FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY OF NORWAY

FINANSIELT UTSYN
DESEMBER 2019

Finansielt utsyn

Finanstilsynet analyserer og vurderer stabiliteten i det norske finansielle systemet. Disse vurderingene blir offentliggjort i rapporten *Finansielt utsyn*, som gis ut to ganger per år, i juni og desember.

FINANSIELT UTSYN DESEMBER 2019

OPPSUMMERING 2

KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER 5

Internasjonal økonomi 5

Norsk økonomi 9

Klimarisiko 15

KAPITTEL 2 BANKER 18

Lønnsomhet og soliditet 18

Netto renteinntekter 19

Forbrukslån 22

Kapitaldekning 25

Likviditet 29

KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON 33

Lønnsomhet og soliditet 33

Konsekvenser av lave renter i pensjonsinnretningene 34

Lønnsomhet i skadeforsikringsbransjer 40

KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDET 43

Avkastning, risiko og verdsetting i aksjemarkedene 43

Renteutvikling og risiko i obligasjonsmarkedene 45

Førstehåndsmarkedet for aksjer i Norge 48

Førstehåndsmarkedet for obligasjoner i Norge 48

Grønne investeringsprodukter 49

Investeringer gjennom verdipapirfond 51

NOTER 55

Redaksjonen avsluttet 9. desember 2019.

OPPSUMMERING

Høy gjeld blant husholdningene og høye eiendomspriser utgjør en betydelig sårbarhet for finansiell stabilitet i Norge. Siden midten av 1990-tallet har gjeldsveksten blant husholdningene vært høyere enn inntektsveksten. Gjeldsbelastningen, målt ved forholdet mellom gjeld og disponibel inntekt, har kommet opp på et historisk høyt nivå og er høyere enn i de aller fleste andre land.

Mange husholdninger har meget høy gjeldsbelastning og begrensede finansielle buffere. Finanstilsynets boliglånsundersøkelse i 2019 viser at hele 45 prosent av nye nedbetalingslån ble tatt opp av låntakere med gjeld over 400 prosent av brutto årsinntekt, mot 41 prosent i 2018. Førstegangskjøpere og yngre låntakere har høyest gjeld i forhold til inntekt og høyest belåningsgrad på boligen, og de er særlig sårbare for renteøkning og inntektsbortfall.

Finansdepartementet fastsatte 15. november 2019 en ny boliglånsforskrift som skal gjelde i ett år fra 1. januar 2020. Den nye forskriften viderefører i hovedsak kravene i gjeldende boliglånsforskrift.

Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) publiserte i september 2019 en advarsel til norske myndigheter om at høy gjeld i husholdningene og høye boligpriser utgjør den største sårbarheten for finansiell stabilitet i Norge. Veksten i husholdningenes gjeld har gradvis avtatt og er nå om lag på linje med veksten i husholdningenes disponible inntekter. Med et fortsatt lavt rentenivå er det en fare for at sårbarheter i husholdninger og foretak vil kunne øke framover.

Høy gjeld innebærer at selv moderat renteoppgang vil gi betydelig høyere rentebelastning. Rentebelastningen vil øke raskt fordi det meste av gjelden har flytende rente.

Gjelden i norske ikke-finansielle foretak har økt mye siden midten av 1990-tallet og er nå langt høyere målt som andel av BNP Fastlands-Norge enn før den norske bankkrisen tidlig på 1990-tallet. Mange norske bedrifter vil rammes hardt dersom rentenivå og risikopremier øker sterkt, for eksempel som følge av internasjonal finansiell uro, eller inntektene reduseres som følge av økonomisk tilbakeslag.

Både offentlig og privat gjeld har økt internasjonalt, og gjeldsbelastningen er høy i flere land. De siste årene har økningen vært særlig sterk i framvoksende økonomier. I flere land har husholdningenes gjeld økt de siste årene, og en økende andel av foretaksgjelden tas opp av foretak med svak inntjening og soliditet. Lav lønnsomhet i banksektoren bidrar også til finansiell sårbarhet i flere europeiske land.

Veksten i verdensøkonomien har avtatt i inneværende år. Sentralbanker i flere land har satt ned sine styringsrenter, og markedsrentene har avtatt. IMF forventer nå at rentenivået vil holde seg lavere over en lengre periode. Veksten i verdensøkonomien ventes å ta seg litt opp igjen i 2020. Det er imidlertid stor usikkerhet om utviklingen internasjonalt. En utvidelse av handelskonfliktene mellom USA og andre land kan utløse et økonomisk tilbakeslag og uro i finansmarkedene. Konsekvensene av Storbritannias uttreden av EU er fortsatt vanskelig å overskue.

Lave styringsrenter og ekstraordinære pengepolitiske tiltak fra flere sentralbanker har trolig bidratt til reduserte risikopremier og høye priser på aksjer, kredittobligasjoner og fast eiendom. Det kan gi kraftige priskorreksjoner dersom utviklingen i verdensøkonomien blir vesentlig svakere enn forventet. Det vil ramme investorer hardt og kan gjøre det vanskelig og dyrt for både finansielle og ikke-finansielle foretak å hente inn ny kapital i penge- og kapitalmarkedene.

Det er stor fare for at sårbare husholdninger tar opp forbrukslån med høy rente som de senere ikke vil være i stand til å betjene. Dette kan føre til stor personlig belastning for den enkelte låntaker og utlånstap og tap av omdømme for bankene. Konsentrasjon av usikret gjeld hos sårbare husholdninger kan også bidra til systemrisiko. Etter forslag fra Finanstilsynet fastsatte Finansdepartementet 12. februar 2019 forskrift om krav til finansforetakenes

utlånspraksis for forbrukslån, som skal gjelde til og med 31. desember 2020. Forskriften inneholder blant annet krav til låntakernes betjeningsevne, gjeld i forhold til inntekt og månedlig betaling av avdrag.

Veksten i husholdningenes forbrukslån er noe dempet de siste årene, og nedgangen har særlig vært tydelig i 2019. Ved utgangen av tredje kvartal var tolvmånedersveksten i forbrukslån, inkludert misligholdte lån som er solgt til finansieringsforetak for inndrivelse, på nivå med veksten i husholdningenes samlede gjeld.

De første gjeldsinformasjonsforetakene startet opp virksomhet i 2019. Bedre informasjon om kundens samlede forbruksgjeld vil styrke grunnlaget for bankenes kredittvurderinger og bidra til et mer komplett bilde av utviklingen i husholdningenes forbruksgjeld.

Forbrukslån misligholdes i større grad enn andre typer lån, og det har vært en markert økning i misligholdet de siste årene. Ved utgangen av tredje kvartal 2019 lå misligholdet på 9,4 prosent for foretakene som inngår i Finanstilsynets undersøkelse, mens misligholdet for bankenes totale utlån var 0,9 prosent på samme tidspunkt. Det reelle misligholdet av forbrukslån er høyere, siden bankene også selger misligholdte lån til finansieringsforetak.

Norske banker har som følge av god lønnsomhet kunnet oppfylle økte kapitalkrav i stor grad ved å holde tilbake overskudd. Bankenes kjernekapital har økt som andel av forvaltningskapitalen de siste ti årene, og bankene oppfyller likviditetskravene. Andelen langsiktig markedsfinansiering har økt. Norske banker er dermed bedre rustet enn før til å yte kreditt ved et økonomisk tilbakeslag og økte utlånstap. Ren kjernekapitaldekning og uvektet kjernekapitalandel blant norske banker er noe over gjennomsnittet for europeiske banker.

Netto renteinntekter utgjør den dominerende delen av norske bankers driftsinntekter og er således viktig for bankenes lønnsomhet. Tall fra den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA) for de største bankene i hvert land viser at netto renteinntekter som andel av totale inntekter i norske banker ligger betydelig høyere enn i mange andre europeiske land, der negative renter har lagt press på rentemarginen.

Mange norske banker, særlig de største, er i betydelig grad finansiert i norske og utenlandske penge- og kapitalmarkeder. Bankene er dermed sårbare for markedsuro. De siste årene har bankenes utlån med pant i bolig økt betydelig, både absolutt og som andel av samlede utlån. En stor del av denne veksten er finansiert ved å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). I tillegg har bankene investert betydelige midler i OMF utstedt av andre banker. Utviklingen i boligprisene har dermed stor betydning for bankenes kreditt- og likviditetsrisiko.

Finansdepartementet vil fastsette forskriftsendringer som gjennomfører EUs kapitaldekningsdirektiv (CRD IV) og -forordning (CRR) i norsk rett med virkning fra 31. desember 2019. Som følge av gjennomføringen i norsk rett, vil den målte kapitaldekningen i bankene isolert sett øke, uten at den faktiske soliditeten bedres. Finanstilsynet mener det er viktig at gjennomføringen ikke bidrar til en generell svekkelse av norske bankers faktiske soliditet. Finanstilsynet vil ved godkjenning og oppfølging av interne modeller legge vekt på at disse er robust kalibrert med betryggende sikkerhetsmarginer, og vil ved fastsettelse av pilar 2-krav legge vekt på at disse kravene også skal fange opp risiko som ikke fullt ut dekkes av pilar 1-kravet. I vurderingen av bankenes soliditet legger Finanstilsynet vekt på uvektet kjernekapitalandel. Etter tilsynets vurdering bør bankenes soliditet målt på denne måten ikke svekkes framover.

Livsforsikringsforetakenes soliditet er styrket de siste årene, og foretakene oppfyller Solvens II-kravene. Et lavt rentenivå gjør det utfordrende for foretakene å oppnå garantert avkastning på investeringene. Risiko for fall i aksjekursene og økte risikopremier i finansmarkedene er av spesielt stor betydning for foretak med stor andel fripoliser i porteføljen. Nye solvenskrav for pensjonskasser trådte i kraft 1. januar 2019. Pensjonskassene oppfyller de nye solvenskravene, men det er store forskjeller i soliditeten mellom foretakene.

OPPSUMMERING

Overgangen fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte pensjonsordninger uten avkastningsgaranti medfører overføring av avkastningsrisiko fra arbeidsgivere eller pensjonsinnretning til den enkelte som er omfattet av pensjonsordningen. Det er viktig at foretakene informerer kundene grundig og riktig om forventet avkastning, risiko og kostnader knyttet til innskuddsordningene.

Både fysiske klimaendringer og omstillingen til et lavutslippssamfunn vil påvirke finansmarkeder og finansforetak. Risikoen for finansiell ustabilitet avhenger av hvor brått klimaendringer inntreffer og hvor raskt en omstilling til en lavutslippsøkonomi skjer. Integrasjon av klimarisiko i tilsynsvirksomheten står høyt på agendaen hos finanstilsynsmyndigheter internasjonalt, og det arbeides med å utvikle tilsyns-verktøy for å følge opp foretakenes håndtering av klimarisiko. God rapportering av relevant informasjon fra selskapene er grunnlaget for risikovurderinger i finansforetakene og tilsynsmyndighetenes vurdering av soliditet i enkeltforetak og i det finansielle systemet som helhet. Finansdepartementet har varslet at behovet for norske regelverksendringer vil bli vurdert i lys av hvordan anbefalingene utarbeidet av Task Force on Climate-related Financial Disclosures følges opp i markedet, samt på bakgrunn av nytt regelverk i EU som følge av oppfølgingen av handlingsplanen for bærekraftig finans.

KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER

Veksten i norsk økonomi er god og drevet av høyere investeringer, eksport og privat forbruk. Anslag fra Norges Bank, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet peker i retning av en litt svakere vekst i fastlandsøkonomien framover. Veksten i sysselsettingen ventes å avta, mens arbeidsledigheten ventes å holde seg lav.

Høy og økende gjeld i husholdningene utgjør en vesentlig risiko for den finansielle stabiliteten i norsk økonomi. Prisveksten i det norske boligmarkedet har vært moderat siden sommeren 2018, men prisnivået er fortsatt på et meget høyt nivå. Gjelden til de norske ikke-finansielle foretakene er på et historisk høyt nivå i forhold til brutto nasjonalproduktet (BNP).

Veksten i verdensøkonomien har avtatt gjennom 2019. Det er betydelig risiko for at utviklingen svekkes mer enn ventet. Handelskonflikter mellom USA og andre land vedvarer, og Storbritannias uttreden av EU er uavklart. Et internasjonalt tilbakeslag vil også ramme norsk økonomi.

Finansmarkedene har siden den internasjonale finanskrisen for ti år siden vært preget av svært lave renter. Etter en periode der sentralbanker i enkelte land økte styringsrenten, er dette reversert i 2019. Norges Bank har signalisert at styringsrenten trolig blir værende på dagens nivå den nærmeste tiden.

Markedsaktørenes forventninger til nivået på styringsrentene i årene framover er betydelig nedjustert. Vedvarende lave markedsrenter kan stimulere låneopptak og øke sårbarheten i allerede gjeldstyngede land. Husholdningsgjelden er høy i mange land og utgjør en betydelig risiko. Også i foretakssektoren har gjelden vokst, samtidig som kvaliteten på gjelden har blitt dårligere.

INTERNASJONAL ØKONOMI

Veksten avtar i flere land

Etter en lang oppgangsperiode i store deler av verdensøkonomien, falt BNP-veksten gjennom første halvår 2019. Oppbremsingen var særlig markert i Europa, og i andre kvartal 2019 falt BNP svakt i Tyskland og Storbritannia. Foreløpige tall viser at veksten var positiv i alle EU-landene i tredje kvartal. For de fleste landene i Sør- og Øst-Europa har veksten holdt seg relativt høy. Todelingen må ses på bakgrunn av at etterspørselen har holdt seg oppe internt i euroområdet, mens etterspørselen fra viktige eksportmarkeder har falt. Det rammer særlig land med mye eksportrettet industrivirksomhet, som Tyskland. Arbeidsledigheten er redusert for euroområdet sett under ett og er nær nivået før finanskrisen. Det er imidlertid store forskjeller mellom landene. Lønnsveksten har tatt seg opp i de fleste EU-landene, og inflasjonen er moderat, slik at husholdningenes kjøpekraft har økt.

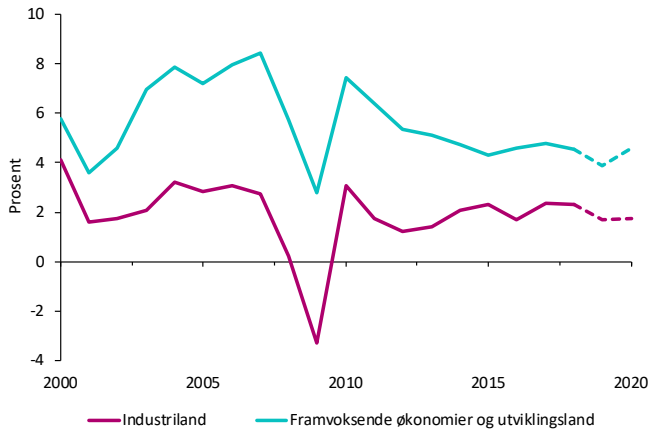
Den økonomiske veksten i USA gikk ned gjennom de tre første kvartalene i år, men er fortsatt relativt høy. Sterk finanspolitisk stimulans i 2018 og god tilgang til kreditt for både husholdninger og foretak har bidratt til veksten. Arbeidsledigheten er på sitt laveste nivå siden 1960-tallet, og veksten i reallønningene har tatt seg opp.

I Kina har BNP-veksten avtatt ytterligere. Anslagene for inneværende år ligger nær nedre grense for myndighetenes vekstmål. Både finans- og pengepolitiske virkemidler er tatt i bruk for å stimulere den økonomiske aktiviteten.

Prognosene er ytterligere nedjustert

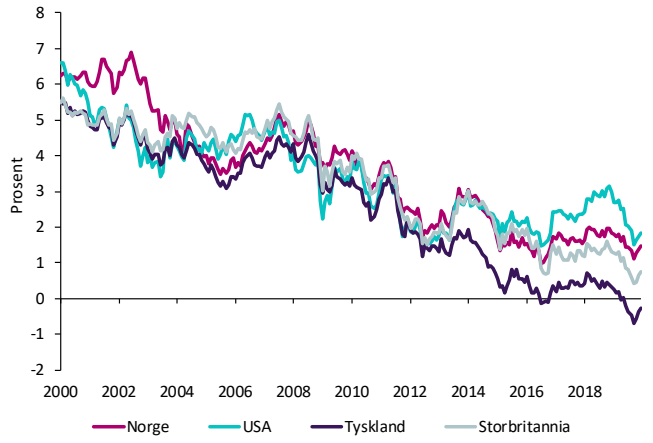
De store internasjonale prognoseinstitusjonene har nedjustert anslagene sine for vekst i verdensøkonomien. IMF venter at globalt BNP vil øke med 3 prosent i 2019 og 3,4 prosent i 2020. Det er henholdsvis 0,3 og 0,2 prosentpoeng lavere enn anslått for et halvt år siden. Veksten er særlig ventet å komme i framvoksende økonomier og utviklingsland, se figur 1.1, og spesielt i tidligere kriserammede land, som Argentina, Iran, Venezuela og Tyrkia. Økt geopolitisk spenning

1.1 BNP-vekst og prognoser



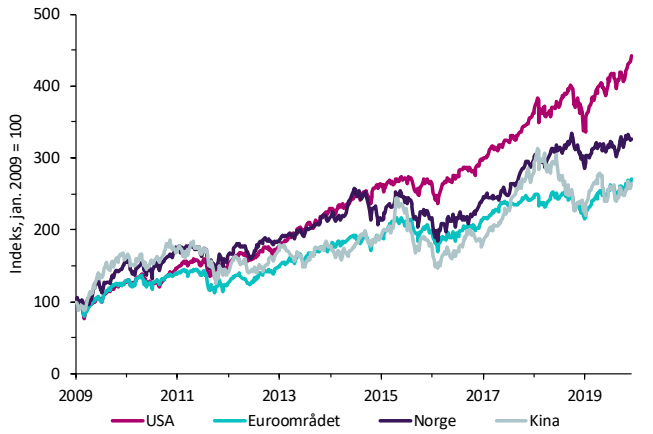
Kilde: IMF

1.2 10-årige statsobligasjonsrenter



Kilde: Refinitiv

1.3 Totalavkastningsindeks, aksjer i utvalgte land (MSCI)



Kilde: Refinitiv

den siste tiden øker imidlertid usikkerheten om den videre utviklingen i disse landene.

EU er Norges viktigste handelspartner. I euroområdet ventes veksten å bli i overkant av 1 prosent de neste par årene. Arbeidsledigheten antas likevel å avta noe i perioden, men det er forskjeller mellom landene. I Tyskland er det ventet svak økning i ledigheten, mens det ligger an til videre nedgang i de øvrige store eurolandene. Høyere tollsatser og toll på nye varegrupper ventes å holde eksport og investeringer nede, mens økt privat forbruk trekker i motsatt retning.

Også i Kina og USA ventes lavere vekst framover. I USA vil den finanspolitiske stimulansen etter hvert avta, mens økte handelshindringer virker negativt på produksjonen av varer og tjenester i begge landene. Bedriftsledere i USA er blitt mer usikre på framtiden, og spørreundersøkelser indikerer nedgang i industriproduksjonen.

Finansmarkedene er preget av lavere renter og oppgang i aksjemarkedene

Finansmarkedene har siden den internasjonale finanskrisen for ti år siden vært preget av svært lave renter. Etter en periode der sentralbanker i enkelte land økte styringsrenten, er dette reversert i 2019. Markedsaktørenes forventninger til nivået på styringsrentene i årene framover er betydelig nedjustert. I tillegg til rentenedsettelser har enkelte sentralbanker, blant annet Den europeiske sentralbanken, gjenopptatt de kvantitative lettelsene i pengepolitikken.

Så langt i 2019 har rentene internasjonalt falt. Dette gjelder særlig for obligasjoner med lange løpetider, der renten på 10-årige statsobligasjoner nå er negative i flere europeiske land, se figur 1.2. Samtidig har de kortsiktige markedsrentene vært relativt stabile, noe som har ført til at obligasjonsrenter med lang løpetid er lavere enn pengemarkedsrentene i mange land. Utviklingen må ses i lys av stor usikkerhet blant markedsaktørene som følge av politisk uro internasjonalt, pågående handelskonflikter og brexit.

Usikkerheten om den økonomiske utviklingen internasjonalt har i perioder også preget aksjemarkedene, se figur 1.3. Etter et betydelig fall mot slutten av 2018, hentet aksjemarkedene seg inn gjennom første halvår 2019. Siden sommeren har det vært små bevegelser i aksjekursene. I USA og Norge har avkastningen på aksjer vært høy de siste ti årene. IMF har stilt spørsmål ved om prisutviklingen i aksjemarkedene i USA og Japan gjenspeiler den realøkonomiske utviklingen og selskapenes inntjeningsmuligheter.

Betydelig sårbarhet og økt risiko i internasjonal økonomi

Høy gjeld og lavere kredittkvalitet utgjør en vesentlig sårbarhet i verdensøkonomien. Ifølge IMF har risikoen for et internasjonalt økonomisk tilbakeslag økt det siste halvåret. Det skyldes særlig svakere vekst i flere land de siste kvartalene, samt faren for ytterligere innstramminger i USAs handelspolitikk. Forventningene om normalisering av rentenivået er snudd til forventninger om ny nedgang og lave renter i lang tid framover.

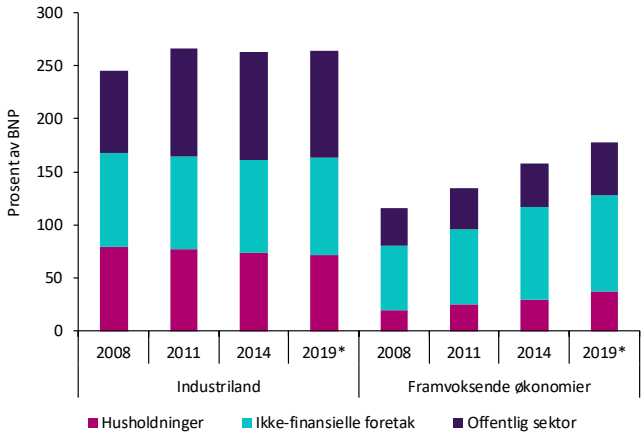
Vedvarende lave renter kan bidra til større ubalanser

Det lave rentenivået de siste ti årene har stimulert til økte gjeldsopptak i både offentlig og privat sektor og til høyere risikotaking blant investorer. Samlet global gjeld er på et meget høyt nivå historisk sett, og høyere enn før finanskrisen. I industrilandene har gjelden holdt seg forholdsvis stabil siden 2011, mens det har vært en kraftig økning i framvoksende økonomier, se figur 1.4.

Offentlig gjeld har økt i noen land

Offentlig gjeld, i prosent av BNP, er nå høyere enn før finanskrisen i både industriland og framvoksende økonomier. IMF anslår sårbarheten for offentlig sektor globalt sett som uforandret det siste året og framhever at den er litt redusert i euroområdet. Det pekes imidlertid på at i noen land har gjelden økt relativt til BNP, og det finanspolitiske handlingsrommet er redusert. Samtidig er det pengepolitiske handlingsrommet begrenset etter ti år med ekspansiv pengepolitikk.

1.4 Global gjeld



* Per første kvartal 2019. Kilde: Bank for International Settlements

Vedvarende høy gjeld i husholdningssektoren

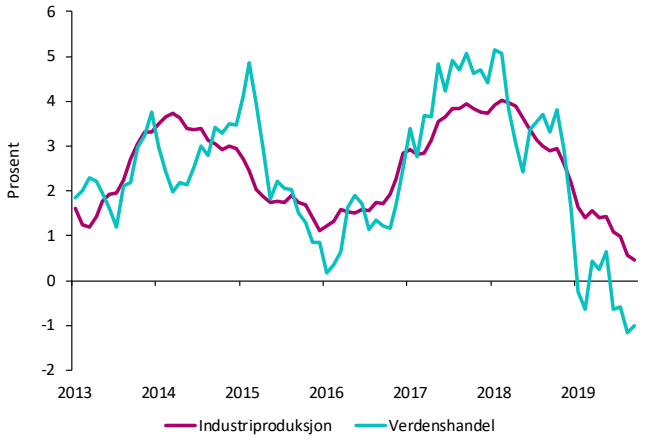
Sårbarheten i husholdningssektoren er fortsatt høy, særlig i noen industriland og i Kina. I mange av landene som klarte seg best gjennom finanskrisen, har husholdningenes gjeld og boligprisene økt i etterkant av krisen. Sårbarheten i de hardest rammede landene er imidlertid redusert som følge av lavere husholdningsgjeld og boligpriser.

Høy sårbarhet i foretakssektoren i flere land

I framvoksende økonomier har samlet gjeld i foretakssektoren økt de siste ti årene, og veksten har vært særlig sterk i Kina. Utviklingen er i stor grad drevet av høy etterspørsel etter lån som følge av lave renter. Samtidig søker investorene etter høyere avkastning, blant annet gjennom økt långiving til foretak med svakere kredittverdighet. Det bidrar til større sårbarhet.

IMF har analysert utviklingen i foretakssektoren i G7-landene og Kina. I studien er blant annet omfanget av gjeld utstedt av foretak med driftsresultat som ikke dekker rentekostnader (utsatt gjeld), beregnet. Analysen viser at lønnsomheten i små og mellomstore bedrifter sett under ett i USA er svært dårlig, og at utsatt gjeld har økt til et høyt nivå. I Storbritannia og enkelte euroland har utsatt gjeld i små og mellomstore bedrifter holdt seg på et høyt nivå, men er lavere enn i 2009. Utsatt gjeld i store foretak er redusert til relativt lave nivåer i Japan og USA, mens den fortsatt er høy i Storbritannia, og til en viss grad i Kina. Ifølge IMF er en

1.5 Vekst i internasjonal handel og industriproduksjon



Kilde: Refinitiv

fjerdedel av gjelden i foretakssektoren i Storbritannia og USA tatt opp av foretak med inntjening som ikke dekker rentekostnadene.

Beregninger fra IMF viser at omfanget av utsatt gjeld i foretakssektoren vil kunne øke betydelig i en kraftig nedgangskonjunktur. Analysen tar utgangspunkt i et scenario der fallet i BNP-veksten blir om lag halvparten så stort, og rentekostnadene til foretakene øker om lag halvparten så mye, som under den internasjonale finanskrisen. Utsatt gjeld i foretakene øker til samme nivå som observert under finanskrisen i Frankrike og Spania, mens nivåene i Kina, Storbritannia og USA blir høyere enn under finanskrisen. Samlet anslås 40 prosent av all foretaksgjeld i disse landene å være utsatt i stress-scenariet.

Vedvarende handelsspenninger

Til tross for gjentatte signaler om at en ny handelsavtale mellom USA og Kina snart vil inngås, er økningen i tollsatsene ikke reversert, og trusselen fra USA om å øke tollsatsene ytterligere i desember 2019 står fortsatt ved lag. I tillegg til pålagt toll, har USA også forbudt handel med en rekke kinesiske teknologiselskaper, lagt begrensninger på offentlig innkjøp av teknologi fra utvalgte kinesiske selskaper og er i ferd med å utforme skjerpede regler for eksportkontroll av sensitiv teknologi. Kina har svart med å heve tollbarrierene på import fra USA i flere runder, og har også indikert at de vil ty til andre virkemidler enn toll for å hindre handel og investeringer.

I oktober 2019 fikk USA medhold i WTO om at EU kan ilegges straffetoll som følge av unionens subsidiering av Airbus. USA annonserte i etterkant at de vil innføre toll på en del landbruks- og industriprodukter fra Europa. I april vant EU en tilsvarende sak mot Boeing og har laget en liste over produkter det kan være aktuelt å tollbelegge, men tiltakene er foreløpig ikke iverksatt.

I tillegg til de spesifikke tiltakene mot Kina og EU, har USA innført toll på import av stål og aluminium fra alle land. USA har også varslet at det kan bli innført toll på biler og bildeler. Blir dette iverksatt, vil trolig mange land svare med å innføre handelsrestriksjoner mot USA. Handelshindringer og usikkerhet knyttet til innføring av ytterligere tiltak har bidratt til fall i internasjonal handel og betydelig oppbremsing i industriproduksjonen, se figur 1.5.

Så langt har veksten i tjenesteytende næringer holdt seg oppe i de fleste industriland. Dersom den lavere veksten i global industriproduksjon vedvarer, vil det trolig etter hvert få negative konsekvenser for tjenesteproduksjonen.

Fortsatt ingen avklaring rundt brexit

Etter 2,5 år med forhandlinger er uttredelsesavtalen mellom Storbritannia og EU fortsatt ikke vedtatt. Det britiske parlamentet godkjente i oktober prinsippene i den framforhandlede avtalen. Samtidig ble tidsskjemaet som regjeringen hadde lagt opp til for å få alle ledd i avtalen innarbeidet i britisk lov, nedstemt. Dermed ble det umulig å opprettholde uttredelsesdatoen 31. oktober 2019. Storbritannia søkte EU om utsettelse, og fikk forlenget fristen til 31. januar 2020. Sannsynligheten for at Storbritannia forlater EU uten avtale er trolig redusert, men nytt valg til parlamentet 12. desember bidrar til usikkerhet om det videre forløpet.

Det er gjort flere beregninger av de økonomiske effektene dersom Storbritannia forlater EU uten en avtale. Anslagene varierer betydelig. OECD la fram en analyse i september der det framgår at hoveddelen av de negative effektene vil komme i 2020, og at nedgangen blir størst i Storbritannia, men at også EU vil få noe lavere vekst.

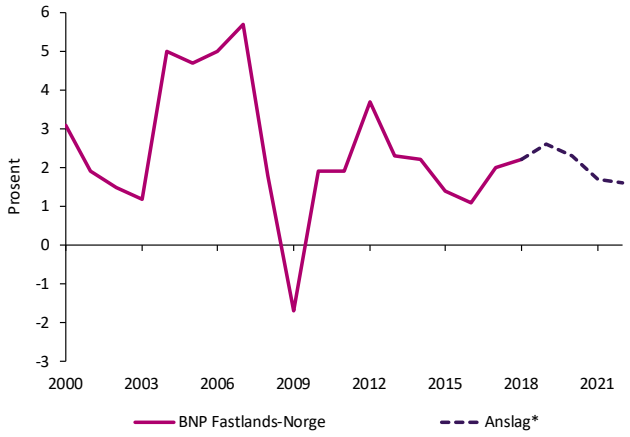
"Hard Brexit" og nye handelshindringer vil også ramme norsk økonomi

Storbritannia er Norges største handelspartner, og norske myndigheter har truffet en rekke tiltak for å dempe effektene av en uttreden fra EU uten avtale. Norsk økonomi vil likevel bli rammet, både indirekte gjennom lavere vekst hos våre handelspartnere og direkte gjennom handelshindringer med Storbritannia. Finansdepartementet anslår at effekten på norsk økonomi av lavere aktivitet blant Norges handelspartnere isolert sett vil bli moderat. Usikkerheten rundt den samlede effekten er likevel stor siden det er vanskelig å forutse hvordan aktørene i finansmarkedet vil reagere, hvilke tilpasninger husholdninger og foretak vil gjøre og om det vil bli store negative utslag i aktørenes forventninger.

En opptrapping av den pågående globale handelskonflikten utgjør en betydelig risiko for norsk økonomi. Beregninger av effekten på norsk økonomi av økt toll, gjort av Statistisk sentralbyrå, viser at BNP blir noe lavere enn uten handelshindringer. Dersom oljeprisen i tillegg faller som følge av lavere vekst i verdensøkonomien, forsterkes de negative effektene. I tillegg vil ytterligere handelshindringer også kunne føre til uro i finansmarkedene, økte risikopremier, lavere formuespriser og økte finansieringskostnader for både finansielle og ikke-finansielle foretak.

Nye handelshindringer og lavere vekst internasjonalt treffer sektorene i norsk økonomi ulikt. Siden det i første rekke er eksporten som rammes negativt, vil særlig industrien oppleve nedgang. Dersom oljeprisen faller, vil petroleumsnæringen og leverandørindustrien bli ekstra hardt rammet. Dette vil også ha en negativ effekt på tjenestesektoren siden Norge er en stor eksportør av tjenester innenfor petroleumsnæringen. Samtidig må fall i internasjonal handel ventes å svekke inntjeningen i norsk skipsfart. Norske banker har betydelig eksponering mot disse næringene.

1.6 Vekst i BNP Fastlands-Norge



* Gjennomsnitt av prognosene. Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Finansdepartementet

NORSK ØKONOMI

God vekst i norsk økonomi

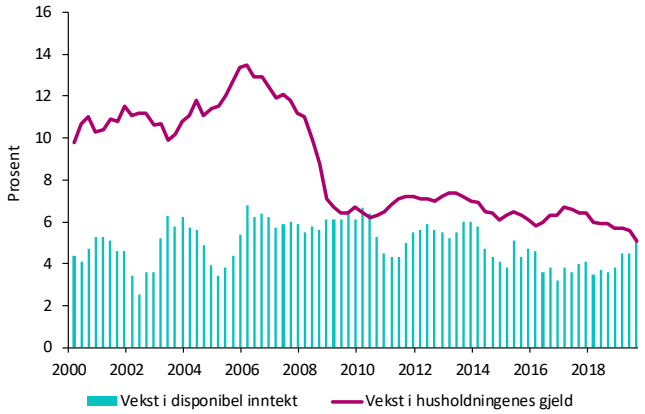
Veksten i norsk økonomi har økt de siste tre årene. Oppgangen skyldes blant annet høyere vekst i internasjonal økonomi, økt oljepris, lave renter, ekspansiv finanspolitikk og bedret konkurranseevne som følge av svakere kronekurs. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har gradvis avtatt til et historisk lavt nivå.

Norsk økonomi påvirkes sterkt av utviklingen i petroleumsinvesteringene. Etter å ha falt kraftig fra 2013 til 2017, økte disse investeringene i 2018, og det ligger an til en betydelig oppgang i inneværende år. Også foretaksinvesteringene har økt markert fra 2016, mens boliginvesteringene har vokst moderat de siste to årene. Veksten i privat konsum har vært god de senere årene, og særlig tjenestekonsumet har økt.

Noe avtakende vekst framover

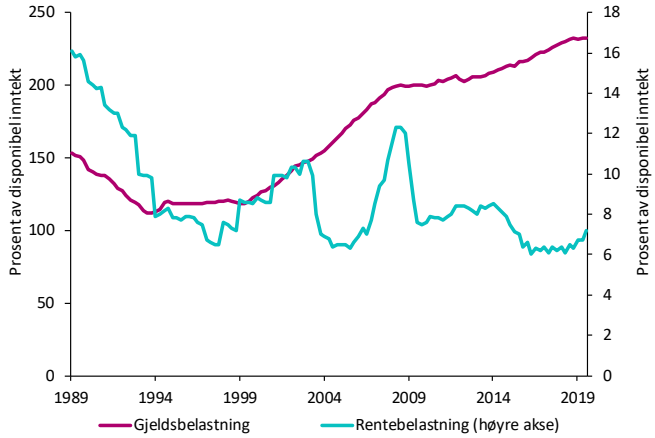
Både Norges Bank, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet venter en fortsatt balansert utvikling i norsk økonomi, se figur 1.6. Impulsen fra petroleumsinvesteringene antas å avta framover. Lavere vekst hos handelspartnerne ventes å dempe veksten i næringsinvesteringene de neste årene, og prognosene peker også mot svak oppgang i boliginvesteringene. Det er ventet at konsumveksten vil holde seg rundt trendvek-

1.7 Vekst i husholdningenes gjeld og disponibel inntekt



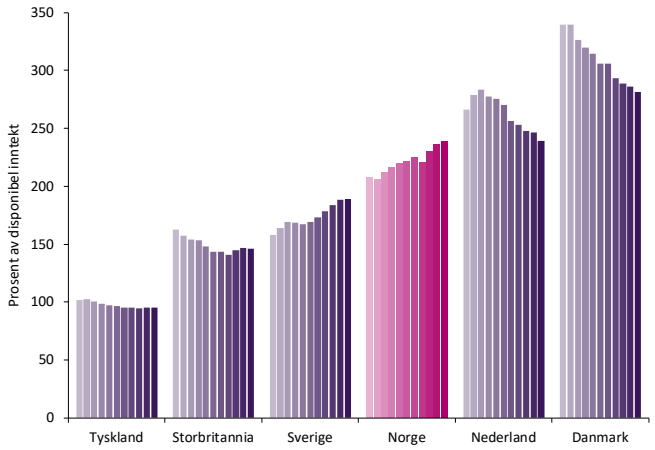
Kilde: Statistisk sentralbyrå

1.8 Husholdningenes gjeldsbelastning og rentebelastning



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

1.9 Husholdningenes gjeldsbelastning i utvalgte land i årene 2008–2018



Kilde: OECD

sten på i underkant av 2 prosent. En betydelig svekkelse av kronekursen gjennom 2019 kan bidra til å øke veksten i tradisjonell eksport, men svakere vekst hos handelspartnerne trekker i motsatt retning. Sysselsettingsveksten antas å bli noe lavere, og arbeidsledigheten ligger an til å øke svakt fram mot 2022.

Ifølge Nasjonalbudsjettet 2020 vil finanspolitikken virke om lag nøytralt på den økonomiske aktiviteten. Norges Bank hevet styringsrenten til 1,5 prosent i september. Etter hovedstyremøtet i oktober var signalet at styringsrenten trolig blir værende på dagens nivå den nærmeste tiden. Det lave rentenivået har bidratt til at boligprisene er kommet opp på et svært høyt nivå. Så langt i år har prisøkningen vært moderat, og prognosene fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank har moderat vekst i boligprisene framover.

Husholdningenes gjeld

Høy gjeldsbelastning i husholdningene

Norske husholdningers gjeld utgjorde i tredje kvartal i år 119 prosent av BNP Fastlands-Norge. Andelen har økt med 12 prosentpoeng de siste fem årene. Gjeldsveksten har avtatt noe de siste årene, og var 5 prosent i oktober 2019[1], se figur 1.7. Veksten i husholdningenes disponible inntekt har i samme periode tatt seg opp, og tolvmånedersveksten var 5,2 prosent i tredje kvartal 2019.

Husholdningenes gjeldsbelastning, målt ved gjeld som andel av disponibel inntekt, er på et høyt nivå, se figur 1.8. Ved utgangen av tredje kvartal 2019 var gjeldsbelastningen 232 prosent. I mange land har gjeldsbelastningen avtatt i årene etter finanskrisen, mens den i Norge har fortsatt å øke. I Danmark har husholdningene høyere gjeldsbelastning enn i Norge, mens den er omtrent lik i Nederland. I begge disse landene har belastningen avtatt de siste årene, se figur 1.9. Med fortsatt god utvikling i norsk økonomi og lavt rentenivå, er det fare for at gjeldsbelastningen i norske husholdninger vil øke ytterligere.

Stor andel nye boliglån gis til husholdninger med høy gjeldsgrad

Boliglånsforskriften har bidratt til noe strammere utlånspraksis. Omfanget av nye utlån til låntakere med særlig høy gjeld i forhold til brutto årsinntekt (gjeldsgrad) avtok markert etter innføringen av krav om maksimal gjeldsgrad fra 1. januar 2017. Samtidig har låntakernes gjennomsnittlige gjeldsgrad økt betydelig, og en økende andel av lånene tas opp av låntakere med høy gjeldsgrad.

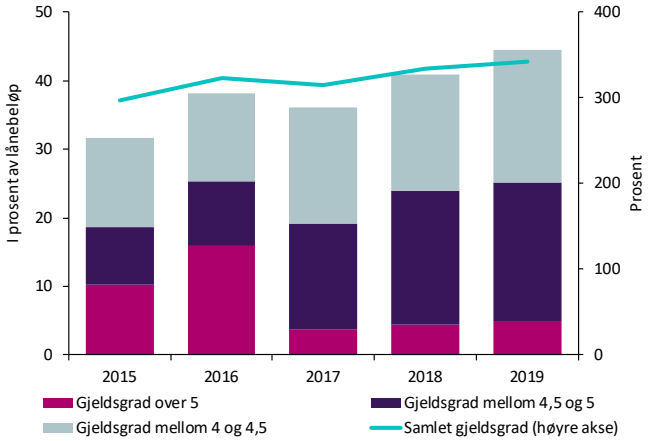
Nesten halvparten av nye nedbetalingslån i boliglåns-undersøkelsen for 2019 ble tatt opp av låntakere med gjeldsgrad over 400 prosent, se figur 1.10. Andelen økte med 4 prosentpoeng fra 2018. Undersøkelsen viser økt andel nye nedbetalingslån både til låntakere med gjeldsgrad over 500 prosent, og til låntakere med gjeldsgrad mellom 400 og 500 prosent. Samlet gjeldsgrad blant de som tar opp nye boliglån øker særlig hos de yngste og eldste aldersgruppene. Se Boliglånsundersøkelsen 2019 for nærmere omtale.[2]

Mange husholdninger er sårbare for økt rente eller inntektsbortfall

Husholdningenes rentebelastning har i lang tid vært lav på grunn av svært lave renter, se figur 1.8. Etter det siste årets renteøkninger har også rentebelastningen gått noe opp, men er fortsatt på et historisk lavt nivå. Tall fra Statistisk sentralbyrå viser at utlånsrentene på nye og eksisterende boliglån har økt med om lag 0,5 prosentpoeng det siste året. Gjeldsbetjeningsgraden, definert som andelen av inntekten som går til å betjene renter og normale avdrag, er nå, i følge Norges Banks beregninger, omtrent lik det den var under bank-krisen, da det nominelle rentenivået var langt høyere.

Samlet sett har husholdningene positiv netto finansformue. Formue og gjeld er imidlertid svært ujevnt fordelt, og en stor andel av den finansielle formuen er lite likvid. I 2017 sto husholdninger med svært høy gjeldsbelastning for hele 32 prosent av husholdningenes samlede gjeld.[3] Gjennom en lang periode med lave renter, høy boligprisvekst og god inntektsvekst har husholdningene opparbeidet et gjeldsnivå som er høyere enn noen gang tidligere. For

1.10 Andel nye nedbetalingslån etter låntakers gjeldsgrad og samlet gjeldsgrad



Kilde: Finanstilsynet

de mest sårbare husholdningene kan selv små endringer i rente eller inntekt innebære vesentlig svekket økonomi. Det kan bidra til å forsterke et framtidig tilbakeslag i økonomien.

Boks 1: Økt mislighold av forbrukslån

Forbruksgjelden er, som annen gjeld, svært ujevnt fordelt. De fleste lånene er relativt små, men noen få låntakere har veldig store lån. Ifølge Norges Bank* hadde 5 prosent av låntakerne over en halv million kroner i lån ved utgangen av september, og disse har til sammen tatt opp 40 prosent av den totale forbruksgjelden. Forbrukslån kommer ofte i tillegg til boliglån, og rente- og gjeldsbelastningen til låntakere med forbrukslån er i gjennomsnitt høy. Høy gjeldsbelastning gjør låntakerne spesielt sårbare for renteøkning, inntektsbortfall eller fall i eiendomspriser. Misligholdet av forbrukslån har økt de siste årene, se figur 2.14.

Av husholdningenes totale gjeld utgjør lån uten sikkerhet i underkant av 4 prosent. Forbruks-lånene har imidlertid svært høy rente, og rentebetalingene på disse lånene utgjør om lag

* Se Norges Banks Finansiell Stabilitet 2019.

13 prosent av husholdningenes totale rentebetalinger. Ifølge Norges Bank har 26 prosent av lånene en rente på over 20 prosent. I overkant av en fjerdedel av Norges befolkning hadde utestående forbruksgjeld ved utgangen av september 2019. Finanstilsynet følger utviklingen i forbrukslån nøye. Se ytterligere omtale av utviklingen i kapittel 2.

Gjeldsregistrene som ble opprettet sommeren 2019, gir oversikt over husholdningenes usikrede gjeld. Svært mange av forbrukslåntakerne har i tillegg boliglån eller annen sikret gjeld, som for eksempel billån. Ved vurdering av husholdningenes finansielle utsatthet og av enkeltkunders kredittrisiko er det viktig å ta hensyn til alle typer lån, ikke bare forbrukslån.

Boligmarkedet

Moderat utvikling i boligprisene

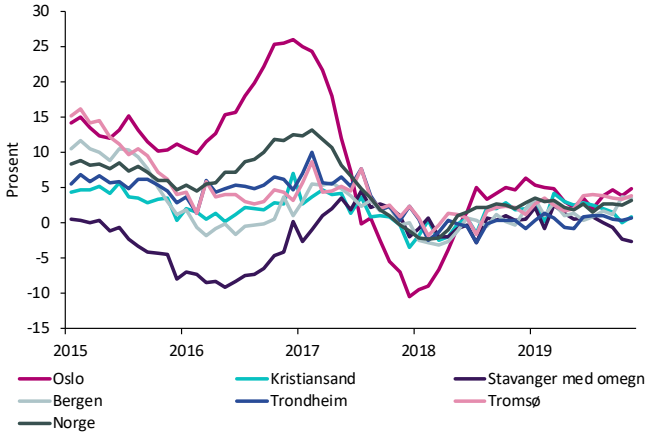
Etter priskorreksjonen i 2017 har boligprisene i Norge vokst moderat. I november 2019 var tolvmånedersveksten 3,1 prosent. De regionale forskjellene i prisveksten har de siste par årene også vært mindre enn tidligere, se figur 1.11.

Boligprisene deflatert med disponibel inntekt per innbygger var 5 prosent lavere i andre kvartal 2019 enn ved inngangen av 2017 da prisnivået målt på denne måten nådde en topp. Målt fra første kvartal 2015 er prisnivået nær 7 prosent høyere. Forholdet mellom boligpriser og inntekt er imidlertid fortsatt på et høyt nivå, også sammenlignet med andre land, se figur 1.12.

Høy aktivitet i boligmarkedet

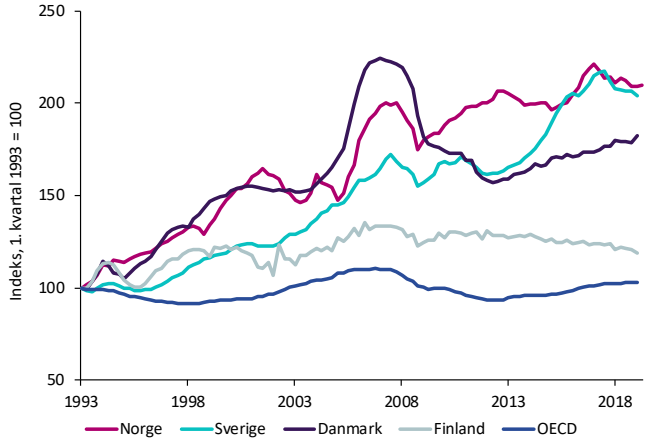
Aktiviteten i boligmarkedet er fortsatt høy. Antall solgte boliger er rekordhøyt, mens antall boliger lagt ut for salg hittil i år er det høyeste siden 2007. Samtidig er det mange usolgte boliger sammenlignet med de siste fem årene, men antallet har avtatt de siste månedene. Stort utbud av boliger har gitt noe økt gjennomsnittlig omsetningstid.

1.11 Boligpriser i utvalgte byer og Norge, tolvmånedersvekst



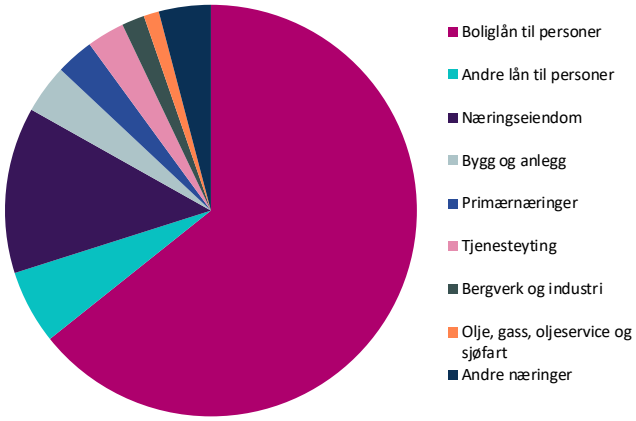
Kilde: Refinitiv

1.12 Boligpriser deflatert med disponibel inntekt per innbygger. Utvalgte land



Kilde: OECD

1.13 Bankenes utlån til norske kunder per tredje kvartal 2019



Kilde: Finanstilsynet

Det ble fullført rekordmange nye boliger i 2018, og flere enn veksten i antall husholdninger. Det forventes også mange ferdigstilte boliger i 2019. Lavere vekst i antall husholdninger kan bidra til å dempe boligprisveksten framover.

Boligmarkedet er viktig for bankene

I overkant av 60 prosent av bankenes utlån til norske kunder er boliglån, se figur 1.13. Utviklingen i boligmarkedet og i husholdningenes gjeld er tett sammenkoblet. Økte boligverdier gir grunnlag for å ta opp større lån, samtidig som økt kreditt bidrar til høyere boligpriser.

Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) publiserte i september 2019 en advarsel til norske myndigheter om at sårbarhetene i det norske boligmarkedet utgjør en kilde til systemrisiko. Ifølge ESRB utgjør høy gjeld i husholdningene og høye boligpriser den største sårbarheten for finansiell stabilitet i Norge. Historisk har bankenes tap på boliglån vært begrenset, men det er indikasjoner på at kredittrisikoen knyttet til boliglån har økt noe. Husholdningenes gjeldsbelastning er høyere enn noen gang, og en lang periode med lavt rentenivå og god inntektsutvikling har bidratt til sterk gjeldsvekst.

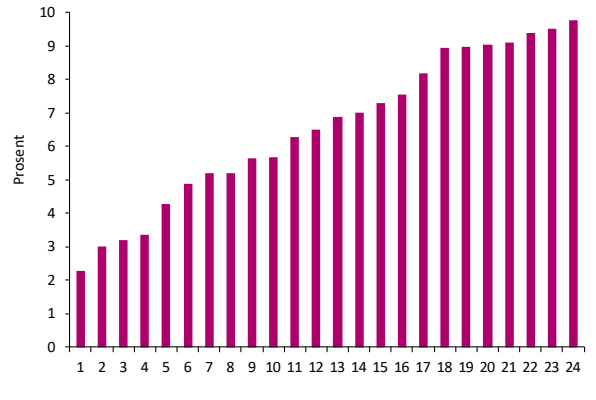
Boks 2: Bankenes etterlevelse av boliglånsforskriften

Ifølge boliglånsforskriften skal den enkelte bank hvert kvartal rapportere til sitt styre hvor stor andel av innvilget utlånsvolum som avviker fra forskriftens bestemmelser om betjeningsevne, gjeldsgrad, belåningsgrad og avdrag. Finanstilsynet mottar kopier av styrerapportene fra de 24 største boliglånsbankene og filialene hvert kvartal.

For utlån til bolig utenfor Oslo har det vært en svak økning i avvikssaker det siste året, til 7,1 prosent i tredje kvartal 2019. Kravet om maksimal belåningsgrad var den største årsaken til avvik. For utlån til bolig i Oslo har avviksandelen vært relativt stabil og var 6,3 prosent i tredje kvartal 2019. Her var det kravet om maksimal gjeldsgrad som var den største årsaken til avvik.

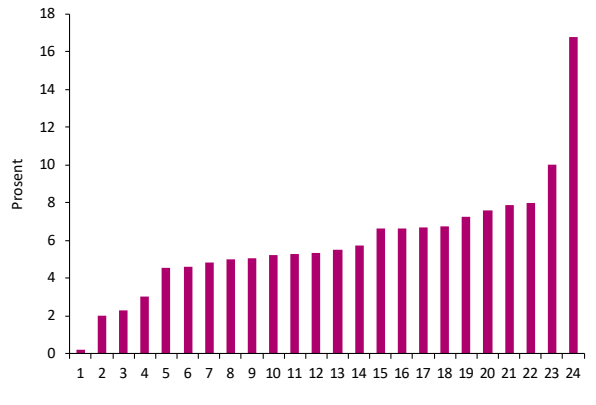
Andelen utlån som ikke oppfyller kravene i forskriften, varierer mellom bankene, se figurene 1.A og 1.B. Av 24 banker hadde åtte banker i tredje kvartal en samlet avviksandel på under 5 prosent for utlån i Oslo, mens fem banker hadde en andel på over 7,5 prosent. For lån utenom Oslo hadde ni banker en avviksandel over 7,5 prosent.

1.A Utnyttelse av fleksibilitetskvoten, utenom Oslo



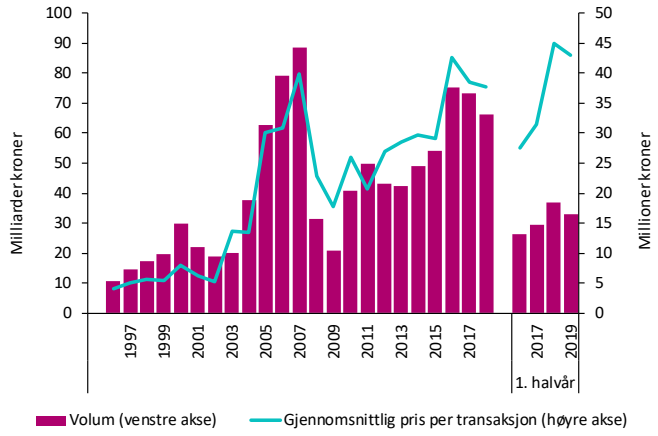
Kilder: Styrerapporter fra de 24 største boliglånsbankene og filialene og Finanstilsynet

1.B Utnyttelse av fleksibilitetskvoten, Oslo



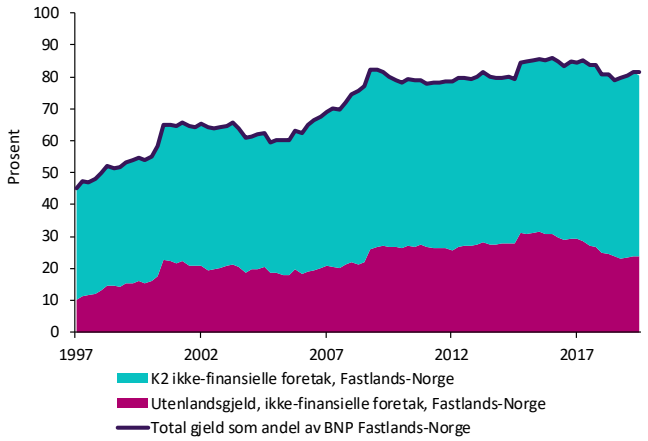
Kilder: Styrerapporter fra de 24 største boliglånsbankene og filialene og Finanstilsynet

1.14 Transaksjonsvolum og gjennomsnittlig pris per transaksjon for næringseiendom



Kilde: Finanstilsynet

1.15 Ikke-finansielle foretaks gjeld som andel av BNP Fastlands-Norge

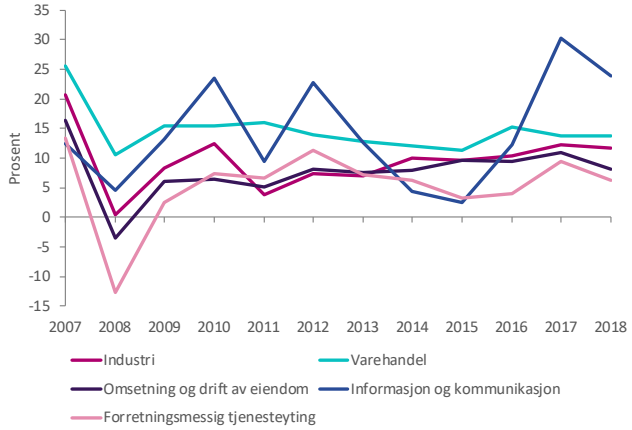


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

1.16 Gjeldsbetjeningsevne og egenkapitalavkastning. Ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

1.17 Egenkapitalavkastning i utvalgte næringer



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Næringseiendom

Høy aktivitet og høyt prisnivå

Prisene på næringseiendom med høy kvalitet i sentrale områder har økt mye over lang tid, og er på et historisk høyt nivå. Direkteavkastningen har nådd et rekordlavt nivå, og ifølge Entras konsensusrapport vil direkteavkastningen fortsatt holde seg lav i årene framover. Det er høy aktivitet i markedet. Transaksjonsvolumet i første halvår 2019 er noe lavere enn i 2018, men er høyt sammenlignet med tidligere år, se figur 1.14. Om lag to tredjedeler av omsatt volum av næringseiendom er meglet av foretak i Oslo, mens eiendomsmeglerforetak i de andre store byene meglet i underkant av 20 prosent.

Ifølge Entra vil transaksjonsvolumet i hele landet trolig holde seg oppe også i årene framover. Det kan bidra til å øke prisene på næringseiendom ytterligere. På den andre siden er det forventet stor tilførsel av nye kontorlokaler i Oslo de to neste årene, som isolert sett vil bidra til å dempe prisveksten framover.

Næringseiendomspriser er mer konjunkturfølsomme enn boligpriser

Lån med pant i bolig og næringseiendom er de to største utlånssegmentene i norske banker, og prisutviklingen i eiendomsmarkedene har derfor stor betydning for bankene. Prisene på næringseiendom har fulgt konjunkturene tettere enn det boligprisene har gjort. Dette skyldes trolig at næringseiendom i

større grad er investeringsobjekter. I tidligere kriser har bankenes tap på utlån til næringseiendom vært mye større enn tapene på boliglån. Prisene på næringseiendom av god standard i sentrale områder har økt mye over lang tid. Fortsatt lavt rentenivå og god utvikling i norsk økonomi kan bidra til å øke prisene og fallhøyden ytterligere.

Foretakenes gjeld

Ved siden av utlån til næringseiendom, har norske banker betydelige eksponeringer mot flere andre næringer, se figur 1.13. For å betjene renter og avdrag på gjeld må foretakene over tid skape verdier. Gjelden til de norske ikke-finansielle foretakene er på et historisk høyt nivå i forhold til brutto nasjonalprodukt (BNP), se figur 1.15. Over halvparten av gjelden er tatt opp i norske banker, og en forholdsvis stor andel av gjelden er i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne.

De ikke-finansielle fastlandsforetakenes gjeldsbetjeningsevne, her målt som driftsresultat før av- og nedskrivinger (driftsinntjening) i prosent av ekstern rentebærende gjeld, har vært relativt stabil i etterkant av finanskrisen, se figur 1.16. Under finanskrisen svekket driftsinntjeningen seg kraftig, samtidig som gjelden var om lag uendret. Sistnevnte indikerer at det tar tid å bygge ned gjelden. I etterkant av finanskrisen har driftsinntjeningen samlet økt marginalt mer enn gjelden. Gjeldsbetjeningsevnen til de ikke-finansielle fastlandsforetakene endret seg lite i 2018. Næringene 'Informasjon og kommunikasjon' og 'Forretningsmessig tjenesteyting' hadde en betydelig forbedring i gjeldsbetjeningsevnen i 2018, mens næringene 'Varehandel', 'Industri' og 'Bygg og anlegg' hadde en vesentlig svekkelse. I de øvrige hovednæringene var det relativt små endringer i gjeldsbetjeningsevnen i 2018.

Egenkapitalavkastningen, definert som resultat etter skatt i prosent av bokført egenkapital, i ikke-finansielle fastlandsforetak svekket seg i 2018, men var fortsatt på et relativt høyt nivå. Det var spesielt næringene 'Informasjon og kommunikasjon', 'Omsetning og drift av fast eiendom' og 'Forretningsmessig tjenesteyting' som bidro til svekkelsen, se figur 1.17. 'Varehandel' skiller seg ut med en relativt stabil og høy egenkapitalavkastning det siste tiåret.

Det er ikke nødvendigvis motstridende at gjeldsbetjeningsevnen forbedres samtidig som egenkapitalavkastningen svekkes. For eksempel, dersom et foretak konverterer gjeld til egenkapital, vil gjeldsbetjeningsevnen, andre forhold like, forbedres som følge av at det er mindre gjeld å betjene, mens egenkapitalavkastningen vil svekkes på grunn av at mer egenkapital skal forrentes.

KLIMARISIKO

Finansmarkeder og finansforetak påvirkes av fysiske klimaendringer og av omstillingen til et lavutslipps-samfunn. Finansforetak eksponeres for klimaendringer gjennom utlån, forsikringsforpliktelser og investeringer i aksjer, obligasjoner og eiendom. Klimarisiko innebærer isolert sett økt økonomisk risiko, som bør motsvares av tilstrekkelige kapitalbuffere i finansforetakene.

God rapportering av relevant informasjon fra selskapene er grunnlaget for risikovurderinger i finansforetakene og tilsynsmyndighetenes vurdering av soliditet i enkeltforetak og i det finansielle systemet som helhet. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) publiserte i 2015 et rammeverk for frivillig, konsistent rapportering av klimarelaterte finansielle data som kan brukes av investorer, långivere, banker og forsikringsforetak for å forstå vesentlig risiko i foretakene. Anbefalingene har fått bred støtte, og en del større foretak i Norge og internasjonalt har tatt rammeverket i bruk.

I juni i år publiserte EU-kommisjonen retningslinjer for selskapers rapportering av klimarelatert informasjon. Retningslinjene bygger på anbefalingene fra TCFD, og omhandler både rapportering av selskapers klimaavtrykk og hvilke virkninger klimaendringene har for selskapers virksomhet.[4] Retningslinjene er en veiledning til rapportering etter NFRD[5] (endringsdirektiv til regnskapsdirektivet). Hverken regnskapsdirektivet eller endringsdirektivet er til nå tatt inn i norsk rett.

Regjeringen har varslet at behovet for endringer i regelverket for selskapers rapportering av klimarelatert informasjon vil vurderes i Finansmarkedsmeldingen 2020. Gjennomgangen vil ta utgangspunkt i EUs oppfølging av handlingsplanen for bærekraftig finans, samt oppfølgingen av TCFD-anbefalingene i markedet.

Investorer i verdipapirmarkedene legger i økende grad vekt på kriterier knyttet til bærekraft i sine investeringsstrategier. Dette har bidratt til at omfanget av grønne investeringsprodukter har økt betydelig de senere årene. Grønne investeringer kan være mindre eksponert for overgangsrisiko enn mindre grønne alternativ. Samtidig kan risikoen knyttet til investeringer i ny teknologi, ofte i nyetablerte selskaper, være høyere enn investeringer i kjent teknologi og etablerte selskaper.

Internasjonalt eksisterer det ulike standarder for grønne og bærekraftige investeringsprodukter. Mangelen på felles kriterier og begrenset tilgang på relevant informasjon innebærer usikkerhet om det reelle innholdet i grønne investeringsprodukter. Kombinert med sterk etterspørselsvekst etter grønne investeringsprodukter har faren for såkalt grønnvasking i verdipapirmarkedene økt. Eksempelvis har gjennomganger av grønne investeringsfond vist at mange av fondene er betydelig mindre miljøvennlige eller grønne enn det gis uttrykk for.[6] Den sterke etterspørselsveksten etter grønne investeringsprodukter har også økt risikoen for feilprising i disse markedene. Se nærmere omtale av grønne investeringsprodukter i kapittel 4.

I EU pågår det en rekke prosesser for å bedre kvaliteten på informasjon knyttet til investeringers miljøpåvirkning og bærekraft. Utarbeidelse av et klassifiseringssystem (taksonomi) vil bedre investorenes beslutningsgrunnlag og kan bidra til bedre fungerende markeder for bærekraftige investeringer. Samtidig er det viktig at et klassifiseringssystem er dynamisk. Et rigid system som ikke fanger opp teknologiutvikling og ny kunnskap om klimautviklingen, kan virke mot sin hensikt. EU har under behandling en forordning som beskriver rammeverket for å identifisere hvilke og i hvilken grad økonomiske aktiviteter kan bli vurdert som miljømessig bærekraftige. Ett av forslagene er at økonomiske aktiviteter må oppfylle minst ett av seks identifiserte miljømål og samtidig ikke gjøre vesentlig skade på noen av de andre fem miljømålene for å kvalifisere som miljømessig bærekraftig. I tillegg skal aktiviteten oppfylle minimumskriterier om sosiale forhold og styring fastsatt av Den internasjonale arbeidsorganisasjonen (ILO). Vurderingskriterier for 67 ulike aktiviteter innen ulike sektorer er vurdert. Arbeidet med dette regelverket er ventet ferdigstilt i EU innen juni 2020. For andre relevante regelverksprosesser i EU, se boks nedenfor.

Boks 3: Noen pågående regelverksprosesser knyttet til klima og bærekraft i EU

EU har til behandling en forordning om offentliggjøring av opplysninger om bærekraftige investeringer og bærekraftsrisiko. Bestemmelsene retter seg blant annet mot verdipapirforetak som yter investeringsrådgiving og forsikringsformidlere som tilbyr forsikringsbaserte investeringsprodukter og gir krav om hvordan disse i rådgivings- og beslutningsprosesser skal opplyse om investeringers bærekraft.

EU har vedtatt en forordning* om referanseindekser for bærekraftige investeringer samt ESG**-informasjonskrav til leverandører av referanseindekser. Forordningen innfører to nye typer referanseverdier, "EU Climate Transition Benchmark" og "EU Paris-aligned Benchmark". Reguleringen fastsetter standarder som skal bidra til at investorer får relevant informasjon om karbonavtrykket i ulike investeringer. Forordningen er EØS-relevant og vil inntas i norsk rett.

* Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks
** Environmental, Social and Governance

EUs tekniske ekspertgruppe for bærekraftig finans har utarbeidet forslag til utfyllende retningslinjer for grønne obligasjoner.

Retningslinjene vil kobles til klassifiseringen av bærekraftig økonomisk aktivitet og vil fastsette hvilke aktiviteter som kvalifiserer for finansiering via EUs program for grønne obligasjoner. Det er ikke besluttet om retningslinjene blir en frivillig standard eller vedtas som forordning.

EU-kommisjonen arbeider med utforming av kriterier for at EU-Ecolabel også skal kunne omfatte finansielle produkter. EU-Ecolabel fungerer om lag på samme måte som Svanemerket i Norge, se omtale i kapittel 4.

KAPITTEL 2 BANKER

Norske banker har som følge av lave tap og god lønnsomhet kunnet oppfylle økte kapitalkrav i stor grad ved å holde tilbake overskudd. Bankenes kjernekapital har økt som andel av forvaltnings-kapitalen de siste ti årene, og bankene oppfyller nye likviditetskrav. Ren kjernekapitaldekning og uvektet kjernekapitalandel blant norske banker er nær gjennomsnittet for europeiske banker.

Netto renteinntekter utgjør den dominerende delen av norske bankers driftsinntekter og er således viktig for bankenes lønnsomhet. Tall fra den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA) for de største bankene i hvert land viser at netto renteinntekter i norske banker ligger betydelig høyere enn i mange andre europeiske land, der negative renter har lagt press på rentemarginen.

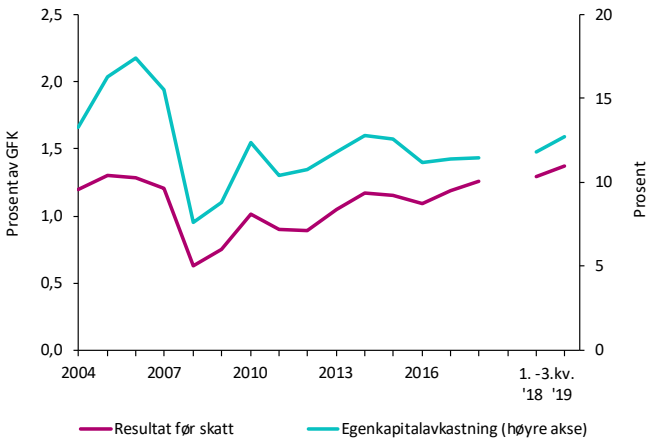
Veksten i husholdningenes forbrukslån er noe dempet de siste årene, og nedgangen har særlig vært tydelig i 2019. Ved utgangen av tredje kvartal var tolvmånedersveksten i forbrukslån, inkludert misligholdte lån som er solgt til finansieringsforetak for inndrivelse, på nivå med veksten i husholdningenes samlede gjeld.

LØNNSOMHET OG SOLIDITET

Gunstig økonomisk utvikling i Norge har bidratt til god lønnsomhet for norsk banknæring i årene etter den internasjonale finanskrisen. Utlånstapene har vært lave og har, sammen med god inntektsvekst, gjort at bankene samlet har opprettholdt en egenkapital-avkastning på i overkant av 11 prosent. Etter tre kvartaler i 2019 var avkastningen 12,7 prosent (annualisert), se figur 2.1, trukket opp av enkelte positive engangseffekter. Bankene har også redusert kostnadsnivået, både i forhold til forvaltnings-kapitalen og i forhold til driftsinntektene. Det samlede kostnad/inntektsforholdet har dermed kommet ned på et historisk lavt nivå, se figur 2.2.

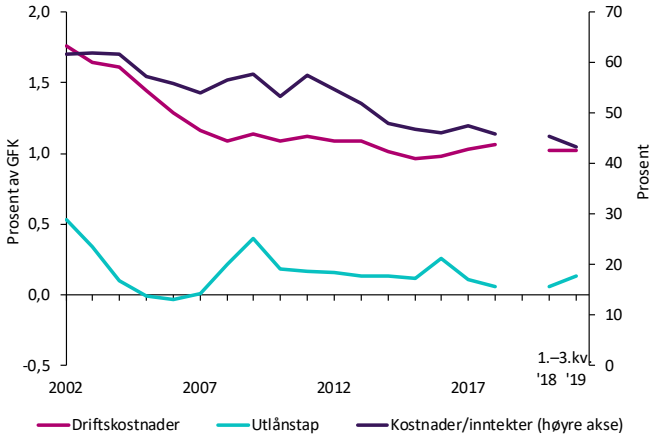
God lønnsomhet har bidratt til at bankene har kunnet

2.1 Bankenes lønnsomhet



Kilde: Finanstilsynet

2.2 Bankenes driftskostnader og utlånstap



Kilde: Finanstilsynet

bedre soliditeten i takt med økte kapitalkrav, i hovedsak gjennom tilbakeholdte overskudd. Lavere risikovektet beregningsgrunnlag som følge av høyere vekst i utlån til personmarkedet enn bedriftsmarkedet over lang tid, samt økt bruk av interne risikomodeller, har også bidratt til at kapitaldekningen har økt. Veksten i ren kjernekapitaldekning som fant sted i årene etter finanskrisen, har nå flatet ut, se figur 2.3. Ved utgangen av tredje kvartal 2019 var samlet ren kjernekapitaldekning for de norske bankene på 16,2 prosent. Uvektet kjernekapitalandel (leverage ratio) var på 7,7 prosent, som er en svak økning siden kravet til uvektet kjernekapitaldekning ble innført i 2017.

Utlånsveksten til innenlandske personkunder har vært høy i lang tid, men veksten har avtatt noe de siste to

årene, se figur 2.4. Over tid er det en nær sammenheng mellom veksten i utlån til personkunder og utviklingen i boligprisene, se omtale i kapittel 1. De siste årene har det vært svært høy vekst i forbrukslån, men veksten har falt kraftig de siste kvartalene. Nye reguleringer har bidratt til dette, se omtale nedenfor.

Bankene er pålagt å ha tilstrekkelige likviditetsreserver til å kunne innfri sine forpliktelser i en kortere periode med begrenset tilgang på ny finansiering. For å redusere refinansieringsrisikoen på lengre sikt er en høy andel stabil finansiering viktig. Norske banker har økt likviditetsreservene de siste årene og oppfyller minstekravene til likviditetsreserven (LCR). Bankene har også økt graden av stabil finansiering, målt ved NSFR (net stable funding ratio), se figur 2.5. Bankene har gjennom dette bedret sin motstandsevne ved markedsstress. Den store andelen utenlandsfinansiering og avhengigheten av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) både som finansieringskilde og som del av likviditetsreserven, utgjør imidlertid fortsatt en sårbarhet.

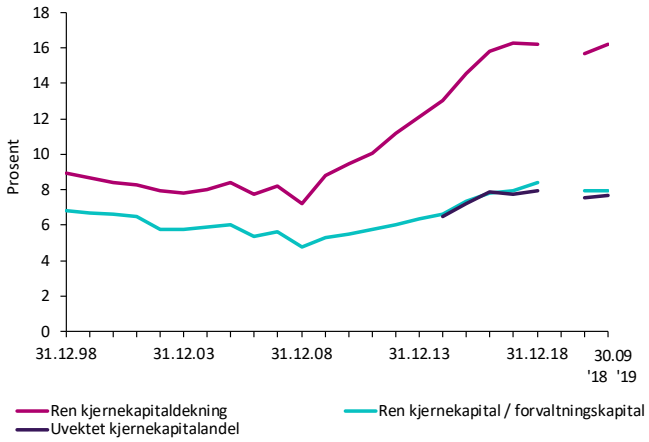
Bankenes lønnsomhet, soliditet og finansiering er nærmere omtalt i egne rapporter fra Finanstilsynet.[7]

NETTO RENTEINNTEKTER

Netto renteinntekter utgjør den dominerende delen av norske bankers driftsinntekter og er således viktig for bankenes lønnsomhet. For bankene samlet har nettorentens andel av samlede driftsinntekter (ekskl. verdiendringer på finansielle instrumenter) økt svakt de siste årene, til nær 78 prosent. Andelen netto renteinntekter i norske banker er høy sammenlignet med i de fleste andre europeiske land. Tall fra EBA for de største bankene i hvert land viser at netto renteinntekter i norske banker ligger betydelig høyere enn bankene i de øvrige nordiske landene, se figur 2.6.

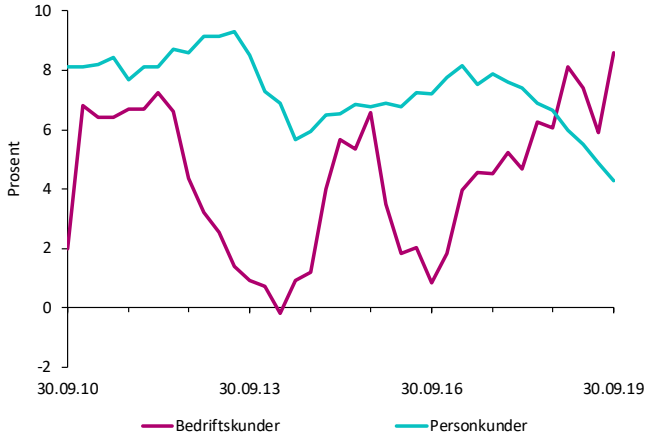
Fram til 2012 avtok de norske bankenes netto renteinntekter i forhold til gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK), se figur 2.7. I årene etter 2012 har derimot netto renteinntekter økt, og etter tre kvartaler av 2019 var nettorenten 1,8 prosent av GFK, som er på samme nivå som i 2005.

2.3 Bankenes soliditet



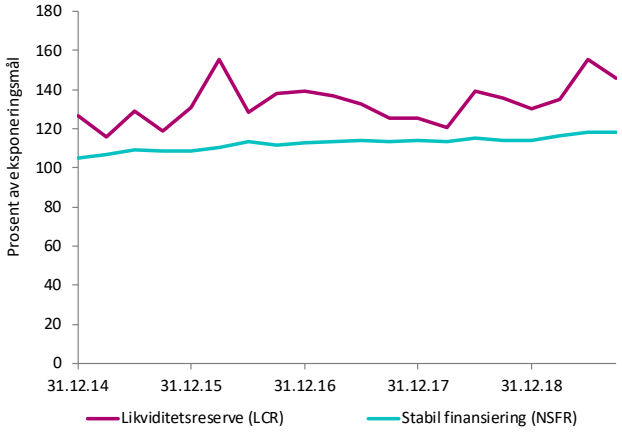
Kilde: Finanstilsynet

2.4 Bankenes utlånsvekst



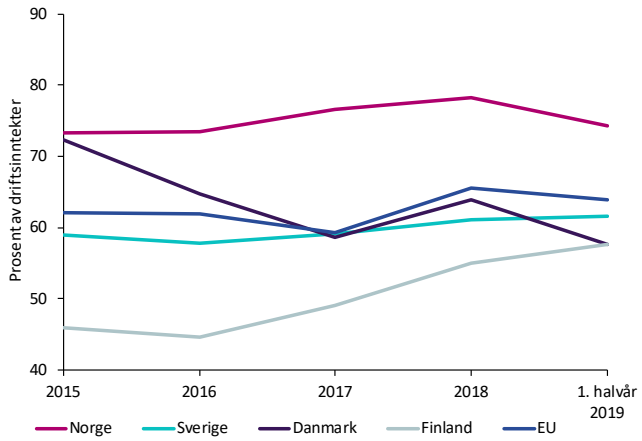
Kilde: Finanstilsynet

2.5 Likviditetsreserver og stabil finansiering



Kilde: Finanstilsynet

2.6 Bankenes netto renteinntekter, utvalgte land

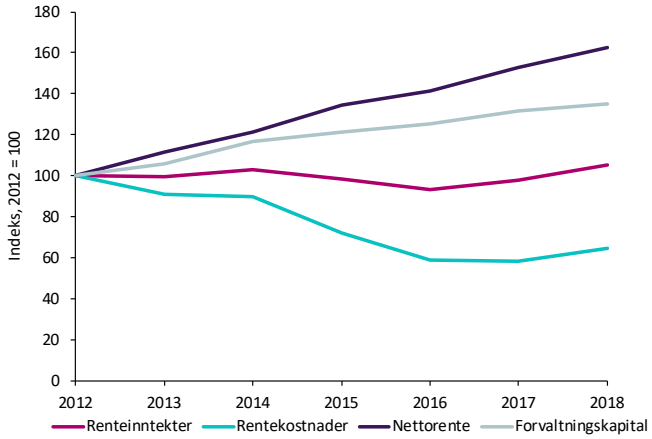


Kilde: EBA Risk Dashboard

2.7 Bankenes netto renteinntekter

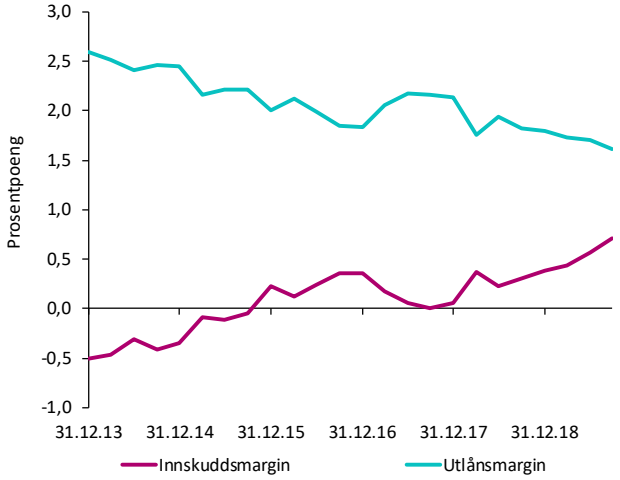
Kilde: Finanstilsynet

2.8 Bankenes netto renteinntekter, dekomponert



Kilde: Finanstilsynet

2.9 Utlåns- og innskuddsmargin



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Bankenes finansieringskostnader har sunket betydelig

Netto renteinntekter er definert som bankenes brutto renteinntekter fratrukket rentekostnader, og ses gjerne i forhold til bankenes gjennomsnittlige forvaltningskapital. Endringer i netto renteinntekter vil dermed være påvirket av utviklingen i disse tre størrelsene, og hvordan de har utviklet seg relativt til hverandre. Bankenes samlede forvaltningskapital, som domineres av utlån på aktivasiden og rentebærende gjeld på passivasiden, har økt med over en tredjedel siden 2012, se figur 2.8. Bankenes brutto renteinntekter har likevel kun økt med 6 prosent i samme periode, blant annet som følge av lavere utlånsrenter.

Bankenes rentekostnader, som ble redusert med en tredjedel i perioden, bidro særlig sterkt til at netto renteinntekter økte. Om lag halvparten av bankenes fremmedfinansiering er innskudd fra kunder. Renten til innskytere sank betydelig i årene etter 2012, og har økt innskuddsmarginen målt ved differansen mellom gjennomsnittlig innskuddsrente og pengemarkedsrenten (3 md. Nibor), se figur 2.9. Kostnaden ved finansiering gjennom utstedelse av obligasjoner har også sunket. I tillegg til redusert markedsrente fram til utgangen av 2017, har risikopåslagene på både seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett sunket de siste årene. Økt egenkapitalandel i bankene har redusert behovet for fremmedfinansiering og

reduserer, alt annet likt, rentekostnadene målt mot forvaltningskapitalen. Selv om nedgangen i rentekostnader samlet sett er hovedårsaken til de økte netto renteinntektene de senere årene, har utviklingen vært ulik for ulike grupper av banker.

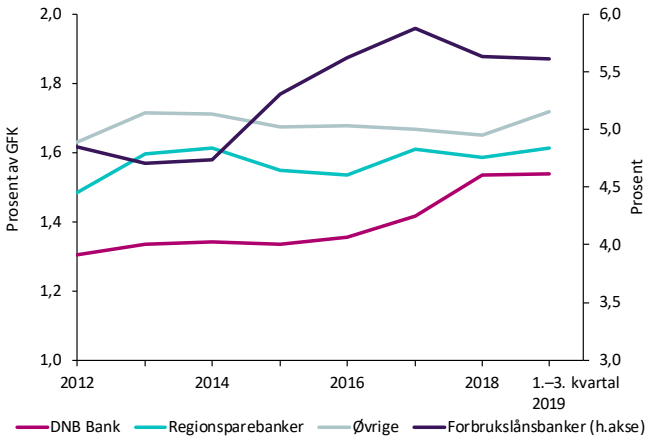
Ulik utvikling i nettorenten mellom banker

Ved utgangen av tredje kvartal 2019 var det 122 norske banker med til dels ulike forretningsmodeller og geografisk nedslagsfelt. Figur 2.10 viser utviklingen i nettorenten for tre grupper av banker samt for DNB Bank siden 2012, da nettorenten for norske banker samlet var på et historisk lavt nivå.[8] Det framgår at det særlig er DNB Bank og gruppen av forbrukslånsbanker som har hatt betydelig bedring i nettorenten, mens det kun var en svak økning for de seks store regionsparebankene.

DNB Bank utgjør om lag halvparten av norske bankers konsoliderte forvaltningskapital, og har dermed stor betydning for aggregerte regnskapsstørrelser for bankene samlet. De store regionsparebankene er, i likhet med DNB Bank, også universalbanker, med betydelig aktivitet på de fleste områder. Til forskjell fra DNB Bank, har de imidlertid liten aktivitet mot kunder i utlandet. De siste årene er det etablert flere spesialiserte forbrukslånsbanker. I volum utgjør disse bankene fremdeles kun 5 prosent av forvaltningskapitalen i norske banker. Som følge av til dels svært høye utlånsrenter, utgjør netto renteinntekter for disse foretakene hele 17 prosent av norske bankers samlede netto renteinntekter. Øvrige banker domineres i antall av mellomstore og mindre sparebanker, men omfatter også forretningsbanker, hvorav flere har en virksomhet som i hovedsak er rettet mot personmarkedet.

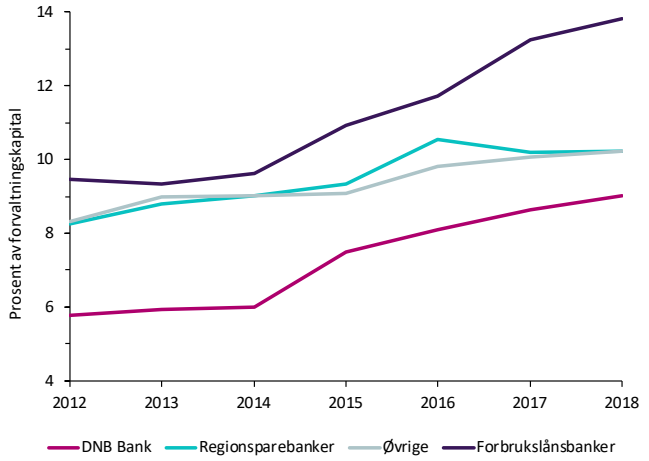
Gruppen av forbrukslånsbanker har i stor grad opprettholdt nivået på renteinntektene i forhold til utlånsvolumet siden 2012, mens de øvrige gruppene av banker opplevde en reduksjon i takt med synkende markedsrenter. Forbrukslånsbankene har tiltrukket seg innskudd gjennom å tilby høyere innskuddsrenter enn andre banker. Siden 2012 har likevel forbrukslånsbankene en sterkere reduksjon i rentekostnader i

2.10 Nettorente i DNB Bank og grupper av banker



Kilde: Finanstilsynet

2.11 Egenkapital



Kilde: Finanstilsynet

prosent av rentebærende gjeld enn de øvrige gruppene.

I takt med høyere kapitalkrav har bankene siden finanskrisen økt egenkapitalandelen, i hovedsak gjennom tilbakeholdte overskudd. Det har vært en særlig sterk økning i egenkapitalandelen i DNB Bank og gruppen av forbrukslånsbanker, se figur 2.11. Høyere egenkapitalandel i bankene reduserer, alt annet likt, rentekostnadene relativt til forvaltningskapitalen som følge av redusert behov for lånefinansiering.

Bedringen i netto renteinntektene de siste årene har vært særlig markert for DNB Bank og gruppen av

forbrukslånsbanker. Hovedårsaken til bedringen har vært lavere finansieringskostnader, først og fremst som følge av reduserte risikopåslag på obligasjonsfinansieringen og redusert markedsrente, fram til 2017, samt lavere innskuddsrenter.

Forbrukslånsbankene har i stor grad kunnet opprettholde svært høye utlånsrenter på tross av det reduserte rentenivået, og har også økt egenkapitalandelen i betydelig grad.

FORBRUKSLÅN

Veksten i forbrukslån har gjennom flere år vært langt høyere enn den generelle kredittveksten. Den sterke veksten i markedet har i stor grad vært drevet av spesialiserte forbrukslånsbanker etablert de siste ti årene. Tilgang til usikret kreditt kan skape problemer for personer som av ulike grunner tar opp større lån enn de klarer å betjene. For norske husholdninger har økningen i forbruksgjeld kommet på toppen av en svært høy og økende boliggjeld. Forbrukslån utgjør i underkant av 4 prosent av samlet gjeld i norske husholdninger, mot i overkant av 2 prosent for 10 år siden.

Finanstilsynet kartlegger virksomheten til et utvalg av 34 banker og finansieringsforetak som tilbyr forbrukslån. Både norske foretak og utenlandske filialer i Norge inngår i utvalget. Forbrukslån omfatter både kredittkortlån og andre lån uten sikkerhet til personmarkedet. Lån uten sikkerhet i finansieringsforetak som kjøper porteføljer av misligholdte lån, og lån fra utenlandske foretak som driver grensekryssende virksomhet, inngår ikke i Finanstilsynets statistikk. Foretakene i Finanstilsynets kartlegging hadde forbrukslån i Norge på til sammen 114 mrd. kroner ved utgangen av tredje kvartal 2019.

Boks 4: Utlån registrert i gjeldsinformasjonsforetakene

Gjeldsinformasjonsloven trådte i kraft 1. november 2017, og har som formål å legge til rette for opprettelse av gjeldsinformasjonsforetak som skal sørge for sikker og effektiv registrering og utlevering av gjeldsopplysninger.

Barne- og familiedepartementet har gitt Gjeldsregisteret AS, Norsk Gjeldsinformasjon AS og Experian Gjeldsregister AS tillatelse til å drive virksomhet som gjeldsinformasjonsforetak. Alle finansforetak har plikt til å gjøre gjeldsopplysninger tilgjengelige for gjeldsinformasjonsforetakene. Samtidig vil de nye gjeldsregistrene gi banker og finansieringsforetak et effektivt redskap til å framskaffe informasjon om hvor mye forbruksgjeld lånsøkere har, og dermed bidra til grundigere kredittvurderinger og forebygge gjeldsproblemer blant enkeltpersoner.

Gjeldsinformasjonsforetakene har fra 1. juli 2019 etablert registre med opplysninger om både usikrede lån og enkelte andre typer lån. Lån uten sikkerhet i finansieringsforetak som kjøper porteføljer av misligholdte lån, og lån gitt av utenlandske foretak som driver grensekryssende virksomhet, er inkludert i gjeldsregistrenes statistikk, men inngår ikke i Finanstilsynets utvalgsundersøkelse av markedet for forbrukslån. I tillegg inneholder gjeldsregistrene lån sikret med kun tredjepersonspant (pant som ikke tilhører skyldneren) og billån med salgspant som er eldre enn fem år. For øvrig vil lån med flere låntakere bli registrert fullt ut for hver av låntakerne i gjeldsregistrene. De totale utlånene i statistikken fra gjeldsregistrene vil derfor være høyere enn tallene Finanstilsynet publiserer.

Gjeldsregisteret AS har publisert volumtall per september 2019 på om lag 170 mrd. kroner. Justert for effekten av lån med medlåntakere, er utlånsvolumet oppgitt til 154 mrd. kroner.

Følgende data registreres av gjeldsinformasjonsforetakene, men inngår ikke i Finanstilsynets statistikk:

- utlån med tredjepersonspant (19,6 mrd. kroner estimert av Gjeldsregisteret AS)

- utlån i finansieringsforetak som kjøper porteføljer av misligholdte lån (ca. 10 mrd. kroner)
- utlån fra utenlandske foretak som driver grensekryssende virksomhet (ca. 8 mrd. kroner)
- utlån fra resterende banker og finansieringsforetak (ca. 3 mrd. kroner)
- billån med salgspant som er eldre enn fem år (ikke tallfestet)

Anslagene er beheftet med usikkerhet.

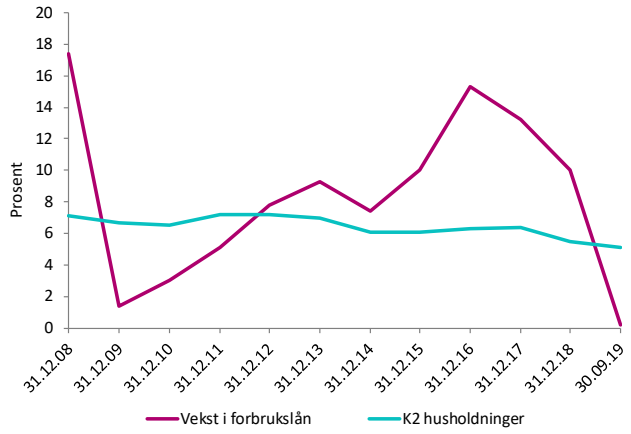
Avdempet vekst i forbrukslån

Myndighetene har innført flere tiltak for å begrense veksten i forbrukslån de siste årene. Etter forslag fra Finanstilsynet fastsatte Finansdepartementet forskrift om finansforetakenes utlånspraksis for forbrukslån 12. februar 2019, som bankene ble forutsatt å etterleve fra 15. mai 2019. Forskriften erstattet Finanstilsynets retningslinjer. Forskriften stiller blant annet krav til betjeningsevne, gjeld i forhold til inntekt og avdragsbetaling.

Forbrukslånsforskriften gir foretakene adgang til å fravike forskriftens krav for inntil 5 prosent av verdien av alle nye lån hvert kvartal (fleksibilitetskvote). Finanstilsynet har innhentet avviksrapportering fra de samme bankene som inngår i utvalget som er omtalt tidligere, pluss enkelte utenlandske banker som driver grensekryssende virksomhet. Med unntak av enkelte små overskridelser, bekrefter foretakene at de i tredje kvartal 2019 holdt seg innenfor forskriftens fleksibilitetsramme. Finanstilsynet følger opp foretak som har overskredet fleksibilitetskvoten. Foretakenes etterlevelse vil bli fulgt opp framover, både gjennom dokumentbasert tilsyn og gjennom stedlig tilsyn i utvalgte banker.

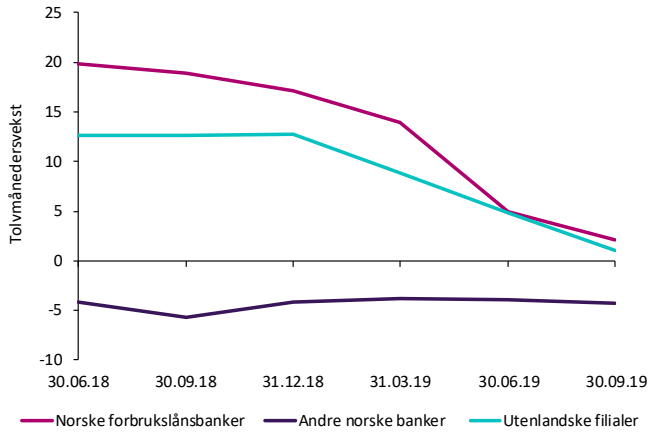
Veksten i forbrukslån er noe dempet de siste årene, og nedgangen har særlig vært tydelig i 2019. Finanstilsynets kartlegging viser en tolvmånedersvekst på 0,2 prosent i det norske markedet ved utgangen av tredje kvartal 2019, se figur 2.12. Justert for salg av disse

2.12 Forbrukslån, tolvmånedersvekst i Norge



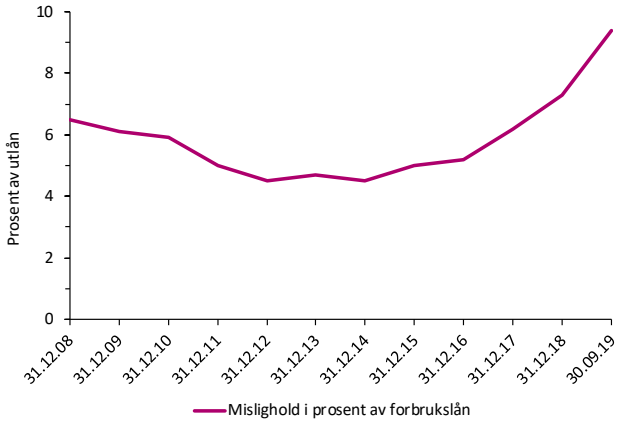
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.13 Forbrukslån, tolvmånedersvekst i Norge for ulike grupper av foretak



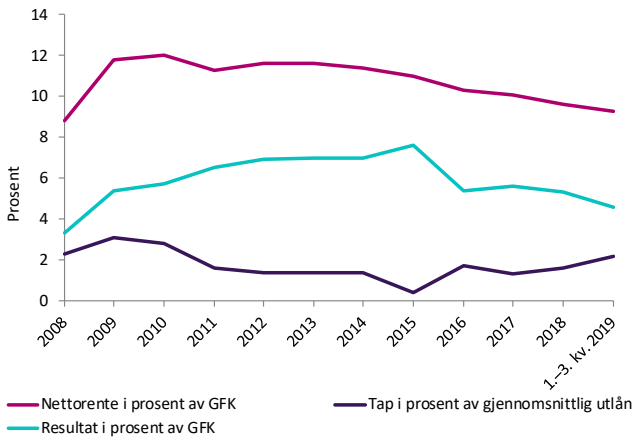
Kilde: Finanstilsynet

2.14 Brutto misligholdte forbrukslån 90 dager*



* Totale forbrukslån i foretakene, inkludert norske foretaks utlån i utlandet. Kilde: Finanstilsynet

2.15 Resultatutvikling forbrukslån*



* Totale forbrukslån i foretakene, inkludert norske foretaks utlån i utlandet. Kilde: Finanstilsynet

foretakenes misligholdte porteføljer i perioden 30. september 2018 til 30. september 2019 ville veksten vært 4,8 prosent. Til sammenligning økte husholdningenes samlede lånegjeld med 5,1 prosent i samme tidsrom.

Tolvmånedersveksten i utlånene til norske kunder fra norske forbrukslånsbanker, målt ved utgangen av hvert kvartal, har falt fra 20 prosent ved utgangen av andre kvartal i fjor til 2 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2019, se figur 2.13. For utenlandske filialer har veksten falt fra 13 prosent til i overkant av 1 prosent. Andre norske banker har samlet hatt en nedgang i utestående forbrukslån.

Forbrukslån misligholdes i større grad enn andre typer lån, og det har vært en markert økning i misligholdsandelen de siste årene, til tross for økende salg av misligholdte porteføljer. Ved utgangen av tredje kvartal 2019, lå misligholdet på 9,4 prosent for foretakene i utvalget, se figur 2.14. Til sammenligning var misligholdet for bankenes totale utlån 0,9 prosent på samme tidspunkt.

Lønnsomheten for foretak som tilbyr forbrukslån er fortsatt god, men noe lavere netto renteinntekter og høyere tapsnivå har gitt en nedgang i resultatet sammenlignet med tidligere år, se figur 2.15. Tilbakeføringer av tidligere bokførte tap i enkeltforetak påvirker den samlede tapsutviklingen.

Utlånstapene for foretakene i utvalget utgjorde 2,2 prosent i de tre første kvartalene i 2019. Til sammenligning utgjorde tap på bankenes samlede lån til personkunder 0,1 prosent i samme periode.

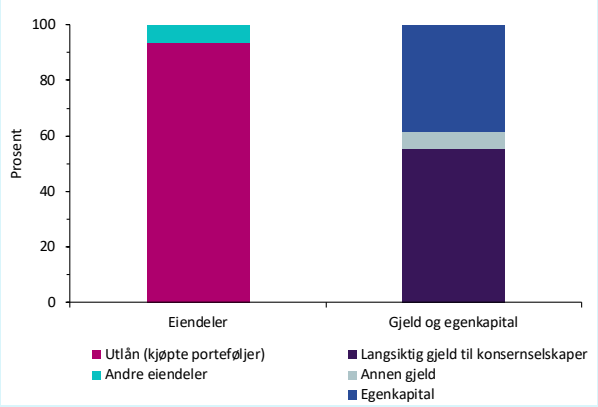
Økende salg av misligholdte porteføljer til finansieringsforetak

Det har vært en økning i salg av misligholdte låneporteføljer til finansieringsforetak de siste årene. I perioden 30. september 2018 til 30. september 2019 solgte foretakene i Finanstilsynets kartlegging porteføljer for 9,0 mrd. kroner, hvorav 5,2 mrd. kroner var utlån i Norge. Til sammenligning ble det solgt porteføljer av misligholdte lån for totalt 5,2 mrd. kroner i 2017 og 7,7 mrd. kroner i 2018.

Salg av porteføljer har tradisjonelt skjedd ved enkeltstående salg, og lånene har da som regel vært misligholdt i flere år. De siste årene har det vært en dreining mot salg av porteføljer tettere opp mot tidspunktet for konstatert mislighold, og krav knyttet til forbrukslån har i stor grad vært basert på såkalte forward flow-avtaler, det vil si avtaler om løpende salg av misligholdte lån. For foretak som selger porteføljer, innebærer en forward flow-avtale en risikoavlastning fordi den gir mulighet til raskt videresalg av misligholdte lån til en forhåndsbestemt pris.

De siste årene er det etablert flere finansieringsforetak med formål å kjøpe porteføljer av misligholdte forbrukslån. Disse foretakene inngår ofte forward flow-avtaler for en periode framover hvor de forplikter seg til å kjøpe misligholdte lån. Finanstilsynet har presisert at finansieringsforetakene etter kapitalkravsregelverket må sette av kapital for forpliktelser de har etter disse avtalene. Finanstilsynet har også presisert at misligholdte lån som overtas, skal risikovektes 150 prosent.[9]

2.A Balanse i finansieringsforetak som kjøper misligholdte forbrukslån



Kilde: Delårsregnskaper

Boks 5: Kjøp av porteføljer med misligholdte forbrukslån

Finansieringsforetak som kjøper misligholdte lån, er både norskeide foretak og foretak eid av større utenlandske konsern. Finansieringsforetakene finansieres i stor grad gjennom konserninterne lån, se figur 2.A. Noen av eierforetakene som yter lånene, finansierer dette hovedsakelig gjennom utstedelse av obligasjoner med høye rentepåslag. Eierforetakene har også lån/kredittlinjer i norske og utenlandske banker.

Samlet utlånsvolum i Norge for norske finansieringsforetak som kjøper porteføljer, var i overkant av 10 mrd. kroner ved utgangen av tredje kvartal 2019. Finansieringsforetak som kjøper porteføljer, overlater inndrivelsen av oppkjøpte krav til inkassoforetak som ofte er i samme konsern. Selv om inkassoforetaket er i samme konsern som finansieringsforetaket, anses inkassoforetaket likevel å bedrive såkalt fremmedinkasso, noe som åpner for å avkreve fremmedinkassosalær. Ved valg av en slik inndrivingsmodell, vil den samlede inntjeningen på et oppkjøpt krav øke for konsernet, ved at det får fremmedinkassosalærer i tillegg til inntekter ved inndrivelse av hovedstolen og påløpte (høye) rentekrav.

Gjennomgang av inkassolovgivingen

Justis- og beredskapsdepartementet oppnevnte 17. oktober 2018 en arbeidsgruppe som skal se på ulike sider av inkassolovgivingen. Arbeidsgruppen ledes av Justis- og beredskapsdepartementet, og består ellers av representanter fra Finans Norge, Forbrukerrådet, Virke Inkasso og Finanstilsynet. Arbeidsgruppen skal blant annet se nærmere på fordelingen av ansvar for risikostyring, internkontroll og faglig ansvar for inkassovirksomheten. Reglene om dekning av kostnader ved utenrettslig inndriving i inkassoloven og inkassoforskriften skal vurderes. Arbeidsgruppen skal utrede om grensen mellom egen- og fremmedinkasso bør lov- eller forskriftsreguleres, og vurdere hvordan grensedragningen eventuelt får betydning for inndrivelse av konserninterne krav. Mandatet omfatter videre å se på reglene om klientmiddelbehandling, om kravet til god inkassoskikk bør presiseres nærmere, adgangen til inkassators utkontraktering av arbeidsoppgaver, og om det bør gis hjemmel i inkassoloven for å ilegge andre typer administrative sanksjoner enn i dag. Arbeidsgruppen skal også se på inkassoforetakenes adgang til å kreve gebyrmessig kostnadsdekning for utarbeidelse av forliksklage i medhold av tvisteloven, og forskrift om saksøktes sakskostnadsansvar ved tvangsfullbyrdelse. Arbeidsgruppen skal avgi sin rapport innen 1. januar 2020.

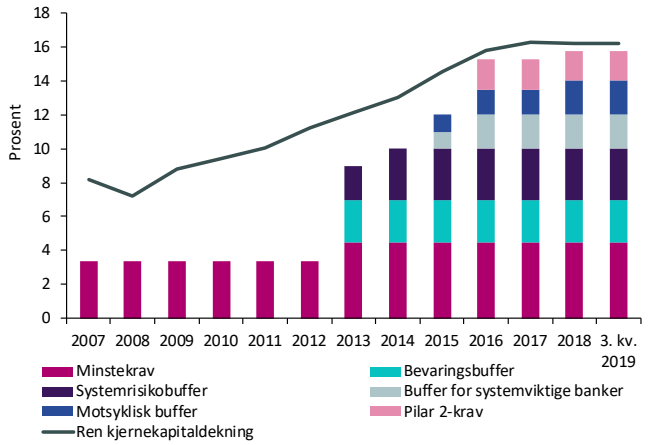
KAPITALDEKNING

Nivå og kvalitet på bankenes kapital er styrket

Norske banker har tilpasset seg de nye og høyere kapitalkravene i tiden etter finanskrisen, og ren kjernekapital målt i kroner har økt betydelig, se figur 2.16. Økningen i ren kjernekapital skyldes hovedsakelig at en betydelig andel av bankenes overskudd er holdt tilbake. De seneste årene har imidlertid andelen tilbakeholdt overskudd blitt redusert. Som vektet gjennomsnitt ble 49 prosent av overskuddet i 2018 i de sju største norske bankene holdt tilbake, som er en betydelig reduksjon fra de første årene med kapitaloppbygging i bankene etter finanskrisen.

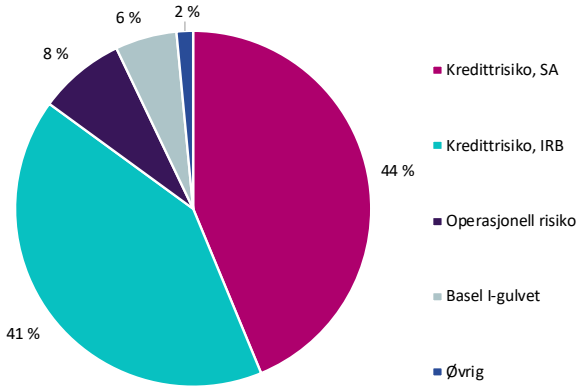
Samtidig som kapitaldekningen har økt, er kvaliteten på bankenes ansvarlige kapital forbedret, blant annet

2.16 Ren kjernekapital og krav til ren kjernekapital for norske banker[10]



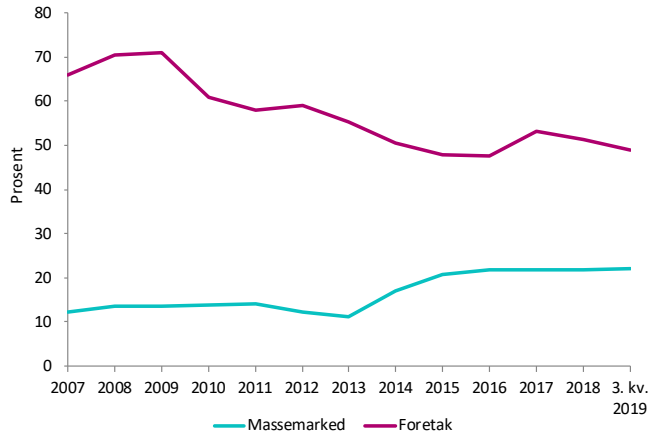
Kilde: Finanstilsynet

2.17 Samlet beregningsgrunnlag for norske banker, per 30. september 2019



Kilde: Finanstilsynet

2.18 Gjennomsnittlige risikovekter i IRB-banker, friske utlån



Kilde: Finanstilsynet

som følge av endrede regulatoriske krav. Andelen ren kjernekapital økte fra 69 til 84 prosent fra utgangen av 2008 til utgangen av 2012. Etter utgangen av 2012 har ren kjernekapital utgjort i overkant av 80 prosent av ansvarlig kapital.

Kredittrisiko dominerer beregningsgrunnlaget

Grunnlaget for beregning av kapitaldekning er et risikovektet mål på foretakets eksponering mot kredittrisiko, motpartsrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko. Kredittrisiko er den viktigste risikoen, og framkommer ved å vekte utlån med motpartens antatte risiko. Kredittrisiko kan fastsettes etter to metoder: standardmetoden ("standardized approach", SA) og interne målemetoder ("internal ratings based approach", IRB). Kredittrisiko etter standardmetoden og interne målemetoder (inkl. gulvtillegget for IRB-foretak (Basel I-gulvet)) utgjør de klart største andelene av beregningsgrunnlaget, se figur 2.17. Basel I-gulvet er et krav om at beregningsgrunnlaget for kapital- og bufferkravene ikke kan være lavere enn 80 prosent av hva det ville vært med tidligere regelverk (Basel I-regelverket). Per tredje kvartal 2019 utgjorde Basel I-gulvet omtrent 6 prosent av det samlede beregningsgrunnlaget. Gulvkravet bortfaller når EUs soliditetsregelverk (CRR / CRD IV) tas inn i norsk lov fra 31. desember 2019. Operasjonell risiko utgjorde 8 prosent av beregningsgrunnlaget per tredje kvartal 2019, mens øvrige risikotyper (motpartsrisiko og markedsrisiko) kun utgjorde rundt 2 prosent.

Lavere risikovekter bidrar til økt målt soliditet

Bankenes soliditet målt ved ren kjernekapitaldekning har økt mer enn ren kjernekapital relativt til forvaltningskapitalen (uten risikovekting). Den ulike utviklingen skyldes hovedsakelig en vridning av bankenes utlån fra lån til bedriftsmarkedet med relativt høye risikovekter, til boliglån som har lavere risikovekter. I tillegg har bruken av IRB-modeller gitt lavere risikovekter.

Foretak som ønsker å benytte IRB-modeller i beregningen av minstekravet til ansvarlig kapital, må tilfredsstille fastsatte krav[11] og få tillatelse fra

Finanstilsynet. Per tredje kvartal 2019 hadde ni banker tillatelse til å anvende interne modeller. Deres forvaltningskapital utgjorde 74 prosent av samlet forvaltningskapital for norske banker. Gjennomsnittlig risikovekt for friske utlån til foretak hos IRB-bankene har falt fra 66 prosent ved utgangen av 2007 til 49 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2019, se figur 2.18. Gjennomsnittlig risikovekt for utlån til massemarked (hovedsakelig utlån med pant i fast eiendom, se kapitalkravsforskriften § 9-1) har imidlertid økt fra 12 til 22 prosent, hovedsakelig som følge av at nedre grense for tapsgrad ved mislighold (LGD-gulv) ble økt fra 10 til 20 prosent med virkning fra 1. januar 2014.

Boks 6: Soliditetskrav

Det norske kapitaldekningsregelverket er tilpasset EUs kapitaldekningsdirektiv (Capital Requirements Directive, CRD IV) og -forordning (Capital Requirements Regulation, CRR). Rettsaktene bygger på Baselkomitéens standarder. Direktivet og forordningen ble vedtatt innlemmet i EØS-avtalen 29. mars 2019. Etter konstitusjonelt samtykke, senest fra Island i november 2019, er CRD IV og CRR nå en del av EØS-avtalen. Finansdepartementet har varslet at det vil vedta forskriftsendringer som setter det nye regelverket i kraft med virkning fra 31. desember 2019.

Gjennomføringen i norsk rett medfører at utlån til små og mellomstore bedrifter får reduserte kapitalkrav (SMB-rabatten), og at gulvtillegget for IRB-foretak (Basel I-gulvet) bortfaller. Som konsekvens av dette vil særlig IRB-bankene få styrket sin rene kjernekapitaldekning uten at den reelle soliditeten bedres.

Finansdepartementet foreslo i høringsnotat 25. juni 2019 å øke systemrisikobufferen til 4,5 prosent fra 31.12.2019 og innføre gulv på gjennomsnittlige risikovekter i IRB for utlån med pant i bolig og utlån med pant i næringseiendom. Departementet har varslet at det om kort tid vil komme tilbake til oppfølgingen av høringen, men at det ikke vil skje endringer i bankenes

Tabell 2.A Kapitalkrav

	Krav per i dag		Krav f.o.m. 31. desember 2019	
	System-viktige foretak	Øvrige foretak	System-viktige foretak	Øvrige foretak
Ren kjerne-kapitaldekning	14,0	12,0	14,5	12,5
Kjernekapi-taldekning	15,5	13,5	16,0	14,0
Kapital-dekning	17,5	15,5	18,0	16,0

Kilde: Finanstilsynet

systemrisikobufferkrav fra kommende årsskifte.

Endringene som følge av innlemmelsen av CRD IV og CRR i EØS-avtalen påvirker ikke de grunnleggende bestemmelsene om kapitalkrav i pilar 1, siden norske krav allerede er tilpasset disse bestemmelsene. Etter finansforetaksloven skal banker, kredittforetak og finansieringsforetak ha minimum 4,5 prosent ren kjernekapital, 6 prosent kjernekapital og 8 prosent ansvarlig kapital målt mot risikovektet balanse. I tillegg skal foretakene ha en bevaringsbuffer på 2,5 prosent, en systemrisikobuffer på 3 prosent og en motsyklisk kapitalbuffer mellom 0 og 2,5 prosent. Systemviktige foretak skal ha en ytterligere buffer på 2,0 prosent. Bufferkravene skal oppfylles med ren kjernekapital. Kravene gjelder både på foretaksnivå og konsolidert nivå.

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer fastsettes av Finansdepartementet hvert kvartal og har fra 31. desember 2017 vært 2,0 prosent for engasjementer i Norge. I desember 2018 besluttet Finansdepartementet å øke kravet til 2,5 prosent med virkning fra 31. desember 2019. Kravet er foretaksspesifikt og er et vektet gjennomsnitt av satsene som gjelder i de landene foretaket har kredittengasjementer. For land som ikke har fastsatt en motsyklisk kapitalbuffer, benyttes den norske satsen i beregningen av det vektede gjennomsnittet for den aktuelle banken.

Banker, kredittforetak, finansieringsforetak, holdingforetak i finanskonsern som ikke er forsikringskonsern, og verdipapirforetak som har

tillatelse til å yte nærmere angitte investeringstjenester, skal ha en uvektet kjernekapitalandel på 3 prosent. Alle banker skal i tillegg ha en buffer til dette kravet på minst 2 prosent. Systemviktige banker skal ha en ytterligere uvektet buffer på minst 1 prosent.

Finanstilsynet fastsetter pilar 2-krav for hver enkelt bank basert på tilsynets vurdering av bankens risiko og kapitalbehov (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP). Rundskriv 12/2016 redegjør nærmere for SREP-prosessen.* I oktober 2019 oppdaterte Finanstilsynet tre vedlegg og la til to nye vedlegg til rundskrivet. De to nye vedleggene beskriver henholdsvis Finanstilsynets vurdering av kapitalbehov i pilar 2 knyttet til eierskap i forsikringsvirksomhet, samt Finanstilsynets bruk av stresstester i SREP og vurdering av kapitalkravsmargin.

Finansdepartementet beslutter hvert år, etter råd fra Finanstilsynet, hvilke finansforetak som skal anses som systemviktige i Norge. Foretak defineres som systemviktige dersom de har forvaltningskapital større enn 10 prosent av BNP Fastlands-Norge eller over 5 prosent markedsandel innen utlån til publikum i Norge.

Baselkomitéen har lagt fram forslag til nye standardmetoder for kredittrisiko og operasjonell risiko i tillegg til nytt gulv for internmodellerte kapitalkrav ("output floor"). Gulvet er satt til 72,5 prosent av beregnings-grunnlaget beregnet etter revidert standard-metode. EBAs forslag til gjennomføring av den nye Basel-standarden ble sendt på høring av EU-kommisjonen 11. oktober 2019. Høringsfristen er 3. januar 2020.

Misligholdte engasjementer får høyere kapital-krav enn andre engasjement. Finanstilsynet sendte 22. oktober 2018 forslag til presisering av definisjonen av mislighold til Finansdeparte-mentet. Etter gjeldende regelverk skal et engasjement anses som misligholdt dersom beløpet er vesentlig og kravet er forfalt med mer enn 90 dager. Finanstilsynet har, innenfor rammen av EU-forordning 2018/171, utarbeidet forslag til grenser for hvilke beløp som skal anses som vesentlige. Forslaget har vært på høring og er nå til vurdering i Finansdepartementet.

Finanstilsynet har i april 2019 presisert hvordan foretak som har avtaler om kjøp av misligholdte lån, skal behandle disse avtalene ved beregning av kapitaldekning*. EU har i forordning 2019/630 vedtatt endringer i forordning 2013/575 med hensyn til tapsdekning for tapsutsatte eksponeringer, som innebærer et nytt fradrag i ren kjernekapital for misligholdte eller tapsutsatte lån som ikke er tilstrekkelig dekket av nedskrivinger. Rettsakten er til vurdering for inn-lemmelse i EØS-avtalen. Finansdepartementet har sendt et høringsnotat utarbeidet av Finans-tilsynet på høring med frist 31. januar 2020.

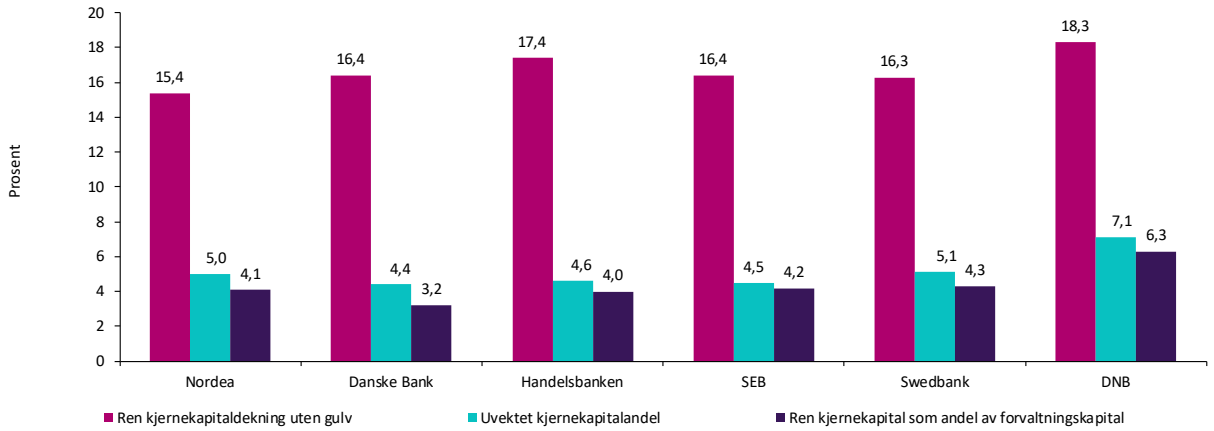
*https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/kapitalkrav-for-avtaler-om-kjop-av-misligholdte-lan/

*https://www.finanstilsynet.no/contentassets/6f0fad50638a46feadae5d4a1880ef02/finanstilsynets-praksis-for-vurdering-av-risiko-og-kapitalbehov.pdf

Kapitaldekningen i norske og andre europeiske banker

Fra og med 30. juni 2017 har bankene, i tillegg til det risikovektede kravet til ren kjernekapitaldekning, vært underlagt krav til uvektet kjernekapitalandel (leverage ratio). Uvektet kjernekapitalandel er definert som for-holdet mellom kjernekapital og et eksponeringsmål, inkludert visse eksponeringer utenom balansen. Krav-et er ikke risikosensitivt, og vil derfor kunne fungere som en nedre grense for kapitalen ved et uforsvarlig fall i risikovekter. Finanstilsynet legger stor vekt på uvektet kjernekapitalandel i vurderingen av bankenes soliditet. Ved utgangen av tredje kvartal 2019 var de norske bankenes samlede rene kjernekapitaldekning, beregnet som vektet gjennomsnitt, 16,2 prosent, mens uvektet kjernekapitalandel var 7,7 prosent.

2.19 Ren kjernekapitaldekning (uten gulv) og uvektet kjernekapitalandel i nordiske finanskonsern, 30. sept. 2019



Kilde: Bankenes kvartalsrapporter

Figur 2.19 viser ren kjernekapitaldekning uten gulv og uvektet kjernekapitalandel for nordiske finanskonsern per utgangen av andre kvartal 2019. DNB har både høyere ren kjernekapitaldekning og høyere uvektet kjernekapitalandel enn de andre store nordiske konsernene, og forskjellen er størst for uvektet kjernekapitalandel. Dette må ses i sammenheng med at DNB har høyere risikovekter på engasjementene enn de andre store nordiske bankene, også uten Basel I-gulvet.

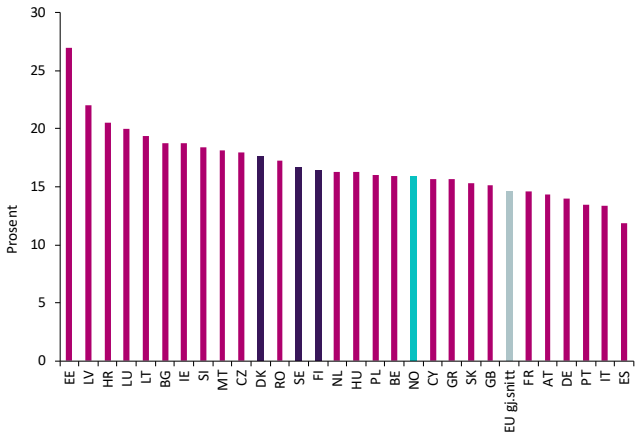
Tall fra EBA for de største bankene i hvert land (i alt 183 banker), viser at de norske bankene i utvalget har en ren kjernekapitaldekning og uvektet kjernekapitalandel noe over gjennomsnittet for EU, se figurene 2.20 og 2.21. Dette skyldes blant annet at en del store europeiske banker har forholdsvis lav kapitaldekning, som trekker gjennomsnittet ned.

LIKVIDITET

Norske banker er sårbare for uro i internasjonale finansmarkeder

Internasjonal markedsuro vil kunne påvirke både pris og tilgang på finansiering for norske banker. Av norske bankers totale markedsfinansiering var 55 prosent fra utlandet ved utgangen av tredje kvartal 2019. Litt under halvparten av markedsfinansieringen har en løpetid på under ett år. Bankenes eiendeler, som i

2.20 Ren kjernekapitaldekning, 30. juni 2019

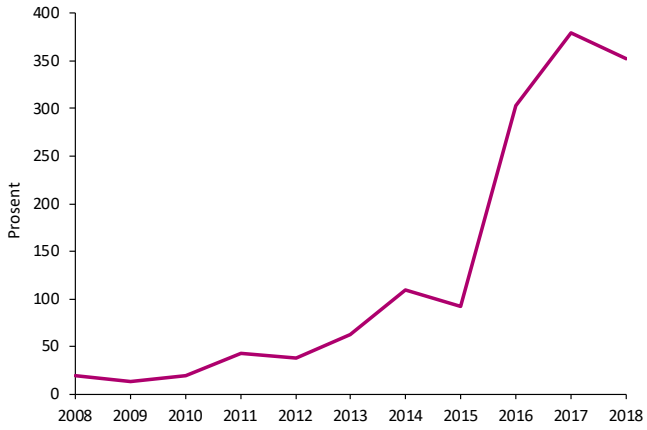


Kilde: EBA Risk Dashboard

2.21 Uvektet kjernekapitalandel, 30. juni 2019

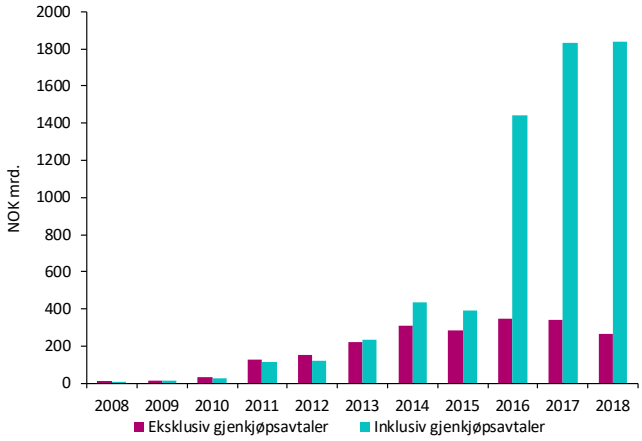
Kilde: EBA Risk Dashboard

2.22 Årlig omsetning av OMF inkludert gjenkjøpsavtaler på Oslo Børs og ABM i prosent av utestående volum



Kilde: Oslo Børs

2.23 Årlig omsetning av OMF



Kilde: Oslo Børs

hovedsak består av utlån, har derimot betydelig lengre løpetid og er som regel i norske kroner.

Når bankene og OMF-foretakene finansierer eiendeler i norske kroner med valuta, oppstår valutarisiko og behov for å veksle om valuta til norske kroner. Norske banker er derfor avhengige av et velfungerende valutabyttemarked. I normale tider vil banker relativt lett kunne veksle om eiendeler i norske kroner til annen valuta. I en stressituasjon kan det imidlertid bli betraktelig dyrere og vanskeligere å veksle valuta i markedet. For å redusere sårbarheten mot uro i internasjonale finansmarkeder og dempe avhengigheten av et velfungerende valutabyttemarked, er det for norske banker, i tillegg til minstekrav på 100 prosent totalt for alle valutaer, innført et minstekrav på 100 prosent for LCR i andre signifikante valutaer enn norske kroner. Bankenes sårbarhet mot uro i internasjonale finansmarkeder er nærmere omtalt i Finansielt utsyn desember 2018 og juni 2019.

Bankene er avhengige av at markedet for OMF fungerer

Obligasjoner med fortrinnsrett, OMF, utgjør om lag 50 prosent av norske bankers markedsfinansiering. OMF utgjør også en betydelig andel av bankenes likviditetsreserve. For størstedelen av bankene utgjør OMF over 50 prosent av likviditetsreserven.

Den høye andelen OMF både som finansieringskilde og i likviditetsreserven gir økt systemrisiko gjennom krysseierskap og gjør at bankenes likviditetsrisiko også er knyttet til utviklingen i boligmarkedet. Ved et boligprisfall vil verdien av sikkerhetsmassen til OMF reduseres og bankene kan, avhengig av graden av overpantsettelse og størrelsen på boligprisfallet, måtte fylle på sikkerhetsmassen for å opprettholde balansekravet for de utestående OMF. Et boligprisfall kan svekke investorers tillit til OMF som investeringsobjekt, noe som kan gjøre det dyrere og vanskeligere for bankene å benytte OMF som finansieringskilde. De tette koblingene som oppstår mellom aktørene ved at de sitter med hverandres OMF, øker risikoen for at problemer hos én aktør sprer seg. Bankenes store beholdninger av OMF vil også kunne skape problemer i en situasjon der alle har behov for likviditet og ønsker å selge OMF.

Den store avhengigheten av OMF, både som finansieringskilde og som del av likviditetsreserven, gjør at bankene er avhengige av at både markedet for utstedelser av nye OMF og annenhåndsmarkedet for OMF fungerer.

Hvordan er likviditeten i OMF-markedet?

Årlig omsetning, inkludert gjenkjøpsavtaler, for OMF som andel av total beholdning har vært økende de siste tre årene, se figur 2.22.[12] I 2018 utgjorde omsetningen i gjenkjøpsavtalene 86 prosent av total

omsetning. Uten gjenkjøpsavtaler har omsetningen av OMF avtatt de siste årene, se figur 2.23.

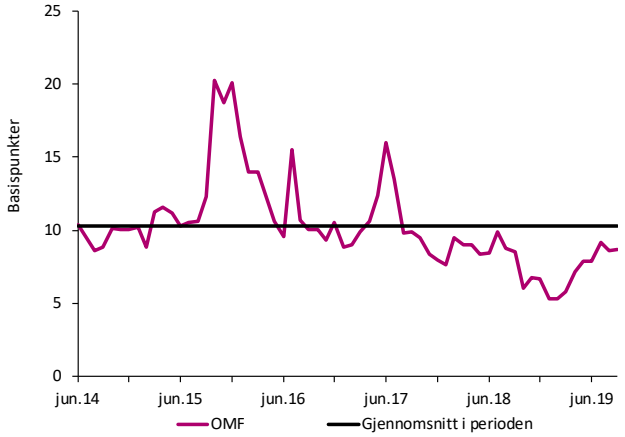
For en investor er det viktig at en obligasjon kan kjøpes og selges innenfor en kort periode til lave kostnader. Denne dimensjonen av likviditet kalles breddelikviditet. Et vanlig uttrykk for breddelikviditeten er differansen mellom kjøps- og salgskurs på en obligasjon, målt i forhold til midtkurs (gjennomsnittet av kjøps- og salgskurs). Når dette forholdstallet er høyt, indikerer det et marked med høye transaksjonskostnader og liten bredde, mens et lavere forholdstall indikerer lave transaksjonskostnader og større bredde.

Utviklingen de siste tre årene viser at forholdstallet som beskriver breddelikviditet for OMF er på lavere nivåer enn i de foregående årene. Dette er en indikasjon på at breddelikviditeten i markedet er blitt bedre de siste årene, se figur 2.24.

Over en kort tidshorisont og uten endringer i fundamentale forhold som påvirker prisingen av et verdipapir, kan kurspåvirkningen fra en handel være et mål på dybde i verdipapiret. I markeder med god dybdelikviditet vil det være mulig å omsette et stort volum uten at prisen endres mye. En mye brukt indikator for dybdelikviditet er Amihuds mål på illikviditet. Indikatoren er et mål på hvor mye prisen på et verdipapir endres per omsatt volum. Lavere verdier for indikatoren tilsier mindre prisutslag per omsatt volum, og dermed bedre dybdelikviditet i markedet. I figur 2.25 er indikatoren beregnet som prisutslag i basispunkter per mill. norske kroner i omsetning for statsobligasjoner og OMF.

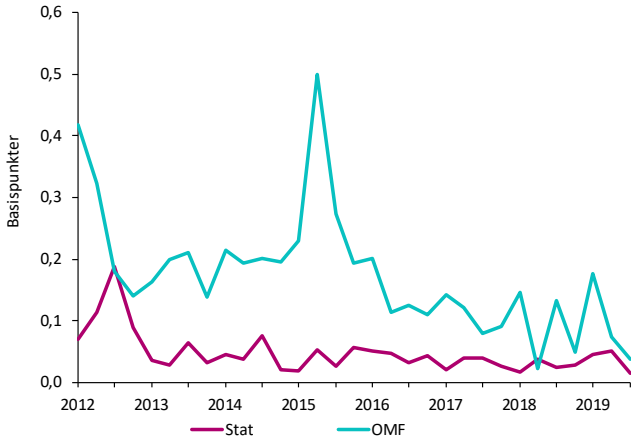
Illikviditetsmålet viser at prisutslagene generelt er høyere i OMF-markedet enn i markedet for statspapirer. Dette indikerer at større volum kan omsettes i markedet for statspapirer uten at prisene beveges i like stor grad, og dermed at dybdelikviditeten er bedre for statspapirer enn for OMF. Illikviditetsmålet viser en markert økning i 2015 for OMF. Minstekravet til likviditetsreserve (LCR) trådte i kraft 31. desember 2015, og tilpasninger til nytt regelverk kan ha bidratt til redusert likviditet i

2.24 Breddelikviditet (kjøp-salg-differanse i forhold til midtkurs) for OMF, månedsgjennomsnitt



Kilder: Oslo Børs og Finanstilsynet

2.25 Amihud illikviditetsmål for OMF og statspapirer, kvartalsgjennomsnitt



Kilder: Oslo Børs og Finanstilsynet

markedet. De siste årene har illikviditetsmålet vært lavere. Det indikerer at dybdelikviditeten i det norske markedet for OMF har blitt noe bedre.

OMF-markedet er et relativt nytt marked, og markedet har ikke vært testet i et sterkt markedsstress. Indikatoren for OMF viser en mer volatil utvikling enn indikatoren for statspapirer, noe som kan tyde på at likviditeten i OMF-markedet er mer sårbar for markedsuro. Banker og kredittforetak eier selv mer enn halvparten av utstedelsene i NOK. Mye av

omsetningsveksten i OMF de siste årene har også skjedd i form av gjenkjøpsavtaler fra utenlandske fond som belåner sine posisjoner for å øke egenkapital-avkastningen. I et stress kan fondene forsvinne fra markedet. Samtidig vil alle bankene ha behov for likviditet og dermed kunne ønske å selge OMF. I en slik situasjon vil det kunne bli krevende å finne kjøpere.

KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

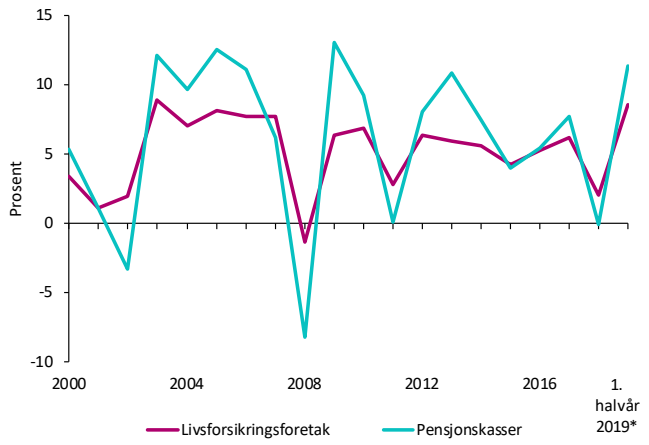
Som betydelige og langsiktige investorer er pensjonsinnretningene (livsforsikringsforetak og pensjonskasser) sårbare for den økende risikoen i internasjonal økonomi. Finansmarkedene er også preget av svært lave renter, noe som skaper utfordringer for pensjonsinnretningene. Lave renter medfører høyere verdi på pensjonsforpliktelsene, ettersom framtidige forpliktelser må diskonteres med lavere rentesatser. Selv om andelen innskuddspensjon er sterkt økende, består fortsatt størsteparten av pensjonsinnretningenes forpliktelser av kontrakter med årlig garantert avkastning.

Det lave rentenivået gjør det krevende å oppnå tilstrekkelig avkastning på investeringene og kan stimulere foretakene til å søke etter høyere avkastning med økt risiko. Etter Solvens II-regelverket vil mer risikable investeringer normalt kreve mer kapital enn mindre risikable investeringer. Størrelsen på den ansvarlige kapitalen vil, sammen med forsvarlighetsprinsippet i Solvens II-regelverket, sette begrensninger på foretakenes mulighet til å ta risiko. Livsforsikringsforetakene har i noen grad økt eksponeringen mot alternative investeringer og rentepapirer med svakere kredittkvalitet de siste årene. Også i pensjonskassene har det vært en viss økning i andelen obligasjoner med svakere kredittkvalitet. Dette er ofte mindre likvide investeringer. Regelverksendringer som trådte i kraft i 2019, kan bidra til at pensjonsinnretningenes investeringer i infrastruktur vil øke over tid.

LØNNSOMHET OG SOLIDITET

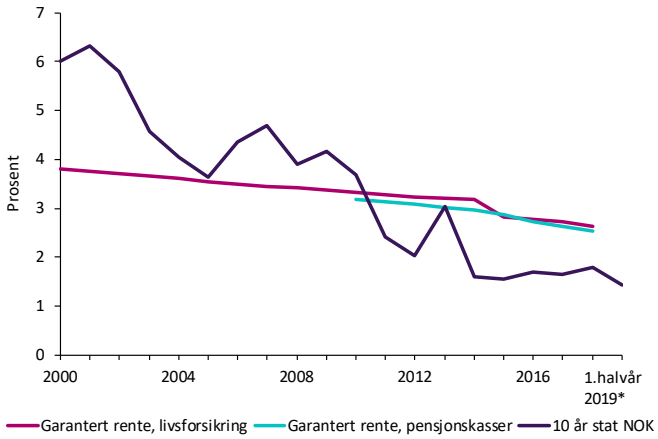
Oppgang i aksjemarkedene i første halvår 2019 bidro til en økning i den verdijusterte avkastningen i pensjonsinnretningene, se figur 3.1. Variasjonene i den verdijusterte avkastningen, som inkluderer urealiserte verdiendringer, henger tett sammen med svingningene i aksjemarkedene. Siden 2011 har den risikofrie markedsrenten, representert ved 10-års norsk statsobligasjonsrente, vært lavere enn gjennomsnittlig rentegaranti i pensjonsinnretningene, se figur 3.2. Det har gjort det mer krevende for foretakene å oppnå meravkastning på de garanterte pensjonsproduktene. I første halvår 2019 var bokført avkastning i livsforsikringsforetakene og pensjonskassene henholdsvis 3,8 og 4,4 prosent. Den gjennomsnittlige rentegarantien var henholdsvis 2,6 og 2,5 prosent ved utgangen av 2018.

3.1 Verdijustert avkastning i pensjonsinnretningene



*Annualisert. Kilde: Finanstilsynet

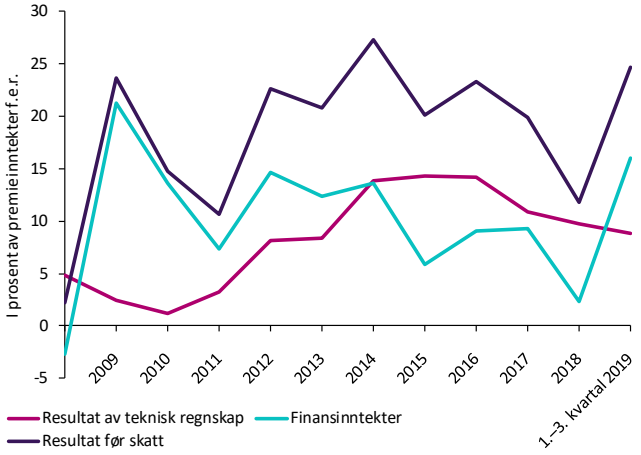
3.2 Utvikling i 10-års statsobligasjonsrente og gjennomsnittlig garantert rente



Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

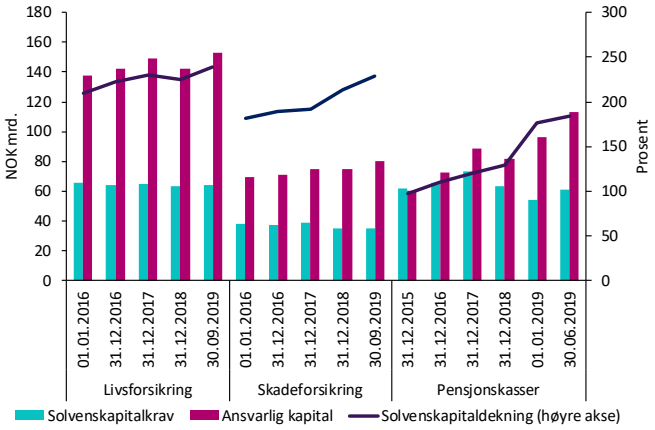
Skadeforsikringsforetakene har samlet sett hatt gode resultater de siste årene, til tross for et noe svakere forsikringsteknisk resultat sammenlignet med toppåret 2015, se figur 3.3. De sterke resultatene i første til tredje kvartal 2019 skyldes blant annet gevinster som følge av Gjensidiges salg av Gjensidige Bank, samt en positiv utvikling i finansmarkedene.[13]

3.3 Resultater i skadeforsikringsforetakene samlet, i prosent av premieinntekter f.e.r.*



*Premieinntekter for egen regning (f.e.r.). Kilde: Finanstilsynet

3.4 Soliditeten i forsikringsforetakene og pensjonskassene*



*Før 1. januar 2019 var det ikke krav om en dekningsprosent over 100 for pensjonskassene. Grunnlaget for beregningene er også endret. Kilde: Finanstilsynet

Soliditeten er bedret i livs- og skadeforsikrings-foretakene siden innføringen av Solvens II-regelverket i 2016, se figur 3.4. Solvenskapitaldekningen var henholdsvis 239 og 228 prosent i livsforsikrings- og skadeforsikringsforetakene per 30. september 2019. Pensjonskassene ble underlagt et nytt og mer risikosensitivt kapitalkrav fra 1. januar 2019. Det nye solvenskapitalkravet er basert på en forenklet versjon av Solvens II-regelverket, med noen tilpasninger. Den samlede solvenskapitaldekningen for pensjonskassene var 184 prosent per 30. juni 2019.[14]

KONSEKVENSER AV LAVE RENTER I PENSJONSINNRETNINGENE

Rentenivået har stor innvirkning på verdien av både aktiva- og passivasiden av balansen. Solvenskapital-kravet for renterisiko skal dekke renterisiko knyttet til posisjoner i rentebærende finansielle instrumenter (aktivasiden) og renterisiko knyttet til forsikrings-tekniske avsetninger (passivasiden). I tilknytning til den pågående vurderingen av Solvens II-regelverket har den europeiske tilsynsmyndigheten for forsikring og tjenestepensjon (EIOPA) foreslått høyere stressfaktorer i beregningen av renterisiko.[15] Dersom det foretas endringer som foreslått, kan dette ha betydelig effekt på solvenskapitaldekningen i norske livsforsikringsforetak. Ifølge EIOPA tar ikke gjeldende metode tilstrekkelig høyde for den faktiske renterisikoen når rentenivået er lavt, ettersom rentestresset beregnes relativt til gjeldende rentenivå og det forutsettes at negative renter ikke kan bli mer negative.

Pensjonsinnretningene har normalt lange forpliktelser og vil redusere renterisikoen ved å investere i eien-deler med tilsvarende løpetid. Tilgangen på lange statsobligasjoner i det norske markedet er imidlertid begrenset oppad til 10-års løpetid. Det betydelige durasjonsgapet mellom eiendeler og forpliktelser innebærer høy renteføisomhet. Gjennomsnittlig durasjon på livsforsikringsforetakenes forpliktelser (ekskl. investeringsvalg) og obligasjonsportefølje (ekskl. investeringsvalg) var henholdsvis 15 og 5 år ved utgangen av 2018. For pensjonskassene var den gjennomsnittlige durasjonen på forsikringsforplikt-elsene og obligasjonsbeholdningen henholdsvis 17 og 3 år per 30. juni 2019.

Lavere renter bidrar til økte forpliktelser

Lavere renter bidrar til å øke verdien av livsforsik-ringsforetakenes framtidige forpliktelser. Livsforsik-ringsforetakenes kontraktsfastsatte forpliktelser utgjorde 1.063 mrd. kroner (69 prosent av forvalt-ningskapitalen) ved utgangen av 2018. Forsikrings-forpliktelsene i investeringsvalgporteføljen utgjorde 313 mrd. kroner (20 prosent av forvaltningskapi-talen). Verdien av forsikringsforpliktelsene er av stor

betydning for foretakenes ansvarlige kapital, og påvirker også solvenskapitalkravet.

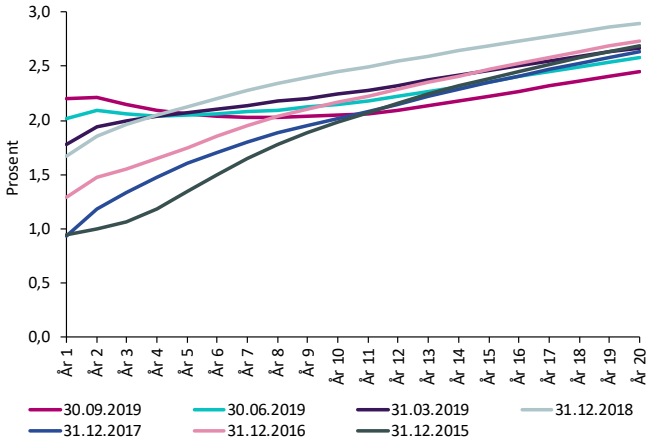
Rentekurven som benyttes i Solvens II er stigende, hvilket innebærer at forpliktelser som ligger langt fram i tid blir neddiskontert med høyere renter enn forpliktelser som har kort tid til forfall, se figur 3.5. Flere norske livsforsikringsforetak benytter EIOPAs volatilitetsjusterte rentekurve. Volatilitetsjusteringen bidrar til å redusere verdien av forsikringsforpliktelsene. Adgangen til å benytte denne rentekurven er et av flere tiltak som ble innført for å lette overgangen til Solvens II-regelverket. For rentesatser med inntil 10 års løpetid ligger den volatilitetsjusterte rentekurven 42 basispoeng høyere enn den risikofrie basisrentekurven per 31. desember 2018. For lengre løpetider flater effekten av volatilitetsjusteringen ut.

Boks 7: Beregnet rentekurve

I beregningen av de forsikringstekniske avsetningene i Solvens II skal forsikringsforetakene benytte rentekurven som EIOPA beregner og publiserer for ulike valutaer, herunder norske kroner. Denne beregnes med utgangspunkt i swap-renter og etter fradrag for en anslått kredittrisikopremie på 10 basispoeng. For forpliktelser i norske kroner skal det benyttes markedsrente for løpetider opp til 10 år. For lengre løpetider, som det ikke eksisterer et likvid rentemarked for, skal rentekurven beregnes ved en ekstrapoleringsmetode fram til en langsiktig likevektsrente (Ultimate Forward Rate (UFR)).

For norske kroner beregnes dagens risikofrie rentekurve med en UFR på 3,9 prosent. Beregnet UFR basert på forventninger til langsiktig rentenivå tilsier etter EIOPAs vurdering en UFR på 3,55 prosent. Ettersom UFR for året 2017 var satt til 4,2 prosent, og EIOPA kun endrer UFR med 15 basispunkter årlig, er UFR for 2020 3,75 prosent. Isolert sett bidrar reduksjonen i UFR til økte forsikringstekniske avsetninger og lavere solvenskapitaldekning i foretak som har forpliktelser med rentegaranti.

3.5 Beregnet rentekurve i norske kroner med volatilitetsjustering



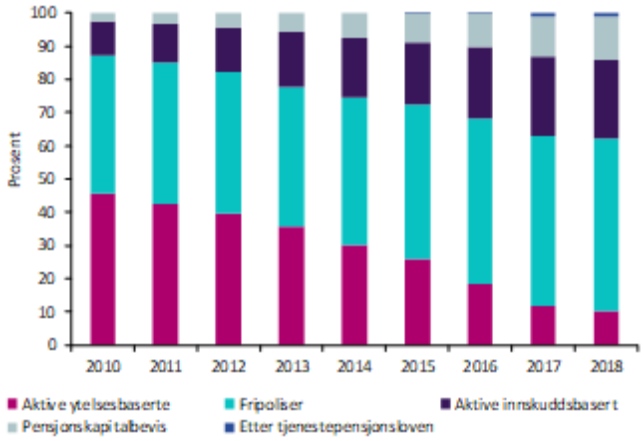
Kilde: EIOPA

Lave renter har bidratt til endringer i produktsammensetningen

Det lave rentenivået har bidratt til at mange arbeidsgivere i privat sektor har erstattet ytelsesordningene med innskuddsordninger uten avkastningsgaranti. Når ytelsesordningene avvikles eller når ansatte skifter jobb, utstedes fripoliser. Fripoliser er opptjente ytelser til de ansatte hvor pensjonsleverandøren står for avkastningsgarantien uten mulighet til å kreve inn en rentegarantipremie. Det medfører at slike kontrakter er særlig krevende i en situasjon med lavt rentenivå. Fripoliser målt som andel av samlede forsikringsforpliktelser har vært sterkt økende, men antas nå å ha nådd toppen. 62 prosent av livsforsikringsforetakenes forpliktelser for privat kollektiv pensjon var ved utgangen av 2018 knyttet til kontrakter med en årlig rentegaranti (aktive ytelsesbaserte ordninger og fripoliser), mot 87 prosent i 2010, se figur 3.6. Fripolisene alene utgjorde 52 prosent av forsikringsforpliktelser for privat kollektiv pensjon ved utgangen av 2018. I de private pensjonskassene utgjorde fripoliser 43 prosent av forsikringsforpliktelsene på samme tidspunkt.

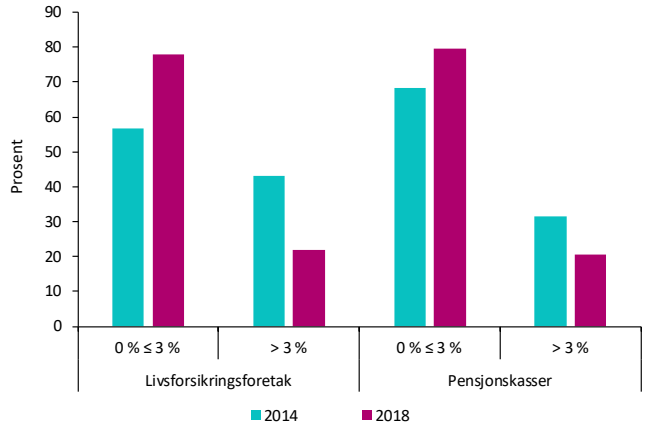
Overgangen til innskuddsbaserte ordninger innebærer at pensjonsinnretningene over tid vil bli mindre sårbare ved lave renter. Pensjonsinnretningene har de siste årene også tilpasset seg til lave renter for de aktive ytelsespensjonsordningene ved å redusere den garanterte renten på nye kontrakter og på ny opp-

3.6 Forsikringsforpliktelser, privat ytelsespensjon og innskuddspensjon, livsforsikringsforetak



Kilde: Finans Norge

3.7 Intervaller for garantert rente, målt som andel av forsikringstekniske avsetninger for produkter med overskuddsdeling (inkl. offentlig tjenestepensjon)



Kilde: Finanstilsynet

tjening for eksisterende kontrakter. Dette har bidratt til at gjennomsnittlig garantert rente har falt, se figur 3.2. Ved utgangen av 2014 hadde 43 prosent av de garanterte ytelsene i livsforsikringsforetakene en garantert rente på over 3 prosent. Ved utgangen av 2018 hadde denne andelen sunket til 22 prosent, se figur 3.7. I pensjonskassene sank andelen fra 32 til 21 prosent i samme periode. Gjennomsnittlig garantert rente er noe høyere i fripolisebeholdningene enn i de aktive ordningene. I fripoliseporteføljen var den gjennomsnittlige rentegarantien 0,6 og 0,2 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittlig rentegaranti i henholdsvis livsforsikringsforetak og pensjonskasser ved utgangen av 2018.

Overgangen fra ytelsespensjon til innskuddspensjon innebærer at avkastningsrisikoen flyttes fra foretakene til medlemmene i pensjonsordningene. Når framtidig pensjon og sparemidler i større grad baseres på individuelle valg, er det viktig at det enkelte medlem har nødvendig innsikt i risikoen forbundet med de ulike investeringsmulighetene[16] og kostnader forbundet med pensjonssparingen. Det er videre viktig at foretakene i sin forvaltning ivaretar kundenes interesser.

Lave renter kan bidra til søken etter avkastning

Vedvarende lave renter kan bidra til at pensjonsinnretningene øker andelen risikable og mindre likvide investeringer for å øke porteføljens forventede avkastning. Høyere etterspørsel etter risikable aktivaklasser kan bidra til å presse prisene opp og risikopremiene ned. Det øker risikoen for finansiell ustabilitet. Dersom bufferkapitalen ikke er tilstrekkelig til å dekke markedsrisikoen i en situasjon med lave renter, må foretakene redusere den samlede risikoen. Dynamisk risikostyring, som innebærer kontinuerlig tilpasning av risikoen i porteføljen, er utbredt. Denne tilpasningen innebærer blant annet at aksjeandelen i stor grad varierer med hvor mye tilgjengelig bufferkapital foretaket har.

Norske livsforsikringsforetak har økt investeringene i eiendom og utlån

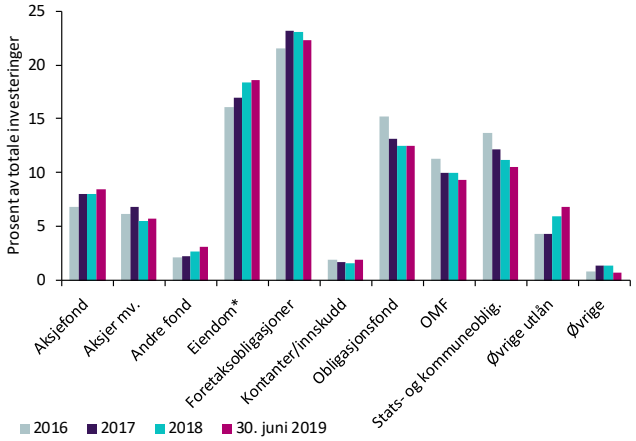
Livsforsikringsforetakene har en stor andel av investeringene plassert i rentepapirer, men andelen er lavere enn i en rekke andre europeiske land. Andelen norske livsforsikringsforetak har investert i obligasjonsfond, OMF samt stats- og kommuneobligasjoner, er noe redusert siden utgangen av 2016, se figur 3.8. Den europeiske sentralbanken (ECB) peker på at forsikringsforetak de siste årene har økt andelen plassert i alternative investeringer som infrastruktur, aktive eierfond (PE-fond), utlån og eiendom.[17] Også norske livsforsikringsforetak har økt andelen som er plassert i eiendom og utlån. Andelen plassert i aksjefond har også økt svakt siden 2016. PE-fond og øvrige alternative fond som ikke er eiendomsrelaterte, utgjør en mindre andel av livsforsikringsforetakenes investeringer, omtrent 2 prosent.

Totalt utgjorde livsforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer 19 prosent av samlede investeringer per 30. juni 2019 (ekskl. investeringsvalg). Det er betydelig høyere enn gjennomsnittet for forsikringsforetak i EØS. De norske livsforsikringsforetakene har blant annet en betydelig andel plassert i eiendomsrelaterte aksjer (9 prosent), eiendomsrelaterte foretaksobligasjoner (4 prosent) og utlån med sikkerhet i fast eiendom (4 prosent), se figur 3.9. Andelen eiendomsrelaterte foretaksobligasjoner har økt mest i perioden (med 2,4 prosentpoeng). Betydelige verdireguleringer av livsforsikringsforetakenes eiendomsporteføljer har bidratt til god avkastning. Prisene på næringseiendom har økt mye over lang tid, og er på et historisk høyt nivå. Fortsatt lavt rentenivå og god økonomisk utvikling kan bidra til å øke prisene, og dermed fallhøyden i markedet, ytterligere.

I løpet av de senere årene har enkelte livsforsikringsforetak overtatt porteføljer av boliglån fra banker i samme konsern. Soliditetsreglene kan bidra til uheldig arbitrasjemotivert flytting av utlån mellom banker og forsikringsforetak. For boliglån med lav belåningsgrad er kapitalkravet i Solvens II vesentlig lavere enn i bankregelverket (CRD IV / CRR). Finansdepartementet fastsatte 5. desember 2019 endringer i Solvens II-regelverket som vil bidra til likere kapitalkrav for boliglån for forsikringsforetak og banker.[18] Endringen trer i kraft 31. desember 2019.

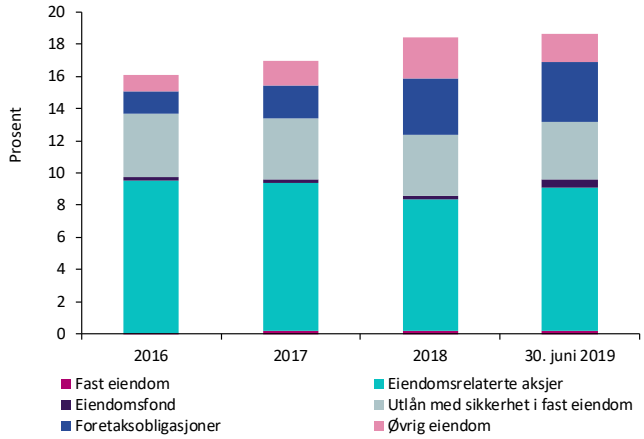
Pensjonskassene har en høyere andel aksjer og aksjefond enn livsforsikringsforetakene, men har også en betydelig andel rentepapirer, se figur 3.10.
87 prosent av pensjonskassenes investeringer i aksjer og andeler (utenom eiendom) er børsnoterte aksjer i EU/EØS- og OECD-land. Pensjonskassenes eiendomsinvesteringer er i hovedsak i direkteeide eiendommer, i aksjer i datterforetak og tilknyttede foretak eller som andeler i eiendomsselskaper. Eiendomsinvesteringene (ekskl. boliglån og eiendomsobligasjoner) var på 32 mrd. kroner og utgjorde 9,3 prosent av pensjonskassenes investeringer ved utgangen av 2018.

3.8 Livsforsikringsforetakenes investeringer (ekskl. investeringsvalg)



*Eiendom inkluderer fast eiendom (eiendelskategori (CIC) 9), eiendomsrelaterte aksjer (CIC 32), eiendomsfond (CIC 45), eiendomseksponering relatert til sikrede verdipapirer (CIC 65) og utlån med sikkerhet i fast eiendom (84) samt NACE-kodene F41 og L som blant annet inkluderer eiendomsobligasjoner.
Kilde: Finanstilsynet

3.9 Livsforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer som andel av totale investeringer (ekskl. investeringsvalg)

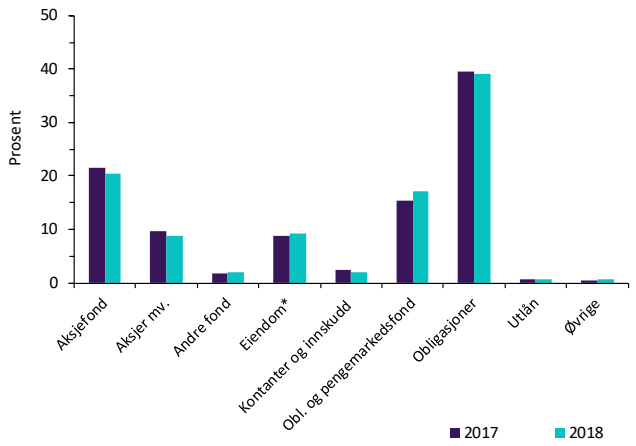


Kilde: Finanstilsynet

Regelverksendringer kan gi økte investeringer i infrastruktur

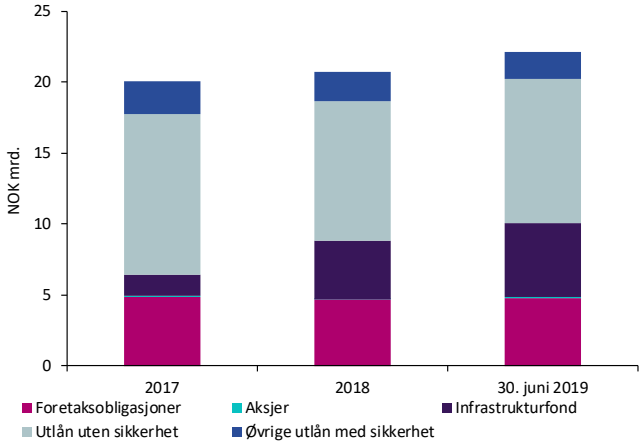
At pensjonsinnretningene søker langsiktige investeringer som i størst mulig grad samsvarer med løpetiden på forpliktelsene, kan bidra til at investeringer i blant annet infrastruktur øker i omfang. Disse investeringene er i gjennomsnitt mindre konjunkturfølsomme, men er også mindre likvide enn mer tradisjonelle investeringer, og kan bidra til en langsiktig og stabil avkastning.

3.10 Pensjonskassenes investeringer



*Eiendom inkluderer fast eiendom, eiendomsrelaterte aksjer og andeler i eiendomsselskaper. Kilde: Finanstilsynet

3.11 Livsforsikringsforetakenes investeringer i infrastruktur (ekskl. investeringsvalg)



Kilde: Finanstilsynet

Livsforsikringsforetakenes infrastrukturinvesteringer (ekskl. investeringsvalg) har økt fra 20 mrd. kroner ved utgangen av 2017 til 22,1 mrd. kroner per 30. juni 2019. Som andel av totale investeringer er det ingen endring i perioden (1,7 prosent av totale investeringer). Infrastrukturinvesteringene er i hovedsak utlån uten sikkerhet, andeler i infrastrukturfond og foretaksobligasjoner, se figur 3.11.

I Solvens II-regelverket defineres infrastruktur som fysiske installasjoner, fasiliteter, systemer eller nett, som støtter eller leverer grunnleggende offentlige tjenester ("essential public services"). Norske livsforsikringsforetak har investert i infrastruktur, blant annet tilknyttet fornybar energi, både i Norge og i utlandet. Nye regler om infrastrukturinvesteringer ble tatt inn i Solvens II-forskriften fra 1. august 2019. Endringene innebærer lettelser i gjeldende kriterier for hvilke infrastrukturprosjekter som kan kvalifisere for lavere kapitalkrav. I tillegg er det innført nye regler om lavere kapitalkrav for investeringer i infrastrukturforetak under visse vilkår.

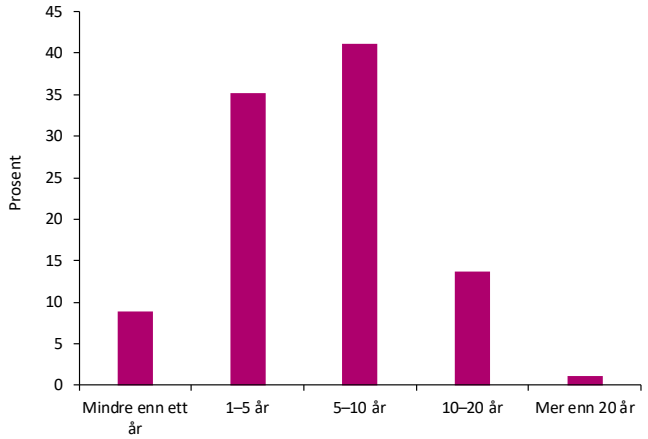
Fra 1. januar 2019 ble reglene for forsikrings- og pensjonsforetaks investeringer i såkalt forsikrings-fremmed virksomhet endret. Endringen bidrar til økt fleksibilitet i kapitalforvaltningen ved at det kan bli lettere å investere i infrastrukturprosjekter.[19] Forbudet mot å drive forsikringsfremmed virksomhet vil fortsatt gjelde, men grensen mellom investering i og drift av forsikringsfremmed virksomhet vil avhenge av en kvalitativ og skjønnsmessig vurdering.

Lave renter gir betydelig reinvesteringsrisiko

På kort sikt medfører lavere renter økte obligasjons-kurser og gevinst på obligasjoner som regnskapsføres til virkelig verdi. Etter hvert som obligasjonene utløper og midlene skal investeres i nye obligasjoner til lavere rente, reduseres de løpende renteinntektene. For en rekke norske livsforsikringsforetak vil vedvarende lave renter medføre betydelig reinvesteringsrisiko. I 2019 forfaller omtrent 53 mrd. kroner i obligasjoner, mens obligasjoner med løpetid på 1–5 år utgjør 209 mrd. kroner. Det utgjør i underkant av halvparten av livsforsikringsforetakenes investeringer i rentepa-pirer, se figur 3.12. Framover kan livsforsikrings-foretakenes investeringsinntekter svekkes ettersom obligasjoner med høy kupongrente forfaller og erstattes av nyutstedte obligasjoner med lavere rente.

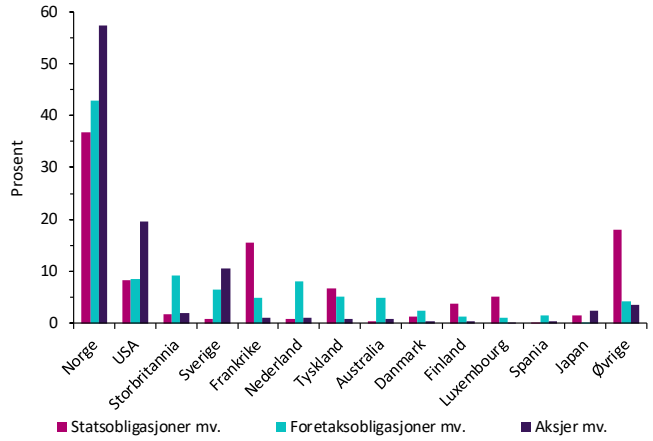
IMF peker på at høy garantert rente og durasjonsgapet mellom eiendeler og forpliktelser har bidratt til økte investeringer i utlandet blant enkelte livsforsikrings-foretak internasjonalt.[20] Også enkelte norske livsfor-sikringsforetak har økt sine utenlandseksponeringer de siste årene. Det kan medføre at sjokk lettere smitter over landegrensene. 44 prosent av livsforsikrings-foretakenes landfordelte investeringer er plassert i

3.12 Livsforsikringsforetakenes obligasjoner fordelt på løpetider per 31. desember 2018, målt som andel av samlede obligasjoner (ekskl. investeringsvalg)



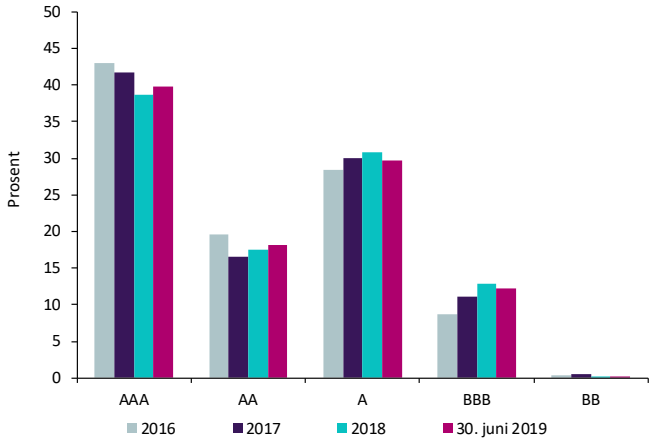
Kilde: Finanstilsynet

3.13 Landfordeling av livsforsikringsforetakenes investeringer per 30. juni 2019 (ekskl. investeringsvalg)



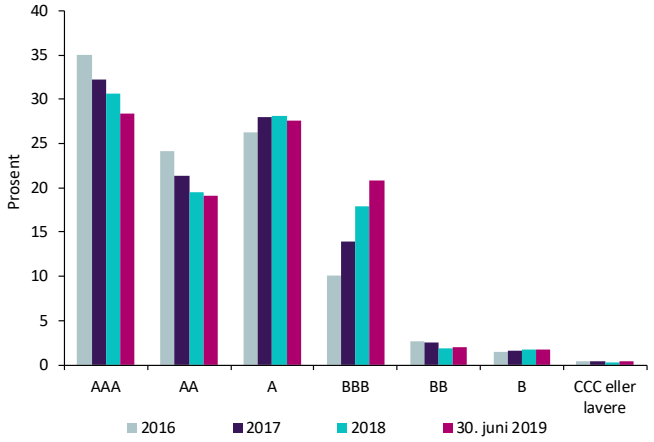
Kilde: Finanstilsynet

3.14 Investering i ulike ratingklasser som andel samlet investering i obligasjoner med rating i livsforsikrings-foretakene



Kilde: Finanstilsynet

3.15 Investering i ulike ratingklasser som andel samlet investering i obligasjoner* med rating i pensjonskassene



*Obligasjoner utenom statsobligasjoner i egen valuta. Kilde: Finanstilsynet

Norge, se figur 3.13. En betydelig andel av livsforsikringsforetakenes aksjeinvesteringer i Norge er eiendomsrelaterte aksjer i datterforetak og tilknyttede foretak. Investeringene i børsnoterte aksjer er i større grad plassert i utlandet, blant annet i USA. Utviklingen i internasjonale aksjemarkeder, og i USA spesielt, er derfor av stor betydning for livsforsikringsforetakene. I overkant av 50 prosent av obligasjonsinvesteringene er utstedt av utenlandske foretak, institusjoner og stater. Norske livsforsikringsforetaks investeringer i statsobligasjoner er i høyere grad i framvoksende økonomier sammenlignet med forsikringsforetak i en rekke andre europeiske land.[21] Søken etter høyere avkastning kan også medføre økt eksponering mot framvoksende økonomier.

Andelen obligasjoner med lavere kredittkvalitet har økt noe

ECB peker på at forsikringsforetak i euroområdet i løpet av de siste fem årene har økt eksponeringene mot obligasjoner med BBB-rating eller svakere fra rundt 35 prosent til 41 prosent av obligasjonsporteføljen.[22] Denne økningen kan være et resultat av lavt rentenivå og søken etter høyere forventet avkastning. For norske livsforsikringsforetak utgjør obligasjoner med lavere kredittkvalitet en mindre andel av samlede

investeringer i obligasjoner med rating, men den er svakt økende, se figur 3.14. Sammenlignet med andre europeiske land, har norske livsforsikringsforetak en betydelig andel investeringer i obligasjoner uten rating (27 prosent av livsforsikringsforetakenes samlede obligasjonsportefølje). Dette følger av at en stor andel obligasjoner utstedt i Norge ikke er kredittvurdert, herunder obligasjoner utstedt av kommuner og banker. Pensjonskassene har også økt andelen obligasjoner med noe svakere kredittkvalitet, se figur 3.15.

Investeringer bør måles til markedsverdi

Mange livsforsikringsforetak regnskapsfører i dag en vesentlig del av investeringene (36 prosent) til amortisert kost. Verdivurderingene danner også grunnlaget for avkastningsberegningene. Muligheten til å føre obligasjoner til amortisert kost istedenfor markedsverdi reduserer foretakenes risiko knyttet til den årlige avkastningsgarantien fordi verdivurderingen da gir en jevn bokført avkastning over obligasjonens løpetid. Disse rentepapirene er imidlertid mindre fleksible og gir mindre frihet i kapitalforvaltningen.

Gjeldende regnskapsregler (IAS 39) vil erstattes av en ny standard, IFRS 9, som tidligst gjøres gjeldende for norske forsikringsforetak fra 1. januar 2021. Overgangen til IFRS 9 kan medføre at obligasjoner som tidligere var verdsatt til amortisert kost, må verdsettes til virkelig verdi. Den regnskapsmessige betydningen for livsforsikringsforetakene vil avhenge av gjeldende markedsforhold og løpetiden på obligasjonene.

Finanstilsynet har utarbeidet og sendt til Finansdepartementet et høringsnotat med forslag til endringer i regelverket for garanterte pensjonsprodukter.[23] Her foreslår Finanstilsynet blant annet å fjerne muligheten til å føre rentepapirer til amortisert kost. Fra kundenes ståsted vil det være uheldig at store urealiserte gevinster bygges opp i kunderegnskapet over tid, både med hensyn til rimelig fordeling av avkastningen til ulike kunder og med hensyn til insentiver ved flytting. En løsning hvor buffere mot avkastningsrisiko er fordelt på den enkelte kunde og følger med ved flytting, vil etter Finanstilsynets vurdering være en mer transparent og bedre løsning for kundene enn måten dette gjøres på i dag.

Finanstilsynet foreslår at avkastningen i det enkelte år skal beregnes med utgangspunkt i markedsverdien av eiendelene, også for obligasjoner og utlån. Hensynet til forenkling (både for foretak og kunde), insentivene til plassering i andre eiendeler med høyere forventet langsiktig avkastning, og hensynet til et velfungerende flyttemarked, tilsier at alle eiendeler bør måles til markedsverdi.

Finanstilsynets forslag til nytt regelverk for garanterte pensjonsprodukter inneholder også forslag om et mer fleksibelt og utvidet bufferfond. Foretakene vil med forslaget ha svært gode muligheter til å utjevne avkastningen over tid. Forslaget fjerner imidlertid ikke den grunnleggende utfordringen knyttet til vedvarende lave renter og garanterte ytelser.

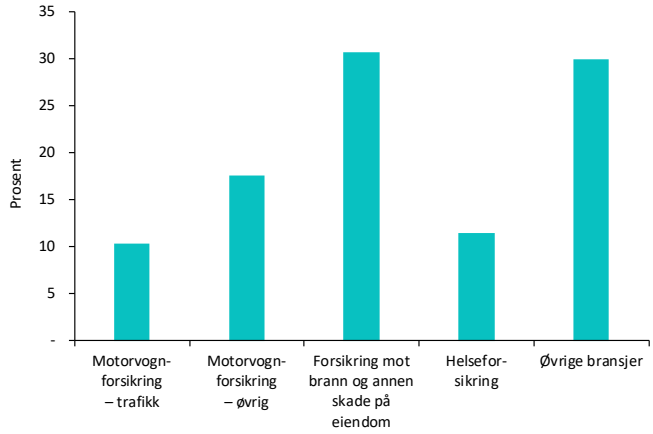
LØNNSOMHET I SKADEFORSIKRINGSBRANSJER

Lønnsomheten i skadeforsikring er samlet sett god, selv om den har vært svakt fallende de siste årene. Samlet kombinertprosent (skade- og kostnadsprosent) for egen regning, dvs. forholdet mellom netto premieinntekter og nettokostnader forbundet med skadeserstatninger og drift, var 92 prosent i 2018, mot 89 prosent i 2017, se figur 3.18. Her, og i det følgende, er Solvens II-rapportering lagt til grunn.

De største bransjene i det norske skadeforsikringsmarkedet, målt i prosent av samlede opptjente bruttopremier, er illustrert i figur 3.16. Motorvognforsikring har to bransjer: ansvarsforsikring (trafikk) og øvrig motorvognforsikring. I samleposten øvrige bransjer inngår ni mindre bransjer, blant annet forsikring mot inntektstap (med 7 prosent av de samlede bruttopremiene) og yrkesskadeforsikring (med 4 prosent).

Det er betydelig variasjon i lønnsomheten, både mellom foretakene og bransjene, se figur 3.17, som viser spredningen i kombinertprosent for egen regning innenfor de største bransjene. Også på aggregert nivå er det stor variasjon mellom bransjene, se figur 3.18.

3.16 Bransjestørrelser i 2018, målt i prosent av samlede opptjente bruttopremier



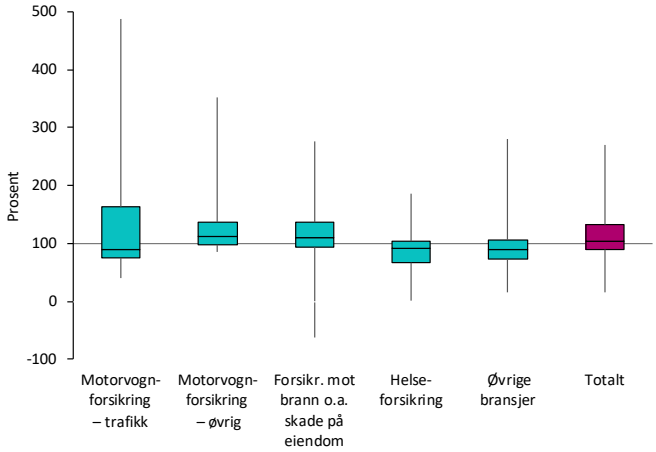
Kilde: Finanstilsynet

Samlet kombinertprosent ligger til dels betydelig under medianverdien for alle de største bransjene og for de øvrige bransjene sett under ett. Dette har sammenheng med god lønnsomhet i de største foretakene og svakere lønnsomhet i flere av de mindre. Se også Finanstilsynets resultatrapport for finansforetak for første til tredje kvartal 2019 for ytterligere illustrasjoner av sammenhengen mellom foretakenes størrelse og lønnsomhet.

Målt ved brutto kombinertprosent har norske foretak samlet sett bedre lønnsomhet innenfor skadeforsikring enn tilsvarende foretak i andre europeiske land. Samtidig har en større andel av de norske foretakene svak lønnsomhet innenfor øvrig motorvognforsikring og forsikring mot brann og annen skade på eiendom enn hva som er tilfellet for det samlede europeiske markedet.

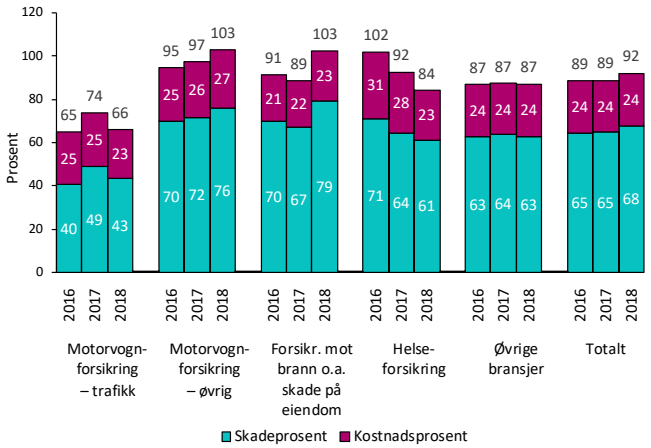
Flere foretak har erfart en markert skadeinflasjon i motorvognforsikring, som først og fremst skyldes en endring av bilparken. En økende andel elbiler har økt skadehyppigheten og reparasjonskostnadene. Finans Norge har publisert statistikk[24] som viser at skadeprosenten øker innenfor forsikring av personbiler. Likevel er lønnsomheten i motorvognforsikring samlet sett god. Sett under ett hadde de to motorvognforsikringsbransjene en kombinertprosent for egen regning i 2018 på 89 prosent. Økende digitalisering gjør det blant annet mulig å møte skadeinflasjonen med raskere premiejusteringer.

3.17 Kombinertprosent f.e.r. i 2018 for utvalgte bransjer, kvartiler



Boksplott som illustrerer laveste og høyeste verdi, nedre og øvre kvartil samt medianen for kombinertprosent i de fire største bransjene. Kilde: Finanstilsynet

3.18 Kombinertprosent f.e.r. for utvalgte bransjer, aggregert



Figuren viser, for hver bransje, forholdet mellom samlede erstatnings- og driftskostnader og samlede premieinntekter. Kilde: Finanstilsynet

Innenfor den største bransjen, forsikring mot brann og annen skade på eiendom, var lønnsomheten noe svak i 2018. Året 2018 var preget av en snørik vinter og en varm og tørr sommer etterfulgt av mye nedbør på høsten, noe som medførte store erstatningskostnader knyttet til blant annet snøtyngde, branner og vannskader. Erstatningskostnader for egen regning i denne bransjen økte med over 20 prosent i forhold til året før. Værrelaterte skader har økt betydelig det siste tiåret, se blant annet Finans Norges nye klimarapport[25] og temakapittel om klimarisiko i finansforetakene i Finansielt utsyn juni 2019. Mer

ekstremvær kan bidra til at skadeforsikringsforetakene risikerer økende og hyppigere erstatningsutbetalinger. Skadeforsikringsforetakene er også, som pensjonsinnretningene, utsatt for overgangsrisiko gjennom investeringer i finansmarkedene.

KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDET

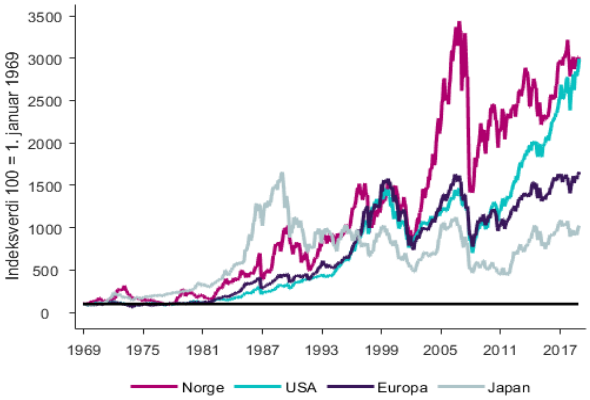
Utviklingen i priser og risikopremier på aksjer og obligasjoner og eier- og utstederstrukturen påvirker den finansielle risikoen til husholdninger, ikke-finansielle og finansielle foretak og kan ha stor betydning for finansiell stabilitet. Kraftige verdifall og økte risikopremier vil redusere husholdningenes formuer og kan føre til redusert konsum, og inntjening og soliditet i finansielle og ikke-finansielle foretak vil svekkes.

Avkastningen i verdens aksjemarkeder har vært meget høy hittil i år, mens volatiliteten er relativt lav. De ulike nasjonale markedene beveger seg i stor grad i takt. Renten på obligasjoner ustedt av flere nasjonalstater er svært lav, og risikopremien på foretaksobligasjoner utstedt i mange land er redusert i løpet av året. Det er indikasjoner på at investorer søker etter høyere avkastning, og fallhøyden i flere verdipapirmarkeder har økt.

Markedet for såkalte grønne investeringsprodukter, særlig grønne obligasjoner, er i sterk vekst internasjonalt. Den økte interessen for grønne investeringsprodukter øker risikoen for at selskaper og verdipapirer markedsføres som bærekraftige uten at dette er tilstrekkelig dokumentert, såkalt grønnvasking. Klassifiseringsstandarder og god informasjon om investeringsprosjekter er viktig for investorbeskyttelse, forbrukervern og hensynet til velfungerende markeder.

Finanstilsynets shortsalgregister viser tidvis høyt shortsalg i enkelte aksjer i det norske markedet. Det er særlig store internasjonale kapitalforvaltere som tar shortposisjoner viser en analyse fra perioden etter at registeret ble opprettet.

4.1 Utviklingen i aksjemarkedet



Basert på MSCI-indekser t.o.m. november 2019. Kilde: Refinitiv

Tabell 4.1 Avkastning og risiko i aksjemarkedene

Prosent	Japan	Norge	Sverige	Stor-britannia	USA	Europa
Avkastning						
- hele perioden	6,5	10,6	14,0	10,7	10,3	9,7
- siste 5 år	5,6	8,6	8,4	5,7	10,9	6,9
- siste 1 år	5,9	4,9	19,0	9,3	16,4	16,0
- jan.-nov. 2019	17,4	11,1	26,3	13,4	27,9	22,5
Standardavvik						
- hele perioden	18,3	23,7	21,5	18,8	15,0	14,9
- siste 5 år	15,7	11,0	14,2	10,4	12,0	11,1
- siste 1 år	16,6	9,9	19,2	10,5	17,3	12,1

Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

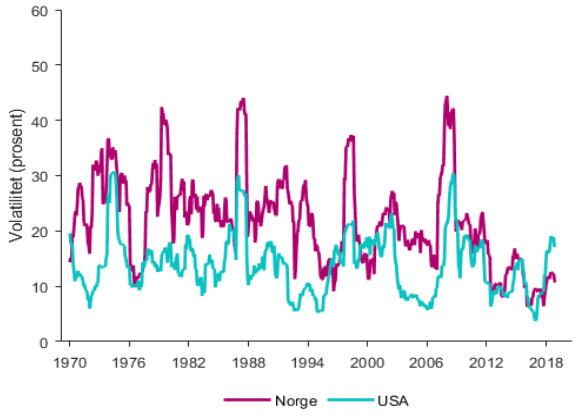
AVKASTNING, RISIKO OG VERDSETTING I AKSJEMARKEDENE

For høye priser?

Figur 4.1 viser utviklingen i aksjeprisene i Norge, USA, Europa og Japan fra januar 1970 og fram til i dag.[26] Det er stor variasjon i avkastningen over tid, og i flere perioder har prisene falt svært mye.

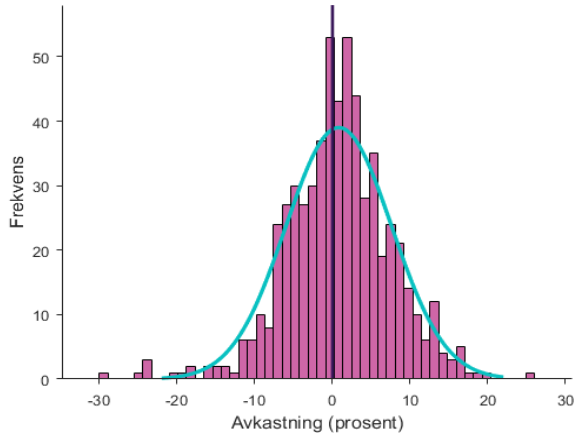
I perioden 1970–2018 var avkastningen i det norske markedet negativ i 19 av 49 år. Tilsvarende for det amerikanske markedet er 10 år.[27] Den gjennomsnittlige årlige avkastningen i det norske markedet for hele perioden var 10,6 prosent, mens gjennomsnittlig årlig avkastning for siste femårsperiode er 8,6 prosent, se tabell 4.1.[28] For USA var avkastningen i de to periodene henholdsvis 10,3 og 10,9 prosent.

4.2 Volatilitet i aksjemarkedet (standardavvik)



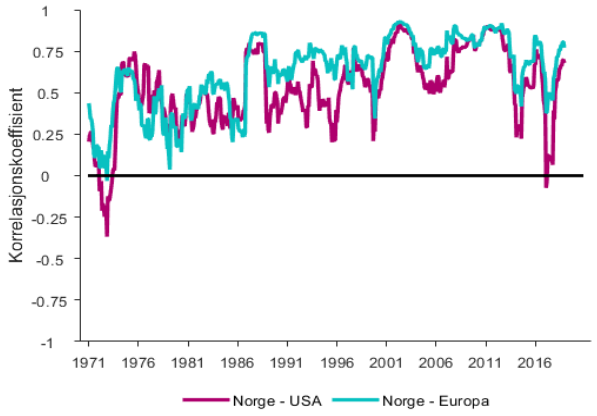
Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

4.3 Månedlig avkastning i det norske aksjemarkedet*



* Januar 1970–november 2019. Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

4.4 Samvariasjon mellom avkstningen i aksjemarkeder



Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

I 2018 var aksjeavkastningen lav i flere land som følge av svak utvikling mot slutten av året.[29] Dette har snudd i inneværende år. Avkastningen i blant annet USA, Tyskland, Frankrike, Italia, Sverige og Danmark har så langt i 2019 vært svært høy, og relativt høy også i Storbritannia, Spania, Norge og flere framvoksende økonomier.[30] Høy avkastning hittil i 2019 trekker opp gjennomsnittlig avkastning siste fem år.

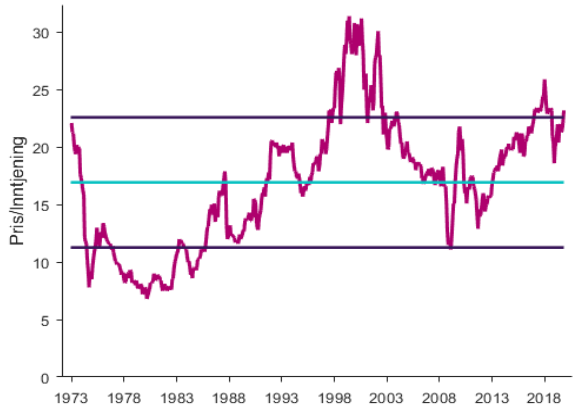
Selv om sannsynligheten for å oppnå forventet avkastning øker med tidshorisonten, kan avkastningen også for lengre investeringshorisonter bli svak. Avkastningen varierer over tid, og akkumulert avkastning påvirkes i vesentlig grad av prisnivået på investeringstidspunktet.

Volatiliteten i avkastningen (målt ved standard-avviket) er redusert de siste årene. For siste femårsperiode var standardavviket for Norge om lag 11 prosent, som er vesentlig lavere enn standard-avviket for perioden 1970–2018 (24 prosent). Også for flere andre land har variasjonen i avkastning vært mindre de siste fem årene enn de siste 50 årene. Lav volatilitet den siste tiden kan skyldes at investorene tror at sentralbanker ved begynnende uro raskt vil tilpasse pengepolitikken og dermed implisitt forsikre aktørene mot store aksjeprisfall.[31] Det siste året har volatiliteten i flere markeder igjen økt noe. Volatiliteten i aksjemarkedene varierer over tid, og øker sterkt i krisetider, som for eksempel under den internasjonale finanskrisen, se figur 4.2.

I flere perioder har aksjemarkedene falt svært mye over forholdsvis kort tid, se figur 4.1. Fra sommeren 1990 til høsten 1992 falt norske aksjepriser om lag 52 prosent. Fra tidlig høst 2000 til februar 2003 var prisnedgangen nesten 50 prosent, og fra oktober 2007 til februar 2009 var nedgangen 59 prosent. I løpet av dot-com-krisen i aksjemarkedet ble aksjeprisene i USA redusert med 48 prosent før ny oppgang, mens akkumulert nedgang under finanskrisen var 52 prosent.

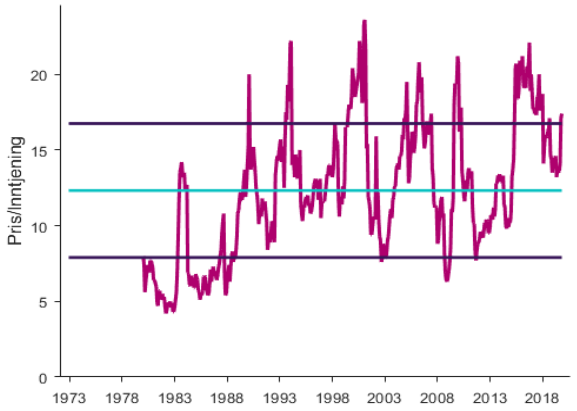
Empiri viser at avkastningen i aksjemarkedene ikke er normalfordelt, men skjevfordelt og med mer tyngde i halene, se figur 4.3 som viser empirisk fordeling for

4.5 Forholdet mellom pris og inntjening i USA



Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

4.6 Forholdet mellom pris og inntjening i Norge



Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

norske aksjer. I figuren er normalfordelingen representert ved den turkise kurven.[32] Avkastningen på aksjeindekser for de fleste land er skjevfordelt og har mer tyngde i halene enn normalfordelingen. Denne typen empiriske observasjoner er viktig for beslutninger knyttet til aksjeandel, risikomodellering, porteføljestyring og kapitaldekning.

I om lag 40 prosent av samtlige måneder (og tilsvarende for samtlige år) i perioden fra 1970 og fram til høsten 2019 var avkastningen i det norske aksjemarkedet negativ.

Samvariasjonen mellom avkastningen i Norge og USA og mellom Norge og Europa økte gradvis fram til om lag 2012, se figur 4.4. Etter dette har korrelasjonen falt noe.[33] Korrelasjonen er høyere i kriseperioder enn i normalperioder. Prisene i ulike lands aksjemarkeder følger hverandre relativt tett i normale tider og enda tettere i urolige tider. Diversifisering av investeringer mellom land vil dermed i mindre grad enn tidligere dempe verdifallet på aksjeporteføljer i tider med markedsuro.

Flere indikatorer nyttes i vurderinger av om prisene i aksjemarkedet gjenspeiler underliggende økonomiske forhold, som forventet framtidig inntjening og relevant risiko. En av disse er forholdet mellom prisen på aksjer og inntjeningen til selskapene (P/E). Når prisene er høye i forhold til selskapenes inntjening, kan aksjene framstå som dyre fordi investorene må betale mye for hver krone inntjening.

I det amerikanske aksjemarkedet er forholdet mellom pris og inntjening historisk sett forholdsvis høyt, noe som kan være en indikasjon på at amerikanske aksjer er noe høyt priset,[34] se figur 4.5. I det norske aksjemarkedet har forholdet mellom pris og inntjening økt den siste tiden. Forholdstallet er høyere enn gjennomsnittet for perioden 1980 til 2019, men lavere enn for 2–4 år siden, se figur 4.6. I Vest-Europa er forholdet mellom markedspris og inntjening om lag ett standardavvik høyere enn det historiske gjennomsnittet, men det er relativt store variasjoner mellom landene. Aksjemarkedene i framvoksende økonomier, herunder BRIC-landene, har forholdstall som ligger om lag på det historiske gjennomsnittet.

Ved et økonomisk omslag kan høye priser i viktige markeder gi grunnlag for betydelige korreksjoner, som kan forsterke et framtidig omslag i verdensøkonomien.[35] De siste årene har aksjemarkedet vært støttet opp av lave renter, drevet av blant annet ekstraordinære pengepolitiske tiltak.

RENTEUTVIKLING OG RISIKO I OBLIGASJONSMARKEDENE

For lave renter og risikopremier?

Den globale langsiktige realrenten i utviklede økonomier har avtatt siden 1980-tallet. Det kan gjenspeile

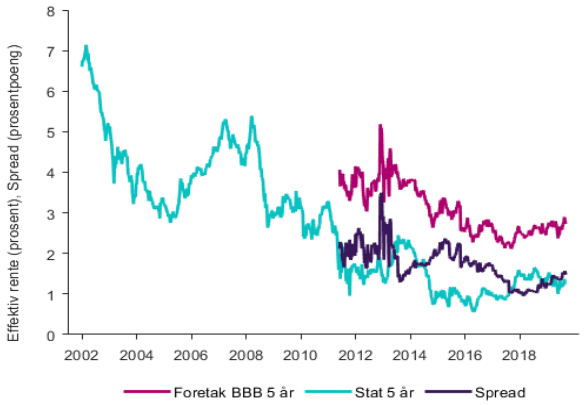
4.7 Statsobligasjonsrenter (5 år)

Kilde: Refinitiv

4.8 Foretaksobligasjonsrenter (BBB, 5 år)

Kilde: Refinitiv

4.9 Obligasjonsrenter i Norge



Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

strukturelle endringer i internasjonal økonomi som kan gi fortsatt lave lange renter i årene framover, men også forhold av mer midlertidig karakter. Blant førstnevnte er redusert vekst i arbeidsstyrken, lavere produktivitetsvekst, globalt spareoverskudd og redusert investeringsetterspørsel. Andre forklaringer legger vekt på at den langvarige svake utviklingen i flere land etter finanskrisen kan tilskrives negative virkninger av krisen som etter hvert vil avta.

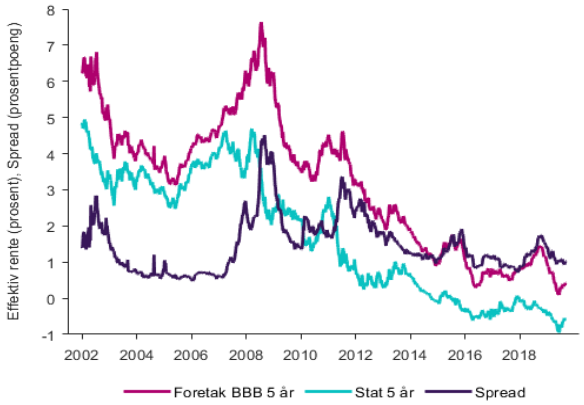
Statsobligasjonsrenten i eurolandene har, med unntak av perioder med finansiell uro, falt siden begynnelsen av 2000-tallet og var i november 2019 negativ, se figur 4.7. Den norske femårsrenten falt fram til 2015, men stabiliserte seg i perioden 2015 til 2017 før den økte i første halvår 2018. Den var i november 2019 betydelig høyere enn renten på statsobligasjoner utstedt av euroland.[36] Den amerikanske statsobligasjonsrenten falt fram til 2013, da den igjen steg noe og nådde en topp mot slutten av 2018 på om lag 3 prosent, men var i november 2019 betydelig lavere enn dette.[37]

Også renten på foretaksobligasjoner er lav i historisk sammenheng, se figur 4.8. Renten på norske foretaks-obligasjoner med kredittvurdering BBB har vært relativt stabil hittil i 2019 og var i november om lag 2,7 prosent.[38] Effektiv rente på obligasjoner utstedt av amerikanske foretak med samme kredittvurdering lå om lag 0,4 prosentpoeng over dette. Renten på foretaksobligasjoner utstedt av bedrifter i eurosonen med samme kredittvurdering var 0,4 prosent.

Forskjellen mellom renten på norske statsobligasjoner og norske foretaksobligasjoner (kredittspreaden) var i underkant av 1,5 prosentpoeng i november 2019, som er om lag 0,3 prosentpoeng høyere enn ved inngangen til året, se figur 4.9.

I euroområdet var samme spread om lag 1,0 prosent-poeng, som er 0,7 prosentpoeng lavere enn ved starten av året, se figur 4.10. Også i USA og Storbritannia var kredittspreaden vesentlig lavere i november 2019 enn ved utgangen av 2018. I Sverige og Japan er spreaden redusert i løpet av året, men betydelig mindre enn i de tre andre områdene. Nedgangen i kredittspreader kan skyldes porteføljeskift fra statsobligasjoner til

4.10 Obligasjonsrenter i euroområdet



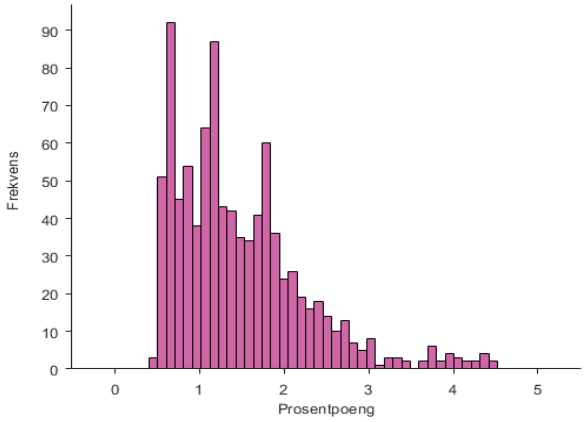
Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

kredittobligasjoner, som igjen kan ha sammenheng med nedgangen i det generelle rentenivået og sentralbankenes gjennomførte og varslede kjøp av obligasjoner. I USA, Storbritannia og euroområdet var kredittspreaden i november 2019 lavere enn gjennomsnittet for perioden 2002 til november 2019.

Den empiriske fordelingen til kredittspreader er sterkt skjevfordelt, se figur 4.11. Spreadene blir normalt ikke negative, men kan bli svært høye. For euroområdet ble høyeste spread under den internasjonale finanskrisen målt til 4,5 prosentpoeng.[39] I USA økte den på det meste til 5,5 prosentpoeng og i Storbritannia til 4,3 prosentpoeng. Sett i et historisk perspektiv er dette uvanlig store økninger.

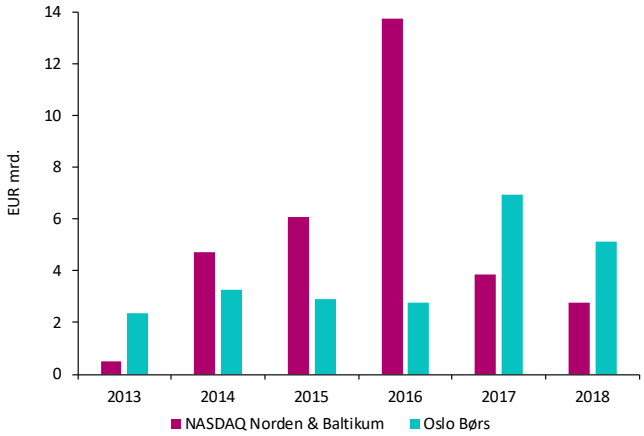
Lave langsiktige renter kan uttrykke forventninger om langvarig pengepolitisk stimulans. Det lave rentenivået kan også reflektere forventet lav avkastning på real-investeringer og lav framtidig økonomisk vekst. Lave risikopremier kan være drevet av søken etter avkast-ning. Med fortsatt lavt rentenivå og lave risikopremier, kan det bygge seg opp ubalanser i aksje- og eiendoms-markeder, og fallhøyden i verdensøkonomien kan øke. Realøkonomiske og finansielle sjokk kan utløse store fall i prisene på eiendom og finansielle aktiva og utgjør dermed en fare for finansiell stabilitet. Investorer kan bli påført store økonomiske tap og finansieringskost-nadene til stater, finansielle og ikke-finansielle foretak og husholdninger kan øke. Dette vil igjen redusere konsum, investeringer og framtidig økonomisk vekst.

4.11 Kredittspread euroområdet. Foretak BBB minus Stat (5 år), 2002–2019



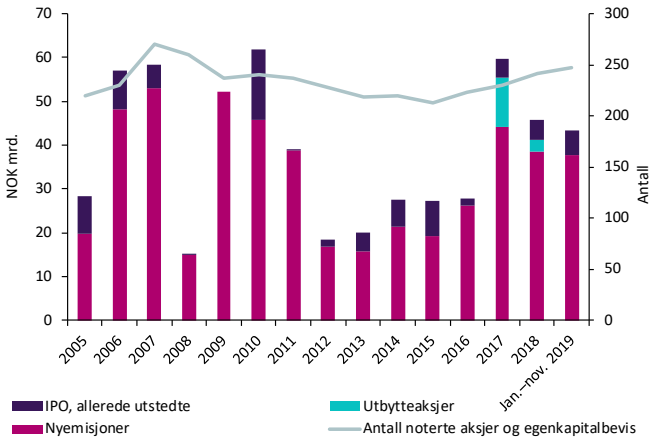
Ukentlige observasjoner. Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

4.12 Totale aksjeemisjoner i noterte selskaper



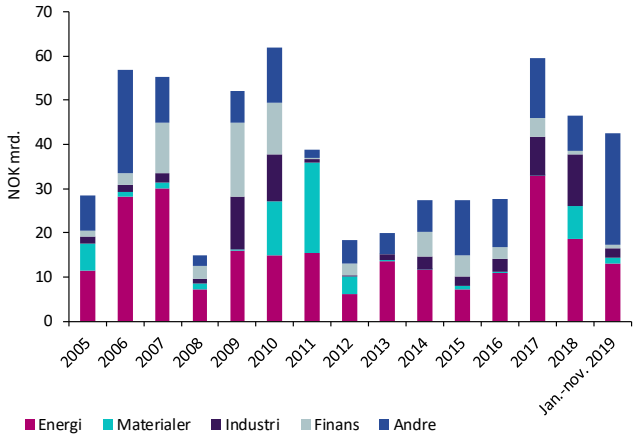
Kilde: FESE

4.13 Aksjeemisjoner i selskaper notert på Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market. Totalt



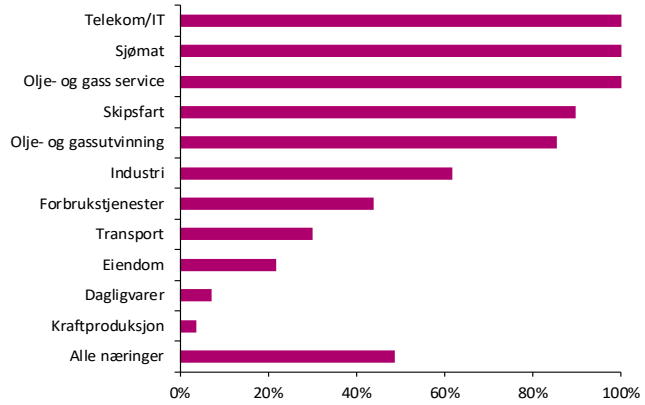
Kilde: Oslo Børs

4.14 Aksjeemisjoner i selskaper notert på Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market. Næringsfordelt



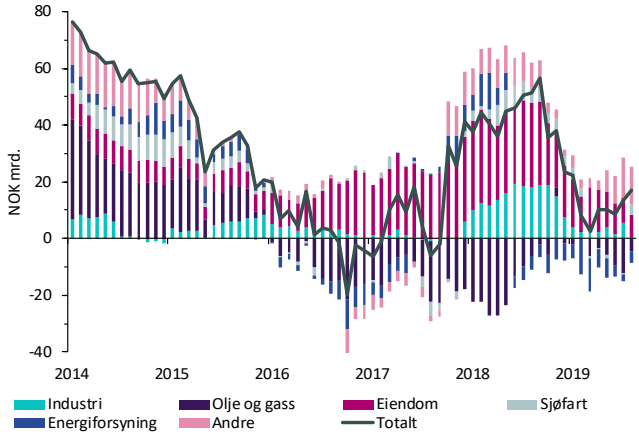
Inkludert utstedelser av utbytteaksjer i bl.a. Equinor i 2017 (11,3 mrd. kroner og 2018 (2,6 mrd. kroner). Kilde: Oslo Børs

4.15 Andel høyrente-foretaksobligasjoner i ulike næringer. August 2019



Kilde: Stamdata

4.16 Foretaksobligasjoner. Beholdningsvekst siste tolv måneder



Kilde: Stamdata

FØRSTEHÅNDSMARKEDET FOR AKSJER I NORGE

Sammenlignet med de øvrige nordiske børsene har emisjonsaktiviteten ved Oslo Børs vært relativt høy de siste årene. Fra 2013 til 2018 var de samlede aksjeemisjonene 23 mrd. euro ifølge tall fra Federation of European Securities Exchanges (FESE), se figur 4.12. I samme periode ble det emittert aksjer ved de andre nordiske og baltiske børsene for om lag 32 mrd. euro.

De rapporterte aksjeemisjonene ved Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market omfatter både nyemisjoner, opptak av aksjer til notering (IPO) og utstedelse av utbytteaksjer, se figur 4.13. Nyemisjoner representerer de noterte selskapenes innhenting av kapital. Aksjeemisjonene (både med og uten IPO) varierer markant over tid og avhenger i stor grad av de rådende forholdene i annenhåndsmarkedet. Ifølge tall fra Oslo Børs emitterte selskapene notert på de tre markedsplassene aksjer (inklusive egenkapitalbevis) for nær 580 mrd. kroner fra utgangen av 2004 til november 2019. Av dette utgjorde nyemisjoner om lag 492 mrd. kroner. Til sammenlikning økte beholdningen av utestående rentepapirer notert på Oslo Børs og Nordic ABM med 1420 mrd. kroner fra utgangen av 2004 til november 2019. Sektorene 'Energi', 'Finans' og 'Industri' stod for henholdsvis 41, 12 og 11 prosent av de samlede aksjeemisjonene ved Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market i perioden fra utgangen av 2004 til november 2019, se figur 4.14. Det samlede emisjonsvolumet fra årsskiftet til november 2019 var om lag det samme som i tilsvarende periode foregående år.

FØRSTEHÅNDSMARKEDET FOR OBLIGASJONER I NORGE

Obligasjoner og sertifikater utstedt under norsk lovgiving er i det alt vesentlige notert/registrert på Oslo Børs og Nordic ABM. Så godt som alle lån er registrert i eierregisteret i VPS. Norske banker, kredittforetak og ikke-finansielle foretak utsteder også obligasjoner i andre markeder enn det norske. Om lag halvparten av OMF utstedt av norske kredittforetak er utstedt i euro og er primært rettet mot utenlandske investorer.

Regnskapsdata for norske ikke-finansielle aksjeselskaper (ekskl. utvinning av olje og gass) viser at om lag 15 prosent av selskapenes fremmedkapitalfinansiering skjer gjennom sertifikat- og obligasjonsmarkedet. Andelen har økt noe de senere årene.

Om lag 2/3 av utstående volum foretaksobligasjoner er utstedt av norske utstedere i norske kroner. I oljerelaterte næringer og shipping er det relativt høyt innslag av obligasjonslån i amerikanske dollar utstedt av utenlandske låntakere.

Det norske obligasjonsmarkedet har lenge hatt en stor andel høyrenteobligasjoner. Andelen har ligget rundt 50 prosent for foretaksobligasjonene i flere år. Foretak innen relativt volatile næringer har ofte finansiert virksomheten ved en kombinasjon av pantesikrede banklån og usikrede obligasjonslån. Næringer med høy andel høyrenteobligasjoner omfatter olje og gass, skipsfart, telekom, IT, sjømat og helse, se figur 4.15.

Emisjoner av foretaksobligasjoner avtok etter oljeprisfallet i 2014. Nedgangen var særlig sterk for obligasjoner utstedt av leverandørselskaper knyttet til olje- og gassektoren, se figur 4.16. I en periode var markedet for høyrenteobligasjoner i praksis stengt for slike foretak. Utestående volum av obligasjoner innen oljeservice falt med nesten 50 prosent fra begynnelsen av 2015 til september 2019, mens utestående obligasjoner til bedrifter innen utvinning av olje og gass økte noe i samme periode. Over halvparten av utestående oljerelaterte obligasjoner er utstedt av utenlandske selskaper, og 3/4 er utstedt i amerikanske dollar.

Det har vært moderat økning i utstående foretaksobligasjoner i 2019. Tolvmånedersveksten ved utgangen av september 2019 var 3,2 prosent. Til sammenlikning økte finansieringen av ikke-finansielle foretak fra banker og kredittforetak med 7,2 prosent i samme periode. Målt i kroner sto bankene og kredittforetakene for mer enn 90 prosent av den innenlandske gjeldsøkningen i foretakene i denne perioden.

Næringseiendomsselskapene økte sin obligasjonsfinansiering betydelig fra utgangen av 2016 til høsten 2018. Målt i kroner finansierte denne næringen seg i denne perioden med om lag samme beløp i obligasjonsmarkedet som ved lån fra banker og kredittforetak. Etter høsten 2018 har veksten i bankfinansiering steget betydelig, mens obligasjonsfinansieringen er redusert. Obligasjonsutstedelsene innen næringseiendom er i hovedsak av god kredittkvalitet (investment grade) og med fast rente.

Misligholdsraten i det norske obligasjonsmarkedet har falt siden 2016. Misligholdte obligasjoner er utelukkende i høyrentesegmentet. Mens 11 prosent av utestående høyrenteobligasjoner var misligholdt i januar 2016, var andelen falt til 4,5 prosent i september 2019. Det er på nivå med den gjennomsnittlige misligholdsraten i norske høyrenteobligasjoner i årene 2008–2013.

Misligholdsraten har vært høyest innen olje- og gasservice og industri. I olje- og gasservice har misligholdsraten falt fra nesten 20 prosent i 2016 til 11 prosent i tredje kvartal 2019. Til sammenlikning var misligholdsraten om lag 8 prosent fra 2008 og fram til oljeprisfallet i 2014. Nedgangen i misligholdsraten må ses i sammenheng med at flere av utstederforetakene har restrukturert finansieringen, blant annet gjennom nedskrivinger av obligasjonsgjeld.

Dersom utviklingen i verdensøkonomien blir vesentlig svakere enn forventet, kan prisene på aksjer, obligasjoner og fast eiendom gå kraftig ned. Det vil ramme investorer hardt, og gjøre det vanskelig og dyrt for både finansielle og ikke-finansielle foretak å hente inn ny kapital i penge- og kapitalmarkedene.

GRØNNE INVESTERINGSPRODUKTER

Markedet for såkalte grønne investeringsprodukter, særlig grønne obligasjoner, er i sterk vekst internasjonalt. Utstedt volum utgjør likevel mindre enn 1 prosent av totalmarkedet globalt. I Norden er andelen om lag 5 prosent. Svenske utstedelser står for mer enn halvparten av samlede nordiske utstedelser.

Økende interesse for grønne verdipapirer kan ha sammenheng med at investorer og husholdninger ønsker å finansiere investeringer som kan bidra til

lavere utslipp av klimagasser. Slike investeringspreferanser kan imidlertid også bygge på forventninger om at investeringer vil ha en mer fordelaktig kombinasjon av avkastning og risiko enn andre finansielle investeringer. IMF peker i sin siste rapport på at utstedere av grønne obligasjoner ikke ser ut til å oppnå billigere finansiering enn utstedere av konvensjonelle obligasjoner, og at dette kan skyldes lik kredittrisiko i disse to segmentene av obligasjonsmarkedet. Annenhåndsmarkedet for grønne obligasjoner preges dessuten av lav likviditet, siden en stor andel av obligasjonene holdes til forfall.

Økt interesse for grønne investeringsprodukter øker risikoen for at selskaper og verdipapirer markedsføres som bærekraftige uten at dette er tilstrekkelig dokumentert, såkalt grønnvasking. Utarbeidelse av standarder for hvilke finansielle aktiva som kan klassifiseres som grønne eller bærekraftige, er derfor nødvendig for at investorer og låntakere på en konsistent måte kan vurdere klimarisiko på selskapsnivå. Klassifiseringsstandarder og god informasjon om investeringsprosjekter og aktivitet er viktig for investorbeskyttelse og forbrukervern og av hensynet til velfungerende markeder.

Grønne obligasjoner

Obligasjoner som er klassifisert som grønne, skal finansiere grønne prosjekter som for eksempel investeringer i fornybar energi. Det eksisterer en rekke rammeverk og merkeordninger for grønne obligasjoner internasjonalt. Climate Bonds Standards, utgitt av Climate Bonds Initiative i 2013, og The Green Bond Principles, utgitt av ICMA i 2014, er de to mest kjente ordningene.

I Norge opprettet Oslo Børs en liste for grønne obligasjoner i 2015. Grønne obligasjoner er lån som skal finansiere miljøriktige formål. Markedspraksis i det norske markedet bygger på uavhengige tredjepartsvurderinger (CICERO m.fl.) som verifiserer lånene. Vurderingene skal offentliggjøres, og utsteders rapporteringsforpliktelser skal gjøres offentlig tilgjengelig via børsmeldinger.

Utestående volum på Oslo Børs' grønne liste har siden 2015 steget til vel 31 mrd. kroner, fordelt på 19 utstedere og 30 obligasjonslån. Selv om veksten har vært sterk, utgjør grønne obligasjoner mindre enn 1 prosent av samlet utestående obligasjoner. De høyeste andelene grønne obligasjoner finner vi innen vannkraft (9 prosent), energiforsyning (7 prosent) og eiendomsselskaper (4,5 prosent).[40]

Banker har utstedt over halvparten av de grønne obligasjonene notert på Oslo Børs. Dette er dels obligasjoner med fortrinnsrett for finansiering av boliglån, med krav til energimerking, og dels lån for finansiering av prosjekter innen fornybar energi. Kommunalbanken har siden 2010 hatt et program for grønne obligasjoner for finansiering av klima- og miljøriktige investeringer i kommunal sektor. Utstedelser fra foretak innen vannkraft og elektrisitetsforsyning står for 20 prosent av utestående volum av grønne obligasjoner på Oslo Børs, mens eiendomsselskaper står for 13 prosent.

Grønne utlån

Markedet for grønne utlån har vokst betydelig de senere årene. I 2018 ble det innvilget grønne utlån for USD 61 mrd. globalt.[41] Det utgjør 45 prosent av utstedelsene av grønne obligasjoner samme år. Grønne lån kan være bilaterale eller syndikerte. Som for grønne obligasjoner er det ulike standarder i markedene for hvilke typer lån som kvalifiserer til betegnelsen grønne lån. I Storbritannia har Loan Market Association utarbeidet en liste over prosjekter som kvalifiserer til grønne lån. Denne bygger på listen over prosjekter som kvalifiserer til grønne obligasjonslån utarbeidet av ICMA.

Långiverne av grønne utlån søker å finansiere disse ved å utstede grønne obligasjoner. En rekke norske banker tilbyr grønne utlån. I personmarkedet omfatter dette boliglån med energimerking A eller B samt grønne billån til kjøp av bil med nullutslipp. Grønne boliglån finansieres ved utstedelse av grønne OMF-er. I bedriftsmarkedet tilbyr flere banker bedriftslån for finansiering og refinansiering av grønne aktiviteter. Kommunalbanken tilbyr grønne lån til klima- og

miljøriktige investeringer i kommunal sektor. Prosjekter innen sju definerte områder kan søke om grønne lån, og renten på slike lån er 0,1 prosentpoeng lavere enn på ordinære lån.

Grønne fond

Grønne fond er utbredt i form av aksjefond og obligasjonsfond. Grønne fond spenner over SRI-fond (Social Responsible Investing), ESG-fond (Environment, Social and Governance) til fond eksplisitt konsentrert om bærekraft og overgang til lavutslippsøkonomi.

I Norge omfatter Svanemerket fra 2017 også investeringsfond. Kriteriene for svanemerkede fond er dels krav om fravær av investeringer innen spesifiserte aktiviteter (fossil energi, våpen mv.), dels krav til hvor stor andel av investeringene som må ha oppnådd en god karakter i ESG-vurderinger. Grønne bransjer som fornybar energi, vannrensing m.m. omfattes av ordningen. Ved utgangen av oktober 2019 var det det tolv svanemerkede norske fond, hvorav ni aksjefond og tre rentefond.

INVESTERINGER GJENNOM VERDIPAPIRFOND

Både husholdninger og større investorer har store indirekte investeringer i aksje- og rentemarkedene i form av verdipapirfondsandeler. Siden finanskrisen er samlet forvaltningskapital i verdipapirfond hos norske forvaltere mer enn firedoblet, og var om lag 1270 mrd. kroner42 ved utgangen av tredje kvartal 2019. Til sammenlikning var publikumsinnskudd i banker ca. 2700 mrd. kroner. Økningen kommer i stor grad fra verdistigning, som har vært positiv i alle år unntatt 2011 og 2018, se figur 4.17. I tillegg har fondene hatt positiv nettotegning i samtlige år etter 2008.

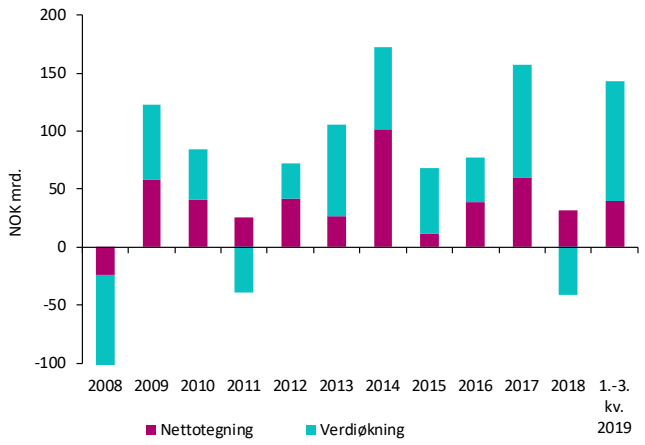
Blant annet som følge av sterk vekst i innskuddspensjon, vokser husholdningenes beholdning av verdipapirfond raskere enn markedet generelt. 36 prosent av samlede fondsinvesteringer eies nå av husholdningene direkte eller gjennom pensjonsprodukter der de bestemmer allokeringen, mot 31 prosent i 2008.

Nettotegning i rentefond har vært positiv siden den internasjonale finanskrisen, mens nettotegning i aksjefond i større grad varierer.

Blant annet på grunn av lavt rentenivå, har volumet av nettotegning i rentefond vært betydelig på globalt nivå de senere årene. Flere internasjonale aktører har i den forbindelse uttrykt bekymring for at verdipapirfond investerer i stadig mindre likvide aktiva for å oppnå ønsket avkastning, se figur 4.18. Gjennomsnittlig kredittkvalitet på instrumentene i rentefondenes beholdninger er lavere enn tidligere, se figur 4.19. Dette øker likviditetsrisikoen og gjør fondene mer utsatte for prissvingninger ved reprising av risiko, noe som kan forsterke investorenes innløsning av fondsandeler. Det kan føre til ytterligere prisfall på de underliggende verdipapirene og sette i gang en negativ selvforsterkende spiral. I Europa måtte flere store fond sommeren 2019 midlertidig stenge for innløsninger på grunn av illikvide investeringer. Enkelte av fondene har i ettertid måttet avvikle virksomheten som følge av sviktende tillit. Globale stresstester fra IMF antyder at 15 prosent av rentefond og opp mot 50 prosent av høyrentefond ikke har tilstrekkelig likvide aktiva til å møte innløsninger på nivå med høyeste historiske månedsinnløsning i perioden 2000–2019.

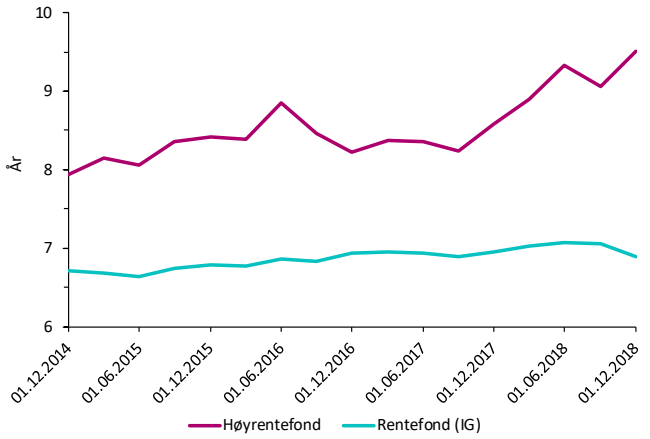
I en stresstest[43] gjennomført av den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA), anslås at de fleste typer rentefond, unntatt en del høyrentefond, vil kunne håndtere ukentlige innløsningskrav på 5 til 10 prosent av forvaltningskapitalen. Et slikt nedsalg kan imidlertid føre til at avkastningskravet for rentepapirer øker med 40 basispunkter for høykvalitetsaktiva og med 320 basispunkter for statsobligasjoner utstedt av framvoksende økonomier. Dersom fondene velger å selge de mest likvide posisjonene først, framfor å selge like deler likvide og ikke-likvide aktiva, reduseres markedsforstyrrelsen, men fondene løper da en større risiko for ikke å kunne møte ytterligere innløsningskrav. For å redusere sannsynligheten for slike hendelser, plikter alle forvaltere å gjennomføre regelmessige likviditetsstresstester. Finanstilsynet planlegger å gjennomføre et tematilsyn om forvaltningsselskapenes likviditetsstyring i 2020.

4.17 Endring i forvaltningskapital i fond av norske forvaltere



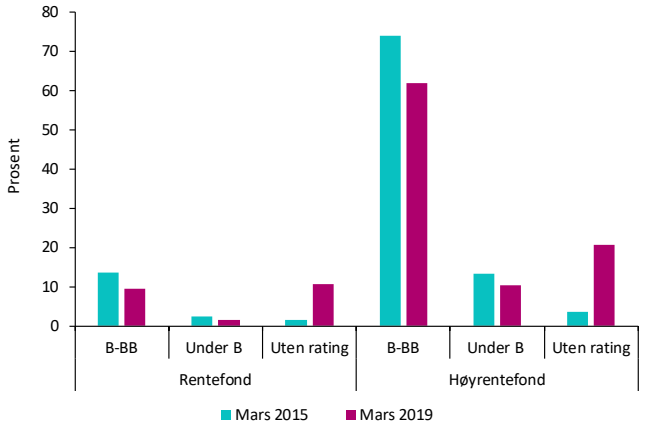
Kilder: Verdipapirfondenes forening og Finanstilsynet

4.18 Effektiv løpetid rentefond, globalt



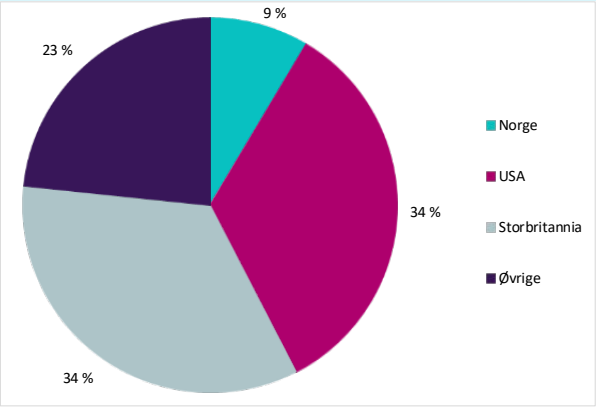
Kilde: IMF

4.19 Andel av portefølje med lavere kredittkvalitet, rentefond globalt



Kilde: IMF

4.A Landfordeling for posisjonsholdere i det norske markedet per 30. september 2019



Kilde: Finanstilsynet

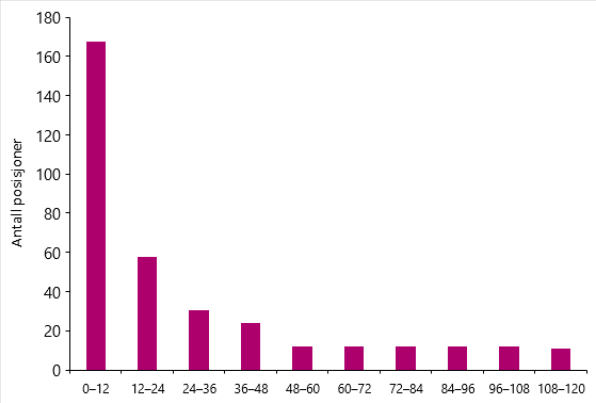
Boks 8: Shortsalg i det norske aksjemarkedet

Med "shortsalg" menes normalt salg av et finansielt instrument som selgeren ikke eier på det tidspunkt salgsavtalen inngås. For aktørene i finansmarkedet har shortsalg lenge vært et nyttig verktøy for å oppnå fortjeneste på prisfall eller for å sikre prisen i et finansielt instrument. Shortsalg kan bidra til å dempe prisoppgang på finansielle instrumenter, men kan også forsterke kursfall på enkeltaksjer og i aksjemarkedet generelt. Det var denne type bekymringer som gjorde at flere medlemsstater i EU under finanskrisen i 2008 innførte tiltak som i varierende grad begrenset eller forbød shortsalg av visse typer eller alle verdipapirer. Erfaringen man senere gjorde seg, var at ukoordinerte tiltak var lite effektive og medførte uklare forhold for markedsaktørene. På denne bakgrunn besluttet EU å utarbeide regulering av shortsalg.

Shortsalgforordningen* ble gjennomført i norsk rett med virkning fra januar 2017. Forordningen inneholder blant annet et generelt forbud mot udekket shortsalg av aksjer og statspapirer.

* Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 236/2012 av 14. mars 2012 om shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler

4.B Antall posisjoner fordelt fra største tiendedel til minste tiendedel av offentlige posisjonsholdere i det norske markedet per 30. september 2019



Kilde: Finanstilsynet

Dette innebærer at shortselger må ha sikret tilgang til verdipapiret på oppgjørsdagen slik at faktisk oppgjør kan finne sted. For aksjer kan for eksempel oppgjøret sikres ved å låne tilsvarende aksjer. For å lukke shortposisjonen må et tilsvarende antall aksjer senere kjøpes i markedet og leveres tilbake til den opprinnelige eier i henhold til avtale.

Forordningen pålegger også investorer en plikt til å rapportere netto shortposisjoner som overstiger 0,2 prosent av utstedt aksjekapital og deretter for hvert 0,1 prosentpoeng. Posisjoner over 0,5 prosent skal offentliggjøres på Finanstilsynets nettsted, se ssr.finanstilsynet.no. Før regelverket trådte i kraft i Norge, var oppfatningen hos markedsaktører at short-handel var relativt begrenset sammenlignet med andre land. Omfanget av netto shortposisjoner viste seg å være større enn antatt. 2. januar 2017 var det registrert 184 aktive netto shortposisjoner, mens det ved inngangen til 2019 var registrert 341 netto shortposisjoner.

I Finanstilsynets shortsalgregisteret var det ved utgangen av tredje kvartal 2019 registrert 257 aktive posisjonsholdere, det vil si posisjons-holdere som hadde rapportert minst én netto shortposisjon. Investorer fra Storbritannia og USA er dominerende, med henholdsvis 88 og 87 posisjonsholdere, mens 22 av posisjonsholderne er norske, se figur II.1. Et lite antall aktører står for shortposisjoner i et stort antall ulike aksjer, se figur II.2. Dette er en trend man også ser i EU. Tall fra EU viser for øvrig at de største posisjons-holderne er hedgefond og profesjonelle kapitalforvaltere. Det samme er tilfelle i Norge.

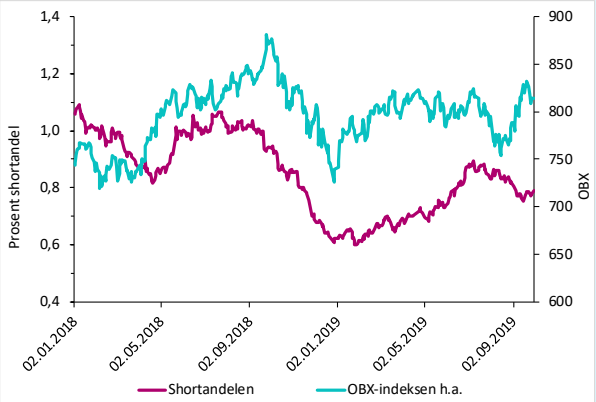
Totalt har det vært rapportert netto shortposi-sjoner i 118 selskaper i det norske markedet. Blant disse har 66 selskaper hatt én eller flere offentlige posisjoner. Omtrent 74 prosent av de posisjonene som er rapportert, er ikke offentliggjort, da de er under terskelen på 0,5 prosent. I EU var tallet tilnærmet likt, med 71 prosent.

Investortilpasning og shortposisjoner som markedssignal

Antallet shortposisjoner i det norske markedet avtar med størrelsen på posisjonene. Det kan blant annet skyldes at publisering påvirker investoratferden.

I en analyse av netto shortposisjoner i EU* fant ESMA at offentliggjøringsterskelen påvirket investorer som ønsker å holde sin strategi skjult for andre investorer. Mange investorer unngikk å bryte offentliggjøringsterskelen ved å forbli i intervallet rett under lengst mulig. I tillegg ble det observert at investorer i mindre grad øker sine netto shortposisjoner i intervallet rett under offentliggjøringsterskelen enn om de har posisjoner som med god margin er under terskelen eller totalt sett over terskelen. Det virket derimot ikke som at dette var av betydning for investorer som allerede hadde hatt en offent-lig posisjon i aksjen. ESMAs analyse viste også antydninger til at offentliggjøring av posisjoner forsterket flokkatferd, da man kunne se en økning i netto shortposisjoner fra andre investorer i en aksje like etter at en posisjon ble offentliggjort.

4.C Shortandelen sammenlignet med OBX-indeksen



Kilder: Finanstilsynet og Oslo Børs

I Norge er det stor interesse rundt Finanstilsynets shortsalgregister. I gjennomsnitt er det registrert over 2600 oppslag per handelsdag i 2019, noe som indikerer at aktører benytter registeret som en kilde til markedsinformasjon.

Shortandel i aksjer som inngår i OBX-indeksen

Oslo Børs' OBX-indeks består av de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs. I den nåværende indeksen har 8 av aksjene ikke vært gjenstand for netto shortposisjoner over offentliggjøringsterskelen på 0,5 prosent. Det er visse tendenser til konsentrasjon av shortposisjoner rundt noen aksjer på OBX-indeksen, der enkelte har vært shortet i vesentlig grad, mens andre ikke har vært shortet i det hele tatt. På det meste har det vært registrert en shortandel på 18,7 prosent i en enkelt aksje på OBX.

Figur 4.C viser utviklingen i den vektede andelen av shortede aksjer på OBX-indeksen, "shortandelen", sammenlignet med indeksen. Shortandelen er regnet ut ved å ta prosentandelen av shorting i aksjene i det enkelte selskap multiplisert med forholdstallet mellom selskapets markedsverdi og indeksens markedsverdi.

* ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1, 2018 s. 61 flg.

Gjennomsnittet av denne verdien for alle 25 selskaper på indeksen vil utgjøre shortandelen. Dette skal gi et representativt bilde av hvor stor del av aksjene i indeksen som er shortet relativt til markedsverdien.

Den vektede shortandelen avtok i forhold til OBX-indeksen fra tredje kvartal 2018, før shortandelen igjen økte våren 2019. Dette kan indikere at flere posisjonsholdere valgte å ta gevinst høsten 2018, og så inngikk relativt få posisjoner etter korreksjonen mot slutten av 2018 og fram til markedet hentet seg inn i 2019.

Risiko for markedsforstyrrelser i det norske markedet

For de fleste selskaper notert på Oslo Børs er shortandelen lav, samtidig som forbudet mot udekket shortsalg bidrar til å redusere risikoen for destabiliserende nedadgående prisspiraler. Det begrenser eventuelle virkninger av shorthandel.

Shortandelen i enkeltselskaper har vært opp mot 20 prosent i perioder. I slike tilfeller kan en plutselig prisstigning føre til at investorer med shortposisjoner må kjøpe verdipapirer for å dekke tapet i shortposisjonene, noe som igjen vil forsterke prisoppgangen – ofte omtalt som en "short squeeze". Maksimalt tap i en shortposisjon er ubegrenset, i motsetning til vanlig handel, der maksimalt tap er begrenset til investert beløp, og blant annet i lys av dette kan shorthandel medføre en viss risiko for markedsforstyrrelser også for det norske markedet.

NOTER

[1] Statens lånekasse for utdanning har i 2019 endret måned der studielån blir omgjort til stipend. Dette påvirker veksten i husholdningenes kreditt. Statistisk sentralbyrå anslår at veksten hadde vært 0,2 prosentpoeng høyere i perioden juli til oktober hvis man ser bort fra denne endringen.

[2] https://www.finanstilsynet.no/contentassets/9f05412c74954a7b8c334ce4d061c23b/boliglansundersokelsen-2019.pdf

[3] Beregninger basert på inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger fra Statistisk sentralbyrå. Svært høy gjeldsbelastning defineres her som over fem ganger inntekt etter skatt. Gjeldsbelastning beregnet på likningsdata fra Statistisk sentralbyrå er ikke direkte sammenliknbar med gjeldsgrad beregnet på tall fra boliglånsundersøkelsen, fordi inntekt og gjeld har noe ulik definisjon.

[4] Se https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_3034

[5] Non-financial reporting directive

[6] Se for eksempel "The Greenium matters: evidence on the pricing of climate risk", European Commission, Joint Research Centre.

[7] Se Resultatrapport for finansforetak, 3. kvartal 2019 og Soliditet i finansforetak 3. kvartal 2019.

[8] Regionsparebanker: SpareBank 1 SR-Bank, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 Østlandet, SpareBank 1 Nord-Norge, Sparebanken Sør, Sparebanken Vest. Forbrukslånsbanker: Santander Consumer Bank, Instabank, Eika Kredittbank, BB bank, BRAbank, Bank Norwegian, MyBank, Optin Bank, Komplett Bank, Easybank. Øvrige: Øvrige norske banker.

[9] https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/kapitalkrav-for-avtaler-om-kjop-av-misligholdte-lan/

[10] Av norske banker er det kun DNB Bank som er underlagt krav om buffer for systemviktige banker. Videre er pilar 2-krav foretaksspesifikke, og nivået i figuren er satt til gjennomsnittlig krav for de sju største norske bankene per tredje kvartal 2019. De formelle vedtakene om pilar 2-krav startet i 2016, men Finanstilsynet har fra 2008 vurdert de ulike bankenes kapitalmålsetting og tydeliggjort forventet nivå på ren kjernekapitaldekning.

[11] https://www.finanstilsynet.no/contentassets/a23a05984acc4d0790aa1019e7b2531a/krav-til-banker-som-soker-om-irb.pdf

[12] På grunn av dårlig tilgang på data om OMF notert i utlandet er denne analysen er basert på OMF notert på norske børser. Omtrent 60 prosent av totalvolumet av OMF utstedt av norske kredittforetak, er utstedt i utlandet. Finanstilsynet gjennomførte en tilsvarende analyse av likviditeten i OMF-markedet i temakapittel II i Finansielt utsyn juni 2016. Se denne for en gjennomgang av teori og datasett brukt i analysen.

[13] For mer informasjon om lønnsomhetsutviklingen i forsikringsforetakene og pensjonskassene, se Finanstilsynets kvartalsvise resultatrapporter for finansforetak: https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/resultatrapport-for-finansforetak/

[14] For flere detaljer om soliditetssituasjonen i forsikringsforetakene og pensjonskassene, se Finanstilsynets soliditetsrapporter (https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/soliditetsrapporter-for-finansforetak/)

[15] EIOPA Consultation Paper on the Opinion on the 2020 review of Solvency II https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-BoS-19-465_CP_Opinion_2020_review.pdf

[16] Rapport om informasjon og rådgivning til medlemmer av innskuddspensjonsordninger, Finanstilsynet 23. april 2019: https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/informasjon-og-radgivning-til-medlemmer-av-innskuddspensjonsordninger--kartlegging-av-livsforsikringsforetakenes-praksis/

[17] ECB FSR 201905: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201905~266e856634.en.html#toc1

[18] https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-i-forsikringsforetakenes-kapitalkrav-for-boliglan/id2681231/

[19] https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lovendringer-om-investeringer-i-forsikringsfremmed-virksomhet-trer-i-kraft-i-2019/id2622713/

[20] https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019#FullReport

[21] EIOPA FSR 201806: https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA_FSR_June2019.pdf

[22] ECB FSR 201905

[23] https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/regelverket-for-garanterte-pensjonsprodukter--utkast-til-horingsnotat/

[24] https://www.finansnorge.no/statistikk/skadeforsikring/bransjeregnskap/

[25] https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2019/10/klimarapport-klimakostnadene-oker/

[26] Figur 4.1 viser utviklingen i aksjeprisindekser, og inkluderer ikke reinvestert utbytte som i totalavkastningsindekser. Totalavkastningsindeksen til MSCI var i november 2019 om lag 45 prosent høyere enn totalavkastningsindeksen i oktober 2007, som var toppnivået før finanskrisen inntraff. Prisindeksen til MSCI var i november 2019 ennå ikke tilbake på samme nivå som i oktober 2007.

[27] Avkastningen er beregnet med utgangspunkt i totalavkastningsindekser, som inneholder både prisendringer og selskapenes utbyttebetalinger. Utviklingen i prisindeksene, som ikke inkluderer utbyttebetalinger, for Norge og USA var negativ i henholdsvis 21 og 13 år.

[28] Gjennomsnittlig årlig prisendring i Norge er beregnet til 7,0 prosent for perioden 1970–2018 og til 4,0 prosent for siste femårsperiode (november 2014 til november 2019). Forskjellen mellom tallene i tekstavsnittet og denne fotnoten kan tilskrives selskapenes utbyttebetalinger. Disse betalingene utgjør en vesentlig andel av investorenes totalavkastning.

[29] I de europeiske aksjemarkedene var gjennomsnittlig totalavkastning minus 10 prosent, i Nord-Amerika minus 4,8 prosent, i Japan minus 15 prosent og i Norge minus 2 prosent.

[30] Fra om lag 24 til 28 prosent for land der totalavkastningen har vært svært høy og fra om lag 11 til 13 prosent i land med høy avkastning. For Norge var totalavkastningen i årets 11 første måneder 11 prosent.

[31] Se Global Financial Stability Review, October 2019, IMF.

[32] Figur 4.2 er basert på månedlige indeksendringer. Konklusjonen endres ikke om beregninger tar utgangspunkt i daglige eller årlige avkastningsrater. I en statistisk test (Jarque-Bera) forkastes nullhypotesen om normalfordelt avkastning i det norske aksjemarkedet på 95 prosent konfidensnivå.

[33] Korrelasjonskoeffisienten mellom avkastningen i det norske og amerikanske aksjemarkedet var i gjennomsnitt 0,45 i perioden 1970–1999 og 0,65 i perioden 2000–2019. Tilsvarende for det norske og de europeiske aksjemarkedene var henholdsvis 0,52 og 0,76.

[34] Se Global Financial Stability Review, October 2019, IMF.

[35] Se for eksempel Global Financial Stability Review, October 2019, IMF

[36] Forskjellen var nesten 2 prosentpoeng. Den norske statsobligasjonsrenten (fem år) var om lag 1,2 prosent, mens eurorenten var minus 0,6 prosent.

[37] Ved utgangen av november 2019 var renten på amerikanske statsobligasjoner med løpetid fem år om lag 1,6 prosent.

[38] BBB-obligasjoner er investment grade-obligasjoner, som innebærer at kredittrisikoen vurderes (av kredittvurderingsbyråene) som lav.

[39] Målt som differansen mellom effektiv rente på statsobligasjoner med løpetid 5 år og effektiv rente på foretaksobligasjoner med kredittvurdering BBB og løpetid 5 år.

[40] Andeler gjelder obligasjoner som er registrert i Stamdata.

[41] Kilde: Institute of International Finance.

[42] I tillegg kommer investeringer for om lag 200 mrd. kroner i alternative investeringsfond. De omtales ikke her, men det vises til Finansielt utsyn juni 2019, kapittel 5, for en nærmere omtale av disse.

[43] https://www.esma.europa.eu/file/52458/download?token=Bt2yeI1k

FINANSTILSYNET
Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

Telefon 22 93 98 00
post@finanstilsynet.no
finanstilsynet.no