

Rapport 2005-029

**Rentebinding på  
boliglån i Norge**

# **Rentebinding på boliglån i Norge**

Utarbeidet for  
Kommunal- og  
regionaldepartementet

# Innhold:

SAMMENDRAG OG KONKLUSJONER .....	1
1 INNLEDNING .....	4
1.1 Om oppdraget og metoden.....	4
1.2 Bruk av fastrentelån i Norge.....	5
1.2.1 Tilbudet av boliglån i Norge.....	7
2 ULIKE TYPER RENTEVIKÅR .....	8
2.1.1 Flytende rente .....	8
2.1.2 Lån med variabel rente .....	8
2.1.3 Lån med fast rente.....	8
2.1.4 Rentetak .....	10
2.1.5 Rentekorridor .....	11
2.1.6 Hva koster de ulike produktene? .....	12
3 DRØFTING AV RENTEVIKÅR OG RISIKO .....	16
3.1 Generelt om styring av risiko.....	16
3.2 Husholdningenes tilpasning.....	17
3.2.1 Drøfting av optimal tilpasning.....	17
3.2.2 Hva legger husholdningene i praksis vekt på?.....	20
3.2.3 Avsluttende merknader .....	21
3.3 Finansinstitusjonenes tilpasning .....	22
4 HVORFOR BLIR FASTRENTELÅN LITE BRUKT I NORGE?.....	24
4.1 Grunnleggende trekk ved økonomien.....	24
4.2 Informasjon til bankenes kunder.....	26
4.3 Prising av ulike typer lån .....	28
4.4 Finansmarkedene og kostnader og risiki knyttet til å tilby fastrentelån .....	29
4.5 Oppsummering.....	31
5 TILTAK FOR Å FREMME BRUK AV FASTRENTELÅN .....	33
5.1 Etterspørselssiden .....	33
5.2 Tilbudssiden.....	34
5.2.1 Krav til informasjon.....	34
5.2.2 Annet.....	35
5.2.3 Husbanken .....	36
6 VIRKNINGENE AV HUSHOLDNINGENES VALG AV RENTEBINDING .....	37
LITTERATUR:.....	41
VEDLEGG 1:    INSTITUSJONER SOM ER INTERVJUET .....	42
VEDLEGG 2:    INTERVJUGUIDE BRUKT OVERFOR FINANSINSTITUSJONENE.....	43

# Sammendrag og konklusjoner

## Resymé

*Norske husholdninger låner i hovedsak med flytende rente. I mange andre land er det fastrentelån som er mest vanlig. Det ser ikke ut til at forskjeller i grunnleggende trekk ved Norges økonomi eller finansmarked kan forklare at fastrentelån blir lite brukt. Mangel på tradisjon er trolig hovedforklaringen.*

*Husholdningene har trolig dårlige kunnskaper om renterisikoen knyttet til lån med flytende rente og om forventet merkostnad ved fastrentelån. Hvis man skal fremme bruken av fastrentelån, bør tiltakene rettes mot å styrke husholdningenes kompetanse og tilgang til informasjon. Bankene gir ofte ikke informasjon om andre utlånsprodukter enn lån med flytende rente eller om risikoen for renteøkninger og konsekvensen av dette for kunden. Introduksjon av nye former for utlån fra Husbanken vil kunne bidra til at norske husholdninger får bedre forståelse for andre låneprodukter enn det som finnes på det norske markedet i dag.*

*Hvis andelen fastrentelån øker sterkt, vil virkningene av pengepolitikken endres. Husholdningene vil bli mindre påvirket av renteendringer. Om dette vil være en fordel eller et problem for Norges Bank avhenger av hvor ubalansene i økonomien oppstår.*

## Bakgrunn

Regjeringen tar i St.meld. nr. 23 (2003-2004) Om boligpolitikken til orde for at Husbanken skal kunne tilby flere typer fastrentelån for å redusere låntakers renterisiko. Kommunal- og regionaldepartementet er oppdragsgiver for dette prosjektet.

## Problemstilling

Konkurransesgrunnlaget anga følgende problemstillinger for oppdraget:

*Kommunal- og regionaldepartementet ønsker en utredning om makro- og mikroøkonomiske konsekvenser av bruk av boliglån (lån med pant i bolig) med henholdsvis fast og flytende renter.*

*Utredningen skal også gi en vurdering av årsaker til norske husholdningers begrensede bruk av fastrenteavtaler, samt foreslå statlige tiltak – økonomiske, juridiske eller organisatoriske – som kan bidra til å øke andelen fastrenteavtaler på boliglån på frivillig basis både i Husbanken og i det private kredittmarkedet.*

*Utredningen skal trekke vekslers på gjennomførte og pågående internasjonale utredninger om problemstillingene.*

## **Konklusjoner og tilrådinger**

Det er meget store forskjeller mellom land i hva slags rentevilkår som er mest vanlige på boliglån. I enkelte land (f.eks. Danmark og USA) låner husholdningene vanligvis med lang rentebinding, mens i andre land (f.eks. Storbritannia, Finland og Norge) domineres boliglånsmarkedet av lån med flytende rente. Disse forskjellene ser ikke ut til å kunne forklares med strukturelle forskjeller i landenes økonomier eller med finansinstitusjonenes kostnader knyttet til egnet finansiering for ulike typer lån.

Det er laget modeller for å anslå optimal rentebinding for henholdsvis amerikanske og britiske husholdninger. Konklusjonene er at forskjeller i landenes økonomier ikke kan forklare hvorfor amerikanske husholdninger i hovedsak låner med fast rente og britiske husholdninger med flytende rente. Modellene tilsier at fordelingen av rentebinding burde vært langt mindre forskjellig og dessuten at britiske husholdninger med store lån relativt til inntekten i mye større utstrekning burde valgt fastrente.

De siste 20 årene er det svært få norske lånekunder som har tjent på å velge lån med langsiktig rentebinding. Dette har sammenheng med at rentenivået har falt i denne perioden. Nå er rentenivået svært lavt i Norge, og potensialet for ytterligere nedgang er trolig begrenset. I årene som kommer vil det kunne være en rekke låntakere som vil kunne tjene på å ha valgt fastrentelån. Dette kan bidra til sterkere etterspørsel etter rentebinding.

I Norge arbeides det med å få på plass et regelverk for særskilt sikrede obligasjoner, dvs. kredittforetak som stiller lån med sikkerhet i fast eiendom som sikkerhet for obligasjonslån. Slike kredittforetak står for store deler av utlån til boliger i flere av landene som har høy andel fastrentelån, herunder i Danmark og USA. Det kan tenkes at åpningen for denne finansieringsformen på sikt vil kunne stimulere bruken av fastrentelån i Norge. I Danmark har kundene rett til å forsere tilbakebetaling av fastrentelån uten å betale full overkurs etter et eventuelt rentefall. Boliglånsinstitusjonene har en tilsvarende rett til forsert nedbetaling av obligasjonslånene som finansierer virksomheten. Erfaring fra Danmark tilsier at boliglånskundene ikke utnytter alle mulighetene for å redusere lånekostnadene gjennom refinansiering av fastrentelån. Dette gjør på sin side at den ekstra rente obligasjonseierne krever for å ta risikoen for forsert nedbetaling av obligasjonslånet til pari kurs, blir moderat. Det regelverket som er foreslått i Norge, vil ikke være til hinder for at det utvikles kredittforetak som driver sin virksomhet slik de danske boliglånsinstitusjonene gjør.

Husholdningenes valg av flytende rente må i hovedsak ses som videreføring av en tradisjon. Dessuten kan media samt råd og informasjon fra finansinstitusjoner eller rådgivere ha stor betydning. Videre ser det ut til at husholdningene legger overdreven vekt på hvilke rentevilkår som gir lavest terminbetalinger initialt. Dermed spiller renteforholdene, dvs. forskjeller mellom kortsiktige og langsiktige renter stor betydning, og endringer i renteforholdene kan også gi betydelige endringer i andelen fastrentelån blant nye lån.

Undersøkelser i Storbritannia tyder på at husholdningene der har svak forståelse av renterisikoen knyttet til lån med flytende rente og betydningen av renteendringer for husholdningenes egen økonomi. Det virker rimelig å anta at dette også kan være tilfellet i Norge. Dette kan tale for at myndighetene bør sørge for generell informasjon til husholdningssektoren om disse forholdene slik at husholdningene kan ta sine beslutninger ut fra realistiske forutsetninger.

I Norge er det en slående at andelen fastrentelån er mye høyere i Husbanken enn i private finansinstitusjoner. Selv om tidsetterslepet mellom endringer i penge- og obligasjonsrenter på den ene siden og fastsettelse av rentene på Husbankens lån på den andre siden gjør valget av fastrente mer attraktivt i Husbanken enn i private finansinstitusjoner, kan dette neppe fullt ut forklare hvorfor Husbankens kunder er mye mer tilbøyelige til å velge fastrentelån. I en undersøkelse som ble gjennomført blant lånekunder i norske banker i 2004, opplyste omlag halvparten at de i forbindelse med låneopptak ikke hadde fått informasjon om virkningene av en eventuell renteoppgang eller om bankens fastrentetilbud. Vi mener det er grunn til å tro at bedre informasjon til kundene ville kunne få flere kunder til å velge fastrentelån. Likevel vil vi ikke klart anbefale at man pålegger finansinstitusjonene å informere mer om renterisiko knyttet til boliglån. Bankenes informasjonsplikt er allerede omfattende, og kundenes evne til å oppfatte innformasjon om andre viktige forhold knyttet til låneopptaket kan svekkes hvis informasjonsmengden økes.

I de land som har stor andel fastrentelån er det vanlig å binde renten for mye lengre periode enn det som er vanlig i Norge. I Danmark er det vanlig med 30 års rentebinding, mens det i Norge er uvanlig med rentebinding utover 5 år. I Norge finnes det et velfungerende marked for renteinstrumenter med opp til 10 års fastrente. Finansinstitusjoner kan derfor finne egnet finansiering for lå med 10 års fastrente. Man kan vurdere om Husbanken bør utvide sitt produktspekter med fastrentelån opp til 10 år og kanskje også med lån med rentetak eller rentekorridor. En utvidelse av produktspekteret bør imidlertid bygge på hvilke produkter kundene har behov for samt kostnadene knyttet til å etablere nye produkter.

Hvis en høy andel av norske husholdningers gjeld hadde vært i fastrente, ville virkningene av Norges Banks renteendringer blitt svekket. Dette skyldes at endringer i kortsiktige renter ikke ville påvirket utgiftene til betjening av husholdningenes beholdning av gjeld. Det er ikke mulig å si generelt om dette hadde vært en fordel eller en ulempe for konjunkturreguleringen. Ønsket virkning av renteendringer på husholdningene avhenger av hva slags ubalanser i økonomien Norges Bank i den aktuelle situasjonen ønsker å korrigere.

Internasjonale studier tyder klart på at land med høy andel fastrentelån har mer stabile boligmarkeder enn land hvor husholdningene låner med flytende rente. Enkelte studier tyder også på at hele økonomien blir mer stabil hvis husholdningene låner med fast rente. Dette funnet er kontroversielt, men hvis funnet er riktig, vil økt andel fastrente kunne gi en forbedring av økonomiens funksjonsmåte.

# 1 Innledning

## 1.1 Om oppdraget og metoden

Av norske husholdningers lån, er det bare en relativt liten del som har fast rente. Valget mellom fast og flytende rente har betydningen for husholdningenes risiko knyttet til betjeningen av lånet, utviklingen i boligprisene og –byggingen og dermed konjunkturforløpet og virkningene av pengepolitikken.

Oppdragsgiver er Kommunal- og regionaldepartementet (KRD), som har ansvar bl.a. for boligpolitikken, herunder Husbanken. KRD ønsket å utrede følgende problemstillinger:

*Historisk sett har norske husholdninger i liten grad benyttet fastrenteavtaler ved opptak av boliglån. I St.meld. nr. 23 (2003-2004) Om boligpolitikken ble det varslet at regjeringen vil åpne for at Husbanken kan tilby flere typer fastrentelån for å redusere låntakernes renterisiko.*

*Som en av del av dette arbeidet ønsker Kommunal- og regionaldepartementet en utredning om makro- og mikroøkonomiske konsekvenser av bruk av boliglån (lån med pant i bolig) med henholdsvis fast og flytende renter.*

*Utredningen skal også gi en vurdering av årsaker til norske husholdningers begrensede bruk av fastrenteavtaler, samt foreslå statlige tiltak – økonomiske, juridiske eller organisatoriske – som kan bidra til å øke andelen fastrenteavtaler på boliglån på frivillig basis både i Husbanken og i det private kredittmarkedet.*

*Utredningen skal trekke veksler på gjennomførte og pågående internasjonale utredninger om problemstillingene.*

Våre analyser er basert på to typer kilder:

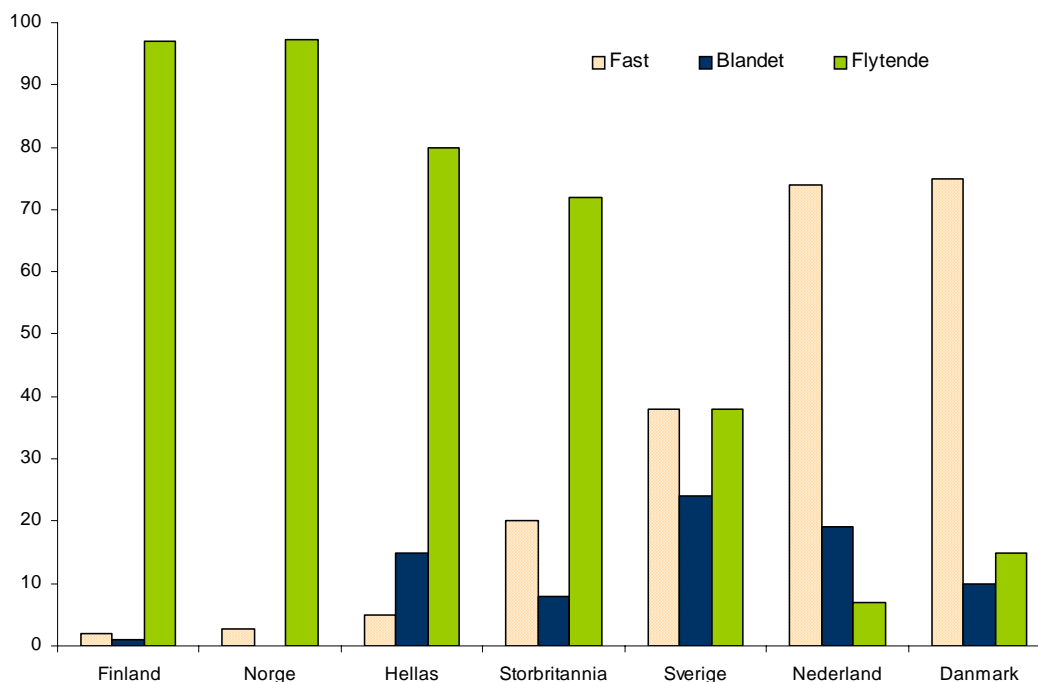
1. Litteraturstudie: Det finnes en omfattende litteratur som belyser de nevnte spørsmålene. Det finnes både teoretiske og empiriske studier. Mesteparten av litteraturen er fra utlandet, men mange av analysene er likevel relevante for norske forhold.
2. Intervjuer: Vi har intervjuet aktører i Norge og Danmark om de aktuelle spørsmålene. De intervjuede representer enten finansnæringen eller ulike myndighetsorganer.

Liste med institusjoner hvor vi har foretatt intervjuer enten på telefon eller ved møte er gjengitt i vedlegg 1. En stikkordspreget intervjuguide for samtaler med finansinstitusjonene er gjengitt som vedlegg 2. Spørsmålene som ble stilt de offentlige institusjonene varierte med institusjonenes ansvarsområde.

## 1.2 Bruk av fastrentelån i Norge

Det er meget store variasjoner mellom ulike land i fordelingen mellom fast og flytende rente på boliglån. I følge en undersøkelse fra 1999, gjengitt i Mercer Oliver Wyman (2003), hadde nesten alle boliglån i Frankrike og Nederland fast rente. I Finland, derimot, lå andelen fastrentelån under 10 prosent. I en tilsvarende undersøkelse av nye lån (jf. Figur 1.1) i EU-landene, var det bare Hellas og Finland som hadde en andel fastrentelån på under 10 prosent. Andel fastrentelån lå over 70 prosent i Belgia og Nederland.

Figur 1.1 Nye lån i utvalgte land. Prosentvis fordeling på ulike typer rentevilkår. 2002

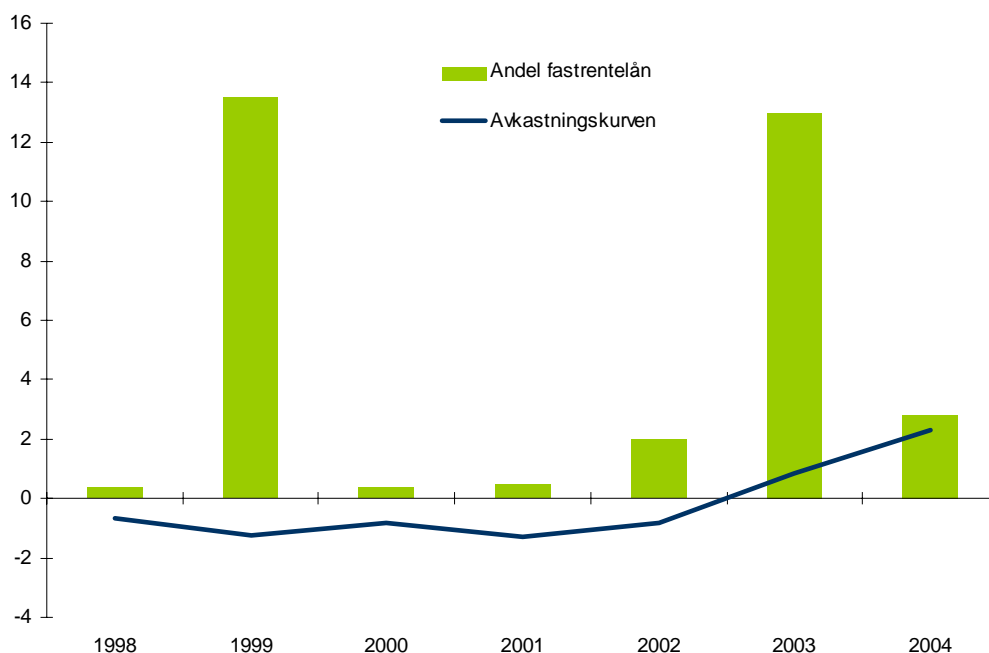


Kilde: ECB (2003): Structural factors in the EU housing markets, Kredittilsynet

Tallene for Norge i Figur 1.1 gjelder 2004, gjelder bare banker og er hentet fra Kredittilsynets "Boliglånsundersøkelse". Dette er en årlig utvalgsundersøkelse knyttet til bankenes nye boliglån. Andelen nye boliglån med fast rente har variert over tid. Resultatene er gjengitt i Figur 1.2.



Figur 1.2 Nye boliglån i norske banker - andelen fastrentelån i prosent og differansen mellom langsiktige og kortsiktige renter i prosentpoeng



Kilde: Kredittilsynet

Figur 1.2 viser at andelen fastrentelån har variert mellom mindre enn 1 prosent og vel 13 prosent. Dette tilsier at bruken av fastrentelån er lav i Norge sammenlignet med de fleste EU-land. Data omfatter bare utlån fra spare- og forretningsbanker. I figuren er fastrentelån definert som lån med rentebinding på mer enn ett år.

Figuren viser også tall for avkastningskurven målt som differensen mellom rentene på henholdsvis 10 års statsobligasjoner og 3 måneders pengemarkedsrenter, dvs. utgangspunktet for rentene på henholdsvis lån med langsiktig rentebinding og lån med flytende rente. Figuren viser at de langsiktige rentene var lavere enn de kortsiktige helt fram til 2003, da det kratige fallet i pengemarkedsrentene førte til at disse kom under de lange rentene.

En vanlig forklaring på endringen i andelen fastrentelån er at husholdningene legger stor vekt på størrelsen på de første terminbetalingene. Når de korte rentene ligger lavt sammenlignet med obligasjonsrentene, blir terminbetalingene lavere for lån med flytende rente enn for fastrentelån. Denne forklaringen skulle tilsi at andelen fastrentelån skulle ligget høyt i årene 1998-2002 (da lå obligasjonsrentene lavere enn pengemarkedsrentene), og at andelen skulle falt i 2003 og -04.. Den faktiske utviklingen i andelen fastrentelån ser imidlertid ikke ut til å påvirkes vesentlig i differansen mellom lange og korte renter.

Norges Bank har nylig begynt å publisere data for finansinstitusjonenes beholdning av boliglån fordelt på ulike rentebindingsperioder. Tabell 1.1 viser fordelingen mellom fast og flytende rente for lån til husholdningene fra ulike grupper finansinstitusjoner ved utgangen av 3. kvartal 2004. Tallene viser at det kun statlige låneinstitutter og kredittforetak som har en nevneverdig andel lån med

rentebinding utover 5 år. Statlige låneinstitutter har en mye høyere andel fastrentelån enn banker og kredittforetak.

Husbanken har to typer rentevilkår: Flytende og med 5 års fastrente. Ved utgangen av 3. kvartal 2004 utgjorde fastrentelånene 66 prosent av Husbankens utlånsmasse.

*Tabell 1.1 Lån til husholdninger med fast og flytende rente i prosent av totale utlån per 30.09 2004*

	Statlige låneinstitutter	Kredittforetak	Banker	Totalt
Utlån til husholdningssektoren (mrd.. kr.)	158	59	905	1 123
Lån med fast rente i prosent av totale utlån	47,4	37,4	9,6	16,4
- herav under 1 år	5,4	11,2	1,4	2,5
- herav 1 år - 5 år	42,1	19,1	7,7	13,1
- herav over 5 år	0,0	7,1	0,4	0,7

Kilde: Norges Bank

### **1.2.1 Tilbudet av boliglån i Norge**

De fleste norske banker tilbyr lån med flytende rente samt fastrentelån med rentebindingsperioder opp til 10 år. Kunden må betale/får over-/underkurs ved forsert tilbakebetaling av lånet (jf. avsnitt 2.1.3).

Vi er ikke kjent med at det tilbys lån med rentetak<sup>1</sup> til boliglånskunder.

#### **Husbankens tilbud**

I Husbanken kan låntakerne velge mellom flytende rente eller fast rente i 5 år. Rentene reguleres i takt med endringer i rentene på statspapirer (sertifikater og obligasjoner). Renteregulering skjer kvartalsvis med et etterslep. Rentene på nye fastrentelån er basert på gjennomsnittlig statsobligasjonsrente i kvartalet som ble avsluttet 2-5 måneder tidligere. Kundene kan konvertere lån med flytende rente til et fastrentelån, men ikke motsatt.

---

<sup>1</sup> Lån med flytende/variabel rente der maksimal rente er fastsatt i avtalen mellom finansinstitusjon og lånekunden, jf avsnitt 2.1.4.

## 2 Ulike typer rentevilkår

De mest kjente typene boliglån i Norge er lån med flytende rente og fastrentelån. I tillegg kan man for disse formene for rentevilkår skille mellom annuitetslån og serielån. I andre land finnes det en rekke andre former for rentebinding/regulering. I enkelte land er det uvanlig med den type rentevilkår vi kjenner i Norge. I dette avsnittet vil vi referere til en del typer rentevilkår som finnes for boliglån. Både Oliver, Mercer & Wyman (2003) og BIS (2004) inneholder oversikter over hva slags låneavtaler som er vanlige i ulike land.

### 2.1.1 Flytende rente

Med dette menes at rentevilkårene kan endres når som helst, bortsett fra at det er en varslingsfrist før endringer trer i kraft. Renten er ikke bundet til en referanse-rente. Dette innebærer at både endringer i rentenivået i pengemarkedet, endringer i marginene i boliglånsmarkedet og partenes forhandlingsstyrke kan bidra til endringer i renten på lånet.

Låntaker kan innløse et lån med flytende rente til pari kurs, dvs. hovedstol pluss påløpte renter.

Erfaring tilsier at i Norge vil renten på lån med flytende rente i hovedsak endres i takt med rentene på plasseringer med i pengemarkedet med 1-3 måneders løpetid. I tillegg vil utviklingen i marginene i boliglånsmarkedet også kunne reflekteres i rentene på eksisterende lån. I perioder med sterke endringer i pengemarkedsrentene, kan man i korte perioder få avvik fra dette mønsteret fordi boliglånsrentene endres med et visst tidsetterslep.

### 2.1.2 Lån med variabel rente

Med dette menes lån hvor renten er bundet til en formell beslutningsregel, normalt slik at renten reguleres i takt med en referanserente i pengemarkedet. Den viktigste forskjellen fra lån med flytende rente er at marginen på lån med variabel rente vil være avtalt for hele lånets løpetid. Nedbetaling av lån med variabel rente vil trolig normalt kunne forseres uten ekstra kostnad.

### 2.1.3 Lån med fast rente

Fastrentelån har en avtalt rente for en viss periode. For boliglån vil normalt lånets løpetid være lengre enn rentebindingsperioden. Renten må derfor enten reforhandles etter at rentebindingsperioden er utløpt eller låneavtalen kan

inneholde bestemmelser om hvordan renten for neste periode skal fastsettes. I sistnevnte tilfelle vil lån med fast rente ha mye til felles med lån med variabel rente, bortsett fra at fastrentelånet har lenger rentebindingsperiode. Hvis rentefastsettelsen etter første rentebindingsperiode ikke er fastlagt i avtalen, vil renten i senere periode reflektere både endringer i rentenivået, i marginene i boliglånsmarkedet og partenes forhandlingsstyrke.

### **Rett til forsert tilbakebetaling**

Hvis rentenivået endrer seg, vil et tidligere avtalt fastrentelån framstå som svært gunstig eller ugunstig, avhengig av hvilken retning rentenivået er endret. Hvis rentenivået har falt etter at avtalen ble inngått, vil låntaker være tjent med å innløse lånet, f.eks. ved å oppta et lån med samme avslutning på rentebindingsperioden, men da til et lavere rentenivå. For långiver, vil en slik innløsning av lånet innebære et tap av inntekter sammenlignet med en videreføring av avtalen.

Internasjonalt finnes det en rekke varianter av bestemmelser om innløsningsrett og forsert tilbakebetaling. Det finnes to rendyrkede modeller og en rekke mellomformer. De to rendyrkede modellene er at låntaker

1. når som helst kan forsere tilbakebetalingen eller innløse lånet til pari kurs, dvs. til hovedstol pluss påløpte renter.
2. ved forsert tilbakebetaling skal betale beregnet nåverdi av opprinnelig avtalt tilbakebetalingsplan. Hvis rentenivået har falt siden avtalen ble inngått, vil låntaker måtte betale en "overkurs" (mer enn pari).

I tilfelle 1 vil låntaker fullt ut kunne trekke fordelene av et fall i obligasjonsrentene ved å refinansiere lånet, men vil normalt være fullt ut beskyttet mot økning i rentenivået. Ved økning i rentenivået vil normalt fastrenteavtaler videreføres, bortsett fra hvis grunnlaget for avtalen (salg av pantobjekt, mislighold, m.v.) ikke lenger er oppfylt.

I tilfelle 2 vil ikke låntakeren kunne trekke fordelene av et eventuelt fall i rentenivået etter at låneavtalen er inngått. Ved en eventuell økning i rentenivået vil låntakeren kunne få en kursgevinst ved innløsning.

Det finnes en rekke mellomformer som fordeler risikoen knyttet til renteendringer på partene. F.eks. kan låntaker ha en viss, men begrenset, adgang til forsert tilbakebetaling til pari kurs eller det påløper et gebyr ved forsert tilbakebetaling.

I USA og Danmark er de vanligste boliglånskontraktene utformet slik at det koster lite å forsere nedbetalingen av boliglån med fast rente. For danske boliglånskunder med den vanligste formen for rentebinding, koster en full innfrielse før forfall og opptak av et nytt lån 3-4 prosent av lånets verdi. I andre land med stor andel fastrentelån (f.eks. Tyskland), er det dyrt å forsere nedbetalingen hvis rentenivået har falt siden låneavtalen ble inngått (jf. Frankel et al i BIS (2004)).

Så vidt vi kjenner til, tilbys ikke fastrentelån med rett til tilbakebetaling til pari kurs i Norge. Finansavtalelovens § 54 tilsier at det kan, men ikke må, beregnes overkurs ved forsert tilbakebetaling.

For långiver, innebærer låntakers eventuelle rett til forsert tilbakebetaling av fastrentelån til pari kurs at forventet inntekt fra fastrentelån blir lavere enn den ellers ville blitt. Låntaker vil normalt bare benytte retten til forsert tilbakebetaling hvis rentene har falt siden fastrentelånet ble avtalt. For långiver innebærer dette at midlene fra forsert tilbakebetaling ikke kan benyttes til å gi et nytt lån med samme rente som det opprinnelige fastrentelånet. Långiver må derfor normalt kreve en høyere rente for å gi låntaker rett til forsert tilbakebetaling. I Danmark og USA, hvor rett til forsert tilbakebetaling til pari kurs er det vanlige, finansieres disse lånene med obligasjonslån med betingelser som er et speilbilde av betingelsene på boliglånene. Finansinstitusjonene har en rett til å tilbakebetale disse obligasjonslånene til pari kurs. I Norge finnes det ikke obligasjoner med slike betingelser. De som plasserer midler i obligasjoner som danske boliglånsinstitusjoner kan innløse til pari kurs, vil kreve en høyere rente på slike obligasjoner enn på obligasjoner som ikke kan innløses før normalt forfall. Denne "ekstra marginen" varierer over tid, avhengig av renteforholdene. Ettersom husholdningene i Danmark ikke utnytter alle mulighetene som forsert tilbakebetaling til pari kurs gir, er den ekstra marginen som må betales for å ha denne muligheten, relativt begrenset.

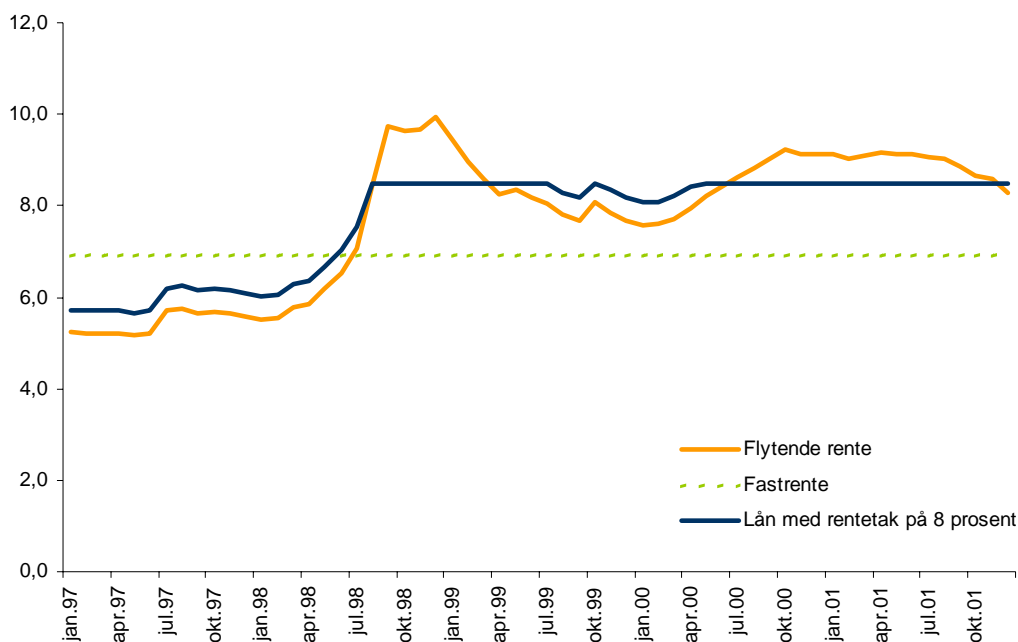
### **2.1.4 Rentetak**

Med rentetak menes at renten er variabel eller flytende, men bare opp til et forhåndsbestemt maksimumsnivå.

Vi kjenner ikke til at det tilbys boliglån med rentetak i Norge, men enkelte institusjoner tilbyr produkter med rentetak eller en kombinasjon av rentetak og –gult overfor næringslivet og kommunene. Det er heller ingen land hvor lån med rentetak dominerer markedet, men dette er produkter som er lett tilgjengelig i bl.a. Danmark, Frankrike, Nederland, og Storbritannia (Mercer Oliver Wyman (2003)). Av landene som dekkes av nevnte studie, var det bare i Portugal hvor dette boliglånsproduktet ikke ble tilbudt. Miles (2003) oppgir at lån med rentetak utgjorde 8 prosent av britiske finansinstitusjoners beholdning av boliglån i 2001, men at dette produktets andel av nye lån falt til 2 prosent i 2003.

I noen land betales det en premie for rentetak ved inngåelsen av låneavtalen, mens i andre land legges dette inn som en del av bankenes marginer.

Figur 2.1 *Illustrasjon på virkninger av rentetak*



Kilde: ECON

Figur 2.1 illustrerer hvordan rentetak virker. I figuren har vi beregnet renten på et lån med flytende rente opptatt i begynnelsen av 1997. Renten er satt lik 3 måneders pengemarkedsrente pluss 1,7 prosentpoeng. Videre har vi beregnet renten på at fastrentelån lik 5 års obligasjonsrente ved periodens begynnelse med samme margin som for lånet med flytende rente. Dessuten har vi beregnet renten på et lån med rentetak. Taket er satt til 8 prosent. Vi har forutsatt at låntakeren må betale en ekstra margin på 0,5 prosentpoeng for å ha et rentetak. Dette innebærer i praksis at renten på lånet i den enkelte periode er lik det laveste av

1. Rente på lån med flytende rente pluss 0,5 prosentpoeng
2. Rentetaket på 8 prosent pluss 0,5 prosentpoeng

I denne perioden ville rentetaket blitt effektivt i mesteparten av de tre siste årene i perioden. Fastrentelånet var det billigste i denne perioden. Dette er en av meget få tilfeller de siste 20 årene hvor renteforholdene har vært slik at ulike former for rentebinding, inkludert rentetak, har gitt lavere lånekostnader enn flytende rente.

### 2.1.5 Rentekorridor

Man kan også tenke seg at et rentetak (jf. avsnitt 2.1.4) kombineres med et rentegulv. Dette vil innebære at renten på lånet vil være flytende/variabel innenfor en "korridor". Låntaker er forsikret mot at renten stiger over et visst nivå, men fraskriver seg samtidig en mulig gevinst knyttet til fall i pengemarkedsrentene.

Så vidt vi kjenner til, tilbys ikke "lån med rentekorridor" til boliglånskunder i Norge og er heller ikke vanlig som et boliglånsprodukt i andre land. Derimot tilbys slike lån til næringslivet bl.a. i Norge.

Det er grunn til å tro at lån med rentekorridor kunne framstått som attraktivt for boliglånskunder. Grunnen til dette er at mange av disse kundene har svak risikobærende evne og at observasjoner av økonomiske aktører tyder på at de normalt overdriver sin egen evne til å forutsi den økonomiske utviklingen. Den siste faktoren innebærer at forsikringselementet ved rentebinding eller -tak framstår som "for dyrt" for låntakerne. Av samme grunn vil imidlertid også disse aktørene trolig synes at de får "for godt betalt" for et rentegulv. I stedet for at rentetaket finansieres ved et påslag i rentemarginen, kan det isteden finansieres ved at kunden aksepterer et rentegulv.

Problemet med lån med rentekorridor kan være at det er noe vanskelig å forstå for kundene og at finansinstitusjonene pådrar seg en del administrasjonsutgifter og transaksjonskostnader knyttet til å styre risikoen knyttet til slike lån. Begge disse problemene vil reduseres hvis man kommer over en terskel for antall lånekunder og for volumet av dette produktet.

### **2.1.6 Hva koster de ulike produktene?**

Markedsforholdene i både pengemarkedet, obligasjonsmarkedene, derivatmarkedene og boliglånsmarkedet endrer seg kontinuerlig. Derfor endres også prisene på ulike boliglånsprodukter.

Vi vil i dette avsnittet drøfte hva det koster husholdningene å redusere sin renterisiko gjennom å låne med fast rente eller med rentetak. Videre vil vi på bakgrunn av situasjonen i det danske markedet drøfte kostnadene ved å tilby det vanligste boliglånsproduktet i Danmark; fastrentelån med adgang til forsert nedbetaling til pari kurs.

Erfaring tilsier at pengemarkedsrentene med 1-3 måneders løpetid er utgangspunkt for prising av boliglån med flytende rente. En långiver (heretter kalt bank) som skal oppnå markedsmessig avkastning på egenkapitalen i virksomheten, må ta en margin over innlånskostnaden for å dekke administrative kostnader knyttet til det aktuelle lånet og virksomheten forøvrig, et tillegg som skal dekke forventede tap og en margin som sikrer en avkastning på egenkapitalen. Marginen som skal dekke forventede tap, vil kunne variere over tid og dessuten være avhengig av egenskaper ved låntakeren (herunder betalingsevnen) og eventuelt pantobjektet.

Logikken bak prisingen av et fastrentelån vil være helt parallell med prisingen av lån med flytende rente, men størrelsen på de ulike elementene i marginen vil kunne avvike fra elementene i marginen for lån med flytende rente. For banken vil det være naturlig å finansiere et fastrentelån med et obligasjonslån med tilsvarende rentebinding. I praksis vil en bank vurdere sin samlede rentebinding på aktiva- og passivasiden samt poster utenfor balansen under ett og ikke "øremerke" en del av passiva som finansiering av en tilsvarende aktivapost. Rentene på obligasjonslån med samme rentebinding vil imidlertid danne utgangspunkt for prisingen av et fastrentelån uansett om banken har lagt ut et slikt obligasjonslån eller ikke. De administrative kostnadene knyttet til forvaltningen av lånet kan bli noe lavere for fastrentelån. Dette skyldes at banken slipper arbeidet med relativt hyppige renteendringer på lånet. Bankens forventede tap, og dermed marginen som skal dekke tap, kan også avhenge av rentebindingen.

Et lån med rentetak, vil måtte prises ut fra pengemarkedsrentene, men med en margin som skal dekke bankens forventede kostnad knyttet til å akseptere at det er et maksimalnivå på lånets rente. Lån med rentetaket vil normalt kreve omlag samme administrasjonskostnader som et lån med flytende rente, men kreditt-risikoen bør normalt vurderes som noe lavere enn de andre typene rentevilkår. Ettersom låntaker bærer risikoen knyttet til rentendringer under "taket", vil lån med rentetak i gjennomsnitt over lange perioder gi lavere rentekostnader enn fastrentelån, men høyere enn lån med flytende rente.

### **Obligasjons- og pengemarkedsrenter**

Erfaring tilsier at over lange perioder vil obligasjonsrenten være noe høyere enn renten på en tilsvarende plassering som rulleres med kort rentebinding i penge-markedet. Anslag for hvor mye ekstra man må forvente å betale for langsiktig rentebinding avhenger av hvilket land og hvilken tidsperiode med studerer. Vi har innhentet tidsserier for pengemarkedsrenter og statsobligasjonsrenter for noen land:

- I USA har 10-års statsobligasjoner i gjennomsnitt gitt 1,4 prosentpoeng høyere rente enn pengemarkedsplasseringer i perioden 1953-2004.
- I Storbritannia var tilsvarende differanse 0,8 prosentpoeng i perioden 1964-2004.
- I Sverige var differansen 0,9 prosentpoeng i perioden 1963-2004.
- I Danmark var differansen 1 prosentpoeng i perioden 1984-2004.
- I Norge var differansen  $-0,1$  i perioden 1986-2004 mellom 5 års statsobligasjoner og 3 mndr. NIBOR.

Selv innenfor den relativt begrensede perioden som dekkes av data for Norge, har det skjedd betydelige endringer i bl.a. pengepolitikken, finanspolitikken, reguleringer av finansmarkedene og omfanget av kapitalbevegelser mellom Norge og andre lands finansmarkeder. Det er derfor grunn til å være svært forsiktig med å bruke historiske tall for å anslå hvordan forholdet mellom obligasjonsrentene vil være i tiårene framover.

Tallene for Storbritannia, Sverige og Danmark kan antyde at et lån med 10 års rentebinding vil ha en forventet merkostnad på 1 prosentpoeng sammenlignet med om lånet hadde hatt flytende rente, men renteutviklingen i den perioden vi har data for, reflekterer delvis grunnleggende endringer i disse økonomienes funksjonsmåte. Blant annet har Storbritannia og Sverige endret målet for pengepolitikken til et inflasjonsmål.

Det er bred enighet i det økonomiske fagmiljøet at man på lang sikt må forvente en merkostnad for å få fast rente, men denne merkostnaden er vanskelig å beregne. I Miles (2004) bruker de 1,3 prosentpoeng som anslag på årlig merkostnad for fastrentelån, mens Campbell og Cocco (2003) forutsetter 1 prosentpoeng. I begge de sistnevnte studiene, er det 30 års fastrentelån som analyseres.

I Packer & Wooldridge (2005) oppgis det langt lavere meravkastning på obligasjoner. Deres analyser tyder på at meravkastningen vil ligge rundt 0,25 prosentpoeng.



## Rentederivater

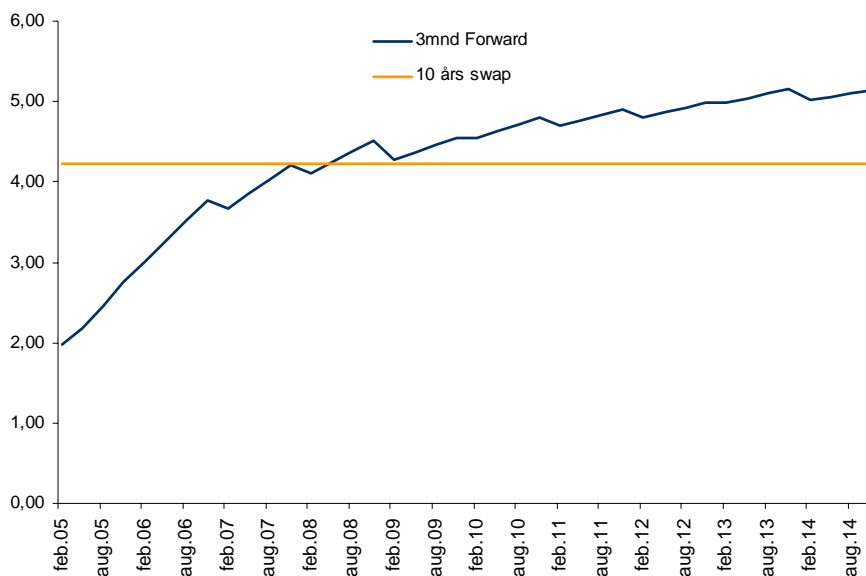
I finansmarkedet finnes det et stort antall produkter som ikke innebærer et debitor/kreditor-forhold. Produktene kalles derivater. De vanligste derivatene knyttet til rentebetingelser er såkalte futures eller forwardkontrakter, opsjoner og ”swapper”. Disse produktene brukes av store aktører for å styre risikoen virksomheten har knyttet til renteutviklingen:

- En future- eller forwardkontrakt innebærer en avtale om å låne/plassere et gitt beløp i en gitt framtidig periode til en gitt rente.
- En opsjon er en rett til å kjøpe eller selge en aktiva eller passivapost til en gitt pris i en gitt periode.
- En renteswap innebærer en avtale om å bytte rentebetingelser. Har man f.eks. lån med flytende rente og har plassert midlene med fast rente, vil man ha en risiko knyttet til at pengemarkedsrentene og dermed lånerenten stiger, uten at denne merkostnaden vil dekkes av en tilsvarende økt verdi på formuen. For å avdekke denne risikoen, kan man inngå en swap som gjør at man ”byter lånerente” med en som har fastrentelån.

I finansmarkedet finnes det standardprodukter som normalt gir en rente lik en pengemarkedsrente, men med et rentetak. En bank kan inngå en slik kontrakt for å avdekke sin risiko knyttet til å tilby rentetak på et boliglån. Kostnaden knyttet til denne formen for rentesikring varierer med høyden på rentetaket, avtaleperiodens lengde samt markedsforholdene, herunder aktørens vurdering av usikkerheten om framtidig renteutvikling.

Fra Nordea Markets har vi fått data for ulike markedsrenter og priser per 21. februar 2005. 3 måneders pengemarkedsrente var da 3 prosent. 10 års fastrente (renteswap) var 4,2 prosent. I markedet handles kontrakter for plasseringer i fremtiden (f.eks. fra 18 til 21 måneder fram i tid). Rentene på disse kontraktene kan sammenstilles til en bane for pengemarkedsrentene framover. Banen kan tolkes som markedsaktørens forventninger om pengemarkedsrentene i perioden, men med ”et påslag” for at renten er bundet. Det er en streng matematisk sammenheng mellom rentekurven for framtidige plasseringer (rentefutures) og obligasjonsrentene. Avkastningen over en periode blir nøyaktig den samme om man holder en obligasjon med 10 års løpetid eller man plasserer et tilsvarende beløp i hver periode i rentefutures. Nivået på renten på framtidige plasseringer reflekterer dermed den merkostnad (sett fra en låntakers side) som man må forvente å betale for å få forutsigbare renter i perioden. Figur viser 10-årsrenten og swapkurven for 3-månedersperioder. Swapkurven innebar denne dagen, at man f.eks kunne plassere et innskudd med 3 måneders løpetid for perioden 13. august-13.september 2013 til en rente på omlag 5 prosent (jf. figuren).

Figur 2.2 Rente på framtidige plasseringer (3 mndr. forward) og 10 års swap per 21. februar 2005



Kilde: Nordea Markets

Nordea Markets ga oss også pris på kontrakter som gir sikring mot at renten på en et lån med flytende rente (3 mndr.) skulle overstige et visst nivå i løpet av 10 år fra 21. februar 2005. Omsatt til en løpende margin, var prisene 0,37 prosentpoeng per år for et rentetak på 7 prosent og 0,48 prosentpoeng for et rentetak på 6 prosent. Figuren viser at forward-rentene for hele denne perioden lå godt under de to rentetakene vi innhentet priser for. Prisen på slike sikringskontrakter stiger kraftig for rentetak som ligger på eller under forward-kurven.

Vi har også innhentet informasjon om bredden på en rentekorridor som er slik at rentetaket finansieres av et rentegulv. DnB NOR opplyste oss om at hvis man 18. mars 2005 ønsket å ha et rentetak på 6 prosent for 5 år framover, ville dette kunne finansieres ved et rentegulv på 3,2 prosent for samme periode. Disse prosent-satsene vil reflektere referanserenten for kundens lånerente. Ordinær rentemargin knyttet til administrasjonskostnader, risikotillegg, m.v. vil komme i tillegg. Enkelte norske banker tilbyr lån med rentekorridor til næringslivet, men normalt ikke til boliglånskunder.

## 3 Drøfting av rentevilkår og risiko

### 3.1 Generelt om styring av risiko

God styring av risiko er viktig både for de enkelte aktørene i økonomien og for at samfunnsøkonomien skal fungere godt. Empiriske studier tyder på at de fleste aktører gjør en avveining mellom risiko og forventet lønnsomhet når de tar investeringsbeslutninger. Dette innebærer at hvis to alternative investeringer gir samme forventede lønnsomhet, vil de fleste velge det alternativet som har lavest antatt risiko.

De enkelte aktører kan ha ulik evne til å bære en enkeltrisiko. Den risikobærende evnen avhenger av om aktøren står overfor ulike enkeltstående risiki som samvarierer negativt eller positivt med hverandre og om aktøren er diversifisert, dvs. har mange enkeltstående risikoelementer som ikke samvarierer sterkt. Dessuten kan den enkelte aktør stå overfor terskelverdier for maksimalt tap vedkommende tåler før det påløper store ekstrakostnader. F.eks. vil både selskaper og husholdninger kunne oppleve at svekket økonomi gir økte finansieringskostnader og eventuelt kostnader knyttet til refinansiering, kostnader til realisering av pantobjekter, m.v.

Den enkelte aktør vil forsøke å normalt tilpasse seg slik at

- Ulike enkeltrisiki utjevner hverandre
- Risikoen spres, dvs. at samlet formue spres på mange aktiva med verdi som ikke svinger i takt
- Vedkommende er forsikret mot tap som truer med å utløse store merkostnader som følge av at vedkommendes totaløkonomi er betydelig svekket

For samfunnet er det – isolert sett - en fordel om risiki bæres av aktører som har best risikobærende evne, men samtidig viktig at de som kan påvirke sannsynligheten for at en begivenhet skal inntreffe også bærer risikoen knyttet til denne begivenheten.

De fleste enkeltstående husholdninger har begrenset risikobærende evne og har ingen innflytelse på verken den generelle inntektsutviklingen i samfunnet, inflasjonen, rentenivået eller boligprisene, dvs. generelle faktorer som er avgjørende for virkningene av tilpasning i bolig- og kredittmarkedet på

husholdningens økonomiske forhold. Dette taler for at både den enkelte husholdning og samfunnet som helhet vil være tjent med at andre bærer risikoen knyttet til disse generelle forholdene.

## 3.2 Husholdningenes tilpasning

Kjøp av og finansiering av bolig har stor betydning for husholdningenes økonomi. I Norge er andelen som eier egen bolig høyere enn i de fleste andre land, noe som gjør at for husholdningssektoren samlet, er beslutninger knyttet til boligkjøp av særlig stor betydning.

### 3.2.1 Drøfting av optimal tilpasning

#### *Målet med husholdningenes tilpasning*

Vi antar at husholdningene har som mål å holde et rimelig stabilt nivå på sitt konsum, evt. en rimelig stabil vekst i konsumet, men vil avveie stabilitet mot nivået på forbruket.

#### *Inntekter og renteutgifter*

Som et forenklet utgangspunkt, kan man tenke se en husholdning som kjøper bolig én gang i livet. Husholdningens inntektsutvikling er uforutsigbar. Videre er pengemarkedsrentene også uforutsigbare. Forbruksmulighetene i det enkelte år er gitt ved inntekt minus utgifter til gjeldsbetjening. Målet er å stabilisere forbruksmulighetene.

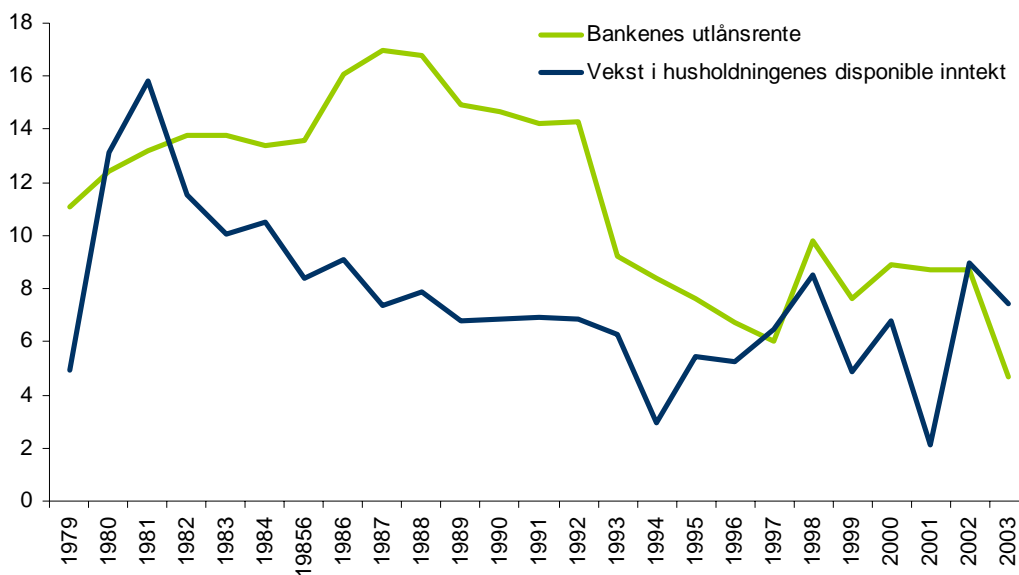
Hvis pengemarkedsrentene svinger uavhengig av inntektene, vil svingningene i forbruket reduseres hvis husholdningen opptar lån med fast rente. Husholdningen bør da avveie den økte stabiliteten mot den merkostnad som kan forventes ved å binde renten.

Hvis inntektene og pengemarkedsrentene svinger i takt, vil rentebetalingene øke i samme perioder som inntektsveksten er særlig sterk. Da vil svingninger i renteutgiftene kompensere for svingninger i inntektene, og forbruket blir mest stabilt hvis husholdningen har lån med flytende rente.

Veksten i husholdningenes inntekter er normalt sterkest i perioder med sterk vekst i hele økonomien. I de aller fleste land, inkludert Norge, bruker myndighetene rentenivået som et virkemiddel for å kontrollere veksten i økonomien. Myndighetene vil gjennom penge- og finanspolitikken sikte mot å holde kapasitetsutnyttelsen i økonomien på et stabilt høyt nivå. Sagt på en annen måte; samlet etterspørsel skal tilpasses produksjonskapasiteten. Hvis etterspørselsveksten truer med å skape kapasitetsproblemer, settes normalt renten opp. Dette innebærer at rentenivået som hovedregel vil vise en positiv samvariasjon med inntektsveksten i husholdningene. Imidlertid virker pengepolitikken med et betydelig tidsetterslep og er sterkt påvirket av pengepolitikken i andre land. I enkelte år kan man derfor gjerne oppleve både lav rente og høy inntektsvekst. Om man likevel antar at det normalt er en positiv sammenheng mellom rentenivå og inntektsvekst, vil det være en tendens til at husholdningssektoren vil oppleve økte renter i de årene de er best i stand til å bære dem, dvs. i år med sterk inntektsvekst. Isolert sett trekker dette i retning av at husholdningene vil kunne være tjent med å

oppta lån med flytende rente. I Figur 3.1 har vi sammenstilt data for husholdningenes lønnsinntekter og rentenivået i perioden siden 1979-2003. I denne perioden har det vært en korrelasjon på 0,55 i disse data, dvs. at det har vært en ganske sterk samvariasjon mellom inntektsveksten og rentene. Imidlertid har det vært perioder hvor husholdningene har opplevd høy og tiltakende inntektsvekst samtidig som rentenivået har falt (gjelder bl.a. perioden 1994-98) og perioder med stigende rentenivå og avagende vekst i inntektene (gjelder bl.a. perioden 1981-88).

Figur 3.1 Bankenes utlånsrenter og vekst i husholdningenes disponible inntekter 1979-2003. I prosent



Kilde: SSB

For den enkelte husholdning, er det egen husholdningsinntekt som er avgjørende, ikke inntektsveksten i økonomien totalt. Risikoen knyttet til husholdningsinntekten kan dermed deles i en risiko knyttet til generell utvikling i samfunnsøkonomien samt en risiko knyttet til at inntektsutviklingen i den aktuelle husholdningen kan avvike fra gjennomsnittet for husholdningssektoren samlet. Den individuelle risikoen gjør at samvariasjonen mellom rentenivået og inntektsutviklingen i den enkelte husholdning svekkes. På grunnlag av data for henholdsvis Storbritannia og USA forutsetter Miles (2004) og Campbell & Cocco (2003) at samvariasjonen mellom rentenivået og inntektveksten i den enkelte husholdning er langt svakere enn sammenhengen er i makro. Hvis inntekten i den enkelte husholdning i liten grad samvarierer positivt med rentenivået, vil husholdningen vil få en mer stabil forbruksutvikling hvis den binder renten.

### Skifte av bolig

Resonnementene over bygger på en antagelse om at husholdningen ikke skal skifte bolig. I realiteten vil de fleste skifte bolig flere ganger i løpet av livet. Dette trekker i retning av at analysen må forvanskes ved at man vurderer risiko knyttet til eventuell innløsning av boliglånet samt trekker inn virkningene av variasjoner i boligprisene på konsummulighetene.

Så vidt vi kjenner til, kan alle lån med flytende rente innløses ved at gjenstående hovedstol betales. For lån med fast rente, kan innløsning medføre en betydelig kostnad hvis rentenivået har falt siden låneavtalen ble inngått. Tilsvarende kan låntaker slippe å betale hele gjenstående hovedstol hvis rentenivået har steget.

Hvis et lån kan videreføres med sikkerhet i ny bolig, vil ikke flytting i seg selv innebære et risikomoment knyttet til valg av rentevilkår. Hvis derimot husholdningen ser for seg muligheten for flytting til bolig med lavere pantverdi eller hvis lånet ikke er overførbart, kan valg av fastrenteavtale uten rett til innløsning til pari, innebære en risiko.

Det er imidlertid ikke gitt at variasjonene i boligprisene bør tillegges stor vekt. Dette kan illustreres ved at man tenker seg en husholdning som har en bolig, men velger å flytte til en annen bolig av omlag sammenlignbar størrelse, lokalisering og kvalitet. Man kan dele inn boligmarkedet i en rekke segmenter ut fra bl.a. størrelse, hustype, kvalitet og beliggenhet. Det er meget store prisforskjeller mellom boliger ut fra disse kriteriene. Imidlertid er det en klar tendens til at prisnivået i ulike segmenter beveger seg i takt. For en husholdning som skal flytte mellom to boliger med sammenlignbar størrelse, kvalitet og sentralitet, vil det være sannsynlig at prisforskjellene er moderate. Så lenge husholdningen holder seg til en stabil bostandard og lånet er overførbart, har prisnivået på boliger i realiteten liten betydning.

Hvis husholdningen derimot flytter til en bolig med vesentlig høyere eller lavere standard, vil prisnivået ha betydning. Husholdningen vil da enten øke eller redusere sin boligkapital, og prisnivået avgjør hvor mye ekstra låne- og egenkapital som må mobiliseres eller som realiseres.

Samspillet mellom boligpriser og rentenivå er komplisert. Sterk vekst i husholdningenes inntekter vil isolert sett bidra til høyere boligpriser, men også normalt til at rentenivået heves. Høye renter bidrar isolert sett til å dempe boligprisene. I Finansiell stabilitet 1/2004 (Norges Bank) er det en framstilling av drivkreftene bak endringer i boligprisene i Norge. Utlånsrenten etter skatt, husholdningenes forventninger om landets og egen økonomi (målt gjennom spørreundersøkelser), arbeidsledigheten, lønnsinntekt og samlet boligmasse kan til sammen forklare mesteparten av variasjonene i boligprisene i Norge siden 1991. En økning i lønnsinntektene med ett prosentpoeng, uten at de andre forklaringsfaktorene endres, vil gi en (ekstra) vekst i boligprisene med 0,5 prosent etter ett år og 1,75 prosent på lang sikt. En permanent økning i utlånsrentene på ett prosentpoeng, uten endringer i andre forklaringsfaktorer, vil gi et fall i boligprisene med 2,25 prosent etter ett år og 3,25 prosent på lang sikt. Disse partielle analysene er imidlertid neppe realistiske; F.eks. vil en økning i rentenivået (f.eks. som følge av renteøkning i utlandet) føre til svakere etterspørselsvekst, lavere lønnsvekst, lavere boligbygging og bidra til pessimisme i husholdningssektoren.

En husholdning som skal velge rentevilkår på boliglån og ta hensyn til eventuell risiko knyttet til senere flytting til en dyrere bolig, bør også gjøre seg opp en oppfatning om sammenhengen mellom utviklingen i faste renter og boligpriser. Etersom norske husholdninger har lite fastrentelån, er det i hovedsak ikke noen direkte årsakssammenheng mellom utviklingen i langsiktige renter og boligpriser. Imidlertid vil både langsiktige renter og boligpriser påvirkes sterkt av utviklingen

i kortsiktige renter og inntektsveksten. Normalt vil en økning av kortsiktige renter gi en viss (men mindre) økning i langsiktige renter og en reduksjon i boligprisene. Samtidig er det mange andre forhold som påvirker langsiktige renter og boligpriser. Det er derfor ingen av de fire kombinasjonene av høy/lav langsiktig rente og høy/lav boligpris som er usannsynlige. Dette innebærer at sammenhengen mellom langsiktige renter og boligpris er såpass svak at husholdningene vil kunne betrakte risiki knyttet til rente og boligpris som uavhengige av hverandre.

#### *Det er dyrt å være fattig*

En husholdningens betalingsevne kan bli såpass svak at den ikke får tilgang til lånefinansiering eller må betale en høy risikopremie for å få lån. Enda større kostnader kan påløpe hvis husholdningen ikke klarer å betjene eksisterende boliglån, heller ikke etter en eventuell refinansiering. Betalingsforsinkelser medfører gebyrer. Hvis långiver innløser et pant i boligen, vil låntaker også påføres ekstra kostnader knyttet til salg av boligen.

De forholdene vi har beskrevet over, tilsier at husholdningene vil legge spesielt sterk vekt på å unngå å få sin økonomiske stilling svekket så mye at tilgangen til kreditt svekkes og at eksisterende lån ikke kan betjenes.

På den andre siden vil risikoaversjonen kunne være moderat i husholdninger som ikke ser sin kredittverdighet truet. Husholdninger med solid økonomi vil derfor ofte ikke være villig til å ofre mye i form av gjennomsnittlig forbruksnivå over tid for å redusere svingninger i forbruket. For husholdninger med særlig god økonomi er det kanskje overhodet ikke realistisk å forutsette at løpende inntekt skal brukes til forbruk. For disse husholdningene vil avveiningen mellom risiko og avkastning i forbindelse med boligmarkedet stilles opp mot tilsvarende avveininger i kapitalmarkedet forøvrig.

### **3.2.2 Hva legger husholdningene i praksis vekt på?**

Det finnes lite data om hva norske husholdninger legger vekt på ved valg av rentevilkår på lån.

I prosjektet har vi gjennomført intervjuer med utvalgte banker i Norge. Disse oppgir at trenden siden midt på 1990-tallet har vært økende interesse for fastrentelån. Men de lave pengemarkedsrentene i 2004 og i første del av 2005 har ført til at langt færre bankkunder har tatt opp lån med faste renter i denne perioden. Enkelte av representanter for bankene mener at denne tendensen er i ferd med å snu tidlig på våren 2005.

Bankene gir uttrykk at lånekundene legger mest vekt på forskjellen mellom rentene på lån med hhv fast og flytende rente ved valg av rentebinding. Kundernes adferd blir etter bankenes mening både påvirket av den faktiske forskjellen i rentene og av kundernes forventninger om utviklingen i denne forskjellen i fremtiden.

Bankene oppgir også at media har stor innflytelse på husholdningenes valg. Medias advarsler om mulig renteoppgang, påpekning av merkostnad (historisk

eller forventet) ved fastrentelån, m.v., kan på kort sikt bety mye for andelen som velger fast rente.

Intervjuene med bankene gir ikke klare indikasjoner på at bestemte grupper skiller spesielt ut seg ut ved etterspørsel etter lån fast rente. Noen av våre intervjuobjekter mener at det er en tendens til at grupper med høye lån, og som også har høye inntekter, i større grad benytter seg av fastrentelån til boligfinansiering enn andre grupper. Dette er gjerne kunder i aldersgruppen 30 – 50 år. Mange finansierer sine boliger ved å ta deler av lånet med fast rente.

Miles (2003) refererer enkelte undersøkelser omkring britiske husholdningers valg av rentevilkår. I rapporten framholdes to hovedkonklusjoner:

1. Kundene legger (for) stor vekt på nivået på de første terminbetalingene
2. Kundene legger stor vekt på informasjon/råd fra finansinstitusjonen og evt. rådgivere

Den første konklusjonen stemmer bra overens med våre inntrykk fra intervjuene med norske banker. Vi har ikke grunnlag for å vurdere om norske lånekunder legger like stor vekt på informasjon fra finansinstitusjon/rådgiver som britiske kunder gjør.

### **3.2.3 Avsluttende merknader**

En teoretisk tilnærming til husholdningenes valg mellom fast og flytende rente tilsier at følgende avveininger bør tillegges stor vekt:

- I hovedsak kan valget av rentebinding gjøres uavhengig av andre risiki (husholdningssektorens inntekter, prisvekst og boligpriser). Dette begrunnes med at samvariasjonen mellom andre risikofaktorer og renten er såpass lav at renterisikoen for en stor del kan betraktes som uavhengig.
- Husholdninger som kan få problemer med å betjene sine lån, vil ofte være tjent med å velge fastrentelån
- Husholdninger som har høy sannsynlighet for å flytte innen relativt kort tid og som ikke kan eller vil overføre lånet, har sterkere grunner for å velge lån med flytende rente eller andre typer vilkår som sikrer at innløsning av lånet ikke krever betaling av betydelig overkurs.

Det ligger utenfor prosjektets mandat å gjøre anslag på optimal bruk av ulike typer rentevilkår for norske husholdninger. Vi vil peke på to studier som inneholder slike anslag for andre land: Campbell & Cocco (2003) for USA og Miles (2004) for Storbritannia. Studiene konkluderer med at amerikanske husholdninger burde brukt mer flytende rente lån, mens britiske husholdninger burde brukt mer fastrente. I USA er omlag 80 prosent av husholdningenes gjeld en eller annen form for fastrentekontrakt, mens i Storbritannia er tilsvarende andel bare rundt 10 prosent. Miles (2004) antyder at omlag halvparten av britiske husholdninger burde hatt en langsiktig fastrenteavtale.

I realiteten ser det ut til at to forhold er avgjørende for husholdningenes valg av rentebinding:



- Avkastningskurvens form, dvs. en vurdering av hva som gir lavest nivå på de første terminbetalingene
- Informasjon og anbefalinger, enten fra låntakers finansinstitusjon eller gjennom media.

### 3.3 Finansinstitusjonenes tilpasning

Finansinstitusjonene står overfor en rekke ulike typer risiki. Blant annet er det vanlig å bruke begrepene kreditt risiko og markedsrisiko om enkelte typer risiko som er viktige for de fleste finansinstitusjoner. Med markedsrisiko menes risikoen knyttet til endringer i prisnivået på grupper av finansielle instrumenter, herunder endringer i rentene for ulike løpetider.

Blant finansinstitusjonenes viktigste funksjoner er å bidra til å avlaste risiko for andre aktører. Dette skjer blant annet ved at finansinstitusjonenes innlån brukes til å ta kreditt risiko, men da slik at denne risikoen spres på et stort antall låntakere. Finansinstitusjonene har en størrelse, kompetanse og innretning på virksomheten som gjør at de er særlig godt egnet til å også å avlaste kundenes renterisiko.

Finansinstitusjonene har – isolert sett – interesse av at låntakerne tar lavest mulig risiko. Hvis en långivers margin på utlån med fast og flytende rente er den samme, vil långiver ha interesse av at låntaker velger den rentebinding som gir lavest risiko. Av dette følger også at långiver normalt bør sette lavere margin på den rentebinding som gir kundene lavest risiko.

Hvis en finansinstitusjon har ulik rentebinding på henholdsvis aktiva og passiva, vil institusjonen ha risiko knyttet til endringer i rentenivået. Finansinstitusjonene vil ofte bruke flere ulike metoder for å redusere sin renterisiko. De kan redusere risikoen ved å tilpasse sammensetningen av aktiva og passiva slik at institusjonen oppnår en balansert posisjon for all rentebinding. I tillegg til å tilpasse balansen, kan finansinstitusjonene bruke ulike finansielle instrumenter for å tilpasse sin risiko knyttet bl.a. til endringer i renteforhold. Et eksempel på dette kan være en bank som har finansiert seg ved innskudd uten rentebinding og som har plassert dette i lån med fast rente. Det finnes da flere derivatprodukter som gjør at bankens risiko knyttet til endringer i kortsiktige renter (og dermed rentene på innskuddene i banken) avdekkes. I dette tilfellet vil en swap (mellom fast og flytende rente) kunne avdekke mesteparten av bankens renterisiko.

Det er imidlertid ikke all renterisiko som kan avdekkes ved derivater. F.eks. vil ikke risiko knyttet til at kunder kan forsere nedbetaling av fastrentelån til pari kurs kunne avdekkes med vanlige derivater. Hvis man vet hvor stor den forserte nedbetalingen blir i hver periode framover for gitte nivåer på rentene, vil risikoen kunne avdekkes. Men hvis omfanget av forsert innløsning ikke er kjent, er det bare en tilsvarende rett for banken til å forsere nedbetaling av gjeld med fastrente som sikrer banken full dekning av denne renterisikoen.

Hvis forsert nedbetaling av fastrentelån skjer i samsvar med nåverdien av framtidige betalinger (dvs. at kunden må betale en overkurs hvis rentenivået har falt siden opprinnelig avtale), vil banken kunne dekke sin renterisiko.

For at finansinstitusjonene skal tilby fastrentelån med moderate marginer, er det en forutsetning at det finnes velfungerende markeder for innlån med langsiktig rentebinding og/eller for derivater som kan gi delvis avdekning for renterisikoen.

## 4 Hvorfor blir fastrentelån lite brukt i Norge?

I dette kapitlet vil vi først drøfte situasjonen i Norge ut fra drøftingen av husholdningenes og finansinstitusjonenes tilpasning i kapittel 3. Senere vil vi referere til inntrykk fra intervjuer vi har gjort med finansinstitusjonene og forvaltningsorganer i forbindelse med dette prosjektet.

### 4.1 Grunnleggende trekk ved økonomien

#### *Flyttehyppighet*

I avsnitt 3.2.3 oppsummerte vi drøftingen av husholdningenes tilpasning med at husholdninger med høy sannsynlighet for å bytte bolig i relativt nær fremtid, ikke bør velge fastrentelån som ikke kan innløses til pari kurs. I Norge kan husholdningene normalt ikke innløse fastrentelån til pari, og flyttehyppighet er derfor et forhold som er relevant som forklaringsfaktor for valget av rentevilkår på boliglån.

Østby (2002) viser til en undersøkelse som viser at Norge er blant de europeiske land hvor flyttehyppigheten er høyest. De andre nordiske landene er i samme gruppe. Dette kan bidra til å forklare lav bruk av fastrentelån i Norge. Danmark har høy flyttehyppighet, men høy andel fastrentelån. I Danmark gir imidlertid fastrentelån adgang til forsert tilbakebetaling uten store kostnader. Dermed innebærer ikke flyttinger i Danmark noen risiko for at selger av en bolig må "bruke av sin egenkapital" for å betale overkurs på et fastrentelån.

Land som Tyskland og Frankrike har relativt høy flyttehyppighet på tross av at i disse landene er de fleste boliglån fastrentelån uten rett til forsert tilbakebetaling til pari kurs. I disse landene innebærer derfor flytting en risiko for at låntaker må betale overkurs for å innfri lånet. Vi kan ikke se at forskjellene mellom land i valg av rentevilkår på boliglån kan forklares med forskjeller i flyttehyppighet (eller vice versa).

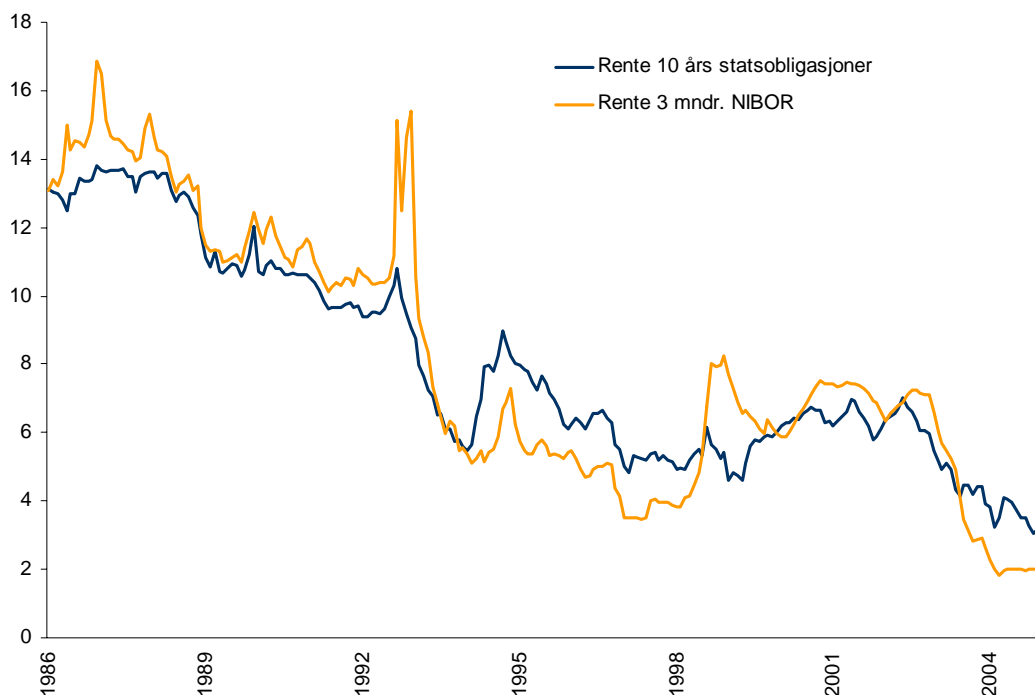
#### *Avkastningskurvens form*

I avsnitt 3.2 argumenterte vi for at husholdningene vil foreta en avveining mellom forventet avkastning og risiko, herunder at de husholdningene som får lavere risiko ved å velge fastrentelån, kan være villige til å gjøre dette hvis den forventede merkostnaden ikke er høy. Eventuelle forskjeller mellom land i

merkostnaden knyttet til fastrentelån kan derfor tenkes å kunne forklare forskjeller i husholdningenes valg.

Ser man på hele perioden 1985-2004, var effektiv rente på norske 10 år statsobligasjoner lavere enn 3 måneders pengemarkedsrenter (henholdsvis 8,36 og 8,80 prosent). Både i 1985-90 og på 1990-tallet som helhet 10-årsrenten lavere enn 3 måneders pengemarkedsrente. I årene 2000-2004 var imidlertid obligasjonsrentene noe høyere enn pengemarkedsrenten (henholdsvis 5,65 og 5,60 prosent).

Figur 4.1 Renteutviklingen i Norge 1986-2004



Kilde: ECOWIN

Selv om avkastningskurven i Norge har vært synkende i store deler av perioden siden 1985, ville en husholdning når som helst i perioden 1985-1995 vært tjent med å ta et lån med flytende rente og ikke et fastrentelån med 10 års rentebinding. Dette skyldes at rentenivået generelt har vært fallende i denne perioden. Vi vet foreløpig ikke om husholdninger som tok opp lån med fast rente i 1996 eller senere, ville vært tjent med å tatt et lån med flytende rente, men pengemarkedsrentene skal stige meget kraftig hvis de som tok fastrentelån på slutten av 90-tallet skal tjene på dette sammenlignet de som tok lån med flytende rente. Sammenligner man i stedet lån med fast rente i 5 år med lån med flytende rente, finner man at de som tok fastrentelån i 1997, er kommet bedre ut enn de som tok lån med flytende rente på samme tidspunkt.

Husholdningenes tilbøyelighet til å velge flytende rente, kan kanskje delvis forklares med at det hittil ikke har vært mange norske lånekunder som har kunnet vise at de har tjent på å ta fastrentelån.

Forskjellen mellom kortsiktige og langsiktige renter gjenspeiler i hovedsak forventninger om den økonomiske utviklingen og sentralbankens renter i den

aktuelle perioden. I Norge har både penge- og finanspolitikken og rammebetingelsene for finansmarkedene gjennomgått grunnleggende endringer de siste 20 årene. Endringene i penge- og finanspolitikken har trolig bidratt til at aktørene i økonomien har fått tro på at Norge vil ha lav eller moderat inflasjon i overskuelig framtid. Videre er det blitt utformet en handlingsregel for finanspolitikken og det er blitt avsatt betydelige midler til Statens Petroleumsfond. I kombinasjon med den internasjonale lavkonjunkturen som startet i 2001, har rentenivået falt til det laveste i etterkrigstiden.

Hvis det ikke skjer nye grunnleggende endringer i innretningen av den makroøkonomiske politikken, vil renteutviklingen framover i større grad enn tidligere preges av konjunkturutviklingen i Norge og utlandet.

I bl.a. Miles (2003) og (2004) blir høy tilbøyelighet til å velge flytende rente delvis forklart med at husholdningene fokuserer mye på størrelsen på første terminbetaling og på betalingsplanen som utarbeides under forutsetning om uendret pengemarkedsrente. Hvis det er forskjeller mellom land i formen på avkastningskurven (forskjellen mellom kort- og langsiktige renter) kan dette bidra til å forklare forskjeller i bruken av ulike typer rentebinding. Ser man imidlertid på Storbritannia og USA tilbake i tid, finner man at Storbritannia i gjennomsnitt hadde en flattere avkastningskurve enn USA både på 1980- og 1990-tallet og i perioden 2000-2004. Dette skulle tilsi større utbredelse av fastrentelån i Storbritannia enn i USA. Realiteten er imidlertid at fastrentelån er langt mer utbredt i USA. I Skandinavia er Norge som i gjennomsnitt har hatt den flateste avkastningskurven siden 1990. Likevel blir fastrentelån minst brukt i Norge.

Sammenligningen mellom land gir imidlertid ikke grunnlag for å hevde at formen på avkastningskurven ikke har betydning. I Danmark ser man en relativt klar sammenheng mellom formen på avkastningskurven og andelen fastrentelån; Når pengemarkedsrentene ligger lavt sammenlignet med obligasjonsrentene, øker andelen husholdninger som velger lån med flytende rente. Tilsvarende observasjon ligger bak Miles' konklusjon om forholdene i Storbritannia.

Konklusjonen er at formen på avkastningskurven på det aktuelle tidspunktet har stor betydning for valget mellom fast eller flytende rente, men det er andre forhold som må brukes til å forklare forskjellene mellom land i bruken av fastrentelån. Likevel kan erfaringene norske husholdninger har gjort de seneste 20 årene, nemlig at svært få har tjent på å ta lån med langsiktig rentebinding, kunne være en viktig årsak til at fastrentelån blir lite brukt i Norge.

## 4.2 Informasjon til bankenes kunder

Finansavtaleloven sier at långiver har plikt til å opplyse kunden om visse forhold ved låneavtalen, herunder om effektiv rente, betalingsplan, forbehold om renteendringer, m.v. Videre sier lovens § 47:

*Dersom långiveren før låneavtale inngås med en forbruker eller lånet utbetales til denne, må anta at økonomisk evne eller andre forhold på låntakerens side tilsier at denne alvorlig bør overveie å avstå fra å ta opp lånet, skal långiveren skriftlig underrette låntakeren om dette. Gjør långiveren ikke det, kan låntakerens forpliktelser lempes for så vidt dette finnes rimelig.*

Opplysningsplikten omfatter også en rekke forhold som har liten eller ingen betydning for valg av rentebinding.

Opplysningsplikten innebærer ikke at långiver må opplyse om f.eks. betalingsplan ved alternative rentenivåer eller om alternative typer rentebinding.

Ofte, men ikke alltid, vil en långiver og en husholdning som låntaker ha sammenfallende interesser i å unngå at låntaker opptar lån som vedkommende ikke klarer å betjene. Dette innebærer at långiver har en interesse i å veilede kunden slik at man unngår at kunden opptar lån som vedkommende ikke klarer å betjene. Långiver har derfor – uavhengig av den lovmessige forpliktelsen - en egeninteresse i å oppfylle kravet i finansavtalelovens § 47. For låntakere som anses å være i stand til å betjene et fastrentelån, men som ikke anses å kunne betjene sine lån ved renteoppgang vesentlig utover dette, vil långiver ha en interesse i å gi kunden råd om dette. Eventuelt kan långiver i slike tilfeller avslå å tilby kunden lån med flytende rente, men åpne for lån med fast rente.

Bankklagenemnda har behandlet en del saker hvor lånekunder har klaget på opplysninger/råd fra banken. De fleste av disse sakene omfatter kunder som har tatt fastrentelån, men som ville vært tjent med å ta lån med flytende rente. Enkelte klager har vært begrunnet med at banken burde visst at lån med flytende rente ville bli billigere og derfor advart mot fastrentelån. Disse klagerne har ikke fått medhold. Den motsatte situasjon, dvs. at låntakerne har klaget fordi banken burde gitt dem råd om å ta fastrentelån, har ikke vært særlig aktuell med den renteutviklingen vi har hatt i Norge de siste 20 årene.

Husbanken gir ikke råd til kunder om valg mellom fast eller flytende rente. Det opplyses imidlertid systematisk om begge rentetilbud. Lånesøknader underlegges en "stresstest" ved at Husbanken beregner om kunden kan antas å ville kunne betjene lånet med en vesentlig høyere rente enn den som faktisk gjelder. I dag gjennomføres stresstesten med 6 prosent rente. Det kan da oppstå tilfeller hvor stresstesten tyder på at lån ikke bør gis, men at låntaker vil være i stand til å betale dagens fastrente (i dag er denne 3,7 prosent). Husbanken vil oftest i slike tilfeller avslå å gi lån med flytende rente, men vil ikke oppfordre kunden til å søke fastrentelån.

Med ett unntak gir ikke noen av de private bankene ECON har intervjuet, anbefalinger om kundene bør ta opp lån med fast eller flytende rente. Bankene gjennomfører analyser av kundenes kredittverdighet, der analyser av kundenes evne til å møte en renteoppgang inngår. Normalt gjennomfører banken disse ved et alternativt rentenivå som ligger 2-3 prosentpoeng over dagens rentenivå, enkelte med enda høyere alternativt rentenivå enn dette. Bankene har vanligvis ikke prosedyrer der det er obligatorisk å vise kundene disse beregningene. Men bankene kan benytte dette materiale i en dialog med kundene, og det kan føre til at kundene velger fastrentelån.

Kredittilsynet bestilte i 2004 en undersøkelse om hva kundene legger vekt på ved valg av boliglån samt om informasjonen kundene fikk fra utvalgte banker. Kundene var i hovedsak fornøyd med informasjonen de fikk, men samtidig oppga omlag halvparten av kundene at de ikke hadde fått informasjon om virkningene av en eventuell renteoppgang eller informasjon om bankens fastrentetilbud. Ved

tolkning av svarene må man ta høyde for at kundene kan ha fått slik informasjon, men har glemt den eller ikke oppfattet den.

## 4.3 Prising av ulike typer lån

### Oppjustering av marginen på lån med flytende rente?

I Storbritannia er det ifølge Miles (2004) vanlig at finansinstitusjonene tilbyr lån med flytende rente til svært lav eller til og med negativ margin i forhold til finansinstitusjonens innlånskostnader. Marginen justeres imidlertid senere opp slik at finansinstitusjonen får en normal avkastning på utlånsvirksomheten. Ettersom husholdningene – i følge Miles – legger stor vekt på størrelsen på første terminbetaling ved valg mellom ulike lånetilbud, bidrar en slik praksis til å vri husholdningenes valg over mot lån med flytende rente.

Ingen av dem vi har intervjuet påstår at det er vanlig at norske finansinstitusjoner oppjusterer marginen på lån med flytende rente i løpet av lånets løpetid. Enkelte sa at det er såpass intens oppmerksomhet rundt boliglånsrentene i Norge og en innarbeidet praksis at marginen ikke skal økes at en slik praksis ikke ville latt seg gjennomføre uten mange klager og svekket tillit til finansinstitusjonene. De fleste av dem vi intervjuet mente at norske finansinstitusjoner ikke har en slik praksis.

### Prising av risiko

Hvis konkurransen fungerer, vil prisingen av ulike typer lån reflektere långivers innlånskostnader, forvaltningskostnader og risikoen for det enkelte lån.

De norske bankene vi intervjuet mente at marginen (utlånsrente minus finansieringskostnad) er den samme uavhengig av rentebinding. Marginen varierer imidlertid med risikoen knyttet til låntakers betalingsevne og med pantsikkerhetens kvalitet.

For de fleste boliglån, ville risikoen blitt noe redusert ved en eller annen form for rentebinding. Hvis bankene har rett i at marginen er den samme for alle typer lån, betyr dette at marginene ikke reflekterer risikoreduksjonen man får ved rentebinding. Dette bidrar til å vri husholdningenes valg over mot lån med flytende rente.

Enkelte av dem vi har intervjuet, mener at marginene på fastrentelån er høyere enn på lån med flytende rente. Forklaringen disse intervjuobjektene ga var at det er svakere konkurranse i markedet for fastrentelån. Media fokuserer sterkt på rentene på lån med flytende rente, og ikke alle banker har fastrentetilbud. Dermed blir priskonkurransen svakere for fastrentelån.

I dag gir Husbanken kundene en unik mulighet til å redusere risikoen knyttet til renteendringer. Ettersom rentene på lån til kundene beregnes med et etterslep (i forhold til markedsrentene), kan kundene sitte med flytende rente så lenge denne renten er lavere enn fastrenten, for så eventuelt å bytte til fastrente når pengemarkedsrentene stiger. For kundene er dette helt risikofritt, gitt at kundene følger med på renteutviklingen. Ordningen bidrar trolig til å fremme bruken av fastrentelån i Husbanken, men da særlig i form av at mange flytter over på fastrente når pengemarkedsrentene har steget. De fleste av dem som tar fastrentelån i

Husbanken, gjør imidlertid dette i forbindelse med opprinnelig låneavtale, ikke ved en konvertering fra flytende til fast rente.

## 4.4 Finansmarkedene og kostnader og risiki knyttet til å tilby fastrentelån

Finansinstitusjonene må enten avdekke sin renterisiko eller ha tilstrekkelig kapitaldekning til å sitte med risikoen. I praksis er det avdekning av mesteparten av risikoen som vanligvis velges av norske finansinstitusjoner.

Relativt til størrelsen på norsk økonomi, framstår det norske obligasjonsmarkedet som lite sammenlignet med det som nabolandene. Dette kan isolert sett tale for at det kan være vanskelig for finansinstitusjonene å skaffe finansiering med samme rentebinding som fastrentelån har. Imidlertid kan finansinstitusjonene alternativt bruke derivater til å avdekke renterisikoen. F.eks. vil en bank som finansierer sin virksomhet med innskudd som har rentevilkår som følger pengemarkedsrentene og som låner ut disse midlene til fastrente, kunne avdekke risikoen gjennom en swap (bytte av rentevilkår med kontraktsmotparten) som gjør at innskuddene og swap'en i sum innebærer en fastrenteavtale.

Markedet for renteswap'er med opptil 10 års løpetid er likvid, og differansen mellom kjøps- og salgskurs på swap'er er lav og på linje med det som er vanlig i tilsvarende markeder i nabolandenes valutaer.

Finansinstitusjonenes kostnader knyttet til å sikre seg finansiering som er egnet til å yte fastrentelån kan derfor ikke være årsak til at fastrentelån blir lite brukt i Norge.

### Marked for særskilt sikrede obligasjoner

I Danmark og USA stilles boliglån som sikkerhet for obligasjoner. Når obligasjonene har denne sikkerheten, blir kredittrisikoen på obligasjonene lav. Omfanget av denne formen for boligfinansiering er meget omfattende i disse landene, og den lave kredittrisikoen og den gode likviditeten gjør at rentene på disse obligasjonene ligger ned mot statsobligasjonsrentene for tilsvarende løpetid.

I Norge er det gjennom lovendringer (jf. Ot.prp. nr. 104 (2001-2002) Om lov om endringer i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner) åpnet for at kredittforetak kan utstede særskilt sikrede obligasjoner, men et komplett regelverk er ennå ikke på plass. Det er høyst usikkert hvilket omfang det vil bli på denne formen for boliglånsfinansiering og hvilke virkninger denne finansieringsformen kan få for det norske boliglånsmarkedet. Én mulighet er at denne formen ikke får nevneverdig utbredelse og dermed også begrensede virkninger. Enkelte av dem vi har snakket med mener at dette er en sannsynlig utvikling, særlig fordi nylig vedtatte internasjonale regler for kapitaldekning i finansnæringen gjør at kapitalkrav knyttet til utlån til boligformål er blitt redusert. Én annen mulighet er at det rommet denne finansieringsformen gir til økt likviditet i boliglånsmassen og til å redusere finansinstitusjonenes kapitalbehov, gjør at særskilt sikrede obligasjoner blir utbredt. I neste omgang kan det føre til at det utvikles noen få standardiserte former for boliglån og at dette i sin tur presser fram en effektivisering av boliglånsvirksomheten i Norge.



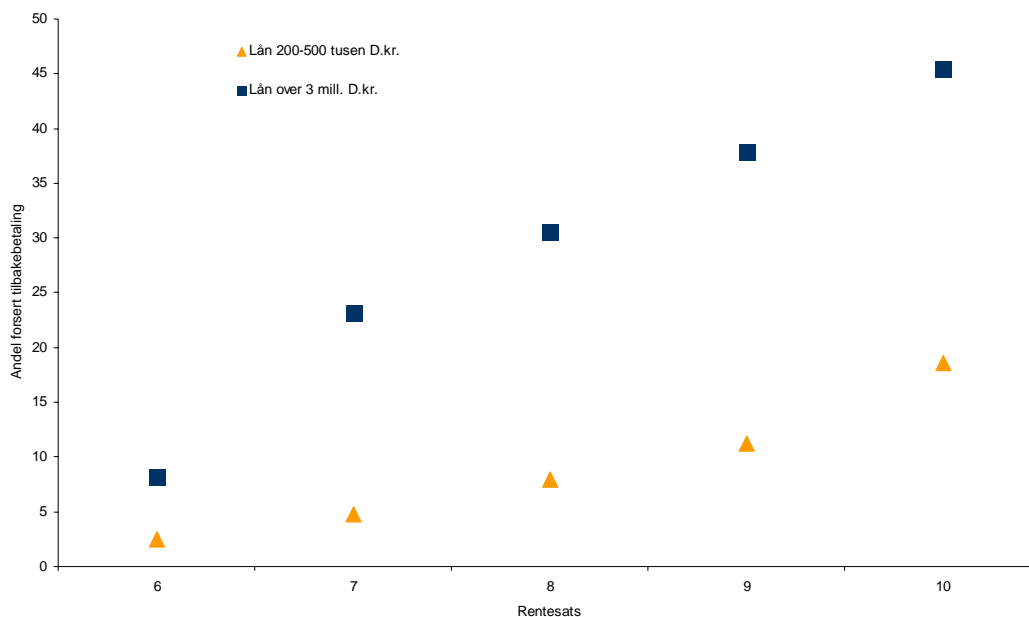
I og for seg er det ikke noen kobling mellom standardisering og økt bruk av fastrente, men det er en slående tendens til at kredittforetak i alle land vi har sett på, har en større andel fastrentelån enn det bankene har. Kanskje kan også utviklingen av markedet for særskilt sikrede lån også gjøre at kredittforetakene begynner å emittere "callable bonds", dvs. obligasjoner med rett til innløsning til pari kurs, slik at man også får en utvikling av et boliglånsprodukt med rett til innløsning til pari kurs.

En viktig side ved systemet for boliglån i USA og Danmark er at de spesielle boliglånsinstitusjonene har krav om matching av rentebinding (dvs. samme rentebinding på innlån og utlån). Husholdningene er relativt trege med å refinansiere boliglån med fast rente selv om rentenivået har falt. Dette, og institusjonenes matching av rentebinding, innebærer at selv etter et fall i rentenivået er det bare en moderat andel av obligasjonsgjelden disse institusjonene har som vil nedbetales før ordinært forfall (forsert nedbetaling av obligasjonslån skjer i samme takt som forsert nedbetaling av institusjonenes boliglån). For investorene som kjøper disse obligasjonene, innebærer dette at risikoen for at deres obligasjoner skal nedbetales til pari kurs før ordinært forfall, er moderat. Derfor er også den ekstra avkastning investorene krever for å sitte med risikoen for forsert innbetaling være moderat.

Hvis man alternativt hadde tenkt seg at institusjonene ikke hadde stått overfor krav om matching av rentevilkårene på begge sider av balansen, ville institusjonene refinansiert all sin gjeld etter et lite rentefall. Investorene ville ikke kunnet betrakte disse obligasjonslånene som fastrentelån, snarere som plasseringer med en maksimalavkastning (lik pålydende rente som realiseres hvis rentenivået i hele lånets løpetid holder seg minst like høyt som ved opprinnelig låneopptak). Derfor er kravet om matching av institusjonenes rentebinding viktig, og det samme er det faktum at husholdningene ikke utnytter enhver mulighet for refinansiering av sine lån slik en profesjonell finansmarkedsaktør ville gjort.

I Frankel et.al. (2004) gjengis data for forsert tilbakebetaling av fastrentelån i Danmark i perioden 1997-2002. Andelen av lån som er nedbetalt før ordinært forfall var høyest for de største lånene og for lån med høyest rente (jf. Figur 4.2).

Figur 4.2 *Forsert tilbakebetaling av fastrentelån i Danmark 1997-2002 fordelt på lånenes rentesats og størrelse. I prosent av lånebeløp*



Figuren viser at selv av de største lånene med 10 prosent fastrente, var det under halvparten som ble innløst før tiden. Ettersom refinansiering av et fastrentelån i Danmark koster 3-4 prosent av lånebeløpet og rentenivået i Danmark i denne perioden var omlag på linje med Norge, kan det ikke være tvil om at alle med fastrente på 10 prosent og mer enn ca. ett år gjenstående løpetid på lånet ville ha tjent på å refinansiere sine lån. Frankel oppgir ikke gjenstående løpetid på lånene, men peker på at innløsningen ville vært høyere hvis låntakerne hadde utnyttet alle muligheter for å redusere sine lånekostnader.

## 4.5 Oppsummering

Vi mener at det er vanskelig å se at strukturen i norsk økonomi kan bidra vesentlig til å forklare hvorfor fastrente blir så lite brukt i Norge. De siste 20 årene har nesten ingen tjent på å ta lån med lang rentebinding i Norge. Dette kan bidra til å forklare hvorfor slike lån blir lite etterspurt. Rentenivået er nå svært lavt, og kanskje er vi på bunnen av denne rentesyklusen. Hvis rentene begynner å stige, vil det etter hvert bli flere husholdninger som kan vise at de har tjent på å ta fastrentelån. Dette kan bidra til fastrentelån blir mer etterspurt.

Det norske finansmarkedet gir finansinstitusjonene gode muligheter for å finansiere fastrentelån til lav kostnad uten at institusjonen blir sittende igjen med renterisiko. Unntaket er at det ikke finnes et likvid marked for obligasjoner som kan brukes til matche utlån med fast rente og mulighet for forsert tilbakebetaling til pari kurs.

Det ser ut til at mange kunder ikke får tilstrekkelig informasjon om risikoen knyttet til å ha lån med flytende rente eller bankenes tilbud om fastrentelån.

Mangelen på tilbud om fastrentelån med rett til forsert tilbakebetaling til pari kurs kan bidra til å forklare hvorfor fastrentelån blir lite brukt i Norge. Det finnes

imidlertid land (f.eks. Tyskland og Nederland) hvor fastrentelån dominerer og hvor forsert tilbakebetaling av fastrentelån skjer til over-/underkurs.

Åpningen for obligasjoner med særskilt sikkerhet i Norge *kan* på sikt komme til å fremme bruken av fastrentelån i Norge, men det kan også hende at denne virkningen uteblir. Kredittforetakene som utsteder disse obligasjonene vil kunne komme til å utvikle fastrentelån med rett til forsert tilbakebetaling til pari kurs.

Det er en slående forskjell i andel fastrentelån i Husbanken sammenlignet med andre banker. Vi kan bare se to grunner til denne forskjellen:

- I Husbanken framstår fastrentelån og lån med flytende rente som to likeverdige produkter, mens en del finansinstitusjoner legger relativt liten vekt på markedsføring av og informasjon om fastrentelån
- I Husbanken innebærer tidsetterslepet mellom renteberegning og kontraktsinngåelse at kundenes problem knyttet til tidspunkt for opptak av fastrentelån å reduseres betydelig.

Den første av disse faktorene kan finansinstitusjonene komme til å endre, og de vil også trolig gjøre dette hvis de ser at etterspørselen etter fastrentelån tar seg opp.

På tross av at man kan peke på enkelte spesifikke forhold som kan forklare at markedet for fastrentelån er begrenset i Norge, må forskjellene mellom land i hovedsak forklares med at landene har ulike tradisjoner for utforming av boliglån. Dette taler for at det vil ta lang tid før bruken av fastrentelån blir vesentlig økt.

## 5 Tiltak for å fremme bruk av fastrentelån

Man kan i utgangspunktet tenke seg at både reguleringer, informasjonstiltak eller skatter/subsidier kan bidra til å fremme bruken av fastrentelån. Vår drøfting bygger på en forutsetning om at tiltakene skal bidra til at kredittmarkedet og økonomien forøvrig fungerer bedre. Dette innebærer at tiltakene skal begrunnes i at de bidrar til samfunnsøkonomisk lønnsomhet.

I forbindelse med beslutninger om låneopptak, mener vi det normalt vil være samsvar mellom husholdningenes og finansinstitusjonenes egeninteresser og mål om samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Normalt vil det derfor ikke være grunnlag for å vri husholdningenes eller finansinstitusjonenes incitament knyttet til beslutninger om lån gjennom subsidier eller reguleringer.

Unntaket kan være at når en kreditor bærer deler av risikoen ved et prosjekt vil låntakeren ha incitament til å ta større risiko enn det som gir samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Dessuten vil långiver ha nøyaktig den motsatte interesse, dvs. at långiver vil ha incitament til at låntaker skal ta mindre risiko enn det som gir samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Problemene med incitamentstrukturen knyttet til långivning, er at låntaker har hele oppsiderisikoen (dvs. får all meravkastning utover det som kreves for å betjene lånet), mens långiver har en del av nedside-risikoen (dvs. tap knyttet til at prosjektet ikke gir tilstrekkelig avkastning til å betjene lånet). I forbindelse med valg av rentevilkår innebærer dette at långiver vil ha interesse av at lånets vilkår struktureres slik at risikoen for mislighold og tap blir minst mulig, selv om disse rentevilkårene innebærer en forventet merkostnad for låntaker. I et velfungerende marked vil imidlertid prisene (marginene) på lån med ulike rentevilkår reflektere forskjeller i låntakers risiko og disse forskjellene i marginene vil bidra til at kundene må betale for risiko finansinstitusjonen tar.

Vår hovedkonklusjon er at det ikke er grunnleggende problemer knyttet til incitamentstrukturen i boliglånsmarkedet. Tiltak bør dermed rettes inn mot å sikre at beslutningstakerne i størst mulig grad skal kunne ivareta sine egeninteresser.

### 5.1 Etterspørselssiden

Ettersom vi i utgangspunktet har forutsatt at eventuelle tiltak skal gi incitament til samfunnsøkonomisk gode løsninger og i hovedsak ikke ser at låntakerne og kreditorene har feilaktige incitament, mener vi at det ikke grunnlag for tiltak

som har preg av direkte reguleringer eller subsidiering for å fremme bruk av fastrentelån.

Særlig på bakgrunn av studiene til Miles (2004) og Campbell & Cocco (2003) kan man stille spørsmål ved om husholdningene har tilstrekkelig informasjon og kompetanse til å fatte riktige beslutninger om valg av rentevilkår. Undersøkelser som Miles gjengir, tyder på at låntakerne i altfor sterk grad legger vekt på råd og informasjon fra finansinstitusjonene og at de har svak kunnskap om risikoen og kostnadene knyttet til ulike typer lån. De to nevnte studiene tyder også på at grunnleggende trekk ved henholdsvis britisk og amerikansk økonomi ikke kan forklare hvorfor det er så store forskjeller mellom disse landene i husholdningenes valg av type boliglån. Studiene tyder også på at britiske husholdninger i større grad burde brukt fastrentelån og at amerikanske husholdninger i større grad burde valgt lån med flytende rente.

For å styrke den enkelte husholdnings kompetanse til å velge boliglån tilpasset sin situasjon, kan man se rom for informasjonstiltak. Hvilke virkninger slike tiltak kan tenkes å ha, er vanskelig å si. Dessuten ser vi at myndighetene bør være forsiktige med å sende ut signaler som kan tolkes som klare anbefalinger til den enkelte husholdning. Anbefalingene kan i praksis i ettertid ofte vise seg ikke å ha vært gode. Myndighetene kan imidlertid bidra med nøktern informasjon om renterisiko, ”normal” merkostnad ved binding av renten, m.v.

## 5.2 Tilbudssiden

Bankene og deres organisasjoner er stort sett ikke tilhengere av at myndighetene setter inn tiltak for å øke bruken av fastrentelån eller gi råd om at flere bør bruke fastrentelån. Dersom rentene (etter en gjennomføring av tiltak) utvikler seg i en retning som innebærer at kunder med fastrentelån taper i forhold til kunder med flytende rente, vil det være uheldig både for myndighetene og for utlånsinstitusjonene ifølge våre intervjuobjekter. Også representanter for Huseiernes Landforbund er skeptisk til en aktiv strategi for å øke andelen som finansierer sin boliger med lån med fast rente til å gå opp. Både representanter for bankene og huseierne mener at den enkelte lånekunde selv bør ta valget basert på best mulig informasjon om alternative låneformer.

### 5.2.1 Krav til informasjon

Trolig har finansinstitusjonenes informasjon til lånesøkerne stor betydning for deres valg av rentebinding. Undersøkelsen som Kredittilsynet i 2004 fikk gjennomført om bankenes informasjon til lånekundene indikerte at over halvparten av de intervjuede sa at de ikke var blitt informert om konsekvensene av en renteoppgang og at over 40 prosent mente at de ikke var blitt informert om fastrentetilbud. Hvis disse tallene er representative, finnes det et betydelig potensial for å styrke kundenes beslutningsgrunnlag gjennom å gi bedre informasjon.

I Miles (2004) er det et forslag til hva slags informasjon som finansinstitusjonene bør gi om rentevilkår til boliglånskunder. I tillegg til betalingsplan for lån med flytende rente, gitt uendret rentenivå, bør institusjonene informere om

- betalingsplan for fastrentelån,

- flytende rente, gitt at pengemarkedsrentene utvikler seg i samsvar med ”forwardkurven”
- flytende rente gitt et kraftig fall i pengemarkedsrentene
- flytende rente gitt en kraftig oppgang i pengemarkedsrentene.

Videre bør finansinstitusjonene vise historiske data for svingninger i pengemarkedsrentene over ulike periodelengder.

Vi er skeptiske til om det vil være hensiktsmessig å pålegge bankene å gi informasjon i samsvar med anbefalingene fra Miles. Dette bygger vi på at bankenes informasjonsplikt knyttet til lån til husholdninger allerede er omfattende, og at mer informasjon kan svekke låntakernes muligheter til å oppfatte viktig informasjon som er knyttet til andre forhold enn valg av rentebinding. I følge representanter for finansnæringen gis det allerede i dag mer informasjon enn det kunden er i stand til å sette seg inn i. Et annet spørsmål er om den informasjon som er obligatorisk i dag, er nødvendig eller om pålagt informasjon i større grad bør prioritere å styrke kundens kompetanse til å velge mellom ulike typer rentevilkår.

## 5.2.2 Annet

Vi mener at det kan se ut til at marginene på ulike typer boliglån i dag ikke fullt ut reflekterer at risikoen knyttet til fastrentelån ofte kan være lavere enn risikoen knyttet til lån med flytende rente. Finansinstitusjonenes tap på boliglån og dermed risikopåslagene i marginene er imidlertid uansett så lave at en lavere risikopremie på fastrentelån ikke vil kunne bidra vesentlig til å fremme bruken av fastrentelån. Vi kan heller ikke se at det er hensiktsmessig at myndighetene griper inn finansinstitusjonenes virksomhet på et såpass detaljert nivå.

I avsnitt 4.3 refererte vi til Miles (2003) som konkluderer med at britiske finansinstitusjoner ofte legger til grunn en urealistisk lav margin ved markedsføring av lån med flytende rente. Vi refererte også til at ingen av dem vi intervjuet hevdet at dette er en praksis også i det norske markedet, men også at mange av de intervjuede mente det var mulig at dette også skjer i Norge. Vi mener at myndighetene kan ta initiativ til en nærmere undersøkelse om ”introduksjonstilbud” på boliglån også gis i Norge. Hvis det avsløres en slik praksis, kan man vurdere om dette er brudd på eksisterende regler knyttet til forbrukervern og eventuelt om en slik praksis bør forbys.

Vi har tidligere omtalt at det er åpnet for utstedelse av særskilt sikrede obligasjonslån og at dette *kan* stimulere fastrentemarkedet i Norge. Videre kan markedet for særskilt sikrede obligasjoner også bidra til standardisering av boliglånsproduktene og dermed til bedre transparens i markedet. Hvis myndighetene hadde hatt et ønske om å fremme visse typer boliglånsprodukter, kunne de ha forsøkt å stimulere en prosess for utvikling av visse typer standardprodukter, f.eks. fastrenteprodukter med lang løpetid, fastrentelån med muligheter for forsert tilbakebetaling til pari kurs, lån med rentetak, m.v. Slike initiativ fra myndighetenes kunne ta form av dialog med finansnæringen med sikte på å få til enighet om å fremme visse standardiserte produkter. Standardisering kan være attraktivt for næringen fordi dette gjør at lån lettere kan omsettes mellom ulike kredittinstitusjoner, noe som gjør det enklere for institusjonene å styre sin balanse.

### 5.2.3 Husbanken

Av Husbankens utlånsmasse er 66 prosent fastrentelån med opprinnelig rentebindingsperiode i 5 år. Med en såpass høy andel fastrentelån, er det vanskelig å se behov for en generell stimulering av bruk av fastrente i Husbanken. I tillegg til de boligpolitiske målene Husbanken skal fremme, mener vi at Husbankens lånetilbud i hovedsak bør tilpasses kundenes behov. Ettersom det norske boliglånsmarkedet har et svakt utviklet produktspekter, er trolig kundenes kompetanse relativt svak. Det kan derfor være grunn til å forsøke å utvikle produkter som er tilpasset kundenes økonomi selv om kundene faktisk foreløpig ikke etterspør produktene. Husbanken kan dermed bidra til å utvikle et marked for produkter som er nye i Norge.

Husbanken har bare to typer oppføringslån; flytende rente eller fastrente i 5 år. Imidlertid åpner Husbanken for individuelle tilpasninger i nedbetalingsplanen (lånets lengde, avdragsfri periode).

Vi mener det kan være grunn til å vurdere om Husbankens tilbud bør utvides til tilbud om lengre rentebindingsperiode. Ettersom det ikke er et likvid marked for fastrenteprodukter utover 10 år i det norske finansmarkedet, er det trolig fastrente i 10 år som er den mest aktuelle utvidelsen av Husbankens produktspekter. Vi mener at eventuelle ønsker fra låntakerne om andre produkter og løpetider bør være utgangspunkt for utvidelse av Husbankens tilbud.

Husbanken gjør i dag en kredittvurdering ved å analysere om kundene kan betjene sitt lån hvis rentenivået stiger til 6 prosent. Bankens fastrenter ligger i dag vesentlig lavere enn dette. Det vil derfor trolig finnes en del kunder som kan betale dagens fastrente, men ikke kan betjene sine lån hvis renten stiger til 6 prosent. Disse kundene får ikke automatisk tilbud om fastrentelån. Vi mener Husbanken bør vurdere om kunder som ikke kan betale renten som brukes i "stresstesten", men som kan betale gjeldende fastrente, automatisk bør tilbys fastrentelån.

Ettersom norske lånekunder i all hovedsak tar opp lån med flytende rente, er trolig forståelsen av andre låneprodukter begrenset. Styrking av kundenes kompetanse kan skje både gjennom pressen, finansinstitusjonene, ulike myndighetsorganer og andre lånekunder. Hvis Husbanken begynner å tilby nye produkter, kan dette bidra til at kompetansen om ulike låneprodukter bedres i husholdningene generelt, ikke bare hos Husbankens kunder. Hvis myndighetene ser det som et mål å øke husholdningenes kompetanse og lånekundenes valgmuligheter, kan utvikling av nye utlånsprodukter i Husbanken være et egnet virkemiddel. Dette tilsier at myndighetene kan se seg tjent med at Husbanken tilbyr f.eks. lån med rentetak, lån med rentekorridor eller fastrentelån med rett til forsert tilbakebetaling til pari kurs (evt. mot et moderat gebyr). I tillegg kan Husbanken vurdere en virksomhet med trekk fra danske realkredittinstitutter, dvs. med fastrentelån med rett til forsert tilbakebetaling til pari kurs (evt. mot et moderat gebyr) og med finansiering i form av obligasjoner med tilbakekallsrett fra Husbankens side.

## 6 Virkningene av husholdningenes valg av rentebinding

Både i Norge og de fleste andre land har myndighetene mål om å dempe svingningene i kapasitetsutnyttelsen i økonomien. Sterke svingninger i aktivitetsnivået medfører samfunnsøkonomiske tap. I de fleste land brukes pengepolitikken som et viktig verktøy for å dempe konjunkturbevegelser. I Norge og en del andre land brukes også finanspolitikken i noen grad i konjunkturreguleringen.

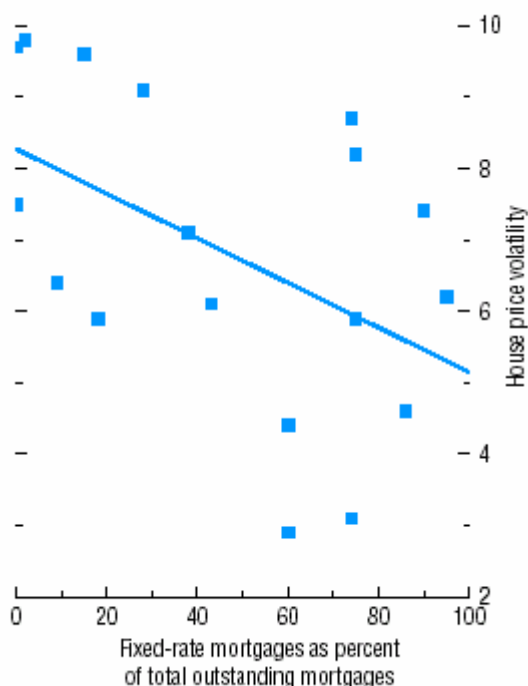
Det er Norges Banks styringsrenter som er det viktigste pengepolitiske styringsinstrumentet. Styringsrentene påvirker rentenivået for kortsiktige plasseringer i pengemarkedet. I sin tur påvirker pengemarkedsrentene rentene på innskudd og lån med flytende eller variabel rente. Dessuten kan styringsrentene påvirke både langsiktige renter og valutakurs, men styringsrentene virkning på disse områdene er ikke like sterk og forutsigbar som for rentenivået på lån med flytende rente.

En økning av rentenivået vil redusere både næringslivets og husholdningenes kredittetterspørsel, og dermed investeringene og lånefinansiert forbruk i husholdningene. Etterspørselen etter boliger vil også reduseres som følge av en renteøkning. Høyere rente bidrar til lavere boligpris. Sammenhengen mellom bruk av fastrente og stabilitet i boligprisene er bl.a. drøftet i IMF (2004) (jf. Figur 6.1) og av Tsatsaronis & Zhu i BIS (2004). Økt bruk av fastrente gir mindre svingninger i boligprisene.

Prisfall på boliger bidrar til redusert bygging. Videre vil lavere boligpris redusere verdien av husholdningenes formue, noe som motiverer husholdningene til økt sparing. Husholdningenes gjeld er langt større enn deres disponible rentebærende formue (dvs. utenom midler i pensjonskasser og –fond). En renteøkning vil dermed redusere husholdningenes disponible inntekt.



Figur 6.1 Sammenhengen mellom volatilitet i boligpriser og andelen fastrentelån



Kilde: IMF World Economic Outlook September 2004

Hvis husholdningene i større grad hadde lånt med fast rente, ville en økning av styringsrentene ikke gitt like sterk effekt på husholdningenes disponible inntekt eller på etterspørselen etter bolig.

Hvis husholdningene har mulighet for å tilbakebetale fastrentelån til pari kurs, vil deres risiko være asymmetrisk; de vil kunne ta del i en rentenedgang ved å refinansiere sine boliglån, men en renteoppgang vil ikke påvirke eksisterende lån. Catte, P. et.al. (2004) finner at virkningene av endringer i boligprisene på husholdningenes forbruk avhenger av om en nedgang i det generelle rentenivået påvirker utgiftene til betjening av eksisterende lån. Minst virkning har boligprisene på forbruket hvis husholdningene låner med fast rente, og de ikke kan refinansiere gjelden uten å betale overkurs. I Miles (2004) refereres det til at i Australia ga refinansiering av fastrentelån et bidrag til økning av husholdningenes disponible inntekt på minst 1 prosent per år i 3 år på rad.

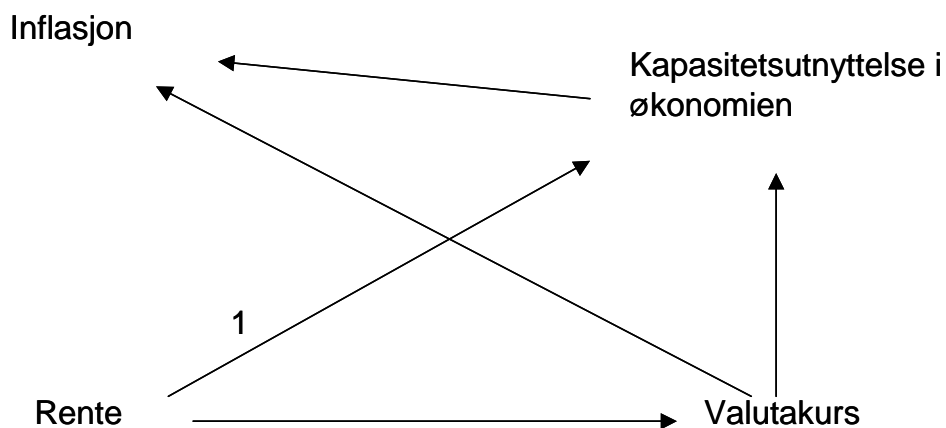
Det er også enkelte studier som kan tyde på at omfanget og hyppigheten av ubalanser i økonomien blir påvirket av om husholdningene låner fast eller flytende rente. Tsatsaronis, K. & Zhu, H. (2004) finner at i land hvor husholdningene i hovedsak låner med fast rente, er det en mindre risiko for at det oppstår en gjensidig forsterkende oppbygging av eiendomspriser og kredittmarked enn i land med høy andel flytende rente. Det kan derfor se ut til at en høy andel fastrentelån reduserer svingningene i økonomien. I så fall taler dette i retning av at høy andel fastrentelån bedrer økonomiens funksjonsmåte.

Det er imidlertid likevel ikke opplagt at det ville vært en fordel for konjunkturreguleringen om husholdningene i større grad hadde lånt med fast rente; Økt bruk

av fastrente ville isolert sett bidratt til stabilitet i boligmarkedet og husholdningenes inntekter, men ville samtidig medført at én del av konjunkturpolitikken – pengepolitikken – ville fått mindre effekt.

En ubalanse i økonomien i form av overdrevent høy eller lav etterspørsel er ikke nødvendigvis jevnt fordelt over alle deler av økonomien. Ettersom det er tregheter i overflytting av arbeidskraft og kapital mellom sektorene, kan balanseproblemer ofte være begrenset til bare deler av økonomien. Ofte vil myndighetene stå overfor dilemmaer i form av at en innstramning i form av renteøkning også rammer aktiviteten i sektorer som ikke har kapasitetsproblemer. Ett eksempel kan være at husholdningenes etterspørsel bidrar til kapasitetsproblemer i sektorer som produserer for hjemmemarkedet samtidig som eksportnæringene har ledig kapasitet. En renteøkning vil i en slik situasjon kunne bidra til balanse i hjemmemarkedet, men samtidig gi styrking av norske kroner og enda mer ledig kapasitet i eksportnæringene. Hvis husholdningene i større grad låner med fast rente, vil det kreves større endringer i rentenivået for å oppnå en gitt effekt på etterspørselen i økonomien. Ut fra hensynet til konjunkturreguleringen er det derfor både fordeler og ulemper ved en eventuelt redusert rentefølsomhet i husholdningene.

Figur 6.2 Sammenheng mellom rente og inflasjon



Figur 6.2 illustrerer hvordan pengepolitikken virker på inflasjonen. Dels virker renten på valutakursen. Valutakursen påvirker importprisene og dermed inflasjonen direkte, men også indirekte gjennom aktivitetsnivået i konkurranseutsatt sektor og dermed kapasitetsutnyttelsen i økonomien. I tillegg virker renten direkte på husholdningenes kjøpekraft og næringslivets investeringer. Dette endrer kapasitetsutnyttelsen i økonomien og i siste instans inflasjonen. Det er dermed flere ulike kanaler for rentens virkning på inflasjonen. Hvis husholdningene i større grad låner med fast rente, vil én av disse kanalene (merket med "1" i figuren) svekkes. For en gitt ubalanse eller et gitt inflasjonspress, må dermed rentene heves mer hvis husholdningene låner med fast rente. Dette gjør at tilpasningen i andre deler av økonomien (primært konkurranseutsatt sektor) vil måtte bli større for å korrigere en gitt ubalanse.

Man kan ikke si entydig om det vil være fordelaktig for konjunkturreguleringen om husholdningene går over til fast rente. Overgang til fast rente medfører fordeler fordi:

- Ubalanser i boligmarkedet, som sprer seg til økonomien forøvrig, vil dempes
- Husholdningene blir mindre påvirket av renteendringer

Overgang til fastrente vil medføre ulemper ved at:

- Utekonkurrerende næringsliv må ta en større del av belastningen knyttet til pengepolitikken

Hvilke momenter som veier tyngst avhenger bl.a. av:

- Om man klarer å bruke finanspolitikken effektivt i konjunkturreguleringen
- Hvor ubalanser i økonomien normalt oppstår (boligmarkedet, husholdningenes etterspørsel, utekonkurrerende sektor, m.v.)

Johansen og Eika (2000) inneholder en drøfting av hvilke faktorer som bidro til konjunkturbevegelser i Norge på 1990-tallet. De konkluderer bl.a. med at utviklingen i renter og valutakurs virket svakt prosyklisk, dvs. at de var en kilde til svingingene i økonomien.

Det har skjedd en rekke dyptgripende endringer i norsk og internasjonal økonomi de siste 20 årene. Blant viktige endringer som har påvirket økonomiens funksjonsmåte er liberaliseringen av kredittmarkedet for omlag 20 år siden, liberalisering av kapitalbevegelsene, økende kapitalbevegelser overfor utlandet (og dermed tettere kobling mellom norske og utenlandske renter), skattereformen rundt 1990, nedbyggingen av industrien, økt internasjonal konkurranse i flere næringer, oljesektorens vekst og styrkingen av statens finansielle stilling. I tillegg er det utformet en ny handlingsregel for finanspolitikken, og både Norge og mange andre land har lagt økende vekt på inflasjon som mål for pengepolitikken. En del av disse endringene har trolig bidratt til å endre ulike faktorerens bidrag til konjunkturforløpet og politikkenes virkning på konjunkturutviklingen. Det kan derfor være tvil om studier av tidligere konjunkturforløp gir noen god pekepinn på hvordan ulike faktorer vil kunne bidra til konjunkturbevegelser i framtiden, hvordan konjunkturpolitikken vil innrettes og hvilke virkninger politikken vil ha.

I likhet med konklusjonene i Miles (2004) om virkningene av en eventuell økt bruk av fastrentelån i Storbritannia, mener vi at det ikke er grunnlag for å konkludere bastant om norsk økonomi vil få mindre konjunkturbevegelser eller forøvrig fungere bedre om husholdningene i større grad velger fastrentelån.

## Litteratur:

Campbell, J. Y. og Cocco, J. F. (2003) "Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice", *The Quarterly Journal of Economics*, Issue 4

Catte, P. et.al. (2004): Housing markets, wealth and the business cycle. OECD Economics Department Working Papers no. 394

ECB (2003): Structural factors in the EU housing markets

Frankel, A. et.al. (2004) The Danish mortgage market. *BIS Quarterly Review*, March 2004

IMF "World Economic Outlook" September 2004

Johansen, Per Richard og Eika, Torbjørn: "Drivkrefter bak konjunkturforløpet på 1990-tallet". *Økonomiske analyser* 6/2000, SSB

Mercer Oliver Wyman (2003): *Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets*. The European Mortgage Federation

Norges Bank (2004): Finansiell stabilitet 1/2004

Norges Bank (2004): Finansiell stabilitet 2/2004

Packer, F. & Woolridge, P.W. (2005): Overview: low yields in robust economies. *BIS Quarterly review*, March 2005

Tsatsaronis, K. & Zhu, H. (2004) "What drives housing price dynamics: cross-country evidence", *BIS Quarterly Review*, March 2004

Østby, Lars (2002): "Nordmenn på flyttetopp", *SSB-magasinet*

# Vedlegg 1: Institusjoner som er intervjuet

Forbrukerombudet

Forbrukerrådet

Huseiernes Landsforbund

Kredittilsynet

Norges Bank

Husbanken

DnB NOR

BnBank

Fokus Bank

Sparbank1 – Midt Norge

Realkreditrådet

Nykredit

Totalkredit

Byggeriets Realkredit Fond

Realkredit Danmark

Danmarks Nationalbank

## Vedlegg 2: Intervjuguide brukt overfor finansinstitusjonene

### Etterspørsel etter lån

Hvilken andel av boliglån gis med fast rente (>1 år)?

Har andelen fastrentelån vist en stigende/synkende tendens over lang tid?

Hva er drivkreftene bak svingninger i andelen fastrentelån?

Er det kundegrupper som er særlig tilbøyelige/lite tilbøyelige til å etterspørre fastrentelån?

- Alder
- God/svak økonomisk stilling
- Høy/lav utdanning?

### Låneprodukter

Hvilke av følgende låneprodukter tilbys boliglånskunder:

- Lån med flytende rente (uten kontraktsfestet margin mot en referanserente)
- Lån med variabel rente (med kontraktsfestet margin mot en referanserente)
- Lån med fast rente (angi minimum og maksimum løpetid)
- Lån med variabel/flytende rente, men med rente-”cap”?
- Lån med en andel fast rente og en andel flytende rente

Om lån med fast rente:

- Tilbys flere varianter av adgang til forsert tilbakebetaling?

Hvilke av disse varianter av mulighet for forsert tilbakebetaling tilbys:

- Forsert tilbakebetaling skjer til beregnet over-/underkurs
- Forsert tilbakebetaling skjer til pari
- Asymmetrisk: Hvis nåverdiberegning tilsier overkurs, skjer tilbakebetaling til pari, hvis nåverdiberegning tilsier underkurs er det denne kurs som anvendes
- Kunden dekker deler av overkurs (angi hvordan kundens bidrag beregnes)

### Prising av lån

Reflekterer bankens margin (over innlånskostnad) på henholdsvis lån med flytende og fast rente eventuelle forskjeller i

- kredittrisiko,

- administrasjonskostnader (f.eks. kostnader knyttet til endrede betalingsplaner)

For lån med flytende rente, er det systematisk økning i bankens margin over lånekontraktens varighet (er marginen lavest de første terminene)?

Er bankens kapitalavkastning på boliglån på linje med andre produkter overfor husholdningene?

### **Informasjon som gis til kunden**

Ved lån med variabel/flytende rente, beregnes det en betalingsplan basert på

- bare under forutsetning av at rentene holder seg uendret
- også under forutsetning av en gitt (f.eks. 2 prosentpoeng) renteoppgang
- basert på renteforventningene i pengemarkedet

### **Inndekning av renterisiko**

Brukes følgende instrumenter for å dekke renterisikoen:

- Swapper (fast flytende)
- Rentefutures
- Renteopsjoner
- Obligasjonslån med fast rente
- Obligasjonslån med variabel rente
- Obligasjonslån med "call options"

Fungerer markedene for disse instrumentene godt?

Er det noen markedene som er preget av svak likviditet?

### **Generelt**

Hvorfor tror du nordmenn bruker fastrentelån i såpass liten grad?

Burde flere brukt fastrentelån?

Hva kan/bør eventuelt gjøres for å fremme bruken av fastrentelån?