

# HAGFRÆÐISTOFNUN HÁSKÓLA ÍSLANDS

---

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands  
Odda v/Sturlugötu  
Sími: 525 4535/525 4500  
Fax: 525 4096  
Heimasíða: [www.ioes.hi.is](http://www.ioes.hi.is)  
Tölvufang: [tth@hi.is](mailto:tth@hi.is)

Skýrsla nr. C03:06

## **Áhrif rýmri veðheimilda Íbúðalánasjóðs á húsnæðisverð og hagstjórn**

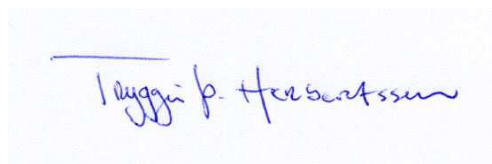
Skýrsla til Samtaka atvinnulífsins og Samtaka  
banka og verðbréfafyrirtækja

Október 2003

## Formáli

Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnarinnar vorið 2003 kveður á um að lánshlutfall almennra íbúðalána verði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna. Í samræmi við þetta setti félagsmálaráðherra á laggirnar þriggja manna ráðgjafarnefnd og skipaði verkefnisstjóra til að vinna að því að móta tillögur um framkvæmd málsins. Þá óskaði félagsmálaráðherra eftir formlegu samráði við fjölda aðila, m.a. á fjármálamarkaði og á vinnumarkaði. Sérstakur óformlegur vinnuhópur aðila innan vébanda Samtaka banka og verðbréfafyrirtækja og Samtaka atvinnulífsins var settur á stofn af þessu tilefni. Skemmst er frá því að segja að hópurinn fór þess á leit við Hagfræðistofnun þann 26. ágúst síðastliðinn að hún ynni hagræna greiningu á verðmyndun á íbúðamarkaði, einkum á höfuðborgarsvæðinu, þannig að orsakavaldar verðbreytinga verði greindir. Sérstök áhersla verði lögð á að kanna áhrif breytingar á lánareglum á verð íbúðarhúsnæðis. Þá kom fram að óhjákvæmilegur hluti greiningarinnar væri að skoða hugsanleg áhrif á hagstjórn á næstu árum. Þessi skýrsla er afrakstur þessarar vinnu og var hún unnin af sérfræðingum Hagfræðistofnunar, þeim Axeli Hall, M.Sc., Dr. Ásgeiri Jónssyni, Dr. Sigurði Jóhannessyni og undirrituðum.

Hagfræðistofnun í október 2003

A handwritten signature in blue ink, reading "Tryggvi Þ. Herbertsson". The signature is written in a cursive style and is positioned above a light blue rectangular background.

Dr. Tryggvi Þór Herbertsson,  
forstöðumaður.

## Efnisyfirlit

Formáli .....	3
Efnisyfirlit .....	4
Ágrip .....	5
1. Inngangur .....	8
2. Áhrif framboðs og eftirspurnar á fasteignaverð .....	9
3. Hagstjórn .....	25
Viðauki: Raungengisáhrif .....	30

## Ágrip

Hægt er að færa haldgóð rök fyrir því að langtímavirði húsnæðis sé nokkuð óháð skipan húsnæðislána. Ástæðuna má rekja til þess að á húsnæðismarkaði – líkt og á öðrum mörkuðum – myndast verð með samspili framboðs- og eftirspurnar. Ef húsnæðisverð fer hærra en sem nemur byggingarkostnaði myndast hvati til þess að byggja fleiri hús til að svara eftirspurninni. Hins vegar geta orðið tafir á því að framboð mæti óvæntri eftirspurn þar sem framkvæmdir geta tekið langan tíma. Nýbyggingar krefjast mikillar undirbúningsvinnu og fjármögnunar auk þess sem framkvæmdin sjálf tekur tíma. Eftirspurnin er aftur á móti mjög hvikul og getur aukist eða minnkað snögglega eftir því hvernig væntingar fólks breytast. Verð á húsnæði getur því hækkað vegna óvæntrar eftirspurnar, en að jafnaði aðeins tímabundið. Undantekningu frá þessari reglu má þó finna á svæðum sem eru eftirsótt en fullbyggð, t.d. í hverfum sem liggja miðsvæðis í Reykjavík, og því mun félagsleg lagskipting líklega aukast í kjölfar áðurgreindra breytinga.

Með því að rannsaka langtímasamband launa og húsnæðisverðs er hægt að festa hönd á langtímajafnvægi á húsnæðismarkaðinum og þannig meta hvort húsnæðisverð er vanmetið eða ofmetið. Það þýðir að hlutfallið á milli fasteignaverðs og launa er fast og niðurneglt þegar til lengri tíma er litið. Í hvert skipti sem markaðurinn hefur brugðið frá þessu raungildi – hvort sem er upp eða niður – hefur ekki liðið langur tími þar til það hefur færst aftur í fyrra horf. Þannig má sjá að afstaðnar hækkanir voru verðskuldaðar vegna þess að fasteignir voru á undirvirði miðað við kaupgetu almennings á árunum 1995–1999. Það leiðréttist síðan snögglega með miklum hækkunum á tíu mánuðum – frá maí 1999 til mars 2000. Þótt raungildi húsnæðis á mælikvarða launa hafi gefið örlítið eftir á árunum 2001–2002 hefur ríkt nokkur stöðugleiki á fasteignamarkaði þar sem hlutfallið á milli fasteignaverðs og launa er nokkuð nærri langtímagildi – allt fram á vordægur 2003. Af þessu má draga þá mikilvægu ályktun að þær hækkanir sem

fasteignamarkaðurinn hefur nú þegar tekið út geti staðist til lengri tíma, ef ekki kreppir verulega að á vinnumarkaði. Enn fremur mun launaskrið, ef það á sér stað nú á næstu misserum í tengslum við stóriðjuframkvæmdir fyrir austan, einnig koma fram með samhliða hækkunum á fasteignamarkaði.

Umfjöllun í 2. kafla skýrslunnar gefur til kynna að mögulega geti íbúðaverð til skamms tíma hækkað um allt að 11–16% – umfram það sem ella hefði orðið – verði tillögum um breytingar á fyrirkomulagi íbúðalána hrint í framkvæmd án frekari hliðarráðstafana. Til lengri tíma litið (4 til 6 ára) teljum við þó líklegt að raunverð húsnæðis lækki frá upphaflegum verðhækkunum og leiti aftur í langtímajafnvægi sem ekki er frábrugðið því verði sem ríkti fyrir breytingarnar. Þetta getur komið mjög illa niður á þeim sem eru með eiginfjármögnun í lágmarki þegar fjarar undan veðunum. Tímasetning í tillögnum er því lykilatriði. Því hægari sem aðlögunin verður þeim mun minni verður þrýstingurinn á verðhækkunir.

Þensla á fasteignamarkaði hækkar verðlag sjálfkrafa. Eins og útlitið er nú er tæpast borð fyrir báru hvað varðar peningamálastjórnunina. Íslenskt hagkerfi stefnir í miklar fjárfestingar og framkvæmdir og fyrirsjáanlegt er að ónýtt afkastageta, ef einhver er, mun ekki geta tekið við aukinni eftirspurn vegna hækkandi fasteignaverðs. Viðbrögð þeirra sem stjórna peningamálunum við hækkandi verðlagi eru hækkun vaxta í endurhverfum viðskiptum Seðlabanka og fjármálastofnana. Hækkun stýrivaxta leiðir síðan til hækkunar almennra vaxta og væntanlega til hækkunar nafngengis þegar fjárfestar á fjármálamarkaði nýta sér vaxtamun milli Íslands og annarra landa og færa stöðu sína úr erlendri mynt í íslenska. Þá mun hækkun vaxta leiða til þess að fjárfestingartækifærum fyrirtækja fækkar þegar arðsemiskrafan til nýrra fjárfestinga eykst, upp koma vandamál með hrakval við útlánastarfsemi og útlánaáhætta vex. Hækkun vaxta leiðir til þess að almenningur mun síður fjármagna neyslu sína með lánum og einkaneysla mun standa í stað eða dragast saman. Á endanum munu minni fjárfesting og einkaneysla draga úr verðbólgu. Heildaráhrifin verða þau að hækkun húsnæðisverðs hefur rutt í burt fjárfestingu og framleiðslugeta íslenska hagkerfisins er ekki jafnmikil og annars hefði orðið. Því er ljóst að hagstjórn á Íslandi verður afar vandasöm næstu árin.

Auk þess hafa mikil gjaldeyriskaup Seðlabankans á þessu ári orðið til þess að lausafé í bankakerfinu hefur aukist verulega og þannig hefur svigrúm fyrir vaxtaskiptasamninga vaxið. Þýðing þessa er tvíþætt. Í fyrsta lagi er líklegt að erlend eftirspurn eftir húsbréfum sem langtímafjárfestingu hafi verið ofmetin þar sem töluvert stór hluti hennar er aðeins skammtímahögnun aðila sem eru tímabundið að taka sér stöðu í íslenska hagkerfinu. Oftast er um að ræða svokallaða vogunarsjóði. Í öðru lagi gæti hækking skammtímvaxta, sem breytir halla tímarófs vaxta, orðið til þess að útlendingar yfirgæfu stöður sínar og ávöxtunarkrafa húsbréfa hækkaði snögglega. Niðurstaðan er því einfaldlega sú að mjög varasamt er að byggja breytingar á langtímaskipulagi húsnæðislána á erlendri eftirspurn sem er bæði óviss og hvikul.

## 1. Inngangur

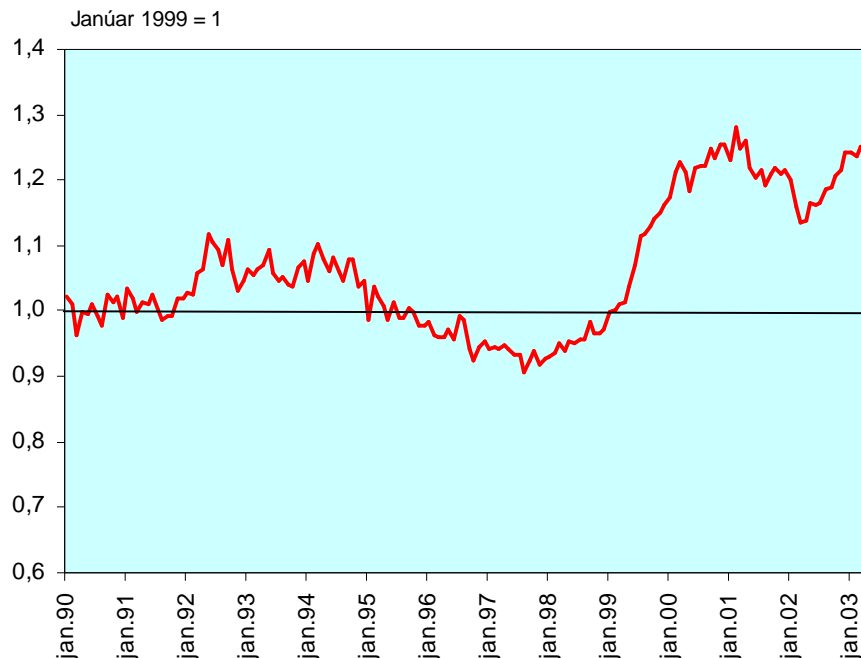
Til þess að greina áhrif fyrirhugaðra breytinga á húsbreifaútgáfu var ákveðið að skoða málið frá tveimur hliðum. Í fyrsta lagi með því að kanna áhrifin á fasteignamarkaðinn sjálfan, þ.e. verðþróun til lengri og skemmri tíma. Í öðru lagi að fjalla um þann hagstjórnarvanda sem téðar breytingar hafa mögulega í för með sér. Þessari greinargerð er hins vegar ekki ætlað að kveða upp neinn dóm um málið heldur aðeins reyna að tína til þau atriði sem máli skipta þegar skipan húsnæðislána er ákveðin og leggja hagfræðilegt mat á þessi sömu atriði. Er öðrum látið eftir að smíða efnislegar tillögur um hvernig skuli best staðið að breytingum á húsnæðislánum. Niðurstaðan er einfaldlega sú að breytingar á fyrirkomulagi húsnæðislána eru töluvert margslungnari en oft hefur verið látið í veðri vaka í umræðu síðustu missera.

## 2. Áhrif framboðs og eftirspurnar á fasteignaverð

### *Um langtímavirði fasteigna*

Hægt er að færa haldgóð rök fyrir því að langtímavirði húsnæðis sé nokkuð óháð skipan húsnæðislána. Ástæðuna má rekja til þess að á húsnæðismarkaði – líkt og á öðrum mörkuðum – myndast verð með samspili framboðs- og eftirspurnar. Ef húsnæðisverð fer hærra en sem nemur byggingarkostnaði myndast hvati til þess að byggja fleiri hús til að svara eftirspurninni. Hins vegar geta orðið tafir á því að framboð mæti óvæntri eftirspurn þar sem framkvæmdir geta tekið langan tíma. Verð á húsnæði getur því hækkað vegna óvæntrar eftirspurnar, en að jafnaði aðeins tímabundið. Undantekningu frá þessari reglu má þó finna á svæðum sem eru eftirsótt en fullbyggð.

Mynd 1 *Tobins q* fyrir íbúðir í fjölbýlishúsum á höfuðborgarsvæðinu





Hvatanum til byggingar nýs húsnæðis er lýst með svokölluðu *Tobins q* en þar er vegið saman markaðsverð fasteigna og byggingarkostnaður sömu eigna. Ef þetta hlutfall er 1 er verð nýbygginga jafnt byggingarkostnaði þeirra og jafnvægi ríkir á milli framboðs og eftirspurnar. Ef hins vegar *Tobins q* er stærra en 1 þá er markaðsvirði húseigna hærra en byggingarkostnaður og hvati myndast til nýbygginga. Hægt er að nálga *Tobins q* fyrir íbúðir í fjölbýlishúsum á höfuðborgarsvæðinu, sjá 1. mynd.

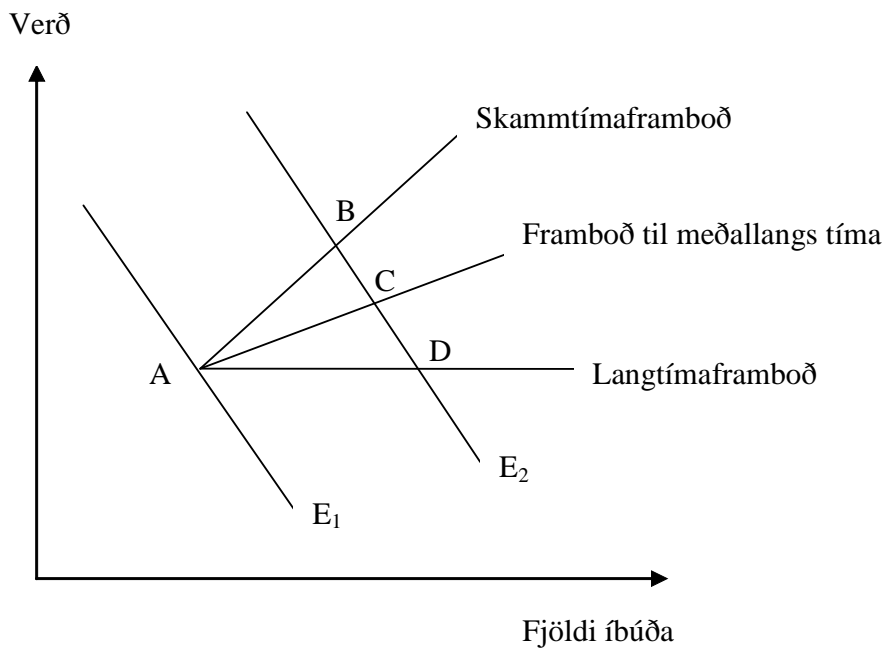
Vísitalan er reiknuð þannig að vísitölu byggingarkostnaðar er deilt upp í vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu. Þetta er auðvitað aðeins nálgun en réttara væri að deila kostnaði við nýbyggingar upp í endursöluverð húsnæðisins en þar sem upplýsingar um verð liggja ekki fyrir er þessi leið valin. Þar sem um er að ræða tvær vísitölur er erfitt að negla niður á hvaða stigi hlutfallið ætti að vera einn, en á myndinni hefur það verið staðfært (e. *normalized*) á gildi sem er líklega mjög nærri langtímagildi. Samkvæmt myndinni hefði átt að vera lítil hvati til nýbygginga fram til loka árs 1998 en eftir það hefur hvatin verið allverulegur og líklega hefur lóðaskortur á höfuðborgarsvæðinu orðið til þess að umsvif í byggingariðnaði hafa ekki orðið meiri en raun ber vitni.

### *Um tengsl framboðs og eftirspurnar*

Þó að færa megi rök fyrir því að framboð muni ætíð svara eftirspurn með þeim hætti að *Tobins q* standi á einum, getur verið nokkur töf á því að það gerist. Nýbyggingar krefjast mikillar undirbúningsvinnu og fjármögnunar auk þess sem framkvæmdin sjálf tekur tíma. Eftirspurnin er aftur á móti mjög hvikul og getur aukist eða minnkað snögglega eftir því hvernig væntingar fólks breytast. Ástæðan er einfaldlega sú að fólk hefur töluvert svigrúm hvað varðar fasteignakaup. Jafnvel þótt sú ákvörðun hafi verið tekin að stækka eða minnka við sig, fara úr foreldrahúsum eða stofna nýtt heimili, þá geta sjálf viðskiptin hlaupið á nokkurra ára tímabili. Fólk þótt þar til aðstæður eru metnar heppilegar, svo sem þegar væntingar eru um góðæri eða þegar búist er við að fasteignaverð sé á leið upp. Og ef allir hafa svipaða sýn á hvað teljist gott ástand og hvað vont – sem oft vill verða í litlu þjóðfélagi – getur eftirspurnin komið fram í stökkum með stuttum aðdraganda. Af þessum sökum getur verð á fasteignum leitað töluvert langt frá langtímajafnvægi vegna mismunandi viðbragðstíma framboðs og eftirspurnar.

Þessi tengsl verðs og eftirspurnar eru sett fram með formlegum hætti á 2. mynd. Þegar aukning verður á eftirspurn, t.d. í kjölfar tekjuaukningar, kemur það fram sem færsla eftirspurnarferilsins frá  $E_1$  til  $E_2$ . Möguleikar á nýbyggingum húsnæðis í kjölfar verðhækkunarinnar eru takmarkaðir og því kemur aukning eftirspurnar til skamms tíma fram í formi upphallandi og jafnvel lóðréttis framboðsferils (færsla úr punktinum A í punktinn B eða C eftir því til hversu langs tíma er horft). Til mjög skamms tíma er framboðið lóðrétt. Til langs tíma mun byggingariðnaðurinn, sem er háður aðfangakostnaði í formi hráefnis og launa, mæta aukinni eftirspurn að fullu í jafnvægi þar sem markaðsverð og nýbyggingarverð fasteigna haldast í hendur. Þetta kemur fram á myndinni hér fyrir neðan sem færslan frá A til D.

Mynd 2 Tímaáhrif aukinnar eftirspurnar á framboð íbúða



Vitaskuld eru því takmörk sett hve mörg hús er hægt að byggja á hverju svæði vegna lóðaskorts, þ.e. hve láréttur framboðsferillinn getur verið til langs tíma. Af þeim sökum mun lóðaverð hækka vegna mikillar eftirspurnar og þannig auka verðgildi húsnæðis á þessu sama svæði varanlega. Af þessu leiðir að húsnæðisverð – einkum á

höfuðborgarsvæðinu – mun hækka til lengdar umfram annað verðlag vegna hærra lóðaverðs. Lóðaverð er í raun gjald fyrir staðsetningu og hlýtur að ráðast af verðmati fólks á ýmsum lífsgæðum, nálægð við þjónustu, vinnustað, góðan skóla, sjávarsýn og svo framvegis. Þetta verðmat er hins vegar ekki óháð öðrum hagstærðum í landinu heldur hlýtur það að ráðast af kaupgetu almennings á hverjum tíma. Af þeim sökum má færa rök fyrir því að húsnæðisverð og laun ættu að fylgjast mjög náið að, en svo virðist sem fólk setji ákveðinn hluta af tekjum sínum sem pant til húsnæðiskaupa. Þetta sést vel ef raunstig fasteignaverðs er metið á mælikvarða launa. Það er einfaldlega gert með því að deila vísitölu fasteignaverðs (á nafnvirði) með launavísitölu Hagstofunnar eins og sýnt er á 3. mynd.

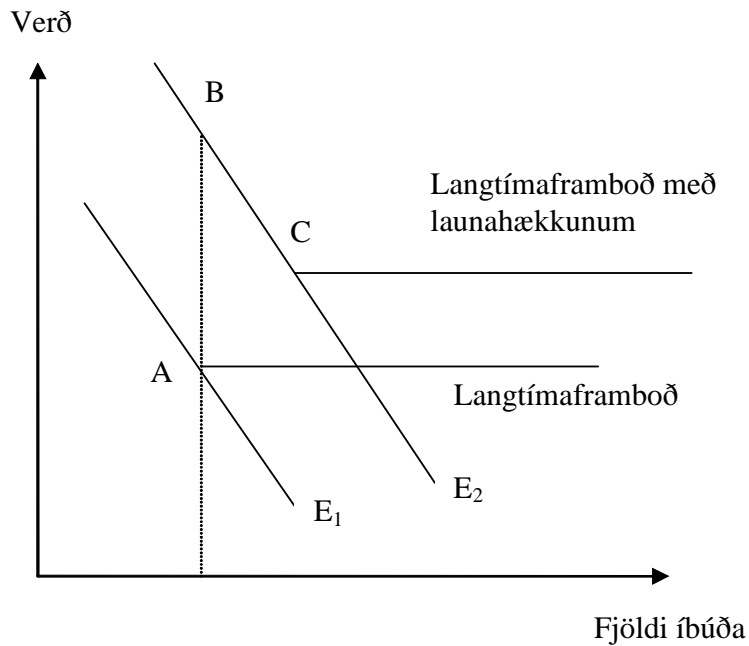
Mynd 3 Raunvirði húsnæðis á kaupmáttarmælikvarða frá 1981 til 2003



Á myndinni sést að ofangreint hlutfall hefur sveiflast í kringum ákveðið raungildi eða jafnvægi, sem hér hefur verið staðfært sem einn. Aukinheldur, ef húsnæðisverð hækkar verulega umfram laun hlýtur að skapast mikill hvati fyrir byggingarstarfsemi þar sem launakostnaður er stærsti hlutinn í byggingarkostnaði húsa. Þannig verður einnig aðlögun frá framboðshlið til þess að tryggja jafnvægi á milli launa og húsnæðisverðs á fasteignamarkaðinum.

Þetta sýnir að myndin af fasteignamarkaðinum er kannski ekki alveg jafneinföld og áður er lýst því framboðið til langs tíma hliðrast upp á við þar sem launakostnaður í byggingariðnaðinum fer vaxandi og þar með hækkar fasteignaverð í kjölfarið.

Mynd 4 Áhrif aukins kaupmáttar á eftirspurn



Á 4. mynd má sjá afleiðingu kaupmáttaraukningar á fasteignaverð. Þessi kaupmáttaraukning kemur fyrst fram í formi beinnar verðhækkunar (færslan frá A til B) en hækkunin gengur ekki til baka, eins og lýst var að ofan, heldur verður varanleg í punktinum C vegna þess að byggingarkostnaður hefur vaxið.

Með því að rannsaka langtímasamband launa og húsnæðisverðs er hægt að festa hönd á langtímajafnvægi á húsnæðismarkaðinum og þannig meta hvort húsnæðisverð er vanmetið eða ofmetið. Það þýðir að hlutfallið á milli fasteignaverðs og launa er fast og niðurneglt þegar til lengri tíma er litið. Í hvert skipti sem markaðurinn hefur brugðið frá þessu raungildi – hvort sem er upp eða niður – hefur það færst aftur í fyrra horf innan 4–6 ára eða eftir hreyfingum hagsveiflunnar. Þannig má sjá að afstaðnar hækkunir voru verðskuldaðar vegna þess að fasteignir voru á undirvirði miðað við kaupgetu almennings

á árunum 1995–1999. Það leiðréttist síðan snögglega með miklum hækkunum á launum á tíu mánuðum – frá maí 1999 til mars 2000. Þótt raungildi húsnæðis á mælikvarða launa hafi gefið örlítið eftir á árunum 2001–2002 hefur ríkt nokkur stöðugleiki á fasteignamarkaði þar sem hlutfallið á milli fasteignaverðs og launa hefur verið nokkuð nærri langtímagildi – allt fram á vordægur 2003.

Af þessu má draga þá mikilvægu ályktun að þær hækkanir sem fasteignamarkaðurinn hefur nú þegar tekið út geta staðist til lengri tíma, ef ekki kreppir verulega að með launalækkunum á vinnumarkaði. Enn fremur, ef launaskrið á sér stað nú á næstu misserum í tengslum við stóriðjuframkvæmdir fyrir austan, mun það einnig koma fram með samhliða hækkunum á fasteignamarkaði. Þær hækkanir þurfa ekki að vera skaðlegar ef:

- hækkanir á fasteignamarkaði verða ekki stórstígari en launahækkanir á sama tíma,
- launahækkanirnar ganga ekki hratt til baka að framkvæmdum loknum.

Hingað til hafa reglur um eigið fé til húseignakaupa verið mjög strangar hérlendis og lán til slíkra kaupa hafa einkum verið veitt af Húsnæðisstofnun og lífeyrissjóðum með fremur lágu veðsetningarhlutfalli. Þessi varkárni gerir kröfu um að fólk leggi til hliðar ákveðinn hluta af tekjunum í einhvern tíma áður en lagt er út í húsnæðis kaup. Margt bendir hins vegar til þess að brátt geti rýmkast verulega um hvað varðar húsnæðislán. Það er hvort tveggja að ríkisvaldið íhugar að auka verulega framboð á húsbréfum og enn fremur er líklegt að bankastofnanir muni í auknum mæli lána til húsnæðis kaupa og með herra veðsetningarhlutfalli en áður hefur tíðkast. Það gæti valdið tímabundinni bólu á húsnæðismarkaði þar sem fólk sem áður þurfti að bíða og spara getur keypt strax og enn fremur er líklegt að fólk muni nota tækifærið og komast í stærra húsnæði en ella. Hver einstaklingur hugsar sér gott til glóðarinnar með 90% lán en reiknar ekki með því að allir aðrir kaupendur á markaðinum búa við sömu kjör. Húsnæðisverð hækkar þar sem hver býður upp fyrir annan allt þar til kaupgetan er orðin jafnmikil og hún var áður en breytingin átti sér stað en fjárhagsstaða og veðsetning eru aftur á móti mun verri en áður.

Þá getur myndast skjálfti eða bóla – sem oft gerist á eignamörkuðum – að alls kyns óraunhæfar hugmyndir og væntingar um framtíðina spenna verðið ofar því sem viðgengist getur til lengdar. Hins vegar bendir fátt til þess að áðurgreind langtímatengsl á milli fasteignaverðs muni hníkast til, jafnvel þó veðheimildir rýmki, enda þarf að greiða af lánunum og heimilin hafa eftir sem áður aðeins ákveðið hlutfall af tekjum sínum sem þau geta varið til húsnæðis.

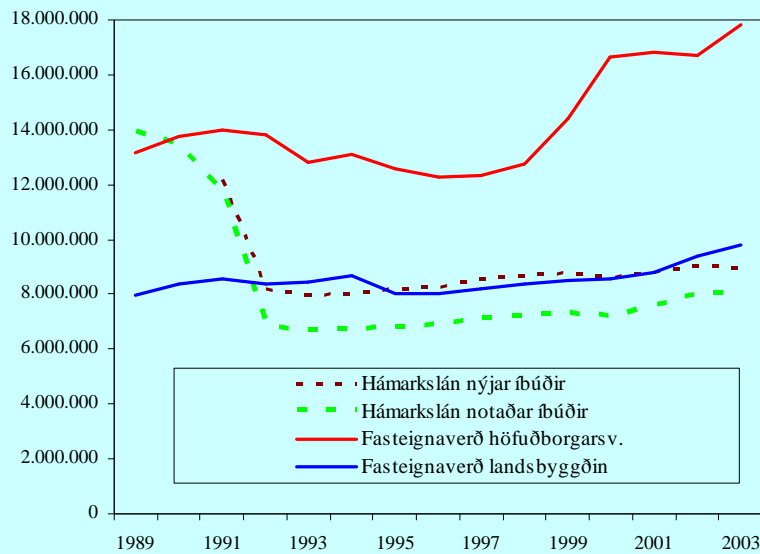
### Rammi 1 Húsnæðisverð og húsbrefalán

Útgáfa húsbrefa hefur aukist stórum skrefum á undanförunum árum. Frá 1998 hafa útlánin ávallt vaxið um meira en 10% á ári (á verðlagi hvers árs), mest þó frá 1998–1999 þegar útistandandi húsbref bólgnuðu út um rúmlega 30%. Þá og árið á eftir hækkaði húsnæðisverð talsvert. Árið 1999 gengu í gildi lög um Íbúðalánasjóð. Þá tóku svokölluð viðbótarlán við af félagslegum íbúðalánunum. Lánin voru ætluð fólki með tiltölulega litlar tekjur og eignir. Tekju- og eignamörk viðbótarlána voru rýmkuð mikið í upphafi árs 2001. Frá upphafi lánanna árið 1999 hefur sveitarfélögum verið heimilt að víkja frá mörkunum – og er það líkast til megin skýringin á miklum vexti þeirra undanfarin ár. Fjárhæð húsnæðisbrefa jókst um 40% á ári frá lokum árs 1998 til ársloka 2001.

Með stofnun Íbúðalánasjóðs árið 1999 rýmkuðust tekjumörk í húsbrefakerfinu þannig að fólk með háar tekjur gat tekið meira lán en áður. Áður var miðað við að greiðslubyrði af lánunum færi yfirleitt ekki yfir 18% af brúttótekjum, en með undanþágu mátti hún mest fara í 30%. Árið 1999 hurfu slík mörk að því gefnu að sýnt væri fram á að hægt væri að standa undir greiðslubyrðinni. Hámarksfjárhæðir lána í húsbrefakerfinu hafa ekki breyst mikið umfram verðlag undanfarin ár, eins og sjá má á myndinni hér að neðan. Aðrar ívilnanir, sem lýst hefur verið hér að framan, og þá einkum þær sem urðu með stofnun Íbúðalánasjóðs árið 1999, eru líklegri skýringar á útlánaaukningunni undanfarin ár. Aukinn kaupmáttur launa í þjóðfélaginu á þó líklega mestan þátt í meiri lánunum og hækkanði húsnæðisverði undanfarin ár, en náði samband virðist milli launa og húsnæðisverðs, eins og lýst er annars staðar í skýrslunni. Hér er þó erfitt að greina

frumorsökina, því að ekki er að vita nema húsnæðislán eigi sinn þátt í aukinni neyslu, þenslu og háum kaupmætti.

Hámarkslán í húsnæðiskerfinu og fasteignaverð miðað við fast verð neyslu árið 2003



#### Tímasetning breytinga á húsnæðislausn og fasteignaverð

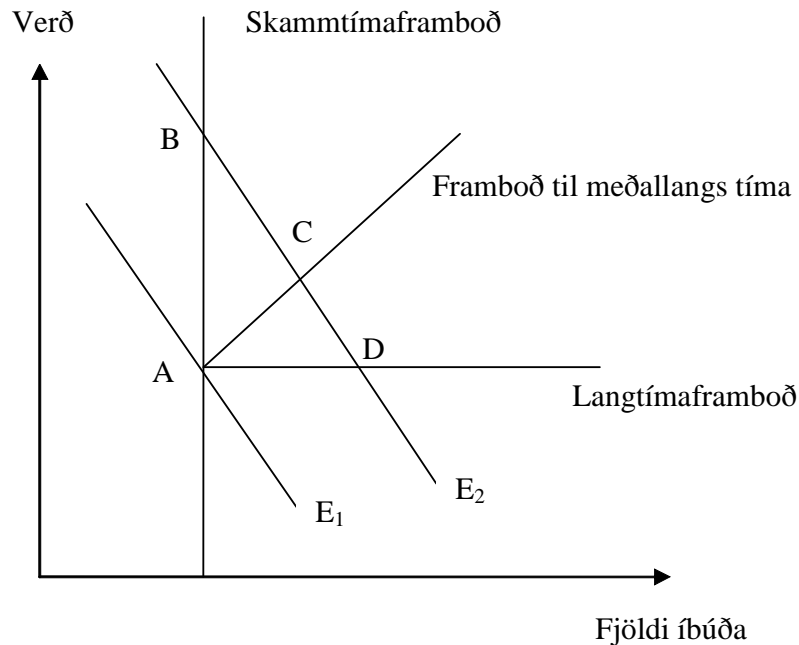
Áhugavert er að skoða tímaferil breytinga á verði og magni íbúðarhúsnæðis sem að öllum líkindum munu eiga sér stað á fasteignamarkaðinum í kjölfar aukins lánsfjárframboðs. Með tillögum félagsmálaráðherra um nýja skipan lána Íbúðalánasjóðs munu bæði hámarkslán og hlutfall fjármögnunar hækka. Þetta leiðir til þess að kaupendur á fasteignamarkaði þurfa ekki í jafnríkum mæli og áður að leita til annarra lánastofnana með lánaþingreiðslu. Vaxtakjör Íbúðalánasjóðs eru lægri og leiða þannig til aukinnar getu til lántöku sem síðan spennir upp tilboð á markaðinum. Til mjög skamms tíma er framboðið tregbreytanlegt og nær fast, þ.e. verðhækkun skilar sér ekki í auknu framboði nýbygginga í bráð. Við þessar aðstæður munu auknar lántökur í íbúðalánakerfinu og hækkan kaupgetu koma beint fram í verðlagi fasteigna. Kaupandinn stendur því frammi fyrir óbreyttu húsnæði á herra verði og með hærri lán. Þegar frá líður mun hækkan fasteignaverðs hvetja til aukinna nýbygginga, eins og áður er lýst, og fasteignaverð mun

lækka. Það þarf ekki að birtast í formi nafnverðslækkunar heldur getur það endurspeglast í því að verðþróun fasteigna fylgi ekki almennri verðlagsþróun og raunvirði fasteigna muni lækka. Þetta mun ekki gerast á öllum markaðinum. Á sumum svæðum á höfuðborgarsvæðinu eru engin laus svæði til nýbygginga og hækkanir geta því orðið varanlegar. Nú er verð fasteigna ólíkt eftir svæðum innan höfuðborgarsvæðisins og á þeim svæðum þar sem framboðið er nær lóðrétt, bæði til skamms og langs tíma, er ólíklegt að mjög mikið dragi úr eftirspurninni vegna framboðs á öðrum svæðum. Smekkur fólks ræður mjög ferðinni við íbúðakaup og þar skiptir staðsetning verulegu máli eins og áður hefur verið nefnt. Aukning framboðs á öðrum svæðum ætti að öðru jöfnu að draga úr eftirspurn á þessum eftirsóttu svæðum en í hugum þeirra einstaklinga, þar sem slík staðkvæmd þykir lítt fýsileg, mun eftirspurnin að öllum líkindum standa í stað eða hreyfast lítið og áhrif aukningar lána birtast í varanlegri verðhækkun. Þó verður að líta til þess að þar sem framboðið er nær lóðrétt, á svæðum þar sem ekki er rúm fyrir fleiri nýbyggingar, þar mun framboðið samt verða næmt fyrir verðhækkun. Því ef verð hækkar mjög mikið á ákveðnum svæðum umfram önnur þá mun fórnarkostnaður þess að búa þar hækka og fólk freistast til þess að flytja til annarra svæða þar sem stærra húsnæði fæst á sama verði. Þetta getur aukið enn á félagslega lagskiptingu í hverfum innan höfuðborgarsvæðisins.

Þar sem framboðið mun breytast í kjölfar hækkunar á fasteignaverði er það líklegt til að valda því að upphaflegar verðhækkanir gangi að hluta til baka. Það getur valdið ákveðnum vanda því ef veðsetningarhlutfall er almennt komið í 90% eru möguleikar til eigin fjármögnunar orðnir litlir og því lítið rúm fyrir lækkanir sem munu að öllu leyti birtast í formi lægra hlutfalls eiginfjár í eigninni. Hér komum við að þeim þætti sem skiptir höfuðmáli og það eru mögulegar tímasetningar fyrirhugaðra breytinga. Verði aðlögunin á skömmum tíma mun það koma fram í mikill aukningu á eftirspurn, sem birtist á 5. mynd í formi færslu frá  $E_1$  til  $E_2$ , og þeim mun stærri verður verða aðlögunin frá punktinum B til punktsins C og á endanum til punktsins D á þeim svæðum þar sem raunvirði fasteigna mun yfirleitt lækka. Þeim mun betur sem aðlögun er stillt þeim mun auðveldara verður að ná fram færslunni frá punktinum A til D án verulegra verðlagsáhrifa.



Mynd 5 Tímaferill framboðs á íbúðarhúsnæði



En hver er þá möguleg verðhækkun, þ.e. hve mikil er færslan í krónum talið þegar farið er úr punkti A í punkt B?

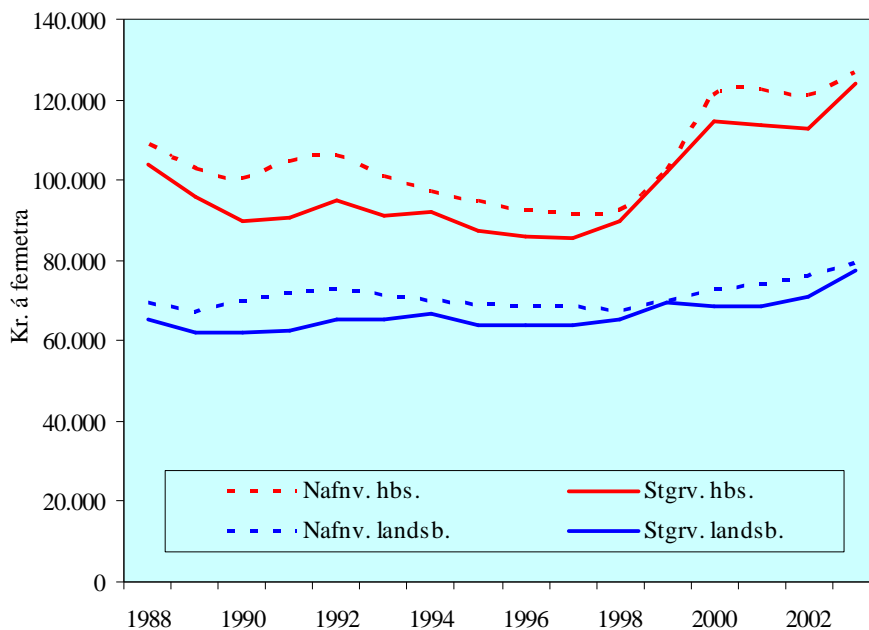
#### *Áhrif vaxtabreytinga á húsnæðisverð*

Fasteignamat ríkisins fær upplýsingar um alla kaupsamninga húsnæðis hér á landi og reiknar út fermetraverð. Tvær tölur koma þar fram, annars vegar nafnverð samninga og hins vegar staðgreiðsluverð. Greiðslur skiptast yfirleitt í útborgun í reiðufé, húsbref og það að kaupandi tekur á sig húsnæðislán fyrri eiganda. Munurinn á nafnverði og staðgreiðsluverði fasteigna liggur í því að útborgun dreifist yfirleitt á nokkurn tíma, munur er á nafnverði húsbrefa og markaðsverði og munur er á markaðsvöxtum nýrra lána og vaxta á lánum sem húskaupandi tekur á sig. Þegar litið er á nafnverð er ekki gerður greinarmunur á fé sem reitt er af hendi nú og því sem greitt er eftir ár. Í huga flestra er þó munur þar á, sem endurspeglast í vöxtum á fjármagnsmarkaði. Munur á nafnverði og markaðsverði húsbrefa stafar af því að nafnvextir á húsbrefum eru jafnan ekki þeir sömu og vextir á markaði. Ef markaðsvextir eru hærri en nafnvextirnir eru afföll af bréfunum á

markaði. Með öðrum orðum fæst ekki fyrir þau sú fjárhæð sem letruð er á þau. Þegar markaðurinn fer fram á lægri vexti en bréfin bera (eins og að undanförmu) er yfirverð á bréfunum. Eins skiptir það máli ef vextir af fyrri húsnæðislánnum sem fylgja eigninni eru aðrir en vextir á markaði þegar kaupun eru gerð.

Fasteignamatíð færir útborgun til núvirðis með sömu yfirdráttarvöxtum og lán með ávöxtunarkröfu húsbrefta á markaði. Staðgreiðsluverð á að vera sem næst ígildi greiðslna í reiðufé. Það er hið raunverulega kaupverð eignanna. Gildi nafnverðs felst einkum í því að oft er miðað við það í fasteignaviðskiptum, því að misbrestur er á því að fasteignasalar, kaupendur og seljendur reikni út raunverulegt kaupverð. Því er oft meira horft á nafnverð en staðgreiðsluverð í kaupsamningum. Þess vegna er fróðlegt að skoða breytingar á því.

Mynd 6 Nafnverð og staðgreiðsluverð húsnæðis á fermetra á höfuðborgarsvæði og á landsbyggðinni, á föstu verðlagi (án húsnæðis) ársins 2003



Á 6. mynd sést að nokkur munur getur verið á sveiflum í nafnverði og staðgreiðsluverði fasteigna þó að raðirnar fylgist að mestu leyti að. Lítil munur var á nafnverði og staðgreiðsluverði húsnæðis árið 1999. Þá var ávöxtunarkrafa lág á húsbrefamarkaði og yfirverð á húsbrefum. Yfirverðið vó um það bil upp núvirðingu á útborgun. Munurinn

jókst síðan á ný með hækkandi ávöxtunarkröfu árið 2000. Árið 2003 er svo aftur komið yfirverð á húsbrefum og nafnverð og staðgreiðsluverð húsnæðis er nánast hið sama. Þegar litið er á mikilvægi nafnverðs í umræðunni má velta því fyrir sér hvort það kunni stundum að segja meira en staðgreiðsluverð um ástandið á fasteignamarkaði.

Á myndinni sést að nafnverð húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hækkar mun meira en staðgreiðsluverð frá 1999 til 2000. Nafnverðið kann að sýna betur þensluna á húsnæðismarkaði í höfuðborginni á þessum tíma. Þegar hins vegar er litið á hækkunina 1999–2003 er verðbreytingin nánast sú sama.

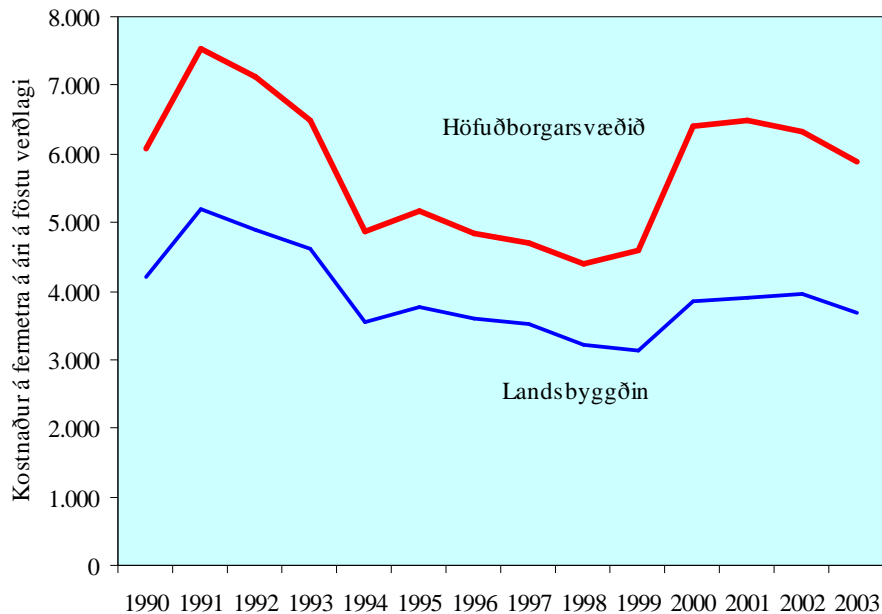
Þegar húsnæði er keypt lítur kaupandi ekki fyrst og fremst til verðs fasteignar heldur til þess kostnaðar sem hann á eftir að hafa af húsnæðinu. Kostnaðurinn ræðst af afskriftum, fjármagnskostnaði, sköttum og fleira. Í grófum dráttum má lýsa kostnaði húseiganda þannig:

$$(r + \delta)H - b$$

þar sem  $H$  er kaupverð húsnæðis,  $r$  eru vextir,  $\delta$  afskriftahlutfall og  $b$  eru vaxtabætur að frádregnum fasteignagjöldum. Vexti þarf ekki einungis að reikna af lánum sem hvíla á húsnæðinu heldur einnig af eigin fé, sem myndi skila vöxtum ef það væri ekki bundið í húsnæðinu. Afskriftir endurspeglar rýrnun á verðmæti hússins með tímanum, með veðrun og sliti og vegna þess að það verður óhentugra (t.d. vegna þess að smekkur fólks og kröfur breytast). Mestu sveiflurnar eru á vöxtum og húsnæðisverði. Til einföldunar eru húsbrefavextir látnir lýsa  $r$  (raunhæfara er að eignir séu látnar dreifast eitthvað) og  $\delta$  og  $b$  er sleppt. Með þessu má fá grófa mynd af því hvernig húsnæðiskostnaður hefur breyst á liðnum árum, sjá 7. mynd.

Þegar fasteignaverð hækkar eykst húsnæðiskostnaður að sama skapi. Kostnaðurinn minnkar hins vegar þegar vextir lækka. Lækkun húsbrefavaxta að undanfögnu hefur því haft í för með sér kjarabót fyrir húskaupendur, sem vegur upp verðhækkun húsnæðis. Samkvæmt þeim einföldu útreikningum sem liggja að baki 8. mynd er húsnæðiskostnaður óvenjuhár árið 2003, en hann er þó nokkru minni en 1991.

Mynd 7 Húsnæðiskostnaður á fermetra á ári á höfuðborgarsvæði og landsbyggðinni á föstu verðlagi (án húsnæðis) ársins 2003



### Skammtímahækkun fasteignaverðs

Þegar þetta er skrifað liggja ekki fyrir mótaðar tillögur um breytingar á húsnæðislánnum. Hins vegar má ráða af yfirlýsingum ráðuneytisins og frétttaflutningi af málinu að fyrirhugaðar breytingar verði þríþættar.

- 1) Íbúðalánasjóði verði heimilað að lána öllum viðskiptavinum sínum til fjármögnunar 90% af matsverði íbúðarhúsnæðis að ákveðnu hámarki.
- 2) Matsverð íbúðarhúsnæðis verði kaupverð, byggingarkostnaður eða brunabótamat eftir því hver lægsta fjárhæð reynist hverju sinni.
- 3) Hámarkslán íbúðarlána hækki frá því sem nú er.

Hægt er að skoða hver hækkun fasteignaverðs verður ef aðgerðirnar sem kynntar eru verða framkvæmdar á skömmum tíma. Á mynd 5 svarar þessi hækkun til færslunnar frá punkti A til punkts B. Áhrifin eru í fyrstu þau að greiðslubyrði nýrra lána lækkar. Það skýrist af lengri lánstíma (40 ár í stað 30 ára áður) og lægra vaxtastigi í krafti

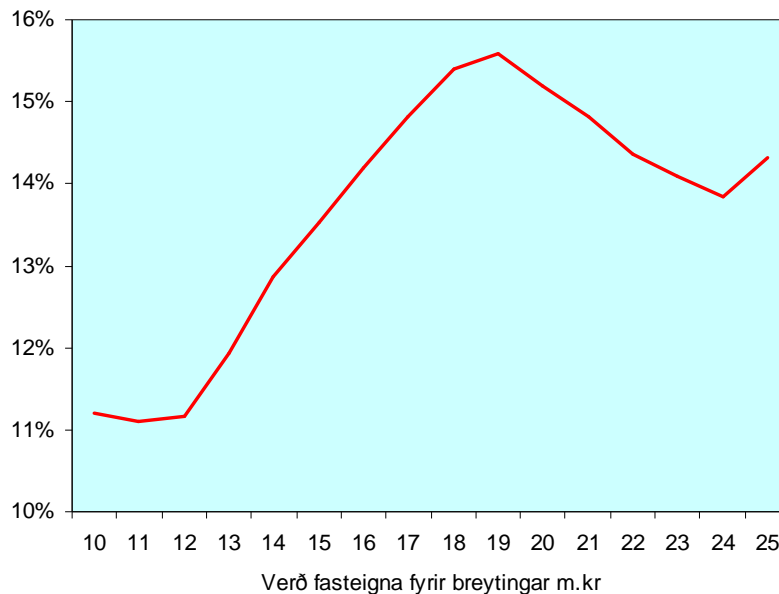
ríkisábyrgðar hjá Íbúðalánasjóði heldur en almennt eru í boði hjá bönkum og lífeyrissjóðum. Landsbankinn reiknaði út möguleg áhrif boðaðra breytinga. Hagfræðistofnun hefur farið yfir útreikningana og gerir ekki athugasemd við þá, enda eru þeir í samræmi við greininguna hér að framan um samband kaupmáttar og fasteignaverðs. Niðurstöður Landsbankans byggjast á eftirfarandi forsendum:

- eigin fjármögnun er 20% sem byggist á því meðaltali sem tíðkast hjá þeim sem nú hafa aðgang að 90% lánum,
- keypt er notuð eign og ekki er verið að kaupa í fyrsta sinn. Hámarkslán er þá nú 65%, 5,1% vextir og engin afföll,
- kaupandi hefur aðgang að lífeyrissjóðsláni sem er sett á fyrsta veðrétt á undan íbúðalánasjóði. 65% veðheimild nýtist því að fullu þótt lánsheimild fari yfir 8 milljónir kr. Lífeyrissjóðslánið er verðtryggt jafngreiðslulán til 30 ára með vöxtum húsbrefalána að viðbættum 0,7%,
- dugi þessi lán ekki er leitað til annarra fjármálastofnana sem veita 9,5% verðtryggt lán til 30 ára,
- gert er ráð fyrir að verðbólga sé engin og vextir þeir sömu í húsbrefakerfinu eftir breytingu,
- ekki er tekið tillit til vaxtabóta.

Miðað við þessar forsendur er mánaðarleg greiðslubyrði lána vegna kaupa á 10 milljóna króna eign 45.200 kr. í núverandi kerfi en yrði að öðru óbreyttu 12% lægri eða 39.700 kr. í nýju kerfi. Miðað við sömu forsendur yrði mánaðarleg greiðslubyrði lána vegna kaupa á 20 milljóna króna eign 95.400 kr. í núverandi kerfi en 15% lægri í nýju kerfi eða 79.300 kr. Þegar greiðslubyrðin lækkar er líklegt að neytendur vilji nota það rúm sem skapast til að kaupa stærri eignir. Þannig samsvarar greiðslubyrði af 10 milljóna króna eign greiðslubyrði af 11,1 milljónar króna dýrari eign en áður. Þetta er hægt að reikna fyrir allar fjárhæðir og svarar til aukningar eftirspurnarinnar eins og lýst er á 5. mynd að ofan. Niðurstöðum þessara útreikninga er lýst á 8. mynd. Því dýrari sem eignirnar eru þeim mun þyngra vegur aukin lánveiting hjá Íbúðalánasjóði sem kemur í stað annarra lána sem voru með hærri vöxtum og skemmri lánstíma. Hækkun nær hámarki fyrir húsnæði sem er

verðlagt á því verði sem svarar til 20 milljóna króna og fengi þannig hámarkslán 18 milljónir kr.

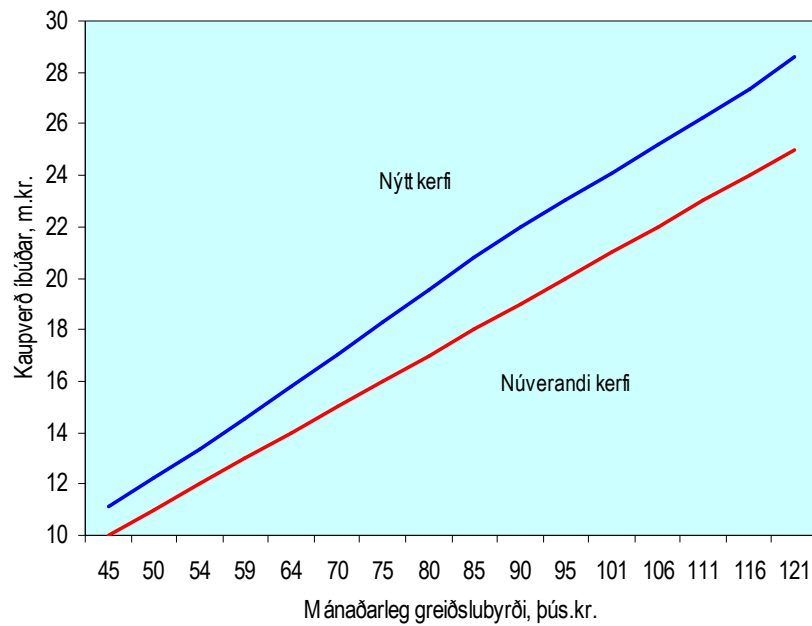
Mynd 8 Mögulegar hækkunir fasteigna við tregbreytanlegt framboð til skamms tíma



Hægt er að skoða muninn á kaupgetu einstaklinga í krónum talið í núverandi kerfi og þeirri sem fram kemur í tillögum ráðherra ef gengið er út frá því að eigin fjármögnun og greiðslubyrði sé óbreytt eins og gert er á 9. mynd. Hækkun kaupgetu er þannig komin fram í lengri lánstíma og lægri vaxtaþrósentu.

Umfjöllunin hér að framan gefur til kynna að mögulega geti íbúðaverð til skamms tíma hækkað um allt að 11–16%, sé tillögum um breytingar á fyrirkomulagi íbúðalána hrint í framkvæmd á skömmum tíma án frekari hliðarráðstafana. Hins vegar er þetta að öllum líkindum vanmat vegna þess að gert er ráð fyrir að möguleikar til 90% veðsetningar séu þegar fyrir hendi með öðrum lánaleiðum, t.d. aðstoð lífeyrissjóða, bankalána og lána með veði í eignum skyldmenna. Í raun og veru eru lántökumöguleikar margra einstaklinga mun takmarkaðri en þetta gefur til kynna. Til að mynda fylgja margir lífeyrissjóðir þeim starfsreglum að lána ekki meira en sem svarar 55% af metnu markaðsvirði eignar, auk þess sem fjölskyldusilfri er töluvert misdreift.

Mynd 9 Munur á kaupgetu í núverandi kerfi og í nýju kerfi



Til lengri tíma teljum við þó líklegt að raunverð húsnæðis lækki frá upphaflegum verðhækkunum og leiti aftur í langtíma jafnvægi sem er í samræmi við langtíma launastig. Þetta getur komið mjög illa niður á þeim sem eru með eigin fjármögnun í lágmarki þegar fjarar undan veðunum. Tímasetning í tillögum er því lykilatriði. Því hægari sem aðlögunin verður þeim mun minni verður þrýstingurinn á verðhækkunarir.

### 3. Hagstjórn

#### *Almennur vandi*

Hér að framan eru færð rök fyrir því að skipulag húsnæðislána hafi ekki nema óveruleg áhrif á langtímaverð fasteigna. Hins vegar geta áhrif breytinga í skipulagi húsnæðislána verið töluverð þegar til skemmri tíma er litið vegna þess hve tregbreytanlegt framboðið er og vegna þess að lántaka og eignastaða heimilanna hafa mikil áhrif á fjármálamarkaðinn. Af þeim sökum skiptir miklu máli hvaða aðstæður ríkja í efnahagslífinu þegar breytingar eiga sér stað á fasteignamarkaðinum. Eins og staðan er nú er líklegt að heilbrigði íslenska hagkerfisins muni að töluvert miklu leyti ráðast af ástandi fasteignamarkaðarins nokkur næstu ár. Fyrirtæki í verslun og þjónustu fjárfestu mikið á árunum 1997–2001 og munu tæpast hyggja aftur á stórræði í þeim efnum í fyrirsjáanlegri uppsveiflu, enda er töluverð umframframleiðslugeta fyrir hendi í þessum geira. Fyrir önnur fyrirtæki í útflutningi eða iðnaði blasir aðeins við varnarbarátta vegna hás gengis krónunnar. Því er líklegt að helsta leiðni framkvæmdanna á Austurlandi yfir í þenslu á höfuðborgarsvæðinu muni liggja um fasteignaverð. Hærra fasteignaverð mun hafa eftirfarandi þjóðhagsleg áhrif við núverandi aðstæður:

- Það mun leggjast á sveif með hærra gengi krónunnar til þess að skapa þenslu í byggingariðnaði á höfuðborgarsvæðinu. Þetta gerist vegna þess að byggingarkostnaður lækkar í hlutfalli við markaðsverð húsnæðis sem hvetur til nýbygginga (þegar  $Tobins\ q$  verður hærra en 1). En einnig mun hærra gengi krónunnar leiða til þess að verð á innfluttum byggingarefnum lækkar og nýbyggingar verða ódýrari sem því nemur. Byggingariðnaðurinn er fremur vinnuaflsfrekur og uppsveifla þar mun því auka eftirspurn eftir vinnuafli og valda launaskriði ef ekki er nægilegt framboð á vinnuafli.
- Það mun hvetja til neyslu og skuldsetningar heimilanna. Þetta gerist vegna þess að auður íslenskra heimila er að mestu fólgin í húseignum og ef húseignirnar hækka



Í verði fær almenningur auðstílfirningu og leyfir sér meiri neyslu. Hér getur verið um töluverð áhrif að ræða en ef heildarvirði húseigna er t.d. 1.000 milljarðar mun 1% hækkun fasteignaverðs auka auð heimilanna um 10 milljarða. Enn fremur skapar hærra markaðsvirði aukið svigrúm til meiri veðsetningar sem einnig getur stuðlað að einkaneyslu. Í þriðja lagi getur hærra húsnæðisverð aukið tilfærslu fjármagns á milli tímabila og kynslóða. Þegar lántaka á sér stað er í raun og veru verið að færa fjármagn á milli tímabila þar sem framtíðartekjur kaupanda eru færðar seljanda í skiptum fyrir húsnæði. Þannig að eftir því sem húsnæðisverð er hærra þeim mun meiri er þessi færsla á milli tímabila í hendur seljanda sem hlýtur að auka við neyslu dagsins í dag á kostnað framtíðar nema því aðeins að seljandi leggi mismuninn til hliðar sem sparnað.

- Það mun skapa þörf á aukinni húsbreifaútgáfu og þannig hækka almennt langtímavaxtastig í landinu samhliða því að hækka gengi krónunnar enn frekar. Lægra verð á innflutningi mun freista fólks til að auka neyslu á innfluttum vörum og einnig hvetja byggingariðnaðinn áfram eins og áður segir.
- Það mun enn fremur koma beint fram í vísitölu neysluverðs sem einn útgjaldaliður heimilanna. Þannig getur mikil hækkun á fasteignaverði skapað verðbólguþrýsting sem Seðlabankinn verður að bregðast við með vaxtahækkunum og aðhaldssamri peningamálastefnu sem kemur illa við atvinnulífið.

Þessi ofangreindu áhrif, vegna hærra fasteignaverðs, þyrftu í sjálfu sér ekki að vera neikvæð. Raunar gætu þau verið mjög jákvæð ef efnahagslífið væri í niðursveiflu, atvinnuleysi væri til staðar, vaxtastig lágt, gengi krónunnar væri lágt skráð, verðbólga væri ekki vandamál og fasteignaverð neðan við langtímajafnvægi. Ef aftur á móti þensla er til staðar í efnahagslífinu, eins og búist er við að verði næstu árin, eru þessi áhrif mjög neikvæð og auka mjög við hagstjórnarvanda stjórnvalda sem þurfa að eiga við þrjár tegundir af verðbólgu:

- verðhækkanir á mörkuðum fyrir vöru og þjónustu sem er hin hefðbundna skilgreining á verðbólgu,

- verðhækkanir á mörkuðum fyrir vinnuafli, þ.e. launahækkanir sem eru umfram varanlega framleiðniaukningu hagkerfisins,
- verðhækkanir á eignamörkuðum, sem í þessu sambandi á einkum við um fasteignir.

Verðbólga á vöru- og þjónustumörkuðum kemur illa við skuldsett heimilin þar sem greiðslubyrði lána þyngist og þegar skuldir heimilanna eru verðtryggðar gerist þetta sjálfkrafa. En jafnvel þótt verðtrygging væri ekki fyrir hendi myndu sömu áhrif eiga sér stað því á frjálsum markaði mun hærri verðbólga leiða til hærri nafnvaxta til að halda jafnvægi í raunvöxtum sem einnig hlýtur að þyngja greiðslubyrðina. Raunar er verðtrygging skárrí kostur í þessu tilliti en þar sem verðbóløguskellir koma fram sem uppfærsla á höfuðstól sem hækkar ekki höfuðstól til jafns við hækkun nafnvaxta sem annars hlytist af hárri verðbólgu. Af þessum sökum vex greiðslubyrði ekki jafnmikið af völdum verðbólgu. Verðtrygging er því líkleg til þess að draga úr líkum á því að verðbóløguskellir geti valdið gjaldþrotum ef fjármagnsviðskipti eru frjáls. Verra er þó að ef verðbólgan kemst verulega á skrið í uppsveiflu getur niðursveiflan orðið mjög sársaukafull, þar sem launahækkanir nema staðar áður en verðbólga og vextir fara að gefa eftir. Afleiðingar þess lýsa sér í gjaldþrotum eða með því að fólk neyðist til þess að selja eignir á niðursettu verði. Þessu til viðbótar getur þrálát verðbólga orðið til verulegs skaða fyrir verðmætasköpun þegar til lengri tíma er litið.

Launaverðbólga, sem stafar af þenslu á vinnumarkaði, getur einnig getið af sér slæma hluti. Hægt er að nefna nokkur dæmi því til staðfestingar:

- fólk tekur ákvarðanir um húsnæðis kaup með mun hærri tekjur í huga en staðist getur til lengri tíma,
- góðærishækkanir og of hátt launastig geta leitt til fjöldaatvinnuleysis þegar niðursveifla tekur við og atvinnulífið getur ekki staðið undir sama launastigi.

Það er reynsla flestra ríkja að tekjuflökt er mest hjá tekjulægstu hópnum. Þetta gerist m.a. vegna þess að margar þær atvinnugreinar sem hafa hátt hlutfall af ófaglærðu

starfsfólki, svo sem byggingariðnaður, verslun og þjónusta, þurfa einnig að fást við mun meiri sveiflur í veltu og umsvifum en fyrirtæki í öðrum greinum og hafa því minni stöðugleika í mannahaldi. Það sem skiptir mestu eru almennar breytingar, eftir efnahagsaðstæðum hverju sinni, á eftirspurn eftir vinnuafli. Fyrirtækin vilja bæta við sig starfsmönnum í uppsveiflu vegna aukinna umsvifa sem verður til þess að eftirspurn eftir vinnuafli eykst verulega. En fljótlega fer að sneyðast um hæft starfsfólk og fyrirtækin verða að lækka kröfur sínar og jafnvel leggja út í töluverðan kostnað við þjálfun starfsmanna. Þannig aukast atvinnutækifæri ófaglærðra, og þeirra sem hafa litla starfsreynslu, og launin hækka. Þessi þróun gengur síðan til baka í niðursveiflu. Samanlagt verður þetta til þess að laun ófaglærðra verða fyrir mestum áhrifum af efnahagsástandi og geta þau því oft orðið illa úti á niðursveiflutímum.

Að síðustu getur fasteignaverðbólga verið mjög dýrkeypt fyrir efnahagslífið. Ekki verður horft framhjá því að bróðurparturinn af eignum íslenskra heimila er bundinn í steinsteypu og skuldaaukning íslenskra heimila á síðustu árum hefur verið studd af verulegri eignaaukningu á sama tíma. Ef eignaaukning á sér stað án innstæðu (sjá umfjöllun um langtímavirði fasteigna hér að framan) mun hún ganga til baka. Þetta er vel þekkt á eignamörkuðum – svo sem með hlutabréf – og hið sama á við um fasteignamarkaðinn. Og þótt húseignir virðist vera varanleg verðmæti, sem – öfugt við verðbréf eða aðrar pappírseignir – ættu að halda verðgildi sínu í gegnum þykkt og þunnt, þá er það alls ekki svo. Verð á fasteignum getur hrunið eins og verð á öðrum eignum eins og gerst hefur í nágrrannalöndum okkar. Áhrifin af slíku hruni á fasteignamarkaði eru mun verri en ef slíkt hrun á sér stað á hlutabréfaeign þar sem eignarhald á íbúðarhúsnæði er mun almennara en eignarhald á hlutabréfum, auk þess sem mun fleiri taka lán fyrir íbúðum en hlutabréfum. Ef eignastaðan lækkar er hætt við því að skuldirnar fjari uppi til ómælds skaða fyrir íslenskar fjármagnsstofnanir.

Þetta bendir einnig til þess að velferðarkostnaður vegna hagsveiflna sé mun hærri en oft er gefið til kynna, þar sem hinir tekjulægri fara mun verr út úr hagsveiflunni en þeir efnameiri. Slíkt tekjuflökt – hvort sem það stafar af atvinnuleysi eða lægri kaupmætti – getur verið mjög dýrkeypt fyrir tekjulág íslensk heimili sem hafa bundið stóran hluta af

ráðstöfunartekjum sínum í afborgunum og vöxtum af húsnæðislánum og hafa ekki borð fyrir báru. Einnig skyldi það haft í huga að verðbólguþrýstingur Seðlabankans nær aðeins til verðbólgu á vöru og þjónustu eins og hún er mæld í vísitölu neysluverðs. Og jafnvel þó bankanum heppnist það ætlunarverk sitt að halda þeirri tegund af verðbólgu í skefjum er ekki þar með sagt að velferðarkostnaðurinn verði enginn þar sem launa- og fasteignaverðbólga er enn til staðar. Raunar er nær ómögulegt með einu stjórnþætti – vöxtunum – að halda jafnvægi á öllum þessum mörkuðum samtímis. Þar að auki verður Seðlabankinn, til þess að bregðast við verðbólguþrýstingum, að fylgja aðhaldssamri peningamálastefnu sem hækkar vaxtastig í landinu og þyngir greiðslubyrði heimilanna. Að vísu má velta fyrir sér hversu mikil áhrifin eru raunverulega fyrir þann meirihluta heimila sem ekki ber skammtímaskuldir þar sem langtímalán eru á föstum vöxtum og vaxtabætur veita enn fremur vernd fyrir auknum vaxtagjöldum. Öllu hættulegri eru áhrif aðhaldssamrar peningamálastefnu – með hærri vöxtum og hærri gengi – á atvinnulífið. Með öðrum orðum, óhófleg hækking fasteignaverðs við þessar aðstæður veldur því að Seðlabankinn verður að draga meira niður í almennum atvinnurekstri í landinu en ella til þess að halda jafnvægi í þjóðarbúskapnum.<sup>1</sup> Það getur síðan hefnt sín með atvinnuleysi og gjaldþrotum þegar framkvæmdum lýkur fyrir austan og hækkanir á fasteignamarkaði ganga til baka. Þetta ætti að benda á nauðsyn þess að stíga varlega til jarðar í aðgerðum sem gætu stuðlað að hækkingu fasteignaverðs á uppsveiflutímum í íslensku efnahagslífi.

---

<sup>1</sup> Sjá umfjöllun um áhrif aukinna fjárfestinga í húsnæði á raungengi í viðauka.

## Viðauki

### *Raungengi*

Yfirgnæfandi líkur eru á því að aukin fjárfesting í íbúðarhúsnæði muni leiða til breytinga á raungengi og þar með samkeppnisstöðu útflutningsatvinnugreinanna. Til að varpa ljósi á þetta er rétt að taka dæmi.

Hugsum okkur að til að framleiða gæði ( $y$ ) noti þjóðfélagið fjármagn ( $k$ ), vinnuafli ( $n$ ) og ný-klassíska framleiðslutækni:

$$y = Ak^\alpha n^{1-\alpha}$$

þar sem  $A$  er tæknistig og  $\alpha$  er hlutur fjármagns í þjóðarframleiðslunni. Hagnaður ( $\pi$ ) í þessu hagkerfi er mismunur þeirra tekna ( $py$ ) sem fást fyrir framleiðslu og launa ( $w$ ) og fjármagnskostnaðar ( $r$ ):

$$\pi = py - rk - wn$$

Eftirspurn mun verða eftir vinnuafli, allt þar til jaðarframleiðni fjármagns og vinnuafls er jöfn fjármagnskostnaði og launum. Lítum á þátt vinnuafls:

$$(1 - \alpha)A \left( \frac{k}{n} \right)^\alpha = w$$

Þegar þessi hámarksstyrki eru skoðuð sést að því meira fjármagn sem fyrir hendi er í hagkerfinu því hærra verður jaðarframleiðni vinnuafls og þar með hækka þau laun sem hreinsa vinnumarkaðinn. Skoðum nú hvaða áhrif þetta hefur á raungengið, en miðum við að nafngengið sé fast.

Raugengi ( $\lambda$ ) á mælikvarða launa er skilgreint:

$$\lambda = \frac{we}{w^*}$$

þar sem  $e$  er nafngengi gjaldmiðils og  $w^*$  eru laun í helstu viðskiptalöndum – hærri laun innanlands leiða því til hærri raugengis, að öðru jöfnu.

Augljóst er af þessari greiningu að þegar fjármagnsstofninn vex (vegna aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði) hækka laun innanlands (vegna hækkunar jaðarframleiðni) sem aftur hækkar raugengið sem aftur leiðir til versnandi afkomu í útflutningsatvinnugreinum.

Nú kemur e.t.v. einhverjum í hug að þessi greining standist tæpast þegar um íbúðarhúsnæði er að ræða, heldur eigi hún við þegar framleiðni hluta fjármagnsstofnsins er skoðaður, þ.e. sá hluti sem notaður er til að framleiða áþreifanlega vöru og þjónustu. Það er missýn. Íbúðarhúsnæði gefur af sér framleiðna þjónustu sem felst m.a. í staðsetningu, einnig er ýmiss konar þjónustuiðnaður tengdur fjármagnsstofni sem bundinn er í íbúðarhúsnæði. Gott dæmi um þetta er þensla á byggingamarkaði sem smitar út frá sér og leiðir til launahækkana í öðrum greinum, sbr. Ballasa-Samuelson áhrifin. Hafa ber í huga að sennilega eru þessi áhrif ekki mikil miðað við skammtímaáhrif á raugengi sem stafa af hækkun launa og verðlags.

## Þjónustuskýrslur

---

- C90:01 Orkuverð á Íslandi
- C91:01 Gengisstefna í opnu smáriki
- C91:02 Efnahagssamvinna Evrópuþjóða og hagstjórn á Íslandi
- C91:03 Kostnaður og tekjur þjóðfélagsins vegna áfengisneyslu árin 1985–1989
- C91:04 Fjármagnsmarkaður og hagstjórn
- C91:05 Þjóðhagsleg hagkvæmni eflingar leikskóla og lengri skóladags í grunnskóla
- C91:06 Ákvæðisvinna og hlutaskipti í opinberum rekstri
- C91:07 Verðmyndun og þróun matvöruverðs á Íslandi
- C92:01 Áætlun um sparnað á árinu 1992
- C92:02 Framkvæmdir og verktakar
- C92:03 Starfsmenntun og atvinnulífið
- C92:04 Samanburður á heilbrigðisútgjöldum: Fyrri hluti
- C92:05 Neytendur, GATT og verðlag landbúnaðarafurða
- C92:06 Hagkvæmni sameiningar stofnana og fyrirtækja sveitarfélaga á höfuðborgarsvæðinu
- C92:07 Fiskveiðar: Verðmæti og afkoma
- C92:08 Þjóðhagsleg arðsemi menntunar
- C92:09 Þjóðhagslegur ávinningur Hvalfjarðarganga
- C92:10 Mat á þjóðhagslegum ábata almenningsvagna, framhaldskönnun
- C92:11 Tekju- og gjaldaskipting í skráningum og skoðunum ökutækja
- C92:12 Tjónabifreiðar
- C93:01 Rekstur innlánsstofnana á Íslandi
- C93:02 Tannlæknadeild og arðsemi tannlæknamenntunar
- C93:03 Stuðningur íslenskra stjórnvalda við landbúnað
- C93:04 Bókaútgáfa á Íslandi árin 1987–1992
- C93:05 Tekju- og gjaldaskipting í skráningum og skoðunum ökutækja (II)
- C93:06 Fiskvinnsla: Vinnlustöðvar, framleiðsla og útflutningur
- C93:07 Er hagkvæmt að taka upp prípróf fyrir þungaðar konur?
- C93:08 Útgjöld íslenskra ferðamanna erlendis: Tímabilið október til desember árið 1992
- C93:09 Spálíkan fyrir nokkrar mikilvægar þjóðhagsstærðir, til skamms tíma
- C93:10 Verðnæmi eftirspurnar í innanlandsflugi: kostnaður, verðlagning og afkoma
- C94:01 Staða bílgreinarinnar í íslensku efnahagslífi
- C94:02 Sameining orkufyrirtækja í Borgarfirði
- C94:03 Keflavíkurlflugvöllur: Tekjuöflunarleiðir og markaðssetning
- C94:04 Ísland og Evrópusambandið
- C95:01 Kostnaður vegna umferðarslysa 1993
- C95:02 Bókaútgáfa á Íslandi árið 1993
- C95:03 Investment Opportunities in the Baltic States
- C95:04 Sex matarkörfur
- C95:05 Forathugun vegna könnunar á flutningum eftir vegkerfinu
- C95:06 Kostnaður við Lánasjóð íslenskra námsmanna og eiginfjárstaða sjóðsins um áramót 1994–1995
- C95:07 Samanburður á niðurstöðum OECD-skýrslu og skýrslu Hagfræðistofnunar H.Í.
- C95:08 Bókaútgáfa á Íslandi árið 1994
- C95:09 Framreikningur heilbrigðisútgjalda
- C96:01 Könnun á flutningum eftir vegakerfinu: Áfangaskýrsla nr. 1
- C96:02 Greining arðsemi vetrarþjónustu Vegagerðarinnar
- C96:03 Kostnaður vegna umferðarslysa á Íslandi
- C96:04 Nýjar aðferðir við áhættustjórnun í bankakerfinu: Tillögur um undirbúning og framkvæmd
- C97:01 Staðsetning Reykjavíkurlflugvallar
- C97:02 Menntun, mannauður og framleiðni
- C97:03 Forathugun á skipulagi samgöngumála
- C97:04 Könnun á flutningum eftir vegakerfinu: Áfangaskýrsla nr. 2
- C97:05 Bókaútgáfa á Íslandi árið 1995
- C97:06 Veiðigjald og skattbyrði byggðarlaga

- C97:07 Kynslóðareikningar fyrir Ísland  
 C97:08 Hlutdeild kvenna í heildartekjum íþróttahreyfingarinnar  
 C97:09 Framleiðni innan atvinnugreina á Íslandi 1973–1994: Samanburður við Danmörku og Bandaríkin  
 C98:01 Könnun á flutningum eftir vegakerfinu: Áfangaskýrsla nr. 3  
 C98:02 Atvinnuáhrif vegna Reykjavíkurlflugvallar  
 C98:03 Eftirspurn eftir innanlandsflugi  
 C98:04 Tölfræðilegar aðferðir við fasteignamat  
 C98:05 Fjármögnun Sundabrautar  
 C98:06 Framfærslukostnaður og lögheimilisflutningar íslenskra námsmanna  
 C98:07 Kostnaður vegna sjóslysa á Íslandi  
 C98:08 Samgöngulíkan fyrir Ísland: Upplýsingar um samgöngur á Íslandi  
 C98:09 Yfirlit yfir ritaðar heimildir um hagnýtingu náttúruauðlinda og gjaldtöku fyrir nýtingu þeirra  
 C98:10 Tölfræðileg greining á alvarlegum umferðarslysum á Íslandi 1970–1997  
 C98:11 Fjármögnunarleiðir heilbrigðisþjónustu  
 C99:01 Samgöngulíkan fyrir Ísland: Forgangsröðun hafnarframkvæmda  
 C99:02 Áhrif kvótæignar á verðmæti sjávarútvegsfyrirtækja  
 C99:03 Könnun á flutningum eftir vegakerfinu: Áfangaskýrsla nr. 4  
 C99:04 Kostnaður vegna slysa á börnum á Íslandi  
 C99:05 Samgöngulíkan fyrir Ísland: Áfangaskýrsla nr. 1  
 C99:06 Implications of Responsible Post Harvesting Practices on Responsible Fishing  
 C99:07 Discarding Catch at Sea  
 C99:08 Samanburður á lífsskjörum á Íslandi og í Danmörku  
 C99:09 Kjaravísitölur Verzlunarmannafélags Reykjavíkur, 1990–1999  
 C99:10 Framleiðni íslenskra atvinnuvega  
 C99:11 Þjónustugjöld í flugi  
 C00:01 Vöruflutningar á íslenskum þjóðvegum  
 C00:02 Könnun á flutningum eftir vegakerfinu: Áfangaskýrsla nr. 5  
 C00:03 Samgöngulíkan fyrir Ísland: Samgöngur á Íslandi í lok 20. aldar  
 C00:04 Retirement in the Nordic Countries: Prospects and Proposals for Reform  
 C01:01 Reykjavíkurhöfn; Efnahagslegt vægi og umhverfi  
 C01:02 Greinargerð um efnahagslega og samfélagslega þætti matsskýrslu um umhverfisáhrif Kárahnjúkavirkjunar  
 C01:03 Greinargerð um efnahagslega og samfélagslega þætti matsskýrslu um álver í Reyðarfirði  
 C01:04 Auðlindagjald og skatttekjur ríkisins  
 C01:05 Fjárstreymi í samgöngum  
 C02:01 Stytting grunn- og framhaldsskóla  
 C02:02 Auðlindagjald og skatttekjur ríkisins  
 C02:03 Samkeppnisstaða land- og sjóflutninga  
 C03:01 Fólki og fyrirtæki: Um búsetu og starfsskilyrði fyrirtækja á landsbyggðinni  
 C03:02 Aðstæður á sementsmarkaði á Íslandi  
 C03:03 NA  
 C03:04 Kostnaður vegna reykinga á Íslandi árið 2000  
 C03:05 Áhrif siglinga á Jökulsám á atvinnu í Skagafirði og þjóðarhag  
 C03:06 Áhrif rýmri veðheimilda Íbúðalánasjóðs á húsnaðisverð og hagstjórn

## Rannsóknarskýrslur

---

- R93:01 Utvärdering av Vestnordefonden  
 R93:02 Framleiðni fyrirtækja  
 R94:01 Small National Markets in Transition: The Case of Iceland  
 R94:02 The Icelandic and the Faroese Economies: A Comparison of the Fishing Sectors  
 R94:03 Energy Demand in Iceland  
 R94:04 Input-Output Model for the Electricity Supply Industry in Iceland  
 R95:01 Trade Between Iceland and the Soviet Union 1953-1996: Rise and Fall of Barter Exchange  
 R96:01 Savings, Risk Diversification, and Economic Growth in Iceland



- R97:01 Infrequent Trading and the Stock Index: A Kalman Filter Approach to Estimation
- R97:02 Stúdentar af hugsjón?
- R98:01 Vinnumarkaðurinn og EMU
- R98:02 Um ávöxtun og núvirðingu
- R98:03 Þjóðhagslíkan Hagfræðistofnunar: Áfangaskýrsla nr. 1
- R99:01 Reassessing Iceland's Public Sector Pension Liabilities
- R00:01 Retirement in the Nordic Countries
- R00:02 Þróun kynslóðareikninga fyrir Ísland milli árána 1994 og 1998
- R00:03 Stjórnun fiskveiða á Íslandi
- R01:01 Demographic change in Iceland and its impact on the social security system and health care expenditure
- R01:02 Íslendingar og ófarirnar í raforkumálum í Kaliforníu
- R01:03 The electricity supply industry in Iceland
- R03:01 Mat á þjóðhagslegum kostnaði vegna líkamstjóns í umferðarslysum

## Bækur

---

- B92:01 Peningar og gengi: Greinasafn um hagstjórn og peningamál á Íslandi, Guðmundur Magnússon
- B95:01 Ísland og Evrópusambandið: Skýrslur fjögurra stofnana Háskóla Íslands
- B97:01 Frjálsræði í efnahagsmálum: Ársskýrsla 1997
- B99:01 Sources of Economic Growth, Tryggvi Þór Herbertsson
- B99:02 Individual Transferable Quotas in Theory and Practice, Ragnar Árnason og Hannes Hólmsteinn Gissurarson (ritstj.)
- B00:01 Velferð og viðskipti: Um eðli og orsakir viðskiptahalla
- B00:02 Macroeconomic Policy. Iceland in an Era of Global Integration:, Már Gudmundsson, Tryggvi Thor Herbertsson, and Gylfi Zoega (eds.)
- B01:01 Tax competition. An Opportunity for Iceland? Hannes H. Gissurarson, Tryggvi Thor Herbertsson
- B01:02 Tekjuskípting á Íslandi. Þróun og ákvörðunarvaldar. Haustskýrsla 2001. Ásgeir Jónsson, Ásta Herdís Hall, Gylfi Zoëga, Marta Skúladóttir, Tryggvi Þór Herbertsson
- B02:01 Byggðir og búseta: Þéttbýlismyndun á Íslandi. Haustskýrsla 2002. Axel Hall, Ásgeir Jónsson, Sveinn Agnarsson
- B03:01 Fólki og fyrirtæki: Um búsetu og starfsskilyrði á landsbyggðinni