

# Samantekt fyrir VR

## Minnisblað

Stutt yfirlit um fasteignalán

Júní 2019

Unnið af IFS Greiningu  
fyrir VR



**Aðalhöfundar:**

Kjartan Broddi Bragason, hagfræðingur  
Ólafur Ásgeirsson, viðskiptafræðingur  
Stefán Þór Bogason, B.S í verkfræði

## Útdráttur

Þetta minnisblað er unnið af IFS Greiningu að beiðni VR samkvæmt óformlegri verklýsingu sem er eftirfarandi.

„Markmið: Vinna stutta samantekt til innanhússnota varðandi verðmyndun íbúðarlána hér á landi og einu norðurlandanna.

1. Útbúa yfirlit um vaxtaþróun íbúðarlána í samanburði við markaðsvexti. Hvernig hefur þróunin verið og hefur eitthvað breyst? Hversu vel eru vextir íbúðarlána tengdir þróun markaðsvaxta?
2. Bera saman ávöxtun og áhættu íbúðarlána skv. reglugerðum. Skoða hvernig arðsemi þessara lána er metin hjá fjármálafyrirtækjum sem ætti að gefa ágætt mat á þeim samanburði.
3. Gera stutta samantekt um fyrirkomulag íbúðarlána í 1-2 norðurlandanna. Er fyrirkomulag hér með svipuðum hætti og á norðurlöndunum varðandi verðmyndun og kjör?

Efnisröðun breyttist í vinnslu minnisblaðsins og var byrjað á þriðja liðnum og hann færður fremstur.

### Danmörk

Danska íbúðalánakerfið er eitt það þróaðasta í Evrópu. Gagnsæi er mikið og lántakendur eru vel upplýstir um verðmyndun og fjármögnunarmöguleika. Í grunninn er kerfið hugsað með svipuðum hætti og hér heima þ.e. að lánaþyrftu fjármagni íbúðarlán með útgáfu svokallaðra sértryggðra skuldabréfa á markaði. Þessi bréf þykja afar traust og eru því að fá bestu fjármögnunarkjör á markaði fyrir utan ríkissjóð sjálfan. Það ætti að vera klár ávinningur fyrir lántakann og skila sér beint í vasa hans. Í Danmörku eru þessi bréf með um 0,4% hærra vexti en danska ríkið en þó aðeins breytilegt eftir markaðs- og efnahagsaðstæðum.

Í stuttu máli eru vextir þessara sértryggðu skuldabréfa þeir vextir sem íbúðarlánalántakendur eru rúkaðir um auk þóknunar „bidrag“ sem nemur að meðaltali í kringum 0,8% á ári af lánsfjárhæðinni og er ígildi vaxtaálags. Einhver breytileiki er þó í því gjaldi og getur það verið í einhverjum tilvikum hærra en líka lægra allt eftir veðsetningu, lánsfíma, greiðslumati og fleiri þáttum.

Í danska kerfinu er því markaðstenging vaxtakjara mjög mikil. Lækki ávöxtunarkrafa á markaði þá nýtur sá sem er að taka lán þess almennt í lægri vöxtum og öfugt ef krafan hækkar. Þóknun/vaxtaálag bankans er nokkuð vel þekkt og stöðugt og breytist lítið eða almennt ekki þó breytingar geti verið á markaði. Danskir húsnæðislánalántakendur eru því vel upplýstir um kaup og kjör á markaði og þá möguleika sem í boði eru.

### Ísland

Húsnæðislánakerfið hér heima er að sumu leyti svipað en að öðru leyti ekki. Gagnsæi er minna og tenging lánskjara við markaðsaðstæður er minna auk þess sem erfiðara er fyrir lántakendur að greina hvort þeir séu að fá góð kjör eða ekki miðað við markaðsaðstæður.

Vextir á Íslandi hafa farið hratt lækkanði á markaði bæði í óverðtryggðum og verðtryggðum lánnum. Mest hefur lækkunin verið í fjármögnun ríkissjóðs enda er hún grunnur vaxtamyndunar á markaði sem ætti síðan að skila sér til hins almenna lántaka og neytanda. Það eru þó vísbendingar um, samkvæmt þessari samantekt, að útlánvextir til húsnæðislána bæði hjá bönkum og lífeyrissjóðum nái ekki að fylgja eftir vaxtalækkunum á markaði. Það geta verið eðlilegar skýringar á því m.a. tímataf. Síðan er það alltaf hin stóra spurning um hver eigi að njóta vaxtalækkana, þ.e. fjármálafyrirtækið eða lántakinn. Í Danmörku væri það klárlega lántakinn en hægt að setja meira spurningamerki um það hér heima hver það er í raun og veru.

### Samantektin

Í eftirfarandi samantekt er reynt að lýsa betur þróun og aðstæðum á markaði sem þessi útdráttur byggir á. Það er ekki hlutverk þessarar samantektar að leggja mat á einstaka þætti eða í heild sinni. Sé einhversstaðar hægt að benda á slíkt þá hefur það verið óviljandi og væntanlega villandi.

## Minnisblað

**Efni: Vextir á fasteignalánum til heimila á Íslandi og Danmörku og lauslegur samanburður á verklagi við ákvörðun útlánvaxta til fasteignakaupa hjá helstu lánveitendum á markaði.**

VR hefur kallað effir að IFS taki að sér að safna saman upplýsingum um þróun vaxta á fasteignalánum hérlendis og í Danmörku og hvernig þeir eru ákvarðaðir. Horft verður til hvernig markaðsvextir hafa þróast í báðum löndunum en einnig hvernig bankar og íslenskir lífeyrissjóðir hafa hagað sinni verðlagningu hvað varðar lán til sjóðsfélaga en slíkt fyrirkomulag þekkt ekki í Danmörku. Að beiðni VR verður hér litið til vaxtakjara sjóðsfélagalána hjá þremur stærstu lífeyrissjóðunum, þ.e. Lífeyrissjóði Verslunarmanna, Gildi og LSR. Samantektin er því afmörkuð hvað þessi atriði varðar og ber að hafa það í huga við yfirferð enda málefnið umfangsmikið.

### Inngangur

Með setningu laga nr. 44 á árinu 1998 um stofnun Íbúðalánasjóðs og sem tók til starfa í ársbyrjun 1999 var framan af verklag við fjármögnun fasteignakaupa í nokkuð föstum skorðum. Félagslegum þætti var þá komið fyrir í viðbótarkerfi en þar voru veitt allt að 90% lán, 2004 var það kerfi aflagt og öllum stóð til boða að fá 90% fjármögnun en þó að vissu hámarki. Um mitt ár 2004 á sér stað breyting á fjármögnun sjóðsins þegar íbúðabréfakerfið er tekið upp og húsbreyfkerfið lagt niður. Við þá breytingu jókst áhætta sjóðsins umtalsvert og eftir hrun fjármálamarkaða hefur hlutverk hans einkum verið að halda utan um það lánasafn sem hafði byggst upp fram að hruni. Ný útlán sjóðsins hafa verið lítil á síðustu árum og HFF (skuldabréf Íbúðalánasjóðs) bréf hafa ekki verið gefin út síðan árið 2012.

Hjá Íbúðarlánasjóði var verðmyndun nokkuð gagnsæ. Sjóðurinn fjármagnaði sig á markaði örlítið umfram ríkisjóð og lánaði síðan út til húsnæðis kaupenda með fyrirfram ákveðnu álagi. Þetta álag var lengi framanaf 0,6%, þ.e. álag á þá ávöxtunarkröfu sem sjóðurinn fjármagnaði sig á. T.d. ef sjóðurinn fjármagnaði sig á 4% kröfu á voru útlánsvextir ákvarðaðir 4,6% til húsnæðis kaupenda. Þetta 0,6% álag samanstóð af 0,2% fyrir lánaáhættu, 0,15% fyrir rekstrarkostnað og 0,25% fyrir uppgreiðslumöguleika. Síðar eða kringum áramótin 2007/2008 var álagið hækkað í 0,85% þar sem uppgreiðsluálagið var hækkað úr 0,25% í 0,50%. Einnig voru lán veitt án uppgreiðsluálagsins og voru þá kjör 0,35% til viðbótar við fjármögnunarkröfu. Þau bréf voru hins vegar með uppgreiðsluákvæði sem þýddi að ef markaðsvextir lækkuðu þá þýddi það aukinn uppgreiðslukostnað fyrir lántakann ef hann vildi greiða lánið upp. Væru þessi lán enn í boði með því fyrirkomulagi sem var á þeim tíma og lýst er hér fyrir ofan er líklegt að útlánsvextir væru nálægt kröfu HFF bréfa á markaði auk 0,85% álags sem gerir um 2% fasta raunvexti samtals með uppgreiðsluheimild.

### Örstutt útskýring á hvað vaxtaferill stendur fyrir og tengsl stýrivaxta við vexti til lengri tíma

Þegar rætt er um vexti og vaxtakjör á bæði innlánum og útlánum kemur fyrir að ekki er gerður greinarmunur á hinum ýmsu tegundum eða gerðum vaxta. Þetta leiðir oft til að almenn umræða um einn mikilvægasta þátt í efnahagslífinu hvað varðar bæði einkaneyslu og fjárfestingarumfang tekur ekki tillit til að þeir geta verið fastir eða breytilegir, til langs tíma eða skamms og verðtryggðir eða óverðtryggðir. Vextir eru leigan á peningum, alveg eins og sá sem leigir íbúð greiðir fyrir það afgang – í báðum tilvikum ber leigutaka að skila þeirri eign (peningunum eða íbúðinni) til réttmæts eigenda að leigutíma loknum. Munurinn er reyndar sá að íbúðinni verður ekki skilað í bótum til baka en oftast er peningunum (=lánum) skilað jafnt og þétt aftur til þess sem veitti lánið (afborganir af höfuðstól).

Peningar eru ekki allir eins – hér er átt við að sumir peningar eru að leita sér að lántaka til skamms tíma en aðrir peningar eru að leita sér að lántaka til langs tíma. Þannig getum við séð fyrir okkur skírnarpeninga barnsins sem foreldrar vilja geyma í 20 ár og að sama skapi fermingarpeninga unglingsins sem geyma á í 7 ár. Svona eru til mismunandi peningar, sumir eru aðeins að leita að lántaka í fáeinar vikur, aðrir í fáein ár og enn aðrir í áratugi. Hinum megin borðsins eru svo þeir sem þurfa á láni að halda, þeir eru líka að leita að láni til mislangs tíma, sumir í aðeins nokkrar vikur, aðrir í fáein ár og enn aðrir í áratugi. Þessir tveir hópar mætast síðan og að jafnaði eiga sér stað viðskipti þannig að framboð verður jafnt og eftirspurn fyrir hinar

mismunandi tímalengdir – þetta gerist að öllu jöfnu við mismunandi leiguverð (=vexti) og almennt fer leiguverðið (=vextirnir) hækkandi með leigutíma þó á því geti verið undantekningar.

Stýrivextir Seðlabanka ákvarða síðan vaxtakjör á lánunum til mjög skamms tíma og aðeins á óverðtryggðum lánunum með fasta vexti til allra næstu vikna og jafnvel þó vaxtabreytingar seðlabanka hafi einhver áhrif á vexti til lengri tíma er sambandið langt í frá að vera fullkomið og getur tekið alllangan tíma að koma fram (og þá getur komið fyrir að þegar stýrivextir hækka þá lækka langtíma vextir og öfugt). Þetta ætti að vera ljóst ef horft er til skírnarbarnsins sem er að leita að lántaka til næstu 20 ára – vextir seðlabanka eru ekki þeir sem barnið lítur til heldur þeir vextir sem bjóðast til næstu 20 ára og Seðlabankinn er ekki einn af þeim aðilum sem er þátttakandi á þeim markaði þar sem lánveitendur og lántakendur eru að reyna að finna út hvað er eðlilegt afgangur (=vextir) fyrir lán á peningum til svo langs tíma. Þá flækist málið enn frekar þegar horft er til þess að stór hluti af langtímalánum á Íslandi er verðtryggður á meðan stýrivextir eru óverðtryggðir.

Vextir eru því almennt ákvarðaðir á skuldabréfamarkaði, er þá lítið til grunnvaxta á ríkisskuldabréfum sem gefin eru út til mislangs tíma. Dæmi: ríkisskuldabréf óverðtryggð til 10 ára með ávöxtunarkröfu 6% (= grunnvextir) meðan stýrivextir Seðlabankans væru t.d. 4,25%. Til að meta kjör á íbúðaláni til 10 ára er réttast að miða við grunnvexti til sama tíma og lánið er, í þessu dæmi ríkisskuldabréf til 10 ára eða 6,0% að viðbættu vaxtaálagi.

### Núverandi húsnæðislánakerfi

Bankar og lífeyrissjóðir hafa tekið að mestu leyti við hlutverki ILS, annars vegar húsnæðislán sem fjármögnuð eru með útgáfu sértryggðra skuldabréfa bankanna og hins vegar hafa sjóðsfélagalán lífeyrissjóða aukist nokkuð á síðustu árum. Útlánareglur eru ekki ósvipaðar og hægt er að fá allt að 85% fjármögnun hjá bönkum meðan lífeyrissjóðir veita lægri lán eða á milli 60-70% sem hlutfall af markaðsverði. Önnur fjármögnun er síðan einhver blanda af eigið fé og hugsanlega annarri lántöku (t.d. að á effir láni frá lífeyrissjóð á 1. veðrétti kæmi banki á 2. veðrétti með tiltekna fjárhæð – að öllu jöfnu með eitthvað hærri vöxtum og jafnvel styttri lánstíma).

Í Danmörku hefur sama kerfið verið við líði í langan tíma, þar eru nokkrar útlánastofnanir („realkreditinstitutter“) sem þjóna hafa dönskum heimilum og fyrirtækjum í áratugi með góðum árangri<sup>1</sup>. Þar eru veitt lán upp að 80% af markaðsverði íbúða, bankar veita allt að 15% lán (að öllu jöfnu á hærri vöxtum og styttri lánstíma) en almennt er gerð krafa um 5% eiginfjárframlag<sup>2</sup>. Mikið gagnsæi einkennir verðlagningu lána á dönskum íbúðalánamarkaði, bæði hvað vaxtakjör varðar en einnig það álag sem lántaki greiðir ofan á grunnvexti. Að auki eru bankar að bjóða íbúðalán beint, en aðeins um 15-20% heildarútlána vegna íbúðafjármögnunar má finna á bókum bankanna – þessi lán kallast „prioritetslaan“ en einkenni þeirra er að lántaki fær sömu vexti á sín innlán og útlánið ber (hér er því einkum um að ræða heimili sem vilja hafa sveigjanleika í sinni fjármögnun og hafa að öllu jöfnu fjárhagslega getu til þessa fyrirkomulags). Ekki verður fjallað um þau útlán hér að öðru leyti en þetta hlutfall hefur ekki tekið stórum breytingum á síðustu árum.

Í „Hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið“ og sem kom út á haustmánuðum 2018 er ekki bent á þann möguleika að formfesta íbúðalánakerfi sem hefur þann eiginleika að öll verðlagning íbúðalána er gagnsæ, bæði vaxta og álags.

### Greiðslumat

Bæði héraðs og í Danmörku þarf lántaki að komast í gegnum greiðslumat. Þar er tekið tillit til þátta eins og fjölskyldugerðar, skulda, tekna, fastra útgjalda s.s. vegna samgangna og fleiri slíkra atriða. Einhver samkeppni getur verið á milli lánveitenda um þennan þátt þó að jafnaði sé aðferðafræði við mat á greiðslugetu ekki ósvipuð.

<sup>1</sup> Þó nokkrar breytingar og sameiningar hafa átt sér stað frá 1989 en fyrir þann tíma voru þessar stofnanir einkum í eigu meðlima („foreningsejet“) en effir lagabreytingu 1989 varð hægt að stofna hlutfélag um þessar stofnanir og núna eru 4 starfræktar, 3 sem tengjast skráðum bönkum og eru í eigu Danske Bank, Nordea og Jyske Bank ásamt Nykredit sem þjónar mörgum af smærri bönkum í Danmörku.

<sup>2</sup> Á milli 10-15% umfangs á dönskum markaði fyrir íbúðalán er vegna endurfjármögnunar og tengist oft að skuldari getur endurfjármagnað lánið á lægri vöxtum.

Greiðslumatið ákvarðar hámarksfjárhæð lánveitingar og gildir í tiltekin tíma. Í framhaldinu tekur við leit að heppilegri eign (ef hún er ekki þegar fundin) og þegar hún er fundin þarf samþykki bankans, fáiast samþykki lánastofnunar/bankans er gert kauptilboð og kaupsamningur í framhaldinu þar sem afhending og önnur atriði viðskiptanna eru skilgreind.

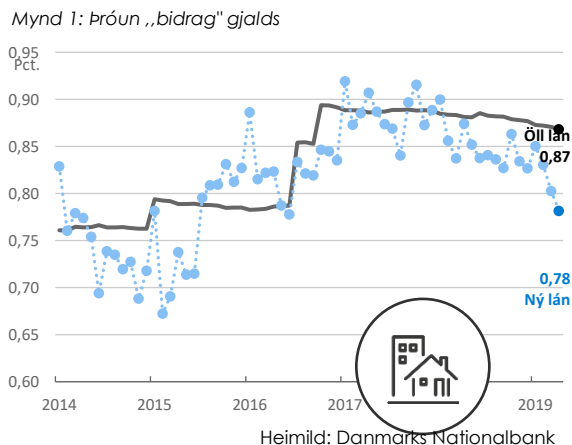
### Vextir og umsýslubóknun

Nokkur munur er á hvernig kerfin eru uppbyggð hvað vaxtakjör varðar (= þau gjöld sem fylgja lántaka út lánstíma lánsins).

### Danmörk

Í Danmörku eru fasteignalánastofnanir hreinn milliliður á milli lánveitanda og lántakanda<sup>3</sup> og eru því vaxtakjör lánsins að öllu leyti gegnsæ og ákvarðast á markaði á sérhverjum tíma. Stofnunin gefur út sértrygð skuldabréfaflokka með veði í fasteignum og sem skráðir eru á skipulegan verðbréfamarkað og ganga þar kaupum og sölum<sup>4</sup>. Þessi bréf geta verið til skemmri eða lengri tíma, með breytilegum eða föstum vöxtum og eru almennt uppgreiðanleg á lánstíma. Fyrir þessa þjónustu greiðir lántakandi á lánstíma lánsins gjald – kallast gjald þetta „bidrag“ og er hugsað til að standa undir rekstrarkostnaði, afskriftum (stofnunin ber ábyrgð á þeim skuldabréfaflokkum sem gefnir eru út), opinberum gjöldum og – ef einhver afgangur er – ávöxtun eiginfjár eigenda stofnunarinnar. Gjaldið reiknast sem prósentuhlutfall af eftirstöðvum lánsfjárhæðar. Á margan hátt má því bera þetta vaxtaálag / umsýslugjald saman við aðferðafræði Íbúðalánasjóðs (0,6%)

Almennt á sér stað samkeppni á milli danskra lánveitenda um þetta umsýslugjald („bidrag“) en ekki um vaxtakjör á lánveitingunni. Þau ákvarðast á markaði á sérhverjum tíma og geta þess vegna – og gera stundum – breyst lítillega innan dagsins (ávöxtunarkrafa á markaði tekur smávægilegum breytingum innan dagsins). Þannig getur lánsloforð upp á t.d. 10 m.kr. miðað við tiltekna nafnvexti, lánstíma og afborgunarferil orðið að útborgunarfjárhæð sem er aðeins hærrí en þessi fjárhæð eða aðeins lægri – það fer eftir því hvaða ávöxtunarkrafa er á markaði þegar skuldabréfið er selt. Að öllu jöfnu er frávikið ekki mikið en getur samt hæglega verið um eða við 0,1-0,3% (og hærra ef vextir á markaði sveiflast mikið á skömmum tíma sem er þó undantekningin frá reglunni). Hér hefur ekki verið tekið tillit til að lántaki greiðir einnig lántökupóknun og stimpilgjald. Á mynd 1 má sjá þróun þessa gjalds á síðustu árum:



Myndin nær yfir tímabilið frá upphafi árs 2014 fram til apríl 2019. Blá lína gefur til kynna hvernig þróun þessa umsýslugjalds er að breytast á milli mánaða en svart línan segir til um þróun umsýslugjalds allra uppsafnaðra lána. Hér sést að þetta gjald tekur breytingum og hefur á þessu tímabili legið á bilinu frá 0,67% í febrúar 2015 og upp í 0,92% í janúar 2017.

<sup>3</sup> Þetta samband er kallað „balanceprincippet“ og gerir það að verkum að það lán sem hinn einstaki lántakandi tekur hefur sömu eiginleika hvað vexti og afborganir varðar og þau skuldabréf sem stofnunin hefur selt til fjárfesta. Þannig er ávöxtunarkrafa (=það gjald sem lántakandi greiðir = þær tekjur sem lánveitandi fær) ákvarðað á markaði. Fram til 2007 var þetta lagalega bindandi en með lögum nr. 577 frá 07/07/2007 hefur sveigjanleiki lánveitanda hvað þessi atriði varðar aukist lítillega.

<sup>4</sup> Stofnanirnar opna skuldabréfaflokk með tiltekna eiginleika hvað nafnvexti og fl. varðar, að einhverjum tíma lönum og sem háð er m.a. úsókn og markaðsaðstæðum kemur að þeim tímupunkti að flokknum er lokað. Að öllu jöfnu eru nokkrir mismunandi flokkar opnir hjá sérhverjum lánveitanda.

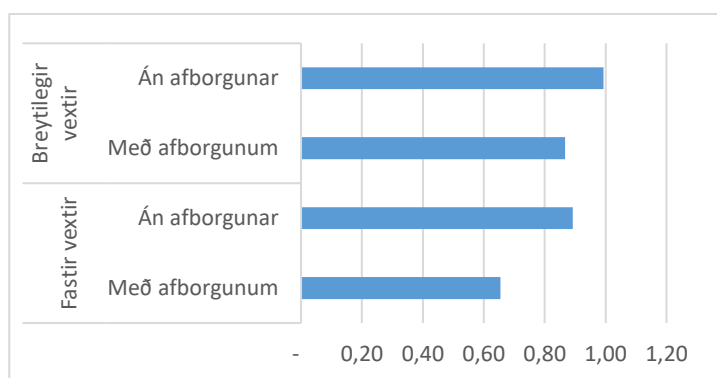
Hafa skal hafa í huga að sérhver punktur er samansettur úr fjölda lána og lausleg könnun okkar á breytileikanum gefur til kynna að hann getur verið þó nokkur eða allt frá 0,30-0,40% og upp í 2,0-2,5% þó meginhluti umsýslugjalds útlánanna safnist saman á mun þrengra bili í kringum hið vegna meðaltal.

Það sem virðist ákvarða breytileikann í umsýslugjaldinu er einkum fernt:

- Hvort lánið er með fasta eða breytilega vexti
- Hvort lánið er með eða án afborgana (hægt er að fá lán þar sem vextir eru eingöngu greiddir)
- Hvert veðsetningarhlutfall fasteignar er
- Hvort lántaki er með öll sín viðskipti hjá viðkomandi lánveitanda/stofnun

Á mynd 2 má sjá hvernig gjaldið var mismunandi að meðaltali í apríl á þessu ári hvað fyrstu tvö atriðin varðar en ekki tókst að finna áreiðanlegar tölulegar upplýsingar um tvö síðustu atriðin að öðru leyti en því að með hækkanði veðsetningu verður umsýslugjaldið eitthvað hærra að öðru óbreyttu og gera má ráð fyrir að gjaldið sé eitthvað lægra ef öll viðskipti lántaka eru hjá viðkomandi lánastofnun.

Mynd 2: „bidrag“ gjald lána með breytilega og fasta vexti



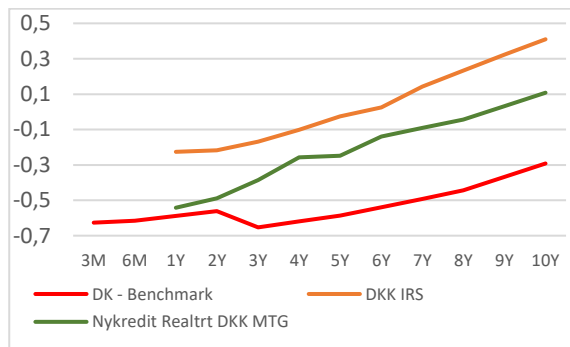
Hér sést að lán með afborgunferli eru með lægra umsýslugjald („bidrag“) en hrein vaxtagreiðslulán en um 2/3 hlutar allra lána voru lán með afborgunum en um 1/3 hluti lán með vaxtagreiðslum en án afborgana. Vegið meðaltal þessara lán hefur svo gefið að „bidrag“ aprílmánaðar varð 0,76% þegar horft er til allra fasteignautlána af þessari tegund.

### Verðmyndun í Danmörku (vaxtaferillinn)

Danska húsnæðisferfið byggir alfarið á óverðtryggðum lánum líkt og í flestum þróuðum löndum. Vextir hækka því í flestum tilvikum með tíma vegna aukinnar lánsáhættu og markaðsáhættu (verðbólgu). Vaxtaferlar eru því almennt upphallandi þó á því séu undantekningar en staðan í USA um þessar mundir er nefnilega með þeim hætti að 10 ára ávöxtunarkrafa á ríki er lægri en skammtíma vextir<sup>5</sup>. Þekkt er að besti skuldarinn á vaxtamarkaði er að öllu jöfnu sá sem getur prentað peninga til að borga sínar skuldir í sinni heimamynt (þ.e. ríkissjóður). Allir aðrir lántakendur eru síðan metnir útfra þeim vaxtaferli sem byggist á vöxtum ríkistryggðra skuldabréfa til mismunandi langs tíma. Danska ríkið er með AAA lánsþæfiseinkunn og hefur rauðlitaðan vaxtaferil / línu á myndunum hér á eftir. Appelsínugula línan sýnir svokallaða skiptavexti (swaps / IRS) og eru þeir vextir sem fjármálasamningar taka mið af. Þeir ákvarðast af fjármögnunarkostnaði bestu bankanna í viðkomandi landi. Bankar fjármagna sig á hærri vöxtum en ríkissjóður og því er sá vaxtaferill hærri / ofar á grafinu. Kostnaður við sértryggð bréf liggur þar á milli því þau skuldabréf þykja sérstaklega traust og eru yfirleitt með sömu einkunn og viðkomandi ríki þar sem sérstök lög gilda um þau bréf og sérstök trygging stendur að baki þeim sem byggir að mestu á safni íbúðarlána og gefa bönkum kost á betri fjármögnunarkjörum en ella. Til samanburðar má nefna að væri íslenska ríkið að gefa út skuldabréf í dönskum krónum þá væri sá vaxtaferill mun hærri en hinir ferlarnir og líklegt að álag á skiptavexti væri um eða yfir +/- hálfu prósentu þar sem íslenska ríkið er einungis með lánsþæfiseinkunnina A eða um 6 þrepum lægri einkunn en danska ríkið.

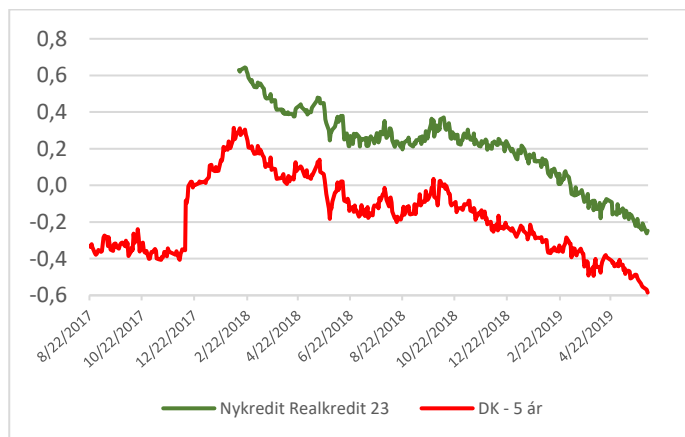
<sup>5</sup> Þegar slíkt ástand stendur yfir í 2-3 fjórðunga hefur það verið ávísun á komandi samdrátt í hagkerfinu.

Mynd 3: Ríkistryggð skuldabréf og skuldabréf banka í DK

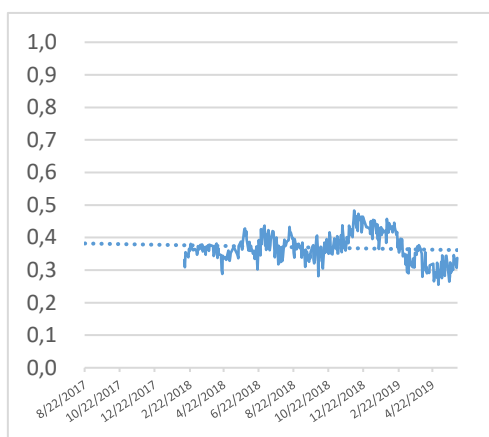


Hvað dönsk sértryggð fasteignalán varðar hefur álagið á ríki verið að leika sér um eða við 40 punkta að jafnaði á síðustu árum eins og sjá má af myndinni hér að ofan. Myndir 5 og 6 hér á eftir sýna þróun ávöxtunarkröfu 5 ára dansks ríkisskuldabréf (rauð lína) og ávöxtunarkröfu sértryggðs skuldabréfs (græn lína) til jafn langs tíma og gefið út af Nykredit (AAA lánshæfismatseinkunn) undanfarin tvö ár. Til hliðar við myndina sést síðan hvernig vaxtamunurinn hefur þróast ásamt leitnilínu fyrir sama tíma (um 0,4%).

Mynd 4: Ávöxtunarkrafa 5 ára ríkisskuldabréfa og sértryggðra bréfa



Mynd 5: Mismunur skuldabréfa á mynd 4



Vaxtamunur eykst með lánstíma þannig að lán til 10 ára eru með hærri vöxtum en lán til 5 ára og þannig koll af kalli.

Almennt má því segja að munurinn á vaxtakjörum danska ríkisins og fasteignalánastofnana hafi verið um eða við 0,40% á því tímabili sem hér er til skoðunar. Að teknu tillit til umsýslugjaldsins („bidrag“) eru danskir fasteignakaupendur að greiða um eða við 1,20% ofan á fjármögnunarkjör danska ríkisins að jafnaði (0,4% + 0,8%). Á þessu eru þó undantekningar og sem tengjast þeirri lánategund sem lántaki velur s.s. hvort lánið er með eða án afborgana og hvort vextir séu fastir eða breytilegir – sé eingöngu horft til aprílmánaðar á þessu ári (samanber hér að ofan) fást bestu kjörin ef tekið er lán með föstum vöxtum og afborgunum en þá eru kjörin um 100 punktum ofan á ríki (= 0,60% í „bidrag“ + 0,40% ofan á ríki) meðan lán með breytilegum vöxtum og engum afborgunum er með 1,40% ofan á ríki.

### Ísland

Helstu lánveitendur til fasteignakaupa heimilanna hafa verið bankar og lífeyrisjóðir á síðustu árum. Bankarnir hafa endurfjármagnað húsnæðislánin að mestu með útgáfu á sértryggðum skuldabréfum en lífeyrissjóðir með þeim innborgaða lífeyrir, iðgjöldum, sem á sér stað á hverjum tíma, lausu fé sjóðanna og/eða breytingum á eignasafni (t.d. með því að selja tilteknar eignir á markaði og nota andvirðið til að veita sjóðsfélögum lán) eða og að öllum líkindum blöndu af ofan sögðu.

Aðferðafræði við verðlagningu fasteignalána hér á landi, eftir að ILS hætti að lána með virkum hætti, hefur ekki verið í alveg jafn föstum skorðum og þekkest í Danmörku. Þannig eru fasteignalántakendur hjá



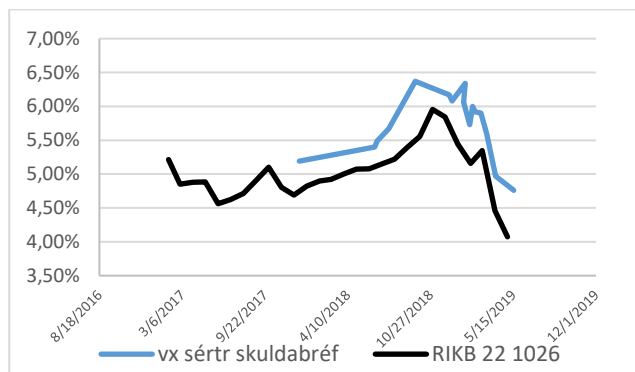
bönkum ekki upplýstir um á hvaða vaxtakjörum bankinn er að fjármagna sig á þegar lánið er veitt. Bankinn notar laust fé (=t.d. eitthvert form innlána) til að veita fasteignalán en getur síðan nýtt þau sem veðandlag í endurfjármögnun með útgáfu sértryggðra skuldabréfa. Sérstök lög, nr. 11/2008, gilda um þær útgáfur.

Bankinn greiðir síðan vexti af fjármögnun safnsins/flokksins til þeirra fjárfesta sem kaupa viðkomandi sértryggð útgáfu ásamt afborgunum. Munurinn á þeim vöxtum sem lántakinn þarf að greiða til bankans og þeim vöxtum sem bankinn þarf að greiða til fjárfesta (=þeirra sem kaupa hina sértryggðu útgáfu) er tilsvarendi gjald og þekkist í Danmörku („bidrag“) og þarf að standa undir sömu eða tilsvarendi gjöldum og þar þekkist (öll umsýsla, afskriftir, opinber gjöld og ávöxtun eiginfjár). Hér á landi er þetta gjald ekki opinberar upplýsingar eins og þekkist í Danmörku og sýnt er á mynd 1 hér að ofan. Eina leiðin – og sem er ekki fullkomin – er að bera saman vaxtakjör á fasteignalánum og þeim fjármögnunarkjörum sem bankinn fær þegar sértryggðu bréfin eru seld til fjárfesta.

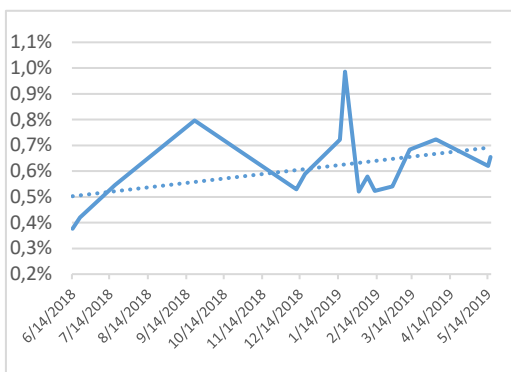
### Fjármögnun banka

Hér sést hvernig óverðtryggðu sértryggðu kjör bankanna á styttri endanum hefur verið að þróast í samanburði við RIKB 22 (ríkisskuldabréf með gjalddaga 2022).

Mynd 6: Þróun óverðtryggðra sértryggðra skuldabréfa og RIKB 22

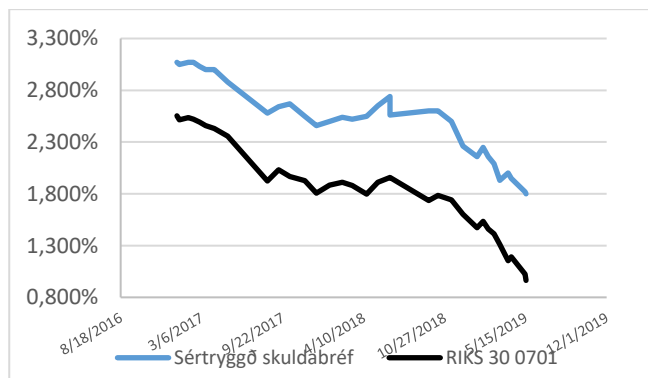


Mynd 7: Mismunur skuldabréfa á mynd 6

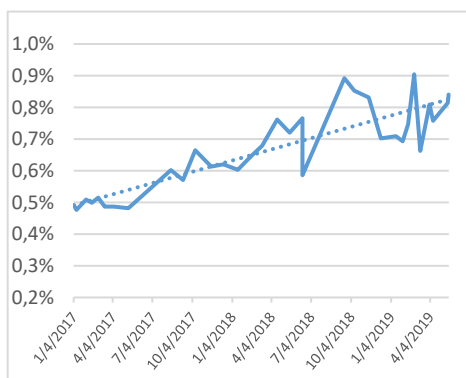


Álagið hefur heldur farið hækkandi og er nú í kringum 0,6% (samanborið við 0,4% í Danmörku). Næstu myndir (myndir 8 og 9) sýna það sama nema að hér er verið að skoða þróunina á lengri verðtryggða endanum. Álagið hefur einnig hér farið hækkandi heldu meira en á styttri óverðtryggða endanum og er nú um 0,8%. Hér er því áfram um að ræða meiri mun en í Danmörku.

Mynd 8: Þróun verðtryggðra sértryggðra skuldabréfa og RIKS 30



Mynd 9: Mismunur skuldabréfa á mynd 8



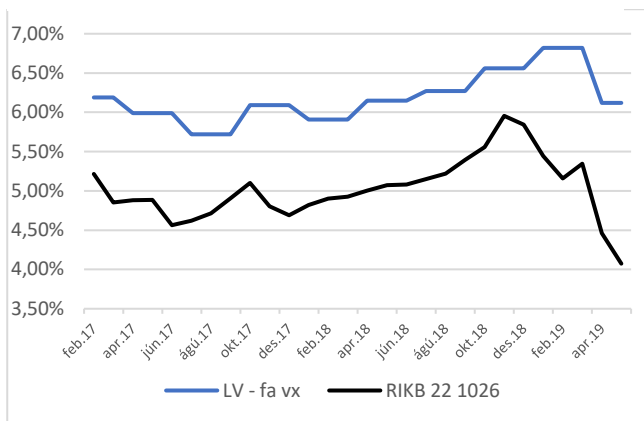


## Íbúðalán lífeyrissjóða

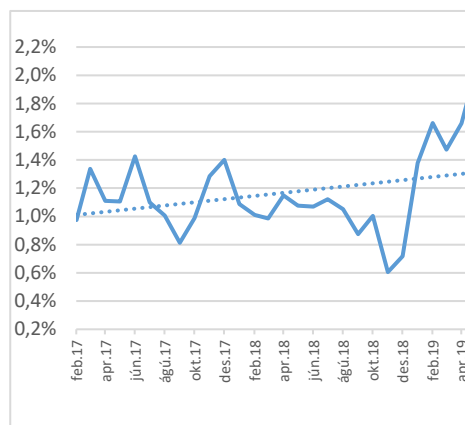
Lífeyrissjóðir fjármagna sín sjóðsfélagalán án utanaðkomandi fjármögnunar eins og áður hefur komið fram. Útreikningur á umsýslugjaldi er því þeim vandkvæðum bundið að „fjármagnskostnaður“ lífeyrissjóðsins er ekki þekkt stærð. Eðlilega reynir sjóðurinn að hámarka ávöxtun þeirra fjármuna sem hann hefur undir höndum að teknu tilliti til áhættu – til þess notar hann hefðbundnar safnakenningar (=portfolio theory) um vel dreift eignarsafn miðað við tiltekin markmið um áhættusækni.

Á mynd 10 má sjá þróun fastra óverðtryggðra vaxta Lífeyrissjóðs verslunarmanna í samanburði við RIKB 22 en sá lífeyrissjóður var sá eini sem býður upp á slík útlán af þremur stóru lífeyrissjóðunum. Útlánsvextir fylgja nokkuð vel breytingum í kröfu ríkisbréfanna og hefur að öllu jöfnu verið á bilinu 0,5 – 1% þó svo þeir hafi ekki náð að fylgja að öllu leyti eftir þeirri lækkun sem orðið hafa í ávöxtunarkröfu ríkisbréfa á markaði.

Mynd 10: LIVE fastir óverðtryggðir og RIKB 22

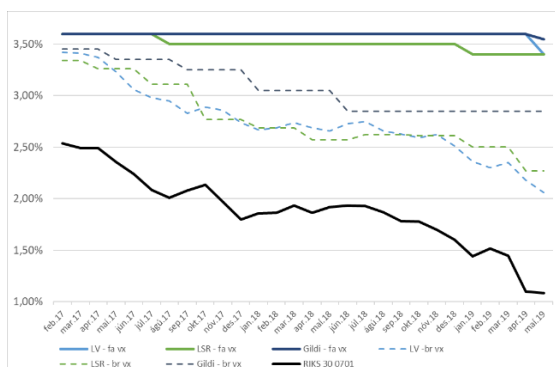


Mynd 11: Mismunur skuldabréfa á mynd 10

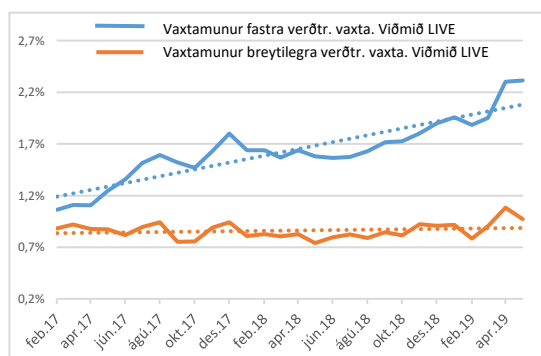


Næstu tvær myndir (myndir 12 og 13) sýna þróunina hjá þremur stærstu lífeyrissjóðunum fyrir verðtryggð útlán annarsvegar með föstum vöxtum, heilar línur, og breytilegum vöxtum, brotnar línur, og í samanburði við þróun á ávöxtunarkröfu RIKS 30 (verðtryggð ríkisskuldabréf með gjalddaga 2030) á effirmarkaði. Mynd 13 sýnir hvernig álagið á RIKS 30 hefur verið að þróast, annarsvegar í samanburði við breytilega verðtryggða vexti (appelsínugulur) og fasta verðtryggða vexti (blár). Sjá má að breytilegu vextirnir fylgja nokkuð vel þróun RIKS 30 bréfanna en álag fastra verðtryggðra vaxta hefur farið hækkandi samhliða lækkun RIKS 30 eða úr tæplega 1,20% í ríflega 2,20%. Rétt er að nefna að ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hafa lækkað tiltölulega hratt á síðustu tveimur árum meðan ákveðins tregbreytileika til lækkunar er að finna á afleiddum vöxtum og sem að jafnaði taka mið af ávöxtunarkröfu á markaði. Hér má nefna vexti íbúðalána en einnig vöxtum til annarra fasteignaeigenda eins og til dæmis skráðra fasteignafélaga á markaði. Hvort þetta endurspeglir markaðsbrest eða hvort gera megi ráð fyrir að lánveitendur eru einfaldlega að aðlagast nýjum markaðsaðstæðum verður ekki tekin afstaða til í þessu minnisblaði.

Mynd 12: Samanburður á verðtryggðum útlánvöxtum lífeyrissjóða og RIKS30



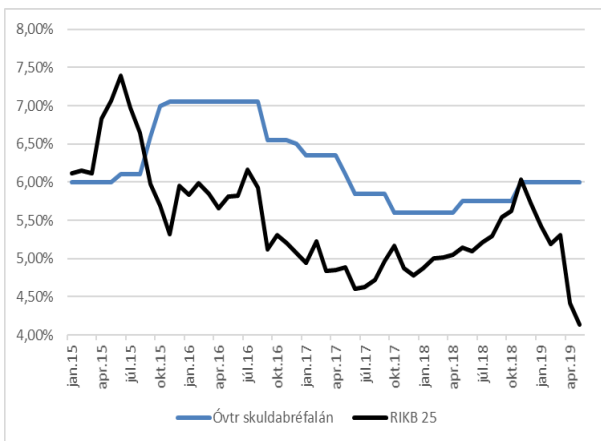
Mynd 13: Mismunur skuldabréfa á mynd 12



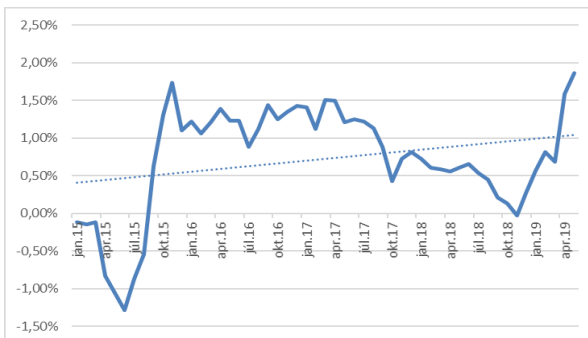
## Íbúðalán banka

Með sama hætti er hægt að skoða þróun útlánavaxta hjá bönkum og bera saman við ríkisvaxtaferil eins og gert er á næstu fjórum myndum (myndir 14-17). Gögnin byggja á upplýsingum frá Seðlabankanum um lægstu vexti bankanna á íbúðarlánum. Eins og sést á mynd 14 og 15 þá hafa óverðtryggðir vextir íbúðarlána bankanna fylgt nokkuð vel þróun ríkisvaxta nema alveg í lokin þegar vextir lækkuðu hratt og vaxtabilið jókst. Þegar bornir eru saman þeir útlánavextir banka og lífeyrissjóðs þarf að taka tillit til þess að bankar þurfa að greiða bankaskatt og eiginfjárbinding sem gerir kröfu um hærra vaxtaálag samanborið við þá aðila, eins og lífeyrissjóði, sem ekki falla undir sömu reglur. Myndir 14 og 15 sýna þróunina fyrir óverðtryggð lán og myndir 16 og 17 fyrir verðtryggð lán

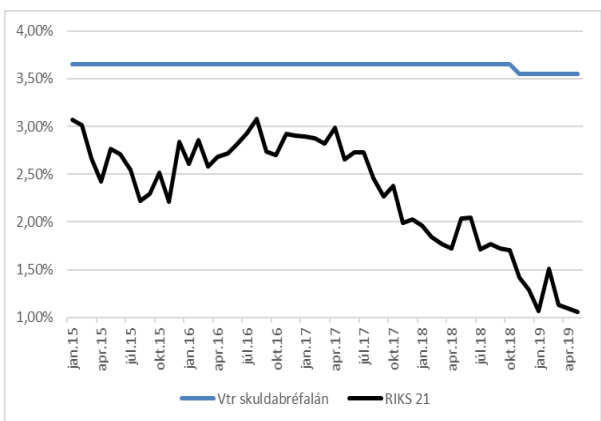
Mynd 14: Óverðtryggðir vextir skuldabréfa banka og óverðtryggðra ríkisbréfa



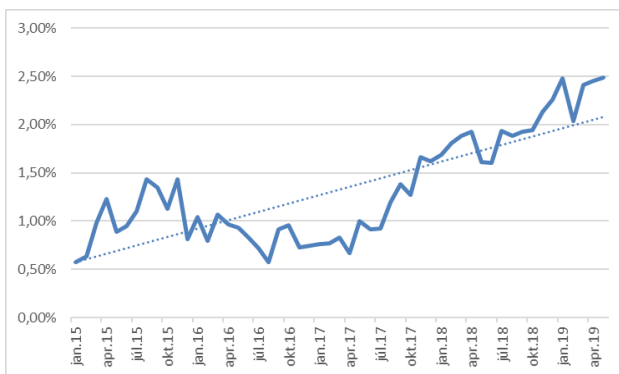
Mynd 15: Mismunur skuldabréfa á mynd 14



Mynd 16: Verðtryggðir vextir skuldabréfa banka og verðtryggðra ríkisbréfa



Mynd 17: Mismunur skuldabréfa á mynd 16

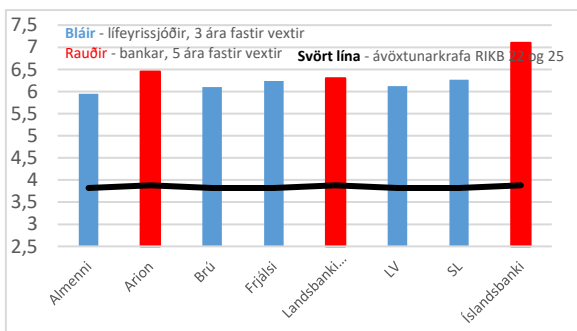


### Samanburður á vöxtum íbúðalána um þessar mundir

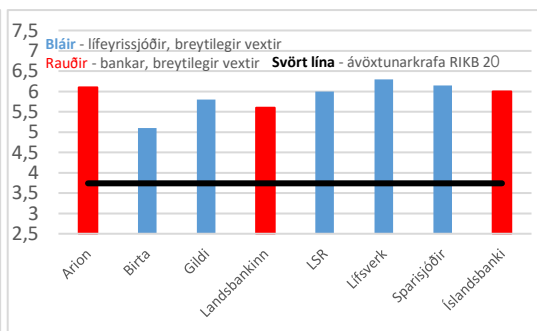
Einhver munur er á útlánsvöxtum íbúðarlána milli lánveitenda. Eftirfarandi tvær myndir sýna vexti þeirra útlána á óverðtryggðum vöxtum og er því samanburðarhæft við dönsku húsnæðisútlánin þar sem þau útlán eru óverðtryggð. Myndirnar sýna óverðtryggða útlánavexti þeirra sem eru að lána íbúðalán. Mynd 18 sýnir m.v. fasta vexti og mynd 19 sýnir m.v. breytilega vexti. Rauðu súlurnar sýna útlánavexti banka en þær bláu vexti lífeyrissjóða. Svarta línan er til viðmiðunar og sýnir kröfu óverðtryggðra ríkisverðbréfa. Það sem er fyrir ofan línuna er því ávöxtun umfram ríkisbréf. Athuga þarf að skalinn á x-ás byrjar í 2,5% en ekki 0%. Ávöxtunin er heldur minni fyrir bankana en lífeyrissjóðina þar sem bankarnir þurfa að endurfjármagna íbúðalánin á markaði með útgáfu sértryggðra lána, borga bankaskatt o.fl. Þau lán, líkt og í Danmörku, eru með vaxtaálag ofan á ríki og er mismunandi hvert það álag er en hefur verið undanfarið að jafnaði á bilinu 0,5-0,7%. Vaxtamunur til banka er því munurinn á útlánsvöxtunum og fjármögnunarvöxtunum (sértryggðu bréfanna) og fyrir banka sem lána út á t.d. 6,5% þarf hann að borga um 4,8% vexti og fær til sín því um 1,7% nettó samanborið við um 0,8% þóknun í danska kerfinu. Íslensku bankarnir þurfa þó meiri vaxtamun en þeir dönsku vegna bankaskatts, lakari lánshæfiseinkunnar og að eiginfjárluþfall er heldur lægra hjá þeim dönsku.

Lífeyrissjóðirnir eru hins vegar að fá „mun hærrí ávöxtun“ en bankarnir þar sem þeir þurfa ekki að fjármagna sig með lánsfjármagni heldur eru iðgjöld alfarið notuð til fjármögnunar á útlánum. Það er hins vegar ekki kannski alveg sanngjarnt að bera ávöxtunina saman með þessum hætti.

Mynd 18: Útlánavextir vegna húsnæðis, fastir óvtr. vextir

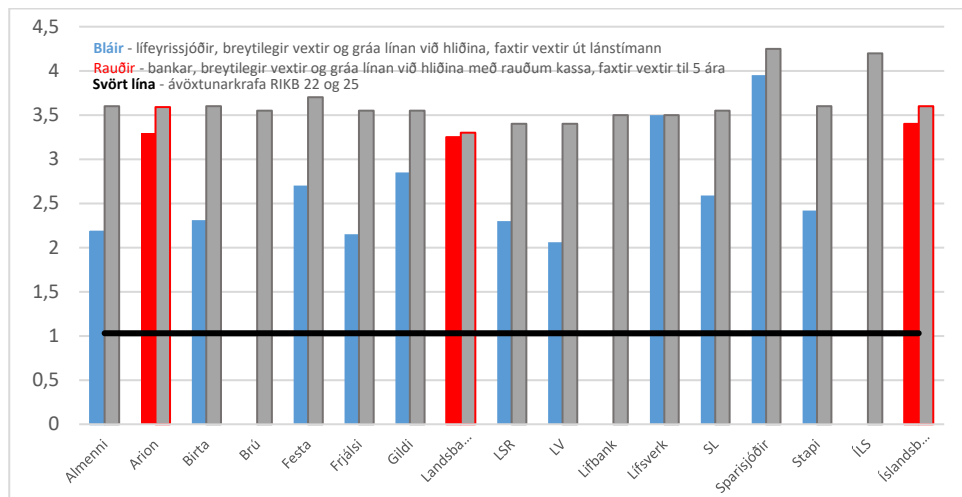


Mynd 19: Útlánavextir vegna húsnæðis, breytilegir óvtr. vextir



Með sama hætti er hægt að bera verðtryggðu vextina saman. Þó nokkur munur er á milli breytilegu vaxtanna og föstu vaxtanna. Föstu vextirnir virðast vera nokkuð svipaðir yfir línuna en mun meiri munur er í breytilegu vöxtunum. Það eru fáir lánveitendur sem fara mikið undir 3,5% raunvexti í fastvaxta hlutanum og er því álag á ríkisbréf yfirleitt um eða yfir 2,5% á þeim lánnum. Í tilvikum banka sem eru að fjármagna sig á t.d. 0,7-0,8% álagi á ríkisbréf að þá er um 1,7-1,8% sem fara nettó til þeirra og sem er hægt að bera saman við 0,8% að meðaltali í Danmörku – með vikmörkum frá 0,6%-1,0% eftir útlánaformi.

Mynd 20: Útlánavextir vegna húsnæðis, fastir og breytilegir verðtryggðir vextir



## Arðsemi

Við útreikning á arðsemi fylgja bankar reglum um eiginfjárkröfur og áhættugrunn fjármálaþyrirtækja, nr. 215/2007, með áorðnum breytingum. Allar eignir fá á sig áhættuvigt og ákvarðar hún arðsemi út frá þeim arði sem hún gefur af sér. Íbúðarlán þykja afar traust og vega þau öllu jafna aðeins um 35% í áhættuútreikningi í samanburði við hefðbundið útlán sem vegur 100% eins og fram kemur í 18. gr. laganna.

18. gr.

### Fasteignaveðlán.

Fasteignaveðlán hafa áhættuvog 100% nema kveðið sé á um annað í þessari græin.

Áhættuvog 35% má nota á lán tryggð að fullu með veði í fullbúnu íbúðarhúsnæði á Íslandi, sem er eða mun verða notað af [eiganda húsnæðisins]<sup>27</sup> til íbúðar eða útleigu. Þetta á við um lán eða hluta láns sem er innan 80% af fasteignamati Fasteignamats ríkisins eða markaðsverði, eftir því hvort reynist lægra. Heimilt er með samþykki Fjármálaeftirlitsins að nota annað kerfisbundið mat en fasteignamat Fasteignamats ríkisins enda uppfyllir það kröfur sem tilgreindar eru í viðauka VIII skv. 55. gr. A. Þessa áhættuvog má einnig nota á lán tryggð með veði í íbúðarhúsnæði í öðrum aðildarríkjum EES ef reglur í viðkomandi aðildarríki leyfa.

Forsendur þess að nota megji 35% áhættuvog eru þessar:

1. Að verðmæti eignarinnar sé ekki háð lánshæfi lántakanda. Þetta ákvæði á ekki við þegar um er að ræða þjóðhagslegar breytingar sem hafa áhrif á bæði verðmæti eignarinnar og greiðslugetu lántakanda,
2. að greiðslugetu lántakanda sé ekki verulega háð tekjum af eigninni,
3. að fylgt sé ákvæðum í viðauka VIII skv. 55. gr. A, um form og mat á veðinu.

Í áhættuvog 50% má nota á lán tryggð að fullu með veði í viðskiptahúsnæði á

Í stuttu máli þýðir þetta að vaxtaálagið sem bankinn fær, þ.e. útlánsvextir af frádregnum fjármögnunarkostnaði, þarf einungis að vera um þriðjungur af vaxtaálagi hefðbundinna útlána sem hafa 100% vigt m.v. sömu arðsemi. Þetta ákvæði laganna gerir það því að verkum að bankar ættu að geta lánað þessi húsnæðislán út með um 1% vaxtaálagi nettó á fjármögnunarkostnað (án áhrifa af bankaskatti) líkt og er í Danmörku þar sem álagið er um 0,8% - með fyrrgreindum vikmörkum frá 0,6%-1,0%. Með bankaskatti þyrfti álagið að vera eitthvað rúmlega 1,5%. Allt umfram það ætti að auka arðsemi bankans af slíkum lánnum umfram almenn viðmið. Eðlilega geta verið einhverjar undantekningar á þessu

en þetta er sett fram hér með almennum hætti til að sýna að bankar gætu, líkt og í Danmörku, lánað út á svipuðu álagi á grunnvexti (vexti ríkisins) og er í Danmörku nema að hér þyrfti að bæta við áhrifum af bankaskatti.

Hér á landi eru þrjú skattar lagðir sérstaklega á fjármálafyrirtæki sem eru 1. Bankaskattur, 2. Fjársýsluskattur og 3. Sérstakur fjársýsluskattur. Bankaskattur, skv. lögum nr. 155/2010 um sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki, er nú 0,376% af skuldum. Aðrir skatta vegna heldur minna en leiða mál líkum af því að samtals séu þessir skatta eitthvað rúmlega 0,5% af heildarskuldum. Því má með einföldum hætti gera ráð fyrir að vextir þurfi að vera a.m.k. 0,5% hærrí við veitingu íbúðalána en ef þessir skattar væru ekki til staðar. Lífeyrissjóðir þurfa ekki að greiða þessa skatta til ríkissjóðs og því ættu vextir þeirra að vera amk. 0,5% lægri. Að teknu tilliti til bæði eiginfjárbindingar og sérstaka skatta á fjármálafyrirtæki að þá ætti lífeyrissjóðir og aðrir lánveitendur sem falla ekki þar undir að geta verið mun samkeppnishæfari og veitt íbúðarlán á a.m.k. 0,5% hagstæðari kjörum að gefinni sömu arðsemi.

## Niðurlag

Þróun breytilegra vaxta á íbúðamarkaði hefur á síðustu árum fylgt skilgreindum markaðsvöxtum nokkuð vel. Á aðeins tveimur árum hafa markaðsvextir lækkað tiltölulega mikið og hefur það endurspeglast í vaxtakjörum breytilegra lána með tilheyrandi lægri greiðslubyrði lántaka. Lán með föstum vöxtum til lengri tíma hafa ekki fylgt þessari þróun eftir og verður hér ekki lagt mat á mögulegar ástæður þess fyrir utan þá skýringu sem kemur fram við mynd 12. og 13. um að vaxtabreytingar á markaði hafa gerst á tiltölulega skömmum tíma og lánveitendur eru enn að vega og meta hvort þetta ástand er komið til að vera, enda hafa aðrir lántakendur s.s. fyrirtæki ekki fundið fyrir lækkandi vöxtum á fastvaxtalánum til lengri tíma eftir okkar bestu vitund.

Þessi samantekt dregur einnig fram að verklag við ákvörðun vaxta vegna íbúðakaupa er ólíkt í Danmörku og hér á landi og það er einkum tvennt sem einkennir þennan mismun i) vegið meðaltal umsýslugjalds vegna fasteignalána eru opinberar upplýsingar í Danmörku en þetta er sá kostnaðarþáttur sem samkeppni um íbúðalán byggist að miklu leyti á enda eru þeir vextir sem lántakandi greiðir þeir sömu og sá sem fjármagnar íbúðakaupin fær og ákvarðast þessir vextir á markaði þar sem íbúðalán hafa verið að bera um 0,4% hærrí vexti en vextir á ríkistryggðum skuldabréfum og ii) lífeyrissjóðir í Danmörku eru ekki beinir lánveitendur til sjóðsfélaga en eru samt sem áður stórir þátttakendur í fjármögnun íbúðalána í gegnum þær lánastofnanir sem sjá um slíka hluti þar í landi<sup>6</sup>. Til viðbótar þessu er bankaskatturinn sem leiðir til hærrí vaxta fyrir íbúðalánalántakendur hér á Íslandi.

Hér hefur ekki verið fjallað sérstaklega um eða borið saman hvaða lánategundir standa til boða við íbúðafjárfestingu. Lausleg könnun ber þess merki að vöruframboðið er mun fjölbreyttara í Danmörku og verðlagning umsýslugjaldsins er háð þáttum eins og lánstíma, tegund láns (með/án afborgana, með föstum/breytilegum vöxtum) og veðsetningarhlutfalli og virðist við fyrstu skoðun samkeppni hvað þessi atriði varðar vera meiri í Danmörku en hér á landi.

<sup>6</sup> Eignarhald á skuldabréfum tengt íbúðafjárfestingu í Danmörku hefur verið nokkuð stöðugt á síðustu árum, tryggingarfélög og lífeyrissjóðir eiga um 25-30%, hlutfall eigna erfendra fjárfesta hefur farið vaxandi og er nú um 30-35%, aðrir umsýsluáðilar fjármagns eiga um 30-35% og aðrir frá 0-10%.

Heimildalista:

Seðlabanki Íslands

Danmarks Nationalbank

Nasdaq

Heimasíður lífeyrissjóða

Heimasíður danska íbúðalánasjóða (Realkreditinstitutter)

Finanstilsynet