

Minnisblað: Lífeyrissjóðir og fjármálakerfið
Gylfi Magnússon, viðskiptafræðideild Háskóla Íslands

16. nóvember 2018.

Minnisblað þetta er tekið saman að beiðni starfshóps um svokallaða hvítbók um fjármálakerfið á vegum fjármála- og efnahagsráðuneytisins. Það fjallar um nokkra þætti í samspili lífeyriskerfis landsmanna og fjármálakerfis. Er áhersla annars vegar lögð á hlutverk lífeyrissjóða í fjármögnun húsnæðislána og hins vegar á áhrif eignaraðildar lífeyrissjóða í bönkum á fjármálakerfið.¹

Lífeyrissjóðir og húsnæðislán

Fjármögnun húsnæðislána er mjög eðlilegur þáttur í rekstri lífeyriskerfis sem byggir á sjóðsöfnun. Slík kerfi byggja í grundvallaratriðum á viðskiptum kynslóða þar sem þeir eldri á vinnumarkaði eignast beint eða óbeint kröfur á þá yngri. Þegar eldri kynslóðin fer síðan á eftirlaun þá nýtir hún kröfurnar til að greiða fyrir kaup sín á vörum og þjónustu frá þeim sem þá verða á vinnumarkaði.

Húsnæðislán sem fólk tekur yfirleitt á upphafsárum sínum á vinnumarkaði falla mjög vel að þessu mynstri. Þegar lífeyrissjóður veitir eða fjármagnar slík lán eignast sjóðurinn, beint eða óbeint, kröfu á ungt fólk fyrir hönd eldra fólks. Með nokkurri einföldun má lýsa þessu þannig að kynslóð foreldra láni kynslóð barna sinna. Þegar foreldrakynslóðin er farin af vinnumarkaði, orðin kynslóð af öfum og ömmum, nýtir hún svo kröfurnar, með vöxtum, sér til framfærslu. Ungu fólkið greiðir svo niður sín lán smám saman og fer að eignast kröfur á sín börn í gegnum lífeyriskerfið og þannig koll af kolli.

Enginn annar aðili í hagkerfinu hefur sambærilega þörf og lífeyriskerfið fyrir slíka langtímafjárfestingu til að færa kaupmátt milli kynslóða. Því er vandséð hvaða annar aðili gæti með góðu móti fjármagnað húsnæðiskerfi í heild. Bankar geta að nokkru marki notað aðra fjármögnun, t.d. innlán, til að fjármagna húsnæðislán. Það setur þá þó alltaf í óþægilega stöðu vegna þess að fjármögnunin er til mun skemmri tíma en útlánin. Það gengur að ákveðnu marki, sérstaklega með stuðningi þrautalánveitanda, en því eru þó takmörk sett hve mikið er hægt að fjármagna með þessum hætti. Hér skiptir vitaskuld einnig máli að bankar vilja nýta skammtímafjármögnun sína til ýmissra annarra lánveitinga en húsnæðislána.

¹ Höfundur er starfsmaður Háskóla Íslands og jafnframt formaður bankaráðs Seðlabanka Íslands og formaður endurskoðunarnefndar LSR. Minnisblaðið endurspeglar eingöngu skoðanir höfundar en ekki þessara stofnana eða annarra aðila.

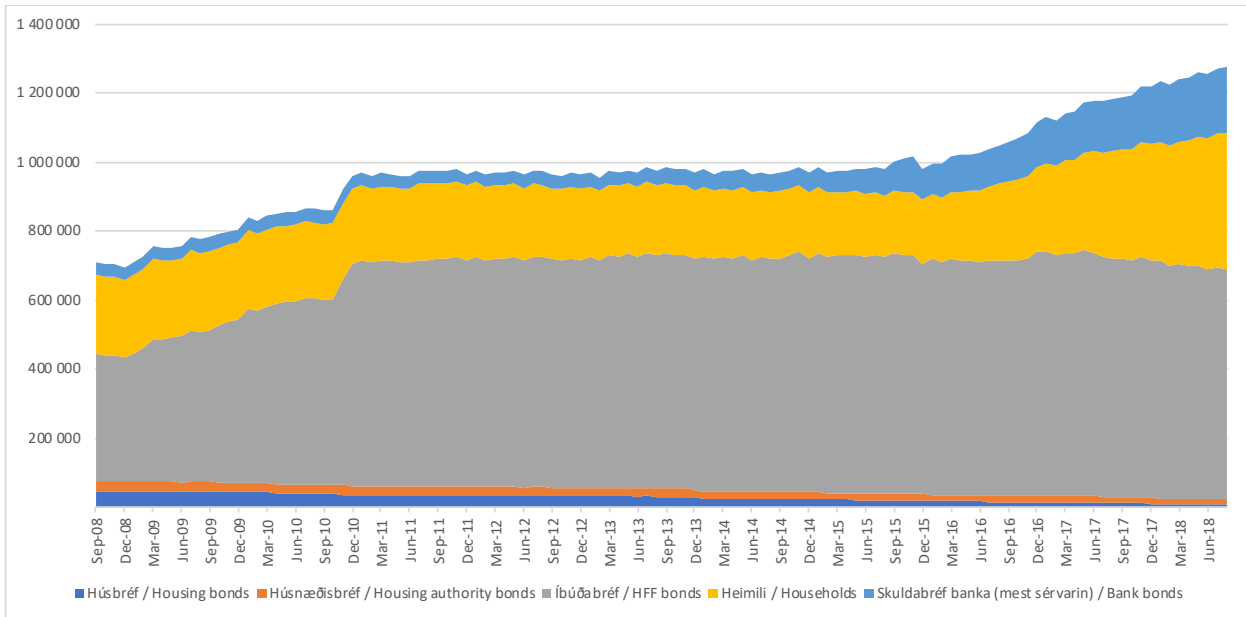
Fyrir hrun fjármögnuðu íslenskir bankar hluta fasteignalána sinna erlendis og endurlánuðu í erlendri mynt. Það hafði í för með sér verulega gengisáhættu fyrir lántakendur og mikið útlánatap fyrir lánveitendur þegar upp var staðið. Almenn fylgja því verulegir ókostir fyrir launþega að taka há lán í öðrum gjaldmiðli en hann fær greidd laun í þótt vaxtamunur geti vegið á móti vegi að einhverju marki þegar hann er til staðar, líkt og sögulega hefur verið á Íslandi. Jafnframt geta slíkar lánveitingar, ef þær eru útbreiddar, búið til kerfisáhættu. Verður því að teljast afar óæskilegt að húsnæðislánakerfi sé að umtalsverðu leyti byggt á fjármögnun í erlendri mynt. Lán í erlendri mynt eru stuttlega rædd síðar í þessu minnisblaði en eru þó ekki lögð til sem lausn vegna þeirra áhættu sem þeim fylgir.

Húsnæðislán í heimamynt eru almennt tiltölulega örugg lán enda standa bæði bak við þau bæði veð og greiðslugeta lántakans. Séu veðhlutföll hófleg í upphafi og greiðslumat vel unnið eru almennt lág afföll af húsnæðislánum. Þau geta þó alltaf orðið einhver, sérstaklega í djúpri efnahagslægð þar sem saman fer þverrandi kaupmáttur lántaka og lækkun á markaðsverði fasteigna. Sl. hálföld hefur fasteignaverð þrívégis lækkað um því sem næst þriðjung að raunvirði á Íslandi. Þótt það sé mikil sveifla þá er hún þó ekki meiri en svo að ef áhvílandi lán er innan við 70% af kaupverði í upphafi, eins og algengt er hjá lífeyrissjóðum, þá eru litlar líkur á að fasteign verði yfirveðsett, eða a.m.k. ekki þannig að verðmæti fasteignar dugi ekki til að greiða þau lán sem eru framarlega í veðröð í upphafi.²

Í krísunni í kjölfar bankahrunsins urðu fjölmargar fasteignir á Íslandi yfirveðsettar og töluvert var afskrifað af áhvílandi lánum. Það átti þó ekki nema að litlu leyti við um lán lífeyrissjóða enda höfðu þeir verið mun kröfuharðari varðandi veðhlutföll en aðrir lánveitendur, þ.e. bankar, sparisjóðir og Íbúðalánasjóður. Mest af afskriftunum urðu vegna fasteignalána banka sem höfðu iðulega lánað fyrir allt að 90% kaupverðs og í einhverjum tilfellum 100%. Þá urðu einnig veruleg afföll af myntkörfulánum sem bankar og sparisjóðir höfðu veitt til fasteignakaupa en lífeyrissjóðir og Íbúðalánasjóður veittu engin slík lán.³

² Sjá Gylfi Magnússon (2015). *Fé í húfi í fasteignum*. Rannsóknir í félagsvísindum XVI. <http://hdl.handle.net/1946/23154>.

³ Afföllin af myntkörfulánum urðu að nokkru leyti vegna þess að dómstólar komust að þeirri niðurstöðu að í þeim fælist gengistrygging sem samrýmdist ekki lögum um vexti og verðtryggingu nr. 38/2001 og væri því ekki skuldbindandi fyrir lántaka. Jafnvel þótt þetta hefði ekki orðið niðurstaða dómstóla var ljóst að mikil afföll hefðu orðið af þessum lánum vegna hruns krónunnar. Það þýddi að greiðslugeta lántaka nægði ekki til að standa í skilum og eignir urðu yfirveðsettar. Þannig hækkaði



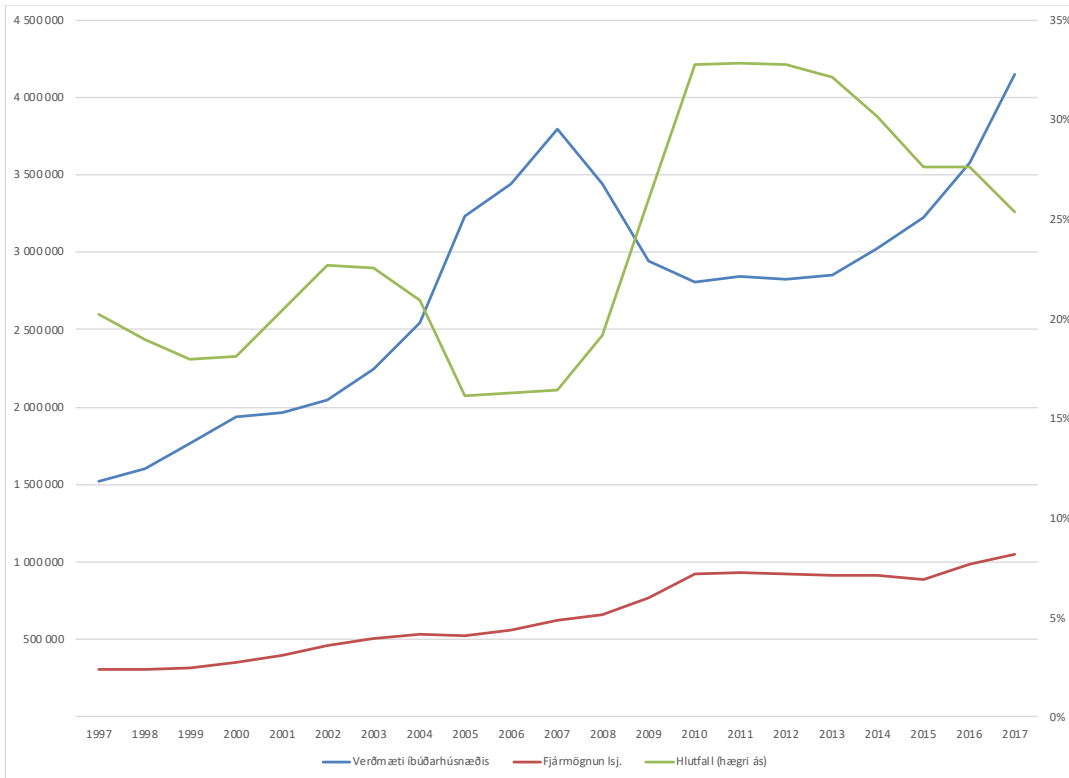
Mynd 1. Fjármögnun lífeyrissjóða á Íbúðalánasjóði og forverum hans, fasteignalánnum banka og sjóðfélagalán. Milljónir króna á verðlagi október 2018.

Fasteignalán í krónum með þeim kröfum sem lífeyrissjóðir hafa almennt gert til lántaka og veða eru því almennt með öruggustu fjárfestingum sem í boði eru. Þau hafa líka þann kost að vera til langs tíma sem hentar lífeyrissjóðum. Jafnframt hentar það lífeyrissjóðum ágætlega að lántakendur vilja í flestum tilfellum verðtryggð lán frekar en óverðtryggð í ljósi þess að réttindi í lífeyriskerfinu eru almennt reiknuð með verðtryggingu. Óverðtryggð fasteignalán með breytilegum vöxtum eru þó einnig ágætur kostur fyrir lífeyrissjóði enda felst ígildi verðtryggingar í breytileika vaxtanna.

Margar leiðir lífeyrissjóða til fjármögnunar húsnaðislána

Þótt fjármögnun fasteignalána sé þannig eðlilegur liður í starfsemi lífeyriskerfis sem byggir á sjóðsöfnun er ekki jafnaugljóst hvaða útfærsla á slíkri fjármögnun er æskilegust. Á Íslandi hafa lífeyrissjóðir farið ýmsar leiðir. Undanfarin þrjú ár hafa bein lán til sjóðfélaga vegið þungt. Þau eiga sér langa sögu en vægi þeirra hefur verið misjafnt milli tímabila. Á sl. þremur árum, frá ágúst 2015 til sama mánaðar 2018, hafa lánin meira en tvöfaldast að raunvirði. Þau námu 170 milljörðum króna í upphafi tímabilsins og höfðu þá heldur dregist saman árið á undan en voru

gengi japanska jensins um u.þ.b. 170% gagnvart krónunni frá miðju ári 2007 til ársloka 2008 og svissneski frankinn um 110% en þetta voru algengar myntir í myntkörfum vegna lágra vaxta.



Mynd 2. Verðmæti íbúðarhúsnæðis (milljónir króna á verðlagi október 2018) og fjármögnun lífeyrissjóða á fasteignalánnum í gegnum Íbúðalánasjóð eða með beinum sjóðfélagalánnum.

orðin 394 milljarðar þremur árum síðar. Það er aukning um 120% á föstu verðlagi. Sjá einnig myndir 1 og 2.

Jafnframt hafa sjóðirnir leikið mjög stórt hlutverk í fjármögnun Íbúðalánasjóðs og forvera hans, með kaupum á skuldabréfum sem sjóðurinn hefur gefið út. Áhugi lífeyrissjóða á sínum tíma á húsbréfum þegar það kerfi var sett á laggirnar var lykilatriði í því að fjármagna húsbréfakerfið og byggja upp virkan markað með skuldabréf innanlands. Hafa bréf Íbúðalánasjóðs og forvera hans verið meðal helstu fjárfestinga íslenskra lífeyrissjóða frá upphafi lífeyriskerfisins á 8. áratug síðustu aldar. Bréfin hafa hentað vel, verið til langs tíma, verðtryggð og með tiltölulega háum vöxtum og bak við þau bæði gott eignasafn og ábyrgð ríkissjóðs. Undanfarin ár hefur framboð á bréfum Íbúðalánasjóðs dregist saman með minnkandi útlánnum sjóðsins. Það hefur jafnframt þýtt að eign lífeyrissjóða á slíkum bréfum hefur heldur dregist saman.⁴

⁴ Eignin er svipuð nú, haustið 2018, og í árslok 2010, rétt um 700 milljarðar að markaðsvirði á föstu verðlagi. Skýringin á því að þessi flokkur skuldabréfa hefur ekki minnkað svo neinu nemur á þessu tímabili þrátt fyrir minna framboð bréfa er m.a. að markaðsverð hefur hækkað með lækkun ávöxtunarkröfu.

Þá hafa sjóðirnir sýnt sértryggðum skuldabréfum annarra fjármálafyrirtækja, þ.e. banka (og að einhverju marki sparisjóða á sínum tíma), töluverðan áhuga. Slík bréf byggja á fasteignalánasöfnum bankanna og eru notuð til að fjármagna þau. Almennt stendur því að baki slíkra bréfa bæði tiltölulega öruggt lánasafn og yfirleitt öruggur lántaki, þ.e. fjármálafyrirtækið. Sérvörðu skuldabréfin hafa að flestu leyti sambærilega eiginleika og bréf Íbúðalánasjóðs fyrir utan ábyrgð ríkisins.

Fyrir lífeyrissjóði eru sértryggð skuldabréf banka, bréf Íbúðalánasjóðs og bein veðlán til heimila allt nokkuð svipaðir fjárfestingarkostir. Undirliggjandi eignir eru í öllum tilfellum sambærilegar, þ.e. veðkröfur á einstaklinga. Þó getur verið einhver munur á lánasöfnum, m.a. veðhlutföllum, og jafnframt skiptir ábyrgð banka eða ríkis máli. Því getur verið einhver munur á áhættu. Jafnframt er eins og gefur að skilja kostnaðarsamara að halda utan um og innheimta safn margra veðlána en að eiga skuldabréf fjármálastofnana. Því er eðlilegt að einhver munur sé á ávöxtunarkröfu lífeyrissjóða til þessara þriggja eignaflokka.

Að nokkru leyti eru lífeyrissjóðir í sérkennilegri stöðu þegar þeir bæði veita sjálfir bein sjóðfélagalán og fjármagna um leið íbúðalán banka og Íbúðalánasjóðs. Þeir eru þá að fjármagna samkeppnisaðila sína. Að nokkru leyti er þetta sambærilegt við að heildsali reki jafnframt smásöluverslanir í samkeppni við aðrar smásöluverslanir sem kaupa af honum í heildsölu. Hagsmunaaáreksturinn er þó ekki mjög alvarlegur að því gefnu að teknar séu málefnalegar ákvarðanir, þ.e. sjóðfélagalán veitt ef það kemur betur út fyrir sjóðinn en skuldabréf annars lánveitanda keypt þegar það kemur betur út.

Hér flækir þó málið að lífeyrissjóðir hafa mjög takmarkaða stjórn á því hve mikið þeir veita af sjóðfélagalánum, m.a. vegna þess skilnings að þeir sem greiði iðgjöld hafi „lánsrétt“ í viðkomandi sjóði. Það gæti jafnvel orðið til þess að sjóðirnir veiti sjóðfélagalán þótt hagstæðari kjör fengjust með kaupum á skuldabréfum annars lánveitanda. Því væri mjög gagnlegt fyrir sjóðina að fá betri stjórn á því hve mikið þeir veita af sjóðfélagalánum hverju sinni.

Kostir og gallar beinna lána

Þótt bein lán lífeyrissjóða til eigin sjóðfélaga hafi reynst ágætur fjárfestingarkostur fyrir þá sögulega⁵ þá er sú leið ekki gallalaus.

Fyrst ber að nefna að sú stefna að lána eingöngu til þeirra sem greiða jafnframt iðgjöld í viðkomandi sjóð hefur ýmsa ókosti, bæði frá sjónarhóli lánveitenda og lántaka. Frá sjónarhóli lánveitanda þýðir þetta að hann eignast kröfur á tiltölulega einsleitum hóp lántaka. Slíkt er ekki góð áhættudreifing. Það er þó nokkuð mismunandi eftir sjóðum hve einsleitur hópurinn er. Stór lífeyrissjóður sem starfar um allt land og þjónar mörgum starfsstéttum er í annarri stöðu að þessu leyti en lítill sjóður sem þjónar fyrst og fremst einni stétt eða einu landsvæði.

Í þessu samhengi skiptir máli að ef efnahagsþróun er óhagfelld fyrir tiltekna stétt, hún dregst t.d. aftur úr öðrum í launum eða störfum fækkar, getur þetta rýrt gæði lánasafns lífeyrissjóðs stéttarinnar sem svo aftur hefur neikvæð áhrif á lífeyri sem stéttin nýtur í fyllingu tímans. Þótt áhrif þessa verði vart veruleg, eða hafi a.m.k. ekki verið það sögulega, þá er engu að síður æskilegra að lífeyrir tiltekinnar stéttar byggi ekki að verulegu leyti á kröfum á yngri meðlimi sömu stéttar.

Sé einhver kostur við þetta fyrirkomulag þá er hann væntanlega fyrst og fremst fólgin í því að greiðsluvilji lántaka kann að vera meiri ef hann hefur tekið lán hjá lífeyrissjóði sem hann jafnframt safnar lífeyrisréttindum í. Þótt afskrift af láni til tiltekins sjóðfélaga hafi væntanlega hverfandi áhrif á lífeyrisréttindi í viðkomandi sjóði, þar á meðal lífeyrisréttindi lántakans sjálfs, þá getur verið sálrænn hvati til að láta afborgun af slíku láni hafa forgang þegar erfitt er að ná endum saman. Engar mælingar liggja fyrir um þetta en tiltölulega lítil vanskil eða afföll af lánum lífeyrissjóða kunna að einhverju leyti að skýrast af slíkum þáttum.

Þá takmarkar það mjög val lántaka að geta einungis skipt við einn lífeyrissjóð (eða tvo ef sambýlisfólk sem kaupir húsnæði saman greiðir ekki í sama sjóð). Ef lánareglur eða lánskjör eru mismunandi milli sjóða getur þetta skipt talsverðu máli. Sem dæmi má nefna að nú bjóða einungis sumir lífeyrissjóðir óverðtryggð lán. Þeir sem greiða iðgjöld í aðra sjóði hafa ekki val

⁵ Þ.e. eftir að lánin voru almennt veitt á markaðskjörum frá og með níunda áratug síðustu aldar. Lífeyrissjóðslán sem veitt voru á lágum nafnvöxtum án verðtryggingar fyrir þann tíma, sérstaklega á áttunda áratug síðustu aldar, brunnu upp á verðbólguþáli.

milli verðtryggðra og óverðtryggðra lífeyrissjóðslána. Þá er einhver munur á kröfum um veðhlutföll, hámarksupphæðir lána og hvort lánað er til endurfjármögnunar fyrri lána eða eingöngu vegna kaupa á húsnæði. Auk þess er alltaf einhver munur á vöxtum milli sjóða.

Þessi hólfun lánamarkaðarins hefur því þann ókost að lántaki getur ekki alltaf fengið hagkvæmasta lánið frá sínum sjónarhóli. Í því samhengi skiptir máli að einungis hluti launþega getur valið sér lífeyrissjóð. Það gerir ókosti þessarar hólfunar enn verri en ella. Almennt er það vitaskuld einnig svo að markaðir virka best þegar viðskiptavinir hafa frjálst val um það hvert þeir snúa viðskiptum sínum hverju sinni.

Þá þýðir tengingin við lífeyrissjóði einnig að ungt fólk sem er að hefja störf á vinnumarkaði og um leið að koma sér upp sínu fyrst húsnæði á þess stundum ekki kost að taka lífeyrissjóðslán vegna þess að það telst ekki hafa áunnið sér „lánsréttindi“. Sá hópur á einnig oft í erfiðleikum með að nýta sér lífeyrissjóðslán vegna þess að lífeyrissjóðir gera harðari kröfur um veðhlutföll en bankar og ungt fólk á eðli máls skv. almennt minna eigið fé en þeir sem eldri eru. Því nýtast lán lífeyrissjóða ungu fólki verr en öðrum þótt sá hópur hafi almennt meiri þörf fyrir hagstæð langtímalán en þeir sem eldri eru. Á því ungt fólk sem er að kaupa sitt fyrsta húsnæði oft ekki annan kost en að leita til banka um fasteignalán þrátt fyrir mun hærri vexti.⁶

Þá má benda á að kjarnastarfsemi lífeyrissjóða er ekki lánastarfsemi, ólíkt því sem við á um banka. Því kann að vera óhagkvæmt að mjög margir lífeyrissjóðir reki eigin útlána- og innheimtudeildir frekar en að sú starfsemi sé á höndum sérhæfðra lánastofnana. M.ö.o. það kann að vera eðlileg verkaskipting að lánastofnanir annist útlán en lífeyrissjóðir sinni annars vegar eignastýringu og hins vegar útgreiðslu lífeyris.

⁶ Í lok október 2018 voru breytilegir vextir á verðtryggðum lífeyrissjóðslánunum um 2,6% hjá stærstu lífeyrissjóðunum (2,59% hjá Lífeyrissjóði verzlunarmanna og 2,61% hjá LSR). Á sama tíma buðu bankar um 3,8% vexti á sambærilegum lánunum (3,80% hjá Arionbanka, 3,85% hjá Landsbanka og 3,65% hjá Íslandsbanka). Minnu munaði á vöxtum á lánunum með föstum vöxtum, sem voru raunar ekki alltaf föst út allan lánstímann. Í þessu samhengi skiptir líka máli að þeir sem gætu nýtt sér lífeyrissjóðslán fyrir hluta kaupverðs en þurfa lán fyrir hærra hlutfalli kaupverðs en lífeyrissjóðir bjóða geta oft ekki fengið slíkt viðbótarlán frá banka ef það lendir á öðrum veðrétti, þ.e. á eftir láni lífeyrissjóðsins. Lántakendurnir neyðast því til þess að sleppa lífeyrissjóðsláninu alveg og taka dýrara bankalán fyrir allri upphæðinni sem þeir þurfa á að halda vegna fasteignakaupanna. Það er raunar vísbending um takmarkaða samkeppni á íslenskum bankamarkaði, þ.e. að enginn þeirra sé reiðubúinn að keppa á markaði um lán á öðrum veðrétti án þess að spyrða slík lán saman við lán á fyrsta veðrétti. Í byrjun nóvember 2018 auglýsti einn lánveitandi, Framtíðin, sem stýrt er af Gamma, viðbótarlán en þau voru með afar háum vöxtum, 6,93% breytilegir verðtryggðir vextir, þ.e. meira en 4 prósentustigum hærri vextir en á lífeyrissjóðslánunum.

Loks er rétt að hafa í huga að sú hugsun að sjóðfélagar eigi „lánsrétt“ þýðir að lífeyrissjóðir hafa minni stjórn á fjárstreymi sínu en ella. Þótt það leiði vart til lausafjárskorts, enda eiga sjóðirnir alla jafna mikið af mjög greiðsluhæfum eignum og flestir eru enn með mun hærri iðgjöld en lífeyrisgreiðslur, þá getur það gert áætlanagerð þeirra um fjárfestingar erfiðari. Það getur jafnvel leitt til þess að sjóðirnir verða að hverfa frá kaupum sem þeir hafa stefnt að, ef útstreymi vegna sjóðfélagalána er meira en gert var ráð fyrir, eða jafnvel selja einhverjar eignir. Þá geta þeir þurft að liggja með meira laust fé, á lágum vöxtum, en ella ef útstreymi vegna lána er mjög tilviljanakennt.

Betra kerfi sjóðfélagalána

Hægt væri að gera ýmsar breytingar á húsnæðislánum lífeyrissjóða til að taka á fyrrnefndum agnóum. Ein tiltölulega einföld breyting væri að sjóðirnir myndu falla frá kröfu um að lántakendur greiddu jafnframt iðgjöld í viðkomandi sjóð. Það myndi jafna möguleika launþega til lífeyrissjóðslána óháð því hvaða stéttarfélagi og þar með lífeyrissjóði þeir eru í.⁷ Það myndi jafnframt auka samkeppni á fasteignalánamarkaði.

Nokkuð stærra skref væri ef lífeyrissjóðir stæðu sameiginlega að veitingu fasteignalána. Þá myndi tiltekinn lífeyrissjóður veita tiltekið lán og innheimta það en skipta bæði láninu og greiðslum af því með öðrum lífeyrissjóðum, hugsanlega þannig að sá sjóður sem lánar hverju sinni fær umbun fyrir það en ber á móti kostnað af afföllum að einhverju marki.

Ein hugsanleg útfærsla af því væri að sjóðirnir myndu reka sameiginlega lánastofnun. Slík stofnun væri þá sérhæft lánafyrirtæki sem eingöngu veitti lán til einstaklinga gegn veði í fasteign og annaðist alla umsýslu sem því tengist, m.a. greiðslumat, útgreiðslu og innheimtu lána. Fjármögnunin kæmi frá lífeyrissjóðunum. Slíkt samstarf myndi gera það kleift að nýta hagkvæmni stórrekstrar á sviði lánveitinga og lánaumsýslu. Fjárhagslegt hagræði vegna þess myndi væntanlega skiptast á milli lífeyrissjóða (og þar með sjóðfélaga) og lántaka en erfitt er að

⁷ Íslenska lífeyriskerfið er mjög samofið verkalýðshreyfingunni og kjarasamningum. Eitt af því sem samið er um í kjarasamningum eru lífeyrisréttindi eða a.m.k. framlög í lífeyrissjóði. Það skýrir hvers vegna launþegar hafi almennt ekki frjálst val um það í hvaða lífeyrissjóð þeir greiða og þar með m.a. úr hvaða lífeyrissjóði þeir geta fengið lán. Óbeint má þannig líta á aðgengi að lífeyrissjóðslánum sem eitt af því sem tekist er á um við gerð kjarasamninga. Það skýrir svo aftur væntanlega hvers vegna hugmyndin um „lánsrétt“ er lífseig og hvers vegna lífeyrissjóðir lána almennt ekki til annarra en þeirra sem greitt hafa iðgjöld í viðkomandi sjóð.

leggja mat á hver skiptingin yrði eða hve mikið hagræðið yrði. Hagræðið yrði þó væntanlega hlutfallslega mest fyrir minnstu sjóðina.

Efnahagsleg áhrif slíks samstarfs yrðu væntanlega að nokkru leyti sambærileg við það ef sjóðirnir myndu fjármagna heilðsölubanka með kaupum á sérvörðum skuldabréfum hans.

Heilðsölubankinn myndi síðan endurlána lánveitendum, væntanlega bönkum og sparisjóðum, til að endurlána fasteignakaupendum.⁸

Kerfið sem lýst er að framan væri þó mun einfaldara en fjármögnun gegnum skuldabréfamarkað. Það kallaði ekki á sambærilega skuldabréfaútgáfu með tilheyrandi kostnaði og ekki á millilið sem þyrfti að fjármagna með talsverðu eigin fé. Sameiginleg lánastofnun lífeyrissjóða gæti orðið eingöngu umsýslufélag sem ekki tæki lán inn á sinn efnahagsreikning. Lánin gætu sem sé eingöngu farið á efnahagsreikning lífeyrissjóðanna sjálfra, líkt og sjóðfélagalán gera nú. Þau myndu hins vegar dreifast á sjóðina ólíkt því sem gerist nú. Áhættudreifing hvers lífeyrissjóðs yrði því betri. Það myndi sérstaklega skipta máli fyrir litla lífeyrissjóði. Jafnframt þyrfti ekki heldur nýtt eigið fé á móti lánum hjá lánveitendum, líkt og gerist þegar bankar eða sparisjóðir eða íbúðalánasjóður taka lán inn á sína efnahagsreikninga, því að lífeyrissjóðir eru í reynd að öllu leyti fjármagnaðir með eigin fé.⁹

Það væri útfærsluatriði hvort stofnunin yrði sýnileg fyrir lántaka eða hvort samskipti þeirra við stofnunina yrðu alltaf óbein, í gegnum lífeyrissjóð hvers og eins. Einn kostur við að hafa stofnunina lítt sýnilega og hafa samskipti við lántaka alltaf í nafni lífeyrissjóðs hans er að það myndi væntanlega ýta eitthvað undir greiðsluvilja og draga úr afföllum lána.

⁸ Hægt væri að útfæra þetta með ýmsum hætti. Ein leið væri að lánveitendur á smásölustigi myndu afhenda sérvarin skuldabréf til heilðsölubankans sem veð fyrir lánum til þeirra, þ.e. afhenda skuldabréf með veði í fasteignalánasöfnum sem sjálf væru tryggð með veðum. Önnur leið væri að lánveitendur á smásölustigi myndu leggja fasteignalánasöfnin sjálf fram sem veð til heilðsölubankans. Í báðum tilfellum yrðu fasteignalánin eða eignir sem byggðu á þeim í reynd á efnahagsreikningum bæði smásölulánveitendanna og heilðsölubankans. Það hefði m.a. þann ókost að eigið fé þyrfti á móti lánunum á tveimur stöðum. Einnig væri hægt að hugsa sér að lánin yrðu eingöngu á efnahagsreikningi heilðsölubankans. Þá myndu smásölulánveitendurnir veita fasteignalán en selja þau síðan jafnharðan til heilðsölubankans, hugsanlega með samningi um umsýslu, t.d. innheimtu lána. Jafnframt væri þá hugsanlegt að semja um að smásölulánveitandinn beri einhverja áhættu verði afföll af lánum sem hann hefur veitt og selt áfram. Það myndi þó jafnframt kalla á eigið fé hjá smásölulánveitandanum en á móti eitthvað minna eigið fé hjá heilðsölubankanum enda væri áhætta hans minni fyrir vikið.

⁹ Strangt til tekið á það þó ekki við um sjóði með bakábyrgð launagreiðanda og skilgreindum réttindum (e. defined benefit) en það skiptir ekki máli í þessu samhengi.

Tæknilega væri þetta ekki mjög flókið og samstarfið myndi í reynd lítt ef nokkuð draga úr samkeppni á fasteignalánamarkaði því að lífeyrissjóðirnir keppa ekki nema að óverulegu leyti um veitingu lána við hvern annan nú.¹⁰ Vextir í slíku kerfi myndu ráðast af annars vegar heildareftirspurn eftir lífeyrislánum og hins vegar samanlögðu framboði allra lífeyrissjóða af fé til fasteignalána. Það myndi gera vaxtamyndun skilvirkari en nú. Vextir færu í raun eftir framboði og eftirspurn á markaði eftir langtímalánum í íslenskum krónum á hverjum tíma. Jafnframt myndi þetta gefa hverjum lífeyrissjóði betri kost á að stýra því hve mikið hann lánar til fasteignakaupa á hverjum tíma. Vaxtamunur gæti verið mjög lágur enda myndu vaxtagreiðslur renna nánast milliliðalaust til lífeyrissjóða og þar með nýtast til greiðslu iðgjalda. Afföll gætu áfram verið lág ef fylgt væri varkárri stefnu varðandi lánveitingar, þ.e. gerð krafa um gott greiðslumat og góð veð og kostnaður við umsýslu ætti að verða lægri en nú.

Enn einn möguleiki væri að sjóðirnir myndu, ýmist hver fyrir sig eða margir saman, útvista umsýslu lána til þriðja aðila, væntanlega banka eða Íbúðalánasjóðs. Hægt væri að útfæra slíkt með ýmsum hætti en það verður ekki gert hér. Slík útvistun yrði þó alltaf flóknara en ef sjóðirnir rækju sjálfir sameiginlega lánastofnun vegna svokallaðs umboðsvanda (e. agency problem) en hagsmunir lífeyrissjóðanna og þess sem verkið væri útvistað til færu ekki að öllu leyti saman.

Horfið frá sjóðfélagalánum

Talsvert stærra skref væri ef lífeyrissjóðir myndu hverfa frá beinum sjóðfélagalánum en myndu þess í stað fjármagna húsnæðislán sem aðrir veita, að öllum líkindum bankar, þó einnig hugsanlega Íbúðalánasjóður eða arftaki hans. Til þess að það yrði hagkvæm breyting fyrir lántakendur og lífeyrissjóði (og þar með sjóðfélaga) þyrfti þó það álag sem milliliðurinn myndi leggja á þá fjármögnun sem hann fengi frá lífeyrissjóðunum að vera mjög lágt. Ef álagið yrði hærra en kostnaður lífeyrissjóðanna við að lána beint myndi það fyrirsjáanlega þýða annað hvort eða bæði, hærri vexti til lántakenda og lægri ávöxtun til lífeyrissjóða.

Miðað við núverandi aðstæður, m.a. tiltölulega háa skattlagningu á fjármögnun banka og takmarkaða samkeppni á bankamarkaði, myndi slík breyting örugglega vera til hins verra fyrir

¹⁰ A.m.k. ekki lífeyrissjóðir sem fyrst og fremst sinna meðlimum tiltekinna verkalýðsfélaga. Hluti lífeyrissjóðanna keppir hins vegar um viðskiptavinum sínum á milli og liður í þeirri samkeppni getur verið hvers konar sjóðfélagalán eru í boði og á hvaða kjörum.

flesta lántakendur (þ.e. þá sem nú eiga kost á lífeyrissjóðsláni) og jafnframt þýða verri ávöxtun fyrir sjóðina og þar með rýra lífeyri sjóðfélaga. Breytingin myndi hins vegar stækka efnahagsreikning banka og þar með auka skatttekjur ríkissjóðs, að óbreyttu skattkerfi.

Með breytingum á skattlagningu banka myndi þessi leið verða mun greiðfærari. Það væri t.d. hægt með því að hverfa frá því að nota skuldir sem skattstofn, eins og gert er með bankaskattinum svokallaða, en skattleggja t.d. í þess stað hagnað í ríkari mæli. Ef ekki er vilji til að hverfa alveg frá skattlagningu skulda banka væri a.m.k. æskilegt að breyta skattstofninum þannig að langtímafjármögnun banka væri ekki hluti af honum heldur eingöngu skammtímafjármögnun. Það myndi gera bönkum kleift að fjármagna langtímalán, eins og t.d. fasteignalán, með löngum sérvörðum skuldabréfum á samkeppnisfæran hátt. Það geta þeir vart miðað við núverandi skattheimtu. Annar kostur við slíkar breytingar á skattlagningu banka væri að hún myndi veita bönkum hvata til langtímafjármögnunar. Út frá sjónarmiði fjármálastöðugleika væri það nokkur kostur því að áhersla á skammtímafjármögnun langtímalána er eitt af því sem gerir fjármálakerfi óstöðug og kallar m.a. á tilvist þrautalánveitanda.¹¹

Almennt er óheppilegt á mörkuðum að skattlagning beini viðskiptavinum til eins fyrirtækis eða tegundar fyrirtækis frekar en annars eða komi jafnvel í veg fyrir viðskipti.¹² Það leiðir að öðru jöfnu til óhagræðis sem er hluti af svokallaðri umframbyrði skatta (e. deadweight loss of taxation). Því væri æskilegt að skattlagning banka myndi ekki leiða til þess að starfsemi sem eðlilegt væri að þeir myndu sinna væri þess í stað sinnt af öðrum, jafnvel með hærri kostnaði.

Bann við sjóðfélagalánum gæti einnig leitt til umframbyrði, líkt og aðrar takmarkanir á viðskiptafrelsi. Sú umframbyrði myndi þá byggja á því að viðskiptin færast yfir til aðila sem ekki væru samkeppnishæfir nema vegna bannsins. T.d. gæti lítil samkeppni banka búið til rentu fyrir

¹¹ Skammtímafjármögnun banka er þó alls ekki að öllu leyti slæm. Raunar er hún nauðsynleg hverju hagkerfi því að viðskiptavinir þurfa að geta veitt banka skammtímafjármögnun, sérstaklega í formi innlána. Það er mikilvægur þáttur í að tryggja greiðsluhæfi (e. liquidity) þeirra. Bankar hafa jafnframt alla jafna nokkurn hag af því að fjármagna langtímalán með skammtímafjármögnun, þótt það bjóði hættunni heim, því að undir eðlilegum kringumstæðum eru skammtíma vextir lægri en langtíma vextir.

¹² Þetta á þó ekki við um skatta eða önnur gjöld sem ætlað er að vinna gegn óhagkvæmum ytri áhrifum (e. negative externalities), t.d. mengun. Það á þó ekki við hér.

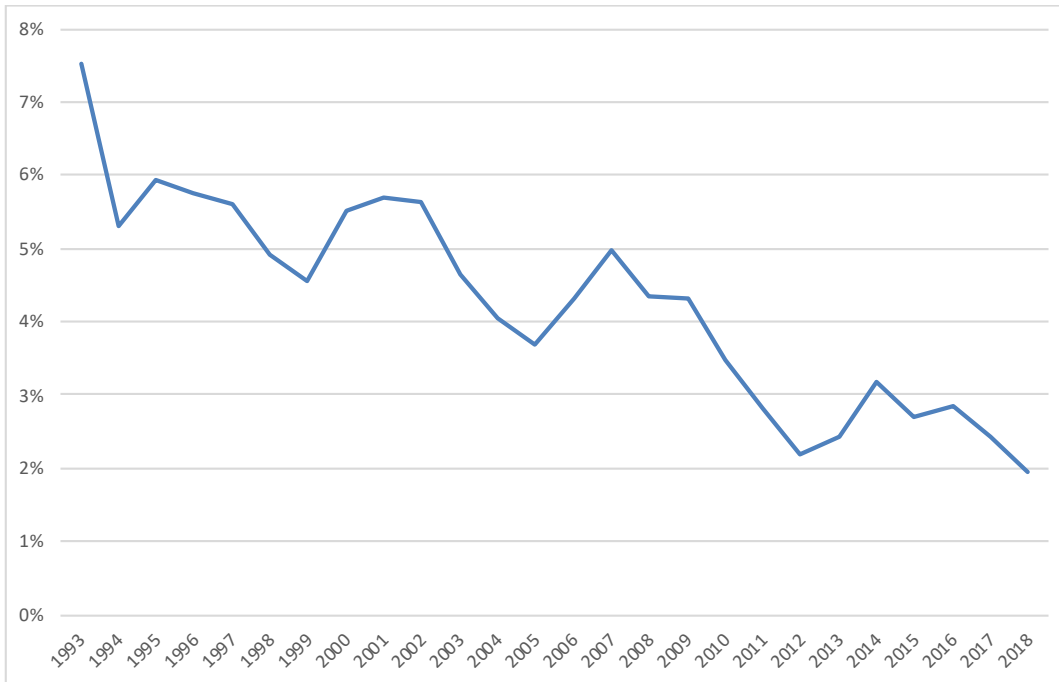
þá sem myndi byggja á miklum vaxtamun milli fasteignalána sem þeir veita og skuldabréfa sem þeir selja til að fjármagna lánin. Kostnaður af því myndi falla annars vegar á lífeyrissjóði, með lægri ávöxtun, og hins vegar lántaka, með hærri vöxtum.

Vegna þessarar hættu er mikilvægt að jafnvel þótt þróað verði fasteignalánakerfi sem byggi fyrst og fremst á öðru en sjóðfélagalánum þá eigi lífeyrissjóðir þess alltaf kost að lána beint – og fasteignakaupendur þá jafnframt þess kost að taka lán beint. Jafnvel þótt lítið yrði um slík lán myndi möguleikinn á þeim veita fasteignalánakerfi mjög mikilvægt samkeppnishæft aðhald. Það yrði til hagsbóta bæði fyrir þá sem taka lán og þá sem fjármagna kerfið, þ.e. lífeyrissjóði. Í grundvallaratriðum þyrftu þá bankar annars vegar að bjóða lífeyrissjóðum kjör sem væru samkeppnishæf við að veita bein lán og hins vegar að bjóða lántökum kjör sem væru samkeppnishæf við að taka sömu lán. Þetta myndi þýða að vaxtamunur banka á þessum lánnum gæti vart orðið óeðlilega mikill, jafnvel þótt samkeppni banka innbyrðis væri ekki mjög grimm.

Óháð þessu yrði ákveðið hagræði fyrir lífeyrissjóði af því að sinna fjármögnun húsnæðislána á heildsölustigi fremur en smásölustigi. Annars vegar gætu einstakir lífeyrissjóðir náð fram betri áhættudreifingu með því að fjármagna lán til fjölbreyttra hópa frekar en einsleitra. Hins vegar gætu þeir betur stýrt fjárstreymi sínu með því að taka þátt í viðskiptum með skuldabréf sem nýtt eru til að fjármagna húsnæðislán (eða bjóða fram lánsfé til sameiginlegrar lánastofnunar sbr. umfjöllun að framan) frekar en að lána beint öllum sem hafa „lánsrétt“. Sérhver lífeyrissjóður gæti því ráðið hve miklu fé hann ver til að fjármagna fasteignalán hverju sinni eftir kjörum á þeim. Það gæti gert verðmyndun, þ.e. ákvörðun vaxta, skilvirkari því að hún myndi ráðast beint af framboði og eftirspurn á slíkum skuldabréfamarkaði. Nú ráðast vextir lífeyrissjóðslána yfirleitt að verulegu leyti af vöxtum á bréfum Íbúðalánasjóðs en ekki af eftirspurn eftir sjóðfélagalánunum sjálfum eða vilja sjóðanna til að lána. Það er m.a. óheppilegt því að framboð bréfa Íbúðalánasjóðs og velta fer minnkandi og mun fyrirsjáanlega gera það áfram.

Lífeyrissjóðir fjármagna fasteignalán gegnum skuldabréfamarkað

Áður en sjóðsöfnun íslenska lífeyriskerfisins hófst fyrir alvöru, á níunda áratug síðustu aldar, og vextir voru gefnir frjálsir var ávallt mjög erfitt að fjármagna húsnæðislánakerfi landsmanna. Lán þurfti að skammta sem gat t.d. leitt til þess að fólk neyddist til að flytja inn í hálfkláruð hús og ganga síðan frá þeim á nokkrum árum með fé sem tókst að leggja til hliðar hverju sinni. Staðan



Mynd 3. Áhættulausir (ríkistryggðir) verðtryggðir vextir í krónum 1993-2018.

nú er allt önnur og enginn vandi að fjármagna öll þau húsnæðislán sem eðlilegt er að veita með innlendum sparnaði enda hefur hann vaxið verulega, sérstaklega vegna vaxtar lífeyriskerfisins, og mun fyrirsjáanlega vaxa enn frekar, vegna hækkunar iðgjaldahlutfalla í lífeyriskerfinu. Þessi þróun hefur jafnframt þýtt að vextir hafa farið stöðugt lækkandi eins og sjá má á mynd 3. Það er vitaskuld jákvætt frá sjónarhóli lántakenda en vaxandi áskorun fyrir lífeyriskerfið.¹³

Í grundvallaratriðum mætti hugsa sér ýmsar útfærslur á kerfi þar sem lífeyrissjóðir fjármagna fasteignalánakerfi með kaupum á skuldabréfum sem tryggð eru með lánasafni. T.d. er bæði hægt að hafa einn útgefanda skuldabréfa fyrir allan markaðinn, eins og Íbúðalánasjóður var í raun fyrir 2004, eða að hver lánveitandi gefi út sín eigin skuldabréf eins og tíðkast hefur undanfarin ár.

Kostirnir við að hafa einn heildsöluaðila sem þjónar markaðinum í heild eru þó ýmsir. M.a. myndi markaðurinn fyrir skuldabréf slíks aðila verða mjög djúpur og skuldabréfaflokkar mjög stórir. Verðmyndun slíkra bréfa ætti að verða eins skilvirk og kostur er og fyrirsjáanlega nokkuð

¹³ Útlánsvextir lífeyrissjóða hafa þó almennt verið aðeins hærri en áhættulausir vextir (þ.e. vextir á bréfum með ríkisábyrgð) en munurinn verið mismikill eftir tímabilum og sjóðum. Hjá LSR var munurinn þannig að jafnaði um 0,64% á árunum 2002 til 2017 m.v. breytilega vexti sjóðsins.

ráðandi fyrir verðmyndun á skuldabréfamarkaðinum í heild. Þótt einn aðili sæi um heildsölufjármögnun (sem hann myndi sem fyrr segir sækja einkum til lífeyrissjóða þótt aðrir gætu vitaskuld einnig keypt skuldabréf hans) gæti orðið tiltölulega hörð samkeppni á smásölustigi um lánveitingar. Sú samkeppni gæti þó ekki nema að takmörkuðu leyti snúist um annað en álag á kostnað við heildsölufjármögnun því að lánaskilmálar yrðu að vera staðlaðir, greiðslumat unnið með sama hætti og hámarksveðhlutfall það sama hjá öllum sem nýta sömu heildsölufjármögnun. Eitthvert svigrúm gæti þó verið til að setja saman flóknari afurðir, t.d. veita viðbótarlán á öðrum veðrétti sem fjármagnað er með öðrum hætti en lán á fyrsta veðrétti.

Hve hátt álagið yrði á smásölustigi réðist þannig fyrst og fremst af samkeppni. Einnig myndi skipta máli hvernig áhættu væri skipt milli lánveitanda í smásölu og heildsölu. Ef áhætta vegna útlánataps er að verulegu leyti hjá smásala þarf álagning hans að endurspegla það. Það myndi hins vegar jafnframt þýða að álagning heildsala á fjármögnunarkostnað gæti verið lægri en ella. Samanlögð álagning á heildsölu- og smásölustigi þarf að standa undir kostnaði vegna líklegs útlánataps hvernig svo sem tapinu er skipt. Auk þess þarf álagningin að standa undir kostnaði beggja aðila.

Almennt getur verið hættulegt að smásali beri enga áhættu af lánum sem hann veitir, þ.e. velti þeirri áhættu allri yfir á heildsölustigið. Það getur búið til hvata til óvarkárra útlána.¹⁴ Þó getur einnig verið óæskilegt að smásali beri alla áhættu af útlánatapi allan lánstímann. Það þýðir að lánið verður allt á efnahagsreikningi hans sem væntanlega mun hafa áhrif á kröfur til hans um eigið fé, jafnvel þótt áhætta vegna slíkra lána sé metin lítil. Það gæti dregið úr vilja banka til að lána og þar með dregið úr samkeppni og aukið vaxtamun, þ.e. álag á smásölustigi. Á móti kæmi þó að þörf fyrir eigið fé á heildsölustigi yrði minni.

Eldri kerfi

Áður en bankar og sparisjóðir tóku að keppa á markaðinum fyrir íbúðalán, síðla árs 2004, gegndi íbúðalánasjóður og þar áður forverar hans lykilhlutverki á fasteignalánamarkaðinum. Sjóðurinn fjármagnaði sig að verulegu leyti með sölu skuldabréfa til lífeyrissjóða og lánaði með tiltölulega

¹⁴ Þessi vandi lék stórt hlutverk í fyrrnefndri *undirmálslánakrísu* í Bandaríkjunum og víðar.

litlu álagi ofan á þau kjör sem hann naut á skuldabréfamarkaði. Með lítilli áhættu í útlánum, tiltölulega lágu eiginfjárlutfalli og lágri kröfu um ávöxtun þess gekk það upp.

Mistök við fjármögnun sjóðsins urðu hins vegar til þess að hann lenti í verulegum kröggum. Þau mistök fólust í því að gefa út löng skuldabréf án uppgreiðsluheimildar en veita um leið lán með uppgreiðsluheimild. Það þýddi óhjákvæmilega að þegar vextir á markaði lækkuðu þá varð uppgreiðsla lána sjóðnum mjög dýr. Þá sat hann uppi með mikið laust fé með dýrri fjármögnun og því neikvæðum vaxtamun. Hefðu þessi mistök ekki verið gerð þá hefði rekstrarlíkan sjóðsins væntanlega gengið ágætlega upp, jafnvel í harðari samkeppni en áður, þótt hann hafi alltaf átt á hættu útlánatap.

Húsbréfakerfið á sínum tíma var einnig tiltölulega einfalt og skilvirkt kerfi til fjármögnunar húsnæðislána í gegnum markaðinn fyrir skuldabréf. Helsti munurinn á því og núverandi kerfi Íbúðalánasjóðs var að í stað þess að greiða lán út í reiðufé fengu lántakendur húsbréf sem þeir seldu á markaði eða afhentu seljanda fasteignar. Vextir lánanna réðust því ekki beint af vöxtum veðskuldabréfanna sem kaupendur gáfu út heldur einnig af ávöxtunarkröfu og þar með afföllum eða yfirverði húsbréfanna á markaði. Ofan á þá ávöxtunarkröfu markaðarins vegna húsbréfanna bættist tiltölulega lág þóknun sem lántakendur greiddu útgefanda húsbréfanna. Sú þóknun fólst í mun á nafnvöxtum húsbréfanna og nafnvöxtum veðskuldabréfanna sem lántakendur afhentu í skiptum fyrir húsbréfin.

Í grundvallaratriðum gekk það kerfi ágætlega upp þótt á því hafi verið tilteknir hnökrar. Þannig voru húsbréf greidd upp með happdrættisfyrirkomulagi. Það var óheppilegt, m.a. vegna þess að því fylgdi umstang og áhætta fyrir eigendur bréfanna. Tiltölulega auðvelt væri þó að sníða þá hnökra af að mestu enda tækni við umsýslu verðbréfa allt önnur nú en í árdaga kerfisins, m.a. öll skráð skuldabréf nú orðin rafræn.¹⁵ Hér verður þó ekki lagt til að endurvekja það kerfi í breyttri mynd.

¹⁵ Í stað happdrættisfyrirkomulagsins gæti afborgun af húsbréfunum verið breytileg. Að lágmarki yrði hún á hverjum tíma í samræmi við reglulegar afborganir lánanna sem húsbréfin fjármagna en við myndi bætast það sem til fellur vegna uppgreiðslu eða fyrirframgreiðslu lánanna, að því gefnu að fasteignalán væru veitt með uppgreiðsluheimild en hún er mikill kostur frá sjónarhóli lántaka. Ávöxtunarkrafa á markaði myndi endurspeglja þetta og því vera eitthvað hærra en ef húsbréfin væru án uppgreiðsluheimildar.

Fjármögnun eftir öðrum leiðum

Fasteignalánamarkaðir eru mjög ólíkir eftir löndum. Almennt er þó algengt að lífeyrissjóðir leiki stjórt hlutverk í fjármögnun þeirra, a.m.k. í löndum þar sem lífeyriskerfið byggir á sjóðssöfnun. Það geta þeir ýmist gert með beinum sjóðfélagalánum, sem er einfaldasta fyrirkomulagið, eða með því að fjármagna aðra lánveitendur og þá yfirleitt í gegnum skuldabréfakaup. Sumir markaðir eru að mestu innlendir, þ.e. lán eru bæði veitt, tekin og fjármögnuð af innlendum aðilum, en annars staðar flæðir fé með einhverjum hætti yfir landamæri.

Þannig hefur bandaríski fasteignalánamarkaðurinn að nokkru leyti verið fjármagnaður með kaupum erlendra aðila á skuldabréfavafningum (e. Collateralized Debt Obligation, CDO) sem byggðu m.a. á fasteignaveðlánum. Þau lán voru almennt veitt í Bandaríkjadöllum þannig að gengisáhætta lenti á erlendum kaupendum vafninganna. Á fyrstu stigum fjármálakrísunnar, þegar umræða hófst um undirmáslánakrísu (e. Subprime Loan Crisis), voru slíkir vafningar mjög til vandræða enda urðu veruleg afföll af lánunum og þar með vafningunum þegar fasteignaverð féll í Bandaríkjunum.

Einnig þekkist að gengisáhættan lenti á lántakendum, þ.e. þeir taki lán í erlendum myntum. Það var t.d. tilfellið með myntkórfulán sem veitt voru íslenskum fasteignakaupendum fyrir hrún. Þau voru þá fjármögnuð með lántökum lánveitendanna sjálfra í erlendum myntum sem endurlánuðu í sömu myntum. Slík lán hafa einnig verið nokkuð algeng í mið- og austur Evrópu og leiddu til svipaðra vandamála þar og hér í landi vegna sveiflna í gengi gjaldmiðla, m.a. styrkingar svissneska frankans sem var mikið nýttur í þessu skyni.

Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika er almennt betra að fasteignalánakerfi byggi á innlendri fjármögnun í heimamynt. Sé um erlenda fjármögnun kerfisins að ræða er best að hún sé til langs tíma enda er afar erfitt að bregðast við vanda við endurfjármögnun þegar lánað er til mjög langs tíma og jafnframt yfirleitt takmarkaður aðgangur að þrautalánunum í erlendri mynt. Þá þurfa veðhlutföll og mat á greiðslugetu lántaka jafnframt að endurspegla hættu á gengissveiflum séu lán veitt í erlendri mynt.

Fyrir íslensku lífeyrissjóðina koma lánveitingar í erlendri mynt eða fjármögnun slíkra lána ekki til greina. Slík lán yrðu óhagstæðari fyrir sjóðina en lán í krónum, bæði vegna vaxtamunar og gengisáhættu.¹⁶

Í löndum þar sem lífeyriskerfi byggir ekki á sjóðsöfnun er hægt að fjármagna íbúðalánakerfi með öðrum leiðum. M.a. geta bankar að einhverju marki fjármagnað lán með þeim fjármögnunarleiðum sem þeir hafa, bæði innlánnum og skuldabréfaútgáfu. Þá þurfa tryggingafélög að ávaxta töluvert fé og geta að einhverju marki nýtt það til að fjármagna fasteignalán. Þá er hægt að fjármagna fasteignalán með frjálsum sparnaði.

Samantekt á helstu leiðum til fjármögnunar fasteignalánakerfis og kostum og göllum hvernar leiðar má sjá í meðfylgjandi töflu.

Tafla. Ýmsar leiðir við fjármögnun húsnæðislána.

	Leið	Helstu kostir	Helstu gallar
A	Núverandi kerfi. Sjóðfélagalán og lán banka og Íbúðalánasjóðs sem eru að hluta fjármögnuð af lífeyrissjóðum í gegnum skuldabréfamarkað.	<ul style="list-style-type: none"> • Nýtist lífeyriskerfi nokkuð vel. • Nægt framboð af lánsfé. • Vextir hafa farið lækkandi og munu fyrirsjáanlega gera það áfram. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mjög misgóður aðgangur lántaka að lánnum eftir Isj. • Sérstaklega vandamál að ungt fólk neyðist til að taka mun dýrari lán en Isj. bjóða. • Samkeppnisstaða banka erfið, m.a. vegna bankaskatts, og samkeppni því takmörkuð. • Isj. hafa ekki góða stjórn á útfærðum vegna lána. • Ákvörðun vaxta óskilvirk og þeir nýtast illa sem stýritæki Isj.

¹⁶ Af sömu ástæðu kaupa íslensku lífeyrissjóðirnir nær engin skuldabréf í erlendri mynt. Erlend verðbréfaeign þeirra byggir því nánast alfarið á hlutabréfum, beint eða óbeint.

			<ul style="list-style-type: none"> • Lsj. njóta ekki stærðarhagkvæmni og fyllstu áhættudreifingu í útlánum, sérstaklega ekki minnstu sjóðirnir.
B	Núverandi kerfi en með þeirri breytingu að sjóðir lána ekki eingöngu til sjóðfélaga.	Sömu og A.	<ul style="list-style-type: none"> • Sömu og A nema jöfnun aðgangs lántaka óháð aðild að Lsj. • Hugsanlega aðeins verri heimtur af lánum.
C	Núverandi kerfi en með samstarfi Lsj. um lánveitingar án sérstakrar stofnunar.	<ul style="list-style-type: none"> • Sömu og A og B. • Auk þess meiri áhættudreifing í útlánum Lsj. 	Sömu og B.
D	Núverandi kerfi en með sameiginlegri lánastofnun Lsj.	<ul style="list-style-type: none"> • Sömu og C. • Auk þess betri nýting stærðarhagkvæmni. • Betri stýring á fjárstreymi hvers Lsj. • Betri verðmyndun (ákvörðun vaxta) á markaðinum. 	<ul style="list-style-type: none"> • Einhver umboðsvandi en þó takmarkaður því að hagsmunir lánastofnunar og Lsj. færu að mestu saman. • Hugsanlega aðeins verri heimtur á lánum en þegar Lsj. lána beint. • Vandamál að ungt fólk neyðist til að taka mun dýrari lán en Lsj. bjóða. • Samkeppnisstaða banka erfið, m.a. vegna bankaskatts, og samkeppni því takmörkuð.
E	Núverandi kerfi en með sameiginlegri lánastofnun Lsj. og jöfnun	<ul style="list-style-type: none"> • Sömu og D. • Auk þess aukin samkeppni. 	<ul style="list-style-type: none"> • Einhver umboðsvandi en þó takmarkaður því að hagsmunir

	Samkeppnisstöðu banka með skattkerfisbreytingum.	<ul style="list-style-type: none"> Bætt staða þeirra sem geta ekki nýtt sér bein lán Ísj. 	<p>lánastofnunar og Ísj. færðu að mestu saman.</p> <ul style="list-style-type: none"> Hugsanlega aðeins verri heimtur á lánum en þegar Ísj. lána beint.
F	Núverandi kerfi með útvistun lánastarfsemi Ísj.	<ul style="list-style-type: none"> Stærðarhagkvæmni og kostir sérhæfingar nýtast vel. Nokkuð jöfn staða lántakenda. 	<ul style="list-style-type: none"> Talsvert aukið flækjustig. Umboðsvandi gæti verið verulegur.
G	Myntkörfulán	<ul style="list-style-type: none"> Bætir stöðu þeirra sem helst geta nýtt sér slík lán, þ.e. fólk með mjög gott greiðslumat og nægt eigið fé. 	<ul style="list-style-type: none"> Eykur áhættu lántaka. Eykur áhættu lánveitenda. Getur búið til auknar gengissveiflur og jafnvel kerfisáhættu. Því verri lausn eftir því sem fleiri nýta sér hana.
H	Heildsölubanki sem fjármagnaður er á skuldabréfamarkaði og fjármagnar síðan þá sem veita lán á smásölumarkaði.	<ul style="list-style-type: none"> Nokkuð jöfn staða lántakenda. Eykur dýpt skuldabréfamarkaðar og verðmyndun (ákvörðun vaxta) 	<ul style="list-style-type: none"> Tiltölulega löng keðja fjármögnunar sem getur búið til kerfisáhættu. Eigið fé þarf bæði á smásölustigi og heildsölustigi sem getur aukið vaxtamun.
I	Heildsölubanki sem fjármagnaður er á skuldabréfamarkaði og kaupir lán af þeim sem lána á smásölustigi.	Sömu og H og I.	<ul style="list-style-type: none"> Umboðsvandi gæti verið verulegur. Samkeppni yrðu takmörk sett því að afurðir (lán og skilmálar) yrðu að vera mjög staðlaðar.
J	Endurreist húsbréfakerfi þar sem agnúar hafa verið sniðnir af (m.a. happdrættiskerfi)	Sömu og H og I.	<ul style="list-style-type: none"> Aukaflækja fyrir lántakendur og seljendur húsa að þurfa að eiga í viðskiptum með

			skuldabréf á markaði í stað reiðufjárviðskipta. <ul style="list-style-type: none"> • Rekstrarkostnaður og eiginfjárför hjá útgefanda húsbréfanna. • Samkeppni takmörkuð því að afurðir (lán og lánaskilmálar) yrðu að vera mjög staðlaðar.
--	--	--	--

Það er mat höfundar að leið E hér að ofan sé vænlegasti kosturinn, bæði fyrir húsnæðislánakerfið og lífeyrissjóðskerfið. Í henni fælist annars vegar samstarf lífeyrissjóða um sameiginlega lánastofnun og hins vegar jöfnun samkeppnisstöðu banka á fasteignalánamarkaði með skattkerfisbreytingum. Hún gæti tryggt hagkvæma umsýslu lífeyrissjóðslána, áhættudreifingu lífeyrissjóðanna, jafnað stöðu sjóðfélaga óháð því í hvaða sjóð þeir greiða, gefið lífeyrissjóðunum betri stjórn á útlæði fjár vegna lánveitinga og gert myndun vaxta skýrari og skilvirkari. Tekjur af útlánum myndu nýtast eins vel og hægt er til að standa undir lífeyrisgreiðslum, enda kostnaður vegna milliliða milli lífeyrissjóða og lántaka í lágmarki. Þá myndi skattkerfisbreyting bæta samkeppnisstöðu annarra lánveitenda, sérstaklega banka og sparisjóða, sem myndi auka samkeppni á markaðinum og vera til hagsbóta fyrir ungt fólk og aðra þá sem ekki nægir það lánshlutfall sem lífeyrissjóðir bjóða.

Eignarhald lífeyrissjóða á fjármálafyrirtækjum

Í umræðu um sölu á íslensku viðskiptabönkunum hefur mjög verið horft til lífeyrissjóða sem kaupenda. Voru m.a. viðræður um kaup þeirra á talsverðum hlut í Arion banka fyrir skráningu hans sem ekki gengu eftir.

Stærð bankanna gerir það að verkum að aðrir innlendir aðilar, fyrir utan ríkið, ráða vart við kaup á verulegum hluta í einum eða fleiri bönkum. Þannig var bókfært eigið fé hvers stóru bankanna þriggja á bilinu 181 til 246 milljarðar í árslok 2017. Jafnvel þótt hlutafé yrði selt fyrir eitthvað

læggra verð en samsvarar bókfærðu eigin fé væru kaup á umtalsverðum hlut ekki á færi nema mjög fjársterkra aðila, líkt og lífeyrissjóða.

Þótt hlutabréf banka geti verið eðlileg fjárfesting fyrir lífeyrissjóð fylgja slíku eignarhaldi ýmis vandamál, sérstaklega ef um umtalsverðan hlut er að ræða. Þannig eiga lífeyrissjóðir alla jafna í verulegum viðskiptum við banka, bæði sem fjármögnunaraðilar með kaupum á skuldabréfum banka og með kaupum á þjónustu banka, t.d. við eignastýringu, miðlun eða vörslu verðbréfa. Þá eru lífeyrissjóðir að nokkru marki keppinautar banka, þ.e. á markaði fyrir fasteignalán. Þessi staða gæti valdið umtalsverðum hagsmunaárekstrum ef lífeyrissjóður eignaðist umtalsverðan hlut í banka. Þá flækir það einnig málið að tveir af stóru bönkunum þremur eiga dótturfélög sem sjálf reka lífeyrissjóði.

Jafnframt skiptir máli í þessu samhengi að lífeyrissjóðirnir eru nú þegar eigendur að verulegum hlut í öllum eða nær öllum félögum sem hafa skráð hlutabréf sín í Kauphöll Íslands. Þau félög sækja síðan margs konar þjónustu til banka, m.a. fjármögnun. Eignarhald lífeyrissjóðs á bæði hlut í banka og hlutabréfum í þessum viðskiptavinum bankanna gæti því einnig valdið hagsmunaárekstrum.

Víðtækt eignarhald lífeyrissjóða á hlutabréfum skráðra fyrirtækja er nú þegar orðið nokkuð áhyggjuefni vegna hugsanlegra áhrifa á samkeppni fyrirtækjanna, m.a. vegna svokallaðs *sameiginlegs eignarhalds* (e. horizontal eða common ownership), þ.e. sami lífeyrissjóðurinn á í mörgum tilfellum umtalsverðan hlut í tveimur eða fleiri keppinautum. Sá vandi er alveg óleystur.¹⁷ Umtalsvert eignarhald lífeyrissjóða í banka myndi magna þann vanda.

Ef lífeyrissjóðir myndu eignast umtalsverðan hlut í tveimur, hvað þá þremur, bönkum kæmi upp sameiginlegt eignarhald á bankamarkaði. Það væri baneitruð staða. Að nokkru marki væri þó hægt að minnka vandann ef hver lífeyrissjóður myndi eingöngu fjárfesta í einum bankanna, þ.e. sjóðirnir skipta sér á banka. Það myndi þó eingöngu draga úr vanda vegna sameiginlegs

¹⁷ Þetta er ekki séríslenskt vandamál. Erlendis er sameiginlegt eignarhald algengast vegna eignastýringarfyrirtækja sem reka stóra hlutabréfasjóði sem eignast hluti í keppinautum. Sjá *Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði*. Ásta Dís Óladóttir, Friðrik Árni Friðriksson, Gylfi Magnússon og Valur Þráinsson. Tímarit um stjórnmál og stjórnsýslu, 1. tbl. 13. árg. bls. 27-52. 2017.

eignarhalds, eftir stæði m.a. vandi vegna þess að sjóðirnir yrðu hluthafar í fjármálafyrirtækjum sem þeir eiga bæði í miklum viðskiptum við og eru í samkeppni við.

Eftir myndi þó jafnframt standa annar vandi, þ.e. að lífeyrissjóðir eiga erfitt með að beita sér af krafti sem eigendur fyrirtækja. Þeir verða því alla jafna nokkuð hlutlausir hluthafar. Taka e.t.v. þátt í kosningum á hluthafafundum og velja óháða stjórnarmenn en veita stjórnendum samt minna aðhald en hluthafar sem hafa beinna og ríkra persónulegra hagsmuna að gæta.

Það hentar lífeyrissjóðum alla jafna best að eiga tiltölulega lítinn hlut í hverju fyrirtæki (e. portfolio investors) og selja séu þeir óánægðir með stjórnun fyrirtækisins frekar en að eiga það stóran hlut að þeir bera óhjákvæmilega ábyrgð á stjórnun og stefnumótun þess. Þannig gætu stærstu lífeyrissjóðirnir líklega vandræðalaust átt 2-3% hlut í banka (e.t.v. 4-8 milljarðar að markaðsvirði) og lífeyrissjóðakerfið e.t.v. 15-20% hlutafjár samtals. Þegar eignarhluturinn er þetta lítill myndi hver sjóður hafa mjög takmörkuð áhrif á stjórn bankans og eiga takmarkað undir vegna fjárfestingarinnar, sem dregur úr vanda vegna hugsanlegra hagsmunaárekstra. Í þessu samhengi skiptir þó máli hvernig eignarhald bankanna yrði að öðru leyti, m.a. hverjir yrðu kjölfestufjárfestar og hver eignarhlutur þeirra yrði.

Telji stjórnendur lífeyrissjóðs æskilegt að fjárfesta meira en sem þessu nemur í banka eða almennt fjármálastarfsemi væri að ýmsu leyti æskilegra að það væri gert með kaupum á hlutabréfum í erlendum fjármálastofnunum. Þá væri hægt að ná því markmiði að dreifa áhættu vel með því að eiga lítinn hlut í hverju félagi og jafnframt dreifa áhættu milli innlendra og erlendra eigna, líkt og sjóðirnir gera nú þegar.

Að einhverju marki væri hægt að takmarka hættu á hagsmunaárekstrum þegar ein fjármálastofnun (þ.e. lífeyrissjóður) á í annari (þ.e. banka) með sértækum úrræðum eins og takmörkun atkvæðisréttar. Jafnvel mætti hugsa sér að sjóðirnir myndu kaupa sérstakan flokk hlutabréfa án atkvæðisréttar, t.d. svokölluð forgangshlutabréf (e. preferred shares), sem eru í raun ígildi víkjandi lána, en aðrir hluthafar keyptu almenn hlutabréf. Eða að sjóðirnir keyptu bréf með minna atkvæðavægi (B bréf) en aðrir (A bréf). Slíkt fyrirkomulag hefur lítið tíðkast hérlendis þótt það sé vel þekkt erlendis. Það hefði bæði kosti og galla. Einn gallinn væri að þar með gætu aðrir hluthafar haft umtalsvert meiri áhrif á stjórn banka en eignarhlutur þeirra ætti að

endurspegla. Flækjustigið myndi jafnframt aukast og áhætta annars vegar og áhrif hins vegar ekki fara saman. M.a. vegna þess hafa fræðimenn talið útgáfu margra flokka hlutabréfa með mismunandi atkvæðavægi almennt frekar óheppilegt fyrirkomulag.

Enn önnur og talsvert flóknari leið væri að lífeyrissjóðir sem eignast hlut í banka myndu framselja atkvæðisréttinn til sjóðfélaga. Því væri raunar líka hægt að beita í öðrum fyrirtækjum sem lífeyrissjóðir eru hluthafar í. Það væri þó ekki gallalaus leið, m.a. vegna þess að atkvæðisréttur hvers sjóðfélaga yrði alla jafna afar smár og litlar líkur á því að hann yrði nýttur svo að neinu nemur. Þá flækir eðli samtryggingarsjóða þessa leið, þ.e. eignir sjóðanna eru sameign margra en ekki séreign einstakra sjóðfélaga. Mun einfaldara væri að fara svipaða leið vegna séreignarsjóða.

Jafnframt yrði lífeyrissjóður sem starfa í tengslum við fjármálafyrirtæki, er jafnvel í rekinn af því, í talsvert annarri stöðu en aðrir lífeyrissjóðir. Almennt fer ekki vel á því að lífeyrissjóður sem er rekinn af fjármálafyrirtæki stundi fjárfestingar sem hafa umtalsverð áhrif á fjármálafyrirtækið, t.d. með kaupum á verðbréfum sem það hefur gefið út, vegna augljósrar hættu á hagsmunaaðrekstrum.

Þegar á heildina er litið virðist því vart æskilegt að íslenskir lífeyrissjóðir eignist mjög stóra hluti í einum eða fleiri stóru íslensku bankanna og alls ekki ráðandi hluti. Sérstaklega væri óheppilegt að sami lífeyrissjóður ætti umtalsverðan hlut í fleiri en einum banka. Hins vegar væri ekki óeðlilegt að sjóðirnir keyptu tiltölulega litla hluti, sem þó gæti verið umtalsverð fjárfesting, vegna stærðar bankanna, sérstaklega ef viðkomandi bankar væru með hlutabréf sín skráð í kauphöll og vitaskuld að því gefnu að forsvarsmenn sjóðanna teldu verðið hagstætt.