga úr eftirspurn eftir húsnæðislánnum sem dregur úr getu þeirra til að fjármagna húsnæðiskaup. Þau áhrif voru síðan höfð til hliðsjónar við mat á heildaráhrifum hærra vaxtaálags raunvaxta og hærrí greiðslubyrði húsnæðislána í þjóðhagslíkani Seðlabankans, QMM. Þannig næst einnig mat á áhrifum lægra húsnæðisverðs á efnahagsreikninga heimila og þar með á einkaneyslu, almenna eftirspurn og hagvöxt. Gert er ráð fyrir að peningastefnan bregðist við með þeirri peningastefnureglu sem er í þjóðhagslíkani bankans og reyni að dempa áhrifin en ekki er gert ráð fyrir öðrum hagstjórnarviðbrögðum.

Mat á áhrifum aðgerðanna má finna á meðfylgjandi myndum sem sýna þróun húsnæðisverðs, einkaneyslu, þjóðarútgjalda, landsframleiðslu, gengis krónunnar og stýrivaxta Seðlabankans á fimm ára tímabili eftir að aðgerðirnar eru innleiddar.



Meginniðurstaða hermananna er að hærri raunvextir á húsnæðislánum og þyngri greiðslubyrði dragi úr eftirspurn eftir húsnæði sem veldur lækkun húsnæðisverðs. Hreinn auður heimila minnkar því sem aftur dregur úr einkaneyslu og innlendri eftirspurn. Hlutfallslega lægra húsnæðisverð dregur einnig úr hvata til íbúðafjárfestingar sem dregur enn frekar úr innlendri eftirspurn. Nokkur hluti samdráttar innlendrar eftirspurnar endurspeglast í minni innflutningi sem dregur úr hagvaxtaráhrifum aðgerðanna en þau eru þó nokkur. Á móti samdráttaráhrifum aðgerðanna vegur einnig að vextir Seðlabankans lækka. Gengi krónunnar lækkar sem einnig er til þess fallið að draga úr samdráttaráhrifunum þar sem lægra gengi styður við aukinn útflutning og beinir samdráttaráhrifunum í meira mæli að innflutningi.<sup>3</sup>

Áhrif aðgerðanna ná hámarki á öðru ári eftir að þær eru innleiddar. Þá er húsnæðisverð um 14-20% lægra en í grunndæminu án aðgerðanna, einkaneysla um 1½-2% lægri og þjódarútgjöld um 1½-2½% lægri. Áhrifin á hagvöxt eru minni þar sem hluti samdráttarins lekur út úr þjóðarbúskapnum í formi minni innflutnings. Áhrifin eru þó nokkur: á öðru ári er landsframleiðslan um ½-1% lægri en í grunndæminu. Gengi krónunnar lækkar eins og áður segir til að dempa samdráttaráhrifin á þjóðarbúskapinn og er gengi krónunnar orðið um 5-6% lægra eftir fimm ár og gerist það m.a. með því að stýrivextir Seðlabankans lækka, en þeir eru orðnir um ½-1 prósentu lægri á þriðja ári frá því að aðgerðirnar eru innleiddar. Þjóðhagsleg áhrif aðgerðanna hverfa síðan smám saman þar sem þjóðarbúskapurinn leitar aftur á hagvaxtarferil sem samræmist vexti framleiðslugetu þjóðarbúsins.

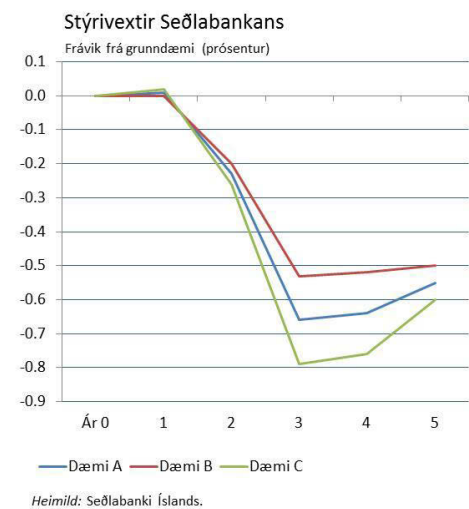
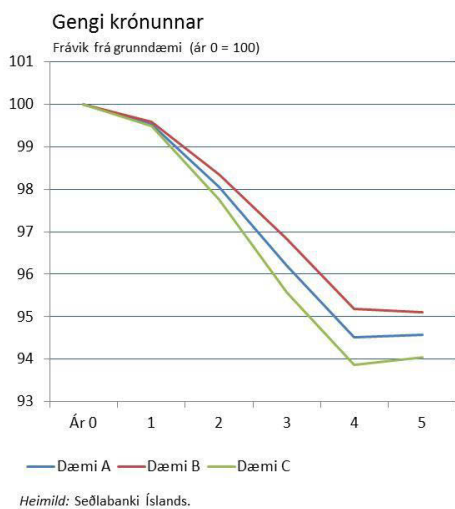
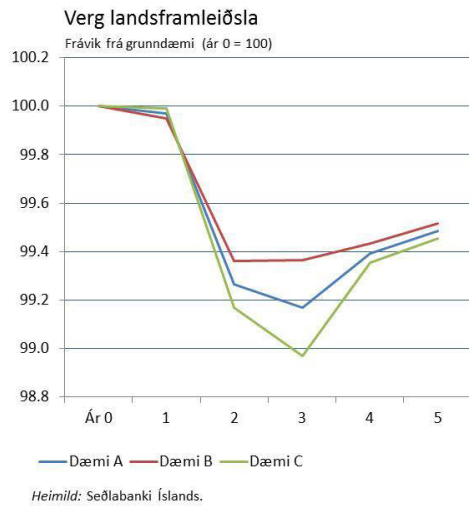
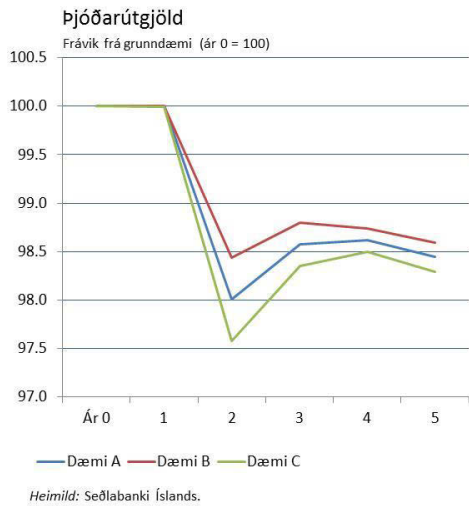
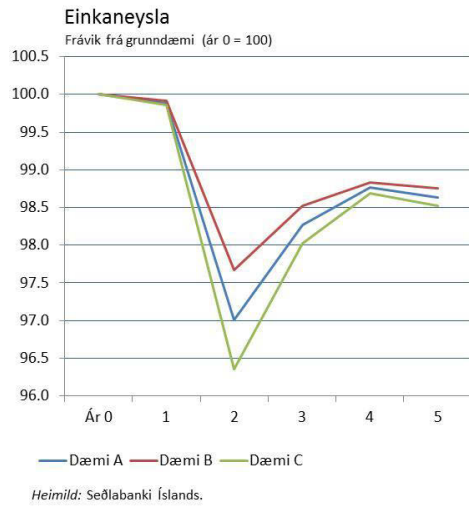
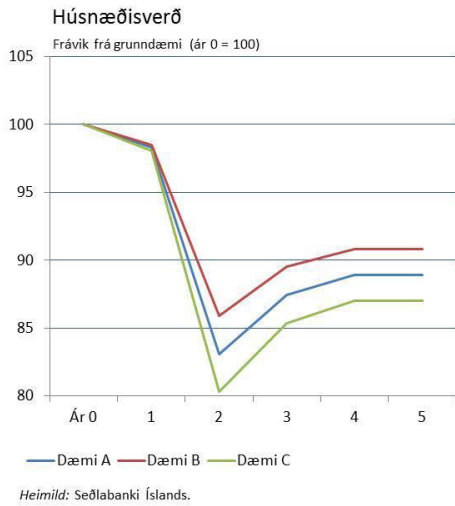
Mikilvægt er að hafa í huga að mati á mögulegum áhrifum efnahagsaðgerða fylgir ávallt mikil óvissa og er óvissan því meiri sem umfang aðgerðanna er meira. Óvissan er jafnframt enn meiri þegar verið er að reyna að meta áhrif aðgerða sem eiga sér hvorki söguleg né alþjóðleg fordæmi. Aðgerð eins og afnám verðtryggingar felur í sér verulega kerfisbreytingu á innlendu húsnæðislánakerfi og þar með á þjóðarbúskapnum sem getur breytt undirliggjandi sambandi hagstærða sem hermanirnar gera ráð fyrir að haldist óbreytt.

Nálgunin við mat á efnahagsáhrifum afnáms verðtryggingar er einnig tiltölulega þröng að því leyti að hér er horft fram hjá mögulegum áhrifum aðgerðanna á efnahagsreikning lánastofnana og hegðun þeirra.<sup>4</sup> Aðgengi að lánsfé, sérstaklega til lengri tíma, gæti því skerst. Það gæti aukið enn frekar á hin neikvæðu efnahagslegu áhrif aðgerðanna.

---

<sup>3</sup> Í ljósi eðli efnahagsskellsins sem er til skoðunar er þó gert ráð fyrir að aðlögun neysluútgjalda endurspeglar heldur meira í útgjöldum til innlendra þátta (þ.m.t. húsnæðisneyslu) en sem nemur vægi þeirra í neyslukörfu íslenskra heimila.

<sup>4</sup> Verði verðtrygging húsnæðislána óheimil getur áhættustýring þeirra einnig orðið erfðari þar sem verðtrygging innlána verður enn til staðar. Það gæti dregið úr útlánagetu og -vilja þeirra nema að vaxtaálgög hækki enn frekar.



Reykjavík, 13. janúar 2014

Til: Forsætisráðuneytis  
Stjórnarráðshúsinu v/Lækjartorg  
150 Reykjavík  
b/t Sérfræðingahóps um afnám verðtryggingar

Frá: Analytica ehf.  
Vigni Jónssyni og  
Yngva Harðarsyni

## **Efni: Áhrif hækkunar greiðslubyrði húsnæðislána á fasteignamarkað og eftirspurn í hagkerfinu**

Minnisblað þetta er ritað að beiðni sérfræðingahóps forsætisráðherra um afnám verðtryggingar. Í minnisblaðinu er samantekt á mati Analytica á áhrifum hækkunar greiðslubyrði húsnæðislána á íbúðaverð, leiguverð og eftirspurn í hagkerfinu. Minnisblaðinu er ætlað að fylgja eftir kynningu dags. 13/12 2013 sem hér fylgir með. Efnislega er minnisblað þetta samhljóða fyrra minnisblaði dags. 17/12 sl. en með viðbótum úr umræddri kynningu ásamt frekari skýringum. Minnisblaðið er ritað í kjölfar fundar með sérfræðingahópnum dags. 8/1 sl.

Helstu niðurstöður eru á þá leið að hækkun greiðslubyrði um 20% til 70% vegna nýrra óverðtryggðra lána gæti lækkað fasteignaverð um 0,2% til 0,6% til næstu 5 ára á höfuðborgarsvæðinu en 0,3% til 1,0% til sama tíma á landsbyggðinni. Mat á leiguverði bendir til þess að áhrifin á leigumarkaði gætu verið sambærileg. Hvað innlenda eftirspurn varðar þá gæti 70% þynging á greiðslubyrði nýrra óverðtryggðra lána minnkað hana stig af stigi þannig hún væri um 0,5% minni árið 2018 en ella.

Þetta mat er þó háð viðbrögðum fjármálakerfisins við mögulegu afnámi verðtryggingar á nýjum íbúðalánum og því að hvaða marki vaxtagreiðslur yrðu fjármagnaðar með lánum með svipuðum hætti og segja má að gert sé í verðtryggðu kerfi þar sem verðbótapætti er að stærstum hluta velt yfir á höfuðstól láns. Þannig er það a.m.k. fræðilegur möguleiki að breytingin hefði lítil sem engin áhrif ef því sem kalla má verðbótapætti vaxta yrði velt yfir á höfuðstól láns.

Uppbygging minnisblaðsins er eftirfarandi: Fyrst er farið yfir möguleg áhrif þess á greiðslubyrði að ný lán verði eingöngu veitt óverðtryggð. Því næst er birt mat á því hvaða áhrif breytt greiðslubyrði geti haft á fasteignaverð og leiguverð, annars vegar á höfuðborgarsvæði og hins vegar á landsbyggð. Loks er birt mat á því hvaða áhrif breytt greiðslubyrði geti haft á eftirspurn í hagkerfinu. Efnislega er þessi umfjöllun í sömu röð og í glærुकynningu.

### **Markaður með húsnæðislán**

Nokkuð fjölbreytt úrval húsnæðislána er í boði hjá viðskiptabönkunum um þessar mundir. Bæði verðtryggð og óverðtryggð lán eru í boði en einnig er unnt að fá breytilega og fasta vexti, þ.e. unnt er að festa vexti út líftímamann á verðtryggðum lánum en lengst til 5 ára á óverðtryggðum lánum. Íbúðalánasjóður og flestir lífeyrissjóðir bjóða aðeins upp á verðtryggð lán. Hagstæðustu kjör viðskiptabankanna eru 3,5% í breytilegum verðtryggðum vöxtum og 6,75% í breytilegum óverðtryggðum vöxtum. *Sjá nánar í töflu A1 í töflu- og myndaviðauka.*

Vægi óverðtryggðra lána var u.þ.b. 2% til 5% af skuldum heimilanna árin 2004 til 2010. Árið 2011 jókst hins vegar vægi óverðtryggðra lána í 12% og hefur vægi þeirra verið á bilinu 12% til 13% síðan þá. *Sjá nánar á mynd A1 í töflu- og myndaviðauka.*

Talsverð eftirspurn hefur verið eftir óverðtryggðum íbúðalánum eftir að bankarnir hófu að bjóða slík lán. Áætlað er að um 60% nýrra húsnæðislána á árunum 2011 og 2012 hafi verið óverðtryggð lán en inni í þeirri tölu eru lán vegna endurfjármögnunar. Þannig kann hluti þessara lána að hafa komið til vegna endurfjármögnunar gengistryggðra lána sem dæmt voru ólögleg. Samkvæmt tölum Seðlabanka Íslands námu hrein ný útlán viðskiptabankanna þriggja til heimila 38 mö.kr. á fyrstu níu mánuðum þessa árs. Þar af voru 6,4 ma.kr. í verðtryggðum lánnum en 27,1 ma.kr. í óverðtryggðum lánnum til heimila. Af óverðtryggðum lánnum heimilanna námu lán með veði í íbúðarhúsnæði um 20 mö.kr.<sup>1</sup> Þannig má álykta að ef gert er ráð fyrir að öll verðtryggð lán til heimila séu húsnæðislán þá eru um 75% hreinna nýrra húsnæðislána á þessu ári óverðtryggð. Hrein ný útlán íbúðalánasjóðs voru neikvæð um 4,4 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins.

### Greiðslubyrði

Vaxtakjör Íbúðalánasjóðs eru í dag 4,2% en það eru vextir sem fastir eru út líftíma viðkomandi láns og miða við að greitt sé uppgreiðslugjald af fjárhæð hærri en 1 m.kr. sem greidd er fyrir gjalddaga. Miðað við ávöxtunarkröfu á markaði með ríkisbréf á markaði í dag má búast við að óverðtryggðir vextir væru a.m.k. 4% hærri en verðtryggðir. Það þýðir að myndi Íbúðalánasjóðu bjóða samskonar óverðtryggð lán mætti búast við því að vextir þeirra næmu a.m.k. 8,2%. Miðað við þessi vaxtakjör er aukin greiðslubyrði óverðtryggðra jafngreiðslulána umfram sambærileg verðtryggð lán á bilinu 38% til 65% fyrir lán með 20 til 40 ára líftíma, mest fyrir lán með lengstan líftíma. Mismunur á greiðslubyrðinni fer minnkandi með líftíma lánsins með hækkandi „nafn“ greiðslubyrði verðtryggðra lána. Þannig verður greiðslubyrði verðtryggðs láns til 40 ára miðað við ofangreind vaxtakjör og 4% verðbólgu orðin hin sama og á óverðtryggðu láni að 12 til 13 árum liðnum.

Sé tekið mið af hagstæðustu breytilegum vaxtakjörum sem í boði eru hjá viðskiptabönkunum þ.e. 3,5% í verðtryggðum lánnum og 6,75% í óverðtryggðum lánnum þá verður aukning greiðslubyrði 31% til 56% hærri í óverðtryggðum jafngreiðslulánum til 20 til 40 ára en í sambærilegum verðtryggðum lánnum. Miðað við óbreytta vexti og 4% verðbólgu verður greiðslubyrði 40 ára lána hin sama að 11 árum liðnum en greiðslubyrðin verður hin sama að 8 árum liðnum sé lánið til 25 ára.

Hlutdeild vaxta og greiddra verðbóta er á bilinu 58% til 75% í verðtryggðum jafngreiðslulánum til 25 til 40 ára en hlutdeild vaxta er á bilinu 81% til 93% í sambærilegum óverðtryggðum lánnum.

### Áhrif á fasteignaverð

Í því skyni að meta áhrif breytinga á greiðslubyrði á fasteignaverð var smíðað reiknilíkan sem tengir greiðslubyrði íbúðalána við fasteignaverð. Líkanið er byggt niðurstöðum hagamælinga á grunni samantekinna gagna frá RSK úr skattframtölum og samanteknum gögnum frá Þjóðskrá Íslands. Í báðum tilvikum eru gögnin flokkuð niður á hópa af árgöngum fólks. Gögn frá RSK spanna tímabilið 1992-2012 en gögn frá Þjóðskrá spanna tímabilið 1996-2012. Gögn frá Þjóðskrá gera kleift að meta sérstaklega áhrif á fasteignaverð á höfuðborgarsvæði og á fasteignaverð landsbyggð með hliðsjón af upplýsingum frá RSK úr skattframtölum

Í gögnum RSK er ekki að finna upplýsingar um heildargreiðslubyrði íbúðalána heldur eingöngu greiðslubyrði vegna vaxta og verðbóta af afborgun og vöxtum. Þær upplýsingar eru lagðar til grundvallar mati því sem hér um ræðir.

Það að gögnin nái bæði yfir hópa árganga og tímaraðir hefur áhrif á val aðferða við hagamælingar í því skyni að nýta sem best tiltækar upplýsingar. Niðurstaðan í þessu tilviki var sú að nota aðferð fastra

<sup>1</sup> Sjá Seðlabanki Íslands: Peningamál 4-2013,

áhrifa (e. Fixed Effects) við mat á samhengi fasteignaverðs og greiðslubyrðar. Niðurstöðu hagnælinga er að finna í viðauka B.

**Tafla 1. Meðalstærð og meðalverð íbúða á höfuðborgarsvæði og landsbyggð**

Meðalstærð íbúðar á höfuðborgarsvæði	124.6 m <sup>2</sup>
Meðalstærð íbúðar á landsbyggð	144.6 m <sup>2</sup>
Meðalverð íbúðar á höfuðborgarsvæði	222.3 þ.kr./m <sup>2</sup>
Meðalverð íbúðar á landsbyggð	124.5 þ.kr./m <sup>2</sup>

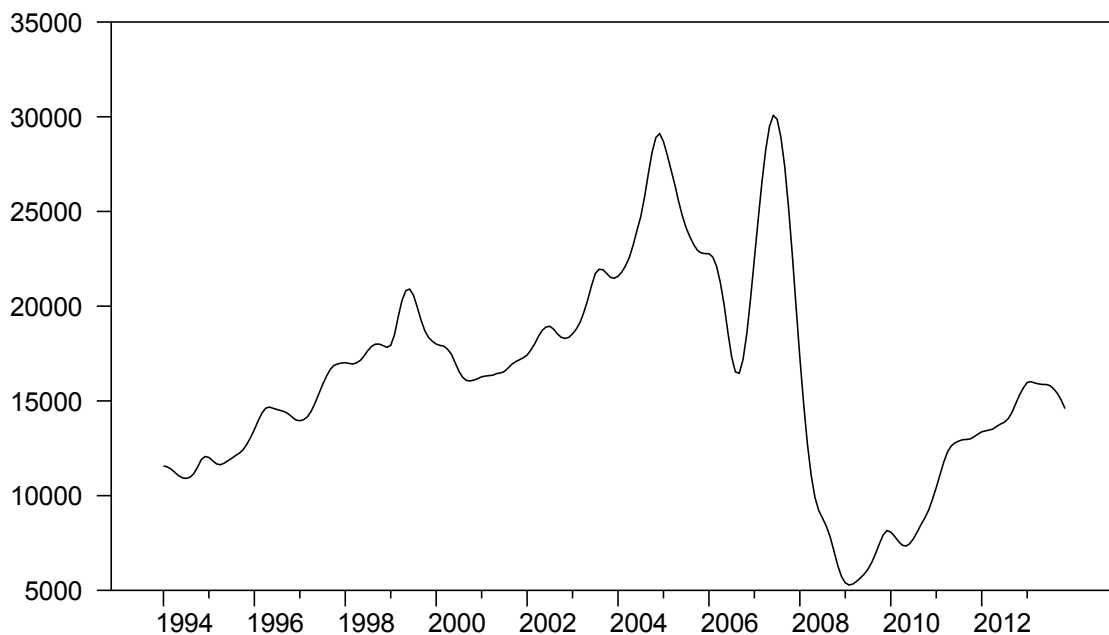
Í almennum orðum þá fer aukin greiðslubyrði saman með lægra íbúðaverði pr. fermeter (m<sup>2</sup>). Sé niðurstaðan túlkuð þannig að um orsakasamband sé að ræða þá þýðir hver 1 m.kr. í greiðslubyrði vaxta og verðbóta lægra fasteignaverð um sem nemur kr/m<sup>2</sup> 23.644 á höfuðborgarsvæðinu en kr/m<sup>2</sup> 23.104 á landsbyggð á verðlagi 2012.

Eins og sjá má í töflu 1 er meðalverð íbúðar á landsbyggðinni hins vegar mun lægra en á höfuðborgarsvæðinu þannig að hlutfallslega hefur hver 1 m.kr. í aukinni greiðslubyrði í för með sér rúmlega 10,5% lægra fasteignaverð á höfuðborgarsvæði en rúmlega 18,5% lægra verð á landsbyggð.

Hvað þá um samhengi vaxtagreiðslubyrði og greiðslubyrði nýrra lána almennt? Ef litið er til nýs 40 ára verðtryggðs jafngreiðsluláns þá vega vaxtagreiðslur rúmlega 75% af heildargreiðslubyrði en rúmlega 93,2% ef lánið er óverðtryggt.

Til að unnt sé að meta áhrif mögulegrar breytingar í þá veru að ný húsnæðislán verði óverðtryggt þá þarf að gera forsendur um hlut nýrra húsnæðislána í heildarstofni húsnæðislána. Greiningin byggir á eftirfarandi forsendum: Um þriðjungur af veltu fasteigna veldur nýfjármögnun. Analytica áætlar veltu á íbúðamarkaði á árinu 2013 um 230 ma.kr. á landinu öllu, þ.a. um 190 ma.kr. á höfuðborgarsvæði. Mynd 1 sýnir þróun veltu á íbúðamarkaði á höfuðborgarsvæðinu árin 1994 til nóv. 2013. Veltan er hér færð til raungildis m.v. markaðsverð húsnæðis í des. 2012 og er árstíðaleiðrétt og jöfnuð.<sup>2</sup>

**Mynd 1. Raunvelta á íbúðamarkaði eftir mánuðum 1994-2013 – M.kr. á verðlag í des. 2012**



Heimild: Þjóðskrá Íslands, útreikningar Analytica

<sup>2</sup> Árstíðaleiðréttingin er gerð með X12-ARIMA aðferð og jöfnun með Hodrick-Prescott síu (lambda=13,9282). Hafa þarf þann fyrirvara að af tæknilegum ástæðum eru síðustu gildi hneigð og geta breyst með nýjum veltugildum.

Á mynd 1 má sjá að veltan nú er umtalsvert minni en árin 2003-2007 en ekki endilega óeðlilega lítil lengur. Niðursveiflan sl. mánuði er athyglisverð, hver sem orsök hennar er.<sup>3</sup>

Hlutdeild landsbyggðar er hér áætluð um 20% af veltu á höfuðborgarsvæðinu. Þetta þýðir að nýfjármögnun gæti numið um 76 mö.kr. eða um 6% af húsnæðislánum í heild. Tafla 2 sýnir mögulega þróun hlutdeildar óverðtryggðra húsnæðislána í heildarstofni húsnæðislána.<sup>4</sup>

**Tafla 2. Vægi höfuðstóla**

	<u>Verðtr.</u>	<u>Óverðtr.</u>
2012	89%	11%
2013	84%	16%
2014	79%	21%
2015	75%	25%
2016	71%	29%
2017	67%	33%
2018	64%	36%

Forsendur í töflu 2 eru síðan notaðar til að áætla möguleg áhrif óverðtryggðrar nýfjármögnunar á vegið meðaltal greiðslubyrði allra húsnæðislána. Niðurstöðurnar eru sýndar í töflu 3.

**Tafla 3. Möguleg uppsöfnuð áhrif óverðtryggðrar nýfjármögnunar á vegið meðaltal greiðslubyrði allra íbúðalána**

+	2013	2014	2015	2016	2017	2018
20%	1%	2%	3%	4%	4%	5%
30%	2%	3%	4%	6%	7%	8%
40%	2%	4%	6%	7%	9%	10%
50%	3%	5%	7%	9%	11%	13%
60%	4%	6%	9%	11%	13%	15%
70%	4%	7%	10%	13%	15%	18%

Fyrsti dálkurinn í töflu 3 (+) gefur til kynna forsendu um hversu mikið hærri greiðslubyrði nýs óverðtryggðs húsnæðisláns verði en ef það hefði verið verðtryggt. Útreikningurinn byrjar hér árið 2013. Ef miðað er við 70% þá verður heildargreiðslubyrði allra íbúðalána 7% hærri árið 2014 en ella en miðað við að öll ný húsnæðislán verði óverðtryggð héðan í frá þá gæti greiðslubyrðin verið orðin 18% meiri en ella árið 2018. Þessi greining gengur út frá að vaxtagreiðslur verði ekki að neinu leiti fjármagnaðar með lánum með svipuðum hætti og segja má að gert sé í verðtryggðu kerfi þar sem verðbótapætti er að stærstum hluta velt yfir á höfuðstól láns. Einnig væri unnt að gefa sér þá forsendu að því sem kalla má verðbótapátt vaxta verði velt yfir á höfuðstól láns en það fæli í sér ígildi verðtryggingar. Í því tilviki er a.m.k. fræðilegur möguleiki á að breytingin hefði lítil sem engin áhrif.

Miðað við forsendur í töflu 3 og á grunni metins reiknilkans er mögulegt að áætla möguleg áhrif þess á fasteignaverð að öll nýfjármögnun verði óverðtryggð. Einnig er gert ráð fyrir að fasteignavelta verði óbreytt frá áætlun ársins 2013. Niðurstaðan er sýnd í töflu 4 í formi fráviks frá grunntilviki. Dæmi um túlkun: Ef greiðslubyrði nýfjármögnunar þyngist um 70% og helst þannig þá gæti raunverð fasteigna orðið um 0,6% lægra á höfuðborgarsvæðinu árið 2018 en ella.

<sup>3</sup> Fram hafa komið getgátur um að innleiðing greiðslumats hafi haft neikvæð áhrif á fasteignaveltu en einnig hafa verið getgátur um að væntanleg skuldaleiðrétting skýri þróunina að einhverju leiti.

<sup>4</sup> Hér er um grófa nálgun að ræða og ekki reiknaðar áætlaðar verðbætur á höfuðstól verðtryggðra lána. Vægi óverðtryggðra lána er því heldur ofmetið í þessari nálgun.

**Tafla 4. Möguleg uppsöfnuð áhrif óverðtryggðrar nýfjármögnunar á fasteignaverð**

**Höfuðborgarsvæði**

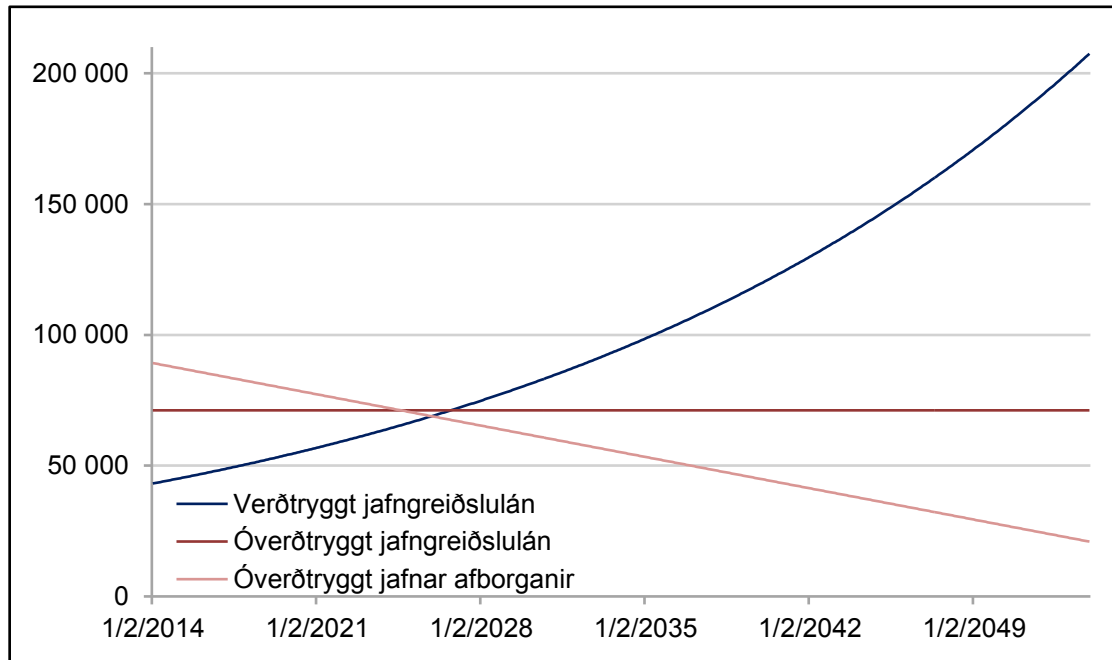
+	2013	2014	2015	2016	2017	2018
20%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
30%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
40%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
50%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
60%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
70%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%

**Landsbyggð**

+	2013	2014	2015	2016	2017	2018
20%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
30%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
40%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
50%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
60%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
70%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-1.0%

Vakin er athygli á óvissu um viðbrögð fjármálakerfisins við því að öll nýfjármögnun verði óverðtryggð. Þannig er t.d. ekki ljóst hvort það að greiðslubyrði óverðtryggðs láns væri 70% meiri en verðtryggðs birtist í reynd af fullum þunga eða hvort hluta af vaxtagreiðslubyrði yrði velt á höfuðstól líkt og ef um verðtryggt lán væri að ræða.

**Mynd 2. Þróun á greiðslubyrði verðtryggðs og óverðtryggðs 40 ára láns**



Á mynd 2 eru sýndir greiðslubyrðisferlar nýrra 40 ára verðtryggðra og óverðtryggðra lána. Sjá má að þeir skerast um 11 ár frá lántökudegi. Það þýðir að eftir 11 ár er greiðslubyrði óverðtryggðs láns orðin minni en verðtryggðs. Framreikningurinn í töflu 4 nær ekki svo langt fram í tímann en gera má ráð fyrir að viðsnúningur verði í áhrifum þegar greiðslubyrði óverðtryggðs láns verður minni en verðtryggðs, þ.e. eftir árið 2025. Ef um 25 ára lán væri að ræða yrði viðsnúningurinn eftir um 8 ár, sbr. bls. 12 í kynningu til sérfræðingahóps dags. 13/12 2013. Vaxtaforsendur að baki útreikningnum í mynd 2 eru

## ANALYTICA

m.v. 4,2% verðtryggða vexti en að óverðtryggðir vextir séu 8,2% og verðbólga 4%. Verðbólguforsendur taka mið af verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði um miðjan des. þegar útreikningarnir voru framkvæmdir.

### Aðrar sviðsmyndir um áhrif

#### Öllum húsnæðislánnum breytt í óverðtryggð

Í kynningu fyrir sérfræðingahópi um afnám verðtryggingar dags. 13/12 2013 voru kynntar aðrar sviðsmyndir en sú sem í meginráttum er stuðst við hér að framan. Ein slík var talin öfgatilvik þar sem þar var gert ráð fyrir að allri eldri fjármögnun yrði breytt í óverðtryggða samhliða afnámi verðtryggingar á nýjum húsnæðislánnum. Tafla 5 hér að neðan er sú sem birt var á skyggnu 19 í kynningunni og byggir á reiknilíkani Analytica. Fyrsti dálkurinn í töflu 5 (+) gefur til kynna forsendu um hversu mikið hærri greiðslubyrði nýs óverðtryggðs húsnæðisláns verði en ef það hefði verið tekið verðtryggt.

**Tafla 5. Áhrif á fasteignaverð ef allri eldri fjármögnun breytt í óverðtryggða**

<b>+</b>	<b>Höfuðborg Landsbyggð</b>	
20%	-1.5%	-2.6%
30%	-3.3%	-5.8%
40%	-5.5%	-9.5%
50%	-8.0%	-13.7%
60%	-10.8%	-18.2%
70%	-13.9%	-23.1%

Í forsendum útreikninganna er gert ráð fyrir að breytingin yrði í upphafi árs en þá kæmu áhrifin fram að stærstum hluta á sama ári.

#### Leiguvirði

Önnur nálgun varðandi möguleg áhrif er út frá leiguvirði. Reyndar má ætla að leiga ráðist af fasteignaverði en samband leigu og fasteignaverðs getur verið í báðar áttir.

Ef virði fasteignar ræðst af núvirtu sjóðstreymi af leigu og ef afnám verðtryggingar þýðir að raunvextir hækka þá lækkar núvirði fasteignarinnar sem afleiðing af því. Slíkt gæti gerst ef óvissa um verðbólguþróun leiðir til hærri raunvaxta af óverðtryggðum húsnæðislánnum, t.d. hækkunar um 0,5%. Svo tekið sé dæmi um að raunvextir séu 3,5% fyrir afnám og hækki í 4% við afnám verðtryggingar þá þýðir það lækkun á núvirði sjóðstreymisins um ca. 13%. Niðurstaðan gæti þó einnig orðið hækkun leigu vegna hærri ávöxtunarkröfu en slíkt er háð ástandi á leigumarkaði og húsnæðismarkaði almennt. Skv. þessu sjónarmiði er líklegt að niðurstaðan varðandi áhrif á húsnæðisverð liggja á bilinu 0-13%.

#### Lánað fyrir vöxtum

Greining Analytica gengur út frá að vaxtagreiðslur verði ekki að neinu leiti fjármagnaðar með lánum með svipuðum hætti og segja má að gert sé í verðtryggðu kerfi þar sem verðbótapætti er að stærstum hluta velt yfir á höfuðstól láns. Ekki er unnt að útiloka þann möguleika að því sem kalla má verðbótapátt vaxta verði velt yfir á höfuðstól láns en það fæli í sér ígildi verðtryggingar. Erlendis þekktist það sem kallað er neikvæðar afborganir (e. Negative Amortization) en í því felst að bætt er við lán þegar greiðsla dugar ekki fyrir vöxtum. Þar sem slíkar lánveitingar hafa tíðkast, s.s. í Bandaríkjunum hafa þó gjarnan verið sett hámark á hve hátt viðbótarlán vegna vaxta yrði, t.d. 15%.



## Afnám verðtryggingar stöðvar markaðinn

Síðasta sviðsmyndin sem nefna má er að afnám verðtryggingar verði talið svo mikið áfall að hún stöðvi markaðinn um tíma. Að mati Analytica er hér um fræðilegan möguleika að ræða en ekki líklega sviðsmynd.

Í þessu samhengi má nefna að af tölum Seðlabankans má ráða að fyrstu 9 mánuði ársins 2013 hafi um 75% nýrra húsnæðislána verið óverðtryggð. Sé þetta er rétt þá má benda á að ákveðin samsvörun er á milli þess og afnáms verðtryggingar. Afnámið fæli að vísu í sér að 100% nýrra lána væru óverðtryggð. Með hliðsjón af þessu má velta upp hver þróun fasteignaverðs hefði verið ef lántakendur hefðu ekki leitað í svo miklum mæli yfir í óverðtryggð lán. Í því samhengi má einnig nefna að fasteignaverð sl. 12 mánuði hefur hækkað um 7,8% á höfuðborgarsvæðinu eða um 4% að raungildi.

## Áhrif á leiguverð

Þeir þættir sem ráða mestu um leiguverð eru til lengri tíma fasteignaverð, fjármagnskostnaður og viðhaldskostnaður. Til skemmri tíma hefur ástand á leigumarkaðnum veruleg áhrif, þ.e. spurn eftir leiguhúsnæði og framboð sem breytist treglega.

Niðurstaða Analytica hvað leiguverð áhræfir er sú að til lengri tíma þá séu áhrif á leiguverð áþekkt og á fasteignaverð. Ef raunverð fasteigna lækkar þá gæti það þó dregið úr framboði nýs leiguhúsnæðis til og þannig vegið gegn áhrifum lægra fasteignaverðs, að svo miklu leyti sem þau koma fram.

Staðan á leigumarkaði er sýnd í töflu 6 þar sem fram kemur meðalstærð íbúðar til leigu á höfuðborgarsvæði og landsbyggð skv. þinglýstum leigusamningum viðkomandi ár og leiguverð pr. m<sup>2</sup>. Einnig er sýnt áætlað staðgreiðsluverð íbúðar af viðkomandi stærð reiknað skv. líkani í viðauka B og reiknað leiguverð.

## Tafla 6. Leiguverð og reiknað leiguverð

Staðan á höfuðborgarsvæði og landsbyggð	2012	2013
Meðalstærð íbúðar á höfuðborgarsvæði	75.7 m <sup>2</sup>	76 m <sup>2</sup>
Meðalstærð íbúðar á landsbyggð	91.3 m <sup>2</sup>	130 m <sup>2</sup>
Meðalverð á höfuðborgarsvæði	1 513 kr/m <sup>2</sup>	1 622 kr/m <sup>2</sup>
Meðalverð á landsbyggð	933 kr/m <sup>2</sup>	710 kr/m <sup>2</sup>
Áætlað verð íbúðar á höfuðborgarsvæði	17.8 m.kr.	
Áætlað verð íbúðar á landsbyggð	10.8 m.kr.	
Reiknuð húsaleiga á höfuðborgarsvæði	1 542 kr/m <sup>2</sup>	
Reiknuð húsaleiga á landsbyggð	930 kr/m <sup>2</sup>	

Reiknað m.v. 4% vænta verðbólgu og 30% eigið fé

Heimild: Þjóðskrá Íslands, útreikningar Analytica

Af töflu 5 má sjá að gott samræmi er á milli reiknaðrar húsaleigu sem tekur mið af áætluðu verði íbúðar af viðkomandi stærð og greiddrar húsaleigu skv. upplýsingum Þjóðskrár.

### Áhrif á eftirspurn í hagkerfinu

Við mat á áhrifum aukinnar greiðslubyrði nýrrar húsnæðislána á eftirspurn í hagkerfinu er stuðst við mat á áhrifum á fasteignaverð sbr. framangreint megintilvik auk þjóðhagslíkans sem gert var í tengslum við mat á áhrifum mögulegrar skuldaleiðréttingar.<sup>5</sup> Líkanið var aðlagð lítillega til að koma að sérstökum áhrifum breytinga á fasteignaverði. Skv. þjóðhagslíkaninu hefur þyngri greiðslubyrði áhrif eftir fjórum meginleiðum:

- Þyngri greiðslubyrði lækkar „frjálsar“ ráðstöfunartekjur
- Þyngri greiðslubyrði hraðar eiginfjármýndun
- Lægra fasteignaverð – Neikvæð auðsáhrif á einkaneyslu
- Lægra fasteignaverð – Minni nýbyggingar

Með frálsum ráðstöfunartekjum er átt við ráðstöfunartekjur sem heimilin hafa ekki skuldbundið ráðstöfun á. Í grófum dráttum þá er niðurstaðan sú að ef greiðslubyrði nýrra húsnæðislána þyngist um 70% og áhrif á fasteignaverð birtast í takt við töflu 4 þá gæti það þýtt að innlend eftirspurn (þjóðarútgjöld) yrðu um 0,5% minni árið 2018 en ella. Áhrifin safnast upp nokkuð jafnt yfir tíma.

Áfram þarf að viðhafa fyrivarann um möguleg viðbrögð fjármálakerfisins. Hér er gengið út frá að vaxtagreiðslur verði ekki að neinu leiti fjármagnaðar með lánum með svipuðum hætti og í verðtryggðu kerfi þar sem verðbótapætti er að stærstum hluta velt yfir á höfuðstól láns. Einnig væri unnt að gefa sér þá forsendu að verðbótapætti vaxta verði velt yfir á höfuðstól láns en það fæli í sér ígildi verðtryggingar. Í því tilviki er a.m.k. fræðilegur möguleiki á að breytingin hefði lítil sem engin áhrif.

---

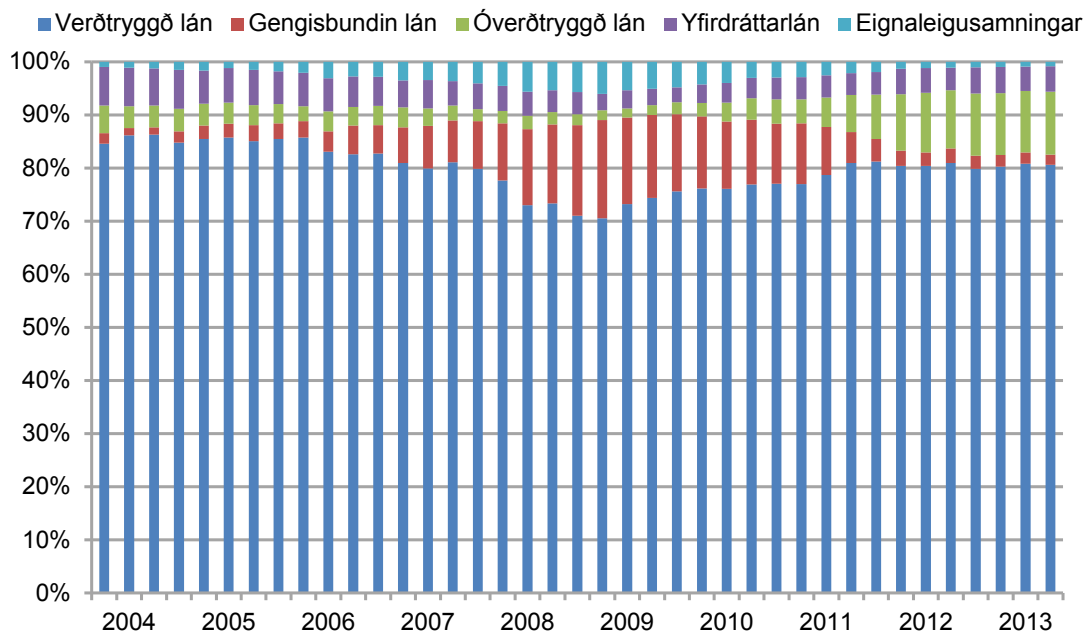
<sup>5</sup> Sjá skýrslu Analytica frá í nóv. 2013, *Þjóðhagsleg áhrif tillagna um aðgerðir til leiðréttingar verðtryggðra húsnæðislána*, <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Skyrslur/thjodhagsleg-ahrif-tillagna.pdf>

**Töflu- og myndaviðauki**

**Tafla A1. Framboð á húsnæðislánamarkaði**

	Verðtryggð íbúðalán			Óverðtryggð íbúðalán			
	breytilegir	fastir 5 ár	fastir	breytilegir	fastir 1 ár	fastir 3 ár	fastir 5 ár
Arion	3,50%	3,60%	4,25%	6,95%		7,30%	7,45%
Íslandsbanki		3,85%		6,75%		7,40%	
Lansbankinn	3,50%			6,75%		7,30%	7,60%
MP banki	3,75%			6,75%			
Íbúðalánasjóður			4,20%				
Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins							
Lífeyrissjóður verzlunarmanna	3,17%		3,90%				
Gildi lífeyrissjóður	3,10%		3,80%				
Stapi lífeyrissjóður	4,20%						
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	3,50%		3,90%				
Almenni lífeyrissjóðurinn	3,17%		3,85%		7,50%		
Frjálsi lífeyrissjóðurinn	3,00%						
Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	3,50%		3,85%				
Stafir lífeyrissjóður	3,42%		3,80%				
Festa lífeyrissjóður	3,85%		4,40%				

**Mynd A1. Skuldir heimilanna**



## Viðauki B - Mat á sambandi fasteignaverðs og vaxtagreiðslubyrði

Við mat á samhengi fasteignaverðs og vaxtagreiðslubyrði var stuðst við eftirfarandi samband:

$$(1) \quad \frac{FM_{i,t}}{BV_{i,t}} = a_{i,t} + b \frac{ST_{i,t}}{FM_{i,t}} + c \frac{d}{t} + u_{i,t}$$

þar sem  $FM_{i,t}$  er fermetraverð á íbúð hjá árgangi  $i$  á ári  $t$  m.v. fasteignamat,  $BV_{i,t}$  er ársmeðaltal vísitölu byggingakostnaðar á ári  $t$ ,  $a_{i,t}$  er sk. stuðull ákvarðaður fyrir árgang  $i$  á ári  $t$  skv. aðferð fastra áhrifa (e. Fixed Effects),  $\Delta B_{i,t}$  er breyting á meðalíbúðaláni í framtali hjá árgangi  $i$  á ári  $t$  að raungildi,  $ST_{i,t}$  er meðalstærð íbúðar hjá árgangi  $i$  á ári  $t$  í fermetrum talið og  $VX_{i,t}$  eru meðalvaxtagreiðslur að raungildi að meðtöldum greiddum verðbótum hjá árgangi  $i$  á ári  $t$ .  $u_{i,t}$  er skekkjuliður fyrir árgang  $i$  á ári  $t$  og  $b$ ,  $c$  og  $d$  eru metnir stikar.

Metnir stikar í jöfnu 1 eru birtir í töflu B1 og stuðull fastra áhrifa,  $a_{i,j}$  eru birtir í töflum B2 og B3.

Fullar niðurstöður tölfræðimatsins eru birtar í töflu B4.

### Tafla B1. Metnir stikar

Metnir stikar	$b$	$c$	$d$
Höfuðborgarsvæði	4.466	-0.175	-23.644
Landsbyggð	1.248	0.180	-23.104

Meðaltal stuðuls fastra áhrifa  $a_{i,t}$  er 256,2 fyrir höfuðborgarsvæðið árið 2012 en 108,3 fyrir landsbyggðina.

## ANALYTICA

### Tafla B2. Höfuðborgarsvæði:

#### Stikar fastra áhrifa árin 1996-2012 fyrir árgangahópa 1-13 ásamt meðaltali

$a_{ij}$	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Mt
1996	176.4	178.0	175.7	175.3	175.7	176.7	178.3	181.8	183.5	184.1	184.4	184.1	181.0	181.1
1997	175.6	177.3	175.0	174.5	175.0	175.9	177.6	181.0	182.7	183.4	183.6	183.3	180.2	180.4
1998	177.9	179.6	177.3	176.8	177.3	178.2	179.9	183.3	185.0	185.7	185.9	185.6	182.5	182.7
1999	201.7	203.3	201.0	200.6	201.0	202.0	203.7	207.1	208.8	209.5	209.7	209.4	206.3	206.4
2000	221.8	223.5	221.2	220.8	221.2	222.1	223.8	227.3	228.9	229.6	229.9	229.6	226.5	226.6
2001	240.7	242.3	240.0	239.6	240.0	241.0	242.6	246.1	247.8	248.5	248.7	248.4	245.3	245.4
2002	237.4	239.1	236.7	236.3	236.7	237.7	239.4	242.8	244.5	245.2	245.4	245.1	242.0	242.2
2003	248.7	250.4	248.1	247.6	248.1	249.0	250.7	254.2	255.8	256.5	256.7	256.5	253.4	253.5
2004	272.9	274.5	272.2	271.8	272.2	273.2	274.8	278.3	280.0	280.6	280.9	280.6	277.5	277.6
2005	332.6	334.3	332.0	331.5	332.0	332.9	334.6	338.1	339.7	340.4	340.6	340.4	337.3	337.4
2006	336.4	338.1	335.8	335.3	335.8	336.7	338.4	341.8	343.5	344.2	344.4	344.1	341.0	341.2
2007	343.6	345.3	343.0	342.6	343.0	343.9	345.6	349.1	350.7	351.4	351.6	351.4	348.3	348.4
2008	298.2	299.9	297.6	297.1	297.6	298.5	300.2	303.6	305.3	306.0	306.2	306.0	302.8	303.0
2009	274.5	276.2	273.9	273.5	273.9	274.8	276.5	280.0	281.6	282.3	282.6	282.3	279.2	279.3
2010	236.8	238.4	236.1	235.7	236.1	237.1	238.7	242.2	243.8	244.5	244.8	244.5	241.4	241.5
2011	243.8	245.4	243.1	242.7	243.1	244.1	245.8	249.2	250.9	251.6	251.8	251.5	248.4	248.5
2012	251.4	253.1	250.8	250.3	250.8	251.7	253.4	256.8	258.5	259.2	259.4	259.2	256.1	256.2

Metnir stikar eru 30, þ.a. 13 fyrir hópa árganga en 17 fyrir einstök ár. Hér föst áhrif reiknuð sem samtala áhrifa fyrir árganga og einstök ár.

### Tafla B3. Landsbyggð:

#### Stikar fastra áhrifa árin 1996-2012 fyrir árgangahópa 1-13 ásamt meðaltali

$a_{ij}$	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Mt
1996	67.8	74.1	69.9	73.2	74.4	76.2	78.8	79.9	81.4	85.3	86.9	91.4	93.7	87.0
1997	68.3	74.6	70.4	73.7	74.9	76.7	79.3	80.4	81.9	85.8	87.4	91.9	94.2	87.5
1998	69.8	76.1	72.0	75.2	76.5	78.2	80.9	82.0	83.5	87.3	89.0	93.5	95.8	89.1
1999	74.2	80.4	76.3	79.5	80.8	82.6	85.2	86.3	87.8	91.6	93.3	97.8	100.1	93.4
2000	77.7	84.0	79.8	83.1	84.3	86.1	88.7	89.8	91.3	95.2	96.8	101.3	103.6	96.9
2001	87.2	93.4	89.3	92.5	93.8	95.6	98.2	99.3	100.8	104.6	106.3	110.8	113.1	106.4
2002	82.8	89.1	84.9	88.2	89.4	91.2	93.8	94.9	96.4	100.3	101.9	106.5	108.8	102.0
2003	91.2	97.5	93.3	96.6	97.8	99.6	102.2	103.3	104.8	108.7	110.3	114.8	117.1	110.4
2004	101.9	108.2	104.0	107.3	108.5	110.3	112.9	114.0	115.5	119.4	121.0	125.6	127.9	121.1
2005	122.4	128.7	124.5	127.8	129.0	130.8	133.4	134.5	136.0	139.9	141.5	146.1	148.3	141.6
2006	123.8	130.1	125.9	129.2	130.4	132.2	134.8	135.9	137.4	141.3	142.9	147.4	149.7	143.0
2007	128.2	134.5	130.3	133.6	134.8	136.6	139.2	140.4	141.8	145.7	147.4	151.9	154.2	147.5
2008	110.1	116.3	112.2	115.4	116.7	118.4	121.1	122.2	123.7	127.5	129.2	133.7	136.0	129.3
2009	101.5	107.8	103.7	106.9	108.2	109.9	112.6	113.7	115.2	119.0	120.7	125.2	127.5	120.8
2010	84.3	90.6	86.4	89.7	90.9	92.7	95.3	96.4	97.9	101.8	103.4	107.9	110.2	103.5
2011	88.3	94.6	90.4	93.7	94.9	96.7	99.3	100.4	101.9	105.8	107.4	111.9	114.2	107.5
2012	89.1	95.4	91.2	94.5	95.7	97.5	100.1	101.2	102.7	106.6	108.2	112.7	115.0	108.3

Metnir stikar eru 30, þ.a. 13 fyrir hópa árganga en 17 fyrir einstök ár. Hér föst áhrif reiknuð sem samtala áhrifa fyrir árganga og einstök ár.

# ANALYTICA

## Tafla B4. Niðurstöður tölfræðimats

Panel Regression - Estimation by Fixed Effects

Dependent Variable FM\_BVIS\_HF

Panel(21) of Annual Data From 1//1996:01 To 13//2012:01

Usable Observations 221

Degrees of Freedom 189

Skipped/Missing (from 269) 48

Centered R<sup>2</sup> 0.9971968

R-Bar<sup>2</sup> 0.9967370

Uncentered R<sup>2</sup> 0.9998622

Mean of Dependent Variable 226.43216003

Std Error of Dependent Variable 51.59991449

Standard Error of Estimate 2.94750556

Sum of Squared Residuals 1641.9921303

Regression F(31,189) 2168.8553

Significance Level of F 0.0000000

Log Likelihood -535.1935

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
*****				
1. Constant	0.00000000	0.00000000	0.000000	0.00000000
2. DIBD_R	4.46599257	0.85936388	5.19686	0.00000052
3. STAERD_EIGNFJH	-0.17469087	0.05641059	-3.09677	0.00225429
4. VXIB_R	-23.64447723	7.23939263	-3.26609	0.00129485

Panel Regression - Estimation by Fixed Effects

Dependent Variable FM\_BVIS\_LF

Panel(21) of Annual Data From 1//1996:01 To 13//2012:01

Usable Observations 221

Degrees of Freedom 189

Skipped/Missing (from 269) 48

Centered R<sup>2</sup> 0.9895512

R-Bar<sup>2</sup> 0.9878373

Uncentered R<sup>2</sup> 0.9997397

Mean of Dependent Variable 122.93663458

Std Error of Dependent Variable 19.69584481

Standard Error of Estimate 2.17214520

Sum of Squared Residuals 891.74259127

Log Likelihood -467.7346

Variable	Coeff	Std Error	T-Stat	Signif
*****				
1. Constant	0.00000000	0.00000000	0.000000	0.00000000
2. DIBD_R	1.24751590	0.52888370	2.35877	0.01833553
3. STAERD_EIGNFJL	0.18029948	0.06420723	2.80809	0.00498368
4. VXIB_R	-23.10422457	7.64373863	-3.02263	0.00250585

**ANALYTICA**  
ÁRMTU- OG FJÁRFESTINGARÁÐGJÖF



## Áhrif hækkunar greiðslubyrði húsnæðislána á íbúðaverð og leiguverð og eftirspurn í hagkerfinu

Fundur með sérfræðingahópi um afnám verðtryggingar  
 13 desember, 2013

**ANALYTICA**  
ÁRMTU- OG FJÁRFESTINGARÁÐGJÖF

## Viðfangsefnið

- Áhrif á greiðslubyrði
- Áhrif á íbúðaverð og leiguverð
- Höfuðborgarsvæði og landsbyggð
- Áhrif á eftirspurn í hagkerfinu

2

**ANALYTICA**  
ÁRMTU- OG FJÁRFESTINGARÁÐGJÖF

## Eftirspurn eftir óverðtryggðum lánum

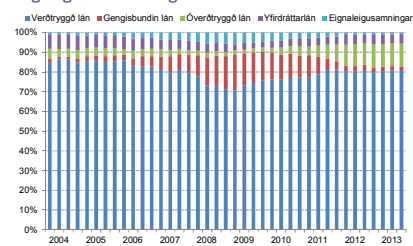
- Mikil eftirspurn hefur verið eftir óverðtryggðum íbúðalánum eftir að bankarnir hófu að bjóða slík lán.
- Áætlað er að 60% nýrra íbúðalána á árunum 2011 og 2012 hafi verið óverðtryggð lán. Inni í þeirri tölu eru lán vegna endurfjármögnunar.
- Að hluta vegna endurfjármögnunar gengistryggðra lána í kjölfar hæstaréttardóma.
- Skv. tölum Sí námu hrein ný útlán viðskiptabankanna þriggja til heimila 38 mð.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins. Þar af voru 6,4 ma.kr. í verðtryggðum lánum en 27,1 ma.kr. var í óverðtryggðum. Af óverðtryggðum lánum heimila námu lán með veði í íbúðarhúsnæði 20 mð.kr.
- Sé gert ráð fyrir að öll verðtryggð lán til heimila séu íbúðalán þá eru um 75% hreina nýrra íbúðalána á þessu ári **óverðtryggð**.
- Hrein ný útlán íbúðalánasjóðs voru hins vegar neikvæð um 4,4 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins.

3

**ANALYTICA**  
ÁRMTU- OG FJÁRFESTINGARÁÐGJÖF

## Skuldir heimilanna

- Vægi óverðtryggðra lána var u.þ.b. 2% til 5% af skuldum heimilanna árin 2004 til 2010
- Árið 2011 jókst vægi óverðtryggðra lána í 12% og hefur vægi þeirra verið á bilinu 12% til 13% síðan þá
- Myndin sýnir ársfjórðungslega samsetningu skulda heimilanna frá 2004 til 2013
- Hér má sjá hvernig vægi gengistryggðra lána minnkar á sama tíma og vægi óverðtryggðra lána eykst



4

**ANALYTICA**  
FRÓTTU OG FÁRÞYGGINGARÞEYGI

### Framboð óverðtryggðra lána

- Viðskiptabankarnir bjóða upp á verðtryggð og óverðtryggð lán
- Íbúðalánasjóður og flestir lífeyrissjóðir bjóða eingöngu upp á verðtryggð lán
  - Almenn lífeyrissjóðurinn er þó undantekning þ.e. býður einnig óverðtryggð lán
- Tafla sýnir lánakjör viðskiptabankanna, íbúðalánasjóðs og 10 stærstu lífeyrissjóða landsins

	Verðtryggð íbúðalán			Óverðtryggð íbúðalán		
	breytilegir	fastir 5 ár	fastir	breytilegir	fastir 1 ár	fastir 3 ár / fastir 5 ár
Arion	3,50%	3,60%	4,25%	6,95%	7,30%	7,46%
Íslandsbanki	3,85%			6,75%	7,40%	
Landsbankinn	3,50%			6,75%	7,30%	7,60%
MP banki	3,75%			6,75%		
Íbúðalánasjóður		4,20%				
Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins						
Lífeyrissjóður verzlunarmanna	3,17%		3,90%			
Gildi lífeyrissjóður	3,10%		3,80%			
Stapi lífeyrissjóður	4,20%					
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	3,50%		3,90%			
Almenn lífeyrissjóðurinn	3,17%		3,85%	7,50%		
Friðla lífeyrissjóðurinn	3,00%					
Sofnumangjóður lífeyriréttinda	3,50%					
Stafir lífeyrissjóður	3,42%		3,80%			
Festa lífeyrissjóður	3,85%		4,40%			

**ANALYTICA**  
FRÓTTU OG FÁRÞYGGINGARÞEYGI

### Greiðslubyrði nýrra lána

- Miðað við ávöxtunarkröfu á markaði með ríkisskuldabréf gætu fastir vextir af óverðtryggðum lánum íbúðalánasjóðs verið um 4% hærri en af verðtryggðum
- Verðtryggðir vextir sjóðsins eru nú 4,2% þannig að fastir óverðtryggðir vextir gætu numið a.m.k. 8,2%
- Í töflu og á efri myndinni er birt greiðslubyrði 10 m.kr. láns
- Fyrir 40 ára lán myndi breyting úr verðtryggðu jafngreiðsluláni yfir í óverðtryggt jafngreiðslulán auka greiðslubyrði um 65%
- Ólíklegt er að eftirspurn verði eftir lánum á þessum kjörum og þá líklegt að vaxtabinditíminn verði styttri

	Lánstími í árum				
	20	25	30	35	40
<b>Verðtryggt lán</b>					
Alborgani	26.657	18.894	13.902	10.485	8.046
Vextir	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
<b>Samtals</b>	<b>61.657</b>	<b>53.894</b>	<b>48.902</b>	<b>45.485</b>	<b>43.046</b>
<b>Óverðtryggt jafngreiðslulán</b>					
Alborgani	16.560	10.178	6.442	4.150	2.703
Vextir	68.333	68.333	68.333	68.333	68.333
<b>Samtals</b>	<b>84.893</b>	<b>78.511</b>	<b>74.775</b>	<b>72.483</b>	<b>71.036</b>
<b>Óverðtryggt jafnar alborgani</b>					
Alborgani	41.667	33.333	27.778	23.810	20.833
Vextir	68.333	68.333	68.333	68.333	68.333
<b>Samtals</b>	<b>110.000</b>	<b>101.667</b>	<b>96.111</b>	<b>92.143</b>	<b>89.167</b>

**ANALYTICA**  
FRÓTTU OG FÁRÞYGGINGARÞEYGI

### Greiðslubyrði nýrra lána

- Á efri myndinni má sjá greiðslubyrði 10 m.kr. láns m.v. mismunandi lánstíma.
- Miðað er við hagstæðustu breytilegu vaxtakjör sem í boði eru hjá viðskiptabönkunum þ.e. 3,5% í verðtryggðu og 6,75% í óverðtryggðu
- Neðri myndin sýnir aukna greiðslubyrði óverðtryggðra lána í %
- Miðað við að ný lán séu til 40 ára þá er greiðslubyrði óverðtryggs jafn greiðsluláns um 56% hærri en verðtryggðs láns.

	Lánstími í árum				
	20	25	30	35	40
<b>Verðtryggt lán</b>					
Alborgani	28.829	20.896	15.738	12.162	9.572
Vextir	29.167	29.167	29.167	29.167	29.167
<b>Samtals</b>	<b>57.996</b>	<b>50.062</b>	<b>44.904</b>	<b>41.329</b>	<b>38.739</b>
<b>Óverðtryggt jafngreiðslulán</b>					
Alborgani	19.786	12.841	8.610	5.892	4.086
Vextir	56.250	56.250	56.250	56.250	56.250
<b>Samtals</b>	<b>76.036</b>	<b>69.091</b>	<b>64.860</b>	<b>62.142</b>	<b>60.336</b>
<b>Óverðtryggt jafnar alborgani</b>					
Alborgani	41.667	33.333	27.778	23.810	20.833
Vextir	56.250	56.250	56.250	56.250	56.250
<b>Samtals</b>	<b>97.917</b>	<b>89.583</b>	<b>84.028</b>	<b>80.060</b>	<b>77.083</b>

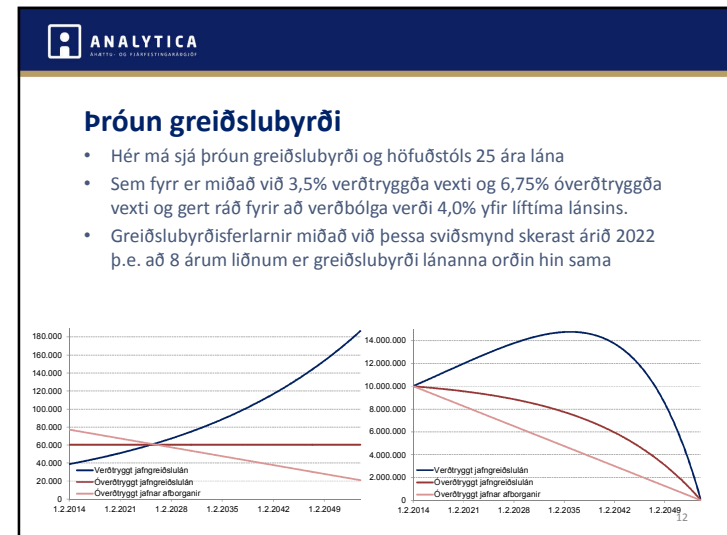
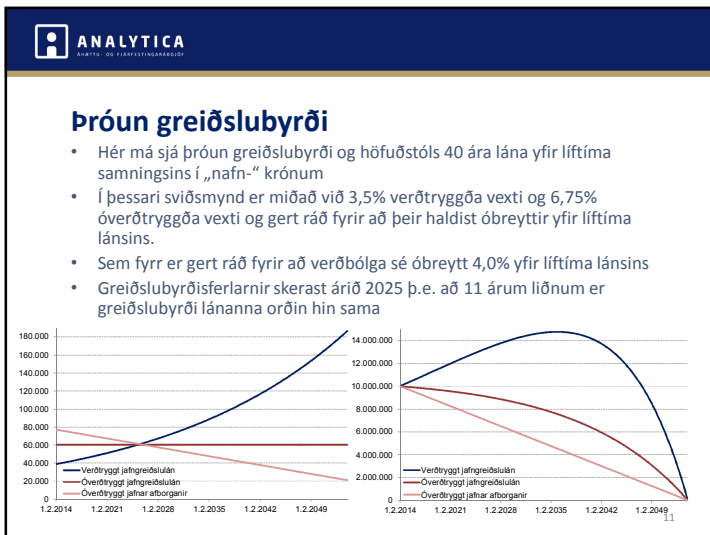
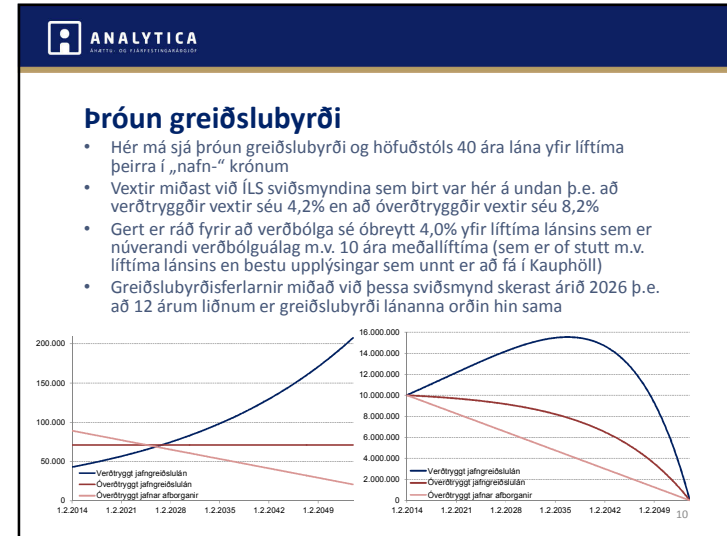
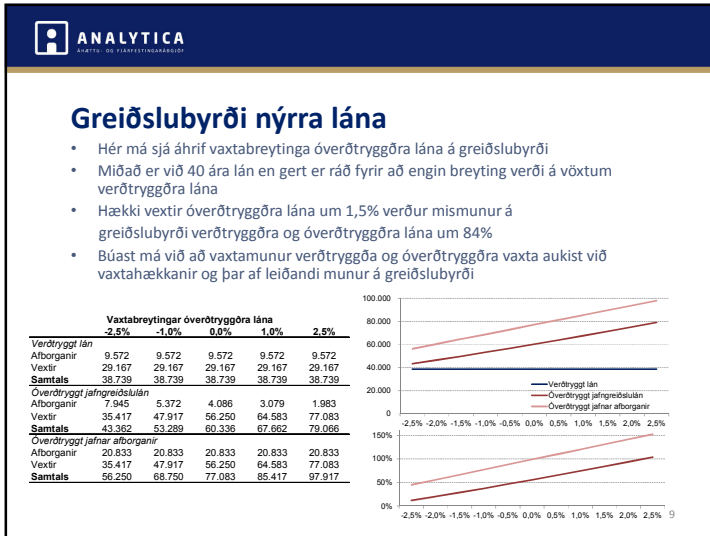
**ANALYTICA**  
FRÓTTU OG FÁRÞYGGINGARÞEYGI

### Greiðslubyrði nýrra lána

- Hér má sjá áhrif vaxtabreytinga á greiðslubyrði
- Miðað er við 40 ára lán en gert er ráð fyrir að sama breyting verði á vöxtum verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta
- Hærri vextir þýða að hlutfallslegur munur í greiðslubyrði minnkar
- Hækki vextir um 1,5% verður mismunur á greiðslubyrði verðtryggðra og óverðtryggðra lána um 50%
- Vaxtamunur verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta eykst við vaxtahækkanir

	Vaxtabreytingar				
	-2,5%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,5%
<b>Verðtryggt lán</b>					
Alborgani	16.952	12.144	9.572	7.456	5.021
Vextir	6.333	20.833	29.167	37.500	50.000
<b>Samtals</b>	<b>23.286</b>	<b>32.978</b>	<b>38.739</b>	<b>44.956</b>	<b>55.021</b>
<b>Óverðtryggt jafngreiðslulán</b>					
Alborgani	7.945	5.372	4.086	3.079	1.983
Vextir	35.417	47.917	56.250	64.583	77.083
<b>Samtals</b>	<b>43.362</b>	<b>53.289</b>	<b>60.336</b>	<b>67.662</b>	<b>79.066</b>
<b>Óverðtryggt jafnar alborgani</b>					
Alborgani	20.833	20.833	20.833	20.833	20.833
Vextir	35.417	47.917	56.250	64.583	77.083
<b>Samtals</b>	<b>56.250</b>	<b>68.750</b>	<b>77.083</b>	<b>85.417</b>	<b>97.917</b>





**ANALYTICA**  
ANALYTICA

## Hlutdeild vaxta í greiðslubyrði

- Í töflunni má sjá hlutdeild vaxta í greiðslubyrði lána til 25 ára annars vegar og 40 ára hins vegar við upphaf lántöku m.v. 4% verðbólgu

	Lán til	
	25 ára	40 ára
Verðtryggt jafngreiðslulán	58,4%	75,4%
Óverðtryggt jafngreiðslulán	81,4%	93,2%
Óverðtryggt jafnar afborganir	62,8%	73,0%

13

**ANALYTICA**  
ANALYTICA

## Áhrif á fasteignaverð

- Greiðslubyrðisáhrif geta verið mikil
- Áhrif á fasteignaviðskipti háð því hvort verðtrygging verði afnumin í reynd
- Verður lánað fyrir hluta vaxta?
- Sviðsmynd: Nýfjármögnun eingöngu óverðtryggð

14

**ANALYTICA**  
ANALYTICA

## Áhrif á fasteignaverð – Fasteignaverð 2012

### Ójöfn staða á höfuðborgarsvæði og landsbyggð

- Meðalstærð íbúðar á höfuðborgarsvæði 124,6m<sup>2</sup>
- Meðalstærð íbúðar á landsbyggð 144,6m<sup>2</sup>
- Meðalverð íbúðar á höfuðborgarsvæði 222,3 þ.kr./m<sup>2</sup>
- Meðalverð íbúðar á landsbyggð 124,5 þ.kr./m<sup>2</sup>
- Meðalverð íbúðar á höfuðborgarsvæði 27,7 m.kr.
- Meðalverð íbúðar á landsbyggð 18,0 m.kr.

Heimild: Þjóðskrá Íslands, útreikningar Analytica

15

**ANALYTICA**  
ANALYTICA

## Áhrif á fasteignaverð - Nýfjármögnun

### Hve stór hluti af íbúðalánum er nýfjármögnun?

- Forsenda: u.þ.b. 1/3 af veltu fasteigna veldur nýfjármögnun
- Fasteignavelta 2013 um 230 ma.kr., þ.a. um 190 ma. á höfuðb.
- Nýfjármögnun því um 76 ma.kr.
- Íbúðalán í heild nú um 1.200 ma. kr.
- Niðurstaða: Nýfjármögnun um 6% af íbúðalánum.

16

**ANALYTICA**  
FRÉTTI. OG FJÁRMÖGNUNARÞEYGLI.

## Áhrif á fasteignaverð – Vegin greiðslubyrði

Möguleg áhrif óverðtryggðrar nýfjármögnunar á meðalgreiðslubyrði?

- Forsenda: Eldri fjármögnun helst verðtryggð. Öbreytt velta.

Möguleg áhrif á vegið meðaltal greiðslubyrði v/óverðtr. nýfjárm.								Vægi höfuðstóla		
+	2013	2014	2015	2016	2017	2018		Verðtr.	Óverðtr.	
20%	1%	2%	3%	4%	4%	5%	2012	89%	11%	
30%	2%	3%	4%	6%	7%	8%	2013	84%	16%	
40%	2%	4%	6%	7%	9%	10%	2014	79%	21%	
50%	3%	5%	7%	9%	11%	13%	2015	75%	25%	
60%	4%	6%	9%	11%	13%	15%	2016	71%	29%	
70%	4%	7%	10%	13%	15%	18%	2017	67%	33%	
							2018	64%	36%	

Átt. Ekki reiknaðar verðbætur á höfuðstól. Ákveðin mötögn.

17

**ANALYTICA**  
FRÉTTI. OG FJÁRMÖGNUNARÞEYGLI.

## Áhrif á fasteignaverð

Forsenda: Eldri fjármögnun helst verðtryggð. Öbreytt velta.  
 „Fixed Effects“ líkan metið á grunni árgangagagna frá RSK og Þjóðskrá 1996-2012

Höfuðborgarsvæði							Vægi höfuðstóla		
+	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Verðtr.	Óverðtr.	
20%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	2012	89%	11%
30%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	2013	84%	16%
40%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	2014	79%	21%
50%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	2015	75%	25%
60%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	2016	71%	29%
70%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	2017	67%	33%
							2018	64%	36%

Landsbyggð							Aðrir möguleikar:		
+	2013	2014	2015	2016	2017	2018			
20%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	• Aukin greiðslubyrði stöðvar e.t.v. markaðinn.		
30%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	• Kerfið fjármagnar vexti: Þá lítil sem engin áhrif. Ígildi verðtryggingar áfram.		
40%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%			
50%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%			
60%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.8%			
70%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-1.0%			

Heimild: Útreikningar Analytica

18

**ANALYTICA**  
FRÉTTI. OG FJÁRMÖGNUNARÞEYGLI.

## Áhrif á fasteignaverð

Forsenda: Öfgatilvik - Eldri fjármögnun einnig breytt í óverðtryggða  
 „Fixed Effects“ líkan metið á grunni árgangagagna frá RSK og Þjóðskrá 1996-2012

+	Höfuðborg	Landsbyggð	
20%	-1.5%	-2.6%	
30%	-3.3%	-5.8%	
40%	-5.5%	-9.5%	
50%	-8.0%	-13.7%	Annar möguleiki:
60%	-10.8%	-18.2%	Kerfið fjármagnar vexti:
70%	-13.9%	-23.1%	Lítill sem engin áhrif
			Ígildi verðtryggingar áfram

Heimild: Útreikningar Analytica

19

**ANALYTICA**  
FRÉTTI. OG FJÁRMÖGNUNARÞEYGLI.

## Áhrif á leiguverð – Staðan

Staðan á höfuðborgarsvæði og landsbyggð	2012	2013
• Meðalstærð íbúðar á höfuðborgarsvæði	75,7m <sup>2</sup>	76,0m <sup>2</sup>
• Meðalstærð íbúðar á landsbyggð	91,3m <sup>2</sup>	130,0m <sup>2</sup>
• Meðalverð á höfuðborgarsvæði	1.513 kr./m <sup>2</sup>	1.622 kr./m <sup>2</sup>
• Meðalverð á landsbyggð	933 kr./m <sup>2</sup>	710 kr./m <sup>2</sup>
• Áætlað verð íbúðar á höfuðborgarsvæði	17,8 m.kr.	
• Áætlað verð íbúðar á landsbyggð	10,8 m.kr.	
• Reiknuð húsaleiga á höfuðborgarsvæði	1.542 kr./m <sup>2</sup>	
• Reiknuð húsaleiga á landsbyggð	930 kr./m <sup>2</sup>	

Reiknað m.v. 4% vænta verðbólgu og 30% eigið fé

Áætluð að íbúð sömu stærðar (75,7m<sup>2</sup>) kosti sé um helmingi ódýrari á landsbyggðinni

Heimild: Þjóðskrá Íslands, útreikningar Analytica

20

 ANALYTICA  
ANALYTICA: OG FJÁRFESTINGARÁRBEIÐI

## Áhrif á leiguverð

Hvað ræður leiguverði?

- Fasteignaverð
- Fjármagnskostnaður
- Viðhaldskostnaður

**Leiguverð virðist í takt við reiknaða leigu m.v. 4% verðbólgu**

- 30% eigið fé
- 80 ára endingartíma (1,25% viðhaldskostnað)
- 3% raunávöxtunarkröfu eigin fjár (forsenda Hagstofu)

**Niðurstaða: Leiguverð breytist með fasteignaverði**

21

 ANALYTICA  
ANALYTICA: OG FJÁRFESTINGARÁRBEIÐI

## Áhrif á eftirspurn í hagkerfinu

Áhrif eftir nokkrum leiðum

- Þyngri greiðslubyrði lækkar „frjálsar“ ráðstöfunartekjur
- Þyngri greiðslubyrði hraðar eiginfjármýndun
- Lægra fasteignaverð – Neikvæð auðsáhrif á einkaneyslu
- Lægra fasteignaverð – Minni nýbyggingar

**70% þyngri greiðslubyrði nýrra íbúðalána gæti þýtt um 0,5% minni innlenda eftirspurn árið 2018 en ella. Svipuð áhrif á einkaneyslu.**

22

# Vaxtaþak á íbúðalán með breytilegum vöxtum

Minnisblað fyrir nefnd um afnám verðtryggingar

Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson

14. janúar 2014

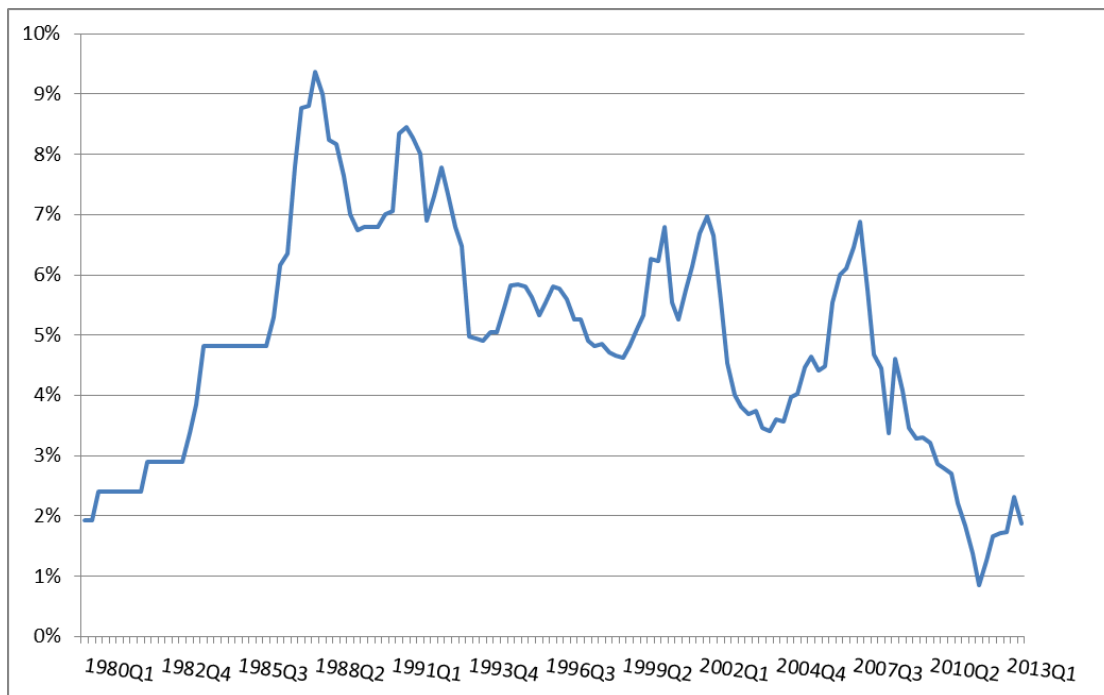
## Um vaxtamyndun og íslenska vexti

Hvert myntsvæði hefur sitt eigið vaxtastig sem ræðst bæði af aðstæðum á heimamarkaði og alþjóðlegum fjármagnsviðskiptum. Í meginatriðum er hægt að skipta nafnvöxtum í tvennt; raunvexti, og verðbólguvæntingar í samræmi við jöfnu Fishers sem sýnd er hér að neðan.

$$\text{Nafnvextir} = \text{raunvextir} + \text{vænt verðbólga}$$

Raunvextir ráðast af samspili fjárfestingar og sparnaðar í efnahagslífinu og svokölluðum djúpum þáttum líkt og aldurssamsetningu, stofnanagerð, auðlindum og svo framvegis. Í lokuðu hagkerfi ættu raunvextir einfaldlega að vera niðurstaða framboðs og eftirspurnar á innlendum fjármagnsmarkaði en klassískar kenningar um alþjóðafjármál gera ráð fyrir því að um leið og fjármagnskerfi er opnað fari erlendir fjármagnsmarkaðir að skipta máli og innlent vaxtastig mun jafnast á við það sem þekktist erlendis að gefnum áhættuþáttum. Eins og sést á mynd 1 hér að neðan leiddi afnám fjármagnshafta árið 1993 til lækkunar raunvaxta þegar erlent fjármagn tók að streyma inn í landið í kjölfarið. Raunvextirnir hafa síðan verið á lækkunarleitni frá þeim tíma ef undan eru skildir tveir skammvinnir toppar vegna vaxtahækkana Seðlabankans 2000-2001 og síðan 2006-2008.

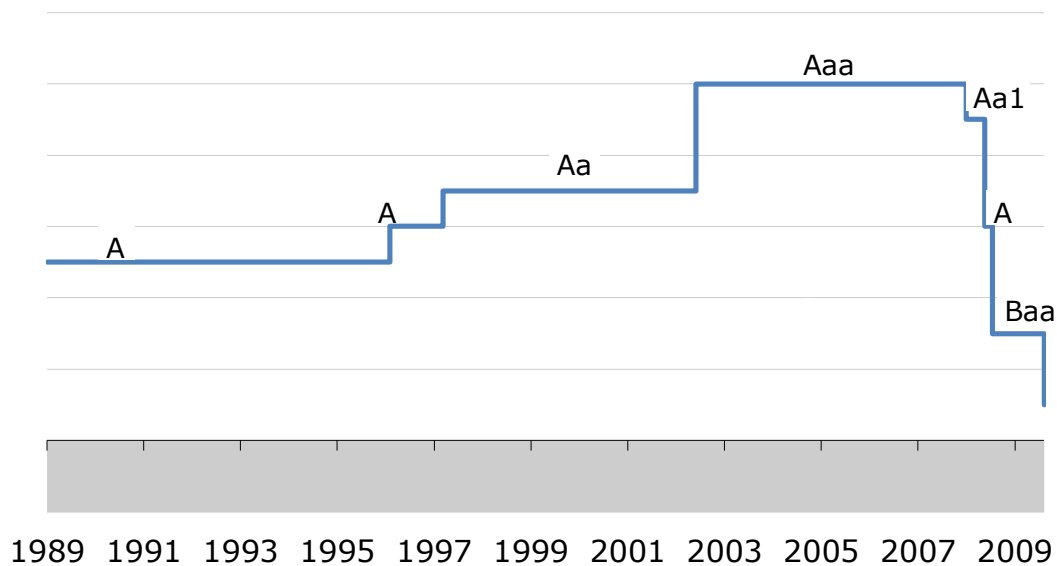
Mynd 1. Verðtryggðir raunvextir á ríkisbréfum til 5 ára



Heimild: Seðlabanki Íslands

Ísland er þannig skólabókardæmi um það hvernig opnun fjármagnsmarkaða leiðir til þess að innlend vaxtamyndun fellur að því sem gerist á heimsvísu. Hins vegar geta frjáls fjármagnsviðskipti við útlönd bæði leitt til hækkunar og lækkunar innlendra raunvaxta eftir því hvort fjármagn leitar inn eða út úr landinu í kjölfarið. Hafa þarf í huga að fjármagnsflæðið inn í landið frá 1993 til 2008 átti sér stað á sama tíma og lánshæfi landsins fór hækkandi og fór frá A til þess að verða Aaa árið 2003 eins og sjá má af mynd 2 hér að neðan.

**Mynd 2. Lánshæfi Íslands samkvæmt Moody's frá árinu 1989 til vorra daga**

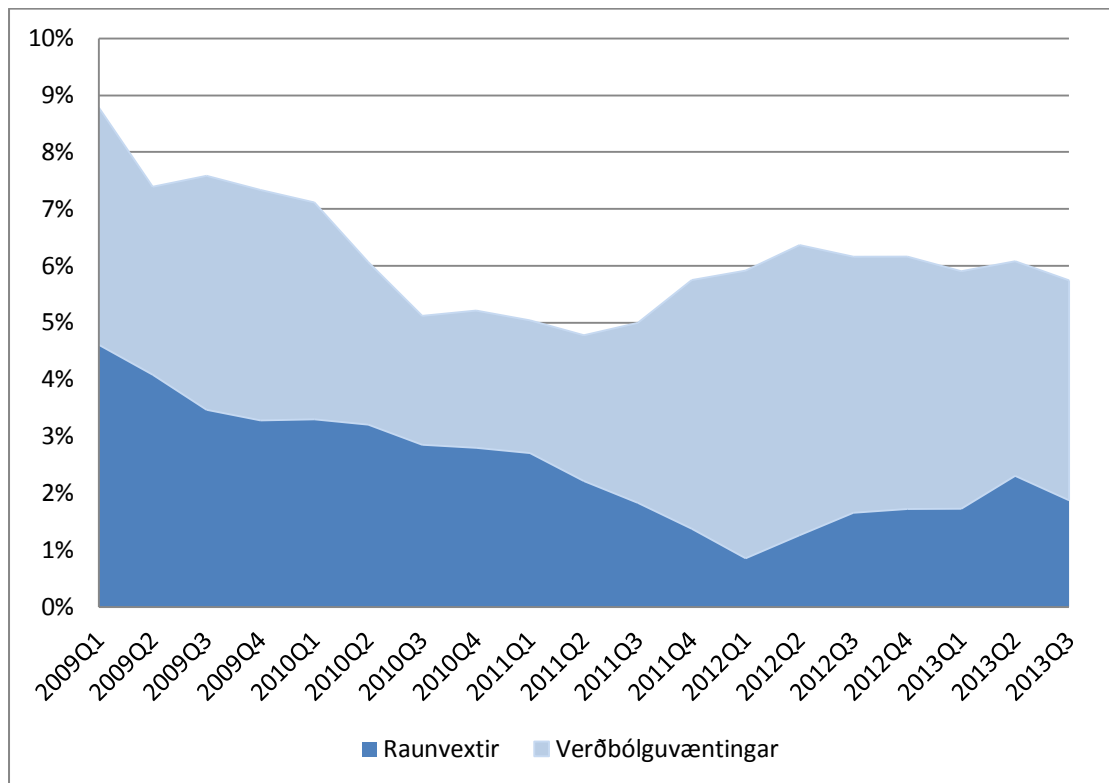


Eins og staðan er nú er mikið af fjármagni innilokað héraendis en fjárfesting hefur fallið niður í sögulegt lágmark sem hlutfall af landsframleiðslu. Það er því ekki að undra að langtímavextir skuli hafa lækkað í kjölfar setningar fjármagnshafta. Núverandi lánshæfiseinkunn Íslands er Baa1 og landið er ekki lengur jafn eftirsóknarverður áfangastaður fyrir fjármagn og það var á fyrri tíð og hefur snúist frá því að vera fjármagnsinnflytjandi til þess að vera fjármagnsútflytjandi. Það er því óefað að setning fjármagnshafta í nóvember 2008 hefur orðið til þess að lækka raunvaxtastig héraendis og vextir myndu hækka við afnám þeirra og áhrif lægri lánshæfiseinkunnar kæmu fram héraendis af fullum þunga um leið og landið kæmist í samband við erlenda fjármagnsmarkaði.

Verðbólguvæntingar tengjast hagstjórn og peningamálum hvers myntsvæðis og má einnig kalla verðbólguþá almennings og fyrirtækja. Rétturinn til þess að gefa út sinn eigin gjaldmiðil er hluti af fullveldi hvers lands og innifalið í þessum réttindum er frelsið til þess að hafa sína eigin sjálfstæðu peningamálastefnu. Verðbólga er því ávallt heimaréttur hvers myntsvæðis sem ræðst að miklu leyti af þeirri hagstjórn sem rekin hefur verið. Hér er ekki rúm til þess að rekja nákvæmlega af hverju verðbólga hefur verið hærri hér en þekkt í nágrannalöndunum, en sú staðreynd hefur gríðarleg áhrif á vaxtatigið héraendis. Á síðustu 5 árum hafa verðbólguvæntingar verið á bilinu 2-6% mælt sem munur á ávöxtun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa á íslenskum fjármagnsmarkaði.

Ef þessi tveir þættir, raunvextir og verðbólguvæntingar, eru lagðir saman er hægt að meta nafnvaxtastigið eins og gert er á mynd 3 hér að neðan þar sem horft er til 5 ára og á ríkistryggð skuldabréf. Nafnvaxtastigið í landinu til fimm ára hefur verið í kringum 6% og hefur verið svo um 2-3 ára skeið. Þar af eru raunvextir í kringum 1-2% en verðbólguvæntingar um 4-5%.

**Mynd 3. Fimm ára nafnvextir á Ísland sundurgreindir sem verðtryggðir raunvextir og ásamt verðbólguvæntingum á skuldabréfamarkaði**



Heimild: Seðlabanki Íslands

Athuga skal að þetta eru það sem kallast áhættulausir vextir – það er þau vaxtakjör sem miðast við ríkistryggða vexti en eftir á að taka tillit til smásöluálagningar eða vaxtamunar er myndi fylgja útlánum til almennings.

### Um stjórn ríkisvaldsins á nafnvöxtum

Það skal endurtekið að það vaxtastig sem hvert land býr við ræðst bæði af grunngerð efnahagslífsins og förnum vegi í hagstjórn og hefur djúpar hagfræðilegar orsakir. Það er ekki hægt strika yfir þessa sögu með því að lögsetja ákveðið vaxtastig sem er í andstöðu við markaðslögmálin án þess að valda missetningu fjármagns (e. misallocation of capital) sem mun kalla fram verulegan velferðarkostnað fyrir samfélagið í heild sinni. Þetta táknar ekki að hið opinberi geti ekki eða eigi ekki að hafa áhrif vaxtastigið. Þvert á móti. Heldur aðeins að það sé gert eftir réttum leikreglum þar sem samningsfrelsi aðila á fjármagnsmarkaði er virt. Það hefur verið óbrotin regla meðal vestrænna ríkja, nú um nokkurra áratuga skeið, að vinna út frá þeim jafnvægisvöxtum sem eru til staðar hverju sinni en þá

jafnframt að reyna að hafa áhrif á jafnvægið með ýmis konar hætti. Ef gripið yrði til slíkra aðgerða hérlendis yrði Ísland sett afsíðis við önnur vestræn ríki.

Staðreyndin er sú að ef reynt er að lögfasta vexti sem eru lægri en jafnvægi framboðs og eftirspurnar segir til um mun það ávallt leiða til þess að fjármögnunaraðilar beina peningum sínum annað, eða kostnaður vegna lántökunnar kemur fram með öðrum hætti.

Fjármálasaga Íslands sýnir mjög vel fram á þetta. Á fyrstu áratugum tuttugustu aldar voru lögfestir hámarksvextir á lánum með veði í fasteignum sem leiddi til þess að bankarnir hættu að veita lán með veði í fasteignum heldur aðeins víxillán með persónuveði. Veðdeild Landsbankans lánaði að vísu til 40 ára með veði í fasteign með 5-5½% vöxtum en lántakendur fengu þá afhent skuldabréf sem þeir urðu sjálfir að koma í verð. Algengt var þá að slík skuldabréf væru seld með 25% afföllum. Þetta felur í raun í sér að rúmlega fjórðungur fjármagnskostnaðarins er greiddur fyrirfram af lántaka sem er ákaflega erfitt að sjá að geti þjónað hagsmunum hans. Með lögsetningu almennra hámarksvaxta árið 1931 minnkaði aðgengi almennings að fjármagni frá bankastofnunum enn frekar til fasteignakaupa en okurlánarar komu til sögunnar í staðinn. Þannig stóðu í rauninni málin þar til vaxtafrelsi komst á árið 1985.

Vitaskuld geta margar aðgerðir ríkisins haft töluverð áhrif raunvaxtastigið, s.s. fjárlög ríkisins, lagaumhverfi, ríkisskuldir og lánshæfi landsins, viðmót við erlenda fjárfesta og svo mætti lengi telja. Þegar litið er til nafnvaxta eru verðbólguvæntingar samt lykilatriðið – lönd sem búa við óvissu í verðlagsmálum finna ávallt fyrir því með hærri nafnvöxtum.

Seðlabankinn hefur ákveðið vald á langtímavöxtum með ákvörðun stýrivaxta sinna en það er takmarkað. Stærstu seðlabankar heimsins hafa til að mynda ekki náð að lækka langtímavexti með því að lækka stýrivexti sína að núlli heldur hafa þeir þurft að leggjast í mjög umfangsmiklar aðgerðir til þess að kaupa upp löng skuldabréf til þess að lækka ávöxtunarkröfu þeirra. Og þær aðgerðir geta einnig aðeins haft takmörkuð áhrif.

Aukinheldur getur lækkun stýrivaxta hæglega orðið til þess að hækka langtímavexti ef vaxtalækkunin verður til þess að hækka verðbólguvæntingar í kjölfarið. Með sama hætti getur trúverðug peningamálastefna sem miðar að því að halda verðbólgu í skefjum orðið til þess að lækka verðbólguvæntingar og nafnavaxtastig þegar til lengri tíma er litið.

Verðbólga snýst í eðli sínu um verðsetningu í efnahagslífinu og væntingamyndun fólks. Til þess að hafa hemil á verðbólgu þarf jafnframt að hafa hemil á verðbólguvæntingum og það er einmitt það hlutverk sem nafnverðsakkeri (e. nominal anchor) eiga að þjóna. Pappírspeningar hafa ekkert innra virði í sjálfu sér og geta aðeins þjónað sem gjaldmiðlar haldi þeir tiltrú fólks. Og tiltrúnni geta peningarnir aðeins haldið ef tryggt er að þeir muni halda virði sínu í framtíðinni. Íslendingar hafa reynt það á eigin skinni hvaða afleiðingar það hefur að hafa ekkert akkeri fyrir peningamálastefnuna eins og gerðist eftir hrun Bretton-Woods fastgengissamstarfsins árið 1972. Þá stóð Ísland eftir án akkeris og verðbólgan reis og hneig án þess að landsmenn næðu að hafa mikla stjórn á henni – allt þar til fastgengisstefna var tekin upp árið 1989 með festingu gengisins við körfu Evrópumynta.

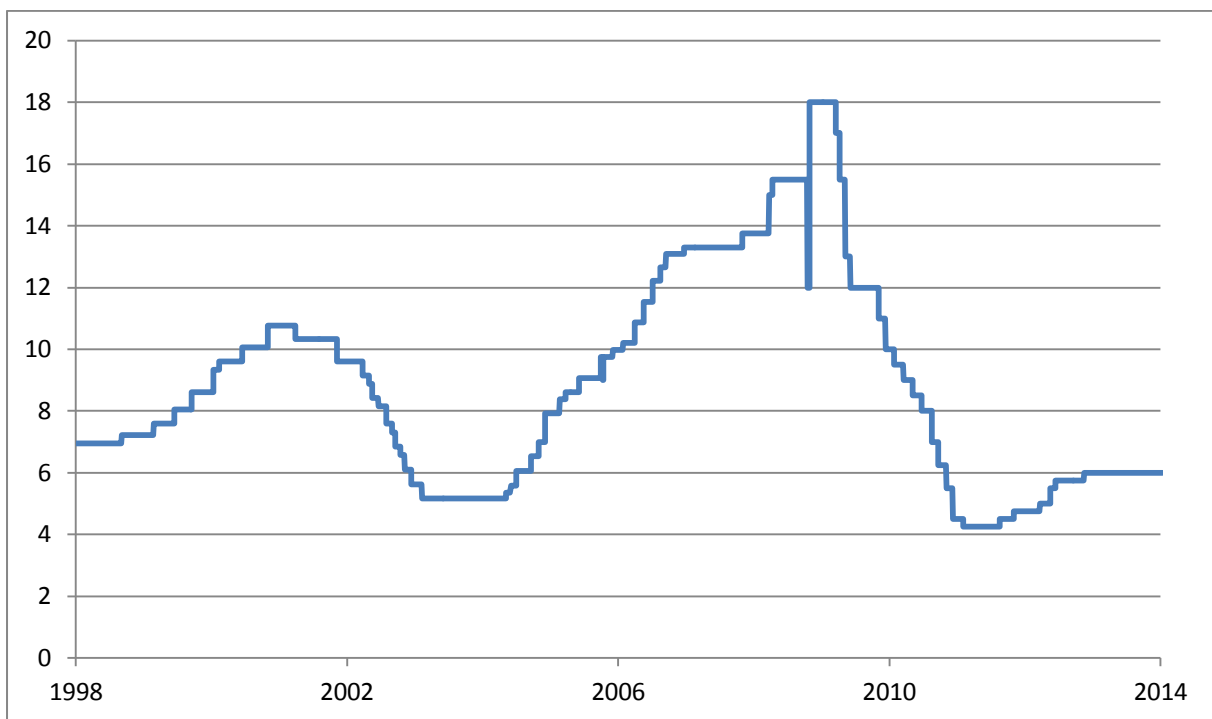
Nafnverðsakkeri er, nákvæmlega eins og nafnið gefur til kynna, akkeri sem heldur verðbólguvæntingum frá því að fljóta burt og tryggir virði pappírseðla fram tímann. Slíkt akkeri er því í raun og veru óbein verðtrygging fyrir viðkomandi gjaldmiðil. Í gegnum tíðina hafa margvísleg akkeri



verið notuð; gull, fastgengi, markmið um vöxt peningamagns. Akkeri verðbólgaumarkmiðs felst í Taylor-vaxtareglu (e. interest rate rule). Slík vaxtaregla felur í sér opinbert loforð um að svara verðbólgu umfram sett markmið með nafnvaxtahækkunum sem eru nægjanlega miklar til þess að hækka raunvaxtastigið í landinu. Hærra raunvextir eiga síðan að kæfa niður þenslu í hagkerfinu og lækka verðbólgu. Flestar verðbólgaumarkmiðsþjóðirnar virðast vera sáttar með reynslu sína af þessu fyrirkomulagi en hins vegar er ljóst að verðbólga hefur vikið til hliðar fyrir fjármálastöðugleika frá því að fjármálakrísan hófst um mitt árið 2007.

Verðbólgaumarkmið og nafnverðsakeri felur því ekki aðeins í sér að seðlabanki fylgi verðbólguþróuninni með hækkun stýrivaxta heldur að stýrivextir hækki umfram verðbólgu þegar hún leitar út fyrir sett markmið þannig að raunvaxtastigið hækki í kjölfar verðbólguskella. Þetta sést vel ef litið er til stýrivaxta Seðlabanka Íslands sem sést hér að neðan.

**Mynd 4. Stýrivextir Seðlabanka Íslands frá 1. janúar 1998 til 3. janúar 2014.**

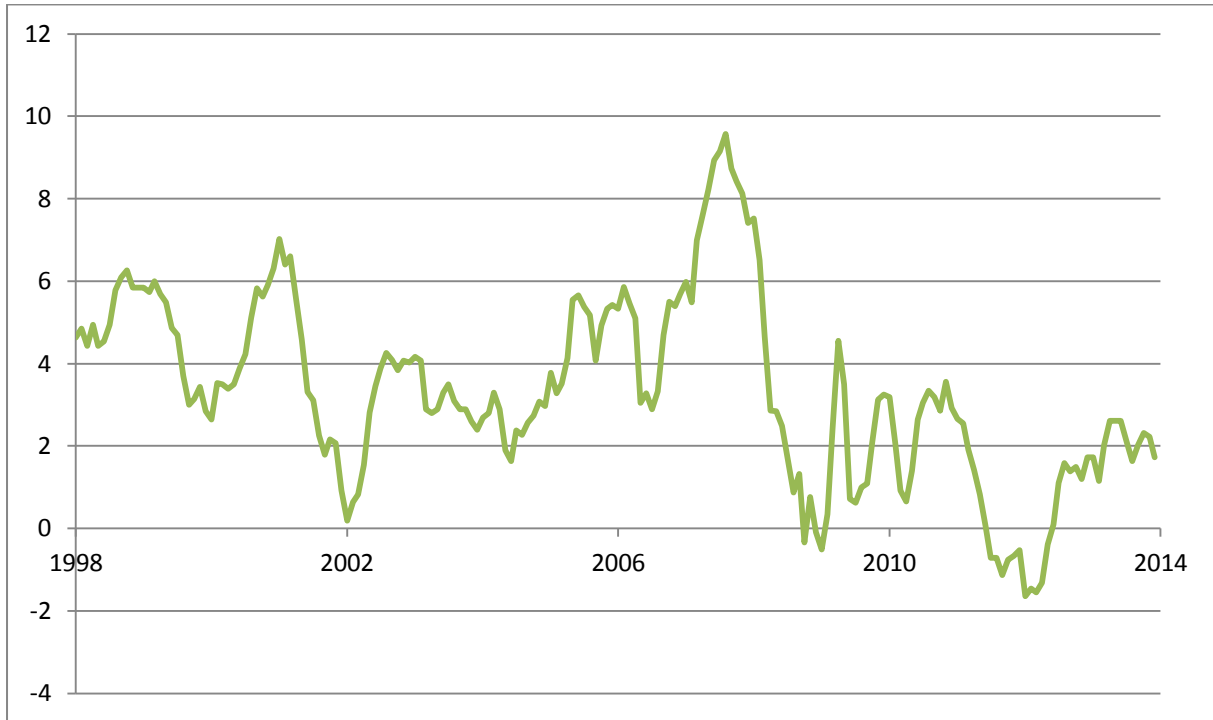


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vandamálið er sýnu stærra fyrir lítil opin hagkerfi með eigin mynt þar sem verðbólga og óstöðugleiki stafa einkum af gengishruni heimagjaldmiðilsins. Í þeim tilvikum hafa viðkomandi ríki þurft að grípa til mikilla vaxtahækkana til þess að sporna við fjármagnsflóttu og reyna að styðja við gengi gjaldmiðilsins. Um slíkt finnast mörg dæmi, frá þróuðum ríkjum sem vanþróuðum. Það er einnig efallaust að vaxtahækkunar Seðlabanka Íslands á árinu 2008 sem færðu stýrivexti frá 14% upp í 18% má nær einungis skýra sem leið til þess að styðja við gengi krónunnar á þessum tíma. Þessir þættir skína vel í gegn ef litið er til raunvaxta Seðlabanka Íslands og sjá má á mynd 5 hér að neðan. Seðlabankinn tók upp verðbólgaumarkmið í upphafi ársins 2001 og hóf síðan næsta vaxtahækkunarferli í ársbyrjun 2004. Á myndinni hér að neðan sést vel sá stígandi sem var í

raunvöxtum allt fram til ársins 2008 er raunvextir skutust upp í nær 10%, og var ætlað að bæði svara hækkun verðbólgu með hækkun raunvaxta og einnig að styðja við krónuna.

**Mynd 5. Raunstyrivextir Seðlabanka Íslands miðað við 12 mánaða verðbólgu frá 1998 til vorra daga**



*Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og eigin útreikningar*

Svo lengi sem Ísland er með sjálfstæða mynt og frjálst fjármagnsflæði við útlönd má því ávallt búast við því að Seðlabankinn verði nauðbeygður til þess að hækka styrivexti fremur skarpt til þess að styðja við gengi krónunnar og halda verðstöðugleika. Það er því ljóst að í verðbólguhrjádum löndum með verðbólguþröngum geta styrivextir hæglega sýnt meiri breytileika en verðbólgan sjálf.

### **Um áhættuþætti breytilegra vaxta og viðbrögð við þeim**

Breytilegir nafnvextir eru að miklu leyti sambærilegir við verðtryggingu, þó nokkru geti munað á væntri verðbólgu og raunverulegri verðbólgu. Fjármálakenningar gera ráð fyrir því að lántakendur ættu að geta fengið lægri vexti en ella ef þeir samþykkja verðtryggð kjör þar sem lánveitendur taka minni áhættu og það hljóti að kalla á lægri raunvaxtakröfu. Hér skyldi þó enginn ætla að um fundið fé sé að ræða fyrir lántakendur þar sem þeir samþykkja verðbólguáhættuna í staðinn og ef verðbólga verður umfram væntingar taka þeir á sig tapið. Það veltur síðan á stöðu lántaka, hversu þungbær þessi áhætta er. Við lántöku ríkir vitaskuld óvissa um verðbólgu framtíðar þannig að slíkur samanburður er alltaf baksýnis-spegla-speki í eðli sínu sem svo mjög er tíðkuð á Íslandi. Ef mikið er um óvænta verðbólgu á lánstímanum geta nafnvextir hæglega skilað lántakendum hagstæðari kjörum en um leið og verðbólgan verður fyrirsjáanlegri ætti verðtrygging að vera hagstæðari.

Aðalmunurinn á þessum tveimur tegundum vaxta felst einna helst í því að verðbólga er staðgreidd á hverjum tíma undir fyrirkomulagi breytilegra nafnvaxta í stað þess að færast á höfuðstólinn líkt og verðtryggðir skilmálar gera ráð fyrir. Það leiðir síðan til þess að þróun greiðslubyrði og höfuðstóls lánsins getur verið með gerólíkum hætti á lánstímanum, sem ekki er rúm til þess að fjalla nánar um hér. Það liggur þó fyrir að megináhættuþáttur breytilegra vaxta er að þeir berist verulega hátt upp með verðbólgu og kaffæri lántakann með stökkbreyttri greiðslubyrði. Það sem gerist í raun og veru er að samspil hækkandi verðbólgu og breytilegra vaxta verður til þess að tímalengd lánsins styttest snögglega – höfuðstóll lánsins er greiddur út þegar í dag með háum nafnvöxtum en virði hans í framtíðinni rýrnar að raunvirði.

Við þetta bætist einnig að vaxtahækkunarferli samkvæmt forskrift verðbólgu markmiðs geti hækkað raunvexti verulega og þannig hækkað vaxtabyrðina meira en nemur hækkun verðbólgunnar á sama tíma. Sú áhætta liggur því í leyni að breytilegir vextir geti sýnt töluverðar öfgahreyfingar ef þeir fylgja seðlabankavöxtum í blindni sem hlýtur að skapa töluverða áhættu fyrir lántakendur.

Ef litið er til þeirra breytilegu kjara sem nú eru í boði hérlendis hjá bankstofnunum má benda á að Íslandsbanki býður upp á sk. vaxtagreiðslupak þar sem lántakendum er boðið að velja sjálfir eitthvert vaxtaþak yfir 7,5% ársvöxtum og öll hækkun breytilegra vaxta umfram það mark leggst við höfuðstól lánsins og dreifist á lánstímann. Þannig mun kostnaður vegna hækkunar skammtímaxaxta lenda á lántaka en komið er í veg fyrir að greiðslubyrði lánsins sjálfs geti skotist upp fyrir þau mörk sem hann þolir.

Önnur leið til þess að koma í veg fyrir snögga hækkun greiðslubyrði er að festa vexti fram tímann. Nú bjóða íslenskir bankar vaxtafestingu til allt að 5 ára sem sést í töflu 1 hér að neðan. Hér sést að kostnaðurinn við að festa vexti í 3 ár er á bilinu 35-65 punktar en 50-85 punktar þegar litið er til næstu fimm ára.

**Tafla 1. Vaxtakjör viðskiptabankanna á óverðtryggðum íbúðalánum eftir tímalengd.**

	Breytilegir	Fastir í 3 ár	Fastir í 5 ár
Arion banki	6,95%	7,30%	7,45%
Íslandsbanki	6,75%	7,40%	
Landsbankinn	6,75%	7,30%	7,60%

Heimild: [www.arionbanki.is](http://www.arionbanki.is), [www.islandsbanki.is](http://www.islandsbanki.is) og [www.landsbanki.is](http://www.landsbanki.is).

Hjá Arion banka eru breytilegir vextir ákvarðaðir með álagi á stýrivexti hverju sinni. Stýrivextir eru í dag 6% svo álagið er 0,95% en að sögn bankans getur álagið tekið breytingum á þriggja ára fresti. Hjá Íslandsbanka taka vextirnir „meðal annars mið af fjármögnunarkostnaði bankans og stýrivöxtum“ en ekki er tilgreint nánar með hvaða hætti. Landsbankinn gefur ekkert upp um ákvörðun breytilegra vaxta. Meðalálág breytilegra vaxta bankanna á stýrivexti er 0,82%.

### Um kostnað við langtíma festingu vaxta

Ef ætlunin er að festa vexti til lengri tíma en 5 ára er nauðsynlegt að líta til þess að verja téða vaxtaáhættu á fjármagnsmarkaði og verðsetja miðað við markaðsaðstæður hérlendis. Til þess að

meta líklegan kostnað slíks vaxtaþaks þarf að líta annars vegar til breytileika vaxta eftir tímalengd, svokallaðs tímarófs vaxta eða vaxtarófs, og hins vegar til breytileika eða flökts skammtímavaxta á lánstímanum. Flökt er mælikvarði á óvissu um þróun skammtímavaxta á lánstímanum. Þegar þak er sett á breytilega vexti er mikilvægt atriði að skýrt sé með hvaða hætti breytilegu vextirnir eru ákvarðaðir á hverjum tíma. Hér er gert ráð fyrir að breytilegir vextir íbúðalána séu ákvarðaðir með föstu 0,82% álagi á stýrivexti. Hér að neðan er farið yfir þessa þætti er skipta máli og lagt mat á þá.

Þá má líta á tvenns konar útfærslu á þaki á greiðslur af íbúðaláni, annars vegar að þakið sé sett á heildargreiðslur, bæði vaxtagreiðslur og álagsgreiðslur vegna þaksins, og hins vegar að þakið sé eingöngu sett á vaxtagreiðslur og að álagsgreiðslurnar séu alltaf greiddar. Í seinna tilvikinu er raunverulegt þak á greiðslur hærra en vaxtaþakið sem nemur álagsgreiðslunni. Hér er lagt mat á kostnað við báðar útfærslur vaxtaþaks, þak á heildargreiðslur (hér kallað leið 1) og þak á vaxtagreiðslur (hér kallað leið 2). Leið 1 (þak á heildargreiðslur) er viðeigandi ef lántaki greiðir sjálfur kostnaðinn við þakið og vill setja tiltekið hámark á heildargreiðslur sínar af láninu á hverjum tíma, þ.e. bæði vexti og álag, en leið 2 (þak á vaxtagreiðslur) getur verið viðeigandi t.d. ef kostnaðurinn við þakið á að greiðast af þriðja aðila og lántakinn greiðir því eingöngu vextina.

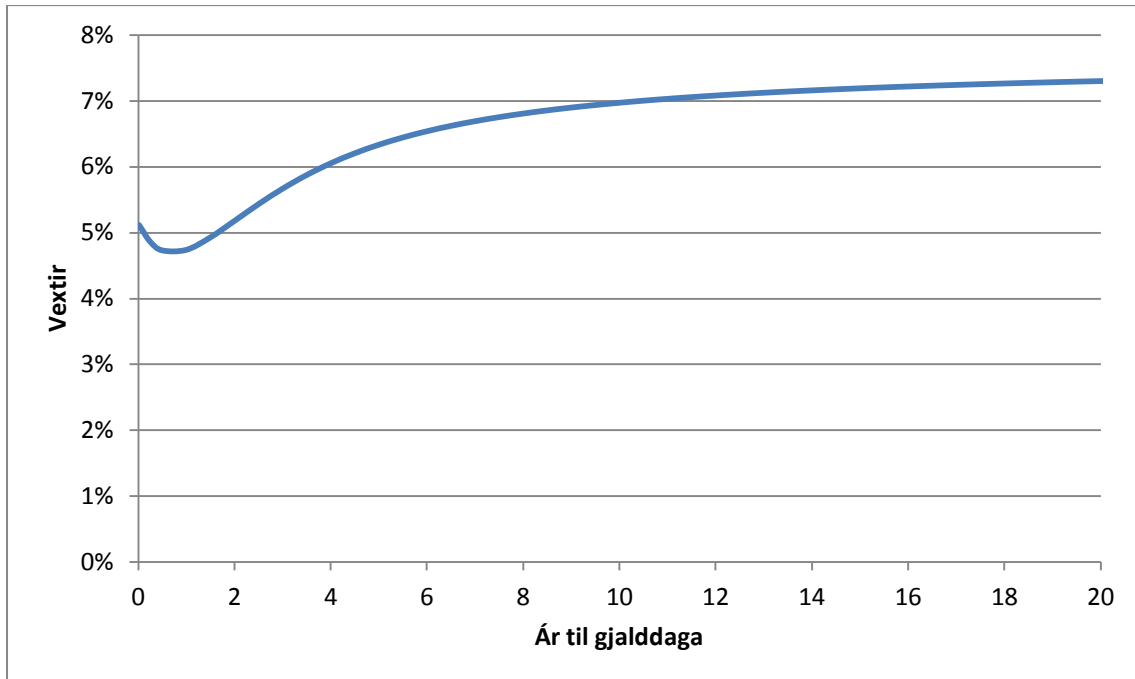
### **Vaxtarófið**

Hægt er að líta á mismun langíma og skammtímavaxta, hið sk. tíma-álag, sem ákveðið tryggingargjald fyrir vaxtaáhættu sem sýnir hvað það kostar að teygja sig út á rófið og festa vexti niður og þannig takmarka vaxtaáhættu. Þó vaxtarófið halli yfirleitt upp á við þá verður halli þess fyrir miklum áhrifum af ýmis konar þáttum, svo sem vaxtavæntingum, samsetningu aðila á kaupendahlíð og svo framvegis, þannig að oft þarf að beita gætni þegar téð tryggingargjald er metið.

Vaxtakjör bankanna á lánum með föstum vöxtum til þriggja og fimm ára gefa vísbendingar um vaxtarófið til allt að fimm ára. Til að meta kostnað vaxtaþaks þarf hins vegar að líta á vaxtarófið út allan lánstímann, þ.e. til 25 ára fyrir 25 ára lán. Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa hérlendis getur gefið vísbendingar um vaxtarófið til allt að 17 ára. Hér verður að hafa í huga að ávöxtunarkrafa styttri ríkisbréfa en til fimm ára er óeðlilega lág um þessar mundir. Ástæða þess er m.a. sú að þau bréf eru að stærstum hluta í eigu erlendra aðila sem sitja fastir í íslenska fjármagnskerfinu vegna fjármagnshafta. Þessir fangelsuðu aðilar hafa engan áhuga á því að binda fjármuni sína í langtíma eignarflokkum og fjármagnið frá þeim getur með engu móti talist grunnur til fasteignautlána. Hér er því sú leið farin að meta vaxtarófið til skamms tíma útfrá vöxtum íbúðalána bankanna og til langs tíma útfrá vöxtum ríkisbréfa.

Til að setja vexti íbúðalána og ríkisskuldabréfa á sama grunn þarf þó að draga álag bankanna frá vöxtum íbúðalána. Þegar það er gert er eðlilegra að líta til vaxtaálags á innlánsvexti Seðlabankans, þ.e. vexti á viðskiptareikningum innlánsstofnana, sem eru 5%, en ekki stýrivaxta. Meðalálag breytilegra vaxta bankanna á innlánsvexti Seðlabanka er því 1,82%. Við gerð vaxtarófsins er því dregið 1,82% frá íbúðalánnum bankanna til að fá út grunnvexti. Til að meta vaxtarófið útfrá vöxtum íbúðalána og ríkisskuldabréfa er notuð útvíkkun Svenson á líkani Nelson-Siegel. Niðurstaðan er sýnd á mynd 6 hér að neðan.

**Mynd 6. Vaxtaróf 3. janúar 2014. Eingreiðsluvextir skv. útvíkkun Svenson á líkani Nelson-Siegel. Byggt á vöxtum á íbúðalánum viðskiptabankanna (að frádregnu 1,82% álagi) til skemmri tíma en fimm ára og ríkisskuldabréfum til lengri tíma.**



Ávöxtunarkrafa lengsta ríkisskuldabréfsins, RIKB 31 0124, sem er með lokagjalddaga 24. janúar 2031, var 7,03% hinn 3. janúar sl. Það samsvarar um 6,8% mánaðarlegum vöxtum og miðað við 1,82% álag bankanna á innlánsvexti Seðlabanka gætu vextir af íbúðaláni til 17 ára því verið um 8,62%, þ.e.a.s ef slík lán stæðu yfir höfuð til boða. Án frekari skoðunar er því ljóst að 9% vaxtaþak á lán með breytilegum vöxtum er mjög lágt miðað við íslenskar aðstæður og jafnvel svo að mjög hæpið er að bankar sæju sér hag í að bjóða lán með svo lágu þaki. Hafa verður í huga að við núverandi aðstæður er töluverður slaki í hagkerfinu og um leið og það fer að hitna í kolunum mun þurfa tiltölulega litlar vaxtahækkningar af hálfu Seðlabankans til þess að ýta lengri vöxtunum upp í þakið. Því til viðbótar þyrftu lán með breytilegum vöxtum og vaxtaþaki hugsanlega að vera uppgreiðanleg af hálfu lántaka, sem dregur enn frekar úr hvata bankanna til að veita slík lán.

### **Flökt skammtímavaxta**

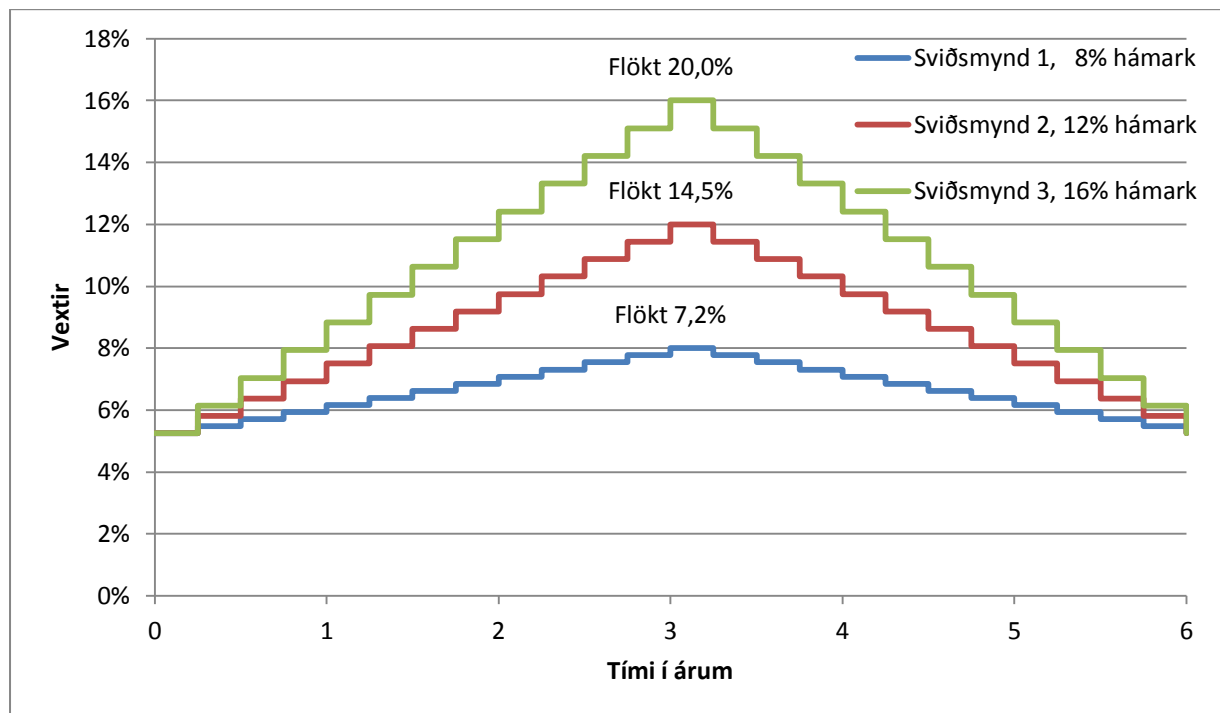
Það er almenn regla að seðlabankar halli sér upp í vindinn (e. lean against the wind) og breyta stýrivöxtum sínum í takt við hagsveifluna. Það er, hækki vexti í uppsveiflu en lækki þá í niðursveiflu. Hins vegar er mjög mismunandi á milli landa á hvaða bili stýrivextirnir hreyfast í gegnum hagsveifluna. Eins og farið var yfir hér að framan er mismunandi á milli mynsvæði hvernig verðbólguvæntingar þróast auk þess sem stýrivaxtaákvörðanir í litlum opnum hagkerfum eru oft miðaðar að því að verja heimagjaldmiðilinn falli.

Óvissa um þróun skammtímavaxta á lánstímanum hefur mikil áhrif á kostnað vaxtaþaks og hve miklar líkur eru á því að stýrivextir skjótist verulega upp fyrir þakið. Á þróuðum mörkuðum má fá mat markaðarins á óvissunni með því að skoða verðlagningu vaxtaafleiðna. Enginn skipulegur markaður með vaxtaafleiður er á Íslandi og því erfitt að fá mat markaðarins á óvissunni. Við slíkar aðstæður má

áætla hana að einhverju leyti með því að skoða sögulega þróun skammtímavaxta. Hægt er að sjá þróun stýrivaxta Seðlabankans síðastliðin 14 ár á mynd 4 hér að framan. Breytileiki skammtímavaxta er yfirleitt mældur með flökti, sem er staðalfrávik árlegra vaxtabreytinga. Fyrir tímabilið sem sýnt er á myndinni er flökt stýrivaxta um 19%.

Til að setja þennan mælikvarða á óvissu, flökt skammtímavaxta, í samhengi er upplýsandi að skoða áhrif mismunandi mikils aðhalds peningastefnunnar á flöktið. Á mynd 7 sjást þrjár mismunandi sviðsmyndir fyrir þróun stýrivaxta yfir sex ára tímabil. Í öllum þremur sviðsmyndum eru stýrivextirnir 5,25% í upphafi tímabilsins, hækka svo jöfnum skrefum á hverjum ársfjórðungi upp í tiltekið hámark í lok þriðja árs og lækka svo aftur jöfnum skrefum niður í 5,25% við lok tímabilsins. Eini mismunurinn á sviðsmyndunum er hámark stýrivaxta; það er 8% í fyrstu sviðsmyndinni, 12% í annarri sviðsmyndinni og 16% í þeirri þriðju. Í fyrstu sviðsmyndinni reynist flöktið 7,2%, í annarri er það 14,5% og þeirri þriðju 20,0%.

**Mynd 7. Þrjár mismunandi sviðsmyndir fyrir þróun stýrivaxta Seðlabankans yfir eina hagsveiflu**



Ef þróun stýrivaxta undanfarin 14 ár endurspeglar væntingar markaðsaðila til vaxtaþróunar í framtíðinni og markaðsaðilar álíta að stýrivextir geti hækkað uppí 16% er því ekki óeðlilegt að miða við allt að 20% flökt við mat á kostnaði vaxtaþaks. Hins vegar eru margir þættir sem geta haft áhrif á væntingamyndun markaðarins hvað varðar flöktið, svo sem hvenær og með hvaða hætti höft verða afnumin hérlendis. En eins og áður er minnst á tengist mesta flöktið í þróun stýrivaxta yfirleitt vandræðum á gjaldeyrismarkaði.

### Kostnaður vaxtaþaks

Að gefnum ofangreindum forsendum um vaxtarófið og flökt skammtímavaxta má meta kostnað við vaxtaþak á íbúðalán til 25 ára. Kostnaðurinn er metinn með valréttarlíkani fyrir vaxtaafleiður sem er kallað staðlaða markaðslíkanið (e. the standard market model). Kostnaðurinn er hér settur fram sem viðbótarlag á vexti láns án vaxtaþaks. Eins og greint er frá hér að framan er ljóst án mikillar skoðunar

að kostnaður við 9% þak er mjög hár og því er til samanburðar einnig reiknaður kostnaður við 10% og 11% vaxtaþak. Þá er kostnaðurinn einnig reiknaður miðað við 5%, 10% og 15% flökt til að sjá hve mikil áhrif óvissa um þróun skammtíma vaxta hefur á hann.

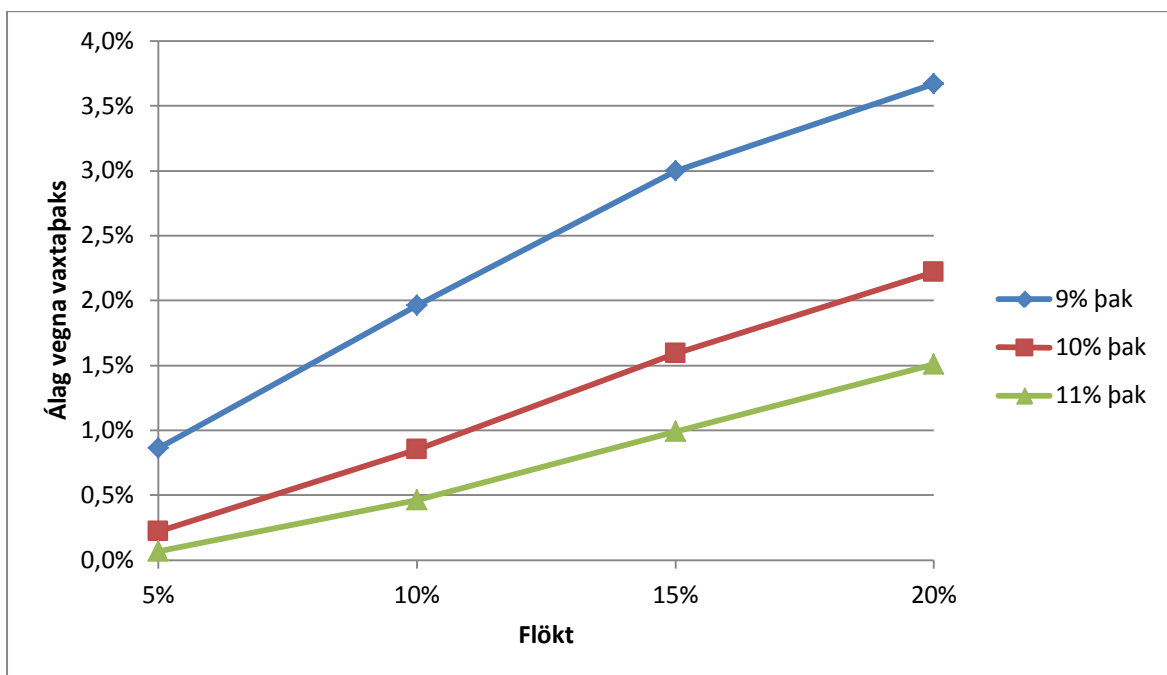
### Leið 1. Þak á heildargreiðslur

Það sem er fyrst tekið til skoðunar er sú leið að láta lántaka greiða fyrir þakið og þakið miðast við að vaxtagreiðslur að viðbættu tryggingarálagi (þaksetningargjaldi) fari samanlagt ekki yfir sett mark. Niðurstöðurnar eru sýndar í töflu 2 og á mynd 8.

**Tafla 2. Árlegar álagsgreiðslur vegna þaks á heildargreiðslu (vextir að viðbættu tryggingarálagi fari ekki upp fyrir sett mark) af íbúðaláni til 25 ára miðað við mismunandi forsendur um flökt skammtíma vaxta og hæð þaksins.**

Flökt	9% þak	10% þak	11% þak
5%	0,86%	0,22%	0,07%
10%	1,96%	0,85%	0,46%
15%	3,00%	1,59%	0,99%
20%	3,67%	2,22%	1,51%

**Mynd 8. Árlegar álagsgreiðslur vegna þaks á heildargreiðslu (vaxtagreiðslu og álagsgreiðslu) af íbúðaláni til 25 ára með breytilegum vöxtum fyrir mismunandi forsendur um hæð þaks og flökt skammtíma vaxta.**



Hér sést að miðað við forsendur um 9% þak og sama gang í stýrivaxtahækkunum og verið hefur hérlandis síðustu 14 ár (það er 20% flökt) myndi vaxtaþak kosta 3,67%. Breytilegir vextir á íbúðalánnum hjá bönkunum þremur eru nú að meðaltali um 6,82% svo upphafs vextir á þaksettu láni væru skv. þessu 10,49% sem felur það í sér að tryggingargjaldið sjálfst ýtir heildargreiðslum upp fyrir þakið þegar í upphafi. Aukinheldur þyrftu stýrivextir að lækka niður fyrir 4,5% til að vextir af láninu

færu að lækka til lántakans. Slíkt lán væri því nánast jafngilt láni með föstum 9% vöxtum til 25 ára. Hækkun vaxtaþaksins er sambærileg við hækkun sjálfsábyrgðar í venjulegum tryggingum og minnkar kostnaðinn verulega. Sé vaxtaþakið þess í stað sett í 11% væri viðbótarálagið 1,51% og vextir í upphafi því um 8,33%.

Hins vegar ef flökt stýrivaxta Seðlabankans myndi lækka, svo sem niður í 10%, lækkar kostnaðurinn við þaksetningu verulega. Þannig væri kostnaður við vaxtaþak miðað við 10% flökt og 10% þak um 90 punktar.

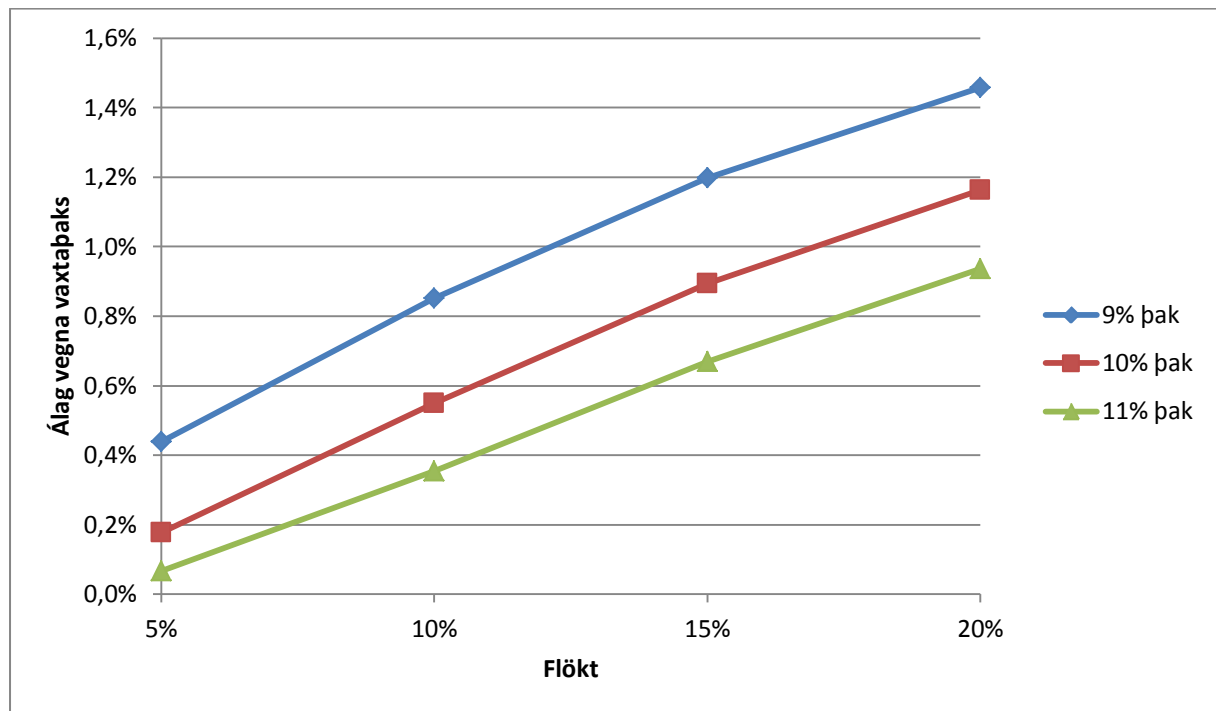
## Leið 2. Þak á vexti án álags

Því næst er tekið skoðunar að vaxtaþakið miðist við vaxtagreiðslur án tryggingarálags líkt og ef þriðji aðili myndi greiða fyrir þakið. Niðurstöður eru sýndar í töflu 3 og á mynd 9.

**Tafla 3. Árlegar álagsgreiðslur vegna þaks á vaxtagreiðslur (án viðbótarálags) af íbúðaláni til 25 ára miðað við mismunandi forsendur um flökt skammtíavaxta og hæð þaksins.**

Flökt	9% þak	10% þak	11% þak
5%	0,44%	0,18%	0,07%
10%	0,85%	0,55%	0,35%
15%	1,20%	0,89%	0,67%
20%	1,46%	1,16%	0,94%

**Mynd 9. Árlegar álagsgreiðslur vegna þaks á vaxtagreiðslur (án viðbótarálags) íbúðaláns til 25 ára með breytilegum vöxtum fyrir mismunandi forsendur um hæð þaks og flökt skammtíavaxta.**



Hér sést að miðað við sömu forsendur og að ofan, vaxtarófið á mynd 6 og 20% flökt á skammtíavöxtum, myndi árlegur kostnaður vegna 9% þaks á vaxtagreiðslur nema 1,46%. Miðað við að breytilegir vextir á íbúðalánum eru í dag 6,82% væru heildargreiðslur af þaksettu láni í upphafi,



vextir og álag, skv. þessu því 8,28%. Heildargreiðslur vegna lánsins gætu numið allt að 10,46%, þ.e. allt að 9% í vexti og 1,46% í álag. Þessi niðurstaða er því sambærileg því að sett væri 10,46% þak á heildargreiðslur af láninu. Ef álagið væri ekki greitt af lántaka heldur þriðja aðila næmu þó hámarksreiðslur lántaka á hverjum tíma 9%. Hins vegar ef flökt stýrivaxta Seðlabankans lækkaði t.d. niður í 10% næmi árlegur kostnaður við 9% vaxtaþak 0,85% á ári.

## Niðurstaða

Það er fullveldisréttur hvernar þjóðar að prenta sína eigin mynt og ákvarða sinn eigin verðbólguhraða. Í því efni hafa Íslendingar skipað sér í sérflokk meðal vestrænna landa með bæði meiri verðbólgu og meiri óstöðugleika en aðrar vestrænar þjóðir. Sú staðreynd hlýtur síðan að skila sér ekki aðeins með hækkun nafnvaxta á fjármagnsmarkaði heldur einnig miklum breytileika í vaxtastigi eftir því sem verðbólgan rís og hnígur.

Fastir vextir til langs tíma eru yfirleitt hærrí en vextir til skamms tíma sem felur það í sér að vaxtarófið er upphallandi. Ástæðan er einfaldlega sú að það er yfirleitt akkur lántaka að fá lánað til langs tíma en lánveitendur vilja yfirleitt sem stystan lánstíma. Fyrirtæki vilja fá lán sem hafa jafn langan líftíma og þau framleiðslutæki sem þarf að fjármagna og heimili vilja fá lán sem ná yfir stóran hluta af vinnuævinni til þess að fjármagna fasteignakaup. Fyrir lánveitendur fylgir aftur á móti töluvert óhagræði því að binda fjármagn til langs tíma.

Af þessum sökum hafa langtímalán með breytilegum vöxtum þann kost að þau eru til langs tíma en með skammtíma vöxtum sem ættu almennt að vera lægri en fastir langtíma vextir. Þetta á sérstaklega við um innlánsstofnanir sem eru eðli málsins samkvæmt með mjög stuttan líftíma á skuldahlíð sinni þar sem innistæðueigendur vilja yfirleitt hafa aðgang að fjármagni sínu með litlum sem engum fyrirvara. Af þessum sökum er það bæði kostnaðar- og áhættusamt fyrir banka að bjóða upp á lán með föstum vöxtum til langs tíma nema þá að fjármagna það sérstaklega með löngum skuldabréfum eða annarri slíkri fjármögnun. Hins vegar eru innlánsstofnanir oft í aðstöðu til þess að bjóða hagstæð kjör með breytilegum vöxtum þar sem vaxtaáhætta þeirra er takmörkuð þó tímalengd lánsins sjálfs geti skapað fjármögnunaráhættu fyrir þær, en það er önnur saga.

Hins vegar fylgir vaxtaáhætta með í kaupunum þar sem lántaki á það á hættu að vextir hækki, en fastir langtíma vextir varpa aftur á móti þeirri áhættu á lánveitanda. Hægt er því að líta á þaksetningu breytilegra vaxta sem ákveðið millistig á milli breytilegra og fastra vaxta þar sem áhættu lántaka er haldið innan ákveðinna marka. Hann nýtur þess ef skammtíma vextir lækka en tekur ekki áhættuna af því að þeir hækki umfram tiltekið hámark. Hægt er að orða það sem svo að lántakandi sé tryggður fyrir hækkun skammtíma vaxta, og eins og allar tryggingar hlýtur það að kalla á eitthvert iðgjald sem er í samræmi við áhættu. Kostnaður við þaksetninguna hlýtur því að taka til baka að hluta til það vaxtahagræði sem almennt má búast við af lánnum með breytilega vexti.

Þegar horft er yfir farinn veg hvað varðar bæði verðbólgu og vaxtahækkunir ætti það ekki að koma á óvart að það fylgir því ekki aðeins verulegur kostnaður að verja íslenska lántakendur fyrir hækkun skammtíma vaxta heldur leggst sá varnarkostnaður ofan á vaxtastig sem er mjög hátt fyrir. Samkvæmt ofangreindum útreikningum um þaksetningu breytilegra vaxta er ekki augljóst að slíkt þak á skili lántakendum raunverulegum ábata umfram það sem fengist með festingu vaxta til langs tíma miðað við núverandi halla vaxtarófsins. Sem dæmi mætti nefna að ef miðað metið vaxtaróf, sem sýnt er á mynd 6, væri hægt að fá lán til 17 ára með um 8,6% föstum vöxtum og stýrivextir þurfa að fara

undir 4,5% til þess að lántakendur finni fyrir ábata af lækkun breytilegra vaxta. Hins vegar kann þetta að vera mismunandi frá einum tíma til annars eftir því hvernig að vaxtarófið leggst upp.

Kosturinn við það að tryggja lántakendur með sérstöku álagi eða tryggingargjaldi í stað þess að þeir taki einfaldlega lán með langtímavöxtum er þó sá að þriðji aðili á auðveldar með að koma að málum og leggja iðgjaldið fram. Þannig verða inngrip ríkisins á lánamarkað bæði auðveldari og markvissari með slíku tryggingargjaldi en til dæmis með því að veita flata ríkisábyrgð, svo dæmi sé tekið, en það liggur utan við svið þessarar álitsgerðar.

Hins vegar verður að hafa í huga að það hefur ekki þekkt á Íslandi nú um langa hríð að lána með veði í fasteignum á föstum nafnvöxtum til lengri tíma en 5 ára. Það liggur því nokkuð á huldu hvaða þýðingu núverandi nafnvaxtaróf myndi hafa fyrir kjör á raunverulegum fasteignalánnum. Aukinheldur er mjög líklegt að stýrivaxtaferill Seðlabanka Íslands myndi taka töluverðum breytingum ef skipt yrði yfir í kerfi breytilegra nafnvaxta í stað verðtryggingar sem nú er. Stýrivextir bankans hafa meira bit ef hækkun þeirra myndi sjálfskrafa leiða til hærri greiðslubyrði heimila og fyrirtækja af lánum sínum. Þannig væri minni þörf á hækkun vaxta til þess að ná tókum á verðbólgu. Auk þess er líklegt að Seðlabankinn myndi reiða sig í auknum mæli á önnur stýritæki en skammtímavexti til þess að ná markmiðum sínum ef sýnt væri að þeir hefðu svo geigvænlegar aukaverkanir sem fjöldagjaldþrot íslenskra heimila. Hins vegar er erfitt, ef ekki ómögulegt, að leggja mat á slíkar kerfisbreytingar þar sem við stöndum nú.