



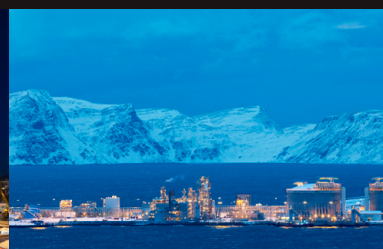
FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

FINANSIELLE UTVIKLINGSTREKK

OKTOBER 2012

Tilstanden i finansmarkedet og utsiktene framover



Finansielle utviklingstrekk 2012

Oppsummering og vurderinger	3
Økonomisk utvikling og risiko	
Bankenes soliditet og likviditet	
Utfordringer for livsforsikring	
Forbrukervern	
1. Konjunkturer og markeder	9
Internasjonal økonomi	
Norsk økonomi	
Kredittmarkedene	
Verdipapir- og valutamarkedene	
Eiendomsmarkedene	
Råvaremarkedene	
Skipsfarts- og offshoremarkedene	
2. Situasjonen i bankene	24
Lønnsomhet	
Kredittrisiko	
Bankenes soliditet	
Likviditetsrisiko	
3. Situasjonen i forsikring og pensjon	38
Lønnsomhet	
Aktivaallokering og markedsrisiko i pensjonsforvaltningen	
Soliditet og stresstester	
Utfordringer i livsforsikring	
Strukturen i skadeforsikringsmarkedet	
Tema I Regulering	48
Nytt soliditetsregelverk for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak – CRD IV	
EU-kommisjonens forslag til krisehåndteringsdirektiv	
Nytt soliditetsregelverk for forsikring – Solvens II	
Banklovkommisjonens utredninger	
Regnskapsregler	
Tema II Boligmarkeder og gjeld i Norden	57
Innledning	
Norge	
Danmark	
Sverige	
Finland	
Island	
Likheter og ulikheter	
Tema III Boliglånsretningslinjene	65
Nærmere om boliglånsretningslinjene	
Boliglånsundersøkelsen	
Tema IV OMF-markedet	71
Innledning	
Størrelse og aktører	
Risikofaktorer	
Tiltak for å begrense institusjonsspesifikk risiko og systemrisiko	
Tema V Skyggebanksystemet	77
Definisjon og omfang	
Systemrisiko	
Arbeidet i Financial Stability Board (FSB)	
Arbeidet i EU-kommisjonen	
Situasjonen i Norge	
Tema VI Børsnoterte produkter og hedgefond	84
Børsnoterte produkter	
Hedgefond	
Tema VII Forbrukervern	91

Oppsummering og vurderinger

Økonomisk utvikling og risiko

Verdensøkonomien er fortsatt preget av finanskrisen og det kraftigste økonomiske tilbakeslaget på mange tiår. Etter å ha svekket seg gjennom 2011 tok veksten seg opp ved inngangen av 2012. Oppsvinget var imidlertid kortvarig, og utover våren avtok veksten igjen. En viktig årsak til det svake vekstbildet i industrilandene er vedvarende lavt konsum og investeringer i privat sektor. Situasjonen i euroområdet er i tillegg preget av statsgjeldskrisen i de sørlige landene, der arbeidsledigheten er svært høy. Det betydelige skillet i vekstnivå mellom industrilandene og framvoksende økonomier vedvarer, men det er klare tegn på oppbremsing også i flere av de framvoksende landene. Dette må bl.a. ses i lys av svakere vekst hos handelspartnerne. Samlet sett ligger det an til lavere global vekst i 2012, mens vekstanslagene for 2013 er blitt nedjustert det siste halvåret, særlig for utsatte land i euroområdet. Usikkerhet rundt den videre økonomiske utviklingen har ført til turbulens i finansmarkedene. Varslede tiltak fra både den amerikanske og den europeiske sentralbanken i september ser ut til å ha dempet uroen noe.

Norsk økonomi har så langt blitt lite påvirket av den internasjonale nedgangskonjunkturen. Kapasitetsutnyttelsen i store deler av økonomien er høy, og arbeidsledigheten er lav. Det forventes fortsatt høy vekst i fastlandsøkonomien. Etterspørselen stimuleres av lav rente og høy reallønnsvekst, og petroleumssektoren og leverandørindustrien til petroleumsvirksomhet tjener godt på vedvarende høy oljepris. I tillegg har nye, store oljefunn gitt fornyet optimisme og økt aktivitet. Mange bedrifter står imidlertid overfor utfordringer knyttet til lavere etterspørsel, høyere kostnadsvekst enn hos handelspartnerne og styrket kronekurs i 2012.

Norsk økonomi er god, og Norge står bedre rustet enn de fleste andre til å møte en ytterligere forverring i internasjonal økonomi. Dersom verdensøkonomien går inn i en kraftig nedgangskonjunktur, vil det likevel påvirke norsk økonomi. Deler av konkurranseutsatt virksomhet vil svekkes ytterligere. Skulle oljeprisen falle markert, vil norsk økonomi bli særlig negativt påvirket gjennom lavere etterspørsel fra petroleumssektoren, som vil ramme oljeleverandørindustrien bredt. Samtidig er utsiktene for lønnsomheten i skipsfart fortsatt svake. Et tilbakeslag i norsk økonomi må påregnes å føre til økte utlånstap i bankene.

Høye boligpriser og stor gjeld hos norske husholdninger utgjør en risiko for stabiliteten i norsk økonomi og den norske finanssektoren. Husholdningenes økonomi har de siste årene vært preget av økende gjeldsbelastning. Husholdningenes gjeld og boligprisene har vist stor grad av sammenfallende utvikling og er kommet opp på et meget høyt nivå. Boligpriser og husholdningsgjeld vokser fortsatt mer enn husholdningenes inntekter.

Den økonomiske tilbakegangen internasjonalt er møtt med kraftig pengepolitisk stimulans. Det forventes at det internasjonale rentenivået vil være lavt lenge, og denne forventningen er også reflektert i norske renter. Kombinert med høy inntektsvekst, lav boligbeskatning og positiv framtidstro bidrar dette til å holde husholdningenes låneetterspørsel oppe. Gjelden har økt mest blant de yngste, som også har høyest belåningsgrad på sine boliglån. Finanstilsynets boliglånsundersøkelse viser at for låntakere under 35 år som kjøpte bolig, hadde 43 prosent av lånene en belåningsgrad over 85 prosent, og av disse var hvert femte lån på nivå med eller høyere enn boligverdien. Boliglånsundersøkelsen og tematilsynene om boliglån som Finanstilsynet har gjennomført i bankene, viser at det har vært en nedgang i antall lån med høy belåningsgrad.

Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål er i store trekk fulgt opp i bankenes egne retningslinjer og i kredittpraksis. Det er likevel rom for forbedringer, og Finanstilsynet vil følge dette opp i tilsynet med enkeltbanker.

Veksten i husholdningenes gjeld er drevet av høy etterspørsel. I tider med høy låneetterspørsel er det særlig viktig at bankene har nøkterne kredittvurderinger, som ivaretar langsiktige hensyn både for låntakeren, den enkelte bank og banksystemet. Tiltak som understøtter god utlånspraksis kan likevel i begrenset grad motvirke etterspørselssidens virkning på gjeldsveksten.

Den store og økende gjeldsbelastningen øker husholdningssektorens sårbarhet ved arbeidsledighet, redusert inntekt eller renteoppgang. En kombinasjon av ytterligere tilbakeslag i internasjonal økonomi og sterkt fall i oljeprisen, vil kunne redusere innenlandsk etterspørsel. Dette kan snu husholdningenes forventninger til framtidige inntekter og boligpriser og dermed føre til en markant nedgang i boligprisene. Erfaringer både fra Norge og andre land har vist at dersom husholdningene må stramme inn forbruket betydelig som følge av høy gjeld og fall i boligprisene, blir ringvirkningene til resten av økonomien store.

Bankenes soliditet og likviditet

Norske banker har hatt god lønnsomhet gjennom hele den internasjonale finanskrisen. Tap på utlån ligger på et lavt nivå. Kapitaldekningen har blitt styrket ved tilbakeholdt overskudd og innhenting av ny egenkapital. Internasjonal økonomi og finansmarkedene er preget av stor usikkerhet. Norsk økonomi kan bli hardere rammet av internasjonal finansuro og økonomisk tilbakegang enn vi har erfart så langt. Det er viktig at bankene bygger opp reserver i gode tider, slik at de er godt rustet til å kunne tåle økte tap og fortsatt kunne yte kreditt etter et konjunkturomslag. Det er også viktig at de har forsvarlige kredittvurderinger i tider med stor etterspørsel etter lån.

Finanstilsynet har forutsatt at alle norske banker og finansieringsforetak skulle ha minst 9 prosent ren kjernekapital innen 30. juni 2012, som er i tråd med Det europeiske banktilsynets (European Banking Authority) anbefaling for store europeiske banker. Finanstilsynet legger til grunn at soliditeten i banknæringen styrkes ytterligere i tiden framover.

Norske banker henter mye av sin finansiering i internasjonale penge- og kredittmarkeder. Finansuroen høsten 2008 viste at markedsforholdene knyttet til likviditet raskt endres, at refinansiering ved en tillitskrise blir vanskelig og at risikopremiene øker sterkt. Likviditetsrisiko har stor oppmerksomhet hos bankene, tilsynsmyndighetene og aktørene i pengemarkedet. Økte likviditetsbuffer og mer langsiktig finansiering har gitt norske banker bedre forutsetninger for å møte en tilstramming i likviditeten.

Det siste året har det igjen vært stor uro i europeiske lånemarkeder, og tidvis har det vært vanskelig å oppnå langsiktig finansiering uten sikkerhet i utlån med lav risiko. Utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har derfor hjulpet bankene gjennom en vanskelig periode under finanskrisen. Betydningen av slik finansiering har økt sterkt de siste årene og bidratt til å redusere bankenes likviditetsrisiko. En gunstig utvikling i norsk økonomi, god likviditet og høy kapitaldekning er blant årsakene til at norske banker har hatt en relativt god posisjon i de internasjonale lånemarkedene. Den videre utviklingen i penge- og kredittmarkedene er imidlertid svært usikker. For å kunne takle framtidige utfordringer må bankene bedre soliditeten ytterligere og utnytte muligheter til å sikre en enda mer robust og langsiktig finansiering.

I Norge var det ingen alvorlig kredittkontraksjon etter den internasjonale finanskrisen. Veksten i utlån til foretakssektoren var imidlertid svært lav og i en periode negativ, mens utlånsveksten til husholdningene holdt seg forholdsvis høy. Renten som bankenes kredittforetak betaler på OMF, er vesentlig lavere enn renten som bankene betaler ved utstedelse av senior obligasjoner. Den viktigste årsaken til renteforskjellen er at risikoen knyttet til investeringer i OMF er lavere enn ved investeringer i bankobligasjoner. OMF har i tillegg dekket et behov hos investorene for sikre og likvide plasseringer i norske papirer, som har gjort det mulig for kredittforetakene å utstede OMF til spesielt gode vilkår.

Bankenes tilgang til forholdsvis gunstig finansiering av boliglån i OMF-markedet kan dermed ha medvirket til vekst i boliglånene og forsterket prispresset i boligmarkedet. Et relativt lavt avkastningskrav på OMF og vesentlig lavere risikovekter på boliglån enn på foretakslån kan ha gitt, og fortsatt gi, bankene insentiver til å vri utlånsveksten ytterligere til boligfinansieringsformål framfor til bedriftene. At bankene på grunn av finansuroen oppfatter egenkapitalfinansieringen som kostbar og vanskelig tilgjengelig, kan også ha bidratt til en slik vridning. Finanstilsynet vil legge stor vekt på denne systemrisikoen i vurderingene av bankenes kapitalbehov og finansiering.

Det er en trend i Europa at finansinstitusjoner i økende grad pantsetter eiendeler for å finansiere virksomheten. Det er naturlig under finansuro at investorer søker økt sikkerhet, men denne utviklingen kan også ha en uheldig side. Volumet av eiendeler som dekker usikret finansiering reduseres, og kvaliteten på gjenværende eiendeler blir dårligere. I en krisesituasjon bærer innskytere og investorer en større del av risikoen i det finansielle systemet. Avkastningskravet på usikret finansiering vil øke. Overpantsetting forverrer situasjonen for usikrede kreditorer, og i dårlige tider vil kravet om overpantsetting kunne øke ytterligere. Ved en avvikling av banken kan gjenvunnet beløp for usikrede kreditorer bli vesentlig lavere enn det som ville vært tilfelle i perioder med mindre utbredelse av pantsetting.

Det er flere andre problemstillinger knyttet til finansinstitusjoners pantsetting av eiendeler. Økt pantsetting reduserer fleksibiliteten i balansestyringen. Desto flere eiendeler som pantsettes, desto færre vil være tilgjengelig som sikkerhet for finansiering i framtiden. Det innebærer at tilgangen på eiendeler som kan pantsettes, er minst når slik tilgang er på sitt mest verdifulle. Det er også en fare for at finansinstitusjonene kan gå tom for pant på et gitt framtidig tidspunkt.

Omfanget av OMF har i løpet av få år kommet opp på et høyt nivå. Stort omfang av OMF kan medføre strukturelle svakheter i bankenes finansiering og gi uheldige insentiver i utlånsvirksomheten. Etter Finanstilsynets oppfatning bør en derfor vurdere å innføre begrensninger på andelen av eiendeler som kan stilles som sikkerhet for utstedelse av OMF. Uavhengig av dette forventer Finanstilsynet at norske finansinstitusjoner vurderer forsvarlig overføringsgrad, blant annet i forbindelse med Pilar-2 prosessen. Dersom overføringsgraden etter tilsynets vurdering er for høy, kan det bli aktuelt å pålegge enkeltinstitusjoner økte kapitalkrav eller begrenset adgang til OMF-finansiering. Slike vurderinger vil bli basert på både institusjonsspesifikk risiko og systemrisiko.

Finanstilsynet har merket seg at bankene ser ut til å vokse ytterligere i personkundemarkedet i årene framover. Det er en fare for at bankene hver for seg undervurderer systemrisikoen knyttet til en slik utvikling. Boliglånsporteføljene til bankene består av svært mange og små utlån, som for den enkelte bank kan gi inntrykk av høy diversifisering. Finanstilsynet følger utviklingen tett og er oppmerksom på sårbarheten knyttet til boliglånsporteføljene. Et kraftig prisfall i boligmarkedet kan få alvorlige konsekvenser for norsk økonomi. Morbankene kan bli tvunget til å overføre ytterligere boliglån til kredittforetakene. OMF og/eller kredittforetak kan få dårligere kredittvurdering av kredittvurderingsbyråene, og en økt mengde pantsatte utlån kan forverre situasjonen for bankenes usikrede innskytere og investorer. Dette kan føre til innlånssvikt for bankene, og i verste fall bidra til en sterk kredittkontraksjon.

Det er foreslått en rekke nye regler på finansområdet hvor formålet er å bedre stabiliteten i finansmarkedene og finansinstitusjonene. Nytt kapitaldekningsregelverk for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak, CRD IV, skal etter planen tre i kraft fra 1. januar 2013. Det nye regelverket vil stille strengere krav til både ren kjernekapital (egenkapital) og kjernekapital, og det innføres krav til kapitalbuffere som går utover minstekravene til kapitaldekning. Beregningsstudier som er gjennomført i et utvalg norske banker, viser at norske banker oppfyller minstekravene til kapital. Tilsynspraksis i Norge har generelt vært strengere enn i de fleste andre land, både med hensyn til kvaliteten på kjernekapitalen og hvor stor andel den skal utgjøre av ansvarlig kapital.

I tillegg til strengere regler for kapital inkluderer regelverket nye krav til likviditet og stabil finansiering. Finanskrisen viste at robust finansiering og god likviditet er av stor betydning for finansiell stabilitet. Det er i nytt regelverk foreslått to nye kvantitative minimumskrav til likviditet, som er knyttet til henholdsvis institusjonenes likviditetsbuffere (Liquidity Coverage Ratio) og langsiktig finansiering (Net Stable Funding Ratio). Undersøkelser viser at det for norske banker vil være enklere å oppfylle kravene til NSFR enn til LCR. En viktig årsak er at det i det norske markedet er begrenset tilgang på verdipapirer som tilfredsstiller kravet til likviditet for å kunne regnes med i LCR.

Gjennom finanskrisen ble det i flere land avdekket svakheter knyttet til krisehåndtering av finansinstitusjoner som ikke lenger kunne oppfylle sine forpliktelser. For å sikre finansiell stabilitet, videreføre systemviktige funksjoner i banker under avvikling, beskytte offentlige midler under finanskriser og beskytte kundenes midler i bankene, har EU-kommisjonen lagt fram et forslag til krisehåndteringsdirektiv. Det foreslås at det i de enkelte land skal opprettes en krisehåndteringsmyndighet og et krisehåndteringsfond, og det angis ulike verktøy for avvikling av institusjoner i krise.

Utfordringer for livsforsikring

Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har en meget stor andel av sine forpliktelser knyttet opp mot årlige avkastningsgarantier, og det lave rentenivået gjør det krevende å oppnå tilstrekkelig avkastning på kundemidlene. Utfordringene er særlig tydelige for fripolisene, der den økte renterisikoen ikke kan prises inn i framtidige premiebetalingene. For kollektiv ytelsespensjon fører rentefallet til at arbeidsgivernes pensjonspremier øker, som igjen øker risikoen for at pensjonsordningene avsluttes og omdannes til fripoliser. På oppdrag fra Finansdepartementet har Banklovkommisjonen derfor foreslått tiltak for å bremse veksten i omfanget av fripoliser med avkastningsgaranti. Det foreslås blant annet å åpne for frivillig konvertering til pensjonsavtale med investeringsvalg og heve beløpsgrensene for utstedelse av fripoliser. Utfordringene knyttet til selskapenes garanterte rente er i større eller mindre grad felles med de fleste landene i vestlige Europa.

I EU arbeides det for at det nye europeiske soliditetsregelverket for forsikringsselskaper, Solvens II, skal kunne tre i kraft 1. januar 2014. Solvens II bidrar til å synliggjøre risikoen ved selskapenes avkastningsgarantier. Kravet til kapitalbuffer for slike garantier øker betydelig. I motsetning til dagens regelverk vil pensjonsforpliktelsene under Solvens II vurderes til virkelig verdi. Utfordringene med lavt rentenivå og begrenset mulighet til å balansere løpetiden mellom forpliktelser og investeringer tydeliggjøres.

Levealderen i befolkningen øker raskere enn tidligere antatt. Dette er det ikke i tilstrekkelig grad tatt høyde for i livsforsikringsselskapene. Det ble til dels gjort store avsetninger i 2007 på bakgrunn av nye dødelighetstariffer gjeldende fra 2008. Økningen i levealder har imidlertid vært sterkere enn forventet, og det vil derfor være behov for ytterligere styrking av de forsikringstekniske avsetningene.

Banklovkommisjonen har foreslått ny ordning for tjenstepensjon som er tilpasset prinsippene i ny folketrygd. Omleggingen har til hensikt å gi en mer balansert fordeling mellom kunden og pensjonsforvalteren av risikoen forbundet med økende levealder og framtidig avkastning. Finanstilsynet støtter Banklovkommisjonens forslag. Det er viktig at det i Banklovkommisjonens videre arbeid legges vekt på hensiktsmessige overgangsordninger. Det er også viktig å få på plass ny bufferordning for livsforsikringsselskapene, som setter dem bedre i stand til å håndtere årlig variasjon i avkastningen, og som gir mulighet til å oppnå bedre avkastning for kundene gjennom langsiktig forvaltning av forsikringsmidlene.

Forbrukervern

Forbrukervern står sentralt i reguleringen av finansmarkedet og i tilsynet med tilbydere av finansielle tjenester, som banker, forsikringsselskaper og verdipapirforetak. Forbrukervernet favner vidt. Solide og likvide finansinstitusjoner og velfungerende finansmarkeder er avgjørende både for samfunnet og den enkelte forbruker. En vesentlig del av forbrukervernet skjer derfor gjennom regulering og tilsyn med soliditeten og likviditeten i foretakene og gjennom ulike garantiordninger, for eksempel innskytergarantier i bankene. Tilsyn med finansinstitusjoner innebærer dermed indirekte vern av forbrukerinteresser. I tillegg vernes forbrukerinteresser direkte gjennom oppfølging av konkrete regler. Det er viktig at forbrukere har et godt vern ved kjøp og salg av finansprodukter og eiendom, og at de kan basere sine beslutninger på god opplysning og uhildet råd.

Finanstilsynets boliglansretningslinjer har blant annet forbrukervern som formål. Hensynet til forbrukerne og finansiell stabilitet gjør det viktig å bidra til en robust boligfinansiering og stabilitet i boligmarkedet. Gjeldsproblemer kan ramme enkeltmennesker hardt. Det er derfor viktig at bankenes kredittvurderinger forebygger risikoen for at enkeltpersoner tar opp lån de senere ikke er i stand til å betjene.

I 2012 har Finanstilsynet gjennomført flere tematisyn som ledd i tilsynets oppgaver knyttet til forbrukervern på det finansielle området. Tilsynet har blant annet kartlagt livsforsikringsselskapenes informasjon og rådgivning ved salg av spareprodukter, forsikringsagenters provisjonsordninger ved salg av skadeforsikring og finansinstitusjonenes tilbud av kompliserte produkter. I tilsynet med eiendomsmeglerforetak blir det kontrollert at reglene som er av særlig viktighet for forbrukerne blir overholdt. Ved grove brudd på regelverket inndras tillatelsen til å drive virksomhet, noe som skjer årlig med flere eiendomsmeglerforetak. Tilsynet har videre gjennomført kontroll av investeringsrådgivingen i verdipapirforetakene, og om foretakene overholder god forretningsskikk. Så langt i 2012 har Finanstilsynet vedtatt å inndra tillatelsen til å drive virksomhet for to verdipapirforetak, blant annet etter brudd på regelverket om god forretningsskikk. Disse vedtakene er klaget inn for Finansdepartementet, og det er besluttet utsatt iverksetting av vedtakene inntil klagen er ferdig behandlet.

Finanstilsynet har i løpet av 2012 bedt 25 banker om en vurdering av om bankens produktpakker er i samsvar med produktpakkeforskriften. De fleste bankene stoppet eller endret produktpakkene etter Finanstilsynets første henvendelse. Finanstilsynets vurdering er at bankene ikke i tilstrekkelig grad kan dokumentere kostnadsbesparelser knyttet til kryssalg som kan gi grunnlag for unntak fra forbudet mot produktpakker. Finanstilsynet har fattet vedtak om stans av markedsføring og salg av bankers produktpakker i seks tilfeller.

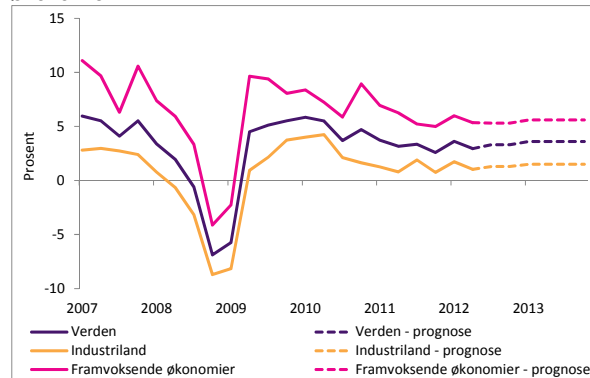
1. Konjunkturer og markeder

Kapittelet inneholder en omtale av faktorer med stor betydning for bankenes kreditt- og likviditetsrisiko. Internasjonal økonomi påvirker norsk økonomi gjennom ulike kanaler, som etterspørsel etter norske varer, prisutviklingen på råvarer, særlig olje, og penge- og kapitalmarkedene. Utviklingen i realøkonomien er av vesentlig betydning for situasjonen i norske husholdninger og foretak. Bankene har store utlån, og kredittrisikoen avhenger av kundenes betalingsevne. Utlån til husholdningene utgjør den største delen av utlånsporteføljen. Husholdningenes økonomiske stilling avhenger av utviklingen i blant annet arbeidsledighet, inntekt, boligmarked, gjeld og renter. Dersom husholdningene av ulike årsaker strammer inn, gir det negative ringvirkninger til resten av økonomien. Kredittrisikoen for utlån til foretak vil da øke. Utviklingen i næringseiendom er særlig viktig siden størsteparten av bankenes utlån til foretakene er gitt til denne sektoren. De to største bankene har også betydelige utlån til skipsfart. Penge- og kapitalmarkedene har stor betydning for bankenes likviditetsrisiko, men er også vesentlige for risikoen i forsikringsselskapene. Et kraftig kursfall i aksjemarkedene vil redusere bufferne i livsforsikringsselskaper og pensjonskasser. Samtidig bidrar lavt rentenivå til at det er krevende å oppfylle rentegarantien på forsikringsmidlene.

Internasjonal økonomi

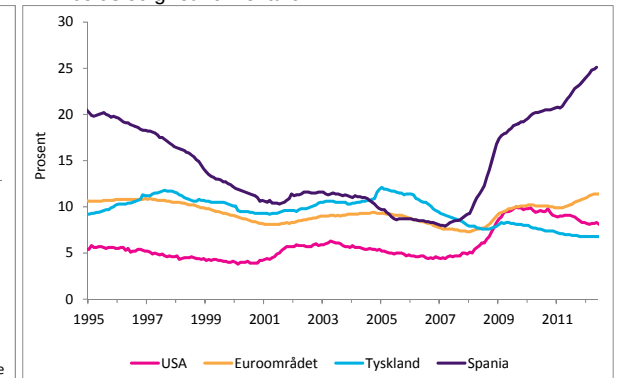
Utviklingen i internasjonal økonomi er fortsatt ujevn. Etter at veksten svekket seg gjennom 2011, viste første kvartal 2012 uventet positive tall i flere land. Bak oppsvinget lå imidlertid kortsiktige faktorer, og utover våren avtok veksten igjen. For mange av industrilandene er en viktig årsak til det svake vekstbildet den vedvarende gjeldsnedbyggingen i privat sektor, som etterfulgte den kraftige lånefinansierte boomen fra midten av 2000-tallet. Høy sparing kombinert med stor arbeidsledighet holder privat etterspørsel nede. Samtidig er det fortsatt overkapasitet både i boligmarkedene og i mange næringer, noe som demper investeringene. Situasjonen i euroområdet er i tillegg preget av statsgjeldskrisen i de sørlige landene. Det betydelige skillet i vekstnivå mellom industrilandene og framvoksende økonomier vedvarer, se figur 1.1, men det er klare tegn til oppbremsing også i flere av de framvoksende landene. Dette må ses i lys av svakere vekst hos handelspartnerne og økt usikkerhet hos investorer, som har ført til kapitalutgang og lavere investeringer. I noen av de framvoksende landene har også myndighetene ført en stram økonomisk politikk og dermed dempet innenlandsk etterspørsel. Arbeidsmarkedet i industrilandene er historisk svakt, se figur 1.2. Arbeidsledigheten er spesielt høy i landene som ble hardest rammet av den internasjonale finanskrisen høsten 2008. Det internasjonale pengefondet (IMF) anslo i oktober at globalt BNP vil vokse med 3,3 prosent i 2012 og 3,6 prosent i 2013. Vekstanslagene for 2013 er det siste året blitt nedjustert, særlig for euroområdet.

1.1 BNP-vekst for verden, industriland og framvoksende økonomier



Kilde: IMF World Economic Outlook, oktober 2012

1.2 Arbeidsledighet i ulike land



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Etter markert aktivitetsøkning mot slutten av 2011 avtok BNP-veksten i USA i første halvår 2012. Den viktigste etterspørselskomponenten i amerikansk økonomi er privat forbruk, som utvikler seg svakt og demper oppgangen. Til tross for betydelig nedgang i husholdningenes gjeld siden finanskrisen i 2008, er husholdningene fortsatt forsiktige og sparer relativt mye. Dette må ses i lys av at arbeidsledigheten er høy, se figur 1.2. I de siste månedene er det imidlertid kommet klare tegn på at boligmarkedet er i bedring. Byggeaktivitet, omsetning og boligpriser har økt. Det er også god vekst i investeringer og eksport, mens usikkerhet rundt finanspolitikken trekker i motsatt retning. Sentralbanken fortsetter sin ekspansive pengepolitikk. I september ble det annonsert at renten vil holdes nær null til 2015, samtidig som det skal gjennomføres en tredje runde med likviditetstiltak. Sett under ett ligger det an til moderat vekst i USA de neste par årene, se tabell 1.1.

I euroområdet gikk BNP samlet sett ned i andre kvartal. Vekst i Tyskland, Nederland og Østerrike kunne ikke veie opp for det betydelige fallet i landene i Sør-Europa. Sommerens korttidsstatistikk og ledende indikatorer peker mot ytterligere forverring i den økonomiske utviklingen utover høsten. Det er tegn til oppbremsing i de landene som hittil har klart seg relativt bra, og de gjeldsrammede landene merkes av store innstramminger i offentlig sektor. Arbeidsledigheten har økt betydelig for euroområdet sett under ett, se figur 1.2, og kombinert med nedgang i lønninger legger dette en demper på det private forbruket. Det er store forskjeller i arbeidsledigheten. I de hardest rammede landene er en fjerdedel av arbeidsstyrken uten jobb, og ungdomsledigheten er rundt 50 prosent. Overkapasitet i mange næringer fører til lite investeringer. De kriserammede landene er i stor grad hverandres største handelspartnere, noe som gir lite drahjelp fra eksporten. Flere av landene har imidlertid iverksatt strukturelle tiltak og foretatt innstramminger i offentlig sektor som bedrer vekstevnen, men det tar tid før dette gir full effekt. Fortsatt frykt blant markedsaktørene for mislighold av statsgjeld førte til høye renter i flere land. Særlig gjaldt dette i Spania og Italia utover sommeren. Den europeiske sentralbanken annonserte derfor i begynnelsen av september et nytt program, "Outright Monetary Transactions" (OMT), som tillater kjøp av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet. Dette bidro til at risikopremiene på de mest utsatte landenes statsgjeld avtok og gjorde markedsfinansiering enklere. Foreløpig er det imidlertid for tidlig å vurdere mer permanente effekter av tiltakene.

De framvoksende økonomiene, og særlig Kina, har i lengre tid vært hoveddrivkraften bak veksten i internasjonal økonomi. Veksten i kinesisk BNP har siden høsten 2011 vært avtakende, men er fortsatt

på et høyt nivå, se tabell 1.1. Gjennom første halvår 2012 har det vært en kraftig oppbremsing i boliginvesteringene. Dette skyldes innstrammingstiltak fra myndighetene som fryktet en boligboble. Utviklingen har imidlertid gått sammen med fall i eksporten til Europa. For å hindre for kraftig nedgang, er styringsrenten senket to ganger i løpet av sommeren. Prognosene peker mot fortsatt høy, men avtakende BNP-vekst. Også i flere av de øvrige store, framvoksende landene avtar veksten. Særlig gjelder dette for India, Brasil og Sør-Afrika, mens aktiviteten i Russland øker som følge av den høye oljeprisen. IMF legger til grunn at veksten i framvoksende regioner øker igjen i 2013.

Tabell 1.1 Makroøkonomiske hovedstørrelser. Prognoser for 2012 og 2013

	USA			Euroområdet			Kina		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
BNP	1,8	2,2	2,1	1,4	-0,4	0,2	9,2	7,8	8,2
Inflasjon	3,1	2,0	1,8	2,7	2,3	1,6	5,4	3,0	3,0
Arbeidsledighet	9,0	8,2	8,1	10,2	11,2	11,5	4,1	4,1	4,1

Kilde: IMF World Economic Outlook, oktober 2012

Risikofaktorer

Gjeldssituasjonen i euroområdet og i enkelte andre store industriland anses fortsatt som de største usikkerhetsmomentene knyttet til utviklingen i internasjonal økonomi. Til tross for positive trekk i flere av de gjeldstyngede landene i euroområdet, er frykten for at eurosamarbeidet skal opphøre i sin nåværende form fortsatt til stede. I tillegg preges markedene av redusert tillit til at myndighetene klarer å gjennomføre nødvendige innstrammingstiltak. Resesjonen i de hardest rammede landene fører til at stønadsutgiftene øker, mens skatte- og avgiftsinntektene synker. Høy og stigende arbeidsledighet i de gjeldsrammede landene bidrar til sosial uro og fare for politisk ustabilitet. De europeiske bankene er i ferd med å øke sin kapitaldekning for å bli mer robuste. Samtidig må mange banker fortsatt regne med å foreta nedskrivninger. Dette kan bidra til reduserte utlån, noe som kan forsterke nedgangen.

Også utenfor euroområdet er vekstevnen i flere industriland svak. Dette må blant annet ses på bakgrunn av høy gjeld i husholdningene og stor arbeidsledighet. Mulighetene for finanspolitisk stimulering er små fordi store underskudd og høy offentlig gjeld gjør det nødvendig med innstramminger. Innenlandsk etterspørsel blir dermed for lav til å gi økonomisk vekst, mens nedgang hos handelspartnerne og svak konkurranseevne gjør at heller ikke eksportsektoren bidrar til veksten. Dette øker risikoen for en langvarig lavkonjunktur i internasjonal økonomi.

En betydelig usikkerhetsfaktor er utviklingen i USAs finanspolitikk. IMF anslo i oktober at landets offentlige bruttogjeld vil utgjøre rundt 107 prosent av BNP i 2012, mens budsjettunderskuddet ventes å bli nær 9 prosent. Finanspolitiske innstramminger er nødvendig, men det er stor politisk uenighet om hvordan de skal gjennomføres. Kongressen har vedtatt en lov som sier at det skal gjennomføres automatiske kutt fra januar 2013 dersom partiene ikke enes om en felles innstrammingsplan. Nedskjæringene innebærer betydelige kutt i forsvars- og trygdeutgiftene, som vil dempe veksten i USA. I tillegg må det selvpålagte offentlige gjeldstaket vedtas hevet i nær framtid, noe det heller ikke er politisk enighet om. Forrige gang taket ble nådd sommeren 2011, oppsto det usikkerhet om USAs vilje til å innfri sine forpliktelser og stor uro i finansmarkedene. I vekstfremmende retning trekker imidlertid vedvarende lave styringsrenter og andre stimulerende tiltak fra sentralbanken.

Framvoksende økonomier har de siste årene spilt en stadig mer sentral rolle i internasjonal økonomi. Norge har med sin eksportstruktur nytt godt av høy vekst i framvoksende land, særlig Kina. Veksten i disse landene bremser opp, blant annet som følge av nedgang i de industrialiserte landene, og det er usikkert om innenlandsk etterspørsel i framvoksende økonomier er i stand til å erstatte eksport som drivkraft. Sommerens ekstremvær i viktige matvareproduserende land har ødelagt avlinger, og det ligger an til betydelig prisoppgang framover. Dette har negativ effekt på fattige land der husholdningene bruker en vesentlig større andel av inntekten på matvarer enn tilfellet er i industrilandene. Økte matvarepriser vil derfor kunne dempe veksten i framvoksende land ytterligere.

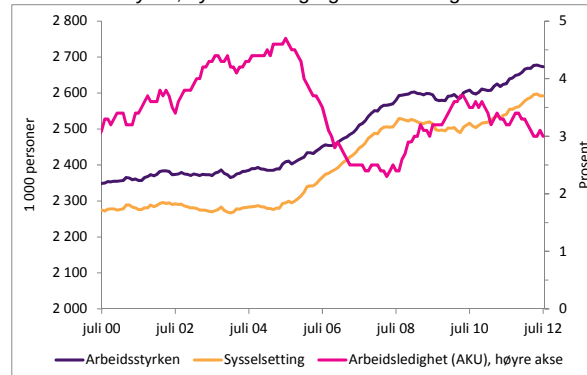
Norsk økonomi

Prognosene for internasjonal økonomi innebærer at norsk økonomi de neste par årene vil påvirkes negativt gjennom lav etterspørsel fra utlandet. Samtidig ligger det an til at det internasjonale rentenivået forblir lavt i lang tid, og lave renter vil stimulere innenlandsk etterspørsel.

I første halvår 2012 fortsatte veksten i norsk økonomi, i sterk kontrast til mange viktige handelspartnere i Europa. Nasjonalregnskapstall viser at BNP i Fastlands-Norge økte med rundt 4 prosent regnet som årlig rate, mens markert oppgang i aktiviteten i petroleumsutvinning førte til at BNP totalt økte med 4,3 prosent.

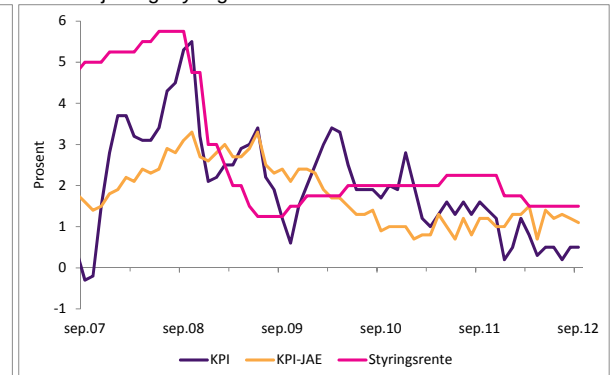
Så langt i 2012 preges konjunkturoppgangen av klar vekst i markedsrettet tjenesteproduksjon og vareproduksjon utenom industri, mens vekstbidraget fra offentlig tjenesteproduksjon har vært moderat. På etterspørselssiden er det først og fremst husholdningenes forbruk og boliginvesteringer samt investeringer i petroleumssektoren som har bidratt til vekst. Investeringer i fastlandsøkonomien og eksporten har dempet veksten. Høy innvandring fra nord-europeiske land bidro til at arbeidsstyrken vokste i takt med sysselsettingen gjennom 2011 og inn i 2012, og arbeidsledigheten holdt seg dermed relativt stabil, se figur 1.3. I den siste tiden har imidlertid ledigheten falt svakt.

1.3 Arbeidsstyrke, sysselsetting og arbeidsledighet



Kilde: Statistisk sentralbyrå

1.4 Inflasjon og styringsrente



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisstigningen har vært meget lav det siste året, se figur 1.4. Det var særlig lavere elektrisitetspriser som ligger bak nedgangen. Når det justeres for endringer i avgifter og energipriser, er fortsatt

prisveksten lav og stabil. En viktig faktor bak den svake prisveksten er den internasjonale lavkonjunkturen som demper importprisveksten. Sterkere kronekurs trekker i samme retning. Den forverrede utviklingen i internasjonal økonomi gjennom sommeren og høsten 2011, og frykt for et tilbakeslag i norsk økonomi med enda lavere prisvekst, førte til at Norges Bank senket renten til 1,75 prosent i desember 2011. Vedvarende lavkonjunktur ute og sterk krone som bidrar til å holde inflasjonen lav og dempe den innenlandske økonomiske veksten, førte til at renten ble senket til 1,5 prosent i mars 2012.

Både Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet venter at konjunktoppgangen fortsetter. Veksten i BNP Fastlands-Norge vil reduseres noe, men den antas fortsatt å ligge over det historiske gjennomsnittet, som er beregnet til 2,6-2,7 prosent, se tabell 1.2. Det ligger an til fortsatt tredeling i økonomien. Økt innenlandsk etterspørsel vil bidra til høyere produksjon i skjermede næringer. Samtidig vil vedvarende høy oljepris og stor lete- og utbyggingsaktivitet stimulere næringer som leverer til petroleumssektoren. Flere eksportrettede næringer vil imidlertid stå overfor utfordringer fra de svake konjunkturerne internasjonalt kombinert med svekket norsk kostnadsmessig konkurranseevne.

Tabell 1.2 Makroøkonomiske hovedstørrelser for norsk økonomi. Prognoser 2012-2015.
 Prosentvis endring fra året før, der ikke annet framgår.

	2011	2012		2013		2014	2015
	Regnskap	SSB	FIN	SSB	FIN	SSB	SSB
Privat konsum	2,4	3,6	3,7	4,7	4,0	4,6	4,5
Offentlig konsum	1,5	1,9	1,9	2,0	2,1	2,6	2,7
Bruttoinvesteringer i fast kapital	6,4	8,0	7,7	5,8	5,8	3,1	2,9
Bedrifter Fastlands-Norge	2,6	5,3	4,9	5,4	5,1	2,2	2,1
Boliginvesteringer	22,0	6,9	9,0	7,4	8,0	3,9	3,7
Eksport – Trad. varer	-0,4	1,1	1,3	1,9	2,2	2,7	3,4
BNP	1,4	3,5	3,1	2,2	2,5	2,4	2,8
BNP Fastlands-Norge	2,4	3,6	3,7	3,1	2,9	3,2	3,4
Arbeidsledighet-AKU ¹	3,3	3,1	3,1	3,3	3,2	3,2	3,1
Årslønn	4,2	4,2	4,1	3,7	4,0	4,1	4,5
Konsumprisindeksen (KPI)	1,2	0,9	0,8	1,6	1,9	2,1	2,5
KPI-JAE ²	0,9	1,3	1,3	1,6	1,7	2,0	2,4
Boligpris	8,0	7,0	..	7,2	..	7,7	8,0
Utlånsrente, rammelån med pant i bolig ¹	3,6	3,8	..	3,5	..	3,9	4,7
Råoljepris i kroner ^{1,3}	621	651	637	563	625	557	574

¹Nivå ²KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer ³Gjennomsnittlig spotpris Brent Blend Kilder: Statistisk sentralbyrå, Økonomiske analyser 4/2012 (SSB) og Finansdepartementet, St. meld 1 (2012- 2013) (FIN)

Petroleumsvirksomheten har vært en særlig viktig vekstdriver de siste par årene. Den kraftige veksten i oljeinvesteringene i 2011 fortsatte inn i 2012. Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet venter at investeringene vil holde seg høye framover, men veksten vil trolig være lavere. Også investeringene i

fastlandsnæringene ventes samlet sett å øke de neste årene, men med langt lavere vekstrater enn i tidligere konjunkturoppganger.

Norske husholdninger hadde en betydelig inntektsøkning i 2011, og det er ventet at realinntekten vil vokse ytterligere i inneværende år. Dette har ført til at veksten i forbruket økte klart i første halvår 2012, men oppgangen er blitt noe dempet av fortsatt høy sparing (se kapittel 2 for omtale av husholdningenes sparing). Statistisk sentralbyrå legger til grunn at sparingen vil avta og forbruksveksten øke framover. Finansdepartementet venter at forbruket vil bli om lag på linje med lønnsveksten, se tabell 1.2. Høy prisvekst på boliger har bidratt til å stimulere boliginvesteringene. Det er ventet at veksten i boliginvesteringene vil avta fra det svært høye nivået i 2011, men at det fortsatt vil være en betydelig oppgang. Statistisk sentralbyrå venter også at veksten i boligprisene vil holde seg nær dagens nivå gjennom hele prognoseperioden. God vekst i BNP Fastlands-Norge fører til at arbeidsledigheten antas å holde seg relativt stabil de neste årene.

Risikofaktorer

Prognosene fra Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet peker mot videre oppgang i norsk økonomi, men bildet er usikkert. Utviklingen i internasjonal økonomi, og særlig i euroområdet, utgjør en betydelig risiko for norsk økonomi. I utgangspunktet er norsk økonomi solid og Norge står bedre rustet enn de fleste andre til å møte en ytterligere forverring i internasjonal økonomi. Dersom verdensøkonomien går inn i en kraftig nedgangskonjunktur, vil det likevel påvirke norsk økonomi. En slik utvikling kan gi negative impulser på norsk økonomi gjennom lavere forbrukertillit, fall i oljeprisen, nedgang i eksporten og uro i finansmarkedene. For deler av norsk eksport vil en vedvarende sterk kronekurs kombinert med et høyt kostnadsnivå kunne forverre situasjonen.

Utviklingen i norsk økonomi avhenger i stor grad av oljeprisen, som er av vesentlig betydning for aktiviteten i petroleumsvirksomheten. Økonomien påvirkes av oljesektoren gjennom to hovedkanaler. De direkte etterspørselsimpulsene til Fastlands-Norge er betydelige. Samtidig gir bruk av avkastningen fra Statens pensjonsfond utland et stort finanspolitisk handlingsrom. I etterkant av den internasjonale finanskrisen har begge effektene bidratt til at norsk økonomi har hatt en langt sterkere vekst enn de fleste andre OECD-landene. Prognosene peker mot vedvarende høy oljepris, men et kraftigere tilbakeslag i internasjonal økonomi enn ventet, særlig i Kina, vil kunne føre til fall i prisen. Økt tilbud i form av skiferolje kan trekke i samme retning.

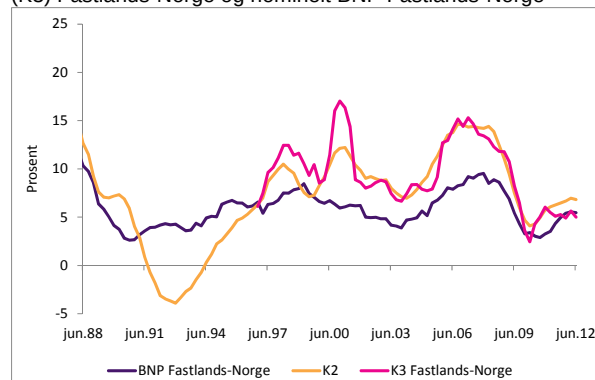
Av innenlandske forhold utgjør de høye boligprisene og den historisk høye gjeldsbelastningen hos norske husholdninger en risiko for den økonomiske stabiliteten. Prognosene tyder på videre økning i både boligpriser og gjeld de neste årene som følge av forventninger om lave renter, høy sysselsetting, høy oljepris og sterk inntektsvekst. Denne utviklingen kan føre til at husholdningenes syn på framtiden blir for positiv og at sannsynligheten for et tilbakeslag undervurderes. Et tilbakeslag kan utløse en tillitssvikt, som kan føre til et fall i boligprisene. En slik situasjon vil gi negative ringvirkninger til resten av økonomien gjennom lavere forbruk og boliginvesteringer.

Kredittmarkedene

Den samlede kredittveksten er fortsatt høyere enn veksten i fastlandsøkonomien. Kredittveksten har vært relativt stabil det siste halvåret, og er om lag på nivå med gjennomsnittet for de siste 25 årene. Mens publikums gjeldsvekst til innenlandske kilder tiltok utover i 2. halvår 2011 og videre inn i 1. kvartal 2012, har gjelden til utenlandske kilder avtatt.

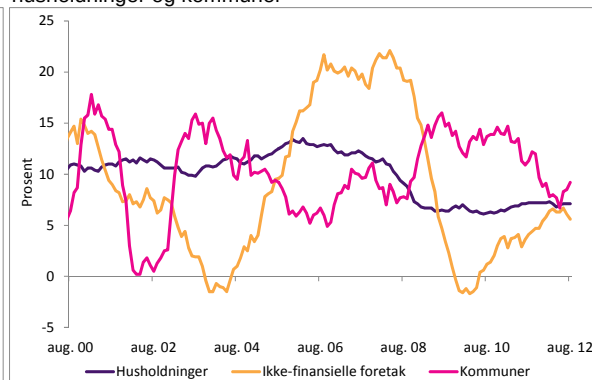
Det siste året har økt opplåning i foretakssektoren tatt seg betydelig opp. Husholdningenes gjeldsvekst har i samme periode holdt seg relativt stabil på i overkant av 7 prosent, mens det har vært en klar nedgang i kommunenes kredittvekst, se figur 1.6.

1.5 12-månedersvekst i innenlandsk kreditt (K2), samlet kreditt (K3) Fastlands-Norge og nominelt BNP Fastlands-Norge



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

1.6 Utvikling i innenlandsk kreditt til foretak, husholdninger og kommuner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Utviklingen i tremåneders glidende gjennomsnitt gir signaler om en fortsatt stabil utvikling i den samlede kredittveksten utover i 2. halvår 2012. De siste prognosene fra Norges Bank og Statistisk sentralbyrå peker mot en moderat vekst i fastlandsinvesteringene fram mot 2015, mens boligprisveksten er ventet å øke. Usikkerheten knyttet til utviklingen i Europa kan legge bånd på investeringsviljen. En strammere praksis for innvilgelse av boliglån vil trolig bidra til å dempe utlånsveksten til husholdningssektoren, mens videre oppgang i boligprisene trekker i motsatt retning. Gitt prognosene for norsk økonomi vil derfor gjeldsoppbyggingen fortsette, men i et noe mer moderat tempo enn gjennomsnittet for de siste ti årene.

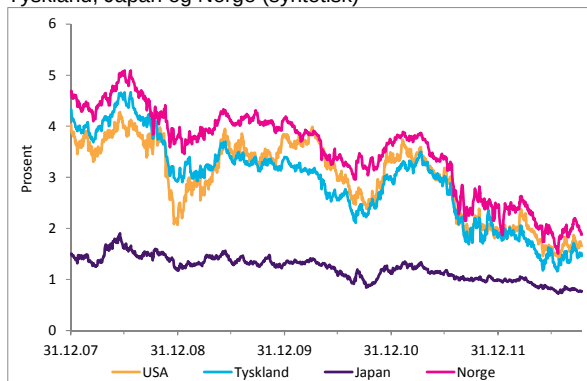
Verdipapir- og valutamarkedene

Gjeldskrisen i flere av landene i euroområdet har ført til sterk uro i verdipapir- og valutamarkedene. De gradvise tegnene til svekkede vekstutsikter for internasjonal økonomi har også bidratt. Etter vedtak om at europeiske banker kan låne direkte fra det europeiske krisefondet, og annonsering av Den europeiske sentralbankens program for direkte kjøp av statsobligasjoner (OMT), har uroen i finansmarkedene avtatt noe.

De lange statsrentene i både USA, Tyskland og Norge har hittil i 2012 trukket videre ned mot rekordlave nivåer, se figur 1.7. Nedgangen i statsobligasjonsrentene i USA og Tyskland skyldes både utsikter til svakere økonomisk vekst og etterspørsel etter sikre og likvide plasseringer. De norske lange

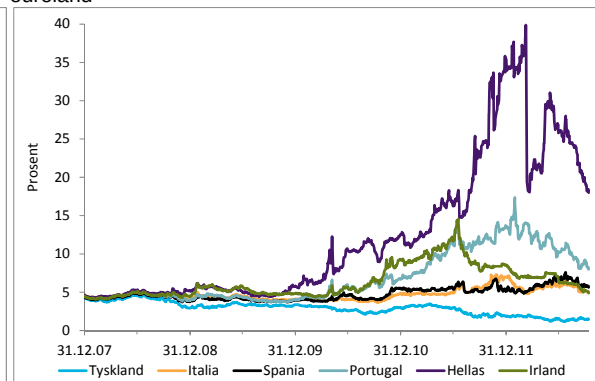
statsrentene følger i stor grad utviklingen i tilsvarende renter internasjonalt. Norske statsrentepapirer synes til en viss grad å bli betraktet som en sikker plassering i urolige tider på grunn av de gode norske statsfinansene og den gode tilstanden i norsk økonomi. Sterkt ønske blant investorene om å unngå større tap har ført til at renten ved enkelte utstedelser av statsrentepapirer, herunder tyske og danske, har blitt negativ. Samtidig har ratingbyråene fortsatt å nedjustere kredittratingen på flere land og finansinstitusjoner i euroområdet. Utviklingen i rentene på statsobligasjoner i de gjeldstyngede landene hittil i 2012 gjenspeiler i stor grad endringer i markedsaktørenes frykt for mislighold av statsgjeld og bankkrise i Europa, se figur 1.8. Renten på både spanske og italienske statspapirer steg markant fra mars til juli, men har siden trukket noe ned igjen. Dersom usikkerheten reduseres, kan etterspørselen etter papirer som oppfattes å være særlig sikre avta. Isolert sett vil dette bidra til å øke obligasjonsrentene i blant annet USA og Tyskland.

1.7 Rente på 10-årige statsobligasjoner i USA, Tyskland, Japan og Norge (syntetisk)



Kilde: Thomson Reuters Datastream

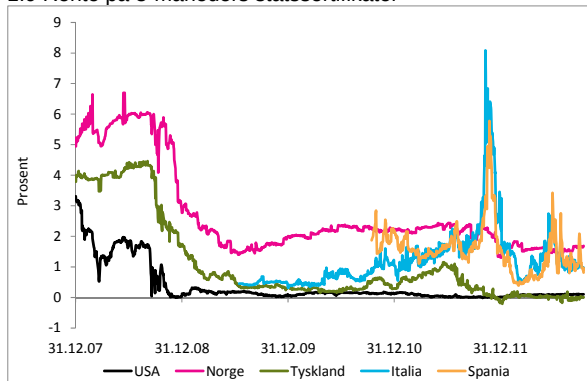
1.8 Rente på 10-årige statsobligasjoner i utvalgte euroland



Kilde: Thomson Reuters Datastream

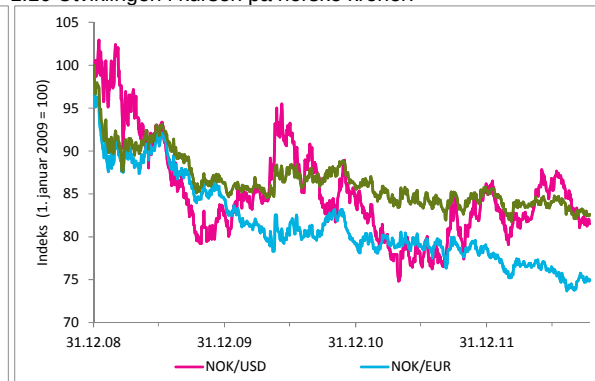
Mens rentene på amerikanske statssertifikater har holdt seg på et lavt nivå siden 2008, har utviklingen i tilsvarende renter i euroområdet vært todelt, se figur 1.9. Samtidig som rentene på både tyske og franske statssertifikater gikk ned mot historisk svært lave nivåer, har rentene på tilsvarende statspapirer utstedt av euroland med store statsfinansielle problemer variert betydelig. Rentene på italienske og spanske 3-måneders statssertifikater var, etter en midlertidig oppgang i sommer, i begynnelsen av oktober kommet ned på om lag samme nivå som gjennom store deler av 2011.

1.9 Rente på 3-måneders statssertifikater



Kilde: Thomson Reuters Datastream

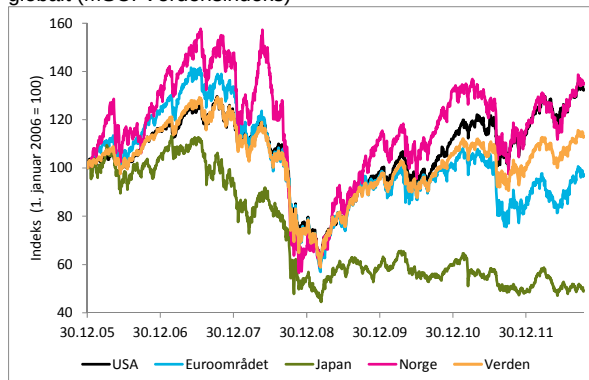
1.10 Utviklingen i kursen på norske kroner.



Kilde: Thomson Reuters Datastream

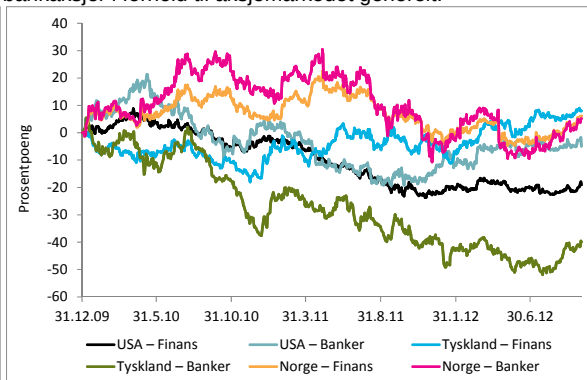
Kursen på amerikanske dollar har siden august 2011 styrket seg mot euro som følge av markedsaktørenes uro for euroen og eurosamarbeidets framtid. Endringene i vekstutsiktene i USA og euroområdet har også vært av betydning for utviklingen i kursen på dollar mot euro. Uroen rundt euroen har bidratt til å styrke også andre tradisjonelle sikringsvalutaer, som f.eks. sveitsiske franc og japanske yen. Ønske om sikkerhet kan ligge bak styrkingen av den norske kronen den senere tid. Kronen har hittil i 2012 styrket seg mot både euro, dollar og den handelsveide valutakursindeksen, se figur 1.10. Stor rentedifferanse mot utlandet og lav innenlandsk inflasjon trekkes i Statistisk sentralbyrås prognoser fram som begrunnelse for en forventning om en fortsatt sterk kronekurs mot euro de nærmeste årene.

1.11 Aksjeavkastning USA (S&P 500), euroområdet (Euro STOXX), Japan (Topix 500), Norge (OSEBX) og globalt (MSCI Verdensindeks)



Kilde: Thomson Reuters Datastream

1.12 Meravkastning på finans- og bankaksjer i forhold til aksjemarkedet generelt.



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Til tross for svake utsikter til økonomisk vekst, har aksjemarkedene internasjonalt utviklet seg relativt sterkt hittil i 2012, se figur 1.11, med en avkastning på 13 prosent siden årsskiftet. Oppgangen i aksjekursene skyldes delvis at selskapenes resultater er på linje med, eller moderat bedre enn, investorenes forventninger. Myndighetenes signaler om vedvarende ekspansiv pengepolitikk bidrar også. Hovedindeksen på Oslo Børs fulgte i denne perioden i store trekk aksjekursutviklingen internasjonalt og endringer i oljeprisen. Avkastningen på norske noterte bank- og finansaksjer fra 2009 til begynnelsen av oktober 2012 er moderat bedre enn utviklingen i hovedindeksen på Oslo Børs, se figur 1.12. Til tross for den sterke utviklingen i tysk økonomi har avkastningen på tyske bankaksjer vært vesentlig dårligere enn på andre aksjer. Dette gjenspeiler investorenes vurdering av den finansielle usikkerheten for tyske banker.

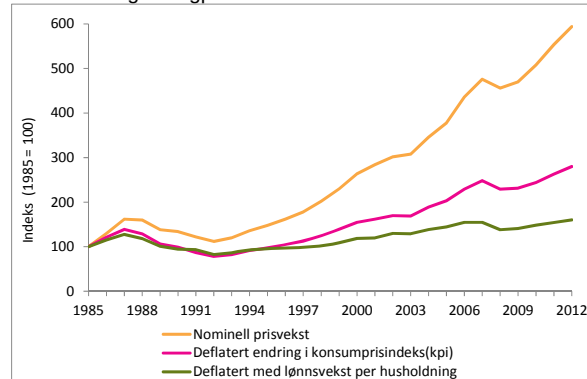
Eiendomsmarkedene

Boligmarkedet

Prisen på brukte boliger i Norge har økt betydelig de siste 25 årene målt i løpende priser. Siden 1987 har boligprisene økt med 266 prosent. Siden forrige pristopp i august 2007 og fram til september 2012 steg boligprisene med over 20 prosent, og omlag 45 prosent siden forrige prisbunn i desember 2008. I forhold til utviklingen i konsumprisene og lønnsutviklingen i husholdningene ligger også prisene på et

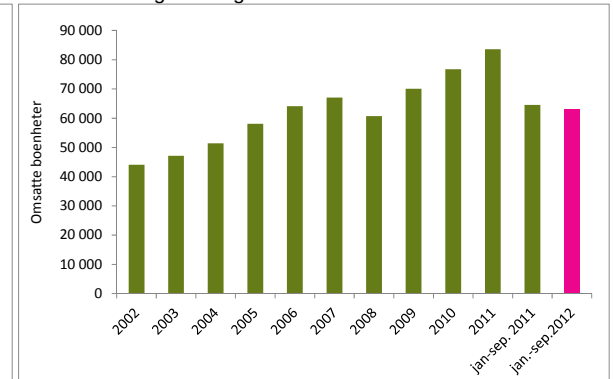
historisk høyt nivå, se figur 1.13. Justert for utviklingen i konsumprisene er boligprisene om lag 100 prosent høyere enn i 1987, og 11 og 38 prosent høyere enn hhv. forrige topp i 2007 og bunn i 2008.

1.13 Utvikling i boligpriser med ulike deflatorer



Kilder: NEF/EFF/Pöryy/Finn.no, SSB og Finanstilsynet

1.14 Omsetning av boliger



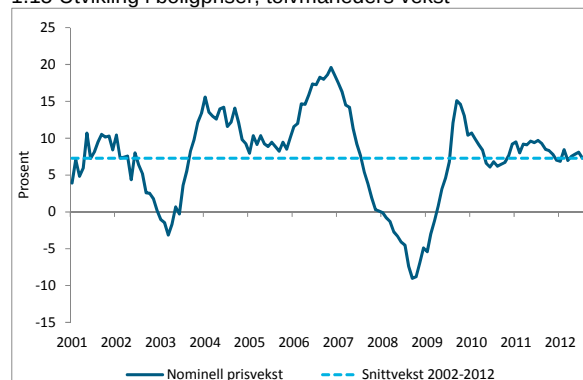
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Antall omsatte boliger har økt årlig siden 2002, med unntak av 2008, og nådde en foreløpig topp i 2011. I første halvår 2012 er omsetningen om lag som i første halvår 2011, se figur 1.14.

Omsetningstakten for brukte boliger har holdt seg lav det siste året. Gjennomsnittlig formidlingstid for eiendommer omsatt på Finn.no i september 2012 var 24 dager, mot 25 dager på samme tid året før.

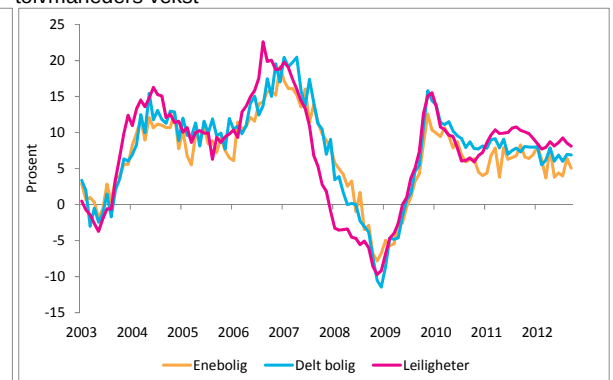
Boligprisene var i gjennomsnitt 9 prosent høyere i 2011 enn i 2010, og den sterke prisutviklingen i boligmarkedet fortsatte gjennom første halvår 2012. Ved utgangen av september var boligprisene 7,3 prosent høyere enn på samme tid året før, og vekstraten var fortsatt høyere enn den gjennomsnittlige prisveksten de siste ti årene på 7,2 prosent, se figur 1.15.

1.15 Utvikling i boligpriser, tolv måneders vekst



Kilder: NEF/EFF/Pöryy/Finn.no og SSB

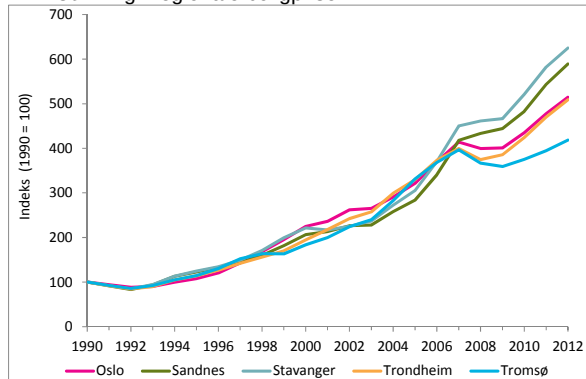
1.16 Utvikling i boligpriser ulike segmenter, tolv måneders vekst



Kilder: NEF/EFF/ Pöryy /Finn.no og SSB

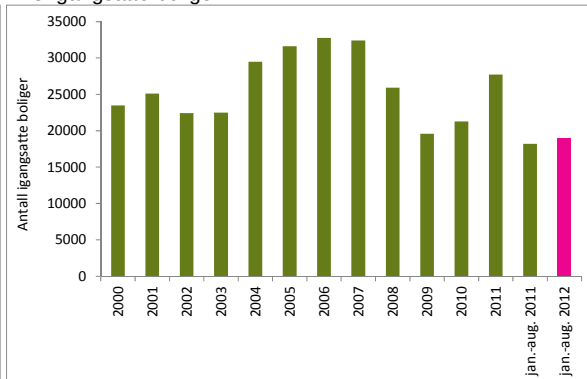
Prisoppgangen har vært bredt basert. De siste årene har imidlertid prisveksten vært høyest i leilighetssegmentet, se figur 1.16. Prisutviklingen i de største byene tenderer å følge hverandre nært over tid, men fra 2007 har særlig prisnivået på boliger i Sandnes og Stavanger steget mer enn i de andre store byene, se figur 1.17. Arbeidsinnvandring og sentralisering bidrar til variasjoner i prisvekst mellom by og land. Både prisvekst og omsetning synes å være lavere i distriktene enn i byene.

1.17 Utvikling i regionale boligpriser



Kilder: NEF/EFF/ Pöyry /Finn.no og Statistisk sentralbyrå

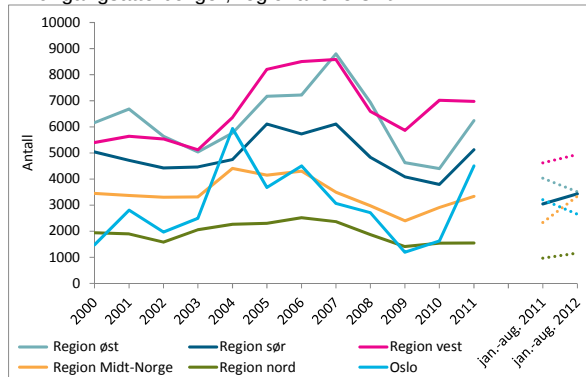
1.18 Igangsatte boliger



Kilde: Statistisk sentralbyrå, boligarealstatistikken

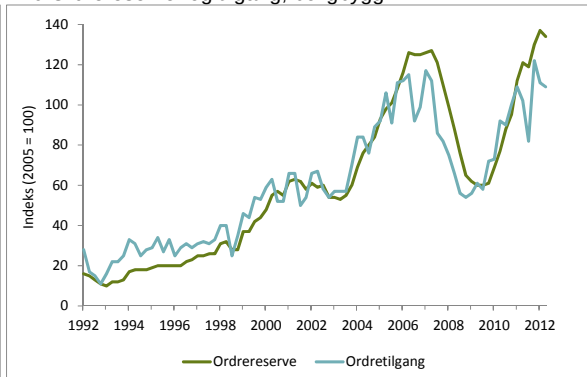
Sterk etterspørsel etter boliger har i lang tid vært en viktig driver bak den kraftige boligprisveksten. Høy inntektsvekst i husholdningene, lavt rentenivå de siste årene, gjennomgående sterk tro på videre prisvekst samt demografiske endringer i form av urbanisering og innvandring har bidratt til press på prisene. Husholdningenes gjeldsbelastning har økt i takt med boligprisene, og utviklingen har vært med på å øke sårbarheten både for husholdninger og norske banker.

1.19 Igangsatte boliger, regional oversikt



Kilde: Statistisk sentralbyrå

1.20 Ordreserver og tilgang, boligbygg



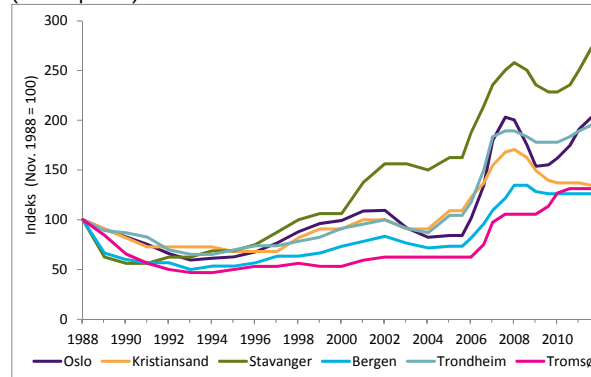
Kilde: Statistisk sentralbyrå

De siste årene kan også høy befolkningsvekst ha bidratt til økte boligpriser. Norges befolkning har økt med en halv million innbyggere siden årtusenskiftet, hovedsakelig som følge av høy innvandring. Befolkningen i Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger-området har økt med nær 200.000 personer de siste ti årene, og tilbudet av boliger har ikke holdt tritt med etterspørselen. Utviklingen bidrar til å forklare de regionale prisforskjellene, se figur 1.17. Etter et betydelig fall i nybyggingen fra høsten 2008, økte aktiviteten igjen fra andre halvår 2009. I 2011 ble det igangsatt 27 711 nye boliger på landsbasis, som var noe under nivåene fra 2006 og 2007. Gjennom første halvår 2012 har byggeaktiviteten vært litt høyere enn i 2011, se figur 1.18. Bygging av nye boliger har økt spesielt mye i Oslo-regionen etter å ha vært lav i perioden fra 2005 til 2010, se figur 1.19. I 2011 lå om lag 40 prosent av alle igangsatte boligprosjekter i region øst og Oslo. Så langt i 2012 har det imidlertid vært nedgang i igangsatte boliger i Oslo. Ordreserven og ordretilgangen på nye boligbygg var stor ved utgangen av første halvår 2012, se figur 1.20. Dette trekker i retning av høy igangsetting av boliger framover til tross for noe nedgang i tallene siden årsskiftet.

Næringseiendom

Utviklingen i norsk økonomi, med god sysselsettingsvekst og økt forbruk, har det siste året gitt gode makroøkonomiske rammebetingelser for næringseiendom. For hoteller har det vært en klar økning i både omsetning og antall liggedøgn, på tross av sviktende etterspørsel fra utenlandske overnattingsgjester. Rentenivået er fortsatt lavt selv om bankenes marginer på næringseiendoms lån har økt. Dette opprettholder eiendomsforetakenes gjeldsbetjeningsevne.

1.21 Leiepriser på kontorlokaler i de seks største byene (2011- priser)



1.22 Eiendomstransaksjoner over 50 mill. kr.



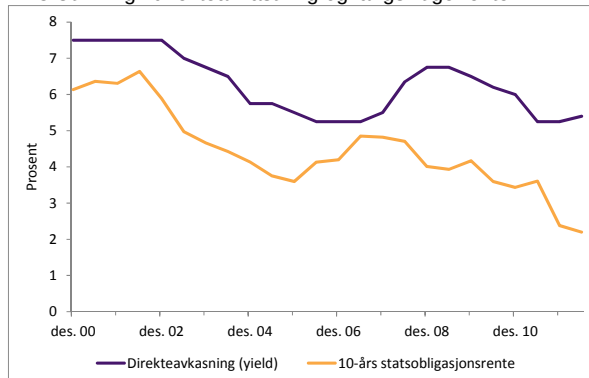
Kilder: OPAK, Thomson Reuters Datastream og Finanstilsynet Kilde: Union-gruppen, Markedsrapport vår 2012

Det har vært en klar økning i kontorleieprisene i de fleste av Norges største byer de siste to årene. Unntaket er Bergen og Kristiansand der leieprisene har vært relativt stabile. I alle byene utenom Stavanger er imidlertid kontorleieprisene målt i 2011-kroner fortsatt lavere enn i 1987-1988, se figur 1.21. Aktørene i eiendomsmarkedet forventer at leieprisutviklingen for andre halvår 2012 vil være om lag på samme nivå som i første halvår.

Kjøps- og salgsaktiviteten i eiendomsmarkedet tok seg opp utover våren 2012. Dette gjelder særlig for store eiendomstransaksjoner (over 50 mill. kroner), se figur 1.22. Antall omsetninger har vært relativt stabilt, men markedet har så langt i år vært preget av flere storsalg. Kontorbygg og butikk/handel stod for nær 75 prosent av omsetningsvolumet. Det er særlig livsforsikringsselskapene og pensjonskassene som har vært aktive kjøpere i markedet, mens eiendomsselskapene og norske fond har vært de største selgerne. Lave langsiktige renter har gjort investeringer i eiendom mer attraktivt, og forskjellen mellom obligasjonsrentene og direkteavkastningen (årlig netto leieinntekter i forhold til kjøpspris) har økt det siste året, se figur 1.23. For kontorlokaler av god standard i Oslo lå direkteavkastningen mellom 5,25 og 5,50 prosent gjennom første halvår i 2012.

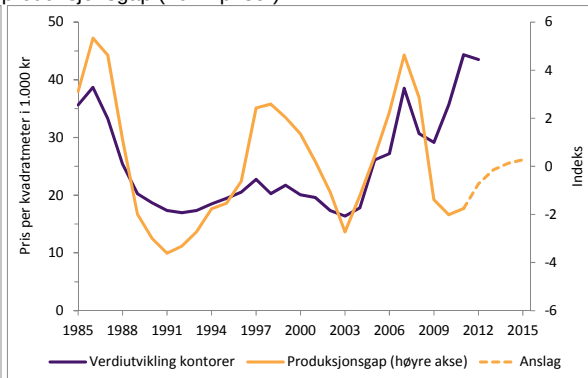
Markedet for næringseiendom har blitt mer selektivt. Etterspørselen er særlig rettet mot moderne, arealeffektive og miljøvennlige bygg med gode leietagere på langsiktige kontrakter. Sentral beliggenhet i de større byene nær god offentlig kommunikasjon er også avgjørende. Det har vært klar økning i salgsprisene for sentrale kontorbygg i Oslo, mens salgsprisene i Bergen har vært relativt stabile de to siste årene. Salgsverdiene har i stor grad fulgt utviklingen i produksjonsgapet (avviket mellom faktisk produksjon i Fastlands-BNP og trend) siden begynnelsen av 1980-tallet, se figur 1.24. Både konjunkturutviklingen og avkastningskravet framover vil ha vesentlig betydning for verdiutviklingen på kontorlokalene. Også leieprisene er svært konjunkturavhengige.

1.23 Utvikling i direkteavkastning og langsiktige renter



Kilder: OPAK og Thomson Reuters Datastream

1.24 Verdiutvikling for kontorer i Oslo og produksjonsgap (2011-priser)



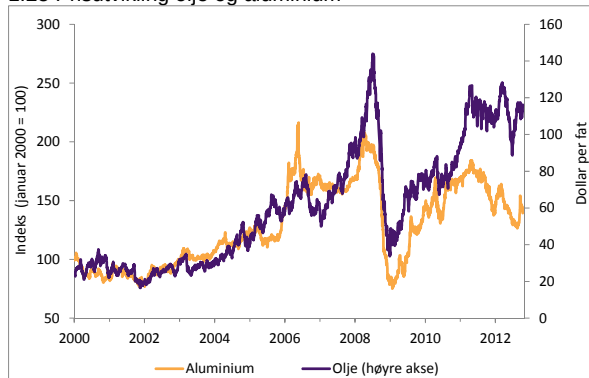
Kilder: OPAK, Norges Bank og Finanstilsynet.

Prognosene for norsk økonomi peker mot konjunkturoppgang fram mot 2015. Det vil kunne bidra til å opprettholde etterspørselen etter næringseiendom. Samtidig er usikkerheten større enn på lenge på grunn av den internasjonale utviklingen. Norsk økonomi oppfattes som en trygg havn av mange utenlandske investorer. Kombinert med at eiendomsinvesteringer gir diversifiseringsgevinster og beskyttelse mot inflasjon, kan det gi grobunn for ytterligere etterspørsels- og prispress i et marked der prisene innenfor enkelte delsegmenter allerede er historisk høye reelt sett.

Råvaremarkedene

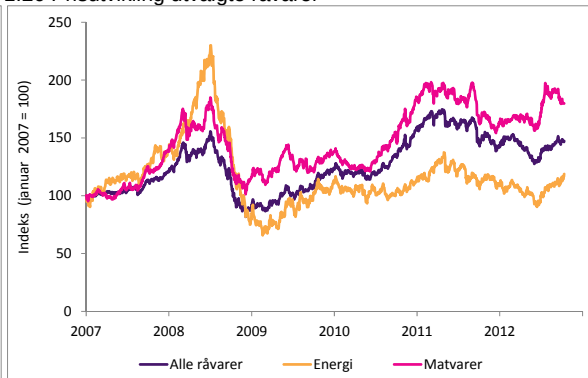
Oljeprisen er av vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi. Også andre råvarer er viktige innsatsfaktorer i produksjonen, og endringer i råvarepriser virker inn på bedriftenes lønnsomhet. Bankene påvirkes indirekte gjennom sine lån til råvarebrukere eller -produsenter. Samtidig er råvarer også investeringsobjekter og kan ha direkte betydning for mange finansinstitusjoner, særlig internasjonalt, gjennom deres eksponeringer mot råvaremarkedene. Prisen på olje har holdt seg på et høyt nivå siden utgangen av 2010, se figur 1.25. Dette må blant annet ses med bakgrunn i den usikkerheten som oppsto etter politisk uro i flere oljeproduserende land i Nord-Afrika. Lageroppbygging trakk i samme retning. Lavere etterspørsel og redusert usikkerhet på tilbudssiden

1.25 Prisutvikling olje og aluminium



Kilde: Thomson Reuters Datastream

1.26 Prisutvikling utvalgte råvarer



Kilde: Thomson Reuters Datastream

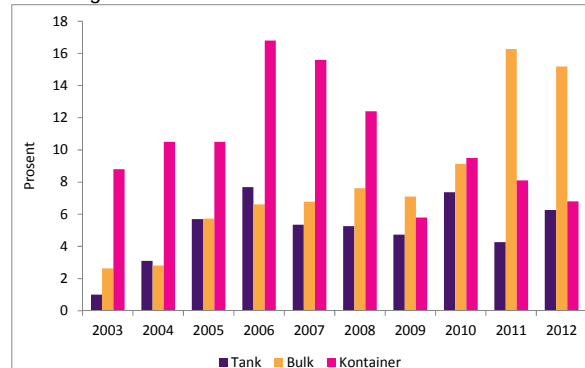
bidro til at oljeprisen falt moderat gjennom andre halvår 2011. EUs forbud mot oljeimport fra Iran bidro til at oljeprisen nådde en foreløpig topp på 128 dollar per fat i mars 2012. Utover sommeren var oppbremsing i Kinas økonomiske vekst en medvirkende årsak til at oljeprisen falt under 100 dollar per fat. Nye spenninger mellom USA og Israel på den ene siden og Iran på den andre har trolig bidratt til ny oppgang i oljeprisen. I september tilbød Saudi-Arabia hovedkundene i USA, Europa og Asia mer olje ut året, som har medvirket til noe lavere pris den siste måneden. Reduserte vekstutsikter for den globale økonomien har fått International Energy Agency (IEA) til å nedjustere sine etterspørselsanslag for 2012 og 2013. Eksportprisen på gass steg gjennom 2011, og Statistisk sentralbyrå venter høy pris på både olje og gass i 2012, mens prognosene indikerer fall i prisene de neste årene.

Sterk etterspørsel fra framvoksende økonomier etter basismetaller som aluminium og kobber bidro til at prisene holdt seg høye i første halvdel av 2011. Svakere global etterspørsel, hovedsakelig fra de store industrilandene, medvirket til fall i prisene i andre halvår 2011. Etter å ha styrket seg noe i første kvartal fortsatte nedgangen i 2012 sammen med lav vekst i alle regioner. Sommerens ekstremvær i viktige produsentland har bidratt til at matvareprisene har økt vesentlig siden juni, se figur 1.26. Dette vil kunne gi negative impulser til innenlandsk etterspørsel og dempe veksten i mange framvoksende land, der innbyggerne bruker en stor andel av sin inntekt på matvarer. Den sterke oppgangen i framvoksende økonomier, særlig i Asia, er en viktig årsak til at oljeprisen har holdt seg på et høyt nivå de siste tre årene. Skulle oppbremsingen i disse landene bli kraftigere enn ventet, vil oljeprisen kunne falle og gi negative impulser til norsk økonomi.

Skipsfarts- og offshoremarkedene

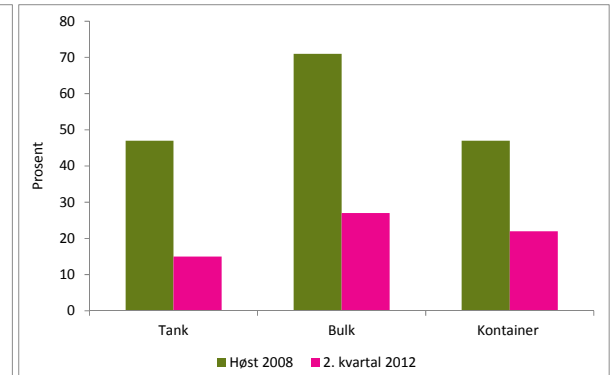
I de tradisjonelle skipsfartsmarkedene falt kapasitetsutnyttelsen og ratene gikk ned i 2011. Dette skyldes primært en flåtetilvekst på over 8 prosent som følge av den høyeste tilvekstrate av nybygg på 20 år, se figur 1.27. Grunnet betydelige kontraheringer fram til 2008, var 2011 det tredje året med sterk vekst. Ordrebøkene er nå kraftig redusert, se figur 1.28.

1.27 Årlig flåtetilvekst.



Kilde: RS Platou Economic Research a.s

1.28 Ordrebok av eksisterende flåte



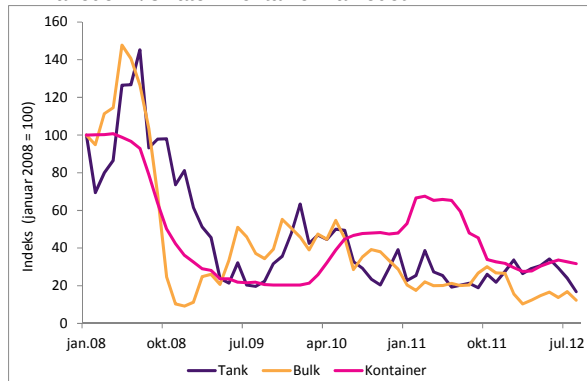
Kilde: DNB

Bankene har sine største utlån til skipsfart innenfor segmentene tank, tørrbulk og kontainer, der ratene har falt betydelig gjennom 2011 og så langt i 2012, se figur 1.29. Det er tilbudsoverskuddet fra

ordrebøkene som er den viktigste forklaringsfaktoren, men svakere økonomisk vekst har også bidratt. Inntjeningen i disse markedene er fortsatt ikke tilstrekkelig til å dekke kostnadene til enkelte rederier. Fallende rater i de fleste segmenter ble også reflektert i betydelig reduksjoner i skipsverdier, særlig for tank og bulk, se figur 1.30.

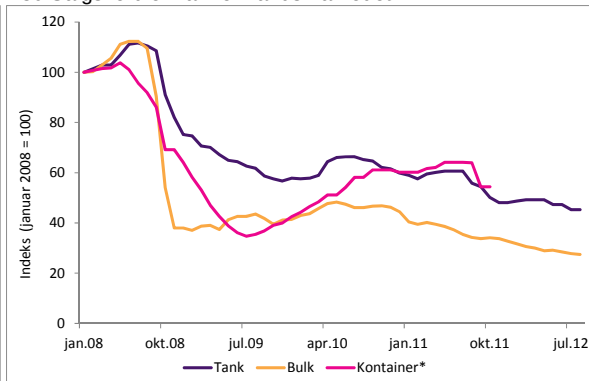
Risikoen i de tradisjonelle skipsfartsmarkedene er fortsatt betydelig. På kort sikt er det stor usikkerhet knyttet til den globale økonomien, og på lengre sikt er det risiko for at det bygges for mange nye skip. Flåtetilvekst drives av lave nybyggingspriser. Selv om ordrebøkene er betydelig redusert, leveres nybyggene i markeder som allerede har overkapasitet. Introduksjon av skiferolje og -gass vil på noe lengre sikt påvirke transportmønstre og behov. Utviklingen framover vil trolig føre til at kredittrisikoen og tapene i bankenes skipsfartsporteføljer øker.

1.29 Spotrater i tank- og tørrbulkmarkedet, samt 12 måneders T/C-rater i kontainermarkedet



Kilder: RS Platou Economic Research a.s og Finanstilsynet

1.30 Salgsverdier i annenhåndsmarkedet



* Siste tilgjengelig statistikk for salgsverdier i annenhåndsmarkedet for containerskip er oktober 2011.

Kilder: RS Platou Economic Research, Finanstilsynet

Offshoresektoren er fortsatt preget av stor optimisme, med generelt positiv rateutvikling og høy kontraheringsaktivitet både for supply-fartøyer og rigger. Høye oljepriser har påvirket markedet for dypvannsrigger sterkt, både i Nordsjøen, Brasil og i Mexicogolfen. Økt usikkerhet om utviklingen i oljeprisen vil kunne påvirke oljeselskapenes investeringsvilje. Risikoen for prisfall har økt gjennom året. Den svake økonomisk vekst i USA og Vest-Europa svekker etterspørselen, og alternativ oljeproduksjon (skifer) øker tilbudet. Det kan også stilles spørsmål ved OPECs evne og vilje til å samle kartellet bak en høy (USD 100 eller mer) oljepris. Lavere oljepris vil påvirke aktivitetsnivået innenfor offshore, både for rigger og fartøyer.

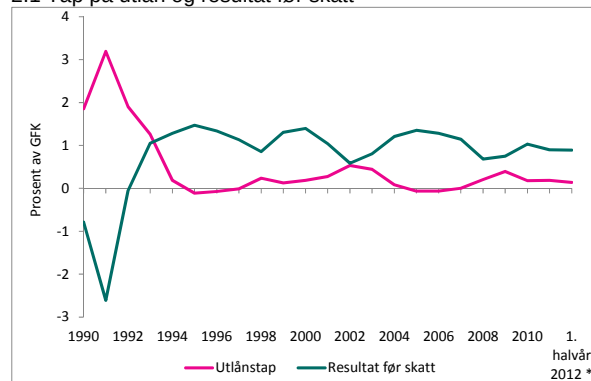
2. Situasjonen i bankene

Bankene utøver flere viktige funksjoner i økonomien. De formidler kreditt fra sektorer med likviditetsoverskudd til sektorer med kapitalbehov, gir publikum tilgang til sikre og likvide innskudd og yter betalingstjenester. Bankenes lønnsomhet og risiko er påvirket av utviklingen i øvrige sektorer i økonomien, se omtalen av konjunkturer og markeder i kapittel. Kapittelet gir en oppsummering av bankenes resultater i første halvår 2012. Bankenes balanse består i hovedsak av utlån slik at utviklingen i netto renteinntekter og tap på utlån har stor betydning for bankenes lønnsomhet. Videre drøftes utviklingstrekk i foretaks- og husholdningssektoren som kan bidra til økt kredittrisiko med fare for redusert lønnsomhet og økte tap i bankene. God soliditet og robust likviditetssituasjon er viktig for bankenes evne til å møte en eventuell forverring i internasjonal økonomi og kapitalmarkeder.

Lønnsomhet

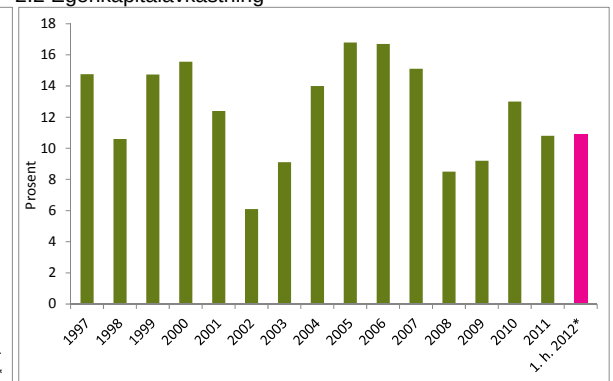
Norske banker fikk et resultat før skatt på 18 mrd. kroner på konsernnivå i første halvår 2012, en økning på 13 prosent sammenlignet med første halvår 2011. Resultatet økte også noe i forhold til gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK) til tross for sterk vekst i forvaltningskapital, se figur 2.1. Egenkapitalavkastningen (annualisert) var uendret på 11 prosent, se figur 2.2.

2.1 Tap på utlån og resultat før skatt



*Annualisert
Kilde: Finanstilsynet

2.2 Egenkapitalavkastning

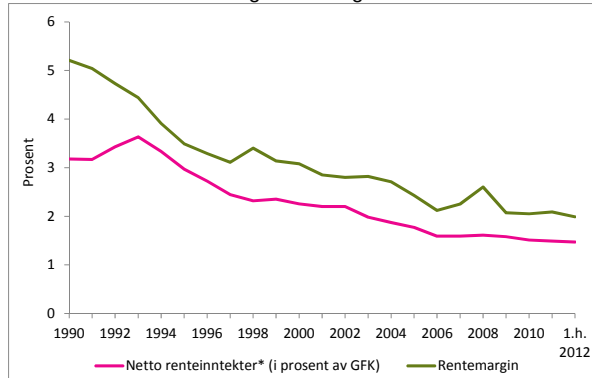


* Annualisert
Kilde: Finanstilsynet

Netto renteinntekter, som er bankenes viktigste inntektskilde, har over flere år vært synkende i forhold til forvaltningskapitalen, se figur 2.3. Utviklingen har flatet noe ut i 2012, og nettorenten har økt i takt med veksten i utlån og innskudd. Sterk konkurranse om innskuddene har ført til fall i innskuddsmarginen (pengemarkedsrente i forhold til gjennomsnittlig innskuddsrente). Kostnadene knyttet til bankenes langsiktige markedsinnlån har økt. Utlånsmarginen (gjennomsnittlig utlånsrente i

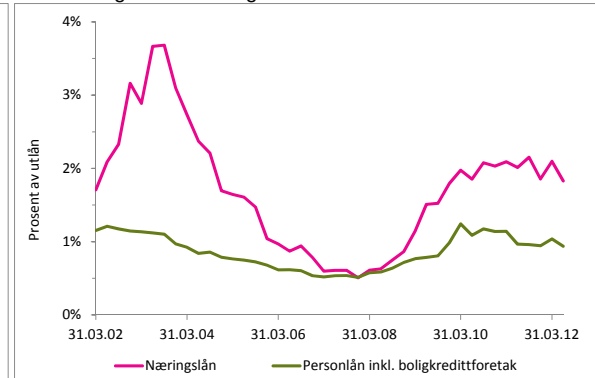
forhold til pengemarkedsrente) har økt svakt, blant annet som følge av høyere risikopremie på utlån til bedrifter. Samlet har rentemarginen (summen av utlåns- og innskuddsmargin) vært relativt stabil de siste par årene.

2.3 Netto renteinntekter og rentemargin



* Annualisert 1. halvår 2012 Kilde: Finanstilsynet

2.4 Utvikling i brutto mislighold



Kilde: Finanstilsynet

Lave utlånstap har bidratt til gode resultater i bankene. Tap på utlån utgjorde 0,19 prosent av utlån (annualisert). Misligholdte lån økte med 9 prosent siste år, men i forhold til totale utlån lå misligholdet på samme nivå som ett år tilbake. Samtidig har lavere vekst i driftskostnader i forhold til inntekter bidratt til at kostnadene i forhold til inntektene (utenom netto kursgevinster på finansielle instrumenter) ble redusert med 2 prosentpoeng til 54 prosent siste år.

For en detaljert gjennomgang av bankenes resultater vises til Resultatrapport for finansinstitusjoner, som publiseres hvert kvartal på Finanstilsynets nettsted.

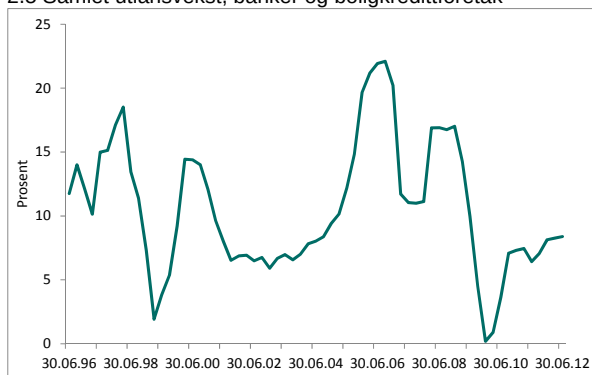
Kredittrisiko

Kredittrisiko utgjør normalt den største risikofaktoren for bankene. Om lag 70 prosent av bankenes forvaltningskapital består av utlån til kunder. De største låntakerne er foretak og husholdninger. Dersom kundene ikke har evne eller vilje til å betale tilbake lånene etter hvert som de forfaller, vil bankene påføres tap. Dette kan redusere lønnsomheten og svekke soliditeten. Tap på utlån vil påvirkes av utviklingen i arbeidsledighet, boligmarkedet og lønnsomheten i ikke-finansielle foretak.

Bankenes utlån til kunder, inkludert utlån gjennom bankenes boligkredittforetak, har økt med 8 prosent siste år, se figur 2.5. Dette er en kraftig økning i utlånsveksten. Ett år tilbake lå årsveksten i utlån på 4,7 prosent. Det har særlig vært høy vekst i utlån til personkunder på 8,4 prosent, se figur 2.6.

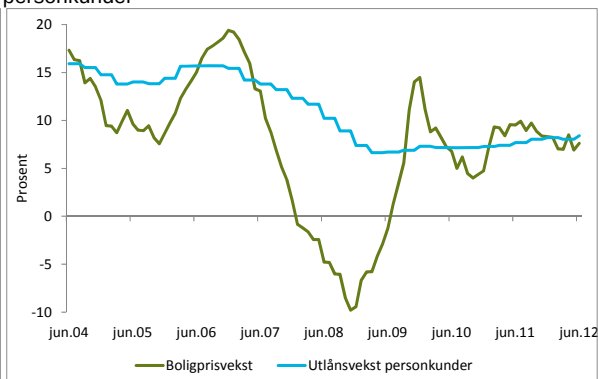
Hoveddelen av lån til personkunder er lån med pant i bolig. Utviklingen i boligmarkedet er derfor viktig for gjeldsveksten. Gjelden påvirkes når boligprisene endres, men med et betydelig tidsetterslep. Da boligprisene falt i 2008, og i første del av 2009, forble gjeldsveksten relativt høy som følge av den kraftige prisøkningen fra 2003 til 2007. Selv om prisene flater ut eller går ned etter en periode med prisoppgang, vil det i lang tid være boliger som omsettes til høyere pris enn det de sist ble solgt for. Dette bidrar til fortsatt gjeldsvekst.

2.5 Samlet utlånsvekst, banker og boligkredittforetak



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.6 Månedsvest i boligpriser og utlån til personkunder

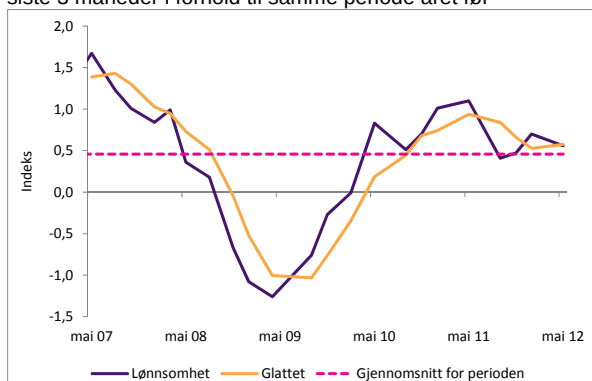


Kilder: NEF/EFF/Pöyry/Finn.no og Finanstilsynet

Kredittrisiko i foretakssektoren

Veksten i norsk økonomi er høy, se omtale i kapittel 1. Dette har gitt gode makroøkonomiske rammebetingelser for mange norske foretak. Ifølge bedriftene i Norges Banks regionale nettverk har lønnsomheten bedret seg noe utover i 2012, se figur 2.7.

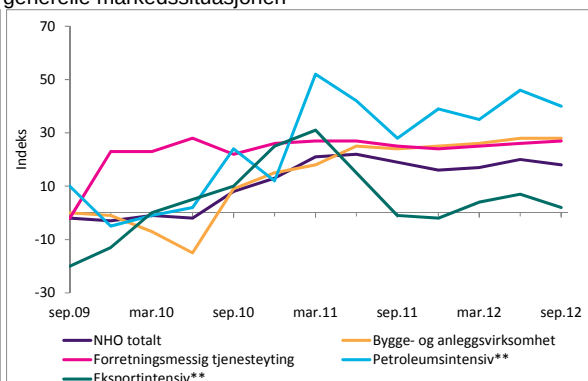
2.7 Vekst i foretakenes lønnsomhet. Endring i driftsmargin siste 3 måneder i forhold til samme periode året før*



* Indeksen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall mens +5 indikerer kraftig vekst.

Kilde: Norges Banks regionale nettverk, juni 2012

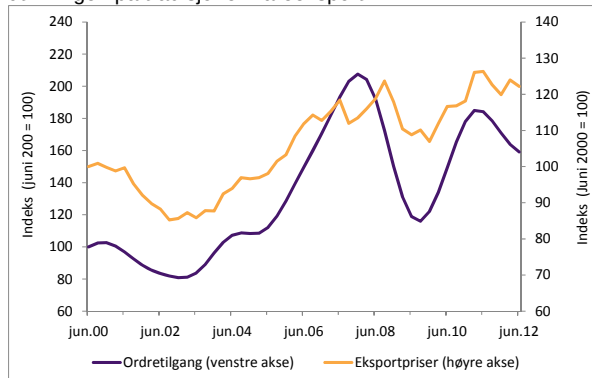
2.8 NHOs markedsindeks. Vurdering av den generelle markedsstasjonen*



* Differanse mellom andelen bedrifter som er positive og negative. ** Bedrifter som har minst 25 prosent av omsetning til hhv. petroleumsnæringen eller eksport. Kilde: NHO, Næringslivets konjunkturbarometer, september 2012

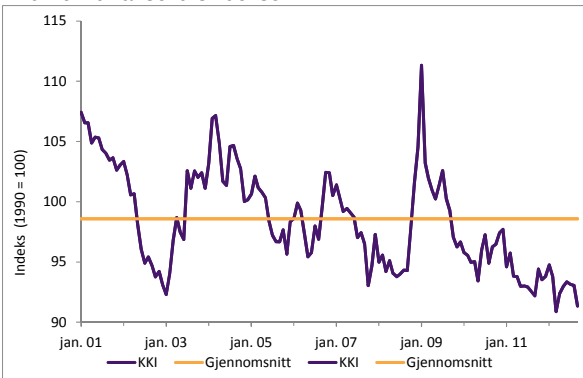
Den todelt utviklingen i norsk økonomi blir imidlertid stadig tydeligere, se figur 2.8. Store deler av næringene som produserer for hjemmemarkedet (skjermet sektor), har gode markedsutsikter som følge av høy vekst i husholdningenes forbruk og en voksende offentlig sektor. Oljeleverandørnæringen vil framover fortsatt nyte godt av høye oljeinvesteringer på norsk sokkel og i oljenæringen internasjonalt. Markedsutsiktene for den tradisjonelle eksportindustrien blir derimot stadig mer krevende som følge av sviktende utenlandsk etterspørsel og fallende priser, se figur 2.9. Kronekursen har styrket seg betydelig mot valutaen til flere av våre viktigste handelspartnere og konkurrentland, og har ikke vært sterkere siden januar 2003, se figur 2.10. Samtidig stiger lønnsnivået vesentlig raskere i Norge enn hos våre handelspartnere og konkurrentland. Dette setter et ytterligere press på eksportbedriftenes marginer og svekker konkurranseevnen.

2.9 Ordretilgang (trend) fra eksportmarkedet og prisutviklingen på tradisjonell vareeksport.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.10 Konkurranssekursindeksen*

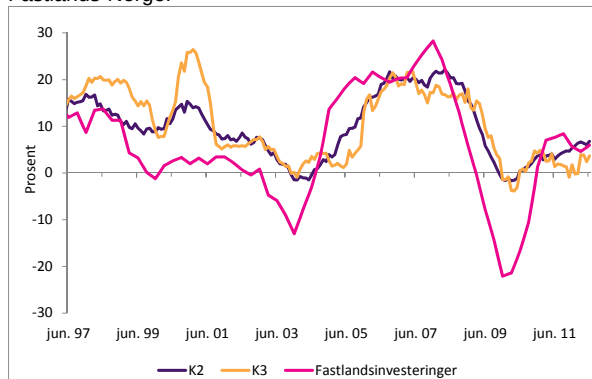


* Fallende indeksverdi betyr styrket kronekurs.

Kilde: Norges Bank

Foretakenes gjeldsvekst ligger omtrent på nivå med året før, se figur 2.11. Foretakenes lån fra kredittinstitusjoner og konserninterne selskaper i utlandet har imidlertid blitt redusert siste år, se figur 2.12, mens opplåningen i obligasjonsmarkedet har økt noe. Rundt 30 prosent av foretakenes utenlandsgjeld er tatt opp i obligasjonsmarkedet eller i en kredittinstitusjon, mens øvrig gjeld hovedsakelig består av konsernintern gjeld.

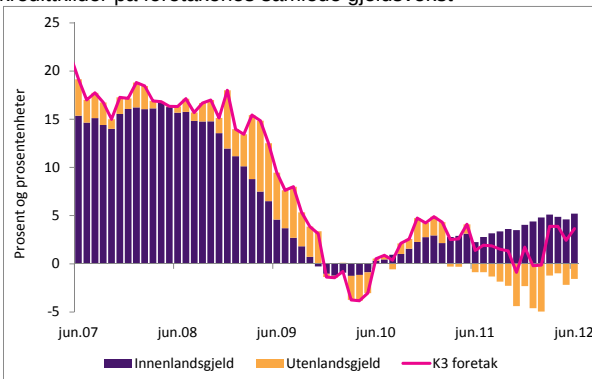
2.11 Tolvmånedersvekst i innenlandsk kreditt (K2) og samlet kreditt (K3) til ikke-finansielle foretak, og foretaksinvesteringer. Fastlands-Norge.



Hver observasjon er beregnet ut i fra glidende sum av siste fire kvartaler.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

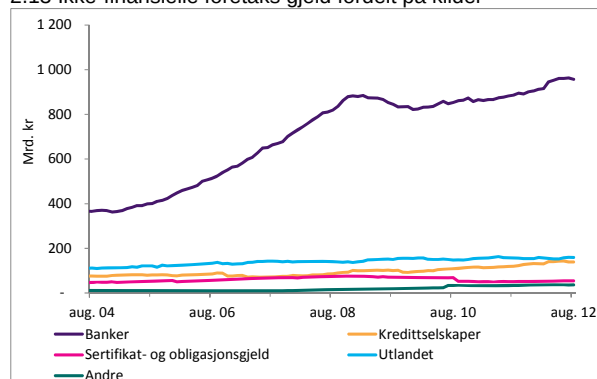
2.12 Bidrag fra innenlandske og utenlandske kredittkilder på foretakenes samlede gjeldsvekst



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

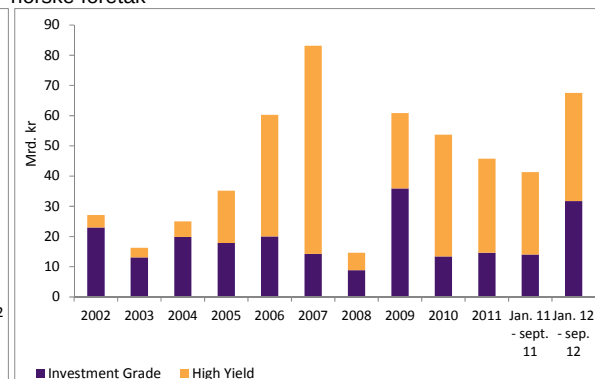
For norske foretak er lån fra norske banker den viktigste finansieringskilden. Lånene utgjorde nær 60 prosent av foretakenes bruttogjeld ved utgangen av andre kvartal 2012, se figur 2.13. Bedriftenes økende opplåning i bankene i perioden 2004- 2008 har trolig sammenheng med lavt rentenivå og stor tilgang på lån fra bankene før den internasjonale finanskrisen. Lån fra utenlandske kredittmarkeder er en viktig finansieringskilde for de større bedriftene. Selv om aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet har tatt seg betydelig opp i 2012, se figur 2.14, utgjør obligasjonsgjelden kun en liten andel av foretakenes totale bruttogjeld.

2.13 Ikke-finansielle foretaks gjeld fordelt på kilder



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

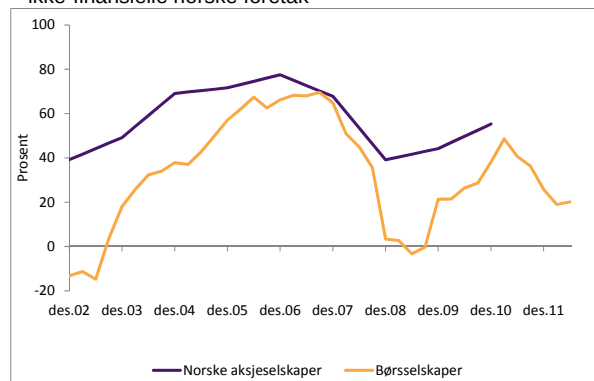
2.14. Volum av nyemisjoner og etterhåndstegninger i norske foretak



Kilder: Norsk tillitsmann og Nordea

En forverring av den europeiske statsgjeldskrisen vil også påvirke norsk økonomi negativt. Økt uro i penge- og kapitalmarkedene kan bidra til vanskeligere finansiering også for norske banker. Bankene kan i en slik situasjon bli tvunget til å redusere utlånsveksten mer enn den innenlandske konjunkturelle situasjonen skulle tilsi. Bankene kan samtidig måtte stramme inn kredittpraksis. Dette vil ramme foretak som er svært avhengige av banklån. En forverring av situasjonen kan også bidra til at det kan bli langt vanskeligere for bedriftene å reise kapital i utlandet. At et høyere antall bedrifter kan få problemer med å skaffe kreditt til drift og investeringer, kan forsterke negative konjunkturelle impulser.

2.15 Gjeldsbetjeningsevne (EBITDA som andel av gjeld), – ikke-finansielle norske foretak*

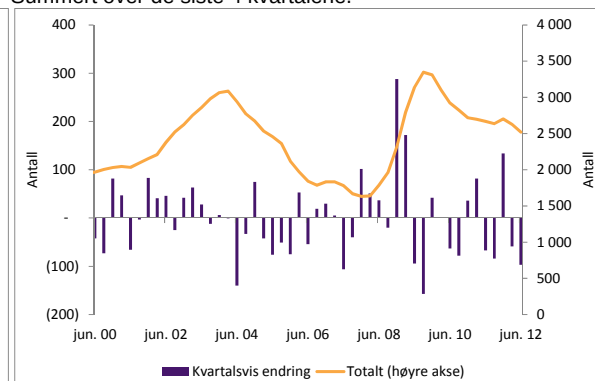


* Statoil er ekskludert fra utvalget

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.16 Antall nye konkurser*

Summert over de siste 4 kvartalene.



* Ekskl. enkeltpersonforetak og NUF

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Gjeldsbetjeningsevnen i norske foretak har bedret seg siden 2008, se figur 2.15. Det siste året har imidlertid gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte fastlandsforetak svekket seg. Dette må ses i lys av at Oslo Børs er dominert av eksportbedrifter som i større grad påvirkes av den internasjonale konjunkturedgangen enn øvrige foretak i Fastlands-Norge. Dette framgikk klart av tallene fra 2008 og 2009. De siste tilgjengelige regnskapstallene for øvrige norske aksjeselskaper er fra 2010. Som følge av at aktiviteten i både leverandørindustrien til oljevirksomheten og konsumrelaterte næringer er høy, er det nærliggende å anta at lønnsomheten i disse næringene ikke er like negativt påvirket. Kombinert med moderat kredittvekst og lavt rentenivå kan dette ha bidratt til at gjeldsbetjeningsevnen for øvrige

norske aksjeselskaper ikke har avtatt like markert som for de børsnoterte selskapene. Andelen misligholdte næringslån i bankenes porteføljer har vært relativt stabil, mens antall konkurser har fortsatt å falle, se figur 2.16.

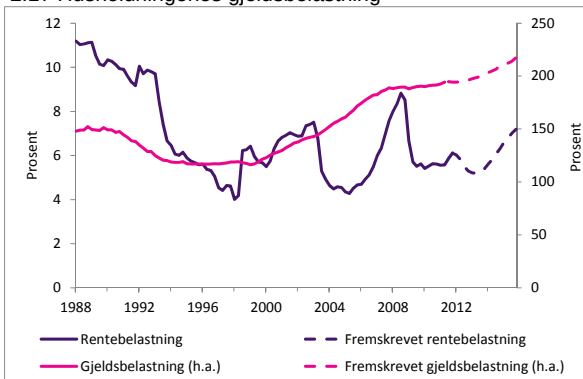
Lån til næringseiendom og skipsfart utgjør til sammen mer enn halvparten av bankenes lån til bedriftsmarkedet, og utviklingen i disse sektorene har stor betydning for størrelsen på bankenes utlånstap. Se kapittel 1 for nærmere omtale av utviklingen i disse sektorene.

Kredittrisiko i husholdningssektoren

På kort sikt vurderes husholdningenes evne til å betjene gjeld som god. Arbeidsledigheten og boliglånsrenten er fortsatt på et lavt nivå, mens sparingen og veksten i husholdningenes disponible inntekt er høy. Imidlertid er gjeldsbelastningen allerede historisk høy, og øker fortsatt som følge av høyere vekst i gjeld enn i inntekt.

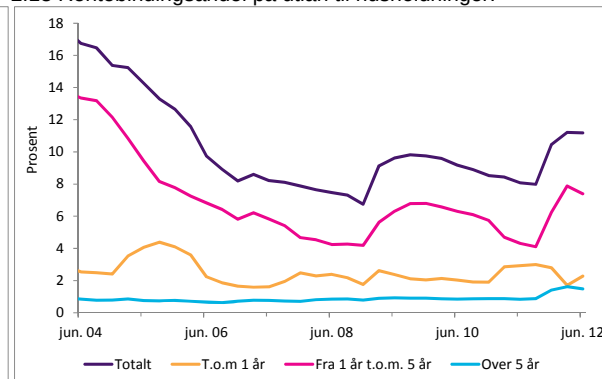
Grunnet relativt sterk inntektsvekst har gjeldsbelastningen vært tilnærmet stabil det siste året, se figur 2.17. Framskrivinger gjort av Norges Bank peker i retning av at gjeldsbelastningen vil stige ytterligere fram mot 2015. Dette skyldes både forventninger om videre boligprisvekst, men også etterslepet i gjeldsveksten, som erfaringsmessig følger perioder med sterk boligprisoppgang. Den svært høye gjeldsbelastningen utgjør en risiko for finansiell stabilitet. En negativ konjunkturutvikling kan forsterkes av at husholdninger med høy gjelds- og rentebelastning vil måtte foreta betydelige innstramminger. Dagens lave rentenivå gir imidlertid lav rentebelastning og god gjeldsbetjeningssevne for husholdningene.

2.17 Husholdningenes gjeldsbelastning *



* Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte
 Kilde: Norges Bank

2.18 Rentebindingsandel på utlån til husholdninger.

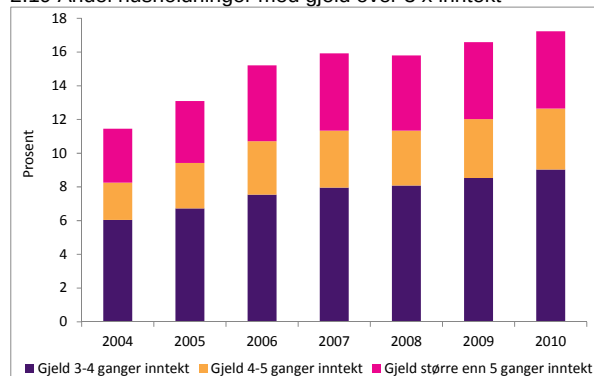


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Husholdningenes gjeld består i hovedsak av boliglån. Gjeldsutsatte husholdninger kan sikre seg en mer stabil utvikling i renteutgiftene ved å velge boliglån med fast rente. Det har vært en klar økning i etterspørselen etter lån med fast rente det siste året, men fortsatt er rentebindingsandelen vesentlig lavere enn i etterkant av konjunkturbunnen i 2003, se figur 2.18. Ifølge Finanstilsynets boliglånsundersøkelse har omfanget av lån med avdragsfrihet og løpetiden på lånene økt de senere årene, se tema III. Dette innskrenker handlingsrommet til boliglånskundene ved et økonomisk tilbakeslag.

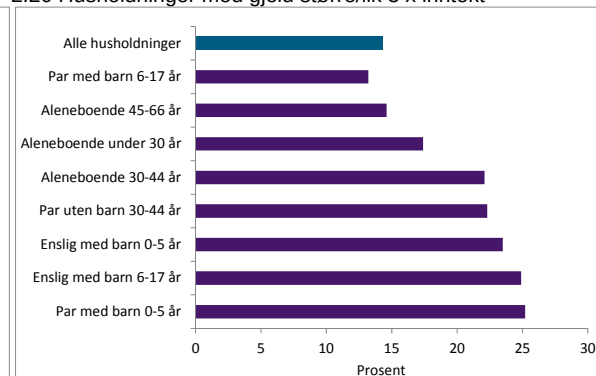
Stadig flere husholdninger har høy gjeldsgrad. Andelen husholdninger med gjeld tre ganger større enn inntekten økte med 6 prosentpoeng til 18 prosent i perioden 2004 til 2010, se figur 2.19. Denne gruppen hadde da om lag 39 prosent av husholdningenes samlede gjeld. Siden 2007 har økningen i gjeldsgrad hovedsakelig funnet sted i husholdninger med gjeld tre til fem ganger større enn inntekten, mens andelen med gjeld utover fem ganger inntekten har vært tilnærmet stabilt.

2.19 Andel husholdninger med gjeld over 3 x inntekt



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.20 Husholdninger med gjeld større/lik 3 x inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå

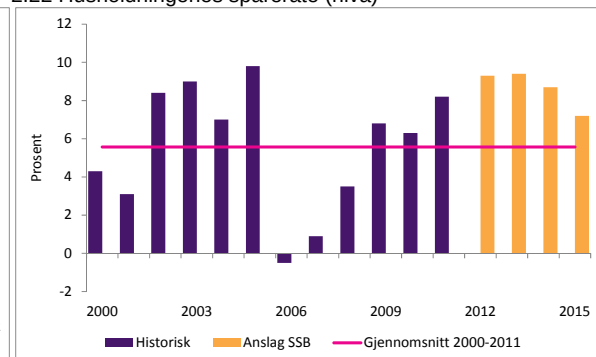
Det er blant de unge husholdningene at gjelden er høyest i forhold til inntekten, se figur 2.20. Dette er naturlig både fordi de nylig har kjøpt sin første bolig og fordi inntekten er relativt lav sett i forhold til livsløpsinntekten. Inntektsstatistikken viser at det har vært en klar oppgang i gjeldsbelastningen i alle aldersgrupper i perioden 2004 til 2010, se figur 2.21. Økningen har vært sterkest blant yngre par, par med små barn og aleneforsørgere, som stod for omlag 31 prosent av husholdningenes samlede gjeld ved utgangen av 2010.

2.21 Endring i andelen husholdninger med gjeld større eller lik 3 x inntekt.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.22 Husholdningenes sparerate (nivå)

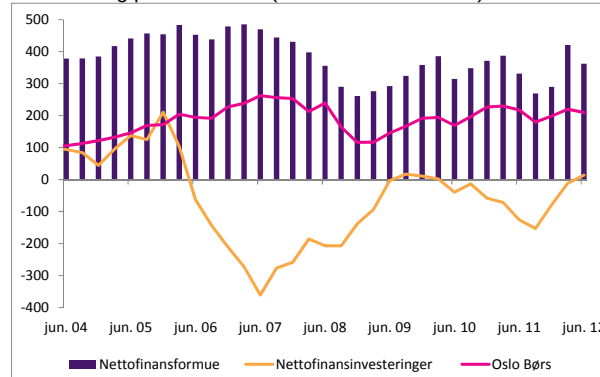


Kilde: Statistisk sentralbyrå

I kjølvannet av finanskrisen økte husholdningenes sparing betydelig. Spareraten har siden vært høy og var over 8 prosent i 2011, se figur 2.22. Ifølge Statistisk sentralbyrås prognoser fra september 2012, vil spareraten holde seg klart høyere enn gjennomsnittet for perioden 2000-2011. Høy sparerate fungerer som en buffer ved at husholdningene i en situasjon med inntektsvikt eller økte renteutgifter kan velge å redusere sparingen eller trekke på oppsparte midler for å opprettholde gjeldsbetjeningsevnen.

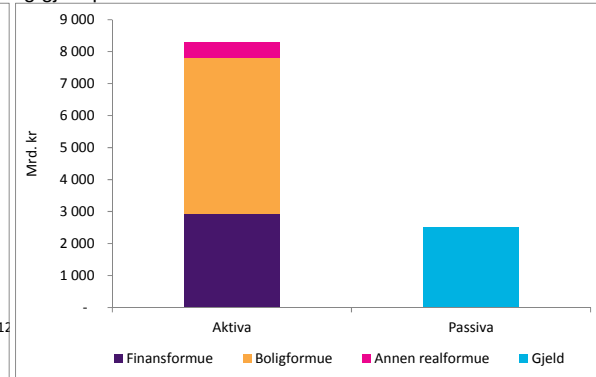
Størstedelen av sparingen skjer imidlertid i form av investeringer i bolig, som er en mindre likvid eiendel og i begrenset grad kan benyttes som en finansiell støtpute.

2.23 Utvikling i husholdningenes netto finansformue. (mrd. kr), nettofinansinvesteringer (indeks) og kursutvikling på Oslo Børs. (1. kvartal 2004 = 100)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.24 Anslag på husholdningenes bruttoformue og gjeld per 1. kvartal 2012



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

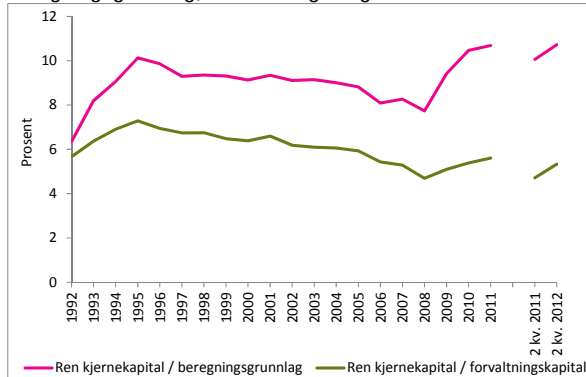
Husholdningenes netto finansformue har økt siden 2008, til tross for at husholdningene låner mer enn de investerer i finansielle eiendeler (negative nettofinansinvesteringer). Positiv utvikling i verdipapirmarkedet har dempet effekten av husholdningenes opptak av gjeld, se figur 2.23. Selv om husholdningenes direkte eksponering mot verdipapirmarkedet er lav, er den indirekte eksponeringen stor gjennom husholdningenes beholdning av ulike typer livs- og pensjonsforsikringer. Disse utgjør i underkant av 40 prosent av husholdningenes finansielle fordringer. Pensjonsformuen er midler som husholdningene ikke kan trekke på ved betalingsproblemer. Den økte sparingen har således hatt begrenset effekt på husholdningenes evne til å betjene gjeld. Husholdningenes gjeld er større enn finansformuen dersom vi ser bort fra pensjonsformuen. Inkluderes realformuen, har husholdningene en formue som er opp mot 3,5 ganger høyere enn samlet gjeld, se figur 2.24. Store deler av husholdningenes formue er bundet opp i boligformue. Et kraftig boligprisfall kan derfor påvirke spareadferden og forbruksmønsteret til en rekke husholdninger, og vil kunne få store konsekvenser for den økonomiske utviklingen.

Bankenes soliditet

De siste årene har norske banker styrket soliditeten gjennom å holde tilbake overskudd og ved å gjennomføre emisjoner. Samlet hadde norske banker og boligkredittforetak en ren kjernekapitaldekning på 10,7 prosent ved utgangen av første halvår 2012, se figur 2.25. Dette var 0,6 prosentpoeng høyere enn ett år tidligere. Ren kjernekapitaldekning består av egenkapital med enkelte fradrag beregnet som andel av risikovektet beregningsgrunnlag. Total kapitaldekning var 12,3 prosent, som var 0,5 prosentpoeng høyere enn for ett år siden. Kapitaldekningen er generelt høyere i mindre banker enn i de større, se figur 2.26. Hittil i 2012 har enkelte banker hentet inn ny kapital gjennom emisjoner. Samtidig har veksten i beregningsgrunnlaget vært lav. Dette har ført til at kjernekapitaldekningen har vært relativt stabil sammenlignet med utgangen av 2011. Forvaltningskapitalen har vokst mer enn ren kjernekapital i første halvår, noe som førte til svak nedgang, se figur 2.25. Det forventes økning i

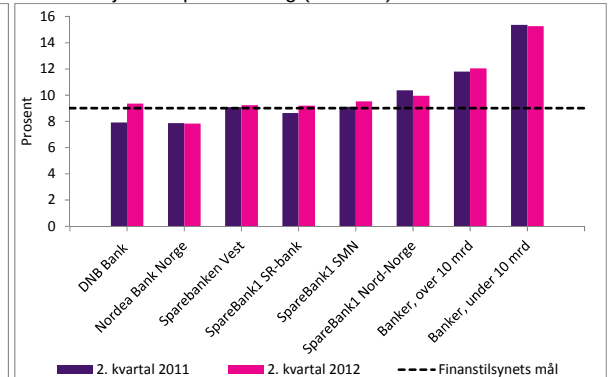
kjernekapitaldekningen ved utgangen av 2012 som følge av at bankene vil holde tilbake en del av overskuddet.

2.25 Ren kjernekapital ift. forvaltningskapital og beregningsgrunnlag, morbank og boligkredittforetak



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.26 Ren kjernekapitaldekning (konsern)



Kilder: Bankenes regnskapsrapporter, Finanstilsynet

Finanstilsynet la til grunn at alle norske finansinstitusjoner skulle ha minst 9 prosent ren kjernekapitaldekning ved utgangen av første halvår 2012, som er i tråd med EUs anbefaling for store europeiske banker, se omtale i Finansielt utsyn 2012. Alle banker, med unntak av tre, nådde dette målet innen fristen. Banker med ren kjernekapitaldekning under 9 prosent følges opp særskilt. Kravet på 9 prosent er vesentlig over gjeldende minstekrav, og over minstekravene som vil bli gjeldende i CRD IV, se nærmere omtale i Tema I Regulering. Det kan likevel ikke betraktes som spesielt høyt gitt krav om kapitalbuffere og forventinger fra markedet og myndigheter om kapitaldekning betydelig over minstekravet. Samtlige norske banker oppfyller gjeldende krav til kjernekapitaldekning på 8 prosent. Bankene har i dag stor variasjon i ren kjernekapitaldekning, se tabell 2.1.

Tabell 2.1 Antall standardmetodebanker og IRB-banker fordelt etter nivået i ren kjernekapitaldekning per 31.12.2011.

	< 9 %	<10 %	< 11 %	< 12 %	< 12,5 %	12,5 % <
Standardmetode		8	7	10	6	91
IRB	3	3	1			

Kilde: Finanstilsynet

Størrelsen på risikovektene knyttet til boliglån (og andre lån) har svært stor betydning for beregninger av bankenes kapitaldekning. Flere av de norske bankene benytter egne modeller (IRB-modeller) for å estimere risikovektene, mens andre (og særlig de små) bruker standardvektene i regelverket. IRB-bankenes risikovekter for boliglån er i gjennomsnitt vesentlig lavere enn standardvektene. For å illustrere risikovektenes betydning, har Finanstilsynet beregnet hvor følsomme bankenes rene kjernekapitaldekning er for endringer i risikovektene. I det første settet av beregninger erstattes bankenes egne risikovekter med standardvekter på henholdsvis 20 og 35 prosent. I det andre settet multipliseres bankenes risikovekter med faktorer på henholdsvis 1,5, 2,0 og 2,5. Med risikovekter på 35 prosent faller kapitaldekningen (uten gult) fra 9,9 til 8,6 prosent, se tabell 2.2. En multiplikator på 2,5 gir en kapitaldekning på 8,8 prosent. Beregningene illustrerer at den rene kjernekapitaldekningen i vesentlig grad påvirkes av størrelsen på risikovektene på boliglån.

Tabell 2.2 IRB-bankenes rene kjernekapitaldekning per 31.12.2011 med og uten gulv, samt beregnet ren kjernekapitaldekning ved strengere beregningskrav. Veid gjennomsnitt.

	Med gulv	Uten gulv					
	31.12.2011	31.12.2011	20 % risikovekt	35 % risikovekt	M = 1,5	M = 2	M = 2,5
Ren kjernekapitaldekning i prosent	9.0	9.9	9.4	8.6	9.5	9.2	8.8

Kilde: Finanstilsynet

Det er fortsatt usikkerhet knyttet til den endelige utformingen av det nye kapitaldekningsregelverket i EØS. Slik forslagene foreligger nå, ligger det an til at minstekravet til ren kjernekapitaldekning blir 4,5 prosent. I tillegg er det foreslått å innføre en kapitalbevaringsbuffer på 2,5 prosent og en motsyklisk buffer som vil variere mellom null og 2,5 prosent. Til sammen utgjør dette et krav til ren kjernekapital på maksimalt 9,5 prosent. Det foreligger også forslag om å innføre en systemrisikobuffer på opptil 3 prosent. Også denne skal dekkes av ren kjernekapital, men arbeidet med systemrisikobuffer er kommet kortere enn de øvrige kapitalkravforslagene. Til sammen utgjør disse forslagene et krav til ren kjernekapital på 12,5 prosent. I et tredje sett av beregninger har Finanstilsynet anslått bankenes kapitalbehov knyttet til et kjernekapitalkrav på 12,5 prosent kombinert med en risikovekt for alle boliglån på 35 prosent. Resultatene er vist i tabell 2.3. Kapitalbehovet er anslått til 73 mrd. kroner, som utgjør 34 prosent av ren kjernekapital ved utgangen av 2011. Om lag 90 prosent av kapitalbehovet kan tilskrives forutsetningen om en ren kjernekapital på 12,5 prosent, mens de økte risikovektene har mindre betydning.

Tabell 2.3 Norske bankers kapitalbehov beregnet med strengere krav til risikovekt for boliglån og minstenivå for ren kjernekapitaldekning på 12,5 prosent. Tall i mrd. kroner.

	Ren kjernekapital per 31.12.2011	Økt kapitalbehov			Prosentvis økning i ren kjernekapital
		Totalt	Hvorav 35 pst risikovekt	Hvorav økt krav til kapital	
Standardmetode	67	6	0	6	9 %
IRB	150	67	7	60	45 %
Totalt	217	73	7	66	34 %

Kilde: Finanstilsynet

Oppfølging av EBAs plan om oppkapitalisering av europeiske banker

Som et ledd i de europeiske tiltak for å gjenopprette tillit i markedene, offentliggjorde den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA) høsten 2011 en plan for oppkapitalisering av de største europeiske bankene. I lys av betydelig økt systemrisiko, skulle større banker etter EBAs anbefaling ha minimum 9 prosent ren kjernekapital innen utløpet av juni 2012. I tillegg skulle bankene etablere kapitalreserver som fullt ut tar høyde for mulige tap på statseksposeringer beregnet med markedspriser fra utløpet av september 2011. For å nå dette ble det forventet at institusjonene holdt tilbake overskudd og variable godtgjørelser for å øke egenkapitalen, alternativt at ny kapital ble innhentet. De største europeiske bankene inkludert i EUs oppkapitaliseringsplan har økt kapitalen med 200 mrd. euro. EBA understreker viktigheten av at bankene opprettholder kapitalnivået i lys av gjennomføringen av det nye regelverket. EBA har samtidig signalisert at det vil komme med en ny anbefaling når endelig CRD IV er vedtatt. Den eneste norske banken som deltok, DNB Bank, oppfylte nivået på minimum 9 prosent kjernekapitaldekning ved utgangen av juni 2012.

Likviditetsrisiko

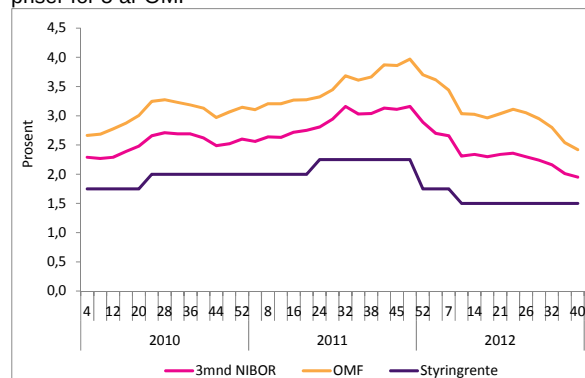
Likviditetsrisikoen i bankene er i første rekke knyttet til det løpende refinansieringsbehovet i penge- og kapitalmarkedene nasjonalt og internasjonalt. Disse markedene fungerer godt i normale perioder, men kan falle helt bort i perioder der tilliten til finansinstitusjonenes inntjening og soliditet svekkes. Høsten 2008 viste at i situasjoner med generell tillitskrise er det vanskelig å skaffe markedsfinansiering selv til et rentenivå som inneholder en betydelig likviditets- og kredittriskopremie. Bankenes mulighet for å dekke løpende refinansieringsbehov gjennom markedsfinansiering kan dermed bli svært begrenset. De siste årene har vært preget av betydelig usikkerhet i de internasjonale penge- og kapitalmarkedene, og situasjonen knyttet til statsgjeld og banker i flere euroland er fremdeles uavklart.

Situasjonen i penge- og kapitalmarkedene

Etter uroen høsten 2011 bedret markedsforholdene i de internasjonale penge- og kredittmarkedene seg fra januar 2012. For europeiske banker kom bedringen i hovedsak i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). I april tiltok uroen i de internasjonale markedene, og risikopremiene økte betraktelig for løpetider over 1 år. Gjennom sommeren har markedet stabilisert seg noe, men situasjonen i Europa er fortsatt preget av utfordringene. Usikkerheten i de internasjonale penge- og kredittmarkedene har ført til at bankene har blitt mer restriktive med å låne til hverandre. Europeiske banker plasserer fortsatt store innskudd i ECB, til tross for 0 prosent rente, samtidig som banksektoren som helhet har hatt behov for betydelig tilførsel av finansiering fra ECB.

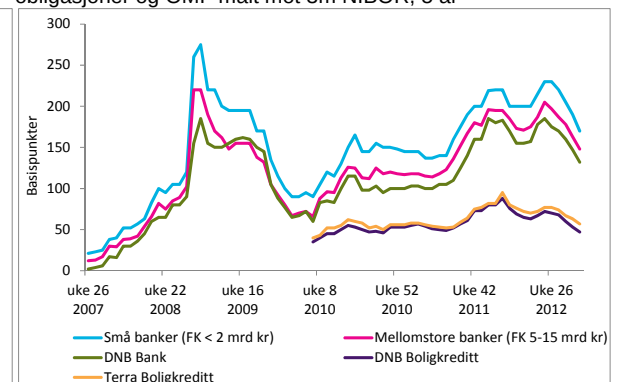
Førstehåndsmarkedet for OMF, både i NOK og valuta, har fungert godt for de norske institusjonene, men risikopremiene var høyere mellom april og juni 2012. Det har imidlertid vært vanskelig for mange internasjonale banker å utstede seniorobligasjoner. Banker som vurderes som solide, som svenske og norske, har utstedt obligasjoner også under uroen tidligere i første halvår, men til høyere risikopremier. Markedet for både OMF og seniorobligasjoner har bedret seg gjennom sommeren med reduserte risikopremier. Markedene for kort finansiering har fungert godt hittil i år, men løpetiden har vært kortere enn vanlig. Det norske markedet for seniorobligasjoner har hele tiden vært åpent for de mindre bankene, og interbankmarkedet i Norge har virket tilfredsstillende.

2.27 3-måneders NIBOR, styringsrente og priser for 5 år OMF



Kilder: Thomson Reuters Datastream, DNB Markets

2.28 DNB Markets indikative priser 5 år seniorobligasjoner og OMF målt mot 3m NIBOR, 5 år

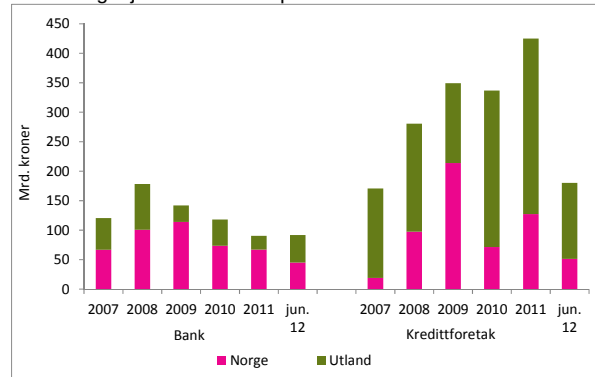


Kilde: DNB Markets

Norske OMF er også vurdert fordelaktige i internasjonal sammenheng, og risikopremiene har lenge vært lave. Renten på norske seniorobligasjoner og OMF har falt hittil i år, se figur 2.28. Vurdert ut i fra pris kan det være fordelaktig for bankene å benytte OMF gjennom boligkredittforetakene til lang finansiering. Prissvingningene er også mindre for OMF enn for seniorobligasjoner. Høyere renter på seniorobligasjoner kan bidra til at bankene i større grad foretrekker å yte lån som kan benyttes som sikkerhet til å utstede OMF.

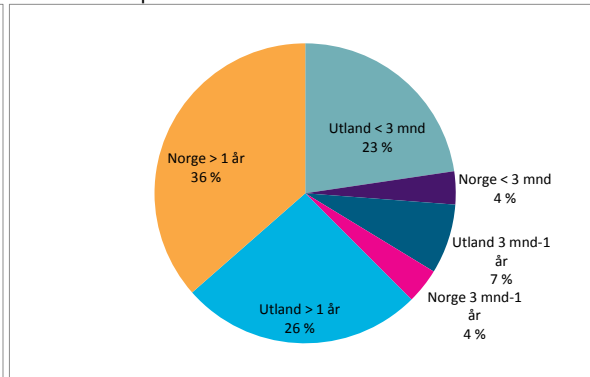
Internasjonalt ble volumet av obligasjonsemissjoner sterkt redusert fra høsten 2011, mens den internasjonale uroen så langt har hatt begrenset effekt på aktivitetsnivået i det norske førstehåndsmarkedet for obligasjoner.

2.29 Obligasjonsutstedelser per år



Kilde: Statistisk sentralbyrå

2.30 Markedsfinansiering*, banker og kredittforetak per 2. kvartal 2012



* Inkl. innskudd i sentralbanker Kilde: Finanstilsynet

Bankene har hentet inn betydelig finansiering i 2012, og behovet for refinansiering av gjeld som forfaller i løpet av året ble dekket i første halvår. For både OMF og seniorobligasjoner var gjennomsnittlig månedlig emittert beløp høyere i første halvår av 2012 enn i andre halvår 2011. De senere årene har bankene utstedt betydelig større volum i OMF enn i seniorobligasjoner, se figur 2.29. Det meste av OMF-utstedelsene gjøres i det internasjonale kapitalmarkedet.

Bankenes finansieringsstruktur

Bankenes finansiering består i hovedsak av innskudd fra kunder og innlån i penge- og verdipapirmarkedene. Kundeinnskudd har vært en stabil finansieringskilde, også i urolige tider. Dette henger delvis sammen med at nærmere 60 prosent av innskuddene beskyttes av innskuddsgarantiordningen til Bankenes Sikringsfond. Innskudd fra kunder har økt med 15 prosent siste år. Dette har bidratt til en økning av kundeinnskudd som andel av utlån til kunder (innskuddsdekning), som var 62 prosent for banker inkl. OMF-foretak ved utgangen av første halvår 2012. Innskuddsdekningen i morbankene har siden 2008 økt med 18 prosentpoeng til 88 prosent som følge av overføringer av utlån fra bankene til boligkredittforetakene.

I 2004 sto kundeinnskudd for 56 prosent av bankenes totale finansiering, mens markedsfinansiering fra penge- og kredittmarkedene utgjorde 35 prosent. Bankenes markedsfinansiering har økt markant og utgjorde 43 prosent av total finansiering ved utgangen av første halvår 2012. Andelen kundeinnskudd har falt til 48 prosent i samme periode. Størstedelen av disse endringene skjedde i årene fram til 2008.

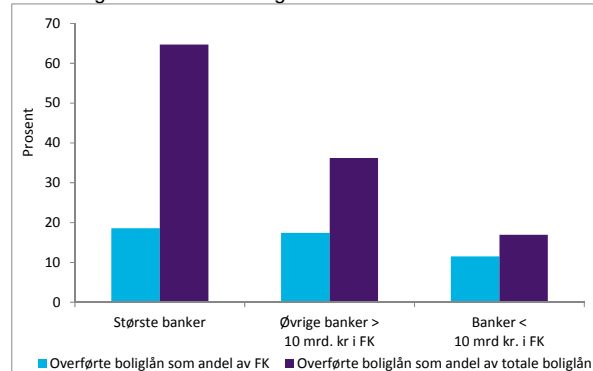
Etter dette har det vært mindre endringer i finansierungsstrukturen. Noe av endringen skyldes at bankene i 2007 fikk mulighet til å utstede OMF gjennom kredittforetak.

Markedsfinansiering

Norske banker har samlet sett høy andel markedsfinansiering, og en betydelig andel er innlån fra utlandet, se figur 2.30. Det er i første rekke de største bankene som finansierer seg i utlandet fordi størrelse og kredittvurdering er viktig for tilgangen til finansiering fra utenlandske kilder. Utenlandsk valuta blir i hovedsak swappet til norske kroner. Mindre norske banker har lite eller ingen finansiering fra utlandet. Selv om de norske bankene i mindre grad er påvirket av uroen i Europa enn de fleste andre europeiske banker, innebærer den betydelige markedsfinansieringen at også norske banker er sårbare for en forverret markedssituasjon internasjonalt.

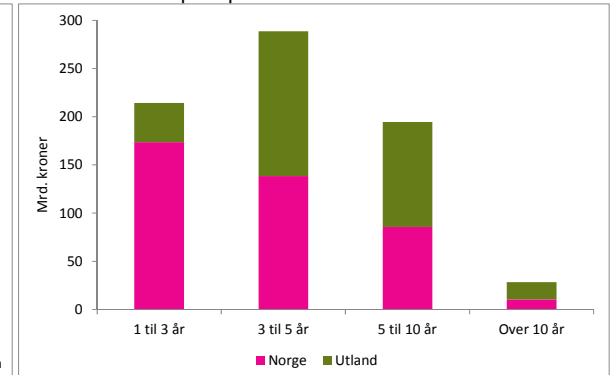
De største bankene har en stor andel kortsiktig finansiering. Denne består i første rekke av sertifikat- og interbankgjeld til utenlandske aktører. Finansiering med løpetid under tre måneder utgjorde 27 prosent av total markedsfinansiering ved utgangen av juni 2012, se figur 2.30. For de store bankene er andelen betydelig høyere. De største bankene har store innskudd i sentralbanker, i hovedsak ECB, og den korte finansieringen må sees i lys av dette. Netto refinansierungsbehov er derfor mindre enn bruttotallene tilsier.

2.31 Boliglån overført til boligkredittforetak



Kilde: Finanstilsynet

2.32 OMF fordelt på løpetider over 1 år



Kilde: Finanstilsynet

Løpetiden på bankenes finansiering har økt i etterkant av finanskrisen. Andelen finansiering med løpetid over ett år utgjorde 62 prosent av total markedsfinansiering ved utgangen av første halvår 2012. Forholdet mellom bankenes finansiering (herunder kundeinnskudd, obligasjonslån inkl. OMF, gjeld til kredittinstitusjoner, ansvarlig lånekapital og egenkapital) med løpetid over ett år og illikvide eiendeler var om lag 101 prosent på samme tidspunkt. Dette var 10 prosentpoeng høyere enn for 3 år siden. Over halvparten av bankenes langsiktige finansiering er OMF. Tilnærmet alle banker i Norge har tilgang til hel- eller deleide OMF-foretak. Samlet ligger om lag 50 prosent av alle boliglån i OMF-foretak. De største bankene har i gjennomsnitt overført en høyere andel av sine utlån til OMF-foretak enn de mindre bankene, se figur 2.31. Det er imidlertid store variasjoner blant de mellomstore og minste bankene.

Samlet sett bidrar OMF til en noe mer robust løpetidsprofil i bankenes finansiering. Hoveddelen av utestående OMF har løpetider over tre år, se figur 2.32, mens størstedelen av bankenes øvrige

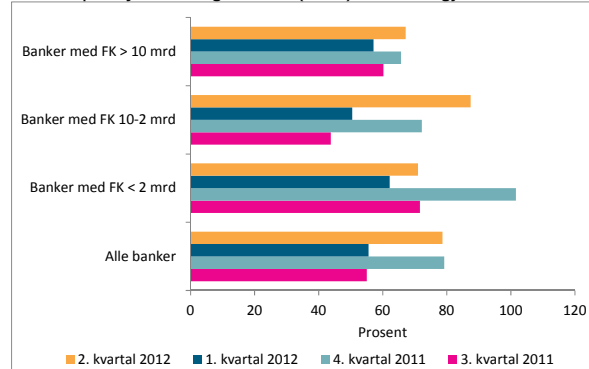
utestående verdipapirgjeld er mellom ett og tre år. Samtidig kan lavere kvalitet på gjenstående utlån i morbank føre til at løpetiden blir kortere og/eller risikopremiene høyere på seniorobligasjoner. Mye av sikkerhetsmassen for OMF-emisjoner er allerede utnyttet, og gjenværende finansieringspotensiale til bruk i en eventuell stressituasjon er betydelig mindre enn i 2008. Se nærmere omtale av OMF-markedet i Tema IV.

Likviditetsbuffer

Finanstilsynet vurderer det som særlig viktig at bankene har tilstrekkelige likviditetsbuffer for å tåle en periode med svært begrenset tilgang på likviditet. For å tilfredsstille det nye likviditetskravet Liquidity Coverage Ratio (LCR) som er foreslått i CRD IV/Basel III, vil bankene måtte øke likviditetsbufferne. LCR måler størrelsen på foretakets likvide aktiva i forhold til netto likviditets-utgang i en stressituasjon i penge- og kapitalmarkedene over en 30-dagers periode. Norske banker vil ha utfordringer med å møte de nye internasjonale kravene. Dette skyldes blant annet strenge krav til verdipapirer som skal kunne ansees for likvide eiendeler. I land med et lite statspapirmarked, slik som i Norge, kan det bli liten tilgang på verdipapirer med lav risikovekt (se nærmere omtale i Tema I).

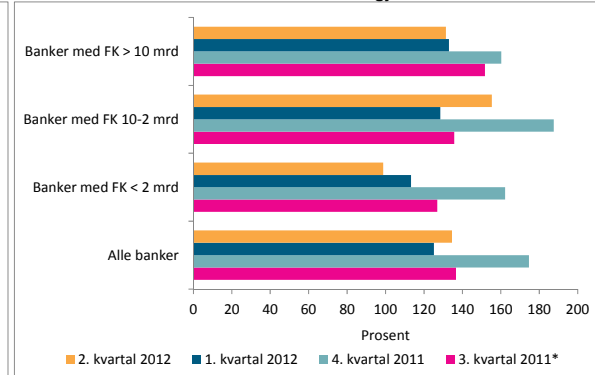
Gjennomsnittlig LCR for norske banker var om lag 80 prosent ved utgangen av juni 2012, se figur 2.33, mens kravet i forslaget til CRD IV er 100 prosent, som er foreslått gjeldende fra 2015.

2.33 Liquidity Coverage Ratio (LCR), uvektet gjennomsnitt



Kilde: Finanstilsynet

2.34 Likviditetsbufferindikator, uvektet gjennomsnitt



Kilde: Finanstilsynet

Finanstilsynet beregner en utvidet likviditetsbufferindikator ved å inkludere aktiva som ikke kvalifiserer for LCR, men som likevel kan benyttes som sikkerhet i Norges Bank. Indikatoren er et viktig tilsynsverktøy. Ved utgangen av juni var gjennomsnittet for bankene nærmere 140 prosent, se figur 2.34. Det viser at norske banker har en betydelig andel aktiva som er mindre likvide, men som kan deponeres som sikkerhet i sentralbanken, og dermed benyttes som en likviditetsbuffer i perioder med stress.

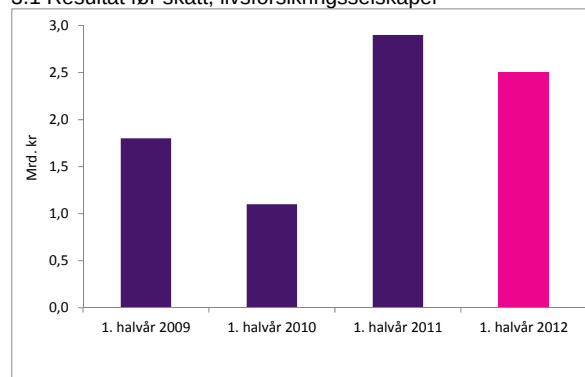
3. Situasjonen i forsikring og pensjon

Forsikringsselskaper og pensjonskasser spiller en viktig rolle for husholdningens finansielle trygghet, og er som forvaltere av betydelige investeringsporteføljer tilbydere av langsiktig kapital til banker og ikke-finansielle foretak. Kapittelet gir en oppsummering av resultatene i livsforsikringsselskapene og pensjonskassene (heretter omtalt samlet som pensjonsforvaltere), samt avkastning på kundemidlene i første halvår 2012. Risikoen for lav eller negativ avkastning på investeringsporteføljene utgjør den største risikofaktoren for selskapene. Utviklingen i markedsrisiko vurderes i forhold til tilgjengelig bufferkapital, som blant annet skal dekke eventuell manglende avkastning i forhold til pensjonsforpliktelsene. Livsforsikringsselskapene står overfor langsiktige utfordringer knyttet til økende levealder, lavt rentenivå og innføringen av Solvens II. I kapittelet er det også sett nærmere på strukturendringer i skadeforsikringsmarkedet.

Lønnsomhet

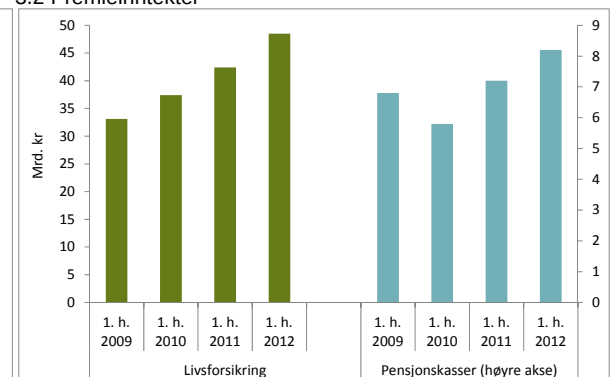
Livsforsikringsselskapenes resultater før skatt var noe svakere i første halvår 2012 enn i samme periode i 2011, men bedre enn samme periode de to foregående årene. Resultatet vises etter foreløpig tildeling til kunder og inkluderer endringer i kursreguleringsfondet. Pensjonsforvalterne har siden 2009 økt premieinntektene, se figur 3.2. Noe av premieøkningen følger av en omlegging i regnskapsføringen i enkelte av livsforsikringsselskapene. Økningen i premieinntektene er ujevnt fordelt mellom selskapene. For en detaljert gjennomgang av livsforsikringsselskapenes og pensjonskassenes resultater vises til Resultatrapport for finansinstitusjoner, som hvert kvartal publiseres på Finanstilsynets nettsted.

3.1 Resultat før skatt, livsforsikringsselskaper



Kilde: Finanstilsynet

3.2 Premieinntekter

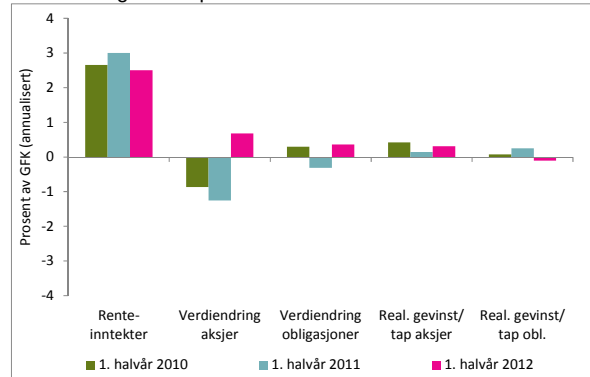


Kilde: Finanstilsynet

Inntekter og avkastning i kollektivporteføljen

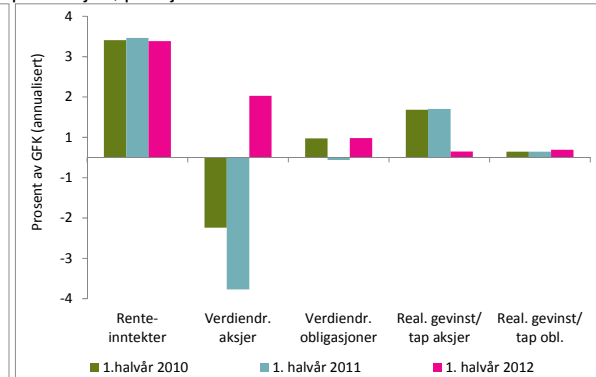
Kollektivporteføljen omfatter ulike ytelsespensjonsordninger, fripoliser, tidligere inngåtte individuelle avtaler m.m. Dette er pensjonsrettigheter med en årlig garantert rente, og utgjør en stor andel av forpliktelsene til norske pensjonsforvaltere. Kollektivporteføljen utgjør 80 prosent av livsforsikringsselskaperes forvaltningskapital, mens tilsvarende andel for pensjonskassene er 87 prosent. Faren for at avkastningen på investeringene ikke blir tilstrekkelig til å oppfylle rentegarantien, utgjør en stor risiko for pensjonsforvalterne.

3.3 Netto inntekter fra investeringer i kollektivporteføljen, livsforsikringsselskaper



Kilde: Finanstilsynet

3.4 Netto inntekter fra investeringer i kollektivporteføljen, pensjonskasser



Kilde: Finanstilsynet

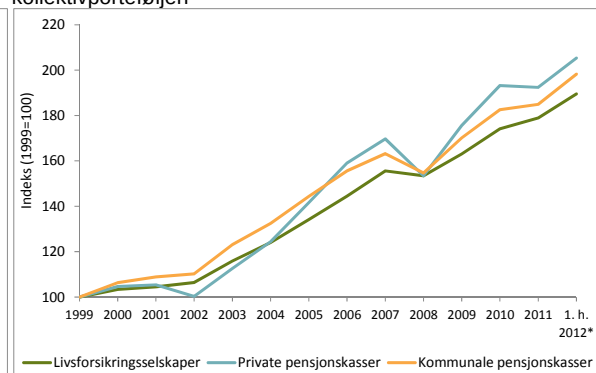
På grunn av nedgangen i det generelle rentenivået har renteinntektene i pensjonsforvalternes kollektivportefølje falt, se figur 3.3 og 3.4. Reduksjonen kommer selv med økt beholdning av rentepapirer. Rentenedgang gir samtidig en umiddelbar engangseffekt i form av verdiøkning på obligasjonsporteføljen. Aksjemarkedet steg noe i første halvår, og økte gevinster på realiserte aksjer og urealisert verdistigning på gjenværende aksjebeholdning var det største bidraget til bedret kapitalavkastning i første halvår.

3.5 Årlig verdijustert avkastning, kollektivporteføljen



*Annualisert Kilde: Finanstilsynet

3.6 Akkumulert verdijustert avkastning i kollektivporteføljen



Kilde: Finanstilsynet

Den verdijusterte kapitalavkastningen i kollektivporteføljen var 2,9 prosent for livsforsikringsselskapene og 3,6 prosent for pensjonskassene i første halvår 2012, en økning sammenlignet med ett år tilbake. Avkastningen, som inkluderer urealiserte verdiendringer, lå over nivået for rentegarantien, se

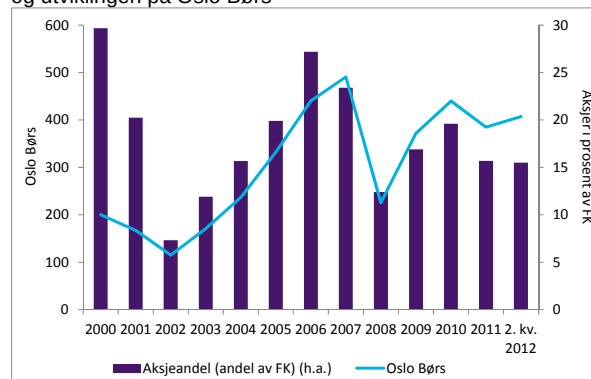
figur 3.5. Dette bidro til økning i kursreguleringsfondene på nær 5 mrd. kroner hittil i 2012. På samme tidspunkt i 2011 hadde pensjonsforvalterne samlet brukt nær 9 mrd. kroner av kursreguleringsfondet for å oppfylle rentegarantien.

Aktivaallokering og markedsrisiko i pensjonsforvaltningen

Markedsrisiko er risikoen for tap på investeringer som følge av endringer i renter, eiendomsverdier, aksje- og valutakurser. Utviklingen i verdipapirmarkedene har stor betydning for pensjonsforvalternes inntjening og soliditet på grunn av høye investeringer i aksje- og rentemarkedene. Om lag 80 prosent av livsforsikringsselskaperes forvaltningskapital er plassert i verdipapirmarkedene. I pensjonskassene er andelen i overkant av 90 prosent.

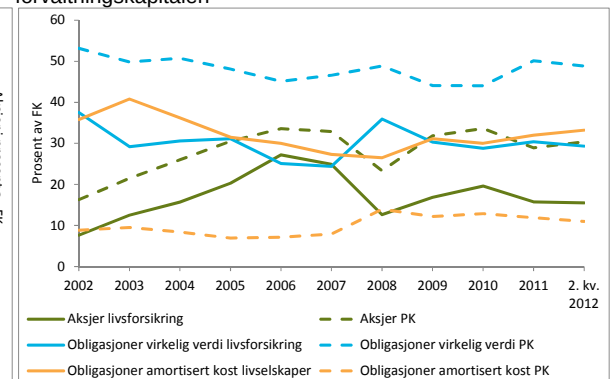
Endringer i aksjekurser utgjør det største enkeltelementet i markedsrisikoen, både som følge av at aksjer utgjør en stor andel av pensjonsforvalternes forvaltningskapital, og fordi aksjekursene kan variere mye over tid. Aksjebeholdningen i livsforsikringsselskapene har imidlertid hatt en tendens til å endre seg med børsutviklingen ut over det som følger av selve kursendringen, se figur 3.7. Dette følger av selskaperes dynamiske risikostyring som innebærer at aksjeporteføljen reduseres når kursene faller for å tilpasse risikoen til tilgjengelig bufferkapital. Aksjeandelen har vært relativt stabil siste halvår på om lag 15 prosent av forvaltningskapitalen. I andre halvår 2011 solgte flere selskaper store deler av aksjeporteføljen, se figur 3.8.

3.7 Livsforsikringsselskaperes aksjeandel og utviklingen på Oslo Børs



Kilde: Finanstilsynet og Oslo Børs

3.8 Utvalgte balanseposter som andel av forvaltningskapitalen



Kilde: Finanstilsynet

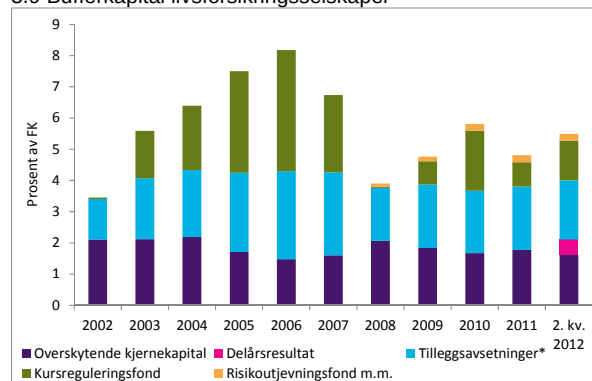
Andelen obligasjoner målt til virkelig verdi i livsforsikringsselskapene utgjorde 29 prosent av forvaltningskapitalen ved utgangen av første halvår 2012, en svak reduksjon de siste årene. Andelen obligasjoner til amortisert kost (inkludert hold til forfall-obligasjoner) har samtidig økt, noe som skyldes behov for stabil inntjening i urolige perioder. For pensjonskassene utgjorde obligasjoner til virkelig verdi 49 prosent av forvaltningskapitalen, noe som var en langt høyere andel enn i livsforsikringsselskapene. Andelen obligasjoner til amortisert kost er samtidig på et lavt nivå. For livsforsikringsselskapene utgjorde investeringer i eiendom 13 prosent av forvaltningskapitalen ved utgangen av første halvår 2012. For pensjonskassene utgjorde eiendomsinvesteringer om lag 5 prosent.

En betydelig andel av pensjonsforvalternes aksje- og obligasjonsporteføljer er plassert i utlandet. Utenlandske aksjer utgjorde om lag 75 prosent av aksjeeksponeringen for livsforsikringsselskapene, mens andelen for pensjonskassene var noe lavere. Utviklingen i internasjonale aksjemarkeder har dermed større betydning for livsforsikringsselskapene enn utviklingen på Oslo Børs. Om lag halvparten av livsforsikringsselskaperes obligasjoner er utstedt av utenlandske foretak, stater og institusjoner. De siste årene har stor oppmerksomhet vært rettet mot europeiske statsobligasjoner, spesielt obligasjoner utstedt av de gjeldstyngede eurolandene. Norske livsforsikringsselskaper har svært liten eksponering mot statsobligasjoner fra disse landene. De norske obligasjonene i porteføljen er i hovedsak utstedt av banker og kredittforetak, hvorav særlig beholdningen av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har økt kraftig de siste tre årene, i noen grad på bekostning av bankobligasjoner. Utviklingen antas å henge sammen med en forventning om mer fordelaktig risikovekting av OMF enn bankobligasjoner under det kommende soliditetsregelverket Solvens II, se omtale i tema I Regulering.

Soliditet og stresstester

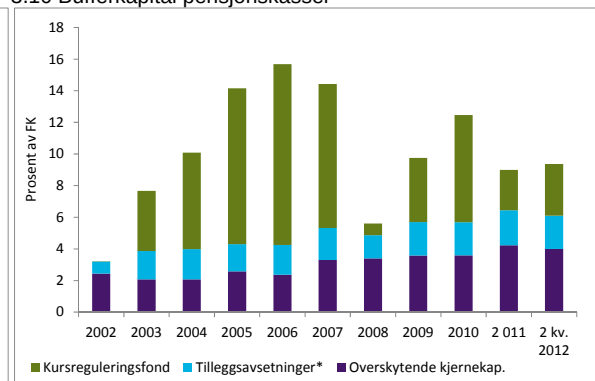
Pensjonsforvaltere må ha solid bufferkapital for å tåle svingninger i verdipapirmarkedene og for å opprettholde langsiktig god forvaltning av forsikringskundernes midler. Bufferkapitalen defineres her som tilgjengelig kapital utover lovpålagte soliditets- og sikkerhetskrav. Større bufferkapital øker muligheten for å ta risiko i investeringene og potensialet for økt avkastning over tid. God avkastning bidrar igjen til at bufferkapital kan øke gjennom blant annet fordeling av resultat og økning i kursreguleringsfondet. Livsforsikringsselskapene har lavere bufferkapital enn pensjonskassene, noe som reflekteres i investeringene. Pensjonskassene har høyere aksjebeholdning som andel av forvaltningskapitalen, og dermed høyere markedsrisiko. Positiv utvikling i aksjekurser vil dermed gi høyere avkastning for pensjonskassene enn for livsforsikringsselskapene. Livsforsikringsselskaperes evne til å øke aksjeandelen begrenses av lav bufferkapital og lavt rentenivå.

3.9 Bufferkapital livsforsikringsselskaper



* Begrenset oppad til ett års rentegaranti
 Kilde: Finanstilsynet

3.10 Bufferkapital pensjonskasser



* Begrenset oppad til ett års rentegaranti
 Kilde: Finanstilsynet.

Livsforsikringsselskapene hadde en bufferkapital på 53 mrd. kroner ved utgangen av første halvår 2012. Dette tilsvarte 5,6 prosent av forvaltningskapitalen. Delårsresultatet og økt kursreguleringsfond bidro til at bufferkapitalen ble styrket i første halvår. Pensjonskassene hadde en bufferkapital på 18 mrd. kroner, som tilsvarte 9,4 prosent av forvaltningskapitalen. Pensjonskassene har vesentlig høyere

overskytende kjernekapital enn livsforsikringsselskapene målt mot samlet forvaltningskapital. Kursreguleringsfondet er også betydelig høyere.

Forsikringsselskaper og pensjonskasser rapporterer stresstester til Finanstilsynet hvert kvartal. Stresstestene skal blant annet måle effekten av det kommende solvensregelverket, Solvens II. Stresstesten måler risiko i selskapenes virksomhet, og beregner et samlet tapspotensial under gitte scenarier. Stresstestscenariene dekker alle deler av selskapenes virksomhet, herunder markedsrisiko, forsikringsrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko. Det beregnes en bufferkapitalutnyttelse som viser tapspotensialet målt opp mot selskapenes bufferkapital. Bufferkapitalutnyttelse på over 100 prosent innebærer at selskapet ikke har tilstrekkelig bufferkapital til å tåle beregnede tap under stressscenariene. Ved utgangen av første halvår 2012 hadde flere livsforsikringsselskaper en bufferkapitalutnyttelse på over 100 prosent, og noen betydelig over. For å oppfylle det kommende Solvens II-regelverket, vil selskapene måtte redusere risikoen og/eller få betydelig kapitaltilførsel. Disse utfordringene er felles for de fleste land i EØS. I arbeidet med Solvens II sees det nærmere på blant annet utfordringene som er knyttet til lavt rentenivå kombinert med langsiktige rentegarantier.

Utfordringer i livsforsikring

Lavt rentenivå og garantert rente

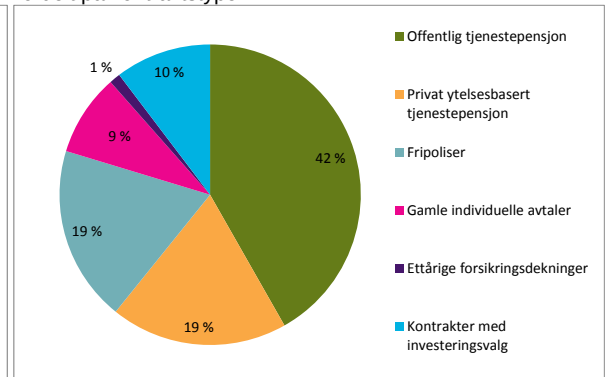
Livsforsikringsselskapene har langsiktige pensjonsforpliktelser overfor kundene. Store deler av disse forpliktelsene knyttes til en garantert rente. En betydelig andel av disse er kontrakter som er inngått i perioder med langt høyere rente enn i dag, og rentenivået er nå lavt sett i forhold til livsforsikringsselskapenes gjennomsnittlige garanterte rente, se figur 3.11.

3.11 Lange renter (10 år stat) og livsforsikringsselskapenes garanterte rente



Kilder: Finanstilsynet og Thomson Reuters Datastream

3.12 Livsforsikringsselskapenes forpliktelser fordelt på kontraktstype



Kilde: Finanstilsynet

Selskapenes utfordringer knyttet til det lave rentenivået varierer avhengig av virksomhetsområde og type kontrakter i porteføljen. For offentlig tjenestepensjon kan selskapene øke premien tilsvarende de økte forpliktelsene uten at forsikringstakerne har mulighet til å lukke ordningen. Renterisikoen overføres derfor til kundene, i hovedsak kommuner, som får høyere pensjonsutgifter. Offentlig tjenestepensjon utgjør over 40 prosent av de samlede forsikringsforpliktelsene i de norske livsforsikringsselskapene, se figur 3.12. I privat tjenestepensjon har selskapene også anledning til å øke

premien, men her kan kunden i utgangspunktet velge å lukke ordningen og gå over til innskuddspensjon. I så fall omgjøres forpliktelsene til fripolis. Fripolisene er fullt innbetalte forsikringer hvor forsikringsselskapene ikke har mulighet til å øke premieinnbetalingen for å kompensere for forskjellen mellom rentegarantien og det generelle rentenivået. Tilsvarende gjelder individuelle avtaler inngått før forsikringslovgivingen ble endret i 2008. Samlet utgjør fripolis og gamle individuelle avtaler om lag 28 prosent av livselskapenes totale forsikringsforpliktelser.

Utfordringene knyttet til selskapenes garanterte rente er i større eller mindre grad felles med de fleste landene i vestlige Europa. I Norge diskonteres i dag forsikringsforpliktelsene med grunnlagsrenten, men i en rekke europeiske land føres forsikringsforpliktelsene til markedsverdi. Flere av landene har valgt å innføre særskilte midlertidige tiltak som følge av det ekstraordinært lave rentenivået. I Sverige er selskapene gitt mulighet til midlertidig å benytte en alternativ rentesats ved beregning av forsikringsforpliktelsene. Rentesatsen kan betraktes som en nedre grense ("gulv"). I Danmark er rentekurven justert, noe som også er uttalt å være en tilnærming til det foreløpig siste forslaget i Solvens II.

Solvens II

Det nye solvensregelverket innebærer store utfordringer for livforsikringsselskapene. (Nærmere omtale av Solvens II, se Tema I Regulering.) Selskapene skal føre forpliktelsene til markedsverdi.

Utfordringene knyttet til det lave rentenivået vil dermed synliggjøres, og kapitalkravet forventes å stige betydelig. For mange livsforsikringsselskaper vil det bli svært krevende å oppfylle kapitalkravet under Solvens II. Det foreligger imidlertid flere forslag til mulig justering av deler ved Solvens II. Noen av forslagene knyttet til langsiktige garantier innebærer at det foretas justeringer i diskonteringsrenten for forpliktelsene for i større grad å kompensere for verdiendringer på renteavhengige eiendeler, som statsobligasjoner. Videre omfatter forslagene ekstrapoleringsmetoder for å oppnå større stabilitet i fastsettelsen av rentekurven for lengre løpetider. Det foreligger også forslag om gradvis overgang fra eksisterende diskonteringsrente (grunnlagsrente) til diskontering med Solvens II-rentekurven.

Livsforsikringsselskapenes behov for oppreservering

Det er ikke i tilstrekkelig grad tatt høyde for økt levealder i befolkningen (reduert dødelighet) i livsforsikringsselskapene. Det ble til dels gjort store avsetninger i 2007 på bakgrunn av nye dødelighetstariffer gjeldende fra 2008. Økningen i levealder har imidlertid vært sterkere enn forventet, og det vil derfor være behov for ytterligere styrking av de forsikringstekniske avsetningene. Nye dødelighetstariffer er fortsatt under arbeid i forsikringsnæringen, og det ligger an til en betydelig økning i avsetningene. I dialog med forsikringsnæringen tar Finanstilsynet sikte på å fastsette et nytt forsikringsteknisk beregningsgrunnlag, lengde på opptrappingsplan og et eventuelt krav om bidrag fra egenkapitalen i løpet av høsten 2012. Finanstilsynet vurderer å pålegge livsforsikringsselskapene å benytte vesentlige deler av overskuddet til oppreservering i 2012 og 2013. Det legges til grunn at det nye dødelighetsgrunnlaget blir gjort gjeldende fra 2014.

Banklovkommisjonens forslag til ny lov om kollektiv tjenstepensjonsforsikring

I juni 2012 la Banklovkommisjonen fram forslag til ny lov om kollektiv tjenstepensjonsforsikring. Det foreslås forsikringsbaserte tjenstepensjonsordninger som er tilpasset hovedprinsippene i ny folketrygd. Det er i forslaget også tatt hensyn til soliditetsutfordringene som pensjonsforvalterne og

foretakene de senere årene har hatt knyttet til ytelsesbaserte ordninger. De foreslåtte produktene vil avlaste pensjonsforvalterne for vesentlige deler av avkastningsrisikoen og levealdersrisikoen som i dag er knyttet til ytelsesordningene. For at forslagene skal ha positiv effekt for livsforsikringsselskapene også på kort sikt, er det avgjørende at det etableres overgangsordninger slik at utstedelser av fripoliser av større omfang unngås. Fripolisene utløser betydelige kapitalkrav under Solvens II fordi kundene er garantert en årlig avkastning og livsvarige ytelser uten at selskapet kan kreve inn premier.

Banklovkommisjonen avga i januar 2012 en utredning om fripoliser og kapitalkrav. Blant annet ble det foreslått å åpne for at fripoliser etter fripoliseinnehaverens ønske kan utstedes eller konverteres til fripoliser med investeringsvalg. I tillegg ble beløpsgrensene for når fripoliser skal utstedes, foreslått hevet. Hensikten med Banklovkommisjonens forslag var å bidra til å bremse veksten i den tradisjonelle fripolisebestanden. Kapitalkrav etter Solvens II forventes å bli vesentlig lavere for fripoliser med investeringsvalg enn for tradisjonelle fripoliser med avkastningsgaranti. Med dagens lave rentenivå er det imidlertid usikkert hvor stor effekt forslaget vil ha, fordi en del kunder antas foretrekke å beholde den garanterte renten på fripolisene. Finanstilsynet la også i sin høringsuttalelse vekt på pensjonsinnretningenes plikt til god rådgiving overfor kunder som vurderer slik konvertering.

Spareprodukter i livsforsikring

Norske livsforsikringsselskaper har mulighet til å tilby individuelle spareprodukter. Produktene omfatter kapitalforsikring, livrente - og pensjonsforsikring og individuell pensjonssparing. Bindingstiden på produktene varierer. Blant annet som følge av at skattefordelene knyttet til disse spareproduktene er redusert, utgjør de en svært liten del av husholdningenes sparing. Om lag 21 mrd. kroner var plassert i slike produkter ved utgangen av 2011, og beløpet er synkende. Hovedmengden av produktene selges gjennom agenter, og Finanstilsynet har undersøkt nærmere om forbrukerens interesser ivaretas på en god måte i salget av spareproduktene. Det er i undersøkelsen kartlagt i hvilken grad selskapene sikrer at kunden gis pliktige opplysninger og råd om forsikringskontrakten, de tilbudte investeringsalternativene og tilknyttede kostnader, samt hvordan det sikres at anbefalte produkter dekker kundens behov.

Hovedinntrykket er at livsforsikringsselskapene i hovedsak sørger for tilstrekkelig informasjon og rådgiving før salg. Enkelte selskaper kan imidlertid bedre informasjonen om kostnader og historisk avkastning i de forskjellige produktkategoriene. Noen selskaper selger produktene for å dekke investeringsbehov og ikke forsikringsbehov. I slike tilfeller er det særlig viktig at produktet er egnet til å dekke kundens behov, samtidig som det må presiseres at avtalepart er et livsforsikringsselskap, og at det vil påløpe en premie for et forsikringselement. Flere selskaper informerer heller ikke tilstrekkelig om at kunden ikke vil bli eier av underliggende investeringer, men kun vil få en fordring på selskapet. For øvrig øker kravene til personlig rådgiving om kompliserte produkter, lav likviditet, innebygd giring eller andre risikofylte investeringsvalg. To selskaper har solgt slike produkter uten personlig rådgiving.

Resultatene av undersøkelsen med referanse til aktuell regulering er tilgjengelig på Finanstilsynets nettsted. (Se omtale under tema VI Forbrukervern.)

Strukturen i skadeforsikringsmarkedet

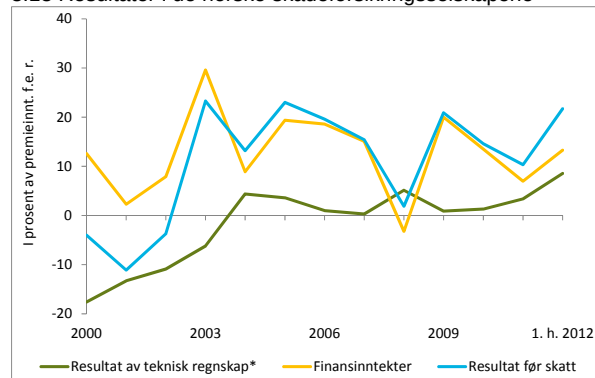
De 89 selskapene i det norske skadeforsikringsmarkedet varierer i størrelse og omfang. De største aktørene på privatmarkedet har et landsdekkende forsikringstilbud i de fleste næringslivsbransjene. De fire største selskapene (Gjensidige, If, Tryg og Sparebank 1) har en samlet markedsandel på 76 prosent målt ved forfalt bruttopremie. Disse opererer i hovedsak innen landbaserte bransjer. Innenfor sjø- og energiforsikring er det i hovedsak spesialiserte selskaper som er tilbydere.

Markedet i Norge skiller seg fra mange andre europeiske land fordi utenlandske filialer har en relativt sterk posisjon. De to største utenlandske filialene (If og Tryg) har samlet en markedsandel på 39 prosent målt ved forfalt bruttopremie.

Lønnsomhet

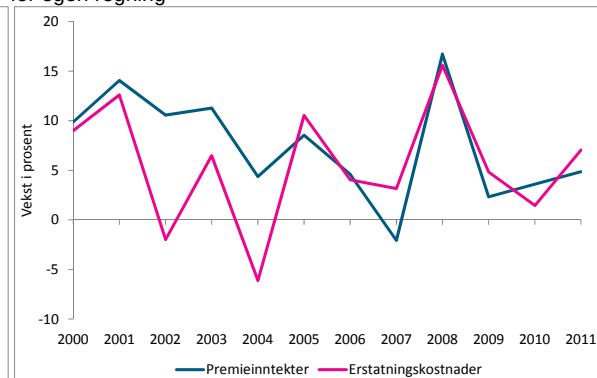
Resultatene i skadeforsikringsselskapene har variert betydelig over tid, se figur 3.13. Samlet for selskapene var driftsresultatet negativt fram til 2003, men har siden vært positivt. Fram til 2005 bidro betydelig premievekst sammen med lav vekst i erstatningskostnadene til bedring i resultat, se figur 3.14. Veksten i premieinntekter og erstatningskostnader har i større grad sammenfalt de senere årene. Finansinntektene har, med unntak av 2008, vært større enn driftsresultatet i hele perioden.

3.13 Resultater i de norske skadeforsikringsselskapene



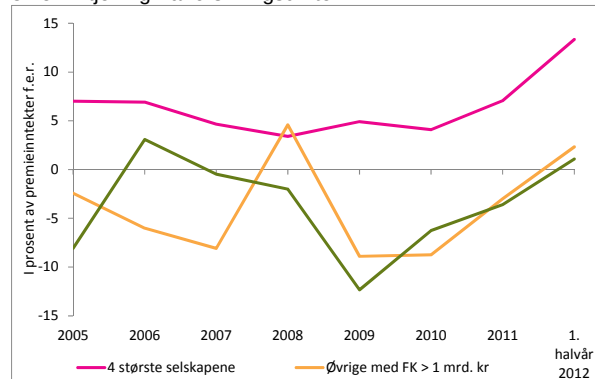
* Fratrullet allokert investeringsavkastning
 Kilde: Finanstilsynet

3.14 Vekst i premieinntekter og erstatningskostnader for egen regning



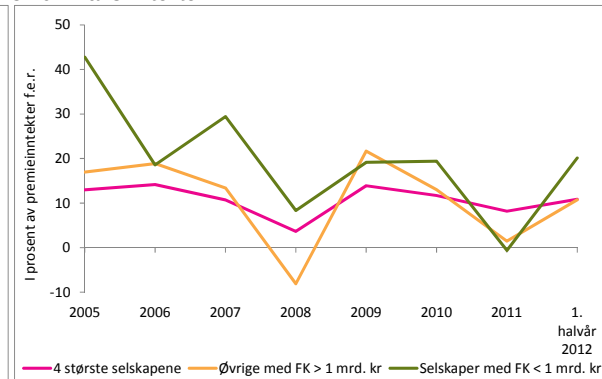
Kilde: Finanstilsynet

3.15 Inntjening fra forsikringsdriften



* Fratrullet allokert investeringsavkastning.
 Kilde: Finanstilsynet

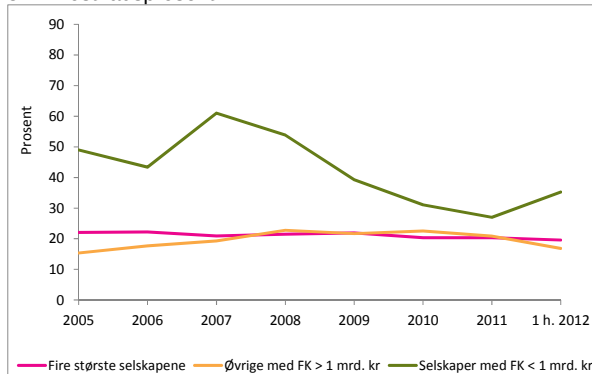
3.16 Finansinntekter



Kilde: Finanstilsynet

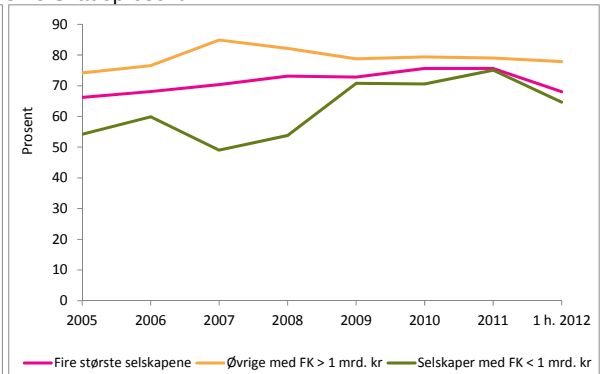
I perioden fra 2005 har inntjeningen fra forsikringsdriften vært stabilt god i de fire største selskapene. I de øvrige selskapene har inntjeningen i større grad variert, se figur 3.15. Disse selskapene har hatt negative driftsresultater i store deler av perioden. Små selskaper har hatt et relativt høyt finansresultat, se figur 3.16. Dette skyldes blant annet større aksjeandel og mindre andel investeringer som holdes til forfall enn i de store selskapene. De mindre selskapene blir dermed mer direkte eksponert mot verdiendringer i aksjemarkedet og renteendringer, noe som fører til større svingninger i finansinntektene.

3.17 Kostnadsprosent



Kilde: Finanstilsynet

3.18 Skadeprosent



Kilde: Finanstilsynet

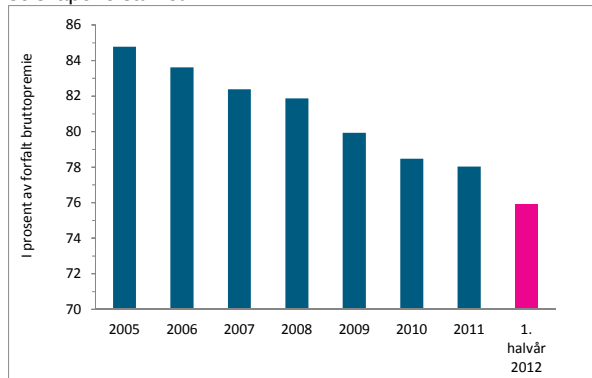
Kostnadsprosenten, målt som driftskostnader i forhold til premieinntekter, er lavere i de store selskapene enn i de små, se figur 3.17. Dette kan indikere at større selskaper driver mer kostnadseffektivt. Skadeprosenten, målt som erstatningskostnader i forhold til premieinntekter, varierer mellom selskapene, men er lavest i små selskaper, se figur 3.18. En årsak til dette kan være at små selskaper opererer innenfor nisjer som kan bidra til en kundesammensetning med færre skadetilfeller. Lav skadeprosent i de små selskapene veier imidlertid ikke opp for høy kostnadsprosent. Små selskaper har dermed hatt høyere combined ratio, (summen av kostnadsprosent og skadeprosent) enn de store selskapene i perioden fra 2005.

Strukturendringer

Markedsandelene i de fire største selskapene har falt de senere årene, se figur 3.19. Nye selskaper har tatt markedsandeler fra de store, bl.a. DNB, Protector, Frende og Terra, se figur 3.20. Felles for flere av disse selskapene er at forsikringsproduktene i hovedsak selges via bankenes kundekanaler.

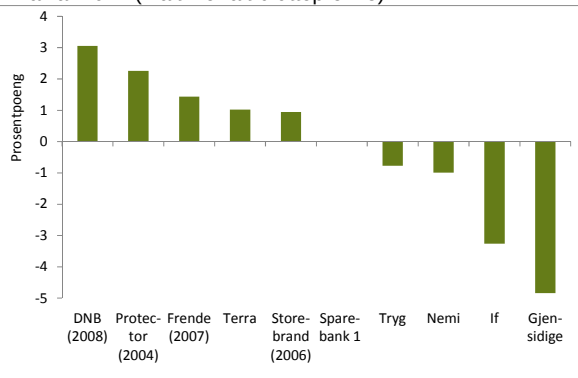
En årsak til at markedsandelene for de fire største selskapene har blitt redusert kan være økt vekt på lønnsomhet. For nystartede selskaper er problemstillingen motsatt. Skadeprosenten i mellomstore selskaper, som inkluderer de fleste selskapene som har hatt økning i markedsandelene, er høyere enn i øvrige selskaper. En årsak kan være at selskapene som satser på å ta markedsandeler setter premiene for lavt i forhold til hva som er nødvendig for å drive forsikringsmessig lønnsomt. Så lenge finansavkastningen er positiv er det imidlertid mulig å ha et positivt totalresultat selv om forsikringsdriften er negativ.

3.19 Markedsandeler i de 4 største skadeforsikrings-selskapene samlet



Kilde: Finanstilsynet

3.20 Endring i markedsandeler fra 2005 til 1. halvår 2012 (målt i forfalt bruttopremie)



* Nyetablerte selskaper har etableringsår i parentes

Kilde: Finanstilsynet

Inntjeningen fra forsikringsdriften er lavere for små selskaper enn store, grunnet høyere kostnadsprosent. En mulig konsekvens av tilspisset konkurranse og pressede marginer kan være effektivisering og behov for volumvekst i små selskaper. Dette kan føre til at skadeprocenten nærmer seg de større selskapene fordi kundegrunnlaget i mindre grad vil bestå av nisjekunder.

Tema I Regulering

En rekke regelverksendringer er under arbeid på finansområdet. I forslaget til EUs nye kapitaldekningsregelverk, CRD IV, er det lagt opp til strengere kapitalkrav for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. Nye soliditetsregler for forsikringsselskaper, Solvens II, skal erstatte dagens solvensmarginkrav. På regnskapsområdet vil nye regler for vurdering av tap på utlån og den regnskapsmessige behandlingen av forsikringskontrakter være av stor betydning for finansinstitusjonene. Finanskrisen har ført til betydelig oppmerksomhet om systemviktige banker og krisehåndteringssystemer. Det er utarbeidet forslag til nye regler på begge disse områdene. I Norge har Banklovkommisjonen lagt fram flere store utredninger det siste året. Banklovkommisjonen har blant annet foreslått en ny samlet Finanslov og ny lov om kollektiv tjenstepensjonsordning.

Nytt soliditetsregelverk for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak – CRD IV

EU-kommisjonen publiserte 20. juli 2011 forslag til nytt soliditetsregelverk for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. Gjeldende kapitaldekningsdirektiver for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak erstattes av én forordning (Capital Requirement Regulation, CRR) og ett direktiv (Capital Requirement Directive, CRD). Nytt regelverk har fått samlebetegnelsen CRD IV. Forslaget bygger på Basel-komiteéns anbefalinger om nye kapital- og likviditetsstandarder vedtatt i desember 2010, Basel III. Kommisjonen foreslår fullharmonisering av regelverket, som innebærer at nasjonale myndigheters adgang til å stille strengere krav begrenses. CRD IV skal etter planen tre i kraft 1. januar 2013. CRD IV-forslaget har vært behandlet i Rådet og i Parlamentets økonomikomiteé (ECON). Forslagene er nå gjenstand for trepartsforhandlinger mellom de tre institusjonene. De viktigste forhandlingstemaene er nasjonale handlingsrom, håndteringen av systemviktige institusjoner, risikovekting av utlån til små og mellomstore bedrifter og bonusordninger.

CRD IV representerer en omstrukturering av gjeldende regelverk. Forordningen retter seg mot institusjonene, og inneholder minstekrav til kapital og likviditet, rammer for konsentrasjonsrisiko og krav til offentliggjøring av finansiell informasjon (pilar 3). Direktivet inneholder bestemmelser om virksomhetsregler og risikostyring i institusjonene, samt myndighetenes tilsynspraksis og sanksjonsmuligheter knyttet til blant annet vurderingen av institusjonenes risiko- og kapitalvurderingsprosess (pilar 2). Foreslåtte bestemmelser om kapitalbuffere er også tatt inn i direktivet.

Finanstilsynet foreslo høsten 2011 lovbestemmelser, herunder forskriftshjemler for gjennomføring av CRD IV i norsk rett. Finanstilsynet vil legge fram forslag til forskrifter etter endelig vedtak av CRD IV i EU.

Soliditet

Det er foreslått at ren kjernekapital og kjernekapital (ren kjernekapital og hybridkapital) skal utgjøre henholdsvis 4,5 og 6 prosent av risikovektet beregningsgrunnlag, i tillegg til minstekravet på 8 prosent ansvarlig kapital (kjerne- og tilleggskapital). Dette kombineres med strengere kvalitative krav til hvilken kapital som kan regnes som ansvarlig kapital. Det stilles også krav om kapitalbuffer utover minstekravene til kapitaldekning, herunder en kapitalbevaringsbuffer som skal sikre at kapitalen ikke faller under minimumskravet i kraftige nedgangsperioder. Bufferen skal bestå av ren kjernekapital, og utgjøre 2,5 prosent av beregningsgrunnlaget. For å sikre bankene mot ekstra tap når en nedgangsperiode følger etter en periode med sterk kredittvekst, er det foreslått å innføre en motsyklisk kapitalbuffer. Denne bufferen, som skal bestå av ren kjernekapital, vil blant annet kunne pålegges når kredittveksten i forhold til BNP ligger over den langsiktige trenden. Bufferen vil i utgangspunktet variere mellom 0 og 2,5 prosent av beregningsgrunnlaget. Det er nasjonale myndigheter som skal ha kontrollen med bruken av et slikt bufferkrav. Brudd på bufferkravene begrenser institusjonenes mulighet til å disponere overskudd.

Tabell 1.1 Innfasingen av kapitalbestemmelsene i CRD IV *

(1. januar)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ren kjernekapital	3,5 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kjernekapital (ren kjernekapital og hybridkapital)	4,5 %	5,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Ansvarlig kapital (kjernekapital og tilleggskapital)	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Bevaringsbuffer				0,625 %	1,25 %	1,875 %	2,5 %
Motsyklisk buffer	Følger bevaringsbuffer, men kan forseres i enkeltland med sterk kredittvekst						

*I tillegg kommer utfasing av instrumenter som ikke møter de nye kravene til hybrid- og tilleggskapital i perioden 2013-23

Det fortsatt usikkert hvordan systemrisiko vil bli hensyntatt i CRD IV. Både Rådet og Parlamentet har foreslått krav for systemrisiko som ikke var dekket i EU-kommisjonens forslag. Rådet foreslår en systemrisikobuffer der nasjonale myndigheter har handlefrihet til å sette en buffersats opp til 3 prosent av beregningsgrunnlaget. Ifølge Rådets forslag kan myndighetene pålegge alle, enkelte eller grupper av institusjoner, en systemrisikobuffer for å forhindre og dempe system- eller makrorisiko. For buffer som ikke berører eksponeringer i andre medlemsland, kan myndighetene fritt pålegge bufferkrav på inntil 5 prosent av beregningsgrunnlaget. Bufferkravene skal i utgangspunktet bare gjelde hjemlandets institusjoner, men det vil være mulig å anerkjenne andre lands buffersatser på samme måte som for motsyklisk buffer. Bufferen skal bestå av ren kjernekapital, og brudd på kravene skal medføre de samme restriksjoner som brudd på de øvrige bufferkravene. Parlamentet foreslår et tilleggskapitalkrav for systemviktige institusjoner både på globalt nivå, EU-nivå og nasjonalt nivå basert på vurderingsmetoder for systemviktighet i Baselkomitéens høringsdokument fra juni 2012. Størrelse, kompleksitet, risiko for smittevirkninger og hvorvidt institusjonens tjenester kan tilbys av andre innen kort tid vil være avgjørende for vurderinger av systemviktighet. Dersom en institusjon blir vurdert som svært systemviktig, kan bufferkravet være opp til 10 prosent. Parlamentet vil også kreve at systemviktige institusjoner lager beredskapsplaner.

Risikovektet minstekrav til kapital er foreslått supplert med et minstekrav til uvektet kapitalandel (leverage ratio), definert som forholdet mellom institusjonens kjernekapital og et eksponeringsmål, som i tillegg til forvaltningskapitalen, omfatter risikoeksponeringer utenfor balansen. Formålet med uvektet kapitalandel er å dempe gjeldsøkning i finansinstitusjonene, og fungere som en "nødbremse". I tillegg skal kravet bidra til å begrense risikoen knyttet til modellbruk for beregning av kapitalkrav. Det er forslag om at minstekravet til uvektet kapitalandel skal være 3 prosent. Uvektet kapitalandel skal inngå som en del av institusjonenes og tilsynsmyndighetenes vurdering av kapitalbehov (pilar 2) fra 2013, og skal offentliggjøres av institusjonene fra 2015 (pilar 3). Etter forslaget til CRD IV skal kravet først gjøres gjeldende fra 2018.

Likviditet

Finanskrisen synliggjorde den betydning robust finansiering og god likviditet har for finansiell stabilitet. I CRD IV foreslås det strengere krav til institusjonenes likviditet og likviditetsstyring. I Baselkomitéens anbefalinger, som CRD IV bygger på, er det forslag til felles kvantitative krav for overvåking av likviditetsrisiko. Kravene skal gjøre det lettere for tilsynsmyndighetene å identifisere og analysere både nivået på likviditetsrisiko i den enkelte bank og i banksystemet som helhet. To nye kvantitative minimumskrav til likviditet er foreslått: Liquidity Coverage Ratio (LCR), som er et krav til likviditetsdekning og et mål på institusjonens likviditetsbuffer, samt Net Stable Funding Ratio (NSFR), som skal bidra til og er et mål på langsiktig finansiering.

Det legges opp til at European Banking Authority (EBA) skal utarbeide bindende tekniske standarder på området innen 1. januar 2013. EBA skal overvåke LCR og NSFR fra 2013. Resultatene skal danne grunnlag for EU-kommisjonens vurderinger av eventuelle utilsiktede konsekvenser av kravene, som kan medføre justeringer. Det er lagt opp til at LCR skal innføres fra 2015 og NSFR fra 2018.

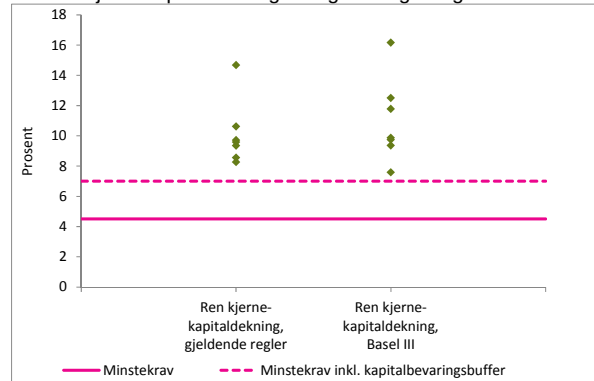
Beregningsstudie

Baselkomitéen og EBA gjennomfører beregningsstudien "Basel III monitoring". Studien bygger på Basel III-rammeverket, som i stor grad tilsvarer de nye kravene i CRD IV, og skal pågå til Basel III-anbefalingene er innfasert. Informasjon om likviditet, kapital og eksponeringer på og utenfor bankenes balanser er grunnlag for studien. Siste beregningsstudie ble gjennomført ved utgangen av 2011. Syv norske institusjoner deltok. Store og mellomstore banker, samt mer spesialiserte institusjoner, var representert. Beregningsstudien bidrar med viktig informasjon for å utvikle regelverket og for å vurdere effektene av de nye reglene. Videre gir den norske institusjoner en mulighet til å starte tilpasningen til reglene i forkant av implementeringen.

I Basel III stilles det strengere krav til de kvalitative og kvantitative kravene til ren kjernekapital. De aktuelle kravene er i stor grad gjennomført i norsk regelverk. Dette fører til at norske institusjoner i liten grad berøres av strengere kvalitetskrav til ren kjernekapital. De norske institusjonene som deltok i studien oppfylte dermed nye minstekrav til kapital ved utgangen av 2011. I flere av bankene øker den rene kjernekapitalen under forslaget til nye regler. Regelendringene medfører samtidig endringer, både positive og negative, i risikovektet beregningsgrunnlag i de syv institusjonene. De norske institusjonene som deltok i beregningsstudien hadde gjennomsnittlig ren kjernekapitaldekning på 9,4 prosent ved utgangen av 2011 beregnet etter gjeldende regelverk. Etter Basel III-reglene er

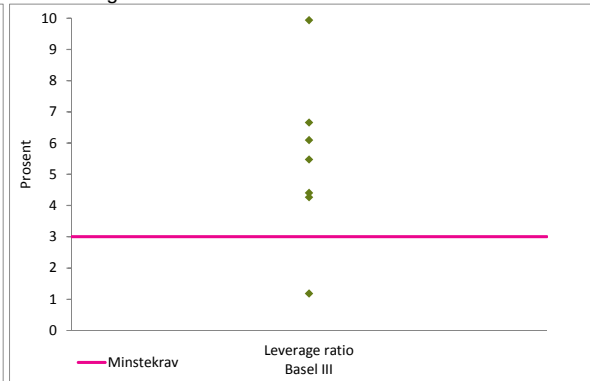
gjennomsnittlig ren kjernekapitaldekning 9,7 prosent. Figur I.1 viser at det er variasjoner mellom institusjonene (de grønne prikkene representerer enkeltinstitusjoner).

I.1 Ren kjernekapitaldekning – dagens regler og Basel III



Kilde: Finanstilsynet

I.2 Leverage ratio



Kilde: Finanstilsynet

I beregningsstudien vurderes også effektene av krav til uvektet kapitalandel (leverage ratio). Gjennomsnittlig leverage ratio for de syv norske institusjonene var 4,1 prosent. Alle de norske bankene i studien hadde en leverage ratio over 3 prosent. Spesialiserte institusjoner har noen større utfordringer for å møte kravet som følge av store porteføljer av lavrisikoutlån. Informasjon fra beregningsstudien vil for øvrig danne grunnlag for Baselkomitéens endelige kalibrering av leverage ratio som skal gjøres innen første halvår 2017.

Beregningsstudier og rapporteringer på likviditetsområdet viser at norske banker ligger nærmere de kommende kravene for NSFR enn LCR. Slik forslaget til LCR er definert i CRD IV vil utfordringene for oppfyllelse av kravet være blant annet knyttet til liten tilgang til verdipapirer med lav risikovekt i kapitalsammenheng som følge av et lite statspapirmarked. Dette er et av områdene som skal vurderes nærmere av EBA. I tillegg bidrar lite omfang av andre rentepapirer utstedt av offentlig sektor, begrenset omfang av OMF (utenom egenbeholdning) og få foretaksobligasjoner med tilfredsstillende kredittvurdering, til at LCR er på et lavt nivå for bankene i Norge, se kapittel 2. De strenge kravene til avkortning, særlig for innskudd, representerer også utfordringer for norske banker.

Finanstilsynet innførte kvartalsvis rapportering av LCR for alle norske banker fra og med september 2011. Det er etter Finanstilsynets vurdering viktig at norske banker tilpasser seg de nye likviditetskravene.

Nordisk departementsgruppe

De nordiske finans- og økonomidepartementene nedsatte i februar 2012 en arbeidsgruppe for blant annet å vurdere ulike forhold og identifisere utfordringer knyttet til CRD IV, herunder også muligheter for nordisk samarbeid i gjennomføringen av regelverket. Rapporten ble behandlet i det nordiske finansministermøtet 2. juli 2012. Rapporten beskriver den forestående gjennomføringen av CRD IV-regelverket i nasjonal rett, ulike utfordringer i de enkelte nordiske landene og mulighetene for nordisk harmonisering. Arbeidsgruppen viser til at finansmarkedene i Norden er svært integrerte, og at det både er mulig og ønskelig å etablere et nordisk samarbeid om de nye kapital- og likviditetskravene. Gruppen viser særlig til muligheten for samarbeid om å bruke nasjonalt handlingsrom i det kommende

EU-EØS-regelverket, og at det bør legges større vekt på såkalt vertslandsregulering. Vertslandsreguleringen innebærer at regler som fastsettes i et land, vil få virkning for alle institusjoner som driver virksomhet i det aktuelle landet, inkludert filialer og banker som driver annen grensekryssende virksomhet.

Gruppen peker også på at risikovekter for boliglån er lave i store nordiske banker som bruker interne modeller for beregning av kapital (IRB). Hensynet til finansiell stabilitet kan tilsi høyere risikovekter og dermed høyere kapitalkrav for boliglån. Det kan oppnås gjennom skjerpede krav til beregningsmodellene bankene bruker. Gruppen peker også på at det er mulig og samtidig viktig å samarbeide om felles kriterier og lik praktisering når tilsynsmyndighetene godkjenner modellene bankene bruker for å beregne kapital (både standard- og IRB-metode). Det kan gi økt transparens og gjøre det lettere å sammenligne ulike banker.

Gruppen ønsker at tilsynsmyndighetene skal samarbeide om kravene som stilles til interne modeller. På bakgrunn av rapporten ble finansministrene enige om å be de nordiske tilsynsmyndighetene utrede muligheten for å etablere en felles forståelse av likviditetskravene, et system for gjensidig anerkjennelse av kapitalkrav i de nordiske landene og et samarbeid om felles kriterier og praksis når tilsynsmyndighetene godkjenner metodene bankene bruker for å beregne kapital (både standard- og IRB-metode).

EU-kommisjonens forslag til krisehåndteringsdirektiv

EU-kommisjonen la fram direktivforslaget: "Framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms" i juni 2012. Formålet med forslaget er å sikre finansiell stabilitet, videreføre systemviktige funksjoner i banker under avvikling, beskytte offentlige midler under finanskriser og beskytte kundenes midler i bankene. Det er forventet at direktivet skal behandles i EU-parlamentet i mars 2013. Direktivforslaget er i tråd med Financial Stability Board's: "Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions" og Baselkomitéens forslag til verktøy for å løse kriser i grensekryssende banker. EU-kommisjonen anser direktivet som en viktig forutsetning for en felles bankunion i Europa, se nærmere omtale neste side.

I direktivet er det foreslått at hvert enkelt medlemsland skal peke ut en krisehåndteringsmyndighet. Dette kan være tilsynsmyndighet, sentralbank, departement eller annen offentlig administrativ myndighet. Bankene må utarbeide beredskapsplaner for gjenoppretting av bankens finansielle stilling som ikke er basert på offentlig støtte. Planen skal godkjennes av tilsynsmyndighetene og skal oppdateres årlig. EBA skal utvikle tekniske standarder både for innholdet i beredskapsplanene og tilsynsmyndighetenes vurdering av disse. Kravet til beredskapsplaner gjelder alle banker, ikke bare de systemviktige. Planene skal imidlertid stå i forhold til institusjonenes størrelse og kompleksitet. Krisehåndteringsmyndighetene skal (eventuelt i samarbeid med tilsynsmyndighetene) utarbeide planer som tar høyde for at en bank må avvikles i perioder med finansiell ustabilitet. Det skal blant annet skisseres hvilke avviklingsverktøy som skal benyttes. EBA, i samarbeid med ESRB, kan fastsette utfyllende regler om innholdet i avviklingsplanene. En institusjon avvikles dersom det er en fare for at bankens gjeld vil bli større enn bankens eiendeler, eller det er sannsynlig at banken ikke vil kunne

oppfylle sine forpliktelser ved forfall. Tilsvarende vil gjelde dersom institusjonen ikke kan oppfylle kapitalkravet. Private eller tilsynsmessige løsninger for videre drift skal ha blitt vurdert som utilstrekkelige for å sikre en snarlig tilfredsstillende utvikling. Dersom en institusjon ikke oppfyller, eller sannsynligvis ikke vil oppfylle kapitalkravene, skal tilsynsmyndighetene i medlemslandene ha myndighet til å iverksette tidlige tiltak som går lenger enn det som ligger i kapitaldekningsreglene. Blant annet skal tilsynene kunne kreve iverksettelse av hele eller deler av beredskapsplanene og utpeke en offentlig administrator som overtar ledelsens rolle.

Det skal opprettes et krisehåndteringsfond (European System of Financing Arrangements (ESFA)). Fondet skal først bidra med kapital når alle krav som kan nedskrives er nedskrevet og delvis konvertert, men kan likevel bidra med lån til en brobank. Fondet skal bygges opp over en tiårsperiode, til en størrelse på minst én prosent av garanterte innskudd. Fondet kan være felles med innskuddsgarantifondet. Men unntak av konvertering av gjeld til aksjer, skal direktivet etter planen tre i kraft 1. januar 2015. EBA skal utarbeide forslag til tekniske standarder innen ett år etter ikrafttreden.

Felles europeisk bankunion

Den 12. september 2012 kom EU-kommisjonen med forslag om felles tilsyn for banker i euroområdet. Hensikten med en bankunion er å bevare integriteten til det indre markedet gjennom å styrke tilsynet med banknæringen i den økonomiske og monetære union (EMU) og sikre lik tilsynspraksis for alle 27 EU-land. Det er foreslått å gi den europeiske sentralbanken (ESB) ansvaret for tilsynsoppgaver knyttet til finansiell stabilitet for alle bankene i euroområdet. De nasjonale tilsynsmyndighetene vil fortsatt spille en stor rolle i det løpende tilsynet med institusjonene, og med å forberede og gjennomføre ESBs avgjørelser. Kommisjonen foreslår samtidig at EBA utvikler en felles tilsynshåndbok for å bevare det indre markedes integritet og sikre enhetlig banktilsyn i alle 27 EU-land. Bankunionen gjelder først og fremst banker i de 17 eurolandene. Men de ti EU-landene som står utenfor eurosonen kan bli en del av tilsynsordningen dersom de ønsker det.

Det gjenstår imidlertid betydelige politiske diskusjoner før dette kommer på plass, og her har kommisjonen gitt seg selv svært kort tid. Regelverket skal etter planen tre i kraft fra 1. januar 2013, og fra 1. januar 2014 skal ESB ha tilsynsansvaret for alle banker i euroområdet. Utenfor euroområdet vil det fortsatt være de nasjonale tilsynsmyndighetene som har ansvaret. Arbeidet med etablering av bankunion er omfattende og reiser mange viktige spørsmål, blant annet om forholdet mellom nasjonale og overnasjonale myndigheter.

Nytt soliditetsregelverk for forsikring – Solvens II

Det nye europeiske soliditetsregelverket for forsikringsselskaper, Solvens II, skal etter planen tre i kraft 1. januar 2014. Tidsplanen er avhengig av at det raskt blir fattet vedtak om EU-kommisjonens forslag til Omnibus II-direktiv (som i hovedsak er et endringsdirektiv til Solvens II-direktivet). Det foregår for tiden trepartsforhandlinger mellom Rådet, Parlamentet og EU-kommisjonen. Det skal også gjennomføres konsekvensberegninger av en del av forslagene knyttet til langsiktige garantier, og

behovet for justeringer av rentekurven for diskontering av forpliktelsene for å redusere svingningene i selskapenes kapital og kapitalkrav. Resultatene av beregningene skal etter planen foreligge i mars 2013.

Forslaget til Solvens II bygger på en tre-pilarstruktur tilsvarende kapitalregelverket på bankområdet. Pilar 1 omfatter krav til verddivurdering av eiendeler og forsikringstekniske avsetninger, kapital og kapitalkrav. Pilar 2 inneholder regler for risikostyring og internkontroll, samt tilsynsmessig kontroll og overvåkning. Pilar 3 skal sikre markedsdisiplin gjennom informasjonsplikt overfor offentligheten og rapporteringsplikt til tilsynsmyndighetene. Forsikringsselskapene kan beregne solvenskapitalkravet (SCR) etter en standardmetode eller ved bruk av interne modeller som er godkjent av tilsynsmyndighetene. Beregningen av solvenskapitalkravet under Solvens II vil i langt større grad gjenspeile alle typer risiko som selskapene er eksponert for enn i dagens regelverk. Solvens II er et tilnærmet fullharmonisert regelverk. Handlingsrommet for nasjonale tilpasninger, blant annet knyttet til eventuelle overgangsordninger, avhenger imidlertid av den endelige utformingen av Omnibus II.

Arbeidet med harmoniserte soliditetsregler for pensjonskasser vil tidligst kunne gjøres gjeldende fra 2015. European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) gjennomfører en beregningsstudie av forslag til regelverk høsten 2012. Syv norske pensjonskasser deltar. Fra 2013 skal alle pensjonskasser rapportere stresstester til Finanstilsynet. Stresstesten representerer en forenklet versjon av Solvens II, og vil følgelig også ha mange likhetstrekk med det planlagte nye soliditetsregelverket for pensjonskasser.

Banklovkommisjonens utredninger

Ny finanslovgiving

Banklovkommisjonen la i NOU 2011: 8 fram utkast til en samlet lov om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven). Den nye loven skal avløse store deler av lovgivingen på finansområdet, først og fremst banklovene fra 1961, de institusjonelle deler av finansieringsvirksomhetsloven og forsikringsvirksomhetsloven, og banksikringsloven. Lovutkastet er i stor grad utformet med utgangspunkt i gjeldende lovgiving, og særlig lovgiving som motsvarer norske forpliktelser etter EØS-avtalen. Forslaget til samlet finanslov hadde høringsfrist 30. september 2011. Gjeldende virksomhetsregler i finansieringsvirksomhets- og forsikringsvirksomhetslovene forutsettes i hovedsak videreført inntil videre, og vil bli gjennomgått Banklovkommisjonens arbeid med en ny samlet finanslovgiving.

Utkast til ny finanslovgiving omhandler blant annet konsesjonssystemet, som er myndighetenes verktøy for regulering av strukturen på finansområdet. I tillegg inngår de foretaksrettslige rammebetingelsene for styrende organer, egenkapital og andre kapitalformer, samt regler for sammenslåing og deling av finansforetak. Overordnede krav til finansforetakenes organisering og drift og til soliditet og ansvarlig kapital er også en viktig del av loven. Loven vil inneholde hjemler til å gjennomføre CRD IV og Solvens II i norsk rett.

Fripoliser og kapitalkrav

Banklovkommisjonen har i NOU 2012:3 vurdert utfordringer knyttet til forvaltning av fripoliser, særlig i lys av nye kapitalkrav i Solvens II, og foreslåtte endringer i enkelte bestemmelser i foretakspensjonsloven. Det er blant annet foreslått at kunden på frivillig basis kan velge å gjøre om alderspensjonsdelen av fripolisen til pensjonssparing med investeringsvalg. Forslaget innebærer at fripoliseinnehavere som ønsker det, kan få mulighet til en alternativ plassering av midlene med høyere forventet avkastning, mot at de overtar avkastningsrisikoen (se kapittel 3).

Ny lov om kollektiv tjenestepensjonsforsikring

Banklovkommisjonen la i NOU 2012: 13 fram utkast til ny lov om kollektiv tjenestepensjonsordning, som er andre del av Banklovkommisjonens arbeid med å tilpasse pensjonslovene til ny folketrygd. Første del av dette arbeidet inngikk i NOU 2010: 6 Pensjonslovene og folketrygdreformen. Der ble det foreslått tilpasninger i pensjonslovene til en ikraftttredelse av reglene om ny alderspensjon i folketrygden fra 1. januar 2011.

Formålet med den nye loven er å etablere et nytt system for forsikringsbaserte tjenestepensjonsordninger i privat sektor. I dette inngår et mer fleksibelt rammeverk som inneholder to modeller for regulering av kostnads- og risikofordeling i den enkelte pensjonsordning mellom pensjonsinnretning, foretak og arbeidstakere. Modellene åpner for betydelig fleksibilitet i utformingen av den enkelte pensjonsordning (se kapittel 2). Høsten 2012 blir fase III av arbeidet med tilpasninger av pensjonslovene til ny folketrygdreform påbegynt. Banklovkommisjonen vil da blant annet se på spørsmål knyttet til sammenkobling av eksisterende og nye tjenestepensjonsordninger, og hvilke overgangsregler og overgangsperioder som er nødvendig.

Regnskapsregler

Under finanskrisen ble det satt søkelys på hvordan markedsverdiprinsippene bidro til betydelige svingninger og verdifall i bankenes aktiva. Det ble reist spørsmål om regnskapsreglene bidro til en forsvarlig og fornuftig vurdering av institusjonenes eiendeler. International Accounting Standards Board (IASB) har igangsatt en rekke prosjekter for å se nærmere på endringer i de internasjonale regnskapsreglene (IFRS), herunder regnskapsføringen av finansielle instrumenter, særlig for utlån. Det er ventet at IASB, i fellesskap med de amerikanske standardsetterne (FASB), vil offentliggjøre forslag til nye tapsregler ved utgangen av 2012. Det er foreslått at det skal foretas nedskrivning for forventet tap det nærmeste året fra første tidspunktet et lån føres i balansen, noe som vil være en viktig endring i regelverket. De nye tapsreglene planlegges å inngå som en del av IFRS 9. IFRS 9 vil tidligst tre i kraft fra 2015. EU vil vurdere om den nye standarden skal gjelde europeiske selskaper, samt hvilket tidspunkt standarden eventuelt skal gjelde fra.

Finansinstitusjoner som inngår i IFRS-konsern skal måle pensjonsforpliktelser (for egne ansatte) i samsvar med IAS 19. Denne standarden har til nå tillatt at deler av aktuariemessige gevinster og tap på pensjonsforpliktelsen ikke balanseføres. Dette har medført lavere regnskapsført pensjonsforpliktelse for selskaper som har benyttet adgangen. Fra 2013 er det ikke lenger adgang til slik regnskapsføring etter IAS 19, noe som kan få negativ effekt på egenkapitalen, og dermed kjernekapitalen, til enkelte

banker. Den tilsvarende norske standarden (NRS 6), som benyttes av blant annet unoterte banker, er foreløpig ikke endret tilsvarende. Finanstilsynet har foreslått at unoterte banker underlegges kravene i IAS 19 og vurderer å foreslå tilsvarende for unoterte forsikringsselskaper. Finanstilsynet har i år foreslått en begrenset tilpasning av regnskapsreglene til IFRS for unoterte banker med virkning fra 2014. Forslaget har vært på høring og er til behandling i Finansdepartementet.

IASB har et pågående prosjekt om forsikringskontrakter, IFRS 4 fase 2. Formålet er å utforme en enhetlig og prinsippbasert regnskapsstandard for alle typer forsikringskontrakter. Nåværende IFRS 4 er en midlertidig standard som tillater selskapene å videreføre eksisterende praksis. IASB publiserte et høringsnotat i juli 2010 som skulle fjerne inkonsistens og svakheter i nåværende praksis. Det er foreslått en beregningsmodell for måling av forsikringsforpliktelser basert på diskontering av framtidige kontantstrømmer fra forsikringskontraktene, justert for risiko med tillegg av en residualmargin. Denne beregningsmodellen synes å ligge nokså fast, men IASB har sett det nødvendig å publisere et revidert høringsutkast der det åpnes for høringskommentarer knyttet til enkelte sider av forslaget. Tidspunktet for publisering av høringsnotatet er angitt å være i løpet av første halvår 2013. Tentativ tidsplan for ikrafttredelse av den nye standarden er 1. januar 2015, men dette tidspunktet er usikkert. Børsnoterte forsikringsselskaper skal utarbeide konsernregnskap fullt ut etter IFRS. Forutsatt EU-godkjennelse vil den nye standarden, fra det virkningstidspunktet som EU fastsetter, være pliktig for konsernregnskapet til børsnoterte forsikringsselskaper.

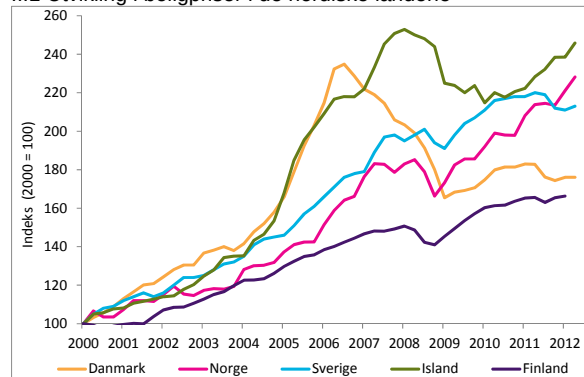
Tema II Boligmarkeder og gjeld i Norden

Innledning

Høy vekst i boligpriser og husholdningenes gjeld kan utgjøre en trussel mot den finansielle stabiliteten. Husholdningene har størstedelen av sin formue konsentrert i boligmarkedet. Husholdningenes økonomiske stilling er således sårbar for endringer i boligprisene. Et kraftig boligprisfall i en situasjon med høy gjeld i husholdningene kan føre til at husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester reduseres. Ringvirkningene for foretakssektoren og bankene kan bli betydelige.

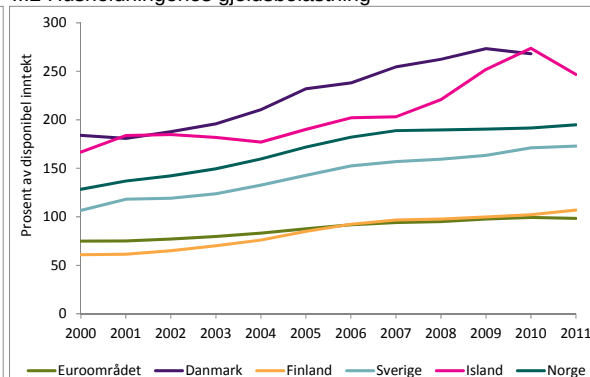
IMF foretok i 2012 en studie av boligpriser i OECD-området (se World Economic Outlook, april 2012). Her skiller IMF mellom boligprisfall som etterfølger en periode med henholdsvis høy og lav gjeldsoppbygging i husholdningssektoren. Studien viser at de negative konsekvensene for utviklingen i privat forbruk og boligpriser er vesentlig sterkere når den forutgående gjeldsoppbyggingen har vært høy. Samtidig er effektene på forbruket ved høy gjeldsoppbygging sterkere enn hva boligprisfallet alene skulle tilsi. Det framkommer også hvordan en nødvendig konsolidering av en ikke bærekraftig gjeldsbelastning i seg selv kan ha betydelige negative ringvirkninger i økonomi og markeder. En eventuell korleksjon i boligprisene som forringer formues- og panteverdier, vil bidra ytterligere.

II.1 Utvikling i boligpriser i de nordiske landene



Kilde: Thomson Reuters Datastream

II.2 Husholdningenes gjeldsbelastning



Kilder: Eurostat og Sedlabanki

Boligprisene i Norge har økt kraftig de siste 20 årene, og det samme er tilfellet i svært mange land. Det er imidlertid store forskjeller på prisutvikling, drivkrefter og myndighetstiltak mellom ulike land. I dette temakapittelet er det sett nærmere på de nordiske landene. I alle de fem nordiske landene økte boligprisene vesentlig fra årtusenskiftet, se figur II.1. Fram mot den internasjonale finanskrisen var prisstigningen særlig kraftig i Danmark og på Island. Oppgangen i boligprisene ble fulgt av en økning i husholdningenes gjeldsbelastning (samlet gjeld som andel av disponibel inntekt), se figur II.2.

Danmark og Island har også den høyeste gjeldsbelastningen i husholdningssektoren. Nivåforskjeller mellom de ulike landene avhenger blant annet av ulik boligprisvekst, strukturen i lånemarkedene og andelen husholdninger som eier egen bolig. De nordiske landene ble i meget ulik grad rammet av den internasjonale finanskrisen, og dette har også hatt vesentlig betydning for boligpris- og gjeldsutvikling i etterkant av krisen.

Både i Danmark, men særlig på Island, ble banksektoren hardt rammet av den internasjonale finanskrisen, og flere banker har gått konkurs. Dette gjenspeiles i boligprisene, der fallet ble forsterket i Danmark, mens krisen utløste nedgangen på Island. Mens utviklingen fortsatt er svak i Danmark, har den snudd på Island. I de øvrige tre nordiske landene ble det kun en kortvarig nedgang i boligprisene før oppgangen fortsatte fram mot 2010. Det siste halvannet år har imidlertid Norge skilt seg ut med en fortsatt kraftig oppgang i boligprisene, mens det har vært noe nedgang i Sverige og Finland.

Betydelig fall i gjeldsveksten til husholdningene har redusert gjeldsbelastningen både i Danmark og på Island de senere årene, men nedgangen er fra et meget høyt nivå. I de tre andre nordiske landene har gjeldsbelastningen fortsatt å øke. Den ulike utviklingen gjenspeiles også i at de enkelte landenes myndigheter har iverksatt forskjellige tiltak for å dempe gjeldsoppbyggingen.

Norge

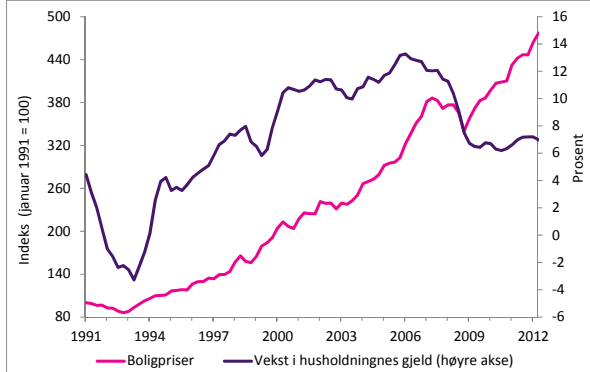
I Norge er både boligpriser og husholdningenes gjeldsbelastning kommet opp på et rekordhøyt nivå. Dette må ses i lys av at norsk økonomi har vokst sterkt de siste årene. Arbeidsledigheten og rentene er lave, veksten i husholdningenes inntekter er relativt høy, og husholdningene har et positivt syn på framtiden. Den store petroleumsformuen til den norske staten kan også bidra til husholdningenes tillit til en vedvarende gunstig utvikling for norsk økonomi, med forventninger om fortsatt forbruksvekst og lav rente.

Etter å ha økt årlig siden 1993 falt boligprisene fra april 2008 og gjennom siste del av året. Utviklingen skyldtes i stor grad at veksten i norsk økonomi var i ferd med å bremse opp. Pengepolitikken var strammet gradvis til fra juni 2005, og økonomien nådde en foreløpig konjunkturtopp sommeren 2007. Veksten avtok, og arbeidsledigheten begynte langsomt å øke fra et meget lavt nivå. Da den internasjonale finanskrisen spredte seg gjennom verdens finansmarkeder høsten 2008, var således norsk økonomi allerede på vei inn i en lavkonjunktur, som ble forsterket av krisen. Rask og kraftig penge- og finanspolitisk stimulans fra norske myndigheter, en relativt robust finansnæring, høy vekst i framvoksende økonomier og fornyet oppgang i oljeprisen, bidro til at resesjonen i norsk økonomi ikke ble så dyp og langvarig som i mange andre europeiske land. Optimismen hos husholdningene vendte etter kort tid tilbake, og etterspørselen etter boliger tok seg raskt opp igjen. Fra inngangen av 2009 har det vært sammenhengende oppgang i norske boligpriser, og den nominelle prisøkningen fram til august 2012 har vært rundt 33 prosent, se figur II.3. Prognosene fra Statistisk sentralbyrå peker mot at boligprisene vil øke med mellom 7 og 8 prosent per år de neste tre årene.

Husholdningenes gjeldsvekst avtok betydelig etter at konjunkturtoppen ble passert sommeren 2007, se figur II.3. Gjeldsveksten har imidlertid vært høyere enn husholdningenes inntektsvekst i hele perioden, og dette har ført til fortsatt oppgang i gjeldsbelastningen. Per 3. kvartal 2011 utgjorde husholdningenes samlede gjeld rundt 195 prosent av samlet disponibel inntekt, se figur II.2. Ifølge beregninger fra Norges Bank vil husholdningenes gjeldsbelastning øke til 217 prosent ved utgangen av 2015. Mange husholdninger har en betydelig høyere gjeldsbelastning, og denne gruppen har økt de senere årene.

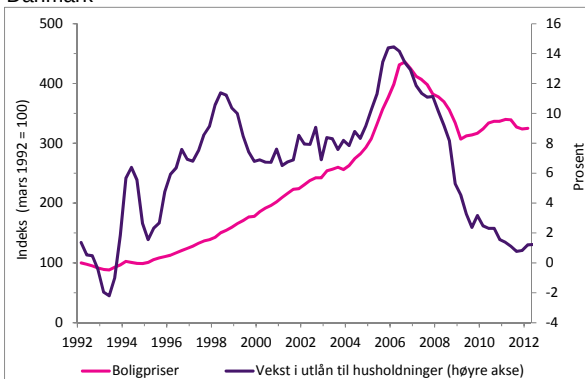
En nøktern utlånspraksis for boliglån kan bidra til å dempe oppbyggingen av risiko i husholdningssektoren. Finanstilsynet har derfor gitt retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. (Se tema 3 for nærmere omtale.) Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelser har bankene i 2012 strammet inn på sin kredittpraksis overfor husholdningene. Bankene rapporterer at dette særlig gjelder førstehjemslån, der også etterspørselen har falt. For andre typer lån til husholdningene har etterspørselen økt.

II.3 Boligpriser og vekst i kreditt til husholdningene i Norge



Kilder: NEF, EFF, Finn.no, Pöyry og Statistisk sentralbyrå

II.4 Boligpriser og vekst i kreditt til husholdningene i Danmark



Kilder: Danmarks Nationalbank, Thomson Reuters Datastream

Danmark

Etter betydelig prisstigning fra 2003 snudde boligmarkedet i Danmark høsten 2006. Fram til utgangen av juni 2012 hadde prisene på eierleiligheter falt med rundt 25 prosent siden toppen i 2006. Så langt i 2012 har det kommet tegn til utflating i prisene, se figur II.4. Dansk økonomi har utviklet seg svakt siden 2007, både som følge av husholdningenes reduserte etterspørsel, og den globale nedgangskonjunkturen. Det store boligprisfallet har påvirket både husholdninger og banker, og gitt negative ringvirkninger til økonomien forøvrig. I 2011 vokste BNP med 0,8 prosent, og det er ventet at veksten vil ligge på tilsvarende nivå i 2012 for deretter å ta seg noe opp. Boligmarkedet er imidlertid et stor usikkerhetsmoment i dansk økonomi. Den svake prisutviklingen bidrar til en klar demping av privat etterspørsel og fører til høy sparing i husholdningene. Både omsetningen og byggingen av boliger har vært lav i flere år, og det er få tegn til bedring selv om prisfallet kan se ut til å ha stanset. Utsiktene peker mot at boligprisene ikke vil endres mye i tiden som kommer.

Husholdningenes gjeld økte parallelt med oppgangen i boligmarkedet, og gjelden doblet seg fra 2001 til 2010 selv om kredittveksten avtok kraftig fra 2007, se figur II.4. I samme periode økte gjeldsbelastningen, målt ved gjeld som andel av husholdningenes disponible inntekter, fra under 200 til 250 prosent, se figur II.2. Danmarks Nationalbank har framhevet både et godt utviklet boliglånsmarked og husholdningenes store pensjonsrettigheter som viktige årsaker til den høye gjeldsveksten. Bankens beregninger viser at verdien av pensjonene økte mer enn gjelden i perioden, og husholdningenes netto finansformue bedret seg fra 2001 til 2010 til tross for den høye gjeldsveksten. Kombinasjonen av høyere boliggjeld og en økning i ikke-likvide pensjonsrettigheter medfører imidlertid større sårbarhet i husholdningene ved bortfall av inntekt eller høyere rente.

Boliglånsmarkedet har tradisjonelt vært karakterisert av nedbetalingslån med fast rente. De siste årene har både andelen lån med flytende rente og bruken av lån med avdragsfrihet økt, særlig som følge av at rammelån ble introdusert. For å dekke etterspørselen etter lån med flytende rente som fulgte lavrenteregimet, begynte boliglånsbankene å utstede obligasjoner med kortere løpetid. Lange utlån som finansieres med korte innlån har økt refinansieringsrisikoen i det danske boliglånsmarkedet, og sentralbanken har anbefalt bransjen å redusere denne risikoen.

Sentralbankens undersøkelser av utviklingen i boliglånsmarkedet viser samtidig at det spesielt er lån med høye belåningsgrader som er tatt opp med avdragsfrihet og variabel rente. Banken peker på at dette indikerer at de svakest stilte husholdningene har brukt perioden med lave renter til å ta opp større lån. Innovasjonene i boliglånsmarkedet kan dermed ha bidratt til større finansiell ustabilitet.

Sverige

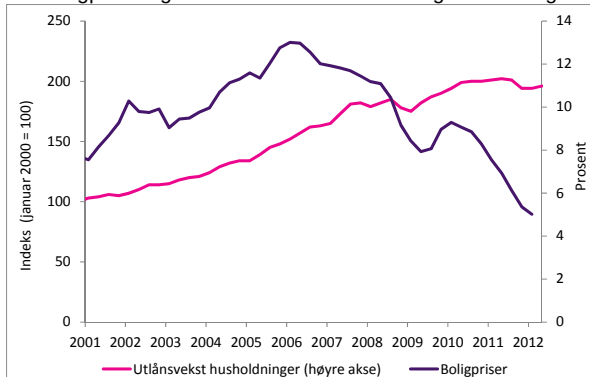
Boligprisene i Sverige har nær doblet seg siden 2000, se figur II.5. Det siste tiåret har vært preget av lavt rentenivå og høyt gjeldsopptak i husholdningene. Svensk realøkonomi var sterk i perioden. Sysselsettingen var høy, og husholdningenes låneetterspørsel var økende. De faktiske lånekostnadene for husholdningene ble også lavere som følge av en mer liberal bruk av avdragsfrihet og lengre nedbetalingstid. Sammenfallende med finanskrisen høsten 2008 falt boligprisene. Det var i første rekke redusert tilgang på kreditt som førte til denne utviklingen, men også husholdningenes tillit til egen økonomi framover bidro til lavere etterspørsel etter boliger. Svensk økonomi hentet seg imidlertid raskt inn igjen etter finanskrisen høsten 2008 og våren 2009, og aktiviteten i økonomien var tilbake på før-krise nivå allerede andre kvartal 2010. Selv om arbeidsledigheten var vesentlig høyere i Sverige enn i Norge i etterkant av finanskrisen, holdt den seg lav sammenlignet med andre EU-land. Sammen med lave lånekostnader bidro dette til at fallet i boligprisene ble relativt kortvarig. Fra fjerde kvartal 2009 var prisene tilbake på nivået fra våren 2008. Den økonomiske nedgangen i euroområdet medførte noe svakere utvikling i svensk økonomi gjennom 2011 og inn i 2012. Etter å ha ligget stabilt siden utgangen av 2011, økte boligprisene noe i andre kvartal 2012, men de er fortsatt lavere enn på samme tid i 2011, se figur II.5.

Husholdningenes gjeldsbelastning har økt betydelig siden 2000, og var om lag 150 prosent ved utgangen av 2010. Rundt 90 prosent av husholdningenes samlede gjeld er boliglån, og kredittveksten økte i takt med prisveksten i boligmarkedet. Undersøkelser fra Finansinspektionen (FI) viser at

belåningsgraden på nye boliglån økte sterkt i årene fram mot 2010, fra om lag 55 prosent i år 2000 til i overkant av 70 prosent i 2010.

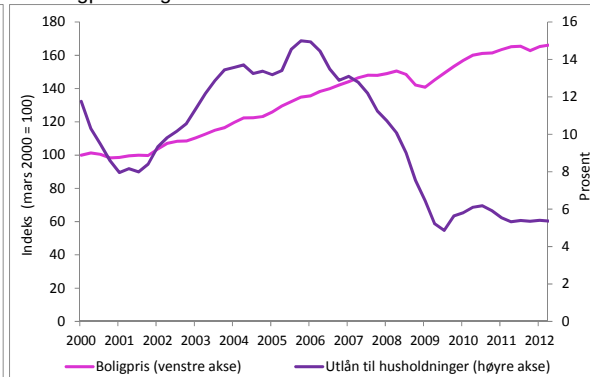
I lys av utviklingen i boligprisene og husholdningenes gjeldsopptak, besluttet FI å innføre "bolånetaket", som er allmenne råd for finansinstitusjoner som yter lån med pant i bolig som sikkerhet. Bolånetaket trådte i kraft 1. oktober 2010 og innebærer at lån med pant i bolig ikke bør overstige 85 prosent av boligens markedsverdi. Målet er å begrense gjeldsbelastningen i husholdningene og en usunn kredittpraksis for boliglån. Siden innføring av bolånetaket har kredittveksten for husholdningene avtatt, se figur II.5. Ved utgangen av første halvår 2012 var kredittveksten til husholdningene om lag 5 prosent. Belåningsgraden for nye boliglån har også falt. Dette har imidlertid vært sammenfallende med en svak utvikling i realøkonomien og boligprisene. Det er således vanskelig å isolere effekten av FIs tiltak.

II.5 Boligpriser og vekst i kreditt til husholdningene i Sverige



Kilde: Sveriges Riksbank

II.6 Boligpriser og vekst i kreditt til husholdn. i Finland



Kilde: Bank of Finland

Finland

Finland har etter hvert blitt hardt rammet av den internasjonale konjunkturedgangen som fulgte i kjølvannet av finanskrisen. BNP-veksten holdt seg godt oppe i 2010 og 2011, men i inneværende år har det vært en betydelig oppbremsing og fall i produksjonen i 2. kvartal. Arbeidsledigheten er fremdeles høy, om lag 8 prosent.

Etter en kort periode med fallende priser i etterkant av resesjonen i 2008, fortsatte finske boligpriser å stige gjennom 2009 og 2010, se figur II.6. På årsbasis var prisveksten blant de høyeste i Europa. I 2011 falt omsetningen av brukte boliger med nesten 3 prosent sammenlignet med 2010, mens årsveksten i boligprisene avtok til 2,7 prosent. Fra inngangen av 2012 tok boligprisveksten seg noe opp, og i juni var boligprisene på samme nivå som i september 2011.

Sett i forhold til de andre nordiske landene er gjeldsbelastningen i finske husholdninger lav, se figur II.2. Det er de yngste aldersgruppene som har hatt den største økningen de senere årene. Årsveksten i husholdningenes gjeld har de siste tre årene vært stabil på over 5 prosent, og boliglånsrenten har vært lavere enn for gjennomsnittet av eurolandene.

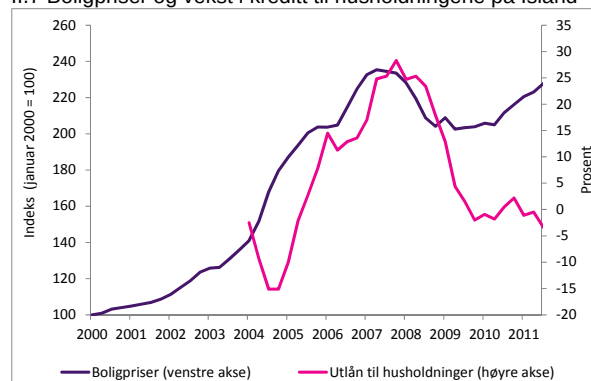
Høsten 2010 kom Finansinspektionen i Finland med anbefalinger for forsvarlig kredittpraksis på boliglånsområdet. Med unntak av i spesielle tilfeller der betalingsevne er vel dokumentert, skal nye lån ikke gis med belåningsgrad over 90 prosent. Bankene bør vurdere betjeningsevnen på alle nye boliglån gitt 6 prosent rente og en løpetid på maksimalt 25 år.

Island

Island var blant de landene i verden som ble hardest rammet av finanskrisen i 2008. Kollapsen i landets tre største banker ledet økonomien inn i resesjon. I 2009 sank realverdien av BNP med 7 prosent. Nedgangen var særlig stor i innenlandsk etterspørsel, med et fall i privat forbruk på 16 prosent og i investeringene på 50 prosent. Arbeidsledigheten steg raskt til over 7 prosent. Etter flere år med sterk lånefinansiert prisvekst, snudde utviklingen i boligmarkedet på Island i oktober 2008 da sentralbanken hevet styringsrenten med 50 prosentenheter, til 18 prosent.

I 2012 synes den økonomiske gjeninnhenting i islandsk økonomi å fortsette. Det gjenstår imidlertid betydelige utfordringer før ubalansene er rettet opp. Husholdningenes gjeldsbelastning er fremdeles høy, se figur II.2. Flere tiltak har blitt iverksatt for å redusere denne. I en avtale mellom myndighetene og bankene vinteren 2012 ble det bestemt at gjeld som overstiger 110 prosent av boligens verdi skal slettes. I tillegg fastslo landets høyesterett sommeren 2010 at boliglån i utenlandsk valuta var ulovlig, noe som gjorde at husholdningene slapp å dekke kurstapet som fulgte da den islandske kronen i 2008 falt kraftig i verdi.

II.7 Boligpriser og vekst i kreditt til husholdningene på Island



Kilde: Sedlabanki

I perioden fra 2008 til 2010 falt boligprisene kraftig. I 2. halvår 2010 snudde imidlertid prisene, og i 2011 var årsveksten i boligprisene på Island over 10 prosent og blant de høyeste i Europa. Utviklingen har fortsatt inn i 2012, og ved utgangen av 2. kvartal var det nominelle prisnivået tilbake på nivået fra våren 2008. "U-svingen" i det islandske boligmarkedet, se figur II.7, har vakt bekymring internasjonalt. IMF har i sin artikkel IV konsultasjon vinteren 2012 trukket fram den høye boligprisveksten som en risikofaktor for islandsk økonomi.

Begrensninger på kapitalflyten ut av landet kan ha bidratt til utviklingen i boligmarkedet, siden innenlandske investorer har få investeringsmuligheter. Husholdningenes gjeldsproblemer har gjort at mange har måttet gå fra å eie til å leie bolig. Dette har presset opp leieprisene og styrket insentivene for profesjonelle investorer til å investere ytterligere i boligmarkedet. Det er derfor betydelig usikkerhet om hvor bærekraftig utviklingen i boligmarkedet er, spesielt i en situasjon der det trolig er behov for ytterligere konsolidering av husholdningenes finansielle stilling.

Likheter og ulikheter

De nordiske landene ble i meget ulik grad rammet av etterdønningen etter den internasjonale finanskrisen. Dette skyldes mange faktorer, blant annet hvor i konjunkturfasen landet var da krisen inntraff, hvilke ubalanser som var bygget opp, økonomisk struktur og myndighetenes muligheter for å gripe inn. Som følge av den ulike økonomiske utviklingen har boligmarkedet og kredittveksten også trukket i forskjellig retning.

I alle de nordiske landene er det en nær sammenheng mellom utviklingen i boligpriser og husholdningenes gjeldsvekst, og det synes å være en gjensidig forsterking. Mens boligprisene i Norge fortsetter å øke, har boligmarkedet vist tegn til svakere utvikling i de øvrige nordiske landene. I både Danmark og på Island har boligmarkedet allerede vært gjennom en periode med kraftig prisfall, og det er tegn til at boligsyklusen har snudd i både Sverige og Finland. I den senere tiden har det imidlertid vært ny oppgang på Island. Kredittveksten har avtatt i alle landene, men også her er det markerte forskjeller både i utvikling og nivå. Mens husholdningenes kredittvekst har ligget stabilt rundt 7 prosent siden 2009 i Norge, viser den fortsatt en fallende tendens i Sverige og på Island. I Danmark og Finland kan kredittveksten se ut til å flate ut på henholdsvis 1,5 og 5 prosent. I Norge blir utviklingen drevet av en økonomi i oppgang med lav arbeidsledighet, høy inntektsvekst og lave renter. Dette er i sterk kontrast til de øvrige nordiske landene, der arbeidsledigheten er betydelig høyere og inntektsveksten lavere.

Både veksten i boligpriser og husholdningenes gjeldsbelastning er i alle de nordiske landene nært knyttet opp til de siste årenes lave renter. Det har også vært fellestrekk i bankenes kredittpraksis for boliglån der lån er blitt tatt opp med høye belåningsgrader, utstrakt bruk av avdragsfrihet og lang løpetid. Samtidig synes det også å være flere likheter ved husholdningenes gjeldsbelastning i alle de nordiske landene. Samlet sett har den økt i alle landene de siste ti årene. I både Norge og Finland øker gjeldsbelastningen mest i de yngste aldersgruppene. Belåningsgradene har særlig steget i Norge og Sverige, mens bruken av avdragsfrihet har økt i Danmark og Norge.

Den kraftige gjeldsoppbyggingen i de nordiske landene innebærer en betydelig risiko for den finansielle stabiliteten. Som vist i IMFs studie, vil et eventuelt tilbakeslag bli kraftigere når det følger etter en periode med sterk gjeldsoppbygging. Dansk økonomi ser ut til å være et eksempel på hvor vanskelig det er å komme ut av lavkonjunktoren i etterkant av en periode med sterk vekst i gjeld og boligpriser. Boligprisfallet har redusert husholdningenes boligformue. De negative formueseffektene fra boligmarkedet har bidratt til å stimulere husholdningenes finansielle sparing og dempet utviklingen i privat forbruk. En lignende utvikling ble observert på Island i kjølvannet av finanskrisen. I Sverige,

og særlig Finland, har en relativt kort periode med svært høy kredittvekst blitt etterfulgt av lavere vekst, noe som har ført til at gjeldsbelastningen i husholdningene ligger på et betydelig lavere nivå enn i de øvrige nordiske landene. Gjeldsbelastning i Norge har økt vedvarende i 20 år, og boligprisene har i perioden også økt kraftig, med unntak av en kortvarig nedgang i 2008/2009.

Mens danske og islandske myndigheter ikke har hatt behov for å dempe boligmarkedet, har Sverige, Finland og Norge strammet inn gjennom retningslinjer for bankenes boliglånspraksis. I de to førstnevnte landene avtar nå oppgangen i boligmarkedet, mens det ikke er tegn til vesentlig oppbremsing i Norge.

Tema III Boliglånsretningslinjene

Utviklingen i boligpriser og husholdningenes gjeld er av sentral betydning for den finansielle stabiliteten. En nøktern utlånspraksis for boliglån kan bidra til å dempe oppbyggingen av risiko i husholdningssektoren. Finanstilsynet har gitt retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. Retningslinjene skal bidra til soliditet i institusjonene, til finansiell stabilitet og til å redusere risikoen for at den enkelte tar opp lån som de ikke er i stand til å betjene. Finanstilsynet har fulgt opp institusjonenes etterlevelse av retningslinjene både gjennom stedlig tilsyn, rapportering og analyser.

Nærmere om boliglånsretningslinjene

Et grunnleggende krav i retningslinjene er krav til kundenes betjeningsevne og til en grundig prosess i bankene for å vurdere betjeningsevnen. Bankene må vurdere kundens evne til å betjene lån hensyntatt kundens inntekt og alle kostnader knyttet til livsopphold, herunder betjening av all gjeld. Det skal i vurderingen tas høyde for en renteøkning på minst 5 prosentpoeng. Lån til bolig må normalt ikke overstige 85 prosent av boligens markedsverdi. Avdragsbetaling skal avtales fra første termin dersom et lån har belåningsgrad over 70 prosent. For rammekreditter skal belåningsgraden normalt ikke overstige 70 prosent av boligens verdi. Både for rammekreditter og nedbetalingslån skal belåningsgraden omfatte alle lån med pant i boligen. Dette innebærer at også boliglån som ytes av andre långivere med prioritet etter bankens lån, skal inngå i beregningen av belåningsgrad.

Ved avvik fra forsvarlig belåningsgrad i retningslinjene skal bankene sørge for at det foreligger tilleggssikkerheter eller en særskilt forsvarlighetsvurdering. Styret i den enkelte bank bør fastsette kriterier for forsvarlighetsvurderinger og overvåke etterlevelsen av retningslinjene. Rapportering av avvik skal forelegges styret. Finanstilsynet kan også hente inn disse opplysningene ved behov.

Finanstilsynets tilsyn med bankenes etterlevelse av retningslinjene

Finanstilsynet har fulgt opp bankenes etterlevelse av boliglånsretningslinjene gjennom undersøkelser, tematisyn og ordinære stedlige tilsyn.

Undersøkelse

Finanstilsynet har gjennomført en undersøkelse i de atten største bankene i Norge, inklusive filialer av utenlandske banker. Undersøkelsen hadde som formål å kartlegge hvordan endringene i retningslinjene er tatt inn i bankenes interne retningslinjer.

Undersøkelsen viste at alle bankene hadde lagt til grunn maksimal belåningsgrad på 85 prosent i egne retningslinjer, og tilsvarende 70 prosent for rammekreditter. Et rentepåslag på 5 prosentpoeng ved vurdering av betalingsevne var i all hovedsak inkludert i bankenes egne retningslinjer. Flertallet av bankene bekreftet at det var fastsatt interne krav om nedbetaling fra første termin for lån som overstiger 70 prosent belåningsgrad. Kravet om at belåningsgraden skal omfatte alle lån med pant i boligen var i mindre grad nedfelt i de interne retningslinjene.

Forutsetninger om at styret i den enkelte bank bør fastsatte kriterier for når det ansees som forsvarlig å avvike fra boliglånsretningslinjene er noe ulikt håndtert i bankene. I flere av bankene hadde styret fastsatt avvikskriterier for både betjeningsevne og belåningsgrad, mens i andre banker var det kun fastsatt kriterier for enten betjeningsevne eller belåningsgrad. Enkelte banker hadde ikke fastsatt noen avvikskriterier.

Finanstilsynet forventer at bankene tilpasser de interne retningslinjene til Finanstilsynets retningslinjer om forsvarlig boligfinansiering. Som oppfølging av undersøkelsen har Finanstilsynet i brev til de enkelte banker tatt opp forhold knyttet til mangelfull etterlevelse av retningslinjene. Øvrige banker ble gjort kjent med Finanstilsynets presiseringer i et likelydende brev til alle banker.

Tematilsyn

Det ble gjennomført tematilsyn i fem større banker i mai og juni 2012. Som grunnlag for tilsynene ble det innhentet opplysninger om samtlige utlån innvilget eller utbetalt fra første kvartal 2012, kopi av utvalgte enkeltengasjementer og informasjon om bankenes interne rapportering av etterlevelsen av retningslinjene.

Av totale saker gjennomgått i tilsynene hadde 14 prosent av lånene en belåningsgrad over 85 prosent. Det var store variasjoner mellom bankene. I en bank utgjorde andelen lån med belåningsgrad over 85 prosent 18 prosent av lånsakene. Totalt var det innvilget lån med likviditetsunderskudd i 8 prosent av lånsakene. I én bank utgjorde innvilget lån med beregnet likviditetsunderskudd, etter å ha tatt høyde for renteøkning på 5 prosentpoeng hele 19 prosent. Finanstilsynet har overfor den aktuelle banken gitt uttrykk for at avviksandelen var for høy til å representere en nøktern etterlevelse av retningslinjene. For de øvrige bankene var ikke antall avvikssaker knyttet til likviditetsoverskudd foruroligende, men det ble overfor enkelte påpekt at kundens kostnader til livsopphold var undervurdert.

Det er fortsatt behov for en generell forbedring av forsvarlighetsvurderingene knyttet til utlån der kunden har likviditetsunderskudd og/eller høy belåningsgrad. Angivelse av klare forsvarlighetskriterier, forbedret opplæring i utarbeidelse av kredittnotater og retur av kredittnotater som ikke holder tilfredsstillende kvalitet er aktuelle tiltak. Bankene bør samtidig styrke etterkontrollen av forsvarlighetsvurderingene. Én av bankene i utvalget anses imidlertid ikke å ha tilfredsstillende rutiner for å dokumentere etterlevelsen av boliglånsretningslinjene.

Rapportene om etterlevelse av boliglånsretningslinjene, som hvert kvartal skal legges fram for styret, er i flere av bankene betydelig forbedret sammenlignet med forrige tematilsyn som ble gjennomført i 2010.

Ordinære tilsyn

Gjennomføringen av ordinære tilsyn i 19 banker i perioden fra januar til august 2012 har vist at endringene i boliglånsretningslinjene i stor utstrekning er blitt tatt inn i bankenes interne retningslinjer. Kun et fåtall av bankene har imidlertid nedfelt i retningslinjer at alle lån med pant i boligen skal omfattes i belåningsgraden. I kun halvparten av bankene var det fastsatt kriterier for forsvarlighetsvurderingen i tilfeller der kunden har likviditetsunderskudd og/eller lån med høy belåningsgrad. For lån der belåningsgraden gikk utover 85 prosent eller kunden hadde likviditetsunderskudd ble innvilgningen av lånene, med enkelte unntak, vurdert som forsvarlig. I de fleste bankene var styret blitt forelagt rapporter hvert kvartal som viste hvordan boliglånsretningslinjene var fulgt opp i banken. I nær alle rapportene framgikk andelen av nedbetalingslån med belåningsgrad utover 85 prosent, mens kun halvparten av rapportene oppga andel lån innvilget til kunder med beregnet likviditetsunderskudd. Kun en tredjedel av styrerapportene viste andel lån tilbudt uten fraråding selv om det var beregnet likviditetsunderskudd. Tilsvarende gjaldt for lån der belåningsgraden gikk utover 70 prosent hvor det samtidig var innvilget avdragsfrihet. Etter Finanstilsynets vurdering kan styrerapporteringen av etterlevelsen av boliglånsretningslinjene i flertallet av de mindre bankene fortsatt forbedres. Finanstilsynet vil følge dette opp videre i det løpende tilsynet med bankene.

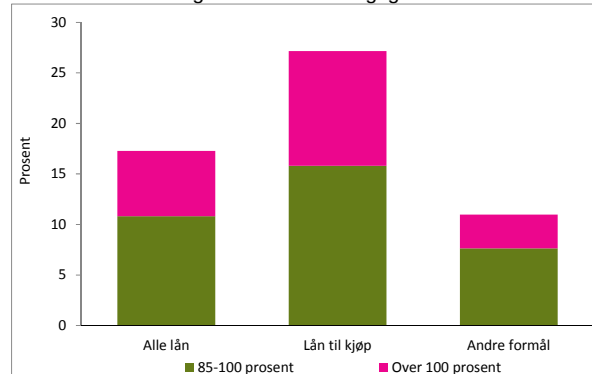
Boliglånsundersøkelsen

Finanstilsynet har siden 1994 foretatt undersøkelser av bankenes praksis for innvilgelse av lån med pant i bolig. Siste undersøkelse ble gjennomført i juli og august 2012. Bankene rapporterte kvantitativ og kvalitativ informasjon om et utvalg lån utbetalt etter 1. juni. De 28 største bankene deltok i undersøkelsen. Disse bankene har om lag 85 prosent av alle boliglån gitt av banker.

Nedbetalingslån

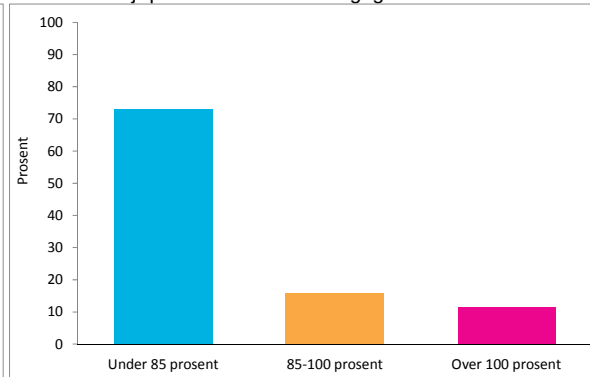
Av totalt antall nedbetalingslån utgjorde antall lån hvor formålet var kjøp av bolig/nybygg 40 prosent av lånene, mens 60 prosent var knyttet til andre formål, herunder refinansiering av boliglån.

III.1 Alle nedbetalingslån med belåningsgrad utover 85 %



Kilde: Finanstilsynet

III.2 Lån til kjøp fordelt etter belåningsgrad



Kilde: Finanstilsynet

Gjennomsnittlig belåningsgrad på den total utlånsporteføljen i boliglånsundersøkelsen var 51 prosent. 17 prosent av lånene hadde en belåningsgrad utover 85 prosent av boligens verdi. I fjor hadde 26 prosent av lånene en belåningsgrad utover ut over 90 prosent. Andelen lån med høy belåningsgrad var særlig høy for lån som gikk til kjøp. Her hadde 27 prosent av lånene en belåningsgrad utover 85 prosent, hvorav 11 prosent gikk utover 100 prosent, se figur III.1. For lån til andre formål, herunder refinansiering av eksisterende boliglån, hadde 11 prosent av lånene en belåningsgrad utover 85 prosent. I tilsvarende undersøkelse i 2011 hadde 38 prosent av lånene som gikk til kjøp en belåningsgrad utover 90 prosent, mens tilsvarende gjaldt 12 prosent for lån som gikk til andre formål.

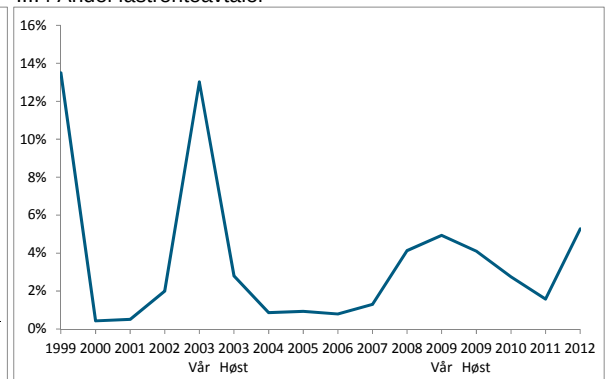
Lån gitt til låntakere under 35 år hvor formålet var kjøp av bolig, utgjorde 32 prosent av lånene som inngikk i årets undersøkelse. Det er særlig lån til låntakere under 35 år som har en høy belåningsgrad. Hele 43 prosent av disse lånene hadde en belåningsgrad som gikk utover 85 prosent, hvorav 19 prosent gikk utover 100 prosent, se figur III.3. I 2011 utgjorde andelen lån til kjøp utover 90 prosent belåningsgrad 48 prosent.

III:3 Lån til kjøp fordelt etter belåningsgrad og alder



Kilde: Finanstilsynet

III:4 Andel fastrenteavtaler



Kilde: Finanstilsynet

En svært viktig del av bankenes kredittprosess er vurderingen av lånsøkers betjeningsevne. Bankene må beregne kundens evne til å betjene lån hensyntatt kundens inntekt og alle kostnader knyttet til livsopphold, herunder betjening av all gjeld. Dagens svært lave rentenivå gjør det nødvendig å ta hensyn til rentøkning. Nær samtlige banker oppgir å benytte et påslag på dagens rente på minst 5 prosentpoeng, i samsvar med retningslinjene. Bankenes benytter likviditetsmodeller i vurderingene, i stor grad basert på satser fra SIFOs standardbudsjett. I seks prosent av totale lånsaker viste likviditetsberegningen, hensyntatt rentøkning, et likviditetsunderskudd. Retningslinjene tilsier at slike lån som hovedregel ikke bør innvilges. Dersom de innvilges bør kunden gis fraråding i henhold til Finansavtaleloven § 47. Slik fraråding ble gitt i fire av fem saker med beregnet likviditetsunderskudd.

Dersom et lån overstiger 85 prosent av boligens verdi skal det gjøres en særskilt forsvarlighetsvurdering. I fem prosent av lånsakene hvor belåningsgraden gikk utover 85 prosent var det beregnet likviditetsunderskudd hos låntaker. Ved å inkludere tilleggssikkerhet i beregningen av belåningsgrad falt belåningsgraden under 85 prosent i 40 prosent av disse sakene, mens 60 prosent fortsatt hadde belåningsgrad høyere enn 85 prosent. Lån der låntaker både hadde beregnet likviditetsunderskudd og belåningsgraden var over 85 prosent inkludert eventuell tilleggssikkerhet utgjorde 0,5 prosent av totale lånsaker som inngikk i undersøkelsen. Det er dermed grunn til å tro at

bankene i hovedsak følger opp retningslinjene med hensyn til særlig forsvarlighetsvurderinger i lånsaker med høy belåningsgrad, men det er fortsatt enkelte banker som kan forbedre etterlevelsen på dette området.

Retningslinjene er klare på at alle lån med pant i boligen, det vil si også andre pantelån enn bankens eget lån, skal omfattes ved beregning av belåningsgraden. Dette omfatter også Husbankens Startlån. I lånsaker knyttet til kjøp av bolig inngikk Startlån som en del av finansieringen i seks prosent av sakene. For disse lånene økte gjennomsnittlig belåningsgrad fra 69 prosent uten Startlån, til 89 prosent dersom Startlån inkluderes. Dette kan tyde på at bankene ikke vurderer Startlån som egenkapital.

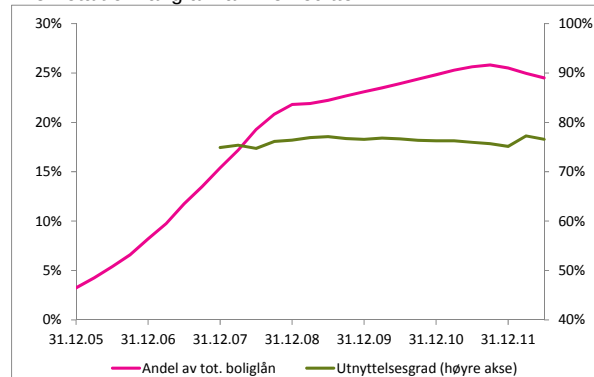
Lave langsiktige markedsrenter bidrar til at også rentenivået i et fastrentetilbud blir lavt. Historisk sett har norske lånekunder i liten grad etterspurt lån med fast rente. Andelen utlån med fast rente i undersøkelsen var kun 5 prosent, men dette var likevel noe høyere enn tidligere, se figur III.4. Av disse hadde 34 prosent rentebinding under 3 år, om lag halvparten rentebinding for en periode på mellom 3 og 5 år, mens 16 prosent hadde rentebinding på lengre enn 5 år.

Avtalt løpetid for nedbetalingslån med pant i bolig økte markert i årene etter 2006, hvor løpetiden i gjennomsnitt har ligget på 22-23 år. Økningen har falt sammen med økt markedsføring av avdragsfrie boliglån. I undersøkelsen var det avtalt avdragsfrihet for hvert sjette nedbetalingslån, og gjennomsnittlig lengde på avdragsfriheten var på om lag 4 år. Dette var en betydelig lavere andel enn i 2011, hvor nær hvert fjerde lån var avdragsfritt. Ved avdragsfrihet blir kundens månedlige innbetalinger lavere enn når det betales avdrag, noe som kan bidra til at enkelte kunder tar opp større gjeld enn de ellers ville gjort. De fleste banker har i beregning av betjeningsevne lagt til grunn at det foretas nedbetaling allerede fra første termin også på lån som er gitt med avdragsfrihet.

Rammekreditter

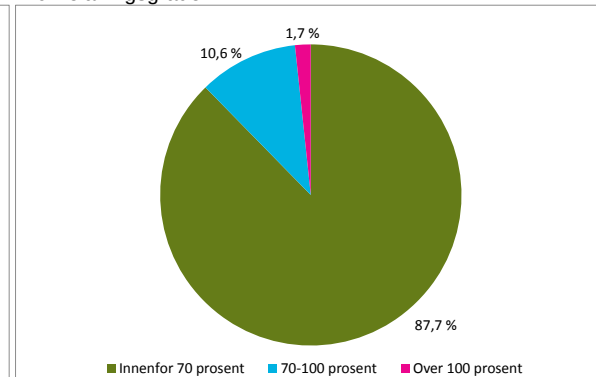
Omfanget av rammekreditter med pant i bolig økte sterkt i årene etter 2005, men har de siste årene flatet ut. Rammekreditter utgjør om lag 25 prosent av totale boliglån fra norske banker, se figur III.5. Det er i hovedsak eldre låntakere som tar opp rammekreditter. I kun syv prosent av lånsakene knyttet til rammekreditter var kunden under 35 år. Tilsvarende andel var 38 prosent når det gjaldt nedbetalingslån.

III.5 Totalt omfang av rammekreditter



Kilde: Finanstilsynet

III.6 Belåningsgrader



Kilde: Finanstilsynet

Rammekreditter bør normalt ikke innvilges om belåningsgraden blir høyere enn 70 prosent av boligens verdi. Av totale rammekreditter hadde 88 prosent av lånene belåningsgrad under 70 prosent. Inkluderes tilleggssikkerheter steg andelen til 92 prosent. I fjor hadde 91 prosent under 75 prosent belåningsgrad. De fleste banker beregner låntakers likviditetsoverskudd. For rammekreditter som er forutsatt nedbetalt etter utløpt kredittid oppga hoveddelen av bankene at det i likviditetsberegningen inkluderes avdrag som om kreditten var et nedbetalingslån.

Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad for rammekreditter, det vil si trukket beløp i forhold til bevilget ramme, har ligget stabilt i underkant av 80 prosent, se figur III.3. Undersøkelsene gjennomført de siste årene har vist at yngre lånekunder har betydelig høyere utnyttelsesgrad enn eldre låntakere. 43 prosent av lånekundene under 35 år hadde en utnyttelsesgrad på 90 prosent for to år gamle kreditter, mens tilsvarende andel for låntakere eldre enn 67 år var 24 prosent.

Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål er i store trekk fulgt opp i bankenes retningslinjer og kredittpraksis. Omfanget av lån med høye belåningsgrader har falt. Det er likevel rom for forbedringer i bankenes etterlevelse, og Finanstilsynet vil følge dette opp overfor bankene. Samtidig viser undersøkelsen at mange husholdninger tar opp store lån, særlig yngre låntakere. Undersøkelsen viser at disse i hovedsak har god sikkerhet og/eller god betjeningsevne. Likevel gir utviklingen i husholdningens opplåning grunn til uro. Det vises til nærmere omtale av utviklingen i husholdningsgjelden og boligprisene i kapittel 1 og under oppsummering og vurdering.

Tema IV OMF-markedet

Innledning

Obligasjoner med fortrinnsrett gir obligasjonseierne lik, eksklusiv og forholdsmessig rett til dekning i kredittforetakets sikkerhetsmasse før andre kreditorer ved avvikling av kredittforetaket. Obligasjonene som kredittforetaket utsteder, er sikret i pantesikrede lån som er overført fra en bank eller i pantesikrede lån gitt av kredittforetaket selv. I motsetning til de fleste andre land i Europa, der bankene selv utsteder OMF og OMF beholdes på bankenes egne balanser, er det kun selskaper med konsesjon som kredittforetak og med vedtektsfestet formål om å utstede OMF, som kan utstede disse obligasjonene i Norge.

OMF innebærer at bankene (og de bankeide kredittforetakene) benytter verdipapirmarkedet til å finansiere boliglån. Dette har likhetstrekk med det som internasjonalt betegnes "securitization" eller verdipapirisering på norsk, men det er viktige forskjeller. Den norske modellen innebærer at utlånene forblir i banksystemet, mens for eksempel den amerikanske modellen har hatt som utgangspunkt at de verdipapirene som har sikkerhet i utlån selges ut av banksystemet med overføring av kredittrisikoen via kapitalmarkedet til eksempelvis institusjonelle investorer.

I årene fram mot finanskrisen brøt imidlertid den amerikanske modellen mer eller mindre sammen. Tradisjonelle banker og investeringsbanker beholdt store beholdninger av verdipapiriserte utlån på egne balanser og utstedte i tillegg både eksplisitte og implisitte kreditt- og likviditetsgarantier på verdipapiriserte utlån som ble solgt ut av banksystemet. I Norge er det ingen mulighet for regulatorisk arbitrasje. Det innebærer at kapitalkravet for konsernet ikke endres når boliglån overføres til kredittforetak som utsteder OMF. I det amerikanske systemet var det lavere kapitalkrav på bankenes beholdninger av verdipapirer utstedt med sikkerhet i boliglån enn på vanlige boliglån, og det var ingen kapitalkrav på verdipapirer med sikkerhet i utlån som ble solgt ut av banksystemet. Det var heller ingen kapitalkrav på implisitte garantier og lave kapitalkrav på eksplisitte garantier.

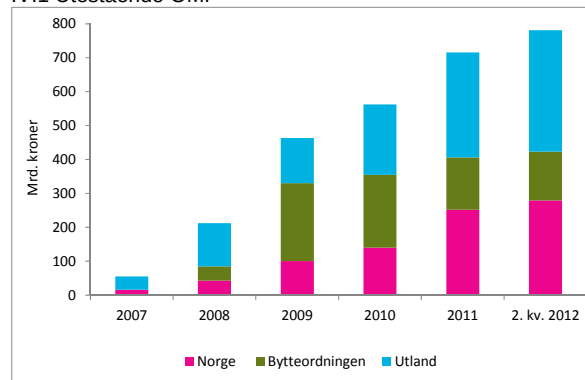
Størrelse og aktører

Det er 23 kredittforetak i Norge som har tillatelse til å utstede OMF. Per 30. juni 2012 utgjorde OMF-markedet 780 mrd. kroner, se figur IV.1. OMF-markedet har hatt sterk vekst og er blitt en viktig kilde for langsiktig finansiering i norske banker.

I 2004 utgjorde markedsfinansiering 35 prosent av total finansiering i norske banker (inkludert kredittforetak i bankkonsern), mens ved utgangen av første halvår utgjorde 45 prosent. Samtidig som bankene har blitt mer avhengig av markedsfinansiering, har løpetiden økt. Bankene har nå en større

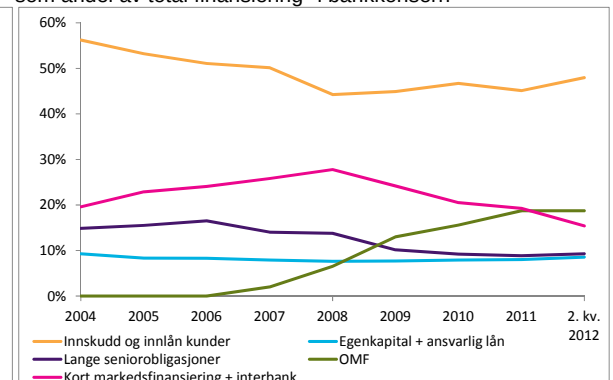
andel langsiktig finansiering enn før finansuroen i 2008. Andelen finansiering med løpetid over ett år utgjør nå 62 prosent av total markedsfinansiering, og om lag halvparten av dette er OMF. Fra 2009 har de fleste norske bankers lange obligasjonslån vært OMF, og per juni i år utgjorde andelen nærmere 70 prosent. Figur IV.2 viser at OMF i økende grad overtar som finansieringskilde.

IV.1 Utestående OMF



Kilde: Finanstilsynet

IV.2 Utvikling i finansieringskilde som andel av total finansiering* i bankkonsern



* Valutainnskudd i sentralbanker er trukket fra kort markedsfinansiering Kilde: Finanstilsynet

Hoveddelen av utestående OMF har løpetider over 3 år, mens det meste av seniorobligasjonene har løpetider på mellom 1 og 3 år, se figur 2.32 i kapittel 2 for en oversikt over løpetid og valuta for OMF-utstedelsene. Samtlige av de 23 OMF-foretakene utsteder OMF i det norske markedet, mens de største OMF-foretakene også utsteder i valuta i de internasjonale markedene. Alle OMF som er utstedt i Norge er notert på Oslo Børs eller den alternative markedsplassen Oslo Alternative Bond Market (Oslo ABM). OMF er blant de mest omsatte private obligasjonene på Oslo Børs. De mindre OMF-foretakene kan ikke utstede OMF i valuta bl.a. på grunn av krav til rating og volum, og utsteder derfor bare obligasjoner i det norske markedet. Også de større foretakene utsteder OMF i det norske markedet, men utsteder i stadig større grad OMF i valuta. Utstedelser av OMF i de utenlandske markedene har særlig økt fra 2010. Hoveddelen av OMF-emisjoner fra norske utstedere er gjort i valuta på utenlandske markedsplasser. De europeiske obligasjonsmarkedene har i flere år vært en viktig finansieringskilde for norske banker og kredittforetak. De siste årene har mer enn halvparten av norske kredittforetaks valuta-utstedelser vært denominert i euro, se figur 2.29 i kapittel 2 for en oversikt over kredittforetakenes OMF-utstedelser og fordelingen av krone- og valutilån. Fra 2010 har kredittforetakene også hentet store deler av sin utenlandske finansiering i dollar.

I Norge er det krav om at OMF utstedes av et eget OMF-foretak. Det er tre relativt store OMF-foretak og 20 små til mellomstore. Fem av OMF-foretakene er eid av flere banker: SpareBank1 Boligkreditt, SpareBank1 Næringskreditt, Terra Boligkreditt, Eiendomskreditt og Verd Boligkreditt. De fleste OMF-foretakene er således heleid av morbank. Om lag halvparten av de heleide OMF-foretakene har en forvaltningskapital under 10 mrd. kroner. En av grunnene til at det finnes mange små foretak er bytteordningen med staten, som bidro til at mange mindre banker opprettet egne foretak for å kunne delta i denne ordningen.

Tilnærmet alle banker i Norge har tilgang til hel- eller deleide OMF-foretak. Samlet ligger om lag 50 prosent av alle boliglån i OMF-foretak. De største bankene har i gjennomsnitt overført en høyere andel

av sine utlån til OMF-foretak enn de mindre bankene. Det er imidlertid store variasjoner blant de mellomstore og de minste bankene. En betydelig del av sikkerhetsmassen for OMF-emisjoner er allerede utnyttet, og utnyttet finansieringspotensiale er betydelig redusert siden 2008.

Risikofaktorer

Den effektive renten som kredittforetakene betaler på obligasjoner med fortrinnsrett har vært lavere enn renten som bankene betaler ved utstedelse av seniorobligasjoner, se for eksempel figur 2.28 i kapittel 2. En viktig grunn til dette er at OMF er obligasjoner utstedt av kredittforetak med sikkerhet i boliglån, mens eierne av seniorobligasjoner sitter på et generelt og usikret krav mot banken. I tillegg er kontantstrømmen som skal betjene OMF mindre variabel og sikrere enn den kontantstrømmen som skal dekke renter og avdrag på seniorobligasjoner. Dette følger av at det er mindre risiko forbundet med kredittforetakets aktiva, som primært består av utlån til bolig som ikke overstiger 75 prosent av boligverdien, enn de gjenværende aktivaene i morbanken. Sannsynligheten for mislighold og tap på lån til bedriftene er vesentlig større enn for godt pantesikrede boliglån, både i normale perioder og ikke minst i nedgangsperioder. Gjennomsnittlig historisk tap på utlån til husholdningene for perioden 1987 til 2011 er 0,3 prosent, og for utlån til foretak 1,5 prosent. Den gjennomsnittlige risikovekten i bankenes risikovektede beregningsgrunnlag for kapitalkrav er 21 prosent for boliglån. For foretakslån er den 62 prosent. Forskjellen i historiske tap og risikovekter gir en viss pekepinn på forskjellen i risiko. Et viktig poeng i denne sammenhengen er imidlertid at selv om de fleste husholdningene fortsetter å betjene sin gjeld også i en nedgangskonjunktur, vil kraftig finansiell konsolidering i husholdningene lett føre til redusert etterspørsel, forverre situasjonen for foretakssektoren og øke bankenes tap på utlån til næringslivet.

For et bankkonsern innebærer overføringen av boliglån til hel- eller deleide kredittforetak i utgangspunktet ingen endring i konsernets samlede kredittrisiko. Deleide kredittforetak kan imidlertid påføre bankene større styringsrisiko enn heleide. Gitt rasjonelle markedsaktører og effisient prising i kapitalmarkedene, ville en vente at forholdsvis lave renter på OMF ble motsvart av høyere renter på morbankenes seniorobligasjoner og annen markedsfinansiering. Dette følger av at risikoen til større innskytere og sertifikat- og obligasjonsinvestorer i morbanken øker når pantelån overføres til kredittforetaket. Økt risiko følges av høyere avkastningskrav.

Det er vanlig at bankene utsteder kreditt- og likviditetsgarantier til OMF-investorene. Dette sikrer utstedelsene god kredittvurdering av kredittvurderingsbyråene. Slike garantier svekker stillingen til morbankens usikrede kreditorer, fordi garantiene representerer et betinget krav på banken. (Det er betinget ettersom kravet først utløses når gitte hendelser inntreffer.) Kredittgarantier endrer imidlertid ikke bankkonsernets kredittrisiko. Det følger av at kredittrisikoen knyttet til boliglån også før etableringen av OMF og OMF-kredittforetakene ble båret av morbanken. Garantiene påvirker derfor bare fordelingen av risiko mellom OMF-investorene og morbankens usikrede kreditorer.

Det er etablert flere deleide kredittforetak som kjøper boliglån fra eierbankene og finansierer dette ved å utstede OMF. Også i disse tilfellene utsteder eierbankene kreditt- og likviditetsgarantier. Her er det

nødvendig for bankene å kontraktsfeste seg i mellom fordelingen av risiko og sørge for at dette også reflekteres i OMF-betingelsene.

Under finanskrisen var det et problem at ingen av markedsaktørene i USA eller Europa hadde oversikt over omfanget av kreditt- og likviditetsgarantier gitt til de som investerte i verdipapirer utstedt med sikkerhet i boliglån og andre verdipapiriserte lån (MBS, ABS, CDO mv.). Disse garantiene innebar at risikoen forble hos de tradisjonelle bankene og investeringsbankene. I Norge er ikke dette et problem, fordi ordningen med OMF er basert på at kredittrisikoen forblir i banksystemet. Det er likevel viktig at det er åpenhet om omfanget og fordelingen av kreditt- og likviditetsgarantier i OMF-markedet. Det bidrar til å redusere usikkerheten for investorene i urolige tider.

Den sterke veksten i OMF-markedet kan være en indikasjon på et udekket investorbehov etter sikre og likvide verdipapirer. Det kan forklare noe av prisforskjellen mellom OMF og seniorobligasjoner. Ettersom markedet modnes og investorbehovet for denne typen obligasjoner dekkes, kan finansieringsfordelen knyttet til det udekte behovet bli mindre. I likevekt vil renteforskjellen mellom OMF og seniorobligasjoner reflektere forskjell i risiko, herunder forskjellen i sikkerheter, ulik løpetid og lånebetingelser generelt. I en slik situasjon, gitt rasjonell prising, vil merverdien for bankkonsernet av å overføre ytterligere boliglån til kreditforetaket være begrenset.

Det er sannsynlig at likviditetsrisikoen i banksystemet er redusert som følge av overgangen til en ny finansieringsstruktur. Løpetiden på OMF er lengre enn løpetiden på bankenes obligasjonslån. De usikrede långiverne til morbanken kan imidlertid velge å redusere eksponeringen mot banken ved å korte ned på løpetiden på innskudd, sertifikater og obligasjoner, siden kvaliteten på gjenværende eiendeler i morbanken har blitt redusert og på tross av at kapitalkravene på morbanken skal gjenspeile kredittrisikoen på de gjenværende utlånene. Dette vil i så fall i noen grad motvirke den effekten som OMF med relativt lang løpetid har på konsernets likviditetsrisiko.

Norge opplevde ingen alvorlig kredittkontraksjon som følge av den internasjonale finanskrisen. Veksten i utlån til foretakssektoren var imidlertid svært lav og i en periode negativ, mens utlånsveksten til husholdningene holdt seg relativt høy gjennom hele perioden. Det er sannsynlig at framveksten av det norske OMF-markedet var en viktig grunn til dette, og at OMF sikret norske banker finansiering til relativt gunstige vilkår i en periode med svært stor uro i de internasjonale finansmarkedene.

Det er imidlertid knyttet en bekymring til utviklingen. Norske husholdningers gjeldsbelastning er høy og økende. Bankenes tilgang til forholdsvis gunstig finansiering av boliglån kan ha medvirket til sterk vekst i boliglånene og forsterket prispresset i boligmarkedet. OMF-ordningen var viktig for å sikre bankene finansiering i en svært alvorlig situasjon, men kan samtidig ha bidratt til å øke husholdningenes finansielle utsatthet på mellomlang og lang sikt.

Relativt lave renter på OMF og vesentlig lavere risikovekter på boliglån enn på foretakslån kan ha gitt, og fortsatt gi, bankene incentiver til å vri utlån til boligfinansieringsformål framfor til bedriftene. Det at bankene oppfatter at egenkapitalfinansiering er kostbar og vanskelig tilgjengelig, som følge av sterk uro og usikkerhet om framtidig avkastning, kan trolig også bidra til en slik vridning.

Boliglånsporteføljene til bankene består av svært mange og små utlån, som kan gi inntrykk av høy diversifisering og lav konsentrasjonsrisiko. Finanstilsynet følger utviklingen tett og er oppmerksom på sårbarheten knyttet til boliglånsporteføljene. Et kraftig prisfall i boligmarkedet kan få alvorlige konsekvenser for norsk økonomi, se for eksempel omtalen i kapittel 2. Morbankene kan bli tvunget til å overføre ytterligere boliglån til kredittforetakene. OMF og/eller kredittforetak kan få dårligere kredittvurdering av kredittvurderingsbyråene, og en økt mengde pantsatte utlån vil forverre situasjonen for bankenes usikrede innskytere og investorer. Dette kan føre til innlånssvikt for bankene, og i verste fall bidra til en sterk kredittkontraksjon.

Det er en trend i Europa at finansinstitusjoner i økende grad pantsetter eiendeler for å finansiere virksomheten. Det er naturlig under finansuro at investorer søker økt sikkerhet, men denne utviklingen har også en uheldig side. Volumet av eiendeler som dekker usikret finansiering reduseres, og kvaliteten på gjenværende eiendeler blir dårligere. I en krisesituasjon bærer innskytere og investorer en større del av risikoen i det finansielle systemet. Avkastningskravet på usikret finansiering vil øke. Overpantssetting forverrer situasjonen for usikrede kreditorer, og i dårlige tider vil kravet om overpantssetting kunne øke ytterligere. Ved avvikling av banken, kan gjenvunnet beløp for usikrede kreditorer bli vesentlig lavere enn det som ville vært tilfelle i perioder med mindre utbredelse av pantssetting.

Det er flere andre problemstillinger knyttet til finansinstitusjoners pantssetting av eiendeler. Økt pantssetting reduserer fleksibiliteten i balansestyringen. Desto flere eiendeler som pantsettes, desto færre vil være tilgjengelig som sikkerhet for finansiering i framtiden. Det innebærer at tilgangen på eiendeler som kan pantsettes, er minst når slik tilgang er på sitt mest verdifulle. Det er også en fare for at finansinstitusjonene kan gå tom for pant på et gitt framtidig tidspunkt. For bankenes investorer kan det oppstå usikkerhet om mengden av pantsatte eiendeler og hvilke eiendeler som er pantsatt. Avkastningskravet på usikrede plasseringer og etterspørselen etter sikre investeringer kan dermed bli høyere enn det som ville vært tilfelle om informasjon om pantssetting var tilgjengelig.

Økt pantssetting av eiendeler kan være en indikasjon på økt finansiell utsatthet i enkeltinstitusjoner. Pantssetting kan være det eneste alternativet som sikrer institusjonen refinansiering.

Internasjonalt er det økende forståelse for at myndighetene må håndtere problemet med at innskytere og usikrede obligasjonsinvestorer er mindre beskyttet som følge av økt pantssetting. I flere land har myndighetene innført begrensninger på volumet av "covered bonds" relativt til forvaltningskapitalen. I Canada forutsetter tilsynsmyndighetene at verdien av "covered bonds" ikke skal overstige 4 prosent av forvaltningskapitalen. I New Zealand er grensen satt til 10 prosent, og i Australia er det foreslått en ramme på 8 prosent. Italia opererer med en ramme som avhenger av kapitaldekningen. Financial Services Authority (FSA) i Storbritannia har ingen formell grense, men institusjonene må forhåndsdrøfte med FSA utstedelser som er basert på pantssetting av eiendeler. I USA må institusjonene få godkjenning av tilsynsmyndighetene før utstedelser, og samlet verdi kan ikke overstige 4 prosent av institusjonens forpliktelser. I Nederland er kravet at "covered bonds" må stå i et sunt forhold til forvaltningskapitalen, og det er sentralbanken som bestemmer hva som er et sunt forhold for den enkelte bank.

Tiltak for å begrense institusjonsspesifikk risiko og systemrisiko

OMF utgjør en viktig finansieringskilde for norske banker og bidro til at bankene sikret seg markedsfinansiering under den internasjonale finanskrisen. Utstedelse av OMF har medvirket til å redusere bankenes likviditetsrisiko. Omfanget av OMF har i løpet av få år kommet opp på et meget høyt nivå. Stort omfang av OMF kan medføre strukturelle svakheter i bankenes finansiering og gi uheldige insentiver i utlånsvirksomheten.

Etter Finanstilsynets oppfatning bør en derfor vurdere å innføre begrensninger på andelen av eiendeler som kan stilles som sikkerhet for utstedelse av OMF. Det kan vurderes å innføre en maksimalgrense, slik flere land har gjort. Dersom det skulle bli aktuelt å innføre en maksimalgrense for overføring av pantsikrede lån fra banken til kredittforetaket, bør det vurderes om det skal etableres overgangsordninger. Særlig gjelder det dersom en begrensning ikke bare skal gjelde nye lån eller overføringer.

Det er forhold som taler for å fastsette individuelle grenser for det enkelte bankkonsern framfor generelle tak. Nivået på forsvarlig overføringsgrad er blant annet avhengig av belåningsgrad, diversifiseringsgrad i utlånsporteføljen og soliditet. Dette er forhold som varierer fra bank til bank.

Uavhengig av dette forventer Finanstilsynet at norske finansinstitusjoner vurderer forsvarlig overføringsgrad, for eksempel som ledd i Pilar-2 prosessen. Dersom overføringsgraden etter tilsynets vurdering er for høy, kan det bli aktuelt å pålegge enkeltinstitusjoner økte kapitalkrav eller begrenset adgang til OMF-finansiering. Slike vurderinger vil bli basert på både institusjonsspesifikk risiko og systemrisiko.

Tema V Skyggebanksystemet

Definisjon og omfang

Det eksisterer ingen entydig definisjon av skyggebanksystemet. En årsak er at innholdet i begrepet avhenger av den finansielle strukturen og reguleringen i det enkelte land. Dette er forhold som varierer mellom landene. I tillegg kommer at finansielle strukturer er komplekse og utvikler seg over tid, som følge av blant annet finansiell innovasjon og endringer i regelverket.

En definisjon er at skyggebanksystemet er et system for kredittformidling, herunder lånefinansiering og løpetidstransformasjoner, som involverer enheter og aktiviteter utenfor eller delvis utenfor det regulære banksystemet.¹ Det siste innebærer at skyggebanksystemet som regel ikke faller inn under sentralbankenes "Lender of Last Resort"-funksjon eller innskuddsgarantiordningene. Begrepet ble vanlig i bruk under den siste internasjonale finanskrisen. Systemet er markedsbasert fordi det dekomponerer kredittformidlingsprosessen i en sekvens eller kjede av operasjoner som utføres av separate enheter, som ikke er bank, og som samhandler og skaffer finansiering i penge- og kapitalmarkedene. Systemet er avhengig av aktive og likvide annenhåndsmarkeder med løpende prising av instrumenter. Hvert steg i prosessen med skyggebanksfinansiering utføres av en særskilt type finansielt mellomledd med spesialistkompetanse. Disse finansierer virksomheten gjennom spesialiserte finansieringsteknikker, ofte basert på sikkerheter i underliggende utlån og verdipapirer. Mens enheter kan klassifiseres som skyggebanksystemer, kan markedene ikke klassifiseres som skyggebanksystemer. Både tradisjonelle banker og skyggebanksystemer er aktive i de samme markedene, som for eksempel markedene for gjenkjøpsavtaler (repos) og sertifikatmarkedet (commercial papers).

Skyggebanksystemet bidrar til at husholdninger og foretak får tilgang til alternative finansieringskilder og likviditet, og at investeringsuniverset øker. Skyggebanksystemer besitter også ekspertise som gjør dem spesielt godt egnet til å tilby enkelte kredittformidlingsfunksjoner kostnadseffektivt. Financial Stability Board (FSB) anslår størrelsen på det globale skyggebanksystemet i 2010 til om lag 46 trillioner euro, som er vesentlig høyere enn estimatet på 21 trillioner euro for 2002. For 2010 tilsvarte dette 25-30 prosent av det samlede finansielle systemet og om lag halvparten av bankenes samlede forvaltningskapital. Skyggebanksystemets andel av det samlede finansielle systemet for USA alene er anslått til mellom 35 og 40 prosent. Skyggebanksystemene utgjør i Storbritannia 10-13 prosent og i Nederland 6-8 prosent. For Tyskland, Spania, Frankrike og Italia er andelen mindre. Størrelsen på systemet er betydelig redusert som følge av finanskrisen.

Skyggebanksystemer vil for mange gi assosiasjoner til boliglån til kunder med lav kredittverdighet (sub-prime) i USA, som verdipapiriseres og legges ut for salg i kapitalmarkedet. Det er i USA at

¹ Se for eksempel Financial Stability Board; "Shadow banking: Scoping the Issues", April 2011.

skyggebanksystemet har vært (og er) viktigst, men det har også en framtreddende plass i Europa. Hendelser i skyggebanksystemet og koblinger mellom det tradisjonelle banksystemet og skyggebanksystemet, er sentrale forklaringsfaktorer bak finanskrisen. I USA skjedde det store endringer i den finansielle strukturen over en periode på flere tiår. En av disse forandringene var sterk integrering av tradisjonell bankvirksomhet og kapitalmarkedsvirksomhet. Den relative betydningen av innskuddsfinansiering avtok, mens viktigheten av finansiering i penge- og kapitalmarkedene tiltok. Aktivitetene til investeringsbankene endret karakter, og store finansielle konglomerater vokste fram. Lignende forandringer, men i mindre skala, gjorde seg også gjeldende i Europa. Europeiske banker ble i økende grad avhengige av markedsfinansiering og plasserte betydelige midler i verdipapirer utstedt i blant annet USA med pant i ulike typer aktiva, som boliglån, billån og næringseiendommer.

Reguleringen av systemet utviklet seg ikke i takt med de store strukturelle endringene. Tilsynsmyndigheter, sentralbanker og organisasjoner som Baselkomitéen, Financial Stability Board (FSB) og EU-systemet drøfter og analyserer for tiden skyggebanksystemets betydning for finanskrisen og vurderer behovet for et egnet regelverk. For myndighetene er det viktig at skyggebanksystemet ikke utnyttes av finansinstitusjonene til å omgå reguleringer, som for eksempel kravene til kapitaldekning.

Systemrisiko

Det er flere forbindelser mellom tradisjonelle banker og skyggebanker. For det første inngår enkelte skyggebanker i bank- og finanskonsern. Den andre viktige koblingen går gjennom de tradisjonelle bankenes finansiering av skyggebankenes virksomhet. En tredje kobling går gjennom derivatmarkedene, som opsjons- og futuresmarkedene, og materialiserer seg i motpartseksposering og -risiko.

Systemrisikoaspektet ved skyggebanksystemet er særlig knyttet til løpetidstransformasjon (kortsiktig finansiering av langsiktige eiendeler) og/eller likviditetstransformasjon (konvertering av illikvide eiendeler til likvide verdipapirer), overføring (eller mangel på slik overføring) av kreditt risiko ut av banksystemet og tilrettelegging for høy gjeldsgrad.

Høy kompleksitet og manglende gjennomsiktighet gjorde det vanskelig å få oversikt over systemrisikoen. Skyggebanksystemet besto (og består) av en rekke ulike typer spesialiserte institusjoner, og mange av de finansielle instrumentene var (og er) svært kompliserte både når det gjelder prising og modellering av risiko. Under finanskrisen var koblingene mellom skyggebankene, og mellom skyggebankene og det tradisjonelle banksystemet, vanskelige å overskue. Det var tilsvarende vanskelig å anslå kreditt-, motparts- og likviditetsrisiko. Systemet har endret seg betydelig over tid, og er i sterk grad preget av finansiell innovasjon, som blant annet har ført til at regulering av systemet kom på etterskudd.

I konstruksjonen av ulike verdipapirer spilte kredittvurderingsbyråene en viktig rolle. Aktørene i systemet arbeidet aktivt for å oppnå så god kredittvurdering som mulig på de ulike typene verdipapirer. Dette ble gjennomført ved å gi verdipapirer ulike rettigheter til dekning i underliggende utlånsmasse, for så å sette sammen disse delene på forskjellige måter til nye verdipapirer. Systemet ble lite

gjennomsiktig, og aktørene hadde begrenset oversikt over størrelsen på og fordelingen av risiko. Det var naturlig nok svært vanskelig å verdsette instrumentene. I opptakten til finanskrisen virket systemet slik at kredittrisikoen i instrumentene og verdipapirene framsto som betydelig lavere enn den egentlig var.

Et viktig aspekt ved skyggebanksystemet er at det produserte aktiva som ble sett på som sikre og likvide. Disse aktivaene ble vurdert som kontantekvivalenter på linje med sikrede bankinnskudd. Framveksten av denne typen likvide og tilsynelatende risikofrie aktiva ble drevet av investorers behov for sikre og likvide eiendeler, som kunne dekke både uventede og løpende likviditetsbehov, og av låntakerne sitt behov for kortsiktig finansiering. Systemet produserte tilsynelatende risikofrie aktiva ved at aktiva som allerede ble vurdert som lite risikable, ble understøttet av likviditets- og kredittrisikogarantier.

En risiko ved kortsiktig, innskuddslignende finansiering er imidlertid at det kan oppstå "run" på systemet. Et eksempel er stormløpet på en spesiell type amerikansk pengemarkedsfond (Money Market Mutual Fund), som plasserte betydelig midler i blant annet ABCP (Asset Backed Commercial Paper) utstedt av skyggebanksystemet.² Disse fondene har som mål at verdien av andelene skal være stabile og lik 1 USD per andel. Andelseierne kan løse inn sine andeler løpende til 1 USD pluss/minus en halv cent. For andelseierne er dette en plassering som i normale tider er like likvid som bankinnskudd. I situasjoner der det oppstår tvil om kredittkvaliteten på fondets investeringer, har imidlertid andelseierne insentiv til å løse inn andeler så raskt som mulig, og helst før andre andelseiere. Det kan da oppstå et klassisk "run" på fondet. I USA inntraff det en slik situasjon under den siste finanskrisen. Dette ble først stoppet da det amerikanske finansdepartementet og sentralbanken forsikret systemet og ga likviditetsstøtte.

Markedet for gjenkjøpsavtaler (repos) har vokst sterkt og parallelt med utviklingen i skyggebanksystemet. En repo er økonomisk sett det samme som et sikret utlån. Ved inngåelse av kontrakten mottar den ene parten kontanter og gir fra seg verdipapirer som sikkerhet for kontantene. Samtidig avtales det at låntakeren (den som mottar kontanter) skal kjøpe tilbake verdipapirene på et senere tidspunkt, som ofte er dagen etter, til en på forhånd avtalt pris. For långiver er dette i normale perioder analogt med å plassere et "sikret" og likvid innskudd i en tradisjonell bank. Opprinnelig var det statspapirer som inngikk i repo-avtalene. Etter hvert som behovet for "sikre" kortsiktige plasseringer økte og investeringsbankenes behov for "mellomfinansiering" steg, ble det mer og mer vanlig å bruke andre rentepapirer (ABCP) som sikkerhet i repo-transaksjonen. Under finanskrisen oppsto det stor usikkerhet om verdien på sikkerhetene, og denne usikkerheten førte til et "run" også i repo-markedet.³ Amerikanske myndigheter etablerte "The Primary Dealer Credit Facility", som sikret investeringsbankene likviditet og roet markedene.

Mens repo-markedet kan sies å være drevet av aktørenes finansieringsbehov, er markedet for verdipapirutlån i større grad drevet av aktørers behov for å låne inn verdipapirer for å etablere "short"-

² ABCP er et verdipapir (sertifikat) med kort løpetid som er sikret i et sett underliggende aktiva (asset backed).

³ "Run" i repo-markedet kan ta to former. Den første og mest alvorlige oppstår når det blir umulig å rullere repo-kontraktene. Den andre når "haircuts" eller marginene i kontraktene øker, som innebærer at kravet til overpantsetting stiger, dvs at låntaker mottar mindre kontanter per sikkerhet.

posisjoner eller benytte papirene som sikkerhet for andre transaksjoner. Som sikkerhet for verdipapirinnlånene stilles kontanter, som en forvalterbank investerer på vegne av verdipapirutlåneren i "sikre" og "likvide" instrumenter som pengemarkedsfond, repos og andre kortsiktige instrumenter. Under finanskrisen viste det seg at investeringene som kontantsikkerhetene var plassert i, verken var sikre eller likvide. Konsekvensen av dette var at verdipapirinnlånerne ville stenge posisjonene fordi de ble usikre på om de ville få tilbake kontantsikkerheten.

Et generelt trekk ved pengemarkedsfond, repo-markedet og markedet for verdipapirutlån var at det ble skapt tilsynelatende likvide og sikre plasseringer, som ga noe høyere avkastning enn tradisjonelle bankinnskudd. I ettertid viste det seg at risikopremiene langt fra var i samsvar med risikoen. Systemet er eksponert for en rullerende refinansieringsrisiko, som materialiserte seg under finanskrisen. Når så investorene stilte spørsmål ved kredittrisikoen knyttet til ulike typer rentepapirer, ble det umiddelbart vesentlig vanskeligere for aktørene å refinansiere lån og verdipapiriserte lån som fortsatt var i skyggebanksystemet.⁴ Disse strukturene var enten under lagring for videresalg-/formidling eller var en del av investeringene til investeringsbankene.

Verdipapiriseringen av utlån bidro til å øke gjeldsgraden i systemet, både fordi kapitalkravet på verdipapirer med sikkerhet i boliglån var lavere enn på ordinære utlån, og fordi kapitalkravene på bankenes likviditets- og kredittstøtte til skyggebankenhetene også var lave.

Tradisjonell bankvirksomhet kan karakteriseres som "originate-to-hold", som innebærer at banken finansierer utlån og holder disse på egne bøker. Skyggebankenenes virksomhet beskrives som "originate-to-distribute". Forretningsideen er å samle utlån, verdipapirisere disse og selge (distribuere) verdipapirene, slik at risikoen bæres av institusjoner, foretak og privatpersoner utenfor skyggebanksystemet. "Originate-to-distribute"-modellen brøt sammen i oppkjøringen til og under finanskrisen. For det første beholdt både investeringsbanker, tradisjonelle banker og statsstøttede institusjoner (Government Sponsored Enterprises) både ABS og CDO på egen balanse som investeringer.⁵ Dette skjedde blant annet som følge av lavere kapitalkrav på verdipapiriserte instrumenter enn på utlån, og fordi den løpende avkastningen var høyere enn bankenes finansieringskostnad. I tillegg økte lånevolumet sterkt, slik at lagrede lån etter hvert utgjorde betydelige beløp, som skyggebankene ikke klarte å distribuere ut av systemet når uroen økte. Et annet viktig brudd på modellen besto i at skyggebankene i ikke ubetydelig grad hadde inngått likviditetsstøtte- og "kredittforsikringsavtaler" med "sluttinvestorene", som innebar at kreditt- og likviditetsrisiko ble værende i skyggebanksystemet. Under krisen viste det seg også at flere av de tradisjonelle bankene og investeringsbankene, som hadde initiert verdipapiriseringen, valgte å dekke opp deler av sluttinvestorenes kreditt- og likviditetsrisiko for å ivareta eget omdømme.

⁴ De ulike typene rentepapirer omfatter blant annet ABCP, ABS og CDO. Den første typen er omtalt foran. ABS er asset backed securities eller verdipapirer utstedt med sikkerhet i et sett aktiva. Løpetiden på ABS er typisk lenger enn på ABCP. CDO er collateral debt obligations eller verdipapirer som er utstedt med sikkerhet i for eksempel ABS.

⁵ Government Sponsored Enterprises omfatter blant annet Freddie Mac og Fannie Mae.

Arbeidet i Financial Stability Board (FSB)

FSB ble av G20-lederne på Seoul-toppmøtet i november 2010 bedt om å utvikle anbefalinger som styrket overvåking og regulering av skyggebanksystemet. FSB etablerte en arbeidsgruppe for å utvikle et grunnlag for anbefalinger. Denne arbeidsgruppen utarbeidet notatet "*Shadow Banking: Scoping the Issues*" (12. april 2011), som inneholder en diskusjon av skyggebanksystemet, hvordan systemet kan overvåkes og en drøfting av mulige regulatoriske tiltak.

I oktober 2011 publiserte FSB rapporten "*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*", som blant annet er basert på en detaljert gjennomgang av utviklingen i det globale skyggebanksystemet og kartlegging av det regulatoriske systemet. Det anbefales at nasjonale myndigheter kartlegger skyggebanksystemet ved først å identifisere all kredittformidling utenfor banksystemet, for deretter å kartlegge utviklingstrekk som kan bidra til systemrisiko (løpetidstransformasjon, likviditetstransformasjon, ikke-perfekt overføring av kredittrisiko og "leverage") og / eller indikerer regulatorisk arbitrasje. Rapporten beskriver syv prinsipper som bør være styrende for overvåkingen og trekker opp fem prinsipper som bør gjelde for regulering av skyggebanksystemet. FSB har satt ned fem arbeidsgrupper som innen utgangen av 2012 skal avlegge rapporter om henholdsvis bankenes interaksjon med skyggebanksystemet, pengemarkedsfond, regulering av andre skyggebanksystemer, verdipapirisering, samt verdipapirutlån og gjenkjøpsavtaler (repos).

Arbeidet i EU-kommisjonen

EU-kommisjonen publiserte et *Green paper on Shadow Banking* i mars 2012. Utgangspunktet for Kommisjonen er at skyggebanksystemet bygger på to pilarer. Den første pilaren dekker *enheter* som opererer utenfor det regulære banksystemet og som er involvert i en av de følgende aktivitetene: 1) finansiering av virksomheten med instrumenter som har innskuddslignende karakteristika, 2) løpetids- og/eller likviditetstransformasjon, 3) kredittrisikooverføring og 4) direkte eller indirekte gjeldsoppbygging (leverage). Som eksempler på *enheter* nevnes ABCP-enheter, Structured Investment Vehicles og Special Purpose Vehicles. Videre nevnes pengemarkedsfond og andre typer investeringsfond/produkter med innskuddslignende karakteristika, som gjør fondene sårbare for "runs". Andre typer aktører som trekkes fram er investeringsfond, eksempelvis Exchange Traded Funds, som yter kreditt eller er gjeldsfinansiert og finansieringsselskaper og verdipapirenheter, som yter kreditt eller kredittgarantier, eller som driver med likviditets- og / eller løpetidstransformasjon. Til slutt nevnes forsikrings- og reassuranseselskaper som utsteder eller garanterer kredittprodukter. Den andre pilaren er knyttet til *aktiviteter*, for eksempel viktige finansieringskilder som verdipapirisering, verdipapirutlån og gjenkjøpsavtaler.

Kommisjonen knytter systemrisikofaktorene til følgende fire grupperinger: 1) innskuddslignende finansieringsstrukturer som kan føre til "runs" på systemet, 2) oppbygging av høy og skjult gjeldsgrad, 3) omgåelse av regler og regulatorisk arbitrasje og 4) smitteeffekter over på det tradisjonelle banksystemet via for eksempel direkte finansiering og kredittlinjer fra bankene og via "brannsalg" av eiendeler som påvirker priser på aksjer, obligasjoner, fast eiendom mv. I EU er det allerede innført eller vil bli innført regulering som indirekte er relevant for skyggebanksystemet. Kommisjonen foreslår å konsentrere arbeidet framover rundt:

- Bankregulering: Avdekke grad av risikooverføring til skyggebanksystemet. Identifisere, begrense og forbedre informasjon om eksponering. Sikre at bankregulering dekker alle relevante aktiviteter.
- Forvaltning: Oppfølging av utviklingen i markedene for børssnoterte fond ("Exchange Traded Funds") og pengemarkedsfond.
- Verdipapirutlån og repos: Kartlegging og vurdering.
- Verdipapirisering: Vurdering av om allerede innførte og foreslåtte regler er tilstrekkelige.
- Andre skyggebankaktiviteter: Kartlegging av enheter og eksisterende regulering/tilsyn, identifisere mangler i regulering/tilsyn og foreslå forbedringer. Vurdere behov for ny statistikk.

Situasjonen i Norge

I Norge fantes et ikke ubetydelig og forholdsvis aktivt gråmarked for kredittformidling fram til bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Kreditt var inntil starten på 1980-tallet i stor grad rasjonert. Bankene opererte med årlige lånerammer og var underlagt reservekrav og plasseringsplikt. I tiden før 1976 var det ingen regulering av låneformidlere. Den nye finansieringsvirksomhetsloven etablerte registreringsplikt for formidlere. Låneformidlere fører ingen lån på egne bøker, men formidler lån fra långivere til låntakere. Formidlerne har ikke lov til å yte utlån. Låneformidlerne opererte også i interbankmarkedet og formidlet likviditet innad i banksystemet. Inntjeningen til låneformidlerne besto i hovedsak av formidlingsgebyrer. Flere av låneformidlingsselskapene var eid av banker og forsikringsselskaper. Fondsmeglere hadde anledning til å drive med låneformidling som bivirksomhet. I det norske gråmarkedet opptrådte husholdninger og ikke-finansielle foretak både som långivere og låntakere. En viktig fordel for låntakerne var at lånene i gråmarkedet var avdragsfrie, forfalt i sin helhet på et gitt tidspunkt og normalt kunne refinansieres på forfallstidspunktet. Långiverne oppnådde noe høyere rente enn på høyrenteinnskudd i bankene.

Aktiviteten i låneformidlingsmarkedet i Norge ble kraftig redusert under bankkrisen, og tok seg aldri opp igjen. Det var flere forhold som bidro til at markedet ikke vokste etter krisen. Ett er knyttet til utviklingen av bankenes direkte utlånsregulering på 1980-tallet. Et annet er kravet til sikkerhetsstillelse på minst 25 mill. kroner, som gjorde situasjonen for de mindre låneformidlerne vanskelig. Et tredje moment er at flere av lånene ble gitt med bankgarantier og kredittforsikringer, som reduserte eller fjernet kredittrisikoen for långiver. Kredittforsikringsmarkedet i Norge ble kraftig redusert mot slutten av 1980-tallet. Uten kredittforsikring eller bankgarantier er gråmarkedet av liten interesse for de fleste långivere.

Bankgarantier og kredittforsikringer er underlagt kapitaldekningskrav i henholdsvis banker og forsikringsselskaper. Utlånsvirksomhet i Norge krever konsesjon.

I dag eksisterer det for alle praktiske formål ikke noe skyggebanksystem i Norge. Utlånsvirksomhet over egne bøker er regulert, og låneformidlere kan kun formidle lån fra långiver til låntaker. Både finansieringsselskaper, kredittforetak og verdipapirforetak må som banker oppfylle kravene i kapitaldekningsdirektivet både på selskaps- og konsernnivå. Også for forsikringsselskaper gjelder krav

om kapitaldekning. Reguleringen av tradisjonelle verdipapirfond er omfattende og gir andelseierne et godt vern i den forstand at informasjon om fondenes risikoprofil er tilgjengelig. Fondene kan ikke ta opp lån, og risikoeksponeringen gjennom derivatkontrakter begrenses av regelverket. Spesialfond, som er unntatt blant annet bestemmelser om krav til diversifisering, likviditet og som også kan ta opp lån, har foreløpig begrenset omfang i Norge, se tema VI for omtale av børsnoterte produkter (ETP) og hedgefond. Den norske finans-, forsikrings- og verdipapirlovgivingen er omfattende og dekker alle enheter som kunne operert i et skyggebanksystem i Norge. Utviklingen av et internasjonalt regelverk er likevel viktig også for Norges del. For det første fordi et internasjonalt regelverk vil bli implementert i det norske, og for det andre fordi internasjonal finansiell ustabilitet vil smitte direkte over på det norske finansielle systemet.

Banklovkommisjonen foreslår i utkast til ny lov om finansforetak at muligheten for Special Purpose Vehicle-basert verdipapirisering fjernes. Dette vil i praksis sette en stopper for all verdipapirisering som ikke er OMF-basert, se tema IV for en beskrivelse av OMF-markedet. For Finanstilsynet er det viktig å opprettholde og forsterke eksisterende regulering, slik at risikoen for regulatorisk arbitrasje forblir lav. Effektiv regulering og tilsyn oppnås ved at Finanstilsynet påvirker utviklingen i det finansielle systemet gjennom konsesjonsvilkår, utarbeider forslag om ny regulering, gjennomfører stedlige tilsyn i institusjonene, følger utviklingen i finansmarkedene (både i institusjoner, markeder og instrumenter) og utarbeider mikro- og makrobaserte analyser.

Tema VI Børsnoterte produkter og hedgefond

Børsnoterte produkter

Børsnoterte produkter (Exchange traded products, ETP) er en samlebetegnelse for børsnoterte investeringsprodukter som har flere likhetstrekk. Inn under kategorien kommer blant annet børsnoterte fond (Exchange Traded Funds, ETF), børsnoterte gjeldspapirer (Exchange Traded Notes, ETN) og børsnoterte råvarer/valutaer (Exchange Traded Commodities/Currencies, ETC). Markedet for ETP har vokst betydelig de siste 10 årene. Framvekst av ulike syntetiske, derivatbaserte ETP-produkter har ført til stor oppmerksomhet fra både internasjonale markedsaktører og tilsynsmyndigheter.

Exchange Traded Funds (ETF)

ETF er børsnoterte fond hvor andeler i fondet omsettes på børs. En ETF kan være konstruert for å følge utviklingen i en valgt underliggende markedsvariabel (råvarer, enkeltaksjer, aksjeindekser eller valuta mv.). I motsetning til andre ETP-produkter, faller ETF inn under UCITS III (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). I forhold til et tradisjonelt aksjefond er ETF mer likvid og kan omsettes gjennom dagen. Det eksisterer flere typer ETF-strukturer. "Plain vanilla" eller fysiske ETF er den enkleste formen. I denne typen struktur investerer fondet i underliggende aktiva som gir den eksponeringen fondet søker å oppnå (fysisk replikering). Investor kjøper andeler i fondet.

Syntetiske ETF forsøker å oppnå ønsket eksponering gjennom derivatposisjoner (syntetisk replikering). Investor i syntetiske ETF bærer også motpartsrisiko, som varierer med investeringsstrategien og antall motparter. ETF tilbys med giring, som ofte innebærer høy risiko. I tillegg til fond som tjener penger når underliggende indeks eller aktiva stiger i verdi, finnes også ETF som har positiv avkastning når indekser eller enkeltaktiva faller i verdi og som taper penger når kursene stiger.

Exchange Traded Notes (ETN)

En ETN gir i motsetning til en ETF ikke direkte eierskap i et fond. En ETN er et verdipapir og utstedes gjerne av en finansinstitusjon og omsettes i annenhåndsmarkedet på lik linje med aksjer. Investoren har således et direkte krav mot finansinstitusjonen. Risikoen i investeringen vil derfor også reflektere motpartsrisiko mot utsteder. Det finnes ETN både med og uten pantessikkerhet. I ETN med pantessikkerhet reduseres motpartsrisikoen. En ETN kan, som i en syntetisk ETF, være konstruert til å gi investor avkastning knyttet til utviklingen i andre underliggende aktiva.

Exchange Traded Commodities/Currencies (ETC)

ETC ligner mye på ETF, men følger utviklingen i råvaremarkeder eller valutaer og er basert på spot- og futureskontrakter. Den største forskjellen er at ETC er et gjeldsinstrument og ikke en andel i et fond. En investering i ETC er som regel fullt ut pantessikret, og motpartsrisiko er således lav.

Markedet for ETP globalt

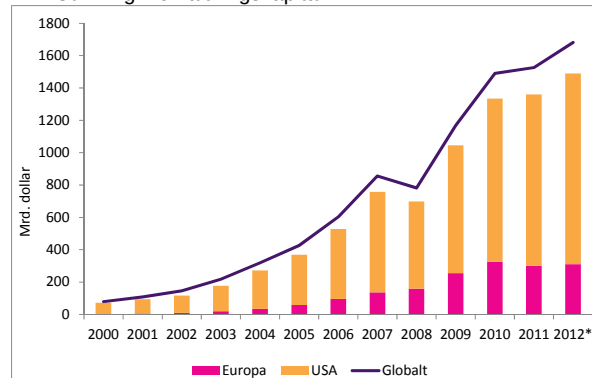
Investeringer i ETP har økt betydelig de siste årene, og forvaltningskapitalen ved utgangen av andre kvartal 2012 anslås til 1.700 mrd. dollar globalt. 1.200 mrd. dollar av dette er relatert til det amerikanske markedet, mens om lag 300 mrd. dollar forvaltes i Europa, se figur VI.1 og VI.2.

Produktene har blitt populære både hos ikke-profesjonelle og institusjonelle investorer.

ETN og ETC utgjør per 2012 en liten andel av markedet for ETP. Samlet forvaltningskapital er anslått til 200 mrd. dollar, eller 15 prosent av det globale markedet for ETP.

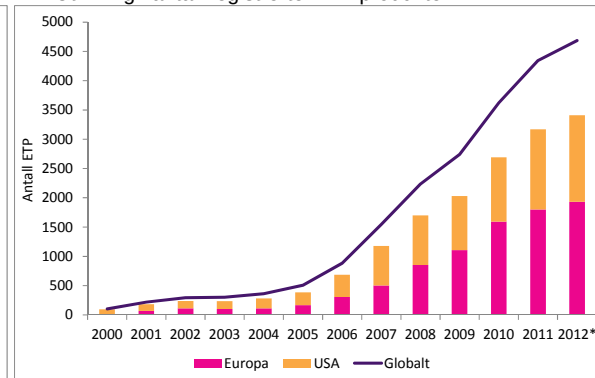
Ved utgangen av andre kvartal 2012 var det registrert om lag 3.200 ETF på verdensbasis, med om lag 1.500 mrd. dollar i forvaltningskapital. I Europa var antallet registrerte ETF over 1.300 på samme tidspunkt, og forvaltningskapitalen utgjorde om lag 300 mrd. dollar.

VI.1 Utvikling i forvaltningskapital



Kilde: ETF Global Insight, juli 2012

VI.2 Utvikling i antall registrerte ETP-produkter



Kilde: ETF Global Insight, juli 2012

Tilsvarende var antall ETF i USA 1.154, med tilhørende forvaltningskapital på 1.070 mrd. dollar. I Europa og USA er Blackrocks iShare, Lyxor og DB Trackers blant de største tilbyderne. iShare har alene om lag en tredel av markedet i Europa.

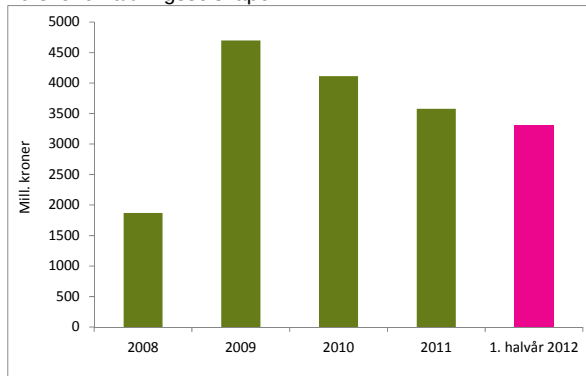
Om lag 40 prosent av europeiske ETF benytter syntetisk replikering. Det amerikanske markedet domineres av fysiske ETF, som følge av regulatoriske krav. Amerikanske tilsynsmyndigheter stiller blant annet strengere begrensninger for bruk av derivater i ETF enn europeiske tilsynsmyndigheter.

Markedet for ETP i Norge

Det norske ETP-markedet består hovedsakelig av ETF- og ETN-produkter. Et krav for notering av ETF på norsk regulert marked, er at verdipapirfondet er tillatt markedsført i Norge. I tillegg til ETF som forvaltes av norske forvaltningsselskaper, kan eksempelvis en ETF med UCITS-godkjenning i et annet EU-/EØS-land noteres på norsk regulert marked etter at melding om markedsføring av fondet i Norge er sendt til Finanstilsynet.

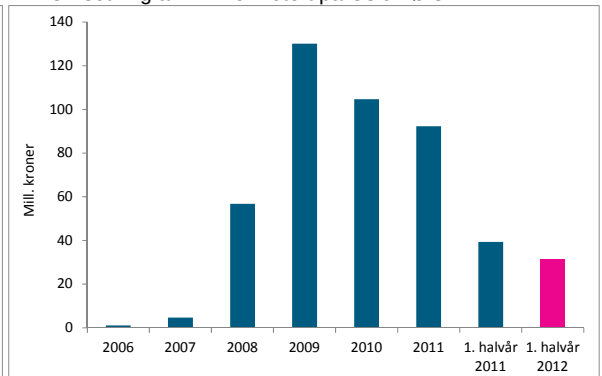
Ved utgangen av andre kvartal 2012 var det notert 15 ETF på Oslo Børs. ETF-produktene forvaltes av de norske forvaltningsselskapene DNB Asset Management AS og Handelsbanken Kapitalforvaltning AS. Forvaltningskapitalen i ETF forvaltet av norske forvaltningsselskaper var 3,3 mrd. kroner ved utgangen av andre kvartal 2012. Forvaltningsstrategiene omfatter investeringer i brede aksjeindekser, enkeltaksjer og i ulike sektorer, og gjennomføres ved både fysisk og syntetisk replikering.

VI.3 Forvaltningskapital i ETF-er forvaltet av norske forvaltningsselskaper



Kilde: Finanstilsynet

VI.4 Omsetning av ETF-er notert på Oslo Børs.



Kilde: Oslo Børs

Ved utgangen av andre kvartal 2012 var det notert 73 ETN på Oslo Børs. DNB og Handelsbanken er de dominerende utstederne. DNB tilbyr per september 2012 om lag 50 ulike ETN. Disse er konstruert for å gi indeksavkastning eller replikerer enkeltpapirer. Produktene er hovedsakelig utstedt av DNB Bank ASA, og gir således motpartseksposering mot DNB Bank ASA. Produktene tilbys med giring i form av multiplert positiv eller negativ indeksavkastning.

Potensielle risikofaktorer

Markedet for ETP har vokst raskt de siste årene. Flere internasjonale markedsaktører og tilsynsmyndigheter har pekt på risikofaktorer knyttet til investorbeskyttelse, finansiell stabilitet og velfungerende markeder.

ETP er produkter som kan effektivisere kapitalallokeringen og kan gi effektiv og likvid eksponering mot flere markeder for investorer. Komplekse investeringsstrategier og avkastningsstrukturer samt uoversiktlig motpartsrisiko kan imidlertid være vanskelig å formidle til investorene. Dette gjelder særlig for de syntetiske produktene. Både tilsynsmyndigheter i USA, nasjonale tilsynsmyndigheter i EU og tilbydere av tradisjonelle ETF-produkter har uttrykt bekymring for at ETN og syntetiske ETF selges til ikke-profesjonelle investorer. Disse mener at produktene i stor grad markedsføres som samme produktklasse som fysiske ETF og at ulikhetene ikke kommer tydelig nok fram. Transparens er et problem med syntetiske ETF og ETN.

I de amerikanske markedene er shortsalg av ETF-andeler blitt en utfordring, og for flere ETF-er har omfanget vært svært høy. I enkelte tilfeller med udekkede shortsalg har det vært vanskelig å levere de underliggende andelene (såkalte "Short-Squeezes"). I perioder har forholdet mellom antall ETF-andeler som er solgt short og utstedte ETF-andeler vært 5:1.

Prisforskjeller mellom en ETF og underliggende aktiva kan forekomme som følge av forskjeller i likviditet mellom andeler i fondet og de underliggende aktivaene. Store institusjonelle investorer som hedgefond og investeringsbanker tar ofte betydelige posisjoner i ETF for å tjene penger på forskjellene. Handel med ETF spilte trolig en rolle i det som omtales som "The U.S. Flash Crash" i mai 2010, da verdien på S&P 500-indeksen falt betydelig i løpet av en 10 minutters periode.

Det engelske finanstilsynet (Financial Services Authority) har understreket at motpartsrisiko og risiko knyttet til pantesikkerhet er blant de største risikofaktorene relatert til det europeiske ETP-markedet. Syntetiske ETF, som dominerer det europeiske markedet, reduserer både relativ volatilitet og forvaltningskostnader sammenlignet med fysiske ETF, men gir motpartseksponering. Investoren vil, dersom motparten ikke kan møte sine forpliktelser, oppnå samme dekning som andre usikrede kreditorer. Motpartsrisikoen kan på sin side reduseres med avtaler om pantesikkerhet, men elimineres ikke helt. I mange tilfeller kan også aktivaene som investoren i praksis har sikkerhet i, være illikvide papirer som utsteder har på sin balanse.

ETP har gitt investorer muligheter til økt kostnadseffektiv diversifisering i relativt likvide instrumenter, men produktene er ulike både med hensyn til investeringsstrategi og risiko for investor. I Norge er markedet for ETP fortsatt lite. Det er noe uklart hvilke eksponeringer norske ikke-profesjonelle investorer har mot ETP-produkter og hvordan denne fordeles mellom produkter med syntetisk og fysisk replikering.

Hedgefond

"Hedgefond" er en lite presis betegnelse på en uensartet gruppe kollektive investeringsordninger opprettet i enkelte utenlandske jurisdiksjoner. Forvaltning av hedgefond er i hovedsak underlagt mer fleksible regulatoriske regimer enn ordinære verdipapirfond. Det er stor variasjon blant hedgefond både i selskapsform, investeringsstrategi og risiko. Hedgefond avviker generelt fra ordinære verdipapirfond blant annet med hensyn til valg av investeringsstrategier, bruk av finansielle instrumenter, fleksibiliteten i tegning og innløsning av andeler i fondet, og strukturen i godtgjørelsen til fondsforvalter. Opprinnelsen til begrepet hedgefond er å sikre (på engelsk: hedge) en investering, eksempelvis ved å investere i to eller flere finansielle instrumenter med ulike avkastningsegenskaper på en slik måte at risikoen for verditap på den samlede investeringen blir helt eller delvis eliminert. Investeringsstrategiene og -teknikkene som hedgefond benytter kan imidlertid like gjerne brukes til å øke risikoen som å redusere den.

Om forskjellene mellom hedgefond og ordinære verdipapirfond

For ordinære verdipapirfond er den største risikoen knyttet til avkastningen på investeringene i finansielle instrumenter. Slik risiko reguleres gjennom plasseringsbegrensninger og krav til risikospredning og likviditet. Opptak av lån og bruk av derivatkontrakter er for ordinære verdipapirfond generelt strengt regulert sammenlignet med reguleringen av hedgefond. Dersom det ses bort fra bankinnskudd, vil ordinære verdipapirfond som oftest ha en eksponering mot markedsutviklingen på 100 prosent av forvaltningskapitalen. Fondets forvaltningskapital vil i så fall øke (reduseres) like mye som en økning (reduksjon) i verdien på de finansielle instrumentene som fondet har investert i.

En vanlig målsetting for forvaltning av hedgefond er å søke avkastning uavhengig av markedsutviklingen for øvrig (absolutt avkastning). For å oppnå dette benyttes andre investeringsstrategier og -teknikker enn det som er vanlig, eller tillatt, for ordinære verdipapirfond. Her kan eksempelvis nevnes opptak av lån, omfattende bruk av derivatkontrakter, investering i finansielle

instrumenter med spesielle avkastningsegenskaper og salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier ("shortposisjoner"). Eksempler på ulike typer investeringsstrategier er: i) arbitrasje, hvor avkastning oppnås ved blant annet å utnytte forskjeller i priser på aktiva som genererer like kontantstrømmer, ii) "long/short"-strategier, hvor hedgefondet tar en "longposisjon" i instrumenter som forventes å øke i verdi og "shortposisjon" i instrumenter som forventes å falle i verdi, iii) "event-driven", hvor forvalteren på vegne av hedgefondet tar et veddemål for eller mot at en spesiell hendelse skal inntreffe, og iv) global makro, hvor utviklingen i eksempelvis rentedifferanser mellom land, aksjemarkeder i ulike land og valutakurser utnyttes. Det er ikke uvanlig å finansiere deler av investeringene i hedgefond gjennom lån. Ved opptak av lån på eksempelvis 100 prosent av fondets innskutte kapital, vil fondets eksponering doubles. Ved en økning (nedgang) i verdien på de finansielle instrumentene som fondet har investert i, vil verdien av den innskutte kapitalen øke (reduseres) med det dobbelte. Ved forvaltning av hedgefond er det også vanlig med omfattende bruk av derivatkontrakter. I likhet med opptak av lån, kan også derivatkontrakter benyttes til å oppnå høy gjeldsgrad i hedgefondet.

En betydelig andel av den avtalte godtgjørelsen til fondsforvalteren kan bestå av en asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse (suksesshonorar), som innebærer at forvalteren får en andel av all avkastning i fondet over et bestemt nivå ("high watermark"). Dette gir forvalteren insentiver til å påføre fondet stor risiko. Dersom avkastningen i hedgefondet er positiv, vil både forvalteren og andelseierne oppnå gevinst, men dersom avkastningen i fondet er negativ vil andelseierne tape, mens forvalteren fortsatt vil få en fast forvaltningsgodtgjørelse. Ofte forvaltes imidlertid hedgefond av personer som selv eier andeler i fondet, og deres gevinst vil da avhenge av fondets avkastning. Dette vil avhjelpe insentivproblemene mellom forvalteren og de eksisterende andelseierne, mens det fortsatt vil være en interessekonflikt mellom forvalteren og eksisterende andelseiere på den ene siden og nye andelseiere på den annen. Forvalterne betrakter ofte investeringsstrategiene og -teknikkene som benyttes som forretningshemmeligheter. Tilgjengelig informasjon for andelseiere og andre er derfor gjerne begrenset. Dette bidrar til at det for andelseiere og andre interessenter er svært krevende å holde oversikt over og forstå den faktiske risikoen som følger ved en investering i et hedgefond eller ved inngåelse av en kontrakt med et hedgefond som motpart.

Enkelte hedgefond har en investeringsstrategi med høy risiko sammenlignet med ordinære verdipapirfond, mens andre har lavere risiko. Risikoen ved å investere i hedgefond er generelt svært ulik risikoen ved å investere i ordinære verdipapirfond. Som nevnt reguleres den viktigste risikoen ved ordinære verdipapirfond gjennom lovbestemmelser om risikospredning og likviditet etc. For hedgefond anses generelt den såkalte "forvalterrisikoen", dvs. risikoen for at forvalteren av fondet ikke skal gjøre en god jobb blant annet med hensyn til å identifisere gode investeringsprosjekter, å være en vesentlig risiko. Forvalterrisiko lar seg i liten grad regulere gjennom lovbestemmelser.

Finansiell stabilitet

Den finansielle stabiliteten kan påvirkes av hedgefond både gjennom i) finansinstitusjoners tjenesteyting overfor hedgefond, ii) hedgefonds handel i markedene for finansielle instrumenter der banker ofte er motpart, og iii) finansinstitusjonenes investering i andeler i hedgefond.

Hedgefond kan bidra til at markedene fungerer bedre og således bidra til økt stabilitet i det finansielle systemet. Ved å utnytte arbitrasje-muligheter der markedsprisene avviker fra fundamentalverdier, kan

hedgefond gi mer effektive markeder ved å korrigere feilprising. Videre bidrar innslaget av giring i hedgefond til økt handel i finansielle instrumenter. Handel i større volum kan bidra til økt likviditet og effisiens i markedene.

Imidlertid utgjør hedgefond også en potensiell trussel mot finansiell stabilitet. Investeringsstrategiene kan virke destabiliserende på det finansielle systemet. Som tidligere nevnt øker hedgefondenes eksponering og risiko som følge av giring av investeringene. Videre har eksempelvis strategien "momentum trading" (investoren kjøper i stigende marked og selger i fallende), blitt benyttet i valutamarkedet, og har bidratt til å forsterke kursbevegelser. I den grad flere hedgefond følger tilnærmet like investeringsstrategier, vil det kunne oppstå "crowded trades". Dette innebærer at flere fond tar like posisjoner, slik at volumene som handles blir større og volatiliteten i markedet kan øke. Hedgefondenes rykte som gode prognosemakere kan bidra til flokkatferd blant investorene, og øke volatiliteten i markedene ytterligere. Videre vil flokkatferd og crowded trades kunne bidra til dannelse av spekulative bobler. En økning i antall hedgefond med relativt like strategier vil kunne føre til økt konkurranse om både andelseiernes kapital og investeringsalternativer, og dermed avtakende avkastning. Dette kan lede til større risikotaking, herunder økt opptak av gjeld. Videre tilbyr banker hedgefond såkalte "primebroker"-tjenester, herunder depottjenester og utlån av verdipapir, samt forestår direkte utlån til hedgefond. Bankene er også motparter i finansielle transaksjoner og investerer i hedgefond for egen regning. Tap i hedgefond kan påvirke banksektoren både direkte og gjennom smitteeffekter, og dermed redusere den finansielle stabiliteten.

Kollapsen i Long-Term Capital Management (LTCM) i 1998 illustrerer hvilket potensiale for skader hedgefond besitter. Kapitalen i LTCM var kraftig belånt, og eiendelene var på det høyeste 25 ganger egenkapitalen. Fondet handlet blant annet på renteforskjeller mellom obligasjoner. Da Russland annonserte at landet ikke kunne betjene statsgjelden, oppstod stor uro i finansmarkedene, og LTCMs investeringsstrategier kollapset. Egenkapitalen falt fra 4,8 mrd. dollar til 600 mill. dollar. Av frykt for at en konkurs i LTCM ville utløse en krise i et allerede turbulent marked, tok Federal Reserve initiativ til dannelsen av et konsortium som refinansierte LTCM. Kompliserte investeringsstrategier, mangel på transparens og et høyt antall motparter gjorde det vanskelig å skaffe en oversikt over LTCMs eksponeringer.

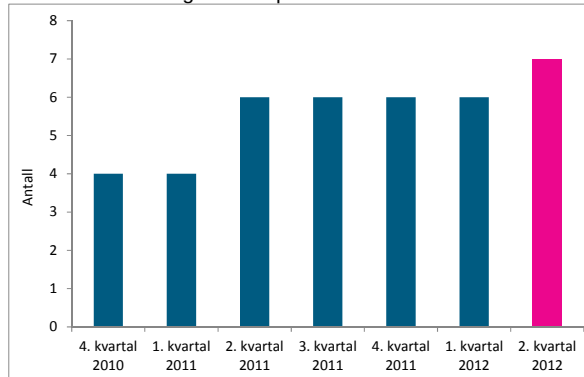
Regelverksutvikling og status i Norge

I norsk rett er "spesialfond" betegnelsen på verdipapirfond som er unntatt fra enkelte av verdipapirfondlovens hovedregler om blant annet plassering av verdipapirfonds midler, herunder mulighet for opptak av lån, beregning og kunngjøring av andelsverdi, og tegning av andeler. Etablering og markedsføring av spesialfond i Norge ble tillatt fra 1. juli 2010 ved en endring av verdipapirfondloven. Det norske regelverket for spesialfond tillater bruk av investeringsstrategier som benyttes av enkelte hedgefond. Spesialfond kan bare tilbys profesjonelle investorer.

Finanstilsynet har siden juli 2010 gitt tillatelse til etablering av åtte spesialfond, se figur VI.5. Av disse ble ett avviklet i fjerde kvartal 2011. Ved utgangen av annet kvartal 2012 var fem av de norskregistrerte fondene aktive. Samtidig var 10 aktive utenlandske spesialfond godkjent for markedsføring i Norge. Den samlede forvaltningskapitalen i norskregistrerte spesialfond var 859 mill. kroner ved utgangen av annet kvartal 2012, se figur VI.6. Disse tallene omfatter ikke

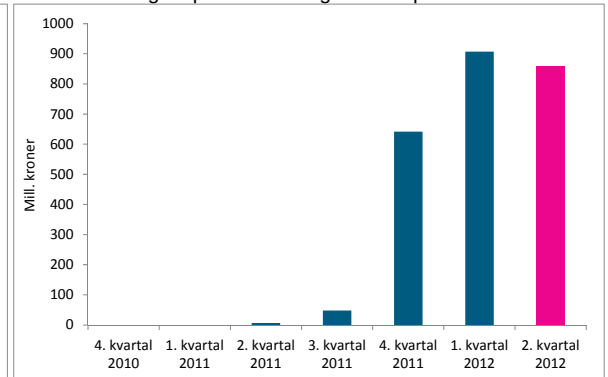
investeringsselskaper eller utenlandsk registrerte fond godkjent for markedsføring og salg som spesialfond i Norge.

VI.5 Antall norskregistrerte spesialfond



Kilde: Finanstilsynet

VI.6 Forvaltningskapital i norskregistrerte spesialfond



Kilde: Finanstilsynet

Verdipapirfondlovens system er å skille mellom såkalte "UCITS"-fond, som tilfredsstiller UCITS-direktivets krav, og "nasjonale fond" som fraviker UCITS-direktivets krav. Spesialfond er en type nasjonale fond. EU vedtok i juni 2011 direktiv 2011/61/EF om forvaltere av alternative fond (AIFM-direktivet). AIFM-direktivet regulerer forvaltere av alternative investeringsfond, det vil si fond som ikke oppfyller UCITS-direktivets krav, herunder private equity-fond, eiendomsfond og hedgefond. Spesialfond og andre nasjonale fond er i henhold til AIFM-direktivet definert som alternative investeringsfond. AIFM-direktivet regulerer ikke fondene i seg selv, men inneholder krav til forvaltere av alternative fond, blant annet krav til organisering, kapitaldekning og rapportering til investorer og myndigheter, når samlet forvaltningskapital overstiger visse terskelverdier. Direktivet inneholder også bestemmelser om rett til markedsføring av fond på tvers av landegrensene i EU. AIFM-direktivet skal gjennomføres i nasjonalt regelverk innen juli 2013.

Tema VII Forbrukervern

Forbrukervern står sentralt i lovreguleringen av finansmarkedet og i tilsynet med tilbydere av finansielle tjenester, som banker, forsikringsselskaper og verdipapirforetak. Forbrukervernet favner vidt. Solide og likvide finansinstitusjoner og velfungerende finansmarkeder er avgjørende både for samfunnet og den enkelte forbruker. En vesentlig del av forbrukervernet skjer derfor gjennom regulering og tilsyn med soliditeten og likviditeten i foretakene og gjennom ulike garantiordninger, for eksempel innskytergarantier i bankene. Vern av forbrukerinteressene i form av tilsyn gjennomføres derfor i stor grad indirekte, men også direkte gjennom oppfølging av konkrete regler. Det er viktig at forbrukere har et godt vern ved kjøp og salg av finansprodukter og eiendom, og at de kan basere sine beslutninger på god opplysning og uhildet råd.

Den internasjonale finanskrisen understreket behovet for forbrukervern. Lånebobler og bankkriser har påført samfunn og enkeltmennesker store tap. I tillegg har mange privatpersoner tapt på investeringer i kompliserte finansprodukter etter å ha fått dårlige investeringsråd og mangelfull opplysning om produktenes kostnader, risiko og avkastning. Konsekvensene av ulike investeringsvalg kan være uklare og ha stor økonomisk betydning for den enkelte forbruker. Investeringsrådgivning er derfor lovregulert og konsesjonsbelagt virksomhet under tilsyn. Finanstilsynet har avdekket flere tilfeller av grove og systematiske brudd på krav til god forretningsskikk.

Forbrukervern er grunnleggende hensyn i regelverket for verdipapirhandel, verdipapirfond, eiendomsmegling og inkasso, og utgangspunktet for en rekke bestemmelser i både bankloven og forsikringsvirksomhetsloven er å beskytte kundene. Forbrukervern er bredt integrert i tilsynsarbeidet. For å tydeliggjøre Finanstilsynets ansvar for å ivareta forbrukerinteressene, har Finansdepartementet foreslått en endring i tilsynslovens formålsbestemmelse.

I kjølvannet av finanskrisen er det også lagt mer vekt på forbrukerinformasjon og forbrukervern i EU. Ved opprettelsen av de nye europeiske tilsynsmyndighetene var EU-landene enige om at et klart ansvar overfor forbrukerne måtte inngå. De tre nye tilsynsmyndighetene (for henholdsvis banktilsyn, tilsyn med forsikring og tjenestepensjon og verdipapir- og markedstilsyn) skal se til at markedet for finansielle produkter og tjenester framstår som åpent, enkelt og rettferdig for forbrukerne. Dette skal oppnås ved blant annet å samle og analysere data om forbrukertrender, vurdere og koordinere de finansielle opplæringstiltakene (informasjonstiltak) til nasjonale myndigheter, utvikle opplæringsstandarter for næringen og bidra til felles informasjonsstandarter. Finanstilsynet deltar aktivt i dette arbeidet. Et resultat av økt oppmerksomhet om forbrukervern er EU-kommisjonens "forbrukerpakke" som ble offentliggjort i juli 2012. Her foreslås blant annet felles regler for opplysninger og informasjon til forbrukere om sammensatte produkter, omtalt som PRIPs-regelverket (Packaged Retail Investment Products). Det legges opp til like regler for forsikrings-, verdipapir- og

bankprodukter. I den nye verdipapirfondloven, som bygger på EUs direktiv, er det allerede bestemmelser som pålegger alle fondsforvaltere å utarbeide nøkkelinformasjon om det enkelte fond. Informasjonen skal være spesielt tilpasset forbrukerne.

Finanstilsynet fører tilsyn med alle viktige aktører i finansmarkedet og skal herunder se til at lover og regler blir fulgt. Tilsynet samarbeider med forbrukermyndigheter og bransjeorganisasjoner for å bidra til at forbrukerne får objektiv og pålitelig informasjon om finansielle produkter og risikoene ved disse. Det følger av dette at Finanstilsynet skal sørge for å vareta formålet med de ulike lovreguleringene på finansområdet, herunder føre tilsyn med at institusjonene følger regler som er gitt for å beskytte forbrukerne.

Med dagens kompleksitet i finansmarkedet, og med de mange nye produktene som blir markedsført, er det viktig at foretakene under tilsyn gir relevant og forståelig informasjon om de finansprodukter som tilbys, og at deres rådgiving ivaretar forbrukernes interesser framfor tilbyderens egeninteresse.

Finanstilsynet har opprettet egne nettsider på Internett med informasjon primært rettet mot forbrukere. Informasjonen revideres fortløpende og er ment å gi en oversikt over forbrukernes rettigheter og plikter på det finansielle området.

Finanstilsynets boliglånsretningslinjer har blant annet forbrukervern som formål. Hensynet til forbrukerne og finansiell stabilitet gjør det viktig å bidra til en robust boligfinansiering og større stabilitet i boligmarkedet. Gjeldsproblemer kan ramme enkeltmennesker hardt. Det er derfor viktig at bankenes kredittvurderinger forebygger risikoen for at enkeltpersoner tar opp lån de senere ikke er i stand til å betjene.

I arbeidet med å verne om forbrukernes interesser er oppfølging av finansielle rådgivere sentral. Behovet for forbruker- og investorvern er stort fordi mange av produktene er kompliserte, fordi de økonomiske konsekvensene for sparerne kan være omfattende og vanskelige å overskue, og fordi insentivsystemene til tilbyderne av slike produkter i noen tilfeller er slik konstruert at det ikke alltid blir lagt tilstrekkelig vekt på kundenes interesser.

På Finanstilsynets nettsted publiseres advarsler mot foretak uten konsesjon som tilbyr finansielle tjenester i Norge, samt advarsler fra utenlandske tilsynsmyndigheter. Svært ofte er dette foretak som driver med en eller annen form for svindel. Personer som overfører penger til slike foretak, må anse pengene som tapt. På tilsynets nettsted blir det også lagt ut informasjon om investeringsbedrageri og råd om hvordan investorer kan verne seg mot bedrageriene. Siden november 2010 har Finanstilsynets markedsadvarsler også vært tilgjengelig på Finansportalen.no.

Organisert Internett-kriminalitet i form av angrep på tekniske løsninger i finanssektoren er et vedvarende problem og berører tjenesteområdene nettbank, minibank og Internett-handel. Tett samarbeid mellom banker, bransjeorganisasjoner og myndigheter nasjonalt og internasjonalt har både en skadeforebyggende effekt og har medvirket til å avgrense konsekvensene av angrep.

I 2012 har Finanstilsynet gjennomført flere tematiske tilsyn som ledd i tilsynets oppgaver knyttet til forbrukervern på det finansielle området. Tilsynet har blant annet kartlagt livsforsikringsselskaperes informasjon og rådgivning ved salg av spareprodukter, forsikringsagenters provisjonsordninger ved salg av skadeforsikring, bankenes gjennomføring av boliglånsretningslinjene, og hvilke institusjoner/foretak som tilbyr kompliserte produkter og hvilke produkter som markedsføres i det norske markedet. I tilsynet med eiendomsmeglerforetak blir det kontrollert at reglene som er av særlig viktighet for forbrukerne blir overholdt. Ved grove brudd på regelverket inndras tillatelsen til å drive virksomhet, noe som skjer årlig med flere eiendomsmeglerforetak.

Tilsynet har videre gjennomført kontroll av investeringsrådgivingen i verdipapirforetakene, og om foretakene overholder god forretningsskikk. Det har vært undersøkt om verdipapirforetakene gir råd om å ta posisjoner i enkeltaksjer over relativt korte tidsintervaller, såkalt "churning". Så langt i 2012 har Finanstilsynet vedtatt å inndra tillatelsen til å drive virksomhet for to verdipapirforetak, blant annet etter brudd på regelverket om god forretningsskikk. Disse vedtakene er klaget inn for Finansdepartementet, og det er besluttet utsatt iverksetting av vedtakene inntil klagen er ferdig behandlet.

Det følger av produktpakkeforskriften at en finansinstitusjon ikke kan tilby en tjeneste på betingelse av at kunden samtidig skaffer seg en annen tjeneste, og heller ikke gi særlig gunstige vilkår på betingelse av at kunden samtidig kjøper flere tjenester. Det er gjort unntak fra forbudet mot produktpakker i tilfeller hvor det foreligger en tilknytning mellom tjenestene. Videre er det gjort unntak fra forbudet i tilfeller hvor kunden innrømmes særlig gunstige vilkår, dersom et samlet tilbud av flere tjenester kan begrunnes med kostnadsbesparelser. Finanstilsynet har lagt til grunn at den enkelte finansinstitusjon selv må dokumentere slike kostnadsbesparelser.

Finanstilsynet har i løpet av 2012 bedt 25 banker om å gjøre rede for sin vurdering av om bankens produktpakker er i samsvar med produktpakkeforskriften. De fleste bankene stoppet eller endret produktpakkene etter Finanstilsynets første henvendelse. Finanstilsynets vurdering er at bankene ikke i tilstrekkelig grad kan dokumentere kostnadsbesparelser knyttet til kryssalg som kan gi grunnlag for unntak fra forbudet mot produktpakker. Finanstilsynet har fattet vedtak om stans av markedsføring og salg av bankers produktpakker i seks tilfeller.

Et nytt tilsynsområde er betalingsforetak. Dette er foretak som tilbyr betalingstjenester, men som ikke har konsesjon som bank eller finansforetak. Et viktig tema i denne sammenheng er å fastsette hvor grensen går for konsesjonsplikt. Grensen vil være avgjørende for om kundene får den beskyttelsen som finansavtaleloven gir. Spesielt har dette vært viktig for de tjenestene som mobiltelefonoperatørene tilbyr. Finanstilsynet har nylig, etter innspill fra Forbrukerombudet, gitt en klarere definisjon av konsesjonsgrensen. Dette medfører at et langt større antall av de tjenester som tidligere kunne faktureres via telefonregningen, nå kun kan tilbys hvis operatøren først får konsesjon som betalingsforetak og underlegges finansavtaleloven.

FINANSIELLE UTVIKLINGSTREKK

TILSTANDEN I FINANSMARKEDET OG UTSIKTENE FRAMOVER

Finansielle utviklingstrekk (oktober 2012) er en oppdatering av rapporten **Finansielt utsyn** som ble presentert i mars 2012.

Finanstilsynet har publisert rapporter om tilstanden i finansmarkedet hvert år siden 2003. **Finansielle utviklingstrekk** inneholder en oppdatering av situasjonen i internasjonal og norsk økonomi. Hovedtemaene i rapporten er økonomisk utvikling og risiko, bankenes soliditet og likviditet, utfordringer for livsforsikring og forbrukervern. Rapporten har i tillegg temaomtaler om endringer i reguleringen av finanssektoren, boligmarkeder og gjeld i Norden, oppfølging av Finanstilsynets boliglånsretningslinjer, skyggebanksystemet og børsnoterte produkter og spesialfond.

Foto omslag (fra venstre/bakside): Berit Roald/Scanpix, Ilja Hendel/Scanpix, Quilai Shen/Felix Features, Ilja Hendel/Scanpix, Per Måkitalo/Scanpix, Berit Roald/Scanpix, Arne Langleik/Scanpix, Bård Løken/Scanpix. Design omslag: miksmaster.no



FINANSTILSYNET

Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

Tlf. 22 93 98 00
Faks 22 63 02 26
post@finansstilsynet.no
www.finanstilsynet.no