

8. maí 2014

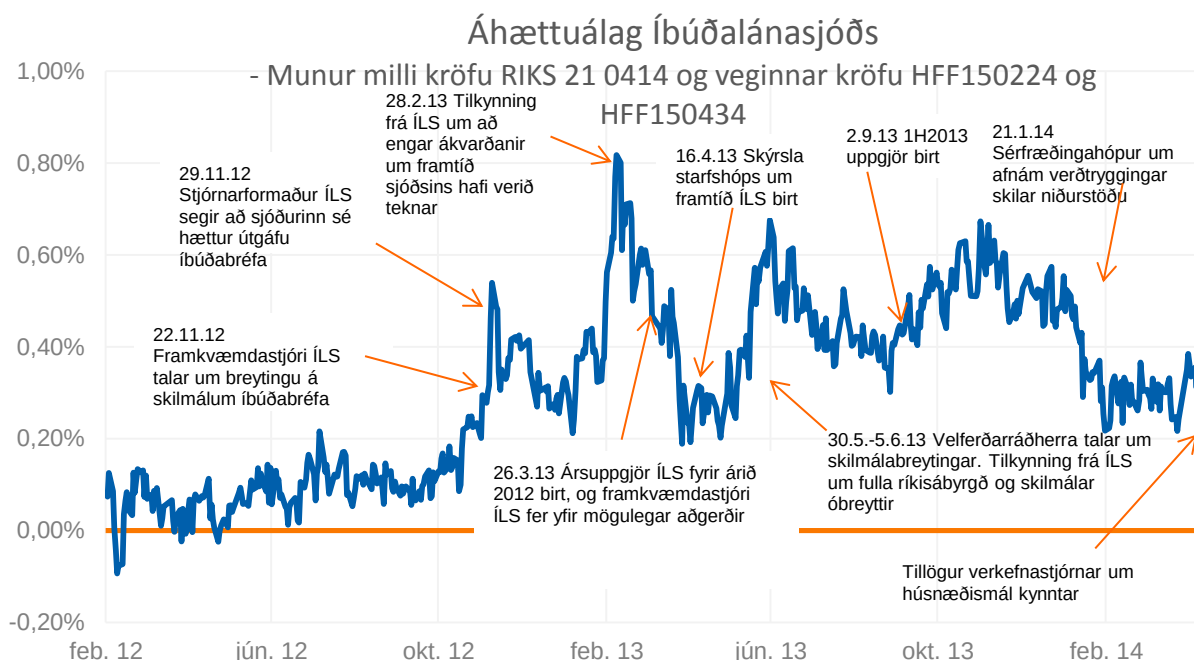
## Stærri aðgerð en meinið kallar á - Um breytingartillögur á húsnæðismarkaði

Verkefnastjórn um framtíðarskipan húsnæðismála kynnti í fyrradag fyrir ríkisstjórninni tillögur sínar um framtíðarskipan húsnæðismála á Íslandi. Opinber kynning fór fram kl. 16 sama dag og á sama tíma var á Veraldarvefnum birt [skýrsla nefndarinnar](#). Af þeim sökum ákvað Fjármálaeftirlitið að loka fyrir viðskipti með bréf útgefin af Íbúðalánasjóði (ÍLS) í Kauphöllinni. Í ljósi þess hvaða áhrif opinberar skýrslur, kynningar og yfirlýsingar ráðamanna hafa haft á viðskipti með bréf ÍLS kemur ákvörðun um lokun viðskipta ekki á óvart, þótt óvenjulegt sé að það sé Fjármálaeftirlitið sem ákveði stöðvunina en ekki Kauphöllin eða útgefandinn sjálfur. En víkjum að hugmyndunum um breytta framtíðarsýn húsnæðismála.

Frá sjónarhóli eigenda skuldabréfa sem útgefin eru af ÍLS virðast tillögurnar jákvæðar. A.m.k. kemur ekkert fram í tillögum nefndarinnar sem dregur í efa ríkisábyrgð á bréfunum og þau halda áfram að vera seljanleg. Helstu atriði tillaganna er snúa að íbúðabréfum eru þessi:

- Lánasafn ÍLS verður látið renna út
- Áfram verður viðskiptavakt á eftirmaarkaði með íbúðabréf, eða svo lengi sem þörf er á.

Þessar tillögur skýra lækkun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa á markaði í gær um 19-26 punkta og má segja að „Íbúðalánasjóðsalagið“ sé nú nánast horfið, en það er það álag sem hefur verið milli íbúðabréfa og spariskírteina ríkissjóðs og hefur endurspeglað tortryggni í garð ríkisábyrgðar á skuldbindingum ÍLS.



Heimild: Kodiak Excel og Greiningardeild Arion banka

Tillögur verkefnastjórnarinnar eru ekki sprotnar úr tómarúmi. Að baki þeirra liggja tillögur ríkisstjórnarinnar um aðgerðir til að taka á skuldavanda þjóðarinnar. En meðal þeirra tillagna var að skipa verkefnastjórn sem gera ætti tillögur að nýju húsnæðislánakerfi sem m.a. ætti að tryggja virkan leigumarkað. Tekið var fram að skoða skyldi fyrirmyndir frá Norðurlöndunum. Undirliggjandi er síðan vandi íbúðalánasjóðs og vilji ríkisins til að lágmarka frekara tap af starfsemi sjóðsins, en víkjum að því síðar.

Hér er óþarfi að endurtaka ítarlega tillögur verkefnahópsins. Í grófum dráttum skiptast tillögurnar í tvennt og snúa að húsnæðismarkaði og leigumarkaði.

#### Tillögur um breytingar á húsnæðismarkaði

- Nýtt húsnæðislánakerfi tekið upp þar sem sérhæfð húsnæðislánafélög sem starfa án ríkisábyrgðar annast lánveitingar. Skilyrði fyrir starfsleyfi er alþjónustukvöð til að tryggja lánsframboð um land allt.
- Íbúðalánasjóði skipt í tvennt, annars vegar í húsnæðislánafélag og hins vegar í húsnæðisstofnun.
- Heimild til að nýta séreignarsparnað vegna húsnæðisöflunar verði gerð varanleg og einnig endurgreiðsla á virðisaukaskatti vegna húsnæðisframkvæmda.

#### Tillögur um breytingar á leigumarkaði

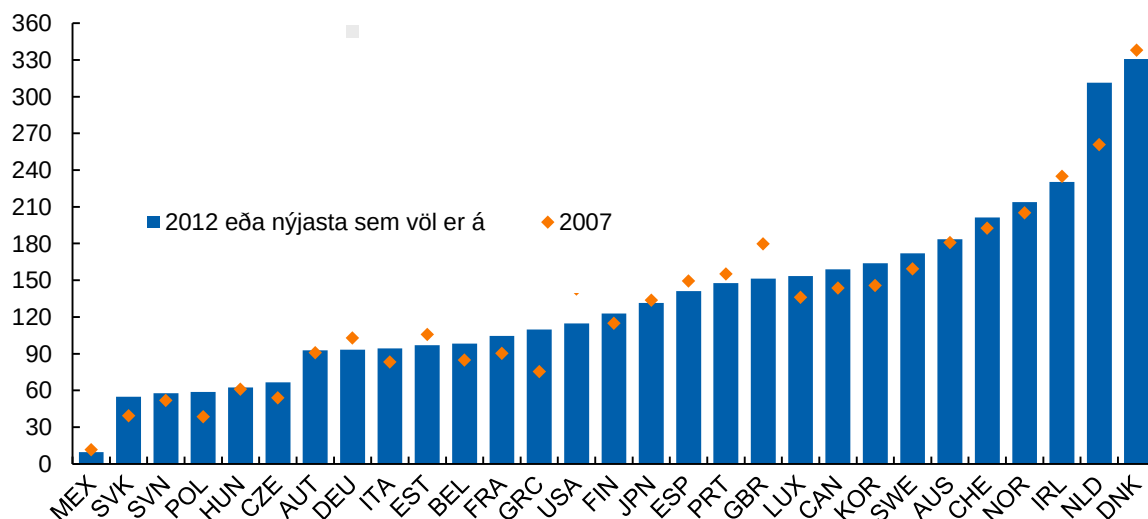
- Stjórnvöld veiti fjárhagslegan stuðning til leigufélaga, sem rekin verða án hagnaðarsjónarmiða, í formi stofnframlaga.
- Vaxtabætur og húsaleigubætur sameinaðar í eitt húsnæðiskerfi sem tekur mið af efnahag en ekki búsetuformi.
- Fjármagnstekjuskattur einstaklinga vegna leigutekna lækkaður úr 20% í 10%

#### „Einblínt á það góða“

Stórtækasta breytingin felur í sér tilkomu húsnæðislánafélaga og hér á eftir munum við fyrst og fremst beina sjónum að henni. Þar er horft til dönsku leiðarinnar svokölluðu. Verkefnastjórnin lét gera sviðsmyndagreiningu sem kom henni á þá skoðun að sú leið sé heppilegust til framtíðar og er sú greining birt í viðauka með skýrslunni. Það er vel þekkt að dönsk heimili eru með þeim skuldsettustu í heimi. Án þess að vera sérfræðingar í dönsku íbúðalánaleiðinni þá höfum við í Greiningardeild eðlilega haft áhyggjur af því að með því að taka upp „dönsku leiðina“ værum við að fara úr öskunni í eldinn. Okkur finnst skýrslan skauta mjög léttilega fram hjá þeirri hættu, samanber:

„Mikil skuldsetning danskra heimila og hlutdeild afborgunarlausra lána og stuttra vaxta-aðlögunarlána með tilheyrandi endurfjármögnunaráhættu kerfisins hefur verið réttilega gagnrýnd að undanfögnu, nú síðast í grein The Economist frá apríl 2014. Það breytir því ekki að kerfið er í grunninn gott þótt þróun þess sé varhugaverð og hana beri að forðast. **Því er mikilvægt að við upptöku kerfisins verði einblínt á góða eiginleika þess en varast ber þá þróun sem verið hefur í Danmörku síðastliðinn áratug eða svo** þar sem markaðurinn hefur þróast yfir í að sífellt fleiri lántakendur notfæri sér þann möguleika að greiða ekki af höfuðstól lánanna en afborgunarleysi til allt að 10 ára var leyft árið 2003.“

Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum eftir löndum í OECD



Heimild: OECD

Hér skiptir máli „að afgerandi eiginleiki kerfisins er sá að útgefin skuldabréf eru ávallt jöfn útistandandi lánum og að lántaki getur alltaf greitt upp lánið þegar honum hentar.“ Í þessu felst að lánþegar geta á hvaða tímapunkti sem er greitt upp lán sitt að hluta eða heild með því að greiða upp samsvarandi skuldabréfaflokk. Skuldabréfaflokkarnir yrðu skráðir og viðskiptavakt yrði með flokkana (eins og reyndar nú er með flokka

ÍLS). Þannig geta lánþegar nýtt sér aðstæður á markaði til að stýra skuldsetningu og fjármögnunarkjörum. Sú þróun sem „varast ber“ er væntanlega sú staðreynd að með lækkun vaxta, auknu veðrymi og/eða hækkandi fasteignaverði sjá sumir sér hag í því að skuldsetja sig enn frekar í fasteignakaupum en ráða svo illa við afleiðingar þess þegar að vextir hækka eða fasteignaverð lækkar. Hvernig íslenskum lántakendum, lánveitendum og stjórnmalamönnum mun takast að fást við slíka freistni í framtíðinni á eftir að koma í ljós. Hvernig verður t.d. brugðist við kröfum um hærra lánshlutfall í næstu uppsveiflu eða frystingu á afborganir höfuðstóls í næstu niðursveiflu?

Það rekur okkur að þeim ályktunum sem dregnar eru í skýrslunni um að minni áhætta verði í rekstri húsnæðislánafélaga heldur en almennra fjármálastofnana. Af þeim sökum mætti gera lægri eiginfjárkröfu en nú er gerð til viðskiptabanka. „Þá er lagt til að lífeyrissjóðum verði gert að færa útlán sín í húsnæðislánafélög enda, að mati verkefnisstjórnar, nauðsynlegt að húsnæðisveðlán séu öll veitt undir sömu formerkjum.“ Við setjum spurningamerki við tvö atriði hér. Í fyrsta lagi þá ályktun að húsnæðisfélag sem rekið er án ríkisábyrgðar sem skuldbundið er til að veita lán, óháð staðsetningu, sé áhættuminni lantaki heldur en viðskiptabanki með fjölbreytta útlánastarfsemi til heimila (t.d. íbúðalán), fyrirtækja og stofnana. Í öðru lagi kallar útlánastarfsemi húsnæðislánafélaga á mikla yfirbyggingu svo við óttumst að kostnaður við miðlun fjármagns á Íslandi aukist, sem myndi þá endurspeglast í hærra álagi á íbúðalán til lánþega. Í viðauka er bent á að líklegt sé að stóru viðskiptabankarnir muni hver og einn stofna sitt eigið húsnæðislánafélag og líklegt sé að til verði 4-5 slík félög.

### Hversu ómögulegt er núverandi húsnæðislánakerfi?

En hversu ómögulegt er íslenska húsnæðislánakerfið? Í skýrslunni eru þrjú atriði sérstaklega dregin fram: 1) Húsnæðislán hækkuðu við fall bankanna og vantraust ríkir í garð húsnæðislánastarfsemi þeirra. 2) Íbúðalánasjóður er ósjálfbær. 3) Óvissa ríkir um lánastarfsemi á landsbyggðinni.

Á síðustu misserum hefur íslenski húsnæðislánamarkaðurinn tekið jákvæðum breytingum. Fasteignaverð hefur hækkað og heimilum með neikvætt eigið fé í fasteign hefur fækkað, velta á fasteignamarkaði hefur aukist og íbúðalán hafa vaxið nokkuð jafnt og þétt og er síst minni spurn eftir verðtryggðum lánum heldur en óverðtryggðum. Umrætt vantraust á húsnæðislánastarfsemi bankanna hefur ekki komið í veg fyrir að íbúðalán þeirra hafa vaxið mun meira en ÍLS síðustu ár (eins og reyndar kemur fram í skýrslunni).

### Fjöldi þinglýstra kaupsamninga á höfuðborgarsvæðinu

- á mánaðargrundvelli



Heimild: Þjóðskrá

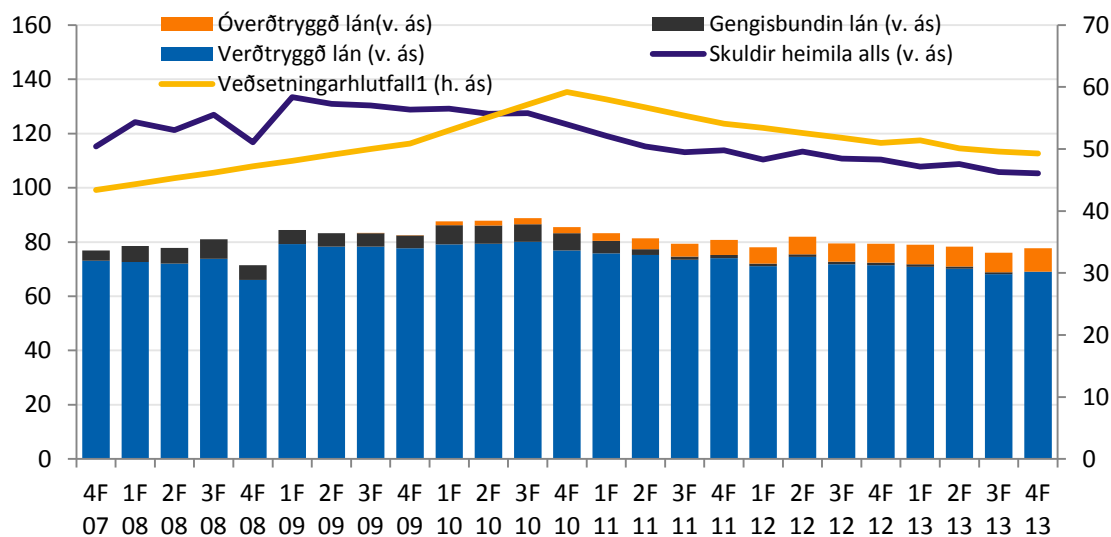
### Umfang eiginfjárvandans

- fjöldi fjölskyldna með neikvæða stöðu í fasteign og meðalstaða hversrar fjölskyldu á verðlagi 2012



Heimild: Hagstofan

## Skuldir heimila með veð í íbúðarhúsnæði sem hlutfall af VLF og fasteignum



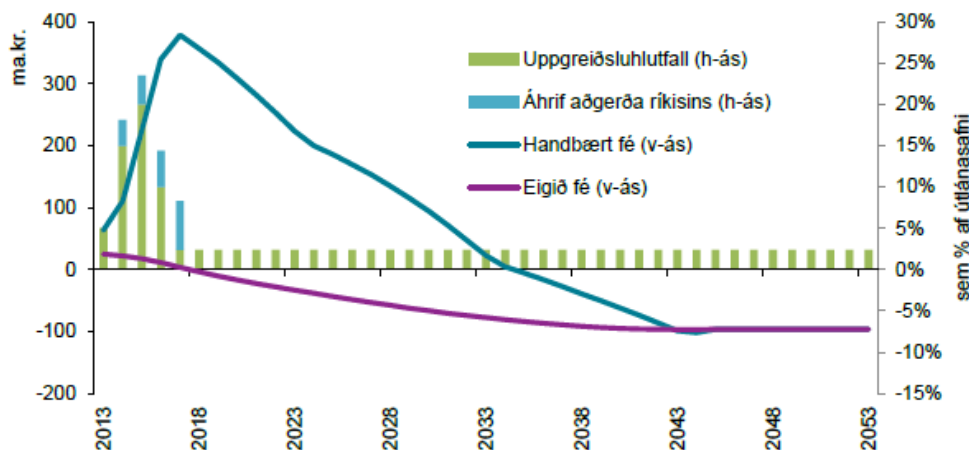
Heimild: Seðlabankinn

Annað atriðið sem nefnt er snýr að ósjálfbærni ÍLS. Um það er ekki deilt og komi ekki til bullandi hagvöxtur með mikilli hækkun fasteignaverðs og langtímavaxta er vandséð að ríkissjóður muni komast hjá því að halda áfram að greiða með sjóðnum. Sá skaði er hins vegar orðinn en hvert endanlegt tjón ríkissjóðs verður ræðst af því hversu vel tekst til að vinna ofan af eignasafni sjóðsins og stýra lausu fé hans.

Rífjum hér upp að í mars kynntu Analytica og KPMG tillögur um framtíðarskipan húsnæðismála sem unnin var að beiðni verkefnastjórnar þeirrar sem nú var að kynna tillögur sínar. Þar var t.d sú sviðsmynd máluð að „nýi ÍLS“ myndi missa markaðshlutdeild til nýrra húsnæðislánastofnana og þar með myndu uppgreiðslur til ÍLS aukast og nokkuð hratt gengi á handbært fé og eigið fé sjóðsins, sem að lokum yrði gerður upp með um 100 ma.kr. tapi.

### Þróun handbærs fjár, eigin fjár og uppgreiðsluhlutfalls

- m.v. að næstu fjögur ár verði uppgreiðslur verulegar og nái hæst 20% af útlánasafni 2017

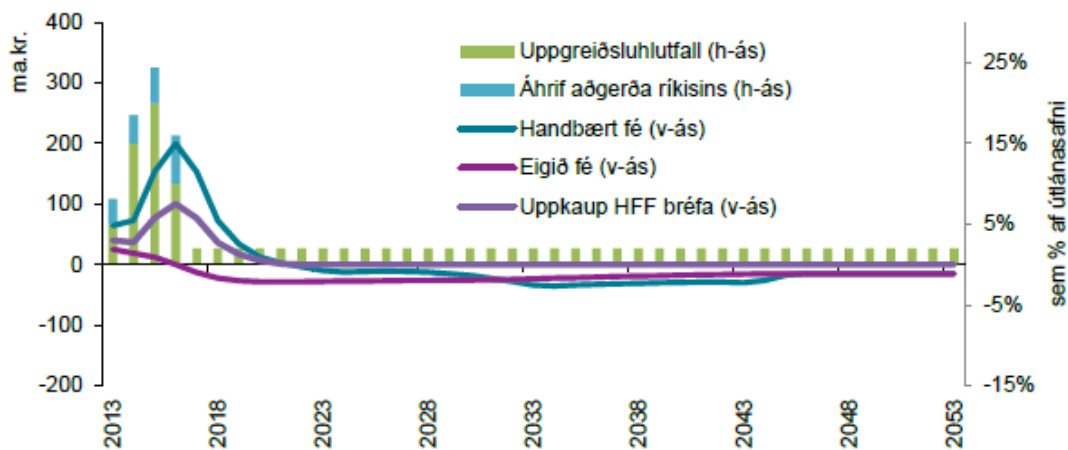


Heimild: Analytica og KPMG. [Úr Tillögum um framtíðarskipan húsnæðismála](#)

Önnur sviðsmynd var máluð þar sem ÍLS nýtir uppgreiðslur til kaupa á eigin skuldabréfum. Ef miðað er við að helmingur af lausu fé sé nýttur til kaupa á íbúðabréfum yrði hámarkstapið 35 ma.kr. en þar er m.v. óbreytta ávöxtunarkröfu íbúðabréfa frá í feb 2014.

# Þróun handbærs fjár, eigin fjár og uppgreiðsluhlutfalls

- m.v. að helmingur af lausu fé sé notaður til uppkaupa á íbúðabréfum



Heimild: Analytica og KPMG. [Úr Tillögum um framtíðarskipan húsnæðismála](#)

Við erum engu að síður sammála þessari hugsun. Eðlilegt er að ÍLS kaupi eigin bréf eftir því sem kostur er og hentar fjár- og áhættustýringu sjóðsins en við óttumst að ÍLS hafi úr litlu framboði að velja að óbreyttri kröfu enda fyrirsjáanlegt lítið framboð af sambærilegum bréfum í framtíðinni

Þriðja atriðið snýr að lánastarfsemi víða á landsbyggðinni. Eins og sakir standa er þörf á félagslegri íhlutun til að fjármögnunarkjör verði sambærileg og á fjölmennustu svæðum landsins. Þegar öllu er á botninn hvolft getur verið að það sé fyrst og fremst byggðasjónarmið sem kalla á viðamiklar breytingar á íslenska húsnæðislánamarkaðinum? Sé svo er verið að ráðast í stærri aðgerð á sjúklingnum en meinið kallar á.

## Íslenski skuldabréfamarkaðurinn?

Þannig hefur á undanförunum árum átt sér stað mikil framþróun á sértryggðum skuldabréfamarkaði þar sem vönduð löggjöf er til staðar. Þannig gæti aukin útgáfa uppgreiðanlegra húsnæðisverðbréfa mætt kröfum um að auðveldara sé að greiða upp íbúðalán. Uppgreiðsluálag myndi þar ráðast á markaði líkt og nú gerist í samskiptum útgefenda og fjárfesta. Við lesum úr skýrslu verkefnastjórnar ákveðna vantrú á núverandi skuldabréfamarkaði og satt að segja þekkjum við ekki þá lýsingu á markaðinum sem fram kemur í skýrslunni. En þar segir:

„Fram að þessu hafa sértryggðu skuldabréfaútgáfur bankanna verið á formi sem torveldar almenningi að eiga viðskipti með bréfin. Í nýju kerfi er mikilvægt að skuldabréfin séu á því formi að almenningi verði heimilt að eiga viðskipti með þau. Það er mikilvægur eiginleiki þegar lántaki hyggst greiða upp eða endurfjármagna lán sitt með því að kaupa tilsvareandi skuldabréf á markaði. Þetta kallar á að markaðurinn með sértryggð bréf verði sýnilegri en hann er í dag gagnvart einstaklingum, þ.á.m. upplýsingar um ávöxtunarkröfu, tilboð og viðskipti. Einnig er nauðsynlegt að fjárhæðamörk í viðskiptum með sértryggð bréf verði lækkuð og að lýsingar verði miðaðar við almenna fjárfesta.“

Þvert á móti er íslenskur skuldabréfamarkaður afar sýnilegur, auðvelt er að eiga viðskipti og upplýsingar um tilboð, viðskipti og ávöxtunarkröfu öllum aðgengilegar.

## Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir  
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller  
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson  
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Hafsteinn Hauksson  
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson  
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

## Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)