



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

FINANSIELT UTSYN

DECEMBER 2018



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 2018

OPPSUMMERING	3
DEL I: ØKONOMISK BAKGRUNN OG RISIKOOMRÅDER	7
KAPITTEL 1 REALØKONOMI OG FINANSMARKEDER	8
Internasjonal økonomi	8
Norsk økonomi	10
KAPITTEL 2 RISIKOOMRÅDER	13
Husholdningenes finansielle utsatthet	13
Næringseiendom	18
Risikofaktorer i internasjonal økonomi	21
Klimarisiko	24
DEL II: FINANSFORETAK OG VERDIPAPIRMARKEDET	27
KAPITTEL 3 BANKENE	28
Lønnsomhet og soliditet i norske banker	28
Likviditetsreserver og finansieringsstruktur	29
Kapitaldekningen i norske banker etter finanskrisen	34
Netto renteinntekter og andre driftsinntekter	36
Forbrukslån	37
KAPITTEL 4 FORSIKRING OG PENSJON	41
Lønnsomhet og soliditet i pensjonsinretningene	41
Endring i markedet for privat tjenstepensjon	44
Livsforsikringsforetakenes investeringer og bruk av derivater	45
KAPITTEL 5 VERDIPAPIRFINANSIERING OG -INVESTERINGER	51
Det norske aksjemarkedet	51
Det norske obligasjonsmarkedet	53
Bedriftenes finansieringsstruktur	54
Investorer i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet	56
Verdipapirfond som spareform og kapitalkilde for næringslivet	57
KAPITTEL 6 REGULERING	63
Banker	63
Forsikringsforetak og pensjonskasser	67
Verdipapirmarkedet	67
Regelverk som omfatter flere typer finansielle foretak	68
DEL III: TEMAKAPITLER	70
TEMA I: UNDERSØKELSE AV BANKENES BOLIGLÅNSPRAKSIS	71
TEMA II: LIKVIDITETSSTRESSTEST AV BANKER	79
TEMA III: VAREHANDELSNÆRINGEN	84

OPPSUMMERING

Redaksjonen avsluttet 4. desember 2018.

Oppdatering 6. desember 2018:

-byttet figur II.1

-mindre forflytninger i fotnoter

OPPSUMMERING

I september 2008 gikk den fjerde største investeringsbanken i USA, Lehman Brothers, konkurs. Den internasjonale finanskrisen brøt ut og førte til store realøkonomiske tap. I enkelte land måtte offentlige myndigheter overta bankers forpliktelser for å unngå sammenbrudd i det finansielle systemet. Mange land førte ekspansiv penge- og finanspolitikk gjennom flere år for å dempe virkningene av krisen. Ettervirkningene merkes ennå i flere land i form av ledig kapasitet, lave renter og høy offentlig og privat gjeld.

Norge ble i mindre grad påvirket av krisen enn mange andre land. En av årsakene var at norske banker var relativt godt kapitalisert og lite eksponert mot internasjonale obligasjoner som falt mye i verdi. I tillegg etablerte norske myndigheter blant annet støtteordninger for å sikre bankene finansiering ("bytteordningen") og tilførsel av egenkapital (Statens finansfond). Dette bidro til å bevare tilliten til norske banker og opprettholde tilgangen på kreditt for foretak og husholdninger.

I årene etter finanskrisen har kapitalkravene for finansforetak økt, og det er innført kvantitative likviditetskrav. Det nye regelverket skal både gjøre det enkelte finansforetak mer robust og bidra til å begrense systemrisikoen i finansnæringen.

God lønnsomhet, blant annet som følge av lave utlånstap, har gjort det mulig for norske banker å oppfylle økte kapitalkrav i stor grad ved å holde tilbake overskudd. Lavere risikovekter har også bidratt til å øke målt kapitaldekning. Norske banker har også økt den uvektede kjernekapitalandelen siden finanskrisen. Bankene tilfredsstiller kravene til likviditetsbuffer og har fått mer langsiktig markedsfinansiering. Norske banker er dermed bedre rustet enn tidligere til å yte kreditt ved et økonomisk tilbakeslag og økte tap.

Fortsatt finansieres mange norske banker, særlig de største, i norske og utenlandske penge- og kapitalmarkeder. Dette gjør bankene sårbare for markedsuro. Bankenes utlån med pant i bolig har økt betydelig de siste årene 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 både for bankenes kreditt- og likviditetsrisiko. Finanstilsynets stresstesting av likviditeten i sju store banker illustrerer at bankene er sårbare dersom OMF-markedet skulle tørke inn.

EUs kapitaldekningsdirektiv (CRD IV) og -forordning (CRR) er ventet å bli innlemmet i EØS-avtalen om kort tid. Dette innebærer at SMB-rabatten innføres og gulvet på risikovektet beregningsgrunnlag fjernes for banker som bruker interne modeller i risikoberegningen (IRB). Den formelle kapitaldekningen vil dermed isolert sett øke, uten at dette øker den faktiske soliditeten. Etter Finanstilsynets vurdering er det viktig at gjennomføringen av CRD IV og CRR ikke bidrar til en generell svekkelse av norske bankers faktiske soliditet. Ved godkjenning og oppfølging av interne modeller vil Finanstilsynet legge vekt på at disse er robust kalibrert med betryggende sikkerhetsmarginer. Finanstilsynet vil ved fastsettelsen av pilar 2-krav legge vekt på at disse kravene skal dekke risiko som ikke fullt ut dekkes av pilar 1-kravet. I vurderingen av bankenes soliditet legger Finanstilsynet vekt på uvektet kjernekapitalandel, og tilsynet vil bidra til at bankenes soliditet målt på denne måten ikke svekkes framover.

Soliditeten i livsforsikringsforetakene er styrket, og foretakene oppfyller de nye solvenskravene (Solvens II) som trådte i kraft i 2016. Det lave rentenivået har gjort det utfordrende å oppnå garantert avkastning på investeringene. For livsforsikringsforetak med en høy andel garanterte forpliktelser har tilpasningen til de nye kravene vært spesielt utfordrende. Overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger har hatt særlig betydning for disse foretakene.

OPPSUMMERING

Finanstilsynet er opptatt av at soliditetsreglene ikke skal stimulere til arbitrasjemotivert flytting av utlån mellom banker og forsikringsforetak. Enkelte eiendeler pålegges relativt lave kapitalkrav i Solvens II, herunder boliglån med lav belåningsgrad. Norske myndigheter kan imidlertid sette en nedre grense for estimert tap ved mislighold for å sikre at forsikringsforetak har tilnærmet samme kapitalkrav for eksponering mot pantelån som banker. Finansdepartementet ba i oktober 2018 Finanstilsynet vurdere hvorvidt og eventuelt hvordan dette handlingsrommet bør benyttes. Departementet har bedt om Finanstilsynets vurdering og eventuelt høringsnotat og utkast til endringsforskrift innen utgangen av mars 2019.

Finansdepartementet fastsatte i juni 2018 nye solvenskrav for pensjonskasser, som trer i kraft neste år. De nye kravene er en forenklet versjon av Solvens II og skal fange opp risiko i hele virksomheten. Samlet sett ligger pensjonskassene godt an til å oppfylle nye solvenskrav.

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 om forventet avkastning, risiko og kostnader knyttet til innskuddsordningene. Overgang til innskuddsbaserte ordninger kan ha konsekvenser for husholdningenes sparing ved verdifall på verdipapirer og eiendom. Dersom husholdningene, ved en konjunkturedgang eller prisfall i verdipapirmarkedene, øker sparingen for å kompensere for redusert markedsverdi på pensjonsmidlene, kan de negative effektene bli sterkere enn de ville blitt i et ytelsesbasert pensjonssystem.

Boligpriser og husholdningsgjeld i Norge er på historisk høye nivåer. Dette skyldes blant annet god tilgang til kreditt til lav rente. Husholdningenes gjeldsvekst har i flere år vært vesentlig høyere enn inntektsveksten, slik at gjeldsbelastningen er høyere

enn noen gang. Det er fare for at husholdningenes gjeld vil fortsette å vokse raskere enn den disponible inntekten de nærmeste årene. Gjeldsbelastningen vil i så fall øke ytterligere.

Husholdningene er sårbare for inntektsbortfall og renteøkning. Høy gjeldsbelastning innebærer at selv en relativt moderat oppgang i rentene vil føre til betydelig høyere rentebelastning. Fordi det er flytende rente på det meste av gjelden, vil en renteøkning nesten umiddelbart redusere husholdningenes disponible inntekt.

Årlig gjennomfører Finanstilsynet en undersøkelse av nye lån med pant i bolig blant et utvalg banker (boliglånsundersøkelsen). Boliglånsundersøkelsen høsten 2018 viser en vesentlig økning i gjennomsnittlig gjeldsbelastning for låntakere som har tatt opp nye boliglån. I tillegg har både andelen nye nedbetalingslån med samlet gjeld over fem ganger brutto årsinntekt og andelen med belåningsgrad over 85 prosent, økt noe fra fjorårets undersøkelse. Økningen er størst blant yngre låntakere. Andelen er likevel lavere enn før innstrammingen av boliglånsforskriften i januar 2017.

Etter Finanstilsynets vurdering har boliglånsforskriften i hovedsak fungert godt. Innstrammingen fra januar 2017 har bidratt til strammere utlånspraksis. Likevel har veksten i husholdningenes gjeld holdt seg høy. Finansdepartementet fastsatte ny boliglånsforskrift i juni 2018, som innebærer en videreføring av den tidligere forskriften med noen mindre endringer. Forskriften gjelder fram til 31. desember 2019.

Forbrukslån, dvs. utlån uten pantesikkerhet til personkunder, markedsføres aktivt av banker og finansieringsforetak. Veksten i forbrukslån har avtatt noe, men er fortsatt høy. Det er en risiko for at økonomisk utsatte husholdninger tar opp forbrukslån med høy rente som de senere ikke vil være i stand til å betjene. Dette kan føre til store personlige belastninger for den enkelte låntaker og til både utlånstap og tap av omdømme for bankene. Finanstilsynet fastsatte i juni 2017 retningslinjer for

utlånspraksis ved yting av forbrukslån, og oversendte høringsnotat med utkast til forskrift basert på disse retningslinjene til Finansdepartementet i august 2018. Finansdepartementet har sendt saken på høring. Høringsfristen er 6. desember 2018.

Prisene på næringseiendommer av god kvalitet og med sentral plassering har steget mye over flere år, særlig i Oslo-regionen. Eiendomsselskapene har betydelig bankfinansiering. I den siste tiden har en større andel av finansieringen skjedd ved å utstede obligasjoner, mens andelen banklån er noe redusert. Bankenes utlån til næringseiendomselskaper utgjør imidlertid fortsatt om lag 40 prosent av bedriftsmarkedsporføljen. Høyere rentenivå vil svekke inntjeningen i eiendomsselskapene og samtidig redusere verdien av kreditorenes pantesikkerhet. Finanstilsynet gjennomfører høsten 2018 et tematilsyn for å kartlegge bankers eksponering mot næringseiendom. Resultatene fra tematilsynet vil bli benyttet i oppfølgingen av den enkelte bank.

Flere internasjonale risikofaktorer kan, dersom de inntreffer, forverre markedsforholdene for norske finansforetak. Risikofaktorene kan også føre til en sterk oppgang i rentene, korreksjon i eiendomspriser og en markant forverring av mange husholdningers finansielle situasjon. Nedgang i disponibel inntekt kan føre til en brå og kraftig finansiell konsolidering blant husholdningene. En av erfaringene fra bankkrisen er at en slik utvikling fører til redusert konsumetterspørsel, svekket inntjening for deler av næringslivet og store tap på bankenes utlån til foretakssektoren.

Ifølge det internasjonale valutafondet (IMF) har nedsiderisikoen for veksten globalt økt den siste tiden, mens potensialet for positive overraskelser er redusert. En viktig risikofaktor er knyttet til handelsbarrierer og framtidig vekst i internasjonal handel. USA har allerede iverksatt handelshindrende tiltak som er besvart av Kina. Det er fare for at dette kan utvikle seg til en mer omfattende handelskrig som kan ramme verdenshandelen hardt.

En annen risikofaktor er knyttet til utviklingen i finansmarkedene. Markedet kan oppleve en kraftig

korreksjon dersom for eksempel handelsspenningene forsterkes eller den amerikanske sentralbanken øker styringsrenten mer enn forventet. Det siste kan være som respons på uventet høy inflasjon, og det kan føre til reduserte aksje- og eiendomspriser, økte risikopremier i obligasjonsmarkedene og kapitalutstrømming fra framvoksende økonomier.

Redusert verdenshandel og finansuro vil ramme norsk økonomi. Både inntjeningen i ikke-finansielle foretak og husholdningenes disponible inntekt vil påvirkes negativt. Prisene på aksjer, kredittobligasjoner og fast eiendom kan falle mye og bidra til ytterligere nedgang i økonomien. Redusert aktivitetsnivå og økt arbeidsledighet kan øke bankenes utlånstap betydelig siden låntakernes evne til å betjene gjeld svekkes samtidig som verdien på bankenes pantesikkerheter reduseres. I en slik situasjon vil det ta tid for husholdningene å redusere gjeldsbelastningen og for etterspørselen etter varer og tjenester å ta seg opp igjen. Den historisk høye gjeldsbelastningen i husholdningssektoren kan derfor bidra til å forsterke og forlenge en nedgang i norsk økonomi.

Klimaendringer og overgang til et lavutslippssamfunn innebærer risiko for finansnæringen. Det er en sammenheng mellom klimarisiko og kreditt-, motparts- og markedsrisiko ved at lønnsomheten ved enkelte typer virksomhet eller verdien på aktiva påvirkes av klimaendringer. Klimarisiko kan også påføre foretakene omdømmerisiko dersom investorer og kunder stiller spørsmål ved foretakenes profil og forretningsmodell. Klimarisiko er særlig relevant for skadeforsikring, utlånsvirksomhet og kapitalforvaltning.

Finanstilsynet har en viktig rolle i å forebygge forstyrrelser i det finansielle systemet forårsaket av klimaendringene. Som for andre risikofaktorer, håndteres dette først og fremst gjennom tilsyn med finansforetakenes risikovurderinger og soliditet. Økt usikkerhet krever generelt økte buffere. I statsbudsjettet for 2019 er det varslet at Finanstilsynet vil ha en oppgave i å kartlegge og analysere mulige konsekvenser av klimaendringene for finansnæringen

OPPSUMMERING

og hvilken risiko klimaendringene kan utgjøre for finansforetakene.

DEL I: ØKONOMISK BAKGRUNN OG RISIKOOMRÅDER

Del I beskriver utviklingstrekk i norsk og internasjonal økonomi som kan ha betydning for finansforetak og -markeder.

I kapittel 1 omtales den økonomiske utviklingen internasjonalt og i Norge den siste tiden, prognoser fra sentrale institusjoner og utviklingen i penge- og kapitalmarkedene.

Kapittel 2 omtaler de viktigste risikoområdene for finansiell stabilitet. Husholdningenes gjeld og priser på bolig- og næringseiendom blir drøftet. Sårbarheten i det norske finansielle systemet er i stor grad knyttet til høy gjeldsbelastning i husholdningene og høye eiendomspriser. En vesentlig del av norske bankers utlån er til næringseiendomselskaper. Norske forsikringsforetak har investert i obligasjoner og aksjer utstedt av de samme selskapene, og har store direkte investeringer i næringseiendommer.

KAPITTEL 1 REALØKONOMI OG FINANSMARKEDER

Oppgangen i verdensøkonomien fortsetter, men veksten er dempet og det er store forskjeller mellom land. Arbeidsledigheten har avtatt og er i flere land lavere enn før finanskrisen. Veksten i priser og lønninger har tatt seg noe opp, men er fortsatt forholdsvis lav. Styringsrentene er hevet i flere land, og de lange rentene har økt noe, men fra svært lave nivåer. Aksjekursene har falt i løpet av høsten fra et høyt nivå.

Norsk økonomi er i en moderat oppgangskonjunktur, drevet av blant annet økte oljeinvesteringer. Aktiviteten i økonomien er ventet å ligge over et normalt nivå de neste par årene. Norges Banks renteprognose indikerer en gradvis økning i styringsrenten, og den gjennomsnittlige boliglånsrenten anslås å øke fra 2,4 prosent i september 2018 til i underkant av 4 prosent i 2021.

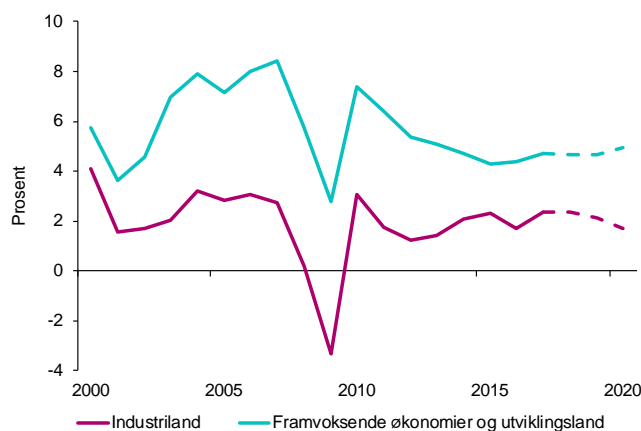
INTERNASJONAL ØKONOMI

Fortsatt oppgang i internasjonal økonomi, men veksten avtar

Oppgangen i verdensøkonomien fortsatte i første halvår 2018. Veksten avtok noe, og det var store forskjeller mellom land. Mens BNP-veksten i USA tok seg vesentlig opp, avtok den i flere europeiske land. Veksten i de framvoksende økonomiene er dobbel så høy som i industrilandene, men også mellom disse landene er det store forskjeller. Høyere oljepris har bedret situasjonen i flere oljeeksporterende land. Renteoppgang i USA og styrket dollar kombinert med landspesifikke problemer har bidratt til kapitalutgang, høyere finansieringskostnader og svekket valutakurs i noen framvoksende økonomier. Handelskonflikter demper vekstutsiktene.

IMF anslo i oktober at global BNP-vekst vil bli 3,7 prosent i både 2018 og 2019, se figur 1.1. Dette er samme nivå som i 2017. Prognosen er svakt nedjustert

1.1 BNP-vekst og prognoser



Kilde: IMF

fra april. Det er særlig vekstutsiktene for land i Latin-Amerika, Midtøsten og Nord-Afrika som er svekket, men også for industrilandene samlet er anslagene litt nedjustert. Dette skyldes særlig at IMF nå antar at konjunkturtoppen er passert i Europa, og vekstanslagene for Tyskland, Frankrike og Italia er markert nedjustert. Også utviklingen i Storbritannia er trukket noe ned. Veksten i USA er antatt å holde seg høy også i 2019, blant annet som følge av en ekspansiv finanspolitikk. Blant de framvoksende økonomiene er det store forskjeller. Veksten i Kina ventes å avta svakt de neste to årene, og IMF framholder at India vil overta som verdens raskest voksende økonomi.

Konjunkturoppgangen har bidratt til at arbeidsledigheten har falt i hele OECD-området, og den er nå lavere enn før finanskrisen, se figur 1.2. IMF venter at ledigheten vil gå ytterligere ned de neste par årene.

Lønnsveksten har tatt seg noe opp i enkelte land, men i mindre grad enn under tidligere oppgangskonjunkturer. Høyere oljepris har bidratt til at konsumprisene også har økt, men den underliggende prisveksten er fortsatt lav i de fleste land. Det forventes at oppgangen i energipriser og et strammere arbeidsmarked i flere land vil kunne gi noe økt lønnsvekst og inflasjon. Det er usikkert hvor mye ledig produksjonskapasitet det er i verdensøkonomien, og i hvilken grad en ytterligere tilstrømming i arbeidsmarkedet vil føre til press på lønninger, konsumpriser og renter.

Stor forskjell i renteutviklingen

Som følge av økt aktivitet og lavere arbeidsledighet har den amerikanske sentralbanken hevet styringsrenten åtte ganger siden slutten av 2015, til intervallet 2,0 – 2,25 prosent. Samtidig har sentralbanken bygget ned den store obligasjonsbeholdningen som ble kjøpt i årene 2008 til 2014 (kvantitative lettelser). Sammen med høyere inflasjon og forventninger om ytterligere rentehevinger har det bidratt til at de lange rentene har økt noe i USA, se figur 1.3.

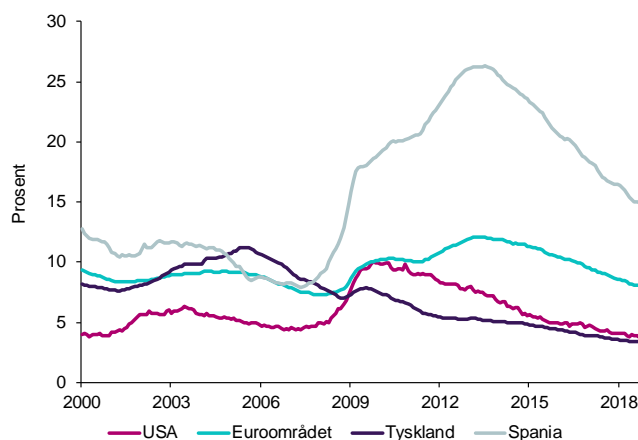
I Europa økte også de lange rentene gjennom høsten 2017 og inn i 2018. Italienske statsobligasjonsrenter steg markant på forsommeren etter politisk uro, regjeringsskifte og utstedelse av ny statsgjeld. Tegn til oppbremsing i tysk økonomi og signaler fra Den europeiske sentralbanken om at en heving av styringsrenten ligger et stykke fram i tid, førte til nedgang i obligasjonsrentene gjennom sommeren, og de tyske lange rentene har holdt seg lave utover høsten. I Storbritannia er prisstigningen over inflasjonsmålet, og Bank of England har hevet renten to ganger, senest i juli, til 0,75 prosent. De lange rentene i Storbritannia har også økt noe.

For flere framvoksende økonomier har tilgangen på finansiering blitt dyrere det siste halvåret. Sterkere oppgang i USA enn i de øvrige industrilandene har ført til større renteforskjeller og styrket dollar. I land med høy utenlandsgjeld i dollar, svak økonomi og stor politisk usikkerhet, som Argentina og Tyrkia, har rentene på statsobligasjoner økt siden sommeren.

Ulik utvikling i aksjemarkedene

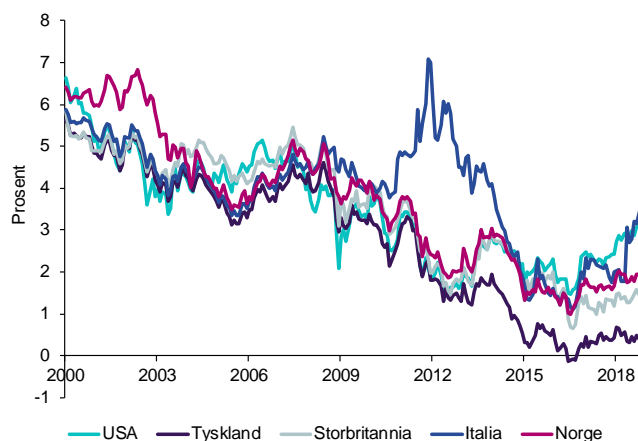
Aksjekursene i USA har økt så langt i 2018, mens kursene på europeiske børser har falt i perioden, se figur 1.4. Også i det norske aksjemarkedet har prisene steget hittil i år. Forventninger om raskere og flere renteøkninger fra den amerikanske sentralbanken, svake tall for den økonomiske utviklingen i Europa og opptrapping av handelskonflikten mellom USA og Kina utløste uro og fall i aksjemarkedene i oktober. Det kinesiske aksjemarkedet er særlig rammet, med et fall på drøyt 13 prosent de første elleve månedene i 2018.

1.2 Arbeidsledighet i utvalgte land



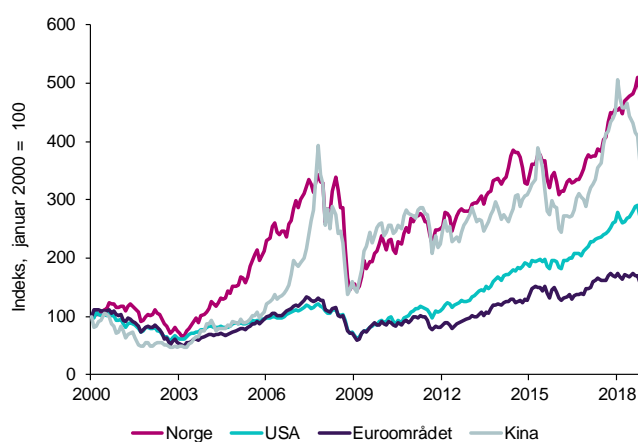
Kilde: Thomson Reuters

1.3 Tiårige statsobligasjonsrenter



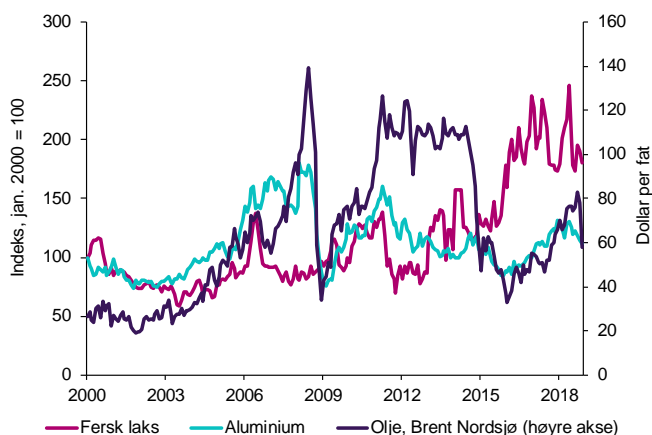
Kilde: Thomson Reuters

1.4 Aksjeindekser*



*MSCI Inc. Total Return. Kilde: Thomson Reuters

1.5 Råvarepriser



Kilde: Thomson Reuters

Høyere oljepris, men lavere priser på aluminium og fersk laks

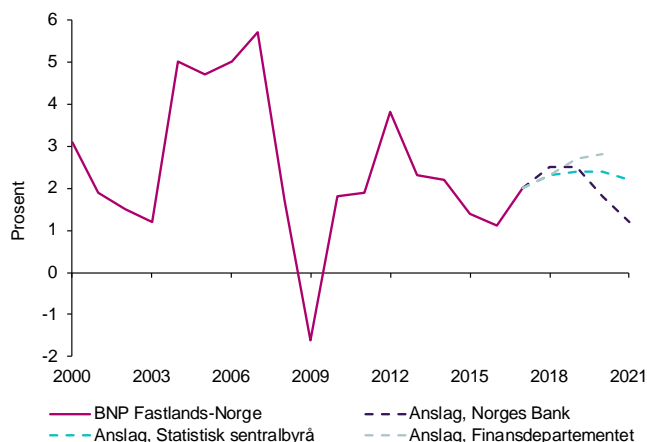
Norge eksporterer mye olje, aluminiumsprodukter og laks, og prisutviklingen på disse råvarene har stor betydning for norsk økonomi. Høy vekst i globalt oljeforbruk, kutt i produksjonen i flere land og nye sanksjoner mot Iran bidro til at oljeprisen økte fra rundt 30 dollar per fat ved inngangen av 2016 til nær 85 dollar per fat i begynnelsen av oktober, se figur 1.5. Store lagre og mindre frykt for nedgang i tilbudet førte til at oljeprisen 3. desember igjen var drøyt 62 dollar per fat. Terminprisene peker i retning av et nivå i underkant av 60 dollar per fat de neste par årene. Prisen på aluminium har også steget kraftig de siste årene, men falt noe tilbake etter en topp i april i år. Prisen på fersk laks steg gjennom første halvår i 2018, men har de siste månedene avtatt til samme nivå som ved inngangen av året. Frossen laks hadde noe svakere prisutviklingen i første kvartal, men prisen har vært stabil gjennom sommeren og høsten og er nå høyere enn for fersk laks. Samlet sett er det god lønnsomhet innenfor norske eksportbedrifter i disse næringene.

NORSK ØKONOMI

Fortsatt konjunkturoppgang i norsk økonomi

Det har vært god vekst i norsk fastlandsøkonomi siden høsten 2016. Dette kan i stor grad tilskrives oppsvinget i internasjonal økonomi, lave renter, bedret konkurransevne og høyere oljepris. Ekspansiv finanspolitikk har også gitt betydelig stimulans. Den kraftige ned-

1.6 BNP Fastlands-Norge. Vekst fra året før



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Finansdepartementet

gangen i oljeinvesteringene som fulgte etter oljeprisfallet i 2014, er snudd til oppgang. Sysselsettingen øker og arbeidsledigheten har avtatt til et historisk sett lavt nivå. Inflasjonen har økt, særlig som følge av høyere elektrisitetspriser. Justert for avgifter og energipriser har økningen i inflasjonen vært noe mindre. Både Finansdepartementet, Norges Bank og Statistisk sentralbyrå venter at BNP for Fastlands-Norge vil øke med rundt 2,5 prosent i 2018 og 2019.

Lavere boliginvesteringer, men vekst i petroleumsinvesteringene

Boliginvesteringene, som har bidratt til å løfte veksten i fastlandsøkonomien i flere år, avtar nå. Prognosene peker mot et fall i boliginvesteringene på rundt 10 prosent i inneværende år og videre nedgang i 2019. Dette motvirkes av økte oljeinvesteringer. Lavere kostnader og forventninger om relativt høy oljepris gjør flere feltutbygginger lønnsomme. Også investeringene i fastlandsnæringene er ventet å øke de neste årene, særlig som følge av noen store enkeltprosjekter. Mens lavere boligbygging og svakere vekst i offentlige investeringsprosjekter demper aktiviteten i bygge- og anleggsvirksomheten, har industrien et oppsving. Dette skyldes at mange industribedrifter har vridd produksjonen mot nye markeder etter at etterspørselen fra petroleumsnæringen falt. Høyere renter, sterkere krone og beskjeden internasjonal vekst bidrar likevel til at veksten i norsk økonomi er ventet å bli moderat sammenlignet med tidligere oppgangskonjunkturer, se figur 1.6.

Fortsatt økning i privat forbruk

Privat konsum steg markert i 2017. Så langt i år har det vært en relativt svak utvikling i forbruket. Norges Bank, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet venter at høyere sysselsetting, økende lønnsvekst og lavere inflasjon vil opprettholde veksten i konsumet de neste par årene. Høyere renter antas å dempe forbruksveksten noe, særlig fordi høy gjeldsbelastning og forventet renteøkning sammen vil redusere husholdningenes disponible inntekt.

Mindre ekspansiv penge- og finanspolitikk

Lave renter og ekspansiv finanspolitikk bidro til relativt god vekst i norsk økonomi etter fallet i oljeprisen i andre halvår 2014. Med høyere vekst i norsk økonomi er den økonomiske politikken lagt om i en mindre ekspansiv retning. I Nasjonalbudsjettet for 2019 legger regjeringen opp til å videreføre en konjunkturnøytral finanspolitikk.

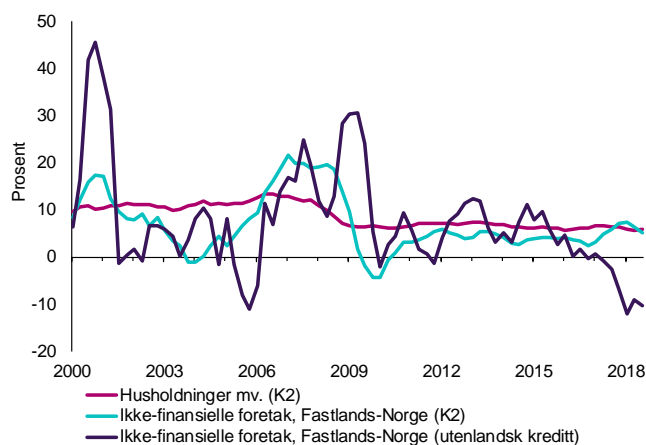
Norges Bank hevet styringsrenten med 0,25 prosentpoeng i september, til 0,75 prosent, etter å ha holdt den uendret siden mars 2016. Norges Bank signaliserte på hovedstyremøtet i september at det ligger an til ny økning i styringsrenten i første kvartal 2019, og at den deretter settes gradvis opp til om lag 2 prosent i 2021.

Avtakende gjeldsvekst i foretak og husholdninger

Veksten i samlet kreditt til Fastlands-Norge (K3) avtok gjennom første halvår 2018 og ligger nå under den nominelle veksten i fastlandsøkonomien. Det er særlig kreditten fra utlandet som trekker ned, se figur 1.7. Utviklingen må ses på bakgrunn av lavere gjeldsopptak innenfor oljevirkosomhet og skipsfart. To tredjedeler av samlet kreditt til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge kommer fra innenlandske kilder. Tolvmåneders-veksten i innenlandsk kreditt til ikke-finansielle foretak var 5,8 prosent i oktober 2018, som er lavere enn ved årsskiftet. Norges Banks utlånsundersøkelse fra tredje kvartal 2018 viste at ikke-finansielle foretaks etterspørsel etter lån var om lag uendret, og at bankene ikke venter vesentlige endringer framover.

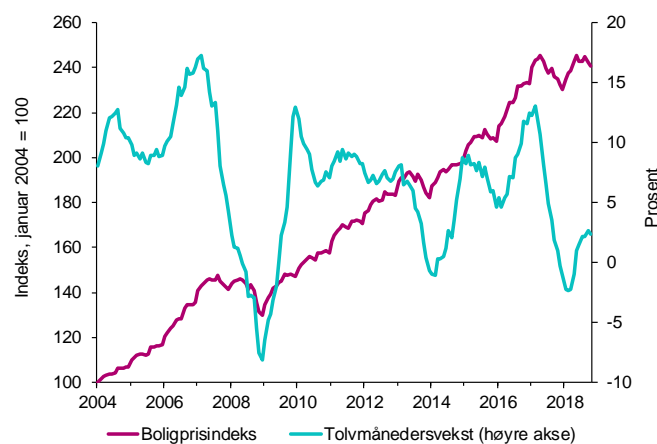
Nedsettelse, konvertering og sletting av obligasjonsgjeld, som ledd i restrukturering, har bidratt til lavere

1.7 Tolvmånedersvekst i innenlandsk og utenlandsk gjeld



Kilde: Statistisk sentralbyrå

1.8 Boligpriser



Kilde: Thomson Reuters

foretaksgjeld. Utviklingen i gjeldsvektet mislighold-sannsynlighet indikerer at kredittrisikoen i ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge avtok noe i 2017, se figur 8 i temakapittel III Varehandelsnæringen.

Husholdningenes gjeld, som hovedsakelig består av boliglån, har økt markert i flere år. Fra utgangen av 2017 har gjeldsveksten avtatt med 0,7 prosentpoeng, til 5,7 prosent i oktober, som fortsatt er høyere enn veksten i husholdningenes disponible inntekter. Noe av nedgangen kan trolig tilskrives fallet i boligprisene i 2017. Så langt i 2018 har boligprisene igjen økt, og i oktober var tolvmånedersveksten 2,4 prosent, se figur 1.8. Norges Banks utlånsundersøkelse viste at husholdningenes etterspørsel etter boliglån var uendret i tredje kvartal, og at bankene venter liten

KAPITTEL 1 REALØKONOMI OG FINANSMARKEDER

endring i husholdningenes låneetterspørsel i fjerde kvartal. Finanstilsynets undersøkelse av bankers utlån med pant i bolig er nærmere omtalt i tema I. De siste årenes gjeldsoppbygging har ført til at husholdningenes gjeldsbelastning (gjeld som andel av disponibel inntekt) er på et meget høyt nivå. Dette har ført til stor sårbarhet i husholdningene ved inntektsbortfall, kraftig boligprisfall og renteøkning.

KAPITTEL 2 RISIKOOMRÅDER

I dette kapitlet framheves de viktigste risikoområdene for norsk økonomi og finansiell stabilitet.

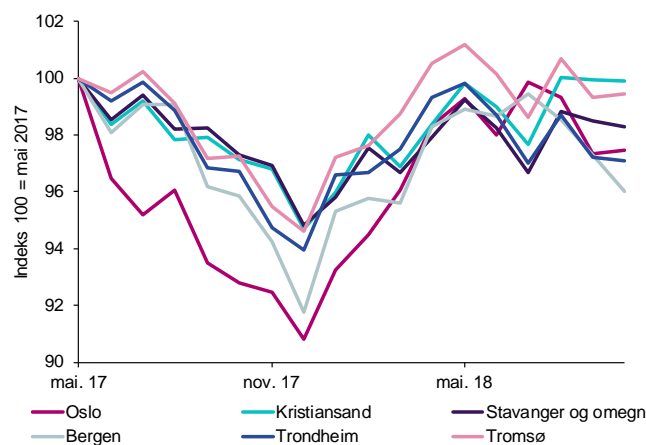
Boligprisene og husholdningenes gjeld er på historisk høye nivåer i Norge. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt mer enn inntektene. Det øker fallhøyden ved et tilbakeslag i økonomien. En stor andel av bankenes utlån er til husholdningene, og mesteparten av disse er sikret med pant i bolig. Det er vesentlig risiko knyttet til utviklingen i boligpriser og i husholdningenes gjeld. Husholdningene er mer sårbare ved inntektsbortfall og renteøkning enn noen gang tidligere.

Prisene på næringseiendom har i flere år økt mye, og transaksjonsvolumet er høyt. Finansforetakene er både direkte og indirekte eksponert mot denne næringen via investeringer og utlån. Høy pris- og gjeldsvekst over tid kan føre til at ubalanser bygger seg opp, øke fallhøyden for prisene på næringseiendom samt øke risikoen for tap i bankene.

Ettervirkningene etter finanskrisen er fortsatt synlige i mange land. Rekordlave renter over lang tid har bidratt til økt gjeldsbelastning og høye eiendomspriser, samtidig som risikopremiene er lave og prisingen i viktige aksjemarkeder er høy. Mange land, foretak og husholdninger er ekstra sårbare for høyere risikopremier og økte renter. Internasjonal handel kan rammes av økt proteksjonisme og det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen i finansmarkedene når rentene etter hvert vil øke.

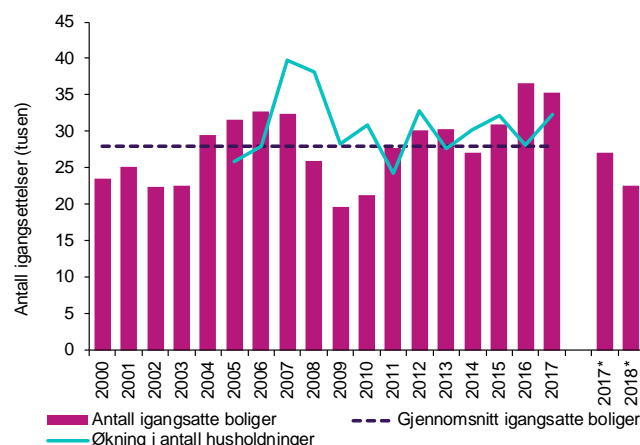
Klimaendringer og overgang til et lavutslippssamfunn er en kilde til risiko for finansnæringen. Klimarisiko anses særlig relevant for skadeforsikring, utlånsvirksomhet og kapitalforvaltning, og reiser også problemstillinger knyttet til forbrukerbeskyttelse.

2.1 Boligprisvekst i de største byene



Kilder: Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

2.2 Igangsatte boliger og vekst i husholdninger



*Fram til tredje kvartal. Kilde: Statistisk sentralbyrå

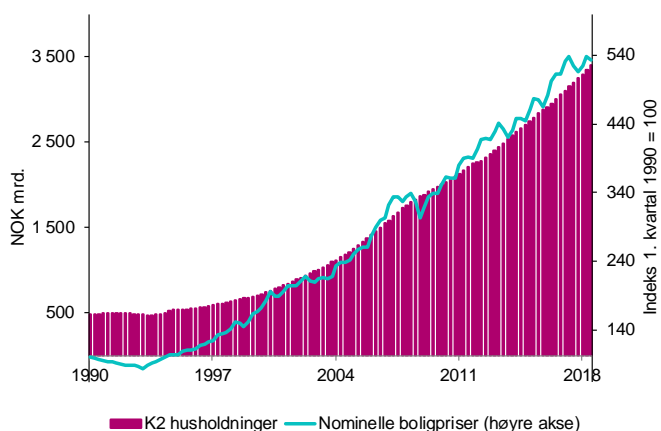
HUSHOLDNINGENES FINANSIELLE UTSATTETHET

Høye boligpriser

Etter en korreksjon i boligprisene i 2017, tok prisene seg opp igjen i første halvår av 2018. I oktober var tolv månedersveksten 2,4 prosent. Prisutviklingen i de store byregionene har vært omtrent lik det siste året, se figur 2.1. Nivået på boligprisene er høyt både i et historisk perspektiv og sammenlignet med andre land.

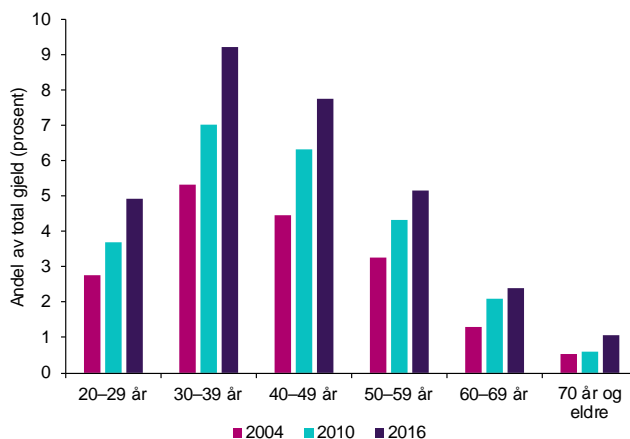
Aktiviteten i boligmarkedet er fortsatt høy. Så langt i år er det lagt ut om lag like mange boliger for salg som i tilsvarende periode i fjor, mens antall solgte boliger er 4,6 prosent høyere. Igangsettingen av nye boliger var godt over gjennomsnittet for 2000-tallet i 2017, se

2.3 Husholdningenes gjeld og boligpriser



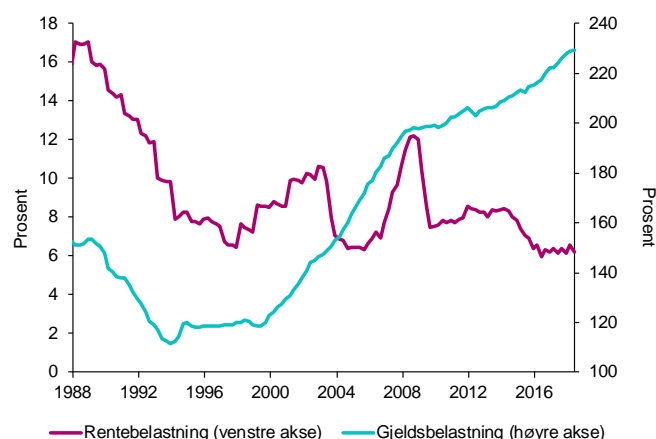
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.6 Husholdninger med gjeld over fem ganger inntekt etter skatt. Andel total gjeld fordelt på hovedinntektstakers alder



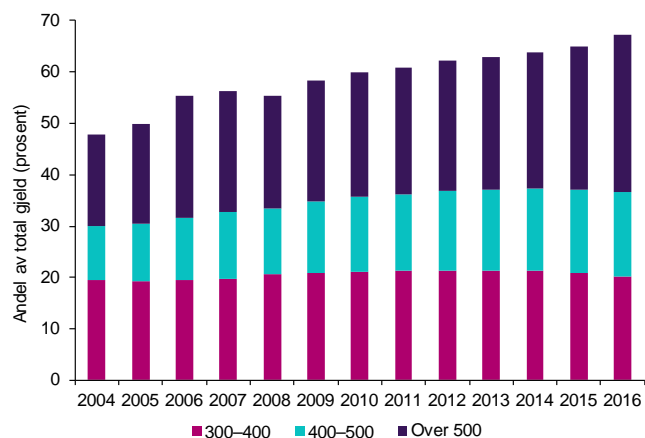
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.4 Gjeldsbelastning og rentebelastning i husholdningene



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

2.5 Husholdninger med gjeld over tre ganger inntekt etter skatt. Andel av samlet gjeld



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

figur 2.2. Tilveksten i antall husholdninger har vært relativt stabil de siste årene. De siste to årene har antall igangsatte boliger vært større enn veksten i antall husholdninger. Prognoser fra Samfunnsøkonomisk Analyse viser høy ferdigstillelse av nye boliger de neste årene. Isolert sett kan mange nye boliger på markedet bidra til redusert press i boligmarkedet.

Økt gjeldsbelastning og ujevn fordeling av gjeld

De fleste norske husholdninger eier egen bolig. Det meste av husholdningsgjelden, rundt 85 prosent, er lån med pant i bolig. Utlån med pant i bolig utgjør i overkant av 60 prosent av banker og kredittforetaks totale utlån til norske kunder. Boligprisenivået og størrelsen på husholdningens gjeld har fulgt hverandre de siste tiårene, se figur 2.3. Økte priser gir mange boligeiere rom for å ta opp mer lån med pant i boligen, samtidig som økte boligverdier gir bankene grunnlag for å innvilge større lån.

Gjeldsveksten i husholdningene har avtatt noe den siste tiden, men er fortsatt høyere enn inntektsveksten. Gjeldsbelastningen øker dermed fortsatt, fra et allerede høyt nivå, se figur 2.4.

Husholdningenes gjeld og formue er ujevnt fordelt. Husholdninger med høy gjeldsbelastning er spesielt sårbare for endringer i rentenivået. Denne gruppen har også minst likvide buffere. Gruppen med gjeld

høyere enn fem ganger inntekt etter skatt¹ har økt de siste årene, og utgjorde 254 000 husholdninger (10 prosent av alle husholdninger) i 2016. Disse husholdningene hadde til sammen nærmere en tredjedel av husholdningenes samlede gjeld, se figur 2.5. Denne andelen har økt med nær 7 prosentpoeng fra 2004. De mest sårbare husholdningene som har hovedinntekts-taker i 30-årene satt alene med over ni prosent av husholdningenes totale gjeld i 2016, se figur 2.6.

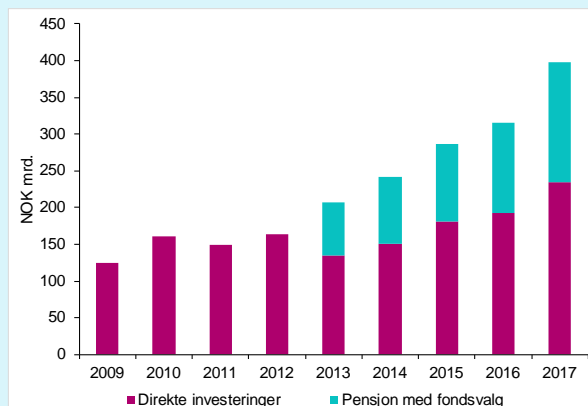
Husholdningenes plasseringer i verdipapirfond

En økende andel av husholdningene er eksponert mot svingninger i finansmarkedene gjennom investeringer i verdipapirfond. En medvirkende faktor til dette er overgangen fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte private tjenestepensjonsordninger, som flytter risiko fra arbeidsgiver til arbeidstaker. I de fleste tilfeller vil midler opptjent som innskuddspensjon bli plassert i verdipapirfond som del av en generell investeringsprofil bestemt av blant annet kundens risikotoleranse, eller ved at kunden selv velger hvilke verdipapirfond som skal inngå i porteføljen.

Veksten i fondsinvesteringer gjennom innskuddspensjon har vært sterkere enn veksten i husholdningenes direkte sparing i fond, se figur 2.A. Verdipapirfond gjennom innskuddspensjon, og andre pensjonsprodukter der kunden selv velger allokeringen, utgjør nå om lag 44 prosent av husholdningenes samlede eksponering mot rente- og aksjefond.

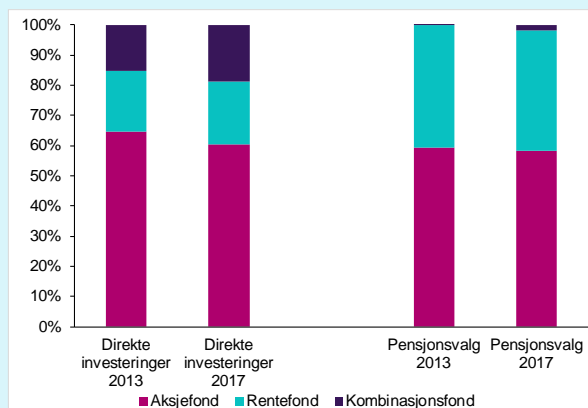
Husholdningenes samlede investering i fond, direkte eller indirekte gjennom pensjonssparing der kunden selv velger plasseringene, utgjør i overkant av 400 milliarder kroner. Beløpet utgjør omtrent en tredjedel av husholdningenes bankinnskudd, men vokser raskt. I 2017 steg

2.A Husholdningenes beholdning av verdipapirfond



Til og med 2012 var pensjon med fondsvalg medregnet i personkunders direkte beholdning. Kilde: Verdipapirfondenes forening

2.B Aktivaallokering, husholdningenes direkteinvestering (venstre) og pensjon med fondsvalg (høyre)



Kilde: Verdipapirfondenes forening

investeringene med over 80 milliarder kroner. Overgangen til innskuddspensjon medfører at husholdninger som i liten grad tidligere har investert i verdipapirfond, nå må forholde seg til tilbyderens investeringsprofiler eller til et stort utvalg av enkeltfond.

Risikoen i husholdningenes fondsbeholdning avhenger i stor grad av andelen aksjefond i porteføljen. I innskuddspensjonsordninger og

¹ Inntekt etter skatt benyttes her som tilnærming til disponibel inntekt.

andre pensjonsprodukter der kunden selv velger allokering, er denne andelen 60 prosent, se figur 2.B. Til sammenligning er aksjeandelen i livsforsikringsforetakenes kollektivporteføljer for ytelsespensjon på om lag 18 prosent, mens pensjonskassenes aksjeandel er 37 prosent. En høy aksjeeksponering kan være formålstjenlig for personer med lang tid til pensjonsalder, men vil også medføre større eksponering mot svingninger i aksjemarkedene. Store verdifall på aksjer og kredittobligasjoner i høyrentesegmentet kan påvirke husholdningenes spare- og forbruksmønstre og forsterke en konsumnedgang selv om investeringshorisonten er lang.

Verdipapirfond har en økende betydning for husholdningenes sparing. Finanstilsynet legger stor vekt på at fondsforvalterne gir korrekte og fullstendige opplysninger om kostnader og fondenes avkastnings- og risikoprofil. I løpet av de siste årene har Finanstilsynet gitt retningslinjer og tolkningsuttalelser vedrørende kombinasjonsfond, bruk av indekser ved sammenligning av avkastning, kundeinformasjon om kostnader, praktisering av såkalt svingprising (en mekanisme for kostnadsdekning ved store tegninger eller innløsninger) med mer.

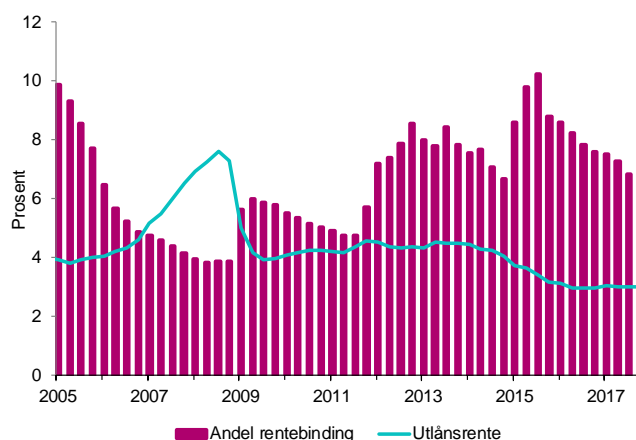
Lav andel boliglån med fast rente

Utlånsrentene i Norge har vært lave lenge og falt ytterligere etter oljeprisfallet i 2014, se figur 2.7. Husholdningenes rentebelastning² er også historisk lav selv om gjelden er høyere enn noen gang, se figur 2.4. Til tross for at rentebelastningen er lav, er gjeldsbetjeningsgraden (andel av inntekt som går til å betale renter og normale avdrag) historisk høy. Ifølge Norges Bank er gjeldsbetjeningsgraden for norske husholdninger nå på nivå med hva den var under finanskrisen og bankkrisen på 1990-tallet.³

² Rentebelastning defineres som husholdningenes renteutgifter i prosent av disponibel inntekt før betaling av renteutgifter.

³ Pengepolitisk rapport, 3/18 / Norges Bank.

2.7 Andel lån med rentebinding og gjennomsnittlig utlånsrente, husholdninger



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Norges Bank hevet styringsrenten i september, og har varslet ytterligere heving i mars neste år. Økte markedsrenter vil etter hvert føre til økte utlånsrenter i bankene og dermed økt rentebelastning i husholdningene. Gitt en stabil utvikling i norsk økonomi framover, i tråd med prognoser fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank, viser Finanstilsynets beregninger at rentebelastningen for norske husholdninger gradvis vil stige til over 10 prosent av disponibel inntekt i 2021. Det er en økning på over 3 prosentpoeng sammenlignet med 2017.

Endringer i rentenivået vil slå ut raskt i husholdningenes rentebetalinger siden mesteparten av lånene har flytende rente. Andelen av husholdningenes gjeld med fast rente har avtatt de siste årene. Ved utgangen av 2017 hadde 6 prosent av husholdningenes utlån rentebinding. Dette er historisk lavt, og lavt sammenlignet med en rekke andre europeiske land, se figur 2.8.

Gjennomsnittlig vektet gjeldsgrad (gjeld som andel av brutto årsinntekt) for låntakere som velger fast rente er noe høyere enn for de som velger flytende rente⁴. Fastrentelån utgjør imidlertid en svært liten andel av nye boliglån, kun 5 prosent i 2018. Det er følgelig lite som tyder på at sårbare husholdninger velger å sikre

⁴ Basert på beregninger fra Finanstilsynets boliglånsundersøkelse for de tre siste årene.

seg mot framtidige renteøkninger i større grad enn mindre sårbare husholdninger. Gjennomsnittlig rentebindingstid på nye lån med rentebinding er i underkant av fem år, mens nedbetalingstiden på alle nye nedbetalingslån i gjennomsnitt er 25 år.

Økt sårbarhet i husholdningene

Boligprisene og husholdningenes gjeld er historisk høye, gjelden i husholdningene vokser raskere enn inntekten og boligprisene stiger igjen. Beregninger utført av Finanstilsynet viser at et boligprisfall alene sannsynligvis vil ha relativt begrenset effekt på den økonomiske veksten og arbeidsledigheten i Norge. Et boligprisfall reduserer imidlertid husholdningenes boligformue samt forventningene til framtidig vekst, og vil etter hvert føre til noe svakere vekst i gjeld og konsum.⁵

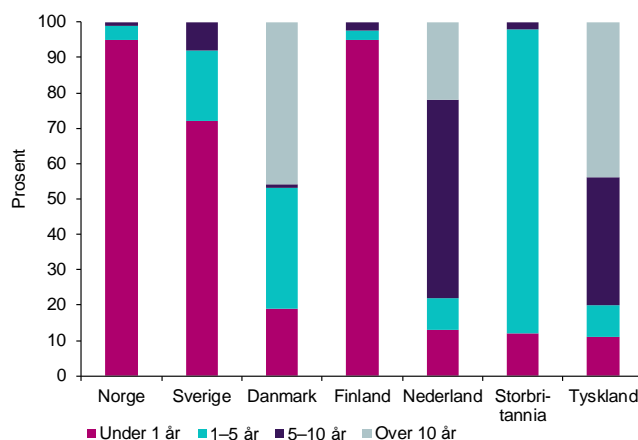
Svakere internasjonal vekst kombinert med sterkere og raskere renteøkning enn forventet, kan derimot raskt føre til finansiell konsolidering både i husholdninger og bedrifter. Rentebelastningen vil øke markant og gi lavere konsum- og investeringsetterpørsel, samt økt arbeidsledighet. Utslaget i norsk økonomi kan bli betydelig.

Selv om husholdningene reduserer gjeldsoptaket ved et kraftig økonomisk tilbakeslag, vil gjeldsbelastningen forbli høy i lang tid, se stresstest av norsk økonomi og norske banker i Finansielt utsyn juni 2018. Samtidig vil økt finansiell sparing bidra til å forsterke nedgangskonjunkturen. Svekket inntjening i bedriftene kan føre til økte tap i bankene og lavere kapitaldekning, som igjen kan gi lavere kredittilbud fra bankene. Dette kan bidra til ytterligere nedgang i investeringer og konsum.

Under bankkrisen på starten av 1990-tallet var bankenes tap på utlån til bedrifter vesentlig større enn tap på utlån til personer. Det er sannsynlig at dette også vil være tilfelle i en situasjon med sterk nedgang i norsk økonomi, men tap på utlån til husholdninger kan

⁵Se Finanstilsynets høringsnotat om endring og videreføring av Boliglånsforskriften, februar 2018.

2.8 Rentebindingstid på boliglån i utvalgte land. Andeler i prosent



Kilder: European Mortgage Foundation og Statistisk sentralbyrå

bli større enn tidligere observert. Gjeldsbelastningen i husholdningene er nå vesentlig høyere enn før bankkrisen. Dette gjør husholdningene sårbare ved inntektsbortfall og renteøkning.

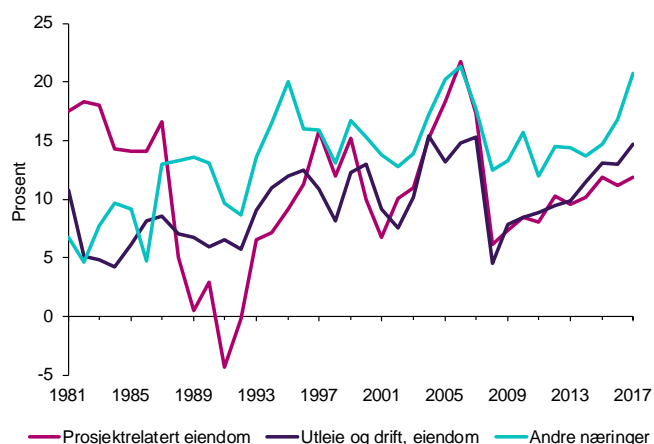
Boliglånsforskriften har gitt strammere utlånspraksis

Boliglånsforskriften ble i juni videreført av Finansdepartementet. Formålet med forskriften er å bidra til finansiell stabilitet ved å begrense gjeldsoptaket i sårbare husholdninger. Forskriften har ført til strammere utlånspraksis i bankene, spesielt ved innføring av kravet om maksimal total gjeld på fem ganger brutto årsinntekt. Reguleringen kan også ha bidratt til å dempe boligprisveksten noe gjennom lavere etterspørsel. Ifølge rapportering fra de største bankene benyttes fleksibiliteten i forskriften i ulik grad.⁶ For lån gitt utenfor Oslo var i overkant av 6 prosent av utlånsvolumet (målt som vektet gjennomsnitt) i brudd med ett eller flere krav i forskriften i tredje kvartal. Denne andelen har vært nokså stabil det siste året. For lån gitt i Oslo har bruken av fleksibilitetskvoten økt de siste kvartalene, og var i tredje kvartal noe under 7 prosent.

Årets boliglånsundersøkelse viser at gjennomsnittlig gjeldsgrad på nye nedbetalingslån er 334 prosent, som

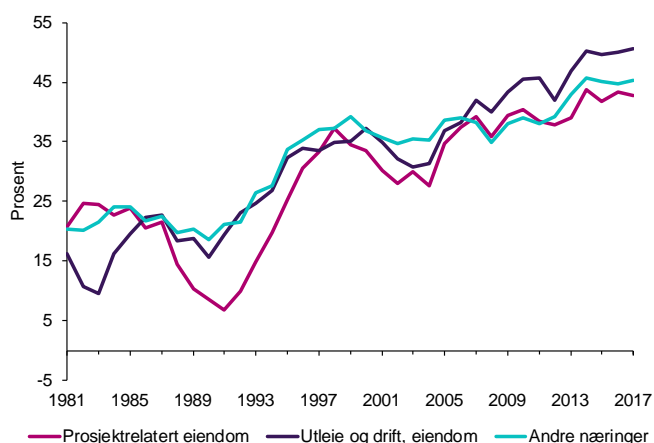
⁶ Finansforetakene har anledning til å innvilge lån som ikke oppfyller forskriftens hovedvilkår for inntil 10 prosent av utlånsvolumet innenfor ett kvartal (8 prosent av utlånsvolumet for lån i Oslo).

2.9 Gjeldsbetjeningsevne i norske eiendomsselskap og andre næringer*



*Uten olje og gass. Kilder: Foretakenes årsregnskap, Bisnode og Finanstilsynet

2.10 Egenkapitalandel i eiendomsselskap og andre næringer*



*Uten olje og gass. Kilder: Foretakenes årsregnskap, Bisnode og Finanstilsynet

er 19 prosentpoeng høyere enn i fjor. Gjennomsnittlig belåningsgrad økte med 1 prosentpoeng. For nærmere omtale av funnene i boliglånsundersøkelsen, se tema I.

NÆRINGSEIENDOM

Banker og forsikringsforetak har betydelige eksponeringer mot foretak innen næringseiendom⁷. Livsforsikringsforetak og pensjonskasser, som ofte er en del av samme konsern som banken, har også

⁷ Per 31.12.2017 utgjorde bankenes utlån til foretak innen næringseiendom, inkludert boligbyggelag, om lag 40 prosent av deres bevilgede kreditter til ikke-finansielle foretak.

⁸ I omtalen er eiendomsselskaper delt i to segmenter, henholdsvis utleie og drift av eiendom og prosjektrelatert eiendom. Prosjekt-

betydelig eksponeringer mot næringseiendom gjennom direkte investeringer i eiendom og som eiere av obligasjoner utstedt av næringseiendomsselskap. Lønnsomheten i næringseiendomsselskaper svinger med konjunktorene som andre næringer. Svak utvikling i næringseiendomsselskapene kan føre til økte utlånstap i bankene og redusert lønnsomhet i livsforsikringsforetakene. Kredittrisikoen knyttet til utlån til næringseiendom avhenger av utviklingen i leieinntekter og finansieringskostnader, som påvirker lønnsomheten i foretakene og eiendomsprisene. I enkelte segmenter har prisøkningen på nærings-eiendom vært sterk de siste årene. En årsak er at rentenivået har vært historisk lavt i flere år.

Bedre resultat og soliditet i eiendomsforetakene

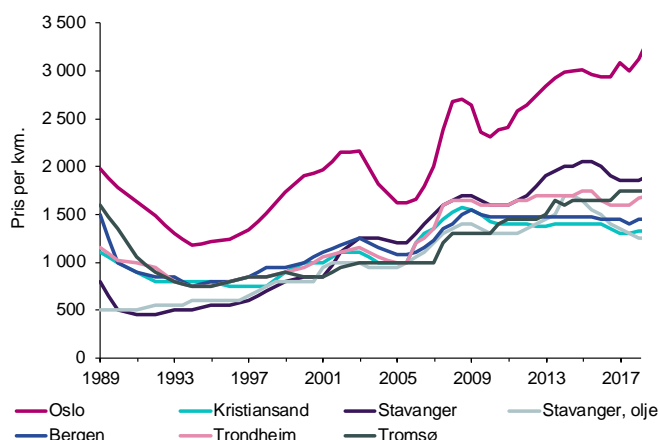
Lønnsomhet og soliditet i eiendomsforetakene påvirkes av utviklingen i leieinntekter, driftskostnader og finansieringskostnader, som er viktige resultatposter for foretakene og også grunnlag for verdifastsettelse av næringseiendom. Inntjeningen i foretakene i 2017 var god. Veksten i inntjening inkludert oppskrivning av eiendomsverdier i foretak som driver utleie og drift av eiendom, var høyere enn gjeldsveksten. Både egenkapitalandelen og gjeldsbetjeningsevnen økte, se figur 2.9 og figur 2.10. For foretakene i segmentet prosjektrelatert eiendom⁸ falt egenkapitalandelen svakt i 2017. Gjennomsnittlig bokført egenkapitalandel var ved utgangen av året om lag 50 prosent i eiendomsselskapene som opererer innenfor segmentet drift og utleie, og rundt 42 prosent for selskaper innen prosjektering av eiendom, se figur 2.10.

Leiepriser øker i Oslo og arealledigheten går ned

Leiepriser påvirkes av tilbud og etterspørsel etter næringseiendomslokaler, som i stor grad bestemmes av den realøkonomiske utviklingen. Arealledigheten i kontormarkedet har falt i Oslo og de fleste andre store byer de siste årene. Redusert arealledighet og bedre økonomiske utsikter for norsk økonomi har bidratt til økte leiepriser i de fleste byene i Norge hittil i 2018, se

relatert eiendom omfatter utvikling av byggeprosjekter, kjøp og salg av eiendom og oppføring av bygninger. Segmentet står for om lag 30 prosent av eiendomsselskapenes totale eiendeler, ekstern gjeld og inntjening.

2.11 Utvikling i leiepriser for kontorlokaler i norske byer*



*Brudd i indeks for Oslo juni 2017, Før juni 2017 snitt av prestisje, høy standard og sentrum. Etter juni 2017 snitt av prestisjeeiendom øst og vest samt kontoreiendom ytre og indre sentrum. God standard: Trondheim, Bergen, Kristiansand og Tromsø. Høy standard: Stavanger. Kilde: Dagens Næringsliv

figur 2.11. Flere aktører venter at arealledigheten i Oslo vil avta ytterligere fram mot 2019 og presse leieprisene videre oppover. For de andre byene ventes en flatere prisutvikling.

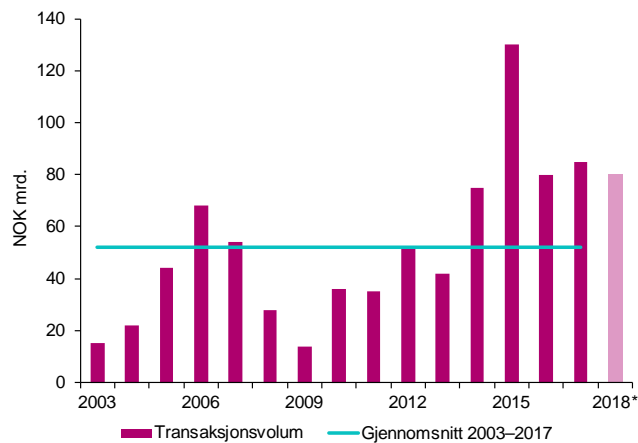
Fortsatt høye salgspriser for kontoreiendom, men færre transaksjoner og lavere omsetning

De første tre kvartalene i 2018 har antall transaksjoner og omsetningsverdi falt sammenlignet med samme periode i 2017, se figur 2.12. Aktiviteten er fortsatt høy i forhold til tidligere år. Mangel på investeringsobjekter samt redusert interesse fra utenlandske kjøpere, kan trolig forklare noe av nedgangen. Kontoreiendom har dominert transaksjonene de siste årene og har stått for om lag 45 prosent av omsatt volum. Andelen transaksjoner knyttet til kontoreiendom har vært lavere så langt i 2018 (31 prosent av omsatt volum) enn på samme tidspunkt i 2017. Utviklingen innenfor varehandel med økt innslag av netthandel, har bidratt til lavere omsetning av handelseiendom og samtidig økt omsetning av lager og logistikkeiendom.

Etterspørselen etter prestisjelokaler, særlig i Oslo, har vært høy over lengre tid. Dette har presset prisene

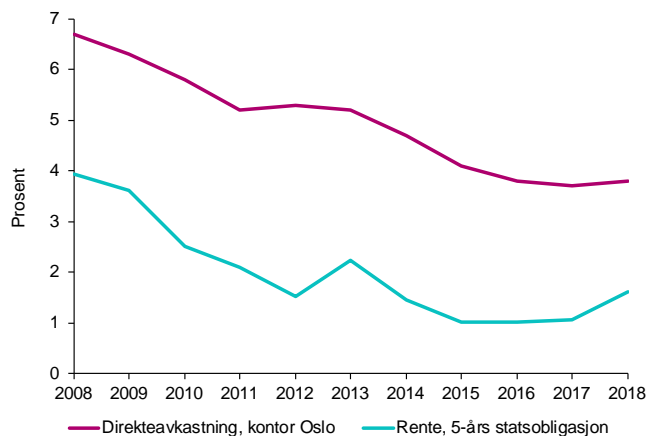
⁹ Direkteavkastningen defineres ofte som netto leieinntekter èn periode fram i tid dividert med kjøpspris. Direkteavkastningen

2.12 Omsetning av næringsseiendom i milliarder kroner



*Prognose 2018. Kilde: DNB Næringsmegling

2.13 Direkteavkastning på kontoreiendom i Oslo med høy standard og femårig statsobligasjonsrente

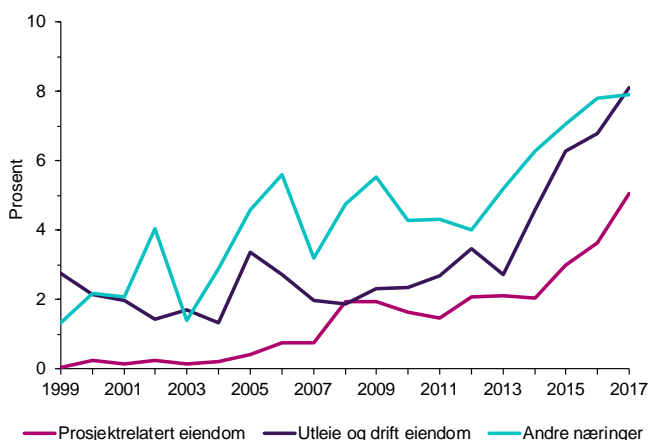


Kilder: Thomson Reuters og Entra konsensusrapport, oktober 2018

markant opp og direkteavkastningen⁹ ned. Ifølge Entra (oktober 2018) anslår flere av de ledende analyse-miljøene at direkteavkastningen på prestisjeeiendom i Oslo nådde bunnen i 2017, se figur 2.13. Differansen mellom risikofri rente og direkteavkastningen på prestisjelokaler har blitt lavere det siste året. Gapet mellom direkteavkastningen på prestisjeeiendom og normaleiendom i Oslo er også redusert. Lav direkteavkastning relativt til lånekostnad for prestisjelokaler har gjort eiendommer med lavere kvalitet til et mer interessant investeringsalternativ. Det har gitt økt pris og lavere direkteavkastning også

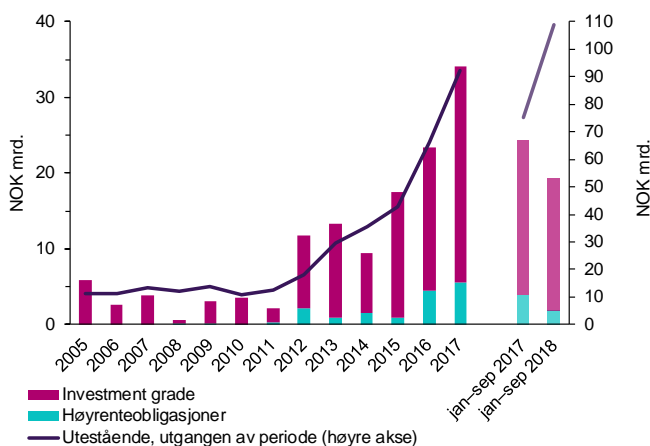
påvirkes av det generelle rentenivået, risikopremien i markedet og forventninger om nivå på framtidige leieinntekter

2.14 Andel obligasjons- og sertifikatgjeld* i eiendomsselskaper og andre næringer**



*Obligasjons- og sertifikatgjeld i prosent av ekstern gjeld **Uten olje og gass. Kilder: Foretakenes årsregnskap, Bisnode og Finanstilsynet

2.15 Utestående og utstedt volum av eiendomsobligasjoner



Kilde: Stamdata

på denne typen eiendommer. For de fleste kontorsegmentene er direkteavkastningen om lag 1 prosent-poeng lavere i Oslo enn i andre større norske byer.

Sterk prisvekst over tid har økt fallhøyden

Både bolig- og næringseiendom regnes av bankene som sikre panteobjekter. Prisveksten for enkelte segmenter innfor næringseiendom har vært høy gjennom flere år. Når verdien på panteobjektet øker, vil belåningsgraden synke og det vil være mulig å øke gjelden. Dette kan igjen bidra til økte markedspriser. Høy pris- og gjeldsvekst over tid kan føre til at ubalanser bygger seg opp og øke fallhøyden for eiendomspriser og risikoen for tap i bankene.

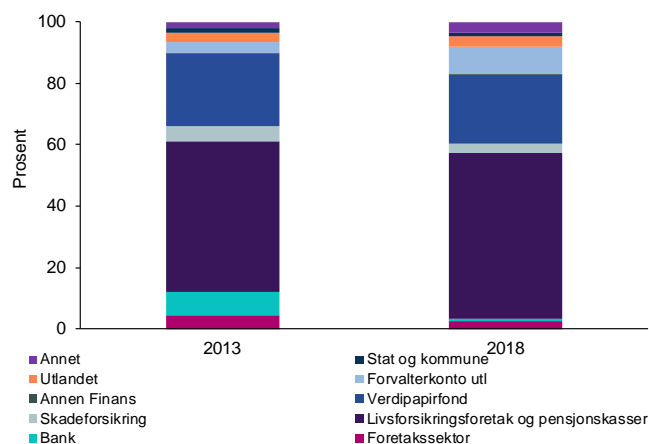
Næringseiendom er i større grad enn bolig et investeringsobjekt. Derfor kan insentivene eller muligheten til å sitte med investeringen gjennom en nedgangsperiode være mindre enn i boligmarkedet. I dårlige tider har nedgangen i næringseiendomspriser vært større enn reduksjonen i boligpriser. For bankene har tap på utlån til næringseiendomsselskaper vært langt større enn tap på utlån med sikkerhet i bolig. Rentenivået forventes å øke framover. Dette kan bidra til å dempe prisveksten på næringseiendom og i mer alvorlige tilfeller til prisfall. På den andre siden kan god realøkonomisk utvikling og økt etterspørsel etter næringseiendom bidra til økte leieinntekter og økning i eiendomsprisene.

Mer diversifisert finansieringsstruktur i eiendomsforetakene

Eiendomsselskapenes finansieringsstruktur er i større grad enn mange andre næringer dominert av bankfinansiering, men har blitt mer diversifisert de siste årene. I 2017 var bankgjeld som andel av ekstern gjeld over 60 prosent for utleieselskapene, mens den var 54 prosent for prosjektselskapene. For andre næringer var tilsvarende andel i gjennomsnitt under 35 prosent. I 2012 var andelen bankgjeld i utleieselskapene og prosjektselskapene henholdsvis 63 og 59 prosent. De siste årene har andelen obligasjonsgjeld i næringseiendomselskapene økt, se figur 2.14. I perioden fra 2012 til 2017 økte andelen obligasjons- og sertifikatlån i utleieforetakene fra 3 til 8 prosent av rentebærende gjeld. For prosjektselskapene økte andelen fra 2 til 5 prosent i tilsvarende periode.

Ved utgangen av september 2018 var utestående volum av næringseiendomsobligasjoner nær 110 milliarder kroner. Utestående volum har økt markert de siste fem årene. I 2013 var utestående volum omlag 30 milliarder kroner. Samlede emisjoner økte fra 23 milliarder kroner i 2016 til rundt 35 milliarder kroner i 2017, se figur 2.15. Hittil i 2018 har emisjonsvolumet vært noe lavere enn i samme periode året før. De fleste utstedelsene så langt i år er klassifisert som investment grade, men det har også vært flere emisjoner av høyrenteobligasjoner. Økt andel obligasjonsfinansiering bidrar til en mer diversifisert finansierings-

2.16 Eierandeler av utestående eiendomsobligasjoner per 2013 og 2018



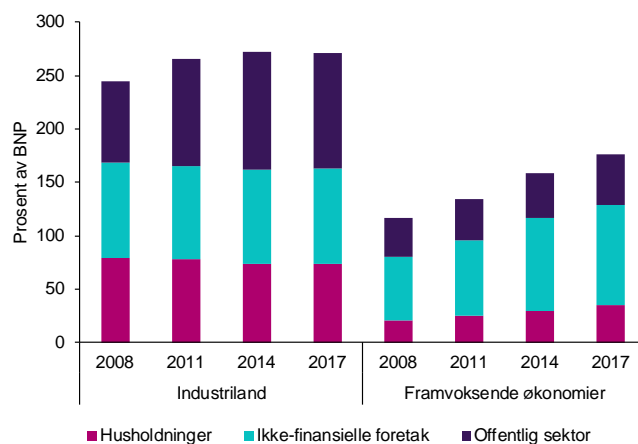
Kilder: Stamdata, Verdipapirsentralen, Bisnode og Finanstilsynet

struktur i næringseiendomsselskapene og fordeling av kredittrisiko på flere typer investorer. Økningen i markedsfinansiering kan skyldes at bankfinansiering relativt sett har vært dyrere enn finansiering i obligasjonsmarkedet for flere aktører de siste årene. I følge UNIONs¹⁰ bankundersøkelse for tredje kvartal 2018 har imidlertid bankenes margin på utlån til næringseiendom falt de siste tre kvartalene i år.

Forsikringsforetak, i hovedsak livsforsikringsforetak, har også betydelig eksponering mot næringseiendom. Investeringer i næringseiendom i form av aksjer, direkte investeringer og utlån utgjorde per første halvår 2018 om lag 14 prosent av forvaltningskapitalen. I tillegg er livsforsikringsforetak de største eierne av næringseiendomsobligasjoner utstedt i Norge, se figur 2.16. I prosent av forvaltningskapitalen har beholdningen av eiendomsobligasjoner økt fra 1 til 3 prosent de siste fem årene. Utviklingen i eiendomsforetakene har derfor stor betydning for livsforsikringsforetakenes resultat. Livsforsikringsforetakenes andel av utestående eiendomsobligasjoner har vært relativt stabil de siste årene og var i overkant av 40 prosent ved utgangen av første halvår 2018. Også verdipapirfond har store investeringer i eiendomsobligasjoner. Samlet har fondene en eierandel på rundt 20 prosent av totalt utestående beløp.

¹⁰ [Konkurransen mellom bankene tiltar](#) / Union markedsrapport, høst 2018

2.17 Global gjeld



Kilde: Den internasjonale oppgjørskbanken (BIS)

RISIKOFAKTORER I INTERNASJONAL ØKONOMI

Betydelige sårbarheter i verdensøkonomien

De siste anslagene fra IMF (Det internasjonale pengefondet) viser en stabil vekst over trend i verdensøkonomien de neste par årene, se kapittel 1 for nærmere omtale. Usikkerheten er imidlertid stor. IMF peker i sin siste rapport på at usikkerheten rundt den framtidige utviklingen har økt de siste halvåret, blant annet som følge av at handelskonflikten mellom USA og Kina er trappet opp. I tillegg er det fortsatt ikke inngått noen avtale i forbindelse med Storbritannias utmelding av EU¹¹. IMF understreker også at det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen i finansmarkedene. Eftervirkningene av den internasjonale finanskrisen har vært store, og ti år med rekordlave renter har ført til økt offentlig og privat gjeld i både industriland og framvoksende økonomier, se figur 2.17.

Høy offentlig og privat gjeld

Gjelden til husholdninger og ikke-finansielle foretak har økt betydelig, og mer enn inntektsveksten, i flere land, særlig i de som ikke ble hardt rammet av finanskrisen. God tilgang til og høy etterspørsel etter kreditt fra husholdningene, blant annet som følge av

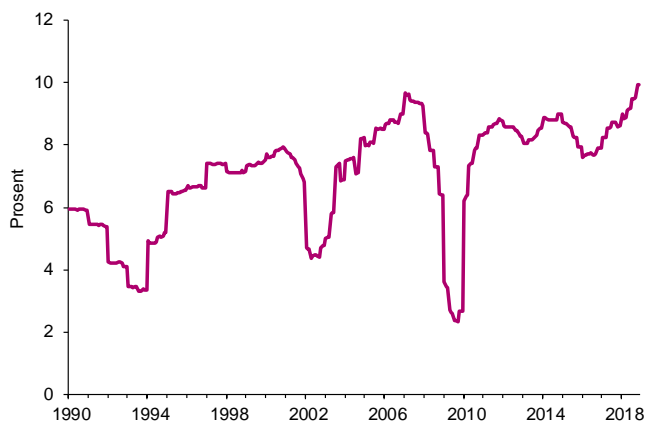
¹¹ Se Finanstilsynets nettsted for mer informasjon: <https://www.finanstilsynet.no/tema/brexit/>

2.18 Verdsetting av selskaper (Shillers P/E), S&P 500*



*Målt ved forholdet mellom markedsverdi og 10-års gjennomsnittlig historisk inntjening. Kilde: Robert Shiller

2.19 Selskapenes gjennomsnittlige resultatmargin aksjemarkedet i USA



Kilde: Thomson Reuters

lave renter, har bidratt til kraftig økning i aktiva-prisene. Det lave rentenivået har også ført til at mange investorer har valgt å gå inn i framvoksende markeder der inntjeningsmulighetene har vært bedre. Erfaring viser at slike kapitalstrømmer er volatile, og flere framvoksende økonomier er sårbare for kapitalflukt.

Også offentlig gjeld har økt i mange land de siste ti årene. Det skyldes dels lavere skatteinntekter og økte utgifter som følge av tilbakeslaget i økonomiene. Noen land iverksatte også redningsaksjoner for banksektoren, mens andre førte en ekspansiv finanspolitikk for å dempe konjunkturedgangen som fulgte i kjølvannet av finanskrisen. Lave renter bidrar

til å redusere det pengepolitiske handlingsrommet, mens økt offentlig gjeld svekker handlingsrommet i finanspolitikken.

Økt fallhøyde i aksjemarkedene

Flere av de store børsene har i andre halvår 2018 nådd historiske toppnivåer. Aksjemarkedene i USA (S&P 500), Tyskland (DAX) og Oslo Børs (OSEBX), hadde i november 2018 steget mellom 220 og 320 prosent fra bunnivået etter finanskrisen i 2008. Dette tilsvarer en årlig gjennomsnittlig avkastning på mellom 12 og 16 prosent. I USA er forholdet mellom børsverdien av selskapene og den underliggende inntjeningen til selskapene (P/E-forholdet) nå høyere enn før børskrakket i 1987 og finanskrisen i 2008, se figur 2.18. Prisingen er fortsatt noe lavere enn under internettboblen rundt år 2000, da flere høyt prisede selskaper var i en etableringsfase med lav eller ingen inntjening. De siste årene har den sterke økningen i verdsetting funnet sted samtidig som foretakenes inntjening har steget til et historisk høyt nivå, se figur 2.19. I øvrige aksjemarkeder er verdsettingene noe mer moderate. Erfaringer viser at perioder med høye P/E-verdier ofte etterfølges av priskorleksjoner i aksjemarkedet. Det er grunn til å tro at et børsfall i USA vil føre til prisfall også i andre lands aksjemarkeder.

Differansen mellom selskapenes inntjening over samlet børsverdi (E/P) og risikofri rente i USA har sunket fra nær 5 prosentpoeng i 2012 til om lag 1 prosentpoeng høsten 2018. Dette kan være en indikasjon på at risikopremien i det amerikanske aksjemarkedet er sterkt redusert. De lange rentene i USA og Europa har siden finanskrisen blitt holdt lave gjennom sentralbankenes støttekjøp. Disse kjøpene er allerede redusert. Markedsaktørene venter at renten vil øke framover. I en slik situasjon vil mindre risikable investeringer framstå som mer attraktive sett opp mot et høyt priset aksjemarked.

Volatiliteten i mange aksjemarkeder har vært svært lav over lengre tid, slik den også var før finanskrisen, se figur 2.20. Høy gjennomsnittlig avkastning og liten variasjon i avkastningen over tid kan føre til overdre-

vet optimisme, undervurdering av risiko og for lave risikopremier. Studier¹² viser at lengre perioder med lav volatilitet kan bidra til økt risiko for finanskriser.

Sammenpressede risikopremier i rentemarkedene

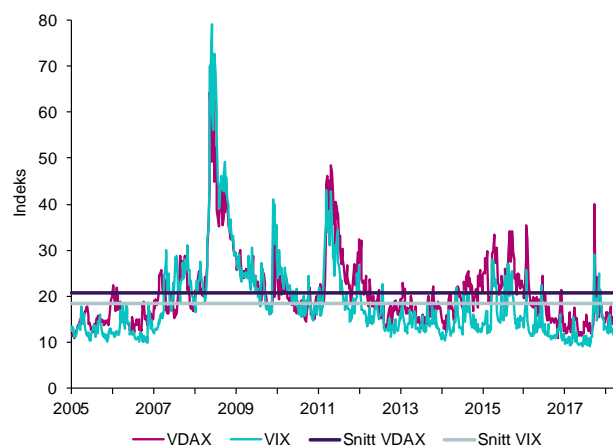
Lave risikopremier og stor optimisme gjenspeiles også i rentemarkedene, der differansen i rentepåslag mellom obligasjoner med høy kredittverdighet og høyrenteobligasjoner nå er svært lav, se figur 2.21.

Differansen mellom lange og korte statsrenter i USA er også kraftig redusert, se figur 2.22. Empiriske studier viser at dette ofte har inntruffet i forkant av perioder med lav økonomisk vekst. Betydelige kvantitative lettelser og lav styringsrente har mest sannsynlig bidratt til reduksjon i terminpremiene. Dette er faktorer som ikke har opptrådt tidligere og derfor ikke er reflektert i studiene.

Flere hendelser kan utløse en nedgang

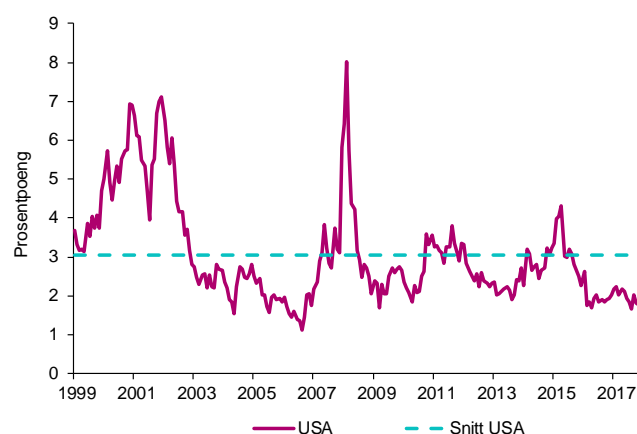
Utviklingen i økonomi og markeder kan snu relativt raskt. Internasjonal handel trues av proteksjonisme, og en handelskonflikt foreligger allerede mellom USA og Kina. Til sammen er nå rundt 85 prosent av kinesisk import fra USA og nærmere 50 prosent av amerikansk import fra Kina ilagt ekstra toll. Ifølge IMF vil de allerede iverksatte tiltakene, som er innarbeidet i basisscenariet, i første rekke ramme Kina, men også USA får noe lavere vekst. IMF har beregnet effekten i fem ulike scenarier. I det mest alvorlige er det lagt til grunn utvidete tollsatser, tatt hensyn til potensiell effekt på tilliten i næringslivet med påfølgende nedgang i investeringene samt inkludert at lavere inntjening vil øke risikopremiene på foretaksobligasjoner. Gitt disse forutsetningene anslås BNP for verdensøkonomien å svekkes med rundt 0,8 prosent de neste to årene. Dette vil særlig gå ut over de framvoksende økonomiene. Kina blir hardest rammet med et BNP som i 2020 vil ligge rundt 1,6 prosent under scenariet uten handelshindringer. Tilsvarende nedgang i USA er rundt 1 prosent.

2.20 Implisitt volatilitet, S&P 500 (VIX) og DAX (VDAX)



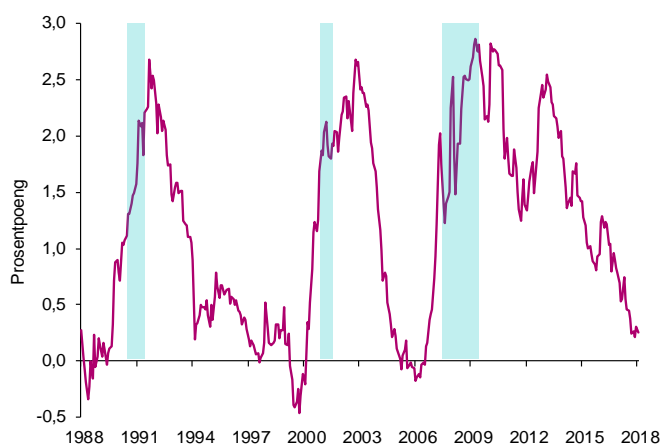
Kilde: Thomson Reuters

2.21 Rentepåslag (differanse høyrenteobligasjoner og foretaksobligasjoner med høy kredittverdighet) i USA



Kilde: Thomson Reuters

2.22 Differanse mellom tiårig og toårig statsrente USA



Resesjoner skravert. Kilde: Thomson Reuters

¹² Se for eksempel Jon Danielsson et al (2018), [Learning from History: Volatility and Financial Crises](#)

KAPITTEL 2 RISIKOOMRÅDER

Statistisk sentralbyrå har gjort beregninger som illustrerer virkningene av økte handelshindringer på norsk økonomi. Forutsetningene avviker noe fra de som IMF har lagt til grunn i sine beregninger. Statistisk sentralbyrå forutsetter at importveksten hos Norges handelspartnere blir 2 prosentpoeng lavere fra 2019, at internasjonale aksjemarkeder faller 20 prosent i verdi og at pengemarkedsrenten i euroområdet øker til 1 prosent. Med disse forutsetningene blir BNP Fastlands-Norge 0,6 prosent lavere i 2021 enn i basisscenarioet. Dersom det i tillegg legges til grunn at oljeprisen går ned til 25 dollar per fat, viser Statistisk sentralbyrås beregninger at BNP Fastlands-Norge vil ligge 0,8 prosent lavere i 2021 enn i prognosebanelen. I begge scenariene er styringsrenten senket slik at rentedifferansen mot euroområdet holder seg tilnærmet stabil. Mens kronekursen er nær uendret i det første scenariet, svekkes kronen betydelig når oljeprisen faller. Finanspolitikken er holdt uendret i begge scenariene.

Handelskonflikten 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. Samtidig må fall i internasjonal handel ventes å gi negativ innvirkning på norsk skipsfart. Norske banker har betydelig eksponering mot disse næringene.

Amerikansk økonomi er inne i den lengste oppgangsperioden siden andre verdenskrig, og det er nå trolig lite ledige ressurser i økonomien. Samtidig er det vedtatt store skattelettelser og økte offentlige utgifter som til sammen gir betydelige vekstimpulser i amerikansk økonomi i 2018 og 2019. I 2018 har det vært flere tilfeller der positive økonomiske nyheter har bidratt til frykt for renteøkning fra sentralbanken og høyere volatilitet i verdipapirmarkedene. Økt rente fra sentralbanken kan også komme som respons på uventet høy inflasjon. Høyere rente kan føre til reduserte aksje- og eiendomspriser, økte risikopremier i obligasjonsmarkedene og kapitalutstrømming fra framvoksende økonomier. Det siste vil trolig føre til valutadepresiering og betydelig renteøkning i disse landene.

Det kan heller ikke utelukkes at risikoviljen til investorene reduseres. Det kan føre til store porteføljeskift og betydelig lavere priser på aksjer, kredittobligasjoner og fast eiendom. Et sterkt fall i de internasjonale aksjemarkedene og/eller økte risikopåslag i rentemarkedene vil også påvirke norske bedrifter, husholdninger, banker og institusjonelle investorer negativt, se også kapittel 5.2.

KLIMARISIKO

Høsten 2015 vedtok FNs medlemsland 17 mål for bærekraftig utvikling, som forutsetter at miljø, økonomi og sosial utvikling vurderes i sammenheng. På klimatoppmøtet i Paris i 2015 ble 170 land enige om å holde den globale temperaturøkningen godt under 2 grader sammenlignet med før-industrielt nivå, og tilstrebe å holde økningen under 1,5 grader. I Parisavtalen framgår det også at finansstrømmer skal være forenlige med en slik lavutslippsutvikling.

Klimaendringer og overgang til et lavutslippssamfunn innebærer risiko for finansnæringen.

Tilsynsmyndighetene rolle i overgangen til lavkarbonsamfunnet er begrenset, og primært rettet mot å forebygge negative virkninger av klimaendringer på det finansielle systemet. Andre myndigheter utformer regulering, skatter, avgifter og andre tiltak for å redusere utslipp av klimagasser.

I omtalen av klimarisiko og finansiell stabilitet er det vanlig å skille mellom fysisk risiko, som er knyttet til de fysiske effektene av klimaendringer, og overgangsrisiko, som er knyttet til endringer i regulering, investeringsvilje, teknologi og holdninger. Skadeforsikring er det mest åpenbare eksempelet på at finansforetak er utsatt for fysisk risiko, men det er også en sammenheng mellom fysisk risiko og kreditt, motparts- og markedsrisiko ved at lønnsomheten ved enkelte typer virksomhet eller verdien på aktiva påvirkes av klimaendringer. Overgangsrisiko kan påvirke lønnsomhet og aktivaverdier på samme måte som fysisk risiko, men den kan også ramme foretakene direkte dersom investorer og kunder stiller spørsmål ved profil og forretningsmodell (omdømmerisiko). Inndelingen i fysisk risiko og overgangsrisiko er ikke

uttømmende eller entydig. For eksempel kan økt risiko i ansvarsforsikring som følge av erstatningskrav mot aktører som ikke har gjort nok for å forebygge eller informere om klimaeffekter kategoriseres både som fysisk risiko og overgangsrisiko. Klimarisiko anses særlig relevant for skadeforsikring, utlånsvirksomhet og kapitalforvaltning.

Klimarisiko reiser også problemstillinger knyttet til forbrukerbeskyttelse. Risikoen foretakene løper vil i noen grad bli veltet over på kundene, for eksempel ved dårligere tilgang til forsikring for eiendommer i utsatte områder, med strammere vilkår og høyere premier. Økt usikkerhet knyttet til eiendomsverdier kan også ha betydning for bankenes krav til sikkerheter. Mange aktører tilbyr "grønne" produkter, for eksempel "grønne lån" til energieffektive bygg, bilforsikring som premierer klimavennlig kjøring og fond som investerer i klimavennlig virksomhet. Det er imidlertid stor usikkerhet om både klimaeffekt og verdi av investeringer og tiltak, og kundene kan således være eksponert for en betydelig overgangsrisiko.

Internasjonale initiativ

Financial Stability Board etablerte Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) i desember 2015 med mål om å utvikle et sett rapporteringsanbefalinger som selskaper kan bruke for å gi investorer, långivere og forsikringsforetak informasjon om deres finansielle risiko. TCFD besto av 32 deltakere fra ulike industrier og ulike land. Anbefalingene som ble gitt, omfattet standardisert rapportering på fire hovedområder: styring, strategi, risikostyring og mål og metoder. Anbefalingene har fått bred tilslutning.

EU-kommisjonen la 8. mars i år fram en tiltaksplan for å finansiere bærekraftig vekst¹³ og framhever at planen sender et sterkt signal om at nødvendigheten av transformering til et lavkarbon, ressurseffektivt og sirkulært økonomisk system. Blant tiltakene som nevnes i planen er EU-merking av grønne produkter,

rapporteringskrav i tråd med TCFD-anbefalingene og krav om bærekraftshensyn i soliditetskrav – for eksempel lavere kapitalkrav for bærekraftige investeringer. Sistnevnte idé er møtt med adskillig skepsis fra faglig hold. EU-kommisjonen har fulgt opp tiltaksplanen med å legge fram konkret forslag til i mai i år. Regelverket som er foreslått skal sikre at ESG-elementer¹⁴ blir tatt inn i investerings- og rådgivingsprosesser, at det blir økt gjennomsiktighet overfor sluttbruker om ESG-elementene, og at det skal være en felles forståelse av hva bærekraftige investeringer faktisk er. Forslagene fra kommisjonen er til politisk behandling i Rådet og EU-parlamentet.

Nasjonale initiativ

Regjeringen nedsatte i oktober 2017 et ekspertutvalg som skal vurdere betydningen av klimarelaterte risikofaktorer for finansiell stabilitet og hvordan myndigheter og finansforetak kan opparbeide faglig grunnlag for håndtering av klimarisiko. Klimarisikoutvalget skal levere sin innstilling innen 14. desember 2018.

Finans Norge har publisert "veikart for grønn konkurransekraft i finansnæringen"¹⁵. Bakgrunnen for veikartet er hvilke omstillinger som må gjennomføres for å nå utslippsmålene som Norge er forpliktet til i Parisavtalen og overfor EU. Rapporten identifiserer utfordringer for finansnæringen og anbefaler tiltak. Den er et innspill til regjeringens Klimarisikoutvalg.

Finanstilsynsmyndighetenes rolle

Finanstilsyn har en viktig rolle i å forebygge forstyrrelser som klimaendringene kan ha på det finansielle systemet. Som for andre risikofaktorer, håndteres dette først og fremst gjennom tilsyn med finansnæringens risikovurderinger og soliditet. Økt usikkerhet krever generelt økte buffere.

De siste årene har tilsynsmyndigheter internasjonalt i økende grad drøftet sammenhenger mellom klimarisiko og finansiell stabilitet. I Storbritannia har

¹³ [Action Plan on financing sustainable growth: Fact sheet](#) / EU-kommisjonen, mars 2018

¹⁴ Environmental, social and corporate governance.

¹⁵ [Veikart for grønn konkurransekraft i finansnæringen](#) / Finans Norge, juni 2018

KAPITTEL 2 RISIKOOMRÅDER

Bank of England publisert flere artikler og foredrag om sentralbankens arbeid med klimarisiko¹⁶.

Finanstilsynet deltar i europeisk og internasjonalt samarbeid om oppfølging av klimarisiko.

Den svenske Finansinspektionen har i flere år vært pålagt å følge opp bærekraftspørsmål og vurdere bidrag fra tilsyn og regulering. Flere rapporter om temaet er publisert¹⁷. Finansinspektionen mener klima- og bærekraftsmålene bør håndteres innenfor de generelle målene om finansiell stabilitet, forbrukerbeskyttelse og velfungerende markeder.

Internasjonale organisasjoner, som The European Systemic Risk Board¹⁸ og Financial Stability Board har anbefalt tilsynsmyndigheter å inkludere klimarisikoscenarier i stresstester av det finansielle systemet. Erfaringene med slike stresstester er så langt begrenset. Den nederlandske sentralbanken har nylig gjennomført en stresstest som belyser hvordan et brått skifte mot et lavkarbonsamfunn kan påvirke finanssektoren. EIOPA gjennomfører i 2018 en stresstest av europeiske forsikringsgrupper som blant annet inkluderer et scenario med et sett av ulike naturkatastrofehendelser. Resultatene av stresstesten offentliggjøres medio desember 2018.

Finansdepartementet framhevet i Finanstilsynets tildelingsbrev for 2018 at håndtering av klimarisiko skal følges opp i stedlig og dokumentbasert tilsyn på bank- og finansområdet¹⁹. I statsbudsjettet for 2019 er det varslet at Finanstilsynet vil "ha ei oppgave i å kartlegge og analysere moglege konsekvensar av klimaendringane for finansnæringa og kva risiko klimaendringane kan utgjere på området".

¹⁶ Se [The Bank of England's response to climate change](#) / Bank of England, Quarterly Bulletin 2017 Q2

¹⁷ Se [Om FI:s uppdrag för miljö och hållbarhet](#) / Finansinspektionen

¹⁸ [Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk](#) / ESRB Advisory Scientific Committee Report No. 6 2016

¹⁹ [Finanstilsynet – tildelingsbrev 2018](#) / Finansdepartementet

DEL II: FINANSFORETAK OG VERDIPAPIRMARKEDET

Del II omhandler utviklingen i banker, pensjonsinstitusjoner og verdipapirmarkedet.

I kapittel 3 drøftes blant annet lønnsomhet, soliditet og likviditetsrisiko i bankene. Veksten i forbrukslån til norske kunder blir omtalt.

Kapittel 4 beskriver soliditeten til livsforsikringsforetakene og pensjonskassene, samt avkastning og risiko i pensjonskundernes porteføljer.

Kapittel 5 drøfter utviklingen i verdipapirmarkedene som kapitalkilde for ikke-finansielle foretak og som spare- og investeringsalternativ.

I kapittel 6 omtales enkelte viktige regelverksendringer som angår foretakene i finanssektoren. Dette inkluderer blant annet nytt regelverk for krisehåndtering for kredittinstitusjoner, kapitalkrav for pensjonskasser, endringer i verdipapirhandelloven og hvitvaskingsforskriften.

KAPITTEL 3 BANKENE

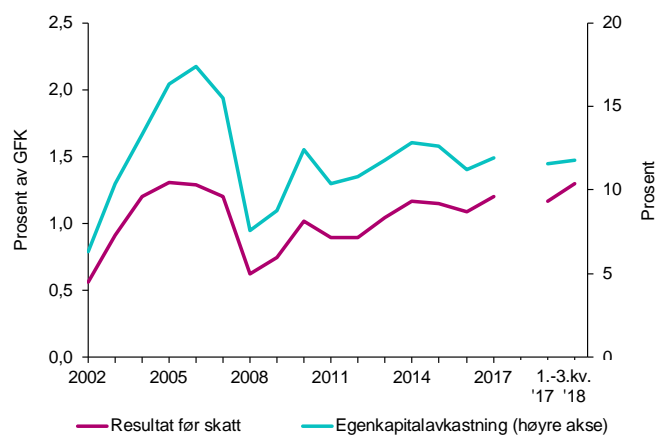
Norske banker har styrket sin finansielle stilling de siste årene. Det er i tråd med strengere krav til soliditet og likviditetsreserver, som er innført etter finanskrisen. Ren kjernekapitaldekning er betraktelig høyere enn før krisen, en følge både av tilbakeholdte overskudd og lavere gjennomsnittlig risikovekt på bankenes utlån. Uvektet kapitaldekning har også økt, men i mindre grad enn risikovektet kapitaldekning. Bankenes langsiktige finansiering har økt, samtidig som bankene tilfredstiller nye krav til likviditetsreserver. En stor del av bankenes markedsfinansiering er fremdeles fra utenlandske kilder, noe som gjør bankene sårbare for internasjonal markedsuro. Samtidig utgjør investeringer i andre bankers obligasjoner med fortrinnsrett en betydelig andel av bankenes likviditetsreserver, noe som kan bidra til sårbarhet i situasjoner hvor banksystemet kommer under press. Veksten i forbrukslån til norske kunder har avtatt noe det siste året, men veksten er fortsatt langt høyere enn den generelle kredittveksten.

LØNNSOMHET OG SOLIDITET I NORSKE BANKER

Lønnsomheten i banknæringen har vært god i årene etter den internasjonale finanskrisen. Resultatet før skatt har økt målt som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK), og er nå på om lag samme nivå som før den internasjonale finanskrisen, se figur 3.1. Også så langt i 2018 er resultatene gode. Avkastningen på egenkapitalen har utviklet seg noe svakere enn resultatet før skatt, noe som må ses i lys av en betydelig økning i egenkapitalen. Økt nettorente, lave utlånstap og effektivisering har bidratt til den gode lønnsomheten, se figur 3.2. Tall fra det europeiske banktilsynet, EBA, viser at norske banker er effektive sammenlignet med banker i de fleste andre europeiske land. Digitalisering og økt innslag av kundedrevne prosesser har bidratt til å holde kostnadene nede.

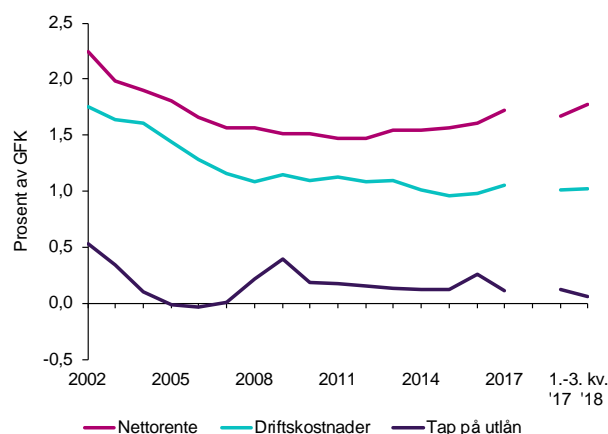
Nedgangen innenfor oljerelatert virksomhet etter oljeprisfallet i 2014 ga økte utlånstap i 2016, men tapene var konsentrert til enkelte av de største

3.1 Resultat og egenkapitalavkastning



Kilde: Finanstilsynet

3.2 Nettorente, kostnader og utlånstap



Kilde: Finanstilsynet

bankene, som hadde betydelig direkte eksponering mot offshore-næringen og andre leverandører til oljevirksomheten. De negative ringvirkningene for andre næringer har vært begrensede, og de totale utlånstapene har vært lave de siste årene, se figur 3.2.

Norske bankers finansiering ble hardt rammet av uroen i internasjonale markeder under finanskrisen, og bankene var i en periode avhengig av myndighetenes bytteordning (obligasjoner med fortrinnsrett, OMF, ble byttet mot statspapirer) for å skaffe likviditet. I årene etter finanskrisen har ny regulering bidratt til å øke andelen langsiktig finansiering, se figur 3.3, og OMF har blitt en viktig del av bankenes ordinære finansiering. Det er også innført nye krav til likviditetsreserve, som skal gjøre bankene

mer robuste ved uro i finansieringsmarkedene. Norske banker tilfredsstill disse kravene. Etter regelverket kan OMF inngå i likviditetsreservene, noe som har ført til at bankene er betydelige investorer i OMF utstedt av andre banker. Dette innebærer at en betydelig del av bankenes likviditetsreserver er direkte knyttet til utviklingen i banksystemet.

Soliditeten i norske banker er styrket de siste årene. I etterkant av finanskrisen ble det også innført strengere krav til kvaliteten av, og nivået på, på tapsabsorberende kapital. De gode resultatene i norske banker de siste årene har bidratt til at bankene i stor grad har kunnet tilfredsstill de nye kravene gjennom tilbakeholdte overskudd. Som figur 3.4 viser, har ren kjernekapitaldekning for bankene samlet økt betraktelig siden finanskrisen, til 15,7 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2018. Noe av årsaken til økningen er at gjennomsnittlige risikovekter har sunket i perioden, som følge av særlig høy utlånsvekst for utlån med lave risikovekter samt innføring av IRB-modeller. Ren kjernekapital som andel av forvaltningskapitalen har derfor økt relativt mindre enn risikovektet kapitaldekning.

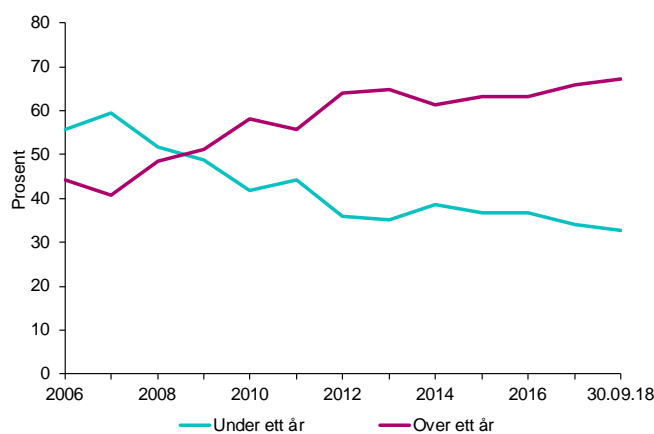
LIKVIDITETSRESERVER OG FINANSIERINGSSTRUKTUR

Den internasjonale finanskrisen høsten 2008 viste at sviktende tillit og økt usikkerhet kan føre til at penge- og kapitalmarkedene tørker inn. Høy andel kortsiktig finansiering i det internasjonale pengemarkedet gjorde norske banker sårbare for markedsuro. Etter finanskrisen er det innført ny regulering og nye virkemidler for å redusere sårbarheten.

Likviditetsreserver og økt langsiktig finansiering har bidratt til å redusere likviditetsrisikoen

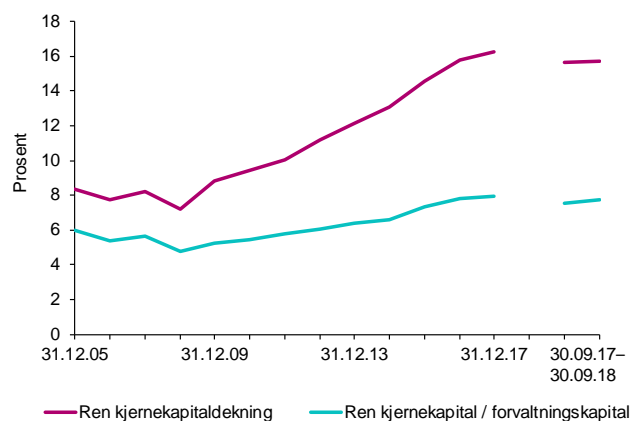
For å gjøre bankene mindre sårbare for perioder med markedsstress, slik man opplevde høsten 2008, har det i etterkant av krisen blitt innført et minstekrav til likviditetsreserve, LCR (Liquidity Coverage Ratio). Likviditetsreservekravet stiller krav til størrelsen på bankenes likvide eiendeler i forhold til antatt netto likviditetsutgang 30 dager fram i tid under gitte stressforutsetninger. Minstekravet er på 100 prosent.

3.3 Løpetid på finansiering



Kilde: Finanstilsynet

3.4 Ren kjernekapitaldekning



Kilde: Finanstilsynet

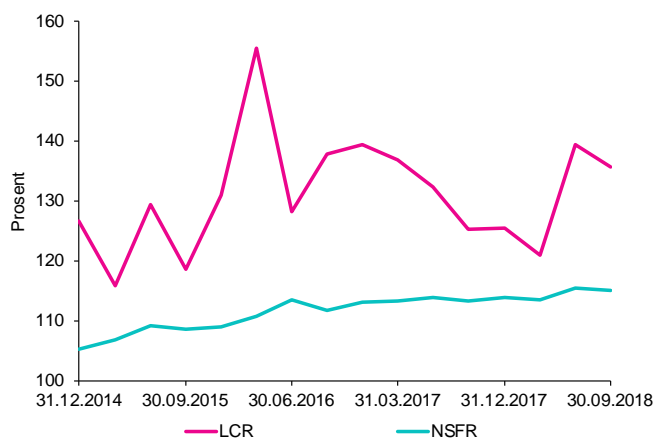
For å redusere refinansieringsrisiko på lengre sikt, er det viktig å sikre stabil finansiering av langsiktige eiendeler. NSFR (Net Stable Funding Ratio) måler bankenes tilgjengelige stabile finansiering som andel av nødvendig stabil finansiering. EU-kommisjonen har i forslag til endringer i CRR / CRD IV foreslått innføring av et minstekrav på NSFR på 100 prosent.

Norske banker tilfredsstill minstekravet til LCR, og har de siste årene også hatt en langsiktig finansieringsandel målt ved NSFR på over 100 prosent, se figur 3.5.

Stabil innskuddsdekning

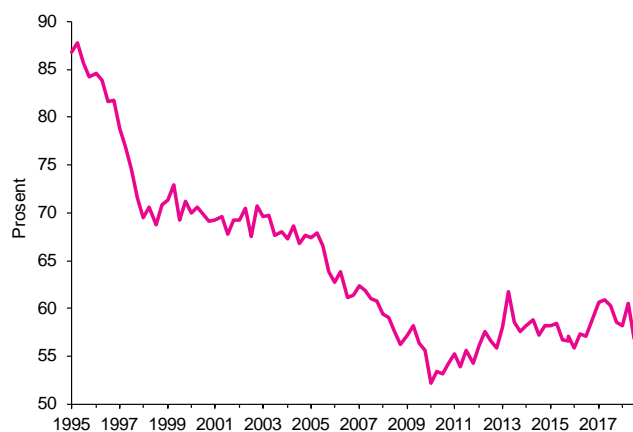
Bankenes finansiering består hovedsakelig av innskudd fra kunder og innlån i penge- og kapitalmarkedene. Innskudd har vært en stabil finansieringskilde for

3.5 LCR og NSFR, vektet gjennomsnitt



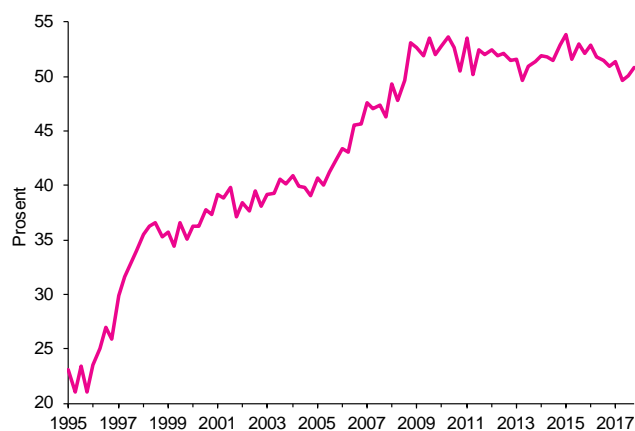
Kilde: Finanstilsynet

3.6 Innskuddsdekning av totale utlån



Kilde: Finanstilsynet

3.7 Markedsfinansieringsandel av total finansiering



Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

norske banker, selv i perioder med markedsuro. Undersøkelser²⁰ gjort av innskudd i et utvalg av norske banker under finanskrisen i 2008 viste at ingen av bankene hadde en dramatisk nedgang i innskuddsmassen. Særlig er innskuddene omfattet av den norske innskuddsgarantiordningen ansett som stabile. Ordningen garanterer innskudd opp til 2 millioner per kunde per bank. Ved utgangen av andre kvartal 2018 var om lag 60 prosent av totale innskudd i norske banker beskyttet av innskuddsgarantiordningen, opp fra omtrent 55 prosent i tredje kvartal 2008. Dersom det innføres en grense på 100 000 euro, slik det er i EU, vil 43 prosent av dagens innskudd være dekket av garantien.

Innskuddsdekningen i norske bankkonsern sank betraktelig i årene fram til 2010, se figur 3.6. De siste årene har innskuddsdekningen vært stabil på om lag 60 prosent av totale utlån. Målt som andel av den totale finansieringen har markedsfinansieringen vært forholdsvis stabil de siste ti årene og på et høyt nivå historisk sett, se figur 3.7.

Det er i hovedsak de største bankene som finansierer seg i utlandet, fordi størrelse og kredittrating er en forutsetning for å hente finansiering fra utenlandske kilder. De mindre banker er indirekte eksponert gjennom innlån fra de større bankene i interbankmarkedet.

Markedsfinansiering medfører et løpende behov for refinansiering i penge- og kapitalmarkedene, og tidligere kriser har synliggjort at profesjonelle investorer er tilbakeholdne med å refinansiere lån i krisetider. For å gjøre bankene mer robust mot denne typen uro, har det vært viktig å øke løpetiden på finansieringen.

OMF har gitt lengre løpetid på markedsfinansieringen, men øker bankenes eksponering mot boligmarkedet Etter at det ble mulig for bankene å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) gjennom kredittforetak i 2007, utgjør usikrede seniorobligasjoner, kort markedsfinansiering og finansiering i

²⁰ Se artikkelen [Finanstilsynets innskuddsundersøkelse under finanskrisen – en kort oppsummering](#) / Aud Ebba Lie, Finanstilsynet.

interbankmarkedet en mindre andel av finansieringen, se figur 3.8. OMF utgjør omtrent halvparten av bankenes markedsfinansiering og i overkant av en femtedel av bankenes totale finansiering.

Økt bruk av OMF har gitt bankene mer stabil finansiering med lengre løpetid til gunstige priser. Andelen markedsfinansiering med gjenværende løpetid over ett år har økt fra rundt 45 prosent før finanskrisen til 66 prosent i andre kvartal 2018, se figur 3.3 for andel over og under ett år. Økningen i løpetid på bankenes markedsfinansiering innebærer isolert sett lavere likviditetsrisiko.

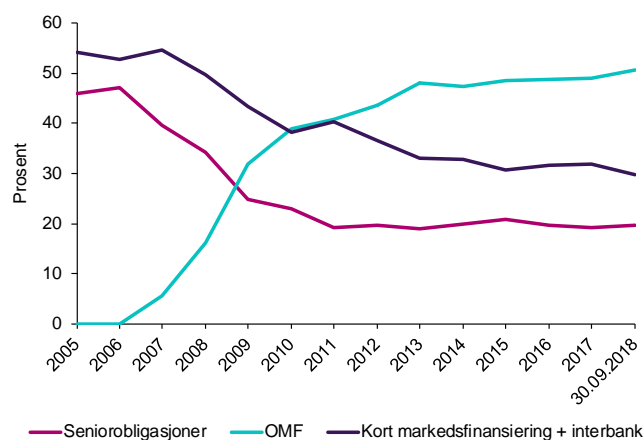
En stor andel av bankenes likviditetsreserver består av OMF, som samlet utgjør 26 prosent av bankenes likviditetsbuffer. Andelen er høyere for mindre og mellomstore banker. Den høye andelen OMF, både som finansieringskilde og likviditetsreserve, gir imidlertid isolert sett økt systemrisiko både gjennom krysseierskap og ved at bankenes likviditetsrisiko i større grad enn tidligere er knyttet til utviklingen i boligmarkedet. At bankene selv sitter med en stor beholdning av OMF som del av sin likviditetsreserve, vil kunne skape vanskeligheter i en situasjon der alle har behov for likviditet og ønsker å selge OMF. Økte utstedelser av OMF reduserer også kvaliteten på bankenes gjenværende eiendeler ved at en større andel av de sikreste boliglånene overføres til kredittforetakene for å inngå i sikkerhetsmassen til OMF. Dette fører til økt risiko for bankenes usikrede investorer. Det er derfor viktig at avhengigheten av OMF-finansiering ikke blir for stor.

Bankene er direkte eksponert mot internasjonale finansmarkeder

Norske banker er bedre rustet til å møte en likviditetskrise enn de var i 2008. Bankene har økt den langsiktige finansieringen og motstandsevnen ved markedsstress. Kravet om å holde en likviditetsreserve i signifikante valutaer reduserer risikoen knyttet til markedstress i fremmed valuta.

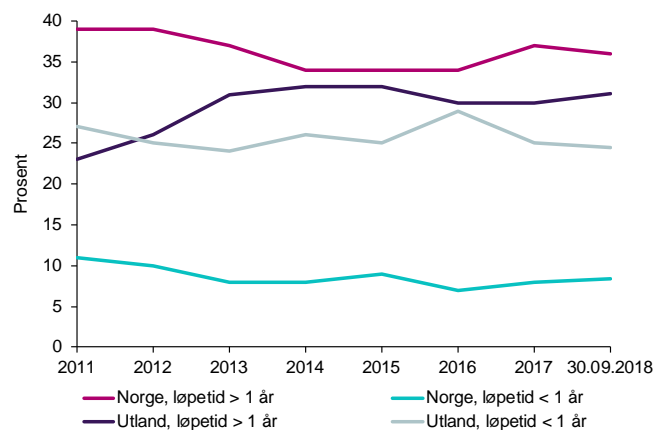
Selv om norske banker har økt løpetiden på markedsfinansieringen, er fortsatt en betydelig andel kortsiktige innlån fra utlandet, se figur 3.9. Av total markeds-

3.8 Utvikling i markedsfinansiering, banker og OMF-foretak, etter type finansiering



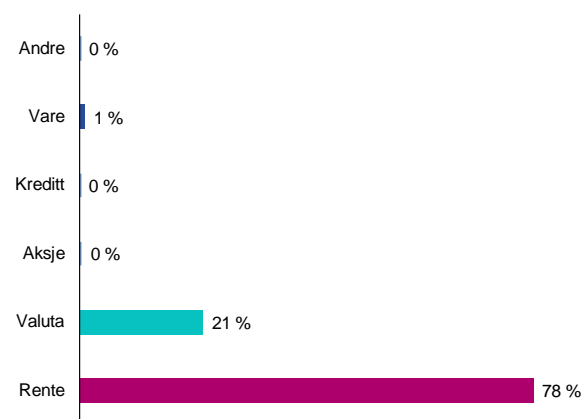
Kilde: Finanstilsynet

3.9 Utvikling i markedsfinansiering, banker og OMF-foretak, etter innenlandsk/utenlandsk finansiering



Kilde: Finanstilsynet

3.10 Derivater fordelt på underliggende aktiva. Nominelle verdier per 30.09.2018



Kilde: Finanstilsynet

finansiering var 58 prosent fra utlandet ved utgangen av første halvår 2018, hvorav nesten halvparten har en løpetid på under ett år. Bankenes eiendeler, som i hovedsak består av utlån, har derimot betydelig lengre løpetid og er som regel i norske kroner. Norske banker er dermed fortsatt sårbare for internasjonal markedsuro, som kan påvirke pris og tilgang på finansiering.

Finanstilsynet og Norges Bank har utviklet et rammeverk for likviditetsstresstesting. Utviklingen i bankenes likviditet ved et stress i de internasjonale finansmarkedene lignende hva man opplevde høsten 2008, drøftes i tema II. Resultatene viser at bankene klarer seg relativt godt i et slikt scenario.

Derivater bidrar til å redusere bankenes rente- og valutarisiko

Norske bankkonsern benytter derivater til ulike formål. Det viktigste formålet er å redusere rente- og valutarisiko. Slik risiko oppstår for eksempel ved at bankenes utlån til flytende rente finansieres med fastrente innlån eller når utlån i norske kroner finansieres av innlån i utenlandsk valuta. Flere av de største bankene stiller også som derivatmotpart for sine kunder i rente- og valutabytteavtaler.

Ved utgangen av andre kvartal 2018 hadde bankene derivatkontrakter med en nominell verdi på 5 327 mrd. kroner²¹ på underliggende aktiva. Dette tilsvarer 132 prosent av denne gruppens forvaltningskapital. I hovedsak er dette rente- og valutaderivater, se figur 3.10. Rente- og valutaderivater handles hovedsakelig bilateralt i OTC-markedet, hvor handler gjennomføres direkte mellom parter og ikke via børs. Ifølge tall for 2017 fra ESMA (European Securities and Markets Authority) handles 85 prosent av rentederivater og 99 prosent av valutaderivater bilateralt²². Det er lite tilgjengelig data på bankenes bruk av derivater før finanskrisen, og det er derfor vanskelig å vurdere om det har vært endringer i derivatbruken de siste ti årene.

Den nominelle verdien er basert på verdien av underliggende i derivatkontraktene (for eksempel rente) og sier noe om størrelsen på et marked. For rentederivater inkluderer dette også hovedstolen som rentebeløpene beregnes ut fra, selv om partene aldri bytter selve hovedstolen.

Figur 3.11 viser bokført markedsverdi av derivatkontraktene. Denne endres kontinuerlig basert på bl.a. prisendringer i underliggende eiendel og kan svinge mellom positiv og negativ i løpet av derivatkontraktens løpetid. Brutto bokført markedsverdi (sum gjeld og eiendeler) av rentederivater og valutaderivater utgjør henholdsvis kun 2 og 7 prosent av den nominelle verdien av derivatkontraktene for disse bankene. Eventuell tap eller gevinst fra derivatkontraktene avhenger av markedsverdien på underliggende ved utgangen av kontrakten. Dersom derivatet er benyttet til sikring av en eiendel eller forpliktelse, vil et eventuelt tap på derivatkontrakten motvirkes ved tilsvarende gevinst på sikringsobjektet, og vice versa.

Norske banker og OMF-foretak er avhengig av et velfungerende valutabyttemarked

Når bankene og OMF-foretakene finansierer eiendeler i norske kroner med valuta, oppstår valutarisiko og behov for å veksle om valuta til norske kroner. OMF-foretakene har svært begrenset adgang til å ta risiko og benytter seg derfor av basis-swapper med tilsvarende løpetid som den underliggende valutafinansieringen. Motpartene i OMF-foretakenes basis-swapper er ofte eierbanken eller andre store norske og nordiske banker som er aktive i valutamarkedet. Markedet for basis-swapper er normalt mindre likvid enn markedet for andre valuta-swapper. Dette kan blant annet skyldes begrenset tilgang på motparter med naturlig tilgang på og vilje til å låne ut norske kroner med lange løpetider. Bankene er, i større grad enn OMF-foretakene, utsatt for refinansieringsrisiko fordi valuta-swappene har kortere løpetid enn den underliggende valutafinansieringen.

²¹ Basert på utvalget bankkonsern som rapporterer FINREP. 24 foretak per andre kvartal 2018.

²² Se [EU derivatives markets – a first-time overview](#) / ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2/2017

De store norske bankene holder store deler av sine likviditetsreserver i valuta, både for å dekke likviditetsbehov i valuta og av kostnadshensyn. For å motstå likviditetsstress i norske kroner, er det viktig at bankene også har likviditetsreserver i norske kroner. For foretak med euro og/eller dollar som signifikant valuta er det minstekrav til LCR i norske kroner på 50 prosent. De store bankene hadde ved utgangen av september 2018 en LCR i dollar og euro på henholdsvis 175 prosent og 206 prosent, og LCR i norske kroner på 85 prosent, se figur 3.12.

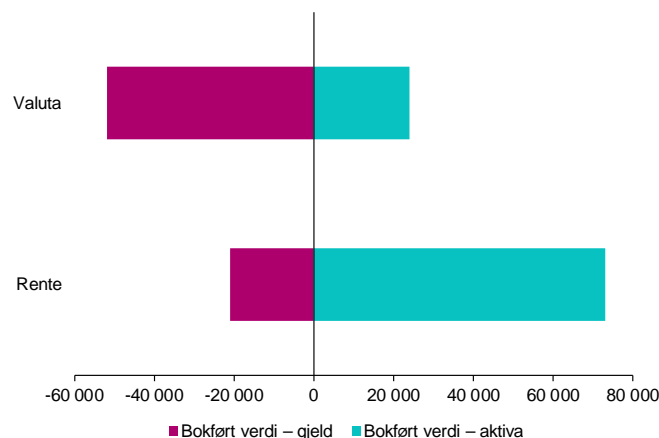
Krav til ekstra sikkerhetsstillelse reduserer motpartsrisiko men øker likviditetsrisiko ved markedsuro

Over 90 prosent av bankenes motparter i derivatkontrakter er kredittinstitusjoner eller andre finansforetak som for eksempel forsikringsforetak, se figur 3.13. Den andre motparten er i hovedsak kunder som ønsker rente- og/eller valutasikring.

Motpartsrisiko er risikoen for at en motpart ikke er i stand til å oppfylle sin del av en avtale. Prisendringer i markedet kan gjøre det kostbart å erstatte handelen i markedet (erstatningskostnad). Denne erstatningskostnaden reflekteres i derivatenes markedsverdi, se figur 3.11. Ettersom risikoen for større markedssvingninger og usikkerhet knyttet til motpartens evne til å levere øker over tid, kan motpartsrisikoen sies å være større desto lengre løpetiden på derivatkontrakten er.

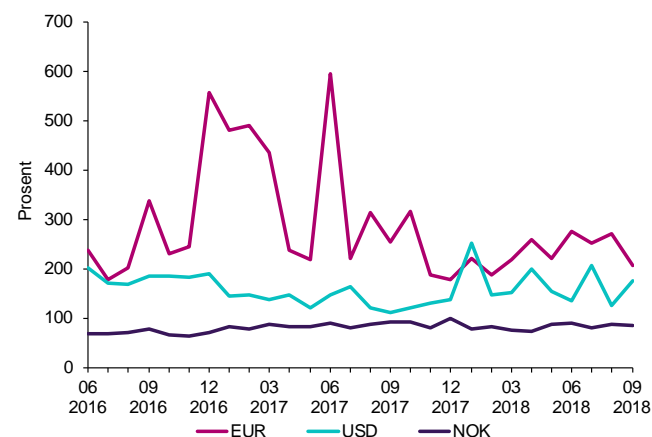
Etter finanskrisen har det blitt fokusert mye på motpartsrisiko ved derivatkontrakter. CSA-avtaler (credit support annex) er del av ISDA-avtaleverket²³ som omfatter bilaterale derivathandler. CSA regulerer motpartsrisikoen ved en derivatkontrakt fra avtalen inngås og fram mot oppgjør. Markedsverdien av derivatkontrakten beregnes, og aktørene betaler inn sikkerhet til motparten, hovedsakelig i form av kontanter. Dette reduserer erstatningskostnadene om motparten misligholder avtalen.

3.11 Bokført markedsverdi derivatkontrakter. Mill. kroner Per 30.09.2018



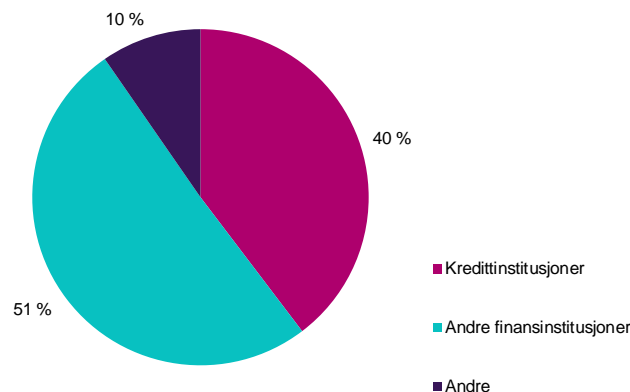
Kilde: Finanstilsynet

3.12 LCR i utvalgte valuta. Store banker



Kilde: Finanstilsynet

3.13 Rapporterte motparter av OTC-derivater. Per 30.09.18



Kilde: Finanstilsynet

²³ ISDA – International Swaps and Derivatives Association

Etter innføring av EMIR i Norge 1. juli 2017, stilles det krav om clearing gjennom sentral motpart for enkelte OTC-derivatkontrakter. Sentrale motparter er foretak som trer inn i kontraktene som kjøper for selger og selger for kjøper, slik at partene ikke lenger er avhengige av hverandre for at kontrakten skal oppfylles. Det er i tillegg krav om risikoreduserende tiltak for OTC-derivater som ikke cleares. Blant annet må partene daglig fastsette verdien av løpende kontrakter og innhente sikkerheter fra hverandre for å redusere tap ved et eventuelt mislighold (marginering). Dette kan oppfylles ved bruk av CSA-avtaler.

Tiltakene har bidratt til å redusere motpartsrisiko ved derivater, men ved etablering av daglig marginering oppstår samtidig likviditetsrisiko ved større endringer i markedsverdi på rente- og valutabytteavtaler.

OMF-foretakene har ikke har anledning til å stille sikkerhet i derivatavtaler og inngår derfor avtaler om ensidig betaling av sikkerheter. Dette innebærer at OMF-foretaket selv ikke må stille sikkerhet for et fall i markedsverdien på valutabytteavtalene, mens motparten må. Dette er mulig fordi OMF-foretakene har god rating og motpartsrisikoen vurderes som liten. Bankene inngår avtaler om tosidig sikkerhetsstillelse. Ved store endringer i valutakurser kan bankene risikere å måtte stille betydelige beløp som sikkerhet. Markedet for norske kroner er relativt lite. Likviditeten har blitt betydelig svekket, og prisutslagene har vært store i perioder med finansiell uro. I månedene etter konkursen i Lehman Brothers svekket kronen seg med opp mot 25 prosent mot euro. Etter LCR-regelverket skal banker som er aktive i valutamarkedet, holde likviditet tilsvarende den største nettoutgangen av sikkerheter over en periode på 30 dager de siste to årene. Basert på LCR-rapporteringen per september 2018, utgjorde dette 90,7 mrd. kroner for bankene samlet. For bankene som rapporterer derivater utgjorde dette ca. 3 prosent av nettoutbetalingene i samme periode. Den relativt lave andelen kan forklares med at bankene, i løpet av en 30-dagers periode, både mottar og avgir sikkerheter. Samtidig kan det være at LCR ikke nødvendigvis fanger opp denne risikoen tilstrekkelig ettersom

beregningsmetoden kun ser på de siste to årene. Det er derfor viktig at bankene gjør egne beregninger basert på derivatposisjonene de har og inkluderer mulige ekstra utbetalinger i interne stresstester av likviditet, herunder utbetalinger knyttet både til posisjonen og til marginering. Stresstesting av likviditet inngår i Finanstilsynets modul for likviditetsrisiko og kvaliteten av disse, herunder antakelser knyttet til ekstra sikkerhetsstillelse, vurderes ved stedlig tilsyn.

KAPITALDEKNINGEN I NORSKE BANKER ETTER FINANSKRISEN

Soliditeten i bankene er styrket siden finanskrisen, både målt ved ren kjernekapitaldekning og uvektet kjernekapitalandel. Samtlige banker tilfredsstiller de økte kravene til kapital, inkludert buffere. Bankene har til dels betydelig margin til kapitalkravene, inkludert pilar 2-krav, se figur 3.14, hvor bankene er rangert etter høyest kjernekapitaldekning. Spesielt de mindre sparebankene har en betydelig høyere ren kjernekapitaldekning og uvektet kjernekapitalandel enn kravene.

Økt målt soliditet skyldes oppkapitalisering og lavere gjennomsnittlige risikovekter

Soliditeten til norske banker målt ved ren kjernekapitaldekning er bedret siden finanskrisen, se figur 3.4. Bankene har hatt god lønnsomhet i perioden, og en relativt stor andel av overskuddene er tilbakeholdt. Til tross for den sterke økningen i ren kjernekapitaldekning, er ren kjernekapital relativt til forvaltningskapital ikke betydelig høyere enn på midten av 1990-tallet. Forskjellen mellom de to indikatorene skyldes et fall i gjennomsnittlig risikovekt, her illustrert ved utviklingen i forvaltningskapital og beregningsgrunnlag, se figur 3.15.

Et sentralt element i tilsynet med banker er å påse at nivået på den tapsabsorberende kapitalen er tilstrekkelig til at bankene er i stand til å håndtere perioder med større tap. En tett oppfølging av IRB-bankene (banker som bruker interne modeller til å beregne risikovekter for kreditteksponeringer) og SREP-vurderinger (Finanstilsynets vurdering av risiko og kapitalbehov) med stresstesting av bankene er en viktig del av dette arbeidet.

INNLEMMELSE AV CRD IV OG CRR I EØS

CRD IV og CRR ventes innlemmet i EØS-avtalen om kort tid. Regelverket er langt på vei allerede tatt inn i norsk lov, men i høringsnotatet om innlemmelse av CRR²⁴ pekes det på at Basel I-gulvet (for IRB-banker) og unntaket fra den såkalte "SMB-rabatten" ikke kan videreføres uten særskilte tilpasningstekster.

Innføring av SMB-rabatten vil ha størst effekt for de mindre bankene

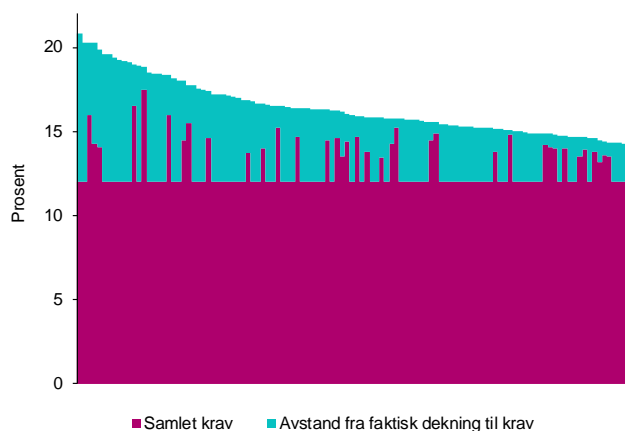
SMB-rabatten innebærer at kapitalkravet for mindre eksponeringer mot små og mellomstore bedrifter reduseres med en faktor på 23,8 prosent. SMB-rabatten er et EU-tiltak ment å lette kapitaltilgangen for små- og mellomstore bedrifter, og gjenspeiler ikke en lavere kredittrisiko for denne typen motparter. Jevnt over er andelen SMB større hos de mindre bankene, slik, men disse har samtidig en mindre foretaksportefølje enn de større bankene. Dette medfører at reduksjonen i kapitalkravet for banksektoren samlet er begrenset, men at utslagene for enkelte banker er stor.

Bortfall av Basel I-gulvet har effekt på samtlige IRB-bankers kapitalkrav

Basel I-gulvet legger begrensninger på hvor stor effekt IRB-bankene kan få fra sine interne modeller som brukes til å beregne risikovekter for kreditteksponeringer. Det risikovektede beregningsgrunnlaget kan ikke være lavere enn 80 prosent av det risikovektede beregningsgrunnlaget etter tidligere regelverk (Basel I). Ved innlemmelsen av CRR og CRD IV i EØS-avtalen, vil dette kravet bortfalle. Figur 3.16 viser ren kjernekapitaldekning for IRB-bankene per 30.09.2018 beregnet med og uten Basel I-gulv. Foreslåtte endringer i det europeiske kapitaldekningsregelverket vil blant annet omfatte innføringen av et nytt gulv fra 2022, med overgangsregler fram mot 2028. Gulvet vil basere seg på den reviderte standardmetoden foreslått av Baselkomitéen i 2017.

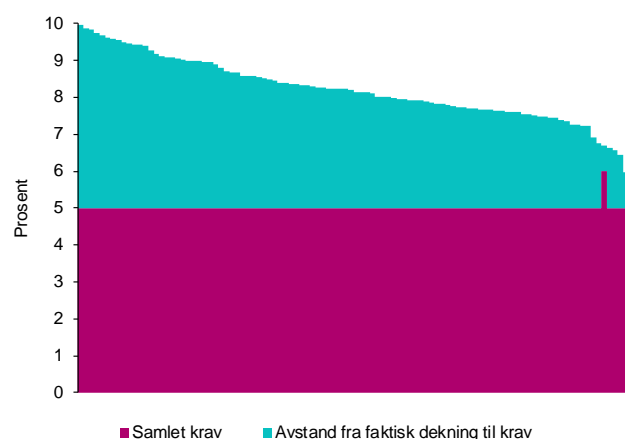
Både SMB-rabatten og bortfallet av Basel I-gulvet vil bidra til å øke bankenes rapporterte soliditet uten at

3.14 A Ren kjernekapitaldekning i banker/bankkonsern per 30.09.2018



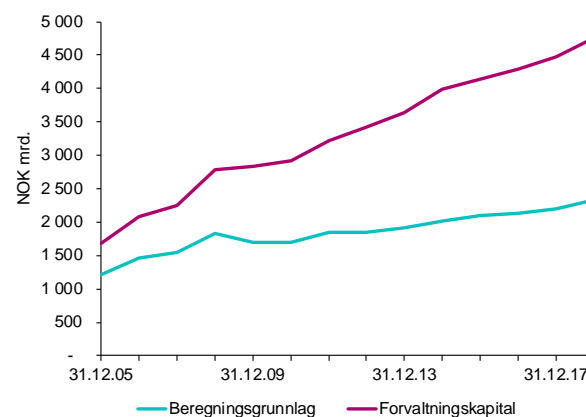
Banker/bankkonsern med verdi over 21 prosent er utelatt.
Kilde: Finanstilsynet

3.14 B Uvektet kjernekapitalandel i banker/bankkonsern per 30.09.2018



Banker/bankkonsern med verdier over 10 prosent er utelatt.
Kilde: Finanstilsynet

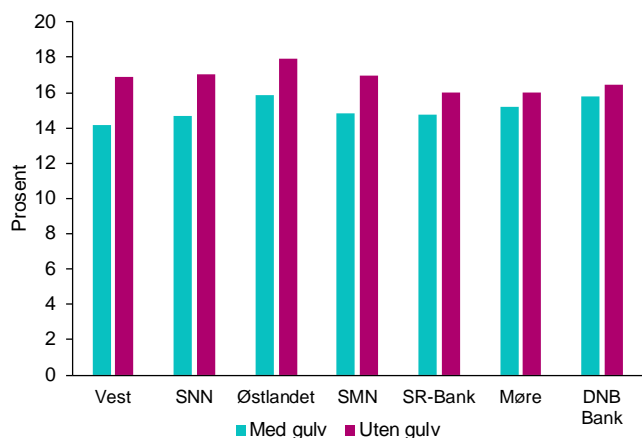
3.15 Forvaltningskapital og beregningsgrunnlag i norske banker/bankkonsern



Kilde: Finanstilsynet

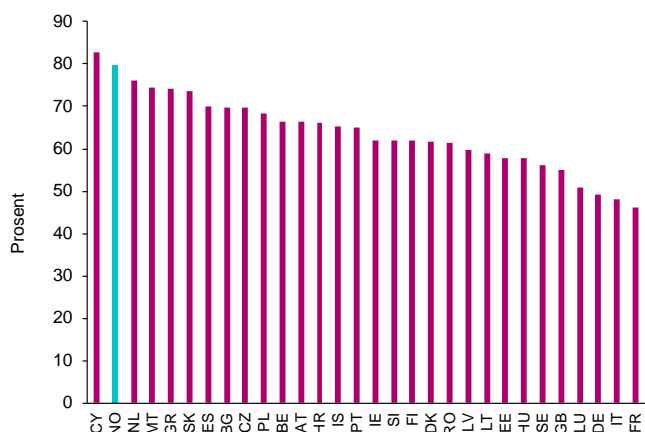
²⁴ Se [Norsk gjennomføring av EUs soliditetsregelverk \(CRD IV/CRR\)](#)

3.16 Ren kjernekapitaldekning i norske bankkonsern (IRB) per 30.09.2018



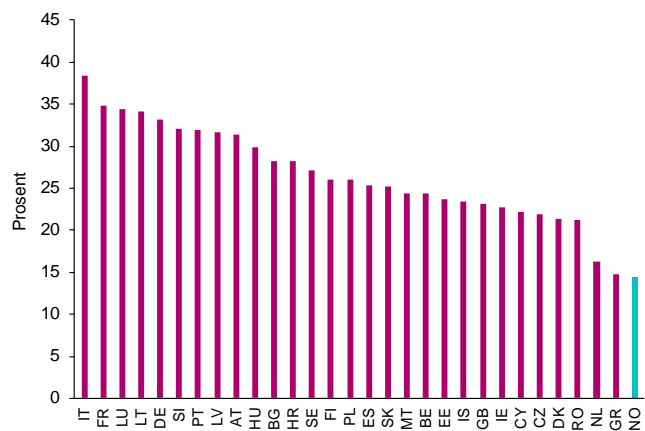
Kilde: Bankenes kvartalsrapporter

3.17 Netto rentens andel av driftsinntekter, 1. halvår 2018



Kilde: EBA

3.18 Provisjoners andel av driftsinntekter, 1. halvår 2018



Kilde: EBA

²⁵ Kilde: EBA Risk dashboard. Største banker i hvert land, for Norge: DNB Bank, Sparebank 1 SR Bank, Sparebank 1 SMN

den reelle soliditeten er endret. Etter Finanstilsynets vurdering er det viktig at tilpasningen til CRR / CRD IV ikke bidrar til en generell svekkelse av reell soliditet. Ved godkjenning og oppfølging av interne modeller vil Finanstilsynet legge vekt på at disse er robust kalibrert med betryggende sikkerhetsmarginer. I fastsettelsen av pilar 2-krav vil Finanstilsynet også legge vekt på at disse skal dekke risikoer som ikke er fullt ut dekket av pilar 1. Finanstilsynet vil i tillegg bidra til at banknæringens soliditet målt ved uvektet kjernekapitalandel ikke svekkes framover.

NETTO RENTEINNEKTER OG ANDRE DRIFTSINNEKTER

For de aller fleste norske banker utgjør netto renteinntekter den dominerende delen av bankens totale driftsinntekter. Sett i forhold til banker i de øvrige europeiske land, har norske banker en høyere andel netto renteinntekter, mens netto provisjonsinntekter er tilsvarende lave, jf. figur 3.17 og 3.18.²⁵

For samtlige norske banker utgjør netto renteinntekter i underkant av tre fjerdedeler av totale driftsinntekter. Verdiendringer på finansielle instrumenter er svært volatile og inngår derfor ikke beregningene. Netto renteinntekter som andel av driftsinntekter sank noe fram til 2014, men har steget de siste årene, se figur 3.19. Inntekter fra eierinteresser i konsern- og tilknyttede foretak har økt svakt de siste årene, påvirket av økt aktivitet i gruppeeide foretak.

Netto provisjonsinntekters andel av driftsinntektene har sunket noe de siste årene, men utgjorde fremdeles 15 prosent i 2017. Bankenes inntekter fra betalingsformidling er påvirket av den teknologiske utviklingen og er betydelig redusert de siste årene, se figur 3.20. Inntekter fra salg av forsikring økte svakt i årene fram til 2012, drevet av økt aktivitet i gruppeeide foretak, men har vært stabile i de etterfølgende årene sett i forhold til totale driftsinntekter. Provisjonsinntekter fra verdipapirforvaltning og omsetning har økt noe de siste årene. Høy aktivitet innenfor tjenester for både bedrifter og personkunder har bidratt til økningen.

De største bankene har høyere andel andre driftsinntekter enn mellomstore og mindre banker. Det er særlig høyere provisjonsinntekter som bidrar. Som det framgår av figur 3.21, har de største bankene høyere andel netto provisjoner på de fleste tjenesteområder. Det tydeligste unntaket er provisjoner fra salg av forsikringstjenester, hvor de minste bankene har betydelige inntekter.

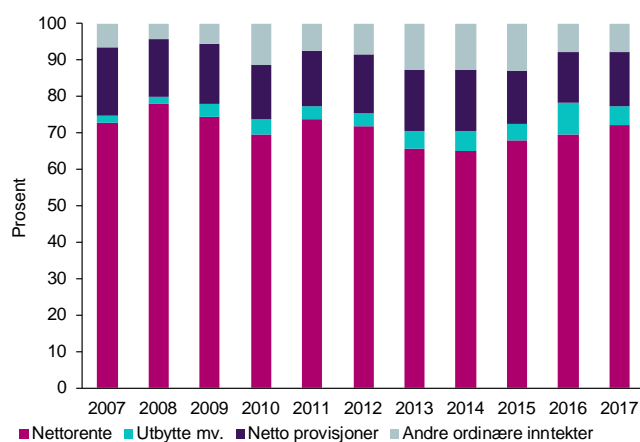
Mange år med sterk utlånsvekst til personkunder har ført til at personkundernes andel av totale kundeutlån har økt fra 57 prosent rett før finanskrisen til 64 prosent per 30.9.2018. Personkundernes betydning for bankenes inntjening er dermed svært høy. Til tross for sterk vekst i forbrukslån de siste årene, utgjør fremdeles utlån med pant i bolig nær 90 prosent av bankenes utlån til personkunder.

Med innføringen av EUs betalingstjenestedirektiv, PSD2, vil det bli åpnet opp for nye typer aktører på finansområdet, som kan utfordre bankenes tradisjonelle inntektskilder. Med tilgang til kundedata vil både nye og tradisjonelle aktører kunne tilby nye typer tjenester som vil kunne legge press på bankenes inntjening. Bankaggregatorer, verktøy som samler informasjon om en kundes ulike bankforbindelser på én flate, kan bidra til å redusere kundenes lojalitet til konkrete banker og dermed verdien av historiske kundeforhold. Dette vil også kunne føre til økt priskonkurranse, særlig på enkle, standardiserte produkter.

FORBRUKSLÅN

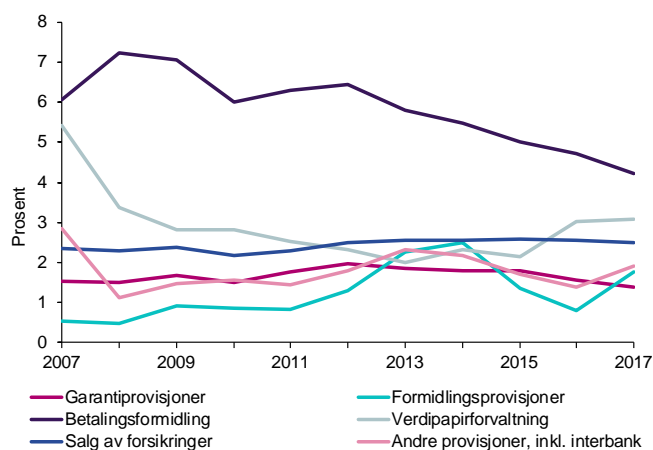
Det har vært en kraftig vekst i forbrukslån (lån uten sikkerhet) gjennom flere år. En betydelig del av veksten kommer fra spesialiserte forbrukslånsbanker som i hovedsak har blitt etablert de siste ti årene. Forbrukslån utgjør i overkant av 3 prosent av norske husholdningers gjeld. Veksten er imidlertid betydelig høyere enn den generelle kredittveksten. I tillegg utgjør renteutgifter på forbrukslån en klart høyere andel av husholdningenes samlede renteutgifter enn andelen forbrukslån utgjør av samlet gjeld.

3.19 Driftsinntekter dekomponert



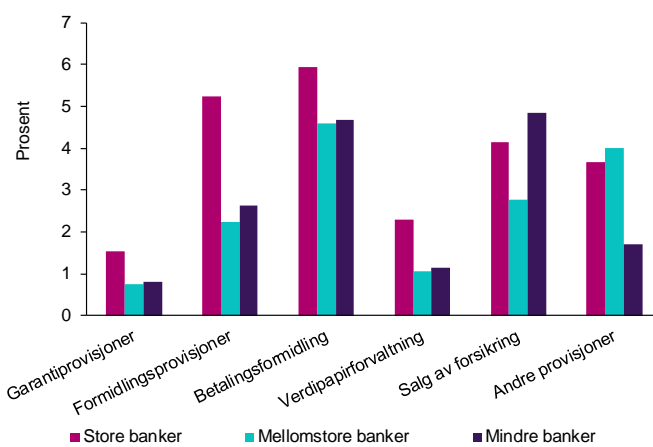
Kilde: Finanstilsynet

3.20 Provisjonsinntekters andel av driftsinntekter



Kilde: Finanstilsynet

3.21 Provisjonsinntekters andel av driftsinntekter i 2017 – banker gruppert etter størrelse.



Kilde: Finanstilsynet

Kan nye aktører på boliglånsmarkedet endre konkurransebildet?

Ny teknologi og finansiell innovasjon påvirker konkurransesituasjonen i finansmarkedene. Slike strukturendringer kan være positive for kunder og samfunnet som helhet så fremt endringene, både i typer av produkter og aktører, bidrar til velfungerende markeder og ikke svekker finansiell stabilitet og krav til kundebeskyttelse. Dette er ikke alltid tilfelle. For eksempel vil det være uheldig dersom nye aktører har et konkurransefortrinn ved at de ikke er underlagt de samme kapitalkravene som banker. I norsk regulering er i utgangspunktet all utlånsvirksomhet konsesjonspliktig og underlagt ordinære kapitalkrav.

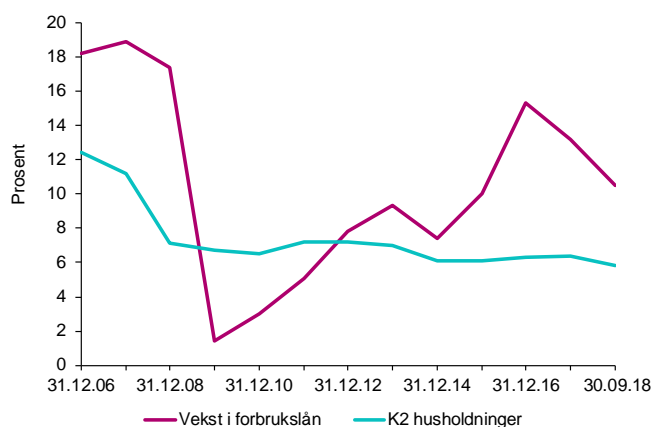
I Sverige har flere aktører etablert virksomhet som yter boliglån utenfor det tradisjonelle kredittmarkedet. Sommeren 2018 kommuniserte den svenske Finansinspektionen tydelige forventninger til nye boliglånsaktører, motivert både av hensynet til forbrukerbeskyttelse og til finansiell stabilitet*. Særlig vekt ble lagt på betydningen av løpetidsmatching av foretaks finansiering av boliglån og hensynet til trygge, langsiktige kundeforhold for lånekundene.

*[Förutsättningar för verksamhet med bostadskrediter](#) / Finansinspektionen

Utviklingen i forbrukslån

Finanstilsynet har kartlagt virksomheten til et utvalg av 30 banker og finansieringsforetak som driver med forbruksfinansiering. Utvalget dekker hoveddelen av det norske markedet. Forbrukslån fra disse foretakene til norske kunder utgjorde 111 mrd. kroner ved utgangen av tredje kvartal 2018. Utenlandske filialer stod for nær en fjerdedel av disse utlånene.

3.22 Tolvmånedersvekst i forbrukslån



Kilder: Finanstilsynet og Statistisk sentralbyrå (K2)

Tolvmånedersveksten i det norske markedet var 10,5 prosent, mens husholdningenes samlede gjeld økte med 5,8 prosent i samme tidsrom, se figur 3.22. Justert for bankenes salg av låneporteføljer var veksten i bankenes forbrukslån til norske kunder om lag 12 prosent. Totalt utgjorde forbrukslånene til norske og utenlandske kunder fra de 30 foretakene i undersøkelsen 157 mrd. kroner ved utgangen av tredje kvartal 2018, en økning på 13,5 prosent det siste året. For flere av de norske foretakene i undersøkelsen har det vært en kraftig vekst i andre nordiske land.

Nyetablerte foretak og de foretakene som har vokst mest de siste årene, satser mindre på kredittkort enn andre typer forbrukslån. Andelen kredittkortlån utgjorde 45 prosent av totale forbrukslån i Norge ved utgangen av tredje kvartal 2018, mot 48 prosent ett år tidligere. Av kredittkortgjelden var om lag 67 prosent rentebærende. Misligholdsnivået på forbrukslån er klart høyere enn for andre typer lån og har økt det siste året.

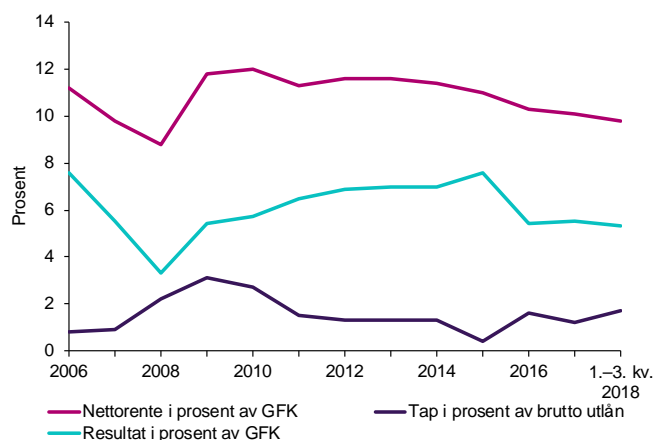
Rentene på forbrukslån er høye sammenlignet med pantesikrede lån. Foretakene kan derfor ha relativt høye tap på forbrukslån og likevel oppnå god lønnsomhet, se figur 3.23. Den høye lønnsomheten over lang tid har gjort forbrukslån til et attraktivt segment både for nye tilbydere og etablerte foretak. Tapene på forbrukslån har vært stigende det siste året, og tilsvarte 1,7 prosent av brutto utlån ved utgangen av tredje kvartal 2018.

Salg av utlånsporteføljer og inndrivelse ved inkasso

Det har vært en økning i salg av porteføljer med forbrukslån de siste årene, fra opprinnelig utlåner til andre finansieringsforetak. I første til tredje kvartal 2018 ble det solgt forbrukslånsporteføljer for om lag 3,9 mrd. kroner, mot 3,6 mrd. kroner i samme periode i fjor. Opprinnelig kredittgiver vil kunne redusere risiko og kapitalkrav og oppnå bedre likviditet gjennom salg av misligholdte lån. Porteføljene overdras i hovedsak til finansieringsforetak som ofte benytter et ordinært inkassoforetak i samme konsern for å inndrive oppkjøpte krav. Finansieringsforetak har i medhold av inkassoloven adgang til selv å inndrive oppkjøpte krav uten særskilt inkassobevilling. Ved slik inndrivelse av egne krav (egeninkasso), er erstatningsbeløpet som kan avkreves skyldner et mindre fast beløp uavhengig av kravets størrelse. Det er imidlertid hovedregelen at finansieringsforetak benytter inkassoforetak til å inndrive oppkjøpte krav (fremmedinkasso). Ved slik inndrivelse kan inkassoforetaket avkreve skyldner erstatningsbeløp som er vesentlig høyere enn ved egeninkasso. Fremmedinkassosalær beregnes ut fra kravets størrelse. At inkassoforetaket er i samme konsern som finansieringsforetaket er ikke til hinder for at skyldner avkreves fremmeinkassosalær. Ved valg av en slik inndrivingsmodell, vil den samlede inntjeningen på et oppkjøpt krav øke for konsernet ved at det både får inntekter ved faktisk inndrivelse, og i form av fremmedinkassosalær. Dette bidrar til sterkere konkurranse om å kjøpe kravsporteføljer og til økte priser på porteføljene.

Norge har tradisjonelt hatt et sterkt kreditorvern, hvor staten bistår med tvangsfullbyrdelse av krav som ikke betales. Et omfattende og landsdekkende namsmannsapparat sørger for at kreditor får utlegg i skyldnerens eventuelle eiendeler og framtidige lønnsutbetalinger. Slik rettslig inndrivning påfører kravet ekstra omkostninger. Disse kostnadene må normalt skyldner betale, noe som reduserer kostnadsrisikoen for kreditor. Det avtales gjerne "no cure no pay"-avtaler med inkassoforetakene, noe som reduserer kostnadsrisikoen for kreditor ytterligere. De siste årene har det vært en markert økning i antall utleggsbegjæringer,

3.23 Resultatutvikling forbrukslån



Kilde: Finanstilsynet

noe som tyder på at inkassoforetakene nå i større grad benytter seg av denne muligheten.

Digitale betalingsløsninger har ført til at flere inkassokrav innbetales, og at krav betales på et tidlig stadium i inndrivingsprosessen. Data rapportert til Finanstilsynet ved utgangen av juni 2018, viste at 36 prosent av innkomne nye inkassosaker ble betalt og avsluttet før utsendelse av betalingsoppfordring.

Justis- og beredskapsdepartementet oppnevnte 17. oktober 2018 en arbeidsgruppe som skal se på problemstillinger knyttet til inkassoloven. Oppnevningen av arbeidsgruppen er en oppfølging av Finanstilsynets brev av 7. september 2017 hvor det ble anmodet om en revisjon av inkassoloven. Temaer som skal gjennomgås, er organisering av inkassovirksomheten, klientmiddelbehandling, dekning av kostnader ved utenrettslig inndrivning, behandling av personopplysninger og god inkassoskikk. Arbeidsgruppen ledes av Justis- og beredskapsdepartementet, og består ellers av representanter fra Finans Norge, Forbrukerrådet, Virke Inkasso og Finanstilsynet. Arbeidsgruppen skal avgi rapport til Justis- og beredskapsdepartementet innen 1. januar 2020.

Forskrift om forsvarlig utlånspraksis for forbrukslån

Finanstilsynet publiserte i juni 2017 retningslinjer om forsvarlig praksis for forbrukslån, og varslet samtidig at det ble forventet at foretakene umiddelbart startet arbeidet med å tilpasse seg retningslinjene.

KAPITTEL 3 BANKENE

Finanstilsynet kartla i første kvartal 2018 foretakenes etterlevelse av retningslinjene ved utgangen av 2017. Gjennomgangen viste at mange foretak ikke overholdt retningslinjene, og noen foretak opplyste at de først ville oppfylle retningslinjene i 2019. På oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet Finanstilsynet høsten 2018 et høringsnotat med utkast til forskrift om forsvarlig utlånspraksis for forbrukslån. Dette ble sendt på høring 27. september med høringsfrist 6. desember 2018. Forslaget til forskrift inneholder de samme bestemmelsene som retningslinjene, blant annet skal låneavtalen inneholde krav om avdragsbetaling og lengste løpetid, og det skal ikke innvilges lån med løpetid over fem år. Videre åpnes det ikke for å gjøre unntak fra disse reglene. Forskriften skal bidra til å redusere risikoen for at forbrukerne tar opp gjeld som senere kan påføre dem betydelige økonomiske belastninger. Forskriften skal også bidra til solide finansforetak gjennom redusert tapsrisiko, og til finansiell stabilitet gjennom lavere opplåning blant/i sårbare husholdninger.

Finanstilsynet har i 2018 gjennomført stedlige tilsyn i seks banker med forbrukslån som sentralt virksomhetsområde. Formålet med tilsynene har blant annet vært å kartlegge bankenes etterlevelse av Finanstilsynets retningslinjer om forsvarlig utlånspraksis for forbrukslån. Sentrale temaer har vært bankenes system for å beregne kundenes betjeningsevne og bankenes tilpasning til bestemmelsene om avdrag på nye og refinansierte lån. I tillegg er bankenes salg av misligholdte lån og rutinene for tapsnedskrivning gjennomgått. De stedlige tilsynene har også omfattet problemstillinger knyttet til overordnet styring og kontroll og tiltak for å forhindre hvitvasking og terrorfinansiering. Den foreløpige vurderingen er at flere av bankene ikke, eller først nylig, har tilpasset seg viktige bestemmelser i retningslinjene, og at bankene i mange tilfeller overvurderer kundenes betjeningsevne slik at kunder som i henhold til retningslinjene ikke bør få forbrukslån, likevel er innvilget slike lån. Det er også avdekket at enkelte banker tilbyr kunder høyere lån enn de har søkt om. Tilsynet avdekket dessuten mangler i enkelte av bankenes etterlevelse av

hvitvaskingsloven. Foreløpige merknader fra tilsynene vil bli sendt bankene rundt årsskiftet. Det tas sikte på å utarbeide og offentliggjøre endelige merknader i første kvartal 2019.

KAPITTEL 4 FORSIKRING OG PENSJON

Pensjonsinnretningene har samlet sett hatt gode resultater de siste årene. Den internasjonale finanskrisen for ti år siden smittet i noen grad over på pensjonsinnretningenes resultater og soliditet. Det ble bokført betydelig tap på pensjonsinnretningenes verdipapirporteføljer, men ellers ble foretakene lite påvirket av finanskrisen. I etterkant av finanskrisen har lave renter og økende levealder vært utfordrende for pensjonsinnretningene. Gode resultater har likevel gitt rom for økning i bufferfondene og bidratt til å styrke foretakenes soliditet.

Flere foretak har pensjonsordningen i egne pensjonskasser. Finansdepartementet besluttet i juni 2018 at pensjonskassene skal underlegges et nytt og mer risikosensitivt solvenskapitalkrav fra 1. januar 2019. Med enkelte tilpasninger er det tatt sikte på at soliditetskravet skal bli mest mulig likt solvenskapitalkravet for livsforsikringsforetakene etter Solvens II. Samlet sett ligger pensjonskassene godt an til å oppfylle det nye soliditetskravet, men også disse vil være utsatt i en situasjon med vedvarende lavt rentenivå.

Lavt rentenivå og økende levealder har gjort de tradisjonelle ytelsesordningene mer kostbare for arbeidsgiverne og bidratt til at innskuddspensjon uten avkastningsgaranti og fripoliser har økt betraktelig de siste årene. En interdepartemental arbeidsgruppe ledet av Finansdepartementet, og med deltakelse fra Finanstilsynet, har det siste året evaluert regelverket for garanterte pensjonsprodukter og vurdert endringer som kan være klart til kundens fordel. Det foreslås blant annet å innføre et felles bufferfond til å dekke negativ avkastning samt å åpne for at foretakene kan tilby kunder kompensasjon ved overgang fra ordinære fripoliser til fripoliser med investeringsvalg.

Finanskrisen i 2008 avdekket betydelig risiko i et komplekst og lite transparent derivatmarked. I kjølvannet av finanskrisen var det bred enighet om at strengere regulering av derivatmarkedene var nødvendig. Derivater er en naturlig del av pensjonsinnretningenes kapitalforvaltning, særlig valuta- og rentederivater benyttes i et vesentlig omfang. Avslutningsvis i kapitlet ses det derfor nærmere på livsforsikringsforetakenes bruk av derivater.

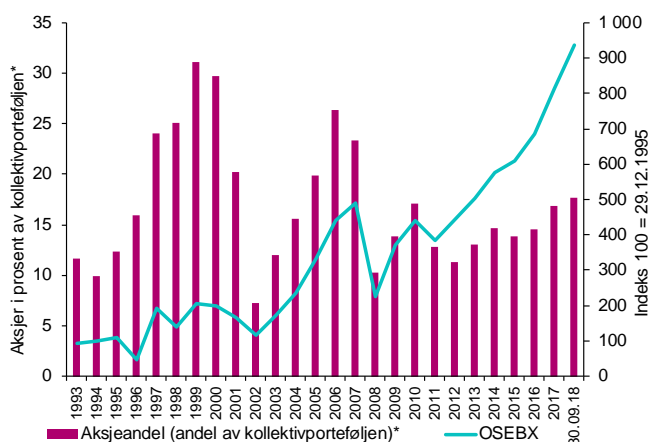
LØNNSOMHET OG SOLIDITET I PENSJONSINNRETNINGENE

Utviklingen i rente- og aksjemarkeder er av stor betydning for pensjonsinnretningene

Samlet sett har pensjonsinnretningene oppnådd høyere avkastning enn gjennomsnittlig garantert rente og hatt gode resultater de siste årene. Dette til tross for at det lave rentenivået har gjort det utfordrende for pensjonsinnretningene å oppnå meravkastning for produkter med rentegaranti. Økningen i langsiktige renter fra det rekordlave nivået høsten 2016 har bidratt til noe bedre utsikter for pensjonsinnretningene, men det lave rentenivået er fortsatt utfordrende.

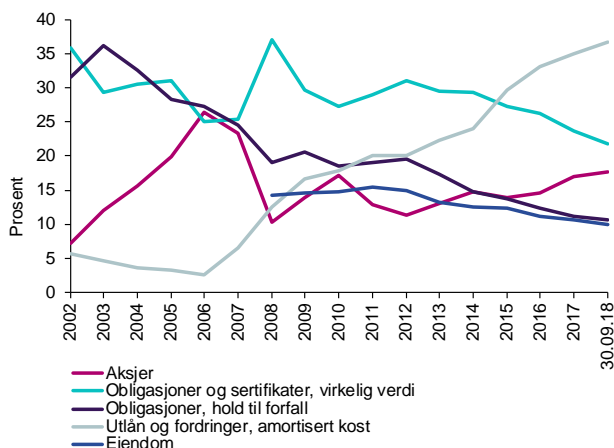
Den sterke oppgangen i aksjemarkedene i forkant av finanskrisen styrket resultatene og bufferkapitalen i livsforsikringsforetakene. Aksjeandelen økte betydelig utover 2000-tallet, før den falt kraftig i 2008, se figur 4.1 og 4.2. Som de norske bankene, var norske livsforsikringsforetak i liten grad direkte eksponert mot boliglån med høy risiko (subprime) gjennom strukturerte kredittprodukter eller hedgefond. Den sterke uroen i rente- og aksjemarkedene svekket imidlertid livsforsikringsforetakenes resultater og ga en betydelig reduksjon i bufferkapitalen. Aksjekursfallet medførte at kun ett mindre foretak hadde midler igjen i kursreguleringsfondet ved utgangen av 2008, og flere foretak benyttet store deler av tilleggsavsetningene for å dekke kundenes rentegaranti.

4.1 Aksjeandel i livsforsikringsforetak og kursutviklingen på Oslo Børs



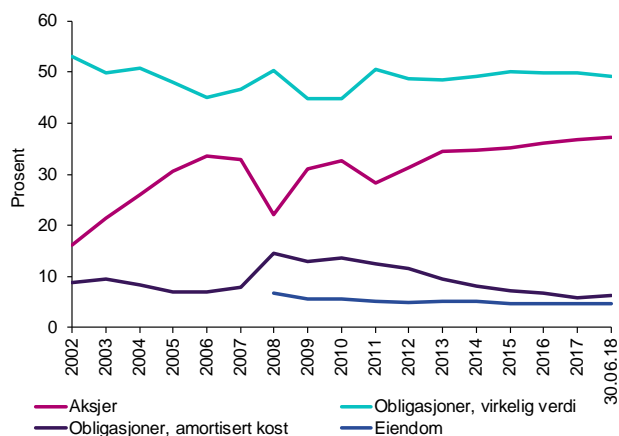
*Andel av forvaltningskapital før 2008. Kilder: Thomson Reuters og Finanstilsynet

4.2 Investeringer i kollektivporteføljen* – livsforsikringsforetak



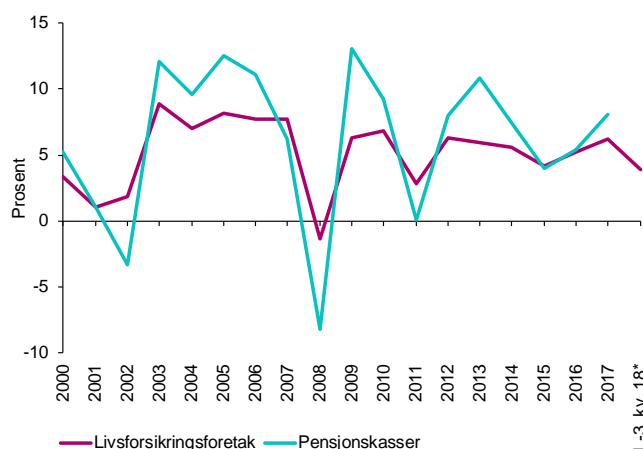
*Andel av forvaltningskapital før 2008. Kilde: Finanstilsynet

4.3 Investeringer i kollektivporteføljen* – pensjonskasser



*Andel av forvaltningskapital før 2008. Kilde: Finanstilsynet

4.4 Verdijustert avkastning i pensjonsinnretningene



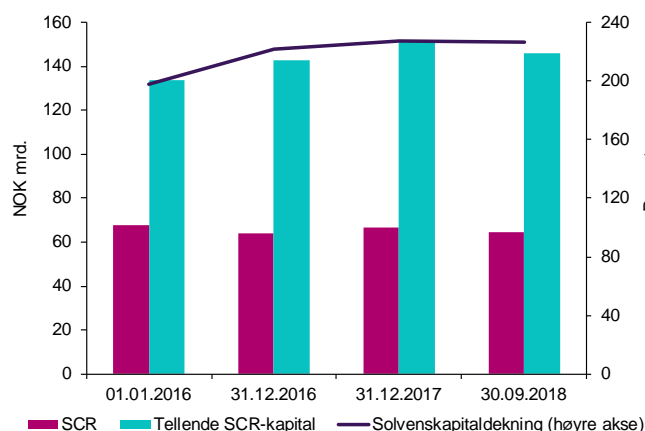
*Annualisert. Kilde: Finanstilsynet

Nye virksomhetsregler trådte i kraft 1. januar 2008, og medførte endringer i prising og overskuddsdeling for garanterte produkter. For premiebetalende ordninger ble overskuddsdeling (dvs. deling av avkastning utover garantert rente og ev. positivt forsikringsresultat) erstattet av et regime med forskuddsvis prising av rentegarantien. Livsforsikringsforetakene mistet således en andel av oppsiden i slike produkter, men fikk til gjengjeld mulighet til en stabil inntekt, uavhengig av utviklingen i markedene. For ikke-premiebetalende ordninger som fripoliser beholdt foretakene en viss overskuddsdeling.

Livsforsikringsforetakene måtte i 2008 foreta nedsalg av aksjebeholdningen for å hindre at de ble påført høyere risiko enn tilgjengelig bufferkapital tillot. Oppgangen i verdipapirmarkedene i 2009 og 2010 bidro til bedring av foretakenes resultater til tross for lavere aksjeandeler. Markedsuroen som tiltok sommeren 2011 førte igjen til redusert avkastning og bufferkapital i livsforsikringsforetakene. Foretakenes eksponering mot de mest gjeldstyngede eurolandene var begrenset, men generell usikkerhet bidro til økt markedsrisiko.

Også pensjonskassene ble berørt av finanskrisen. Høsten 2008 fikk om lag en fjerdedel av pensjonskassene betydelige soliditetsutfordringer, som krevde kapitalinnskudd fra arbeidsgiverforetakene for at pensjonskassene skulle oppfylle

4.5 Soliditeten i livsforsikringsforetak



Kilde: Finanstilsynet

kapitaldekningskravet. Kapitalinnskuddene fra arbeidsgiverforetakene bidro til at pensjonskassene ikke måtte selge aksjer i samme utstrekning som livsforsikringsforetakene. Pensjonskassenes betydelige aksjeandel medførte at deres resultater og verdijusterte avkastning ble svakere enn livsforsikringsforetakenes i 2008, se figur 4.3 og 4.4. I årene etter finanskrisen har utviklingen i aksjemarkedene bidratt til at pensjonskassene har hatt en høyere avkastning enn livsforsikringsforetakene med unntak av årene 2011 og 2015.

Økende levealder i befolkningen har medført behov for å øke de forsikringstekniske avsetningene. Nye dødelighetstariffer ble innført fra 2008, nærmere 40 år etter forrige justering. Gode avkastningsresultater i 2007 la grunnlag for at mye av oppreserveringen kunne gjennomføres umiddelbart, men oppreserveringen ble etter kort tid regnet som utilstrekkelig. I 2013 ble det derfor utarbeidet nye dødelighetstariffer. Pensjonsinnretningene fikk mulighet til å benytte kundeoverskudd til å dekke inntil 80 prosent av oppreserveringsbehovet og kunne søke om syv års oppreserveringsperiode. Den positive utviklingen i aksjemarkedene i den påfølgende perioden har bidratt til at pensjonsinnretningene i hovedsak er ferdig oppresvert til dødelighetsgrunnlaget som ble fastsatt i 2013.

4.6 Soliditeten i pensjonskasser



Kilde: Finanstilsynet

Soliditeten i pensjonsinnretningene er styrket

Solvens II-regelverket ble innført 1. januar 2016. I en periode med historisk lavt rentenivå og økende levealder innebar det betydelig høyere kapitalkrav. Norske livsforsikringsforetak har gjennom overgangsregler og interne tilpasninger håndtert overgangen til nytt regelverk, og soliditeten er styrket siden ikrafttredelsen av Solvens II, se figur 4.5. Solvenskapitaldekningen i livsforsikringsforetakene, inkludert effekten av overgangsregler, var ved utgangen av september 2018 på 227 prosent. Åtte livsforsikringsforetak har fått tillatelse til å benytte overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger, som innebærer at en eventuell økning i verdien av forsikringsforpliktelsene ved overgangen til Solvens II innføres gradvis over en periode på 16 år. Med økende markedsrenter er det færre livsforsikringsforetak som får effekt av å benytte overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger. Per 30. september 2018 hadde overgangsregelen effekt for fem av foretakene. Uten bruk av overgangsregelen ville den samlede solvenskapitaldekningen vært 212 prosent. Også i pensjonskassene er soliditeten bedret de siste årene, se figur 4.6.

Forsikringsforetakenes betydning for systemrisiko har økt etter finanskrisen

Tradisjonell forsikringsvirksomhet er generelt forbundet med mindre systemrisiko enn bankvirksomhet. Under den internasjonale finanskrisen ble det imidlertid tydelig at forsikringsforetak i visse situasjoner både kan generere og forsterke systemrisiko.

Forsikringssektorens betydning for systemrisiko og finansiell stabilitet har trolig økt etter finanskrisen. Det skyldes blant annet at sektoren i økende grad er eksponert mot de samme risikofaktorer som banker og at sammenkoblingene mellom forsikringssektoren, banksektoren, kapital- og derivatmarkedene er sterkere. EIOPA og det europeiske rådet for systemrisiko (ESRB) har arbeidet med anbefalinger om makrotilsynsvirkemidler for forsikringssektoren. EIOPA publiserte i juli 2018 tredje artikkel i en serie som drøfter potensielle kilder til systemisk risiko i forsikringssektoren og mulige virkemidler som kan redusere denne risikoen. I artikkelen vurderer EIOPA virkemidler som ligger utenfor Solvens II-regelverket, herunder likviditets- og kapitalbaserte virkemidler, som krav til likviditet og maksimal gjeldsgrad. Disse, samt flere andre virkemidler, vil bli nærmere vurdert. Eventuelle forslag vil ses i lys av den kommende evalueringen av Solvens II-regelverket.

Samlet sett ligger pensjonskassene godt an til å oppfylle nytt soliditetskrav

Det foreligger ikke et felleseuropeisk solvenskrav for pensjonskassene, og det gjeldende soliditetskravet for norske pensjonskasser, Solvens I, er lite risikosensitivt. Samtlige pensjonskasser har imidlertid fra utgangen av 2012 rapportert Finanstilsynets stresstest I, som er en forenklet versjon av Solvens II-regelverket. Kravet har ikke vært regulatorisk bindende, men benyttet av Finanstilsynet som et tilsynsverktøy.

Finansdepartementet fastsatte derfor 8. juni 2018 nytt

²⁶ Volatilitetsjusteringen innebærer et påslag på den risikofrie rentekurven som skal benyttes til diskontering av

soliditetskrav for pensjonskasser ("forenklet solvenskapitalkrav") basert på stresstest I, som vil gjelde fra 1. januar 2019.

Beregninger basert på pensjonskassenes stresstestrapportering per 30. juni 2018 viser at to av i alt 85 pensjonskasser ikke hadde tilstrekkelig bufferkapital til å oppfylle det nye soliditetskravet. Det samlede kapitalunderskuddet for de to pensjonskassene var om lag 70 mill. kroner. I beregningene er ikke rentekurven volatilitetsjustert²⁶, noe som normalt har positiv effekt og ville bedret solvenskapitaldekningen for de utsatte pensjonskassene. Finanstilsynet har i tillegg utført beregninger av et scenario der aksjemarkedet faller med 20 prosent. Beregningene viser at dette ville medført at sju pensjonskasser ikke har tilstrekkelig bufferkapital til å oppfylle det nye soliditetskravet. I dette scenarioet øker kapitalunderskuddet, men ikke i betydelig grad.

I brev til samtlige pensjonskasser av 9. november 2018 skriver Finanstilsynet at pensjonskassene bør vurdere sin finansielle stilling basert på det nye solvenskapitalkravet og om nødvendig gjennomføre tiltak slik at kravet kan etterleves fra 1. januar 2019. Pensjonskasser med lav margin til det forenklete solvenskapitalkravet bør utarbeide en plan for oppbygging av en tilfredsstillende margin til kravet, og pensjonskasser som ikke oppfyller det forenklete solvenskapitalkravet uten bruk av overgangsregelen forventes å utarbeide en plan for å oppfylle dette kravet på sikt.

ENDRING I MARKEDET FOR PRIVAT TJENESTEPENSJON

Lav avkastning utover avkastningsgarantiene

Lavt rentenivå og økende levealder har gjort ytelsesbaserte ordninger mer kostbare for arbeidsgiver fordi arbeidsgiver må betale høyere premier for å opprettholde samme nivå på pensjonsytelsene. Fra midten av 1980-tallet og fram til 2011 var markedsrentene høyere enn gjennomsnittlige avkastningsgarantier. Selv med relativt lav

forsikringsforpliktelsene.

risiko i porteføljen ga dette lenge betydelig avkastning utover garanterte rente. Det lave rentenivået de senere årene har medført at avkastning utover avkastningsgaranti er betydelig lavere enn tidligere. Dette har bidratt til at mange arbeidsgivere har erstattet ytelsesordningene med innskuddsordninger uten avkastningsgaranti, se figur 4.7.

Finansdepartementet satte høsten 2017 ned en interdepartemental arbeidsgruppe, med deltakelse fra Finanstilsynet, for å evaluere regelverket for garanterte pensjonsprodukter. Arbeidsgruppens mandat var å beskrive forvaltningen av kapital knyttet til garanterte pensjonsytelser, vurdere om det er mulig å gjøre endringer i virksomhetsregelverket som er klart til kundens fordel og vurdere om pensjonsleverandørene bør ha anledning til å tilføre midler fra egenkapitalen som motytelse for å velge bort rentegarantien. Videre skulle arbeidsgruppen vurdere konsekvenser for flyttemarked, konkurranse og soliditet av eventuelle forslag til endringer i regelverket.

Arbeidsgruppen la fram sine forslag i rapporten "Garanterte pensjonsprodukter" 28. september 2018. Utgangspunktet for arbeidsgruppens vurderinger var at ytelsespensjonsordningene ble etablert på et tidspunkt hvor rentenivået var vesentlig høyere enn i dag, og avkastningsgarantiene ble satt på et høyt nivå. Etter hvert har ytelsesordninger blitt avvirket og arbeidstakere har skiftet jobb, noe som har ført til at store deler av denne pensjonskapitalen er omdannet til fripoliser. Fripolisene er fondert ut fra lønn og opptjeningsstid på utstedelsestidspunktet, og arbeidsgiver betaler ikke lenger premier på kontraktene. Det medfører at fripolisene må ha avkastning ut over garantert rente for at ytelsene skal følge lønnsutviklingen. Dette er utfordrende å oppnå i en situasjon med lav markedsrente. Med innføring av ny dødelighetstariff fra 2014 ble det også åpnet for at nødvendig styrking av avsetningene delvis kunne finansieres ved bruk av kundeoverskudd.

Arbeidsgruppen framholder at innføring av ett felles bufferfond bestående av kursreguleringsfond og

4.7 Brutto forfalt premie i privat kollektiv pensjon, ytelse og innskudd



Kilde: Finans Norge

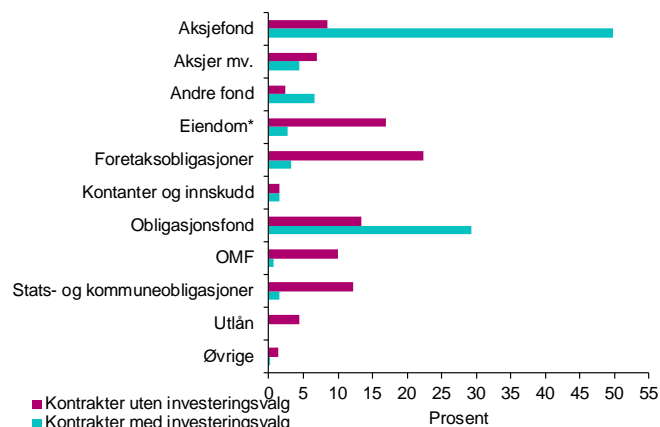
tilleggsavsetninger, vil kunne ha positive nettoeffekter for kundene. Bufferfondet vil være kundefordelt og kunne dekke negativ avkastning. Arbeidsgruppen mener videre at det vil være klart til kundens fordel at det innenfor regulatoriske rammer åpnes for at kundene kan få et vederlag for å frasi seg avkastningsgarantien knyttet til en fripolise. Arbeidsgruppen stiller seg også positiv til en endring i regelverket som gir økt frihet for kundene til å velge raskere utbetaling av fripoliser med lave ytelser. Rapporten er nå til vurdering i Finansdepartementet.

LIVSFORSIKRINGSFORETAKENES INVESTERINGER OG BRUK AV DERIVATER

Lav andel indeksfond i investeringsvalgporteføljen

Investeringsvalgporteføljen, som består av innskuddspensjon, pensjonskapitalbevis, fripoliser med investeringsvalg og individuell sparing, omfatter midler hvor kunden selv velger sin investeringsprofil enten ved åpent investeringsvalg i forsikringsavtalen eller forhåndsdefinerte investeringsprofiler. Omtrent 20 prosent av livsforsikringsforetakenes totale investeringer er knyttet til produkter med investeringsvalg. Produkter med investeringsvalg kan være både kollektive og individuelle, og kjennetegnes av at det er forsikringstaker som bærer avkastningsrisikoen. Risikoen i kundenes profiler avhenger hovedsakelig av aksjeandelen i porteføljen.

4.8 Sammensetningen av livsforsikringsforetakenes investeringer per 30.06.2018



*Eiendom inkluderer fast eiendom (CIC 9), eiendomsrelaterte aksjer (CIC 32), eiendomsfond (CIC 45), eiendomseksponeering relatert til sikrede verdipapirer (CIC 65) og utlån med sikkerhet i fast eiendom (CIC 84) samt NACE-kodene F41 og L som bl.a. inkluderer eiendomsobligasjoner. Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå.

Aksjeandelen i kontrakter med investeringsvalg utgjør samlet 54 prosent, hvilket er betydelig høyere enn i kontrakter med rentegaranti hvor andelen kun er 15 prosent, se figur 4.8. Totalt 86 prosent av investeringene i kontrakter med investeringsvalg er i fond. Tilsvarende for kontrakter med rentegaranti er 24 prosent. 7 prosent av investeringene i kontrakter med investeringsvalg er plassert i andre fond enn aksje- og obligasjonsfond. Aktive eierfond (private equity fond) utgjør 3,7 mrd. kroner (1 prosent) og er hovedsakelig plassert i Norge.

Når framtidig pensjon og sparemidler i større grad baseres på kundenes individuelle valg, er det viktig å unngå at markedsaktører utnytter kundenes manglende innsikt i risikoene i investeringsproduktene som tilbys. Forsikringsforetakene skal gi kundene tilstrekkelig informasjon om kostnadene ved og risikoen forbundet med de ulike investeringsvalgmulighetene. Det er forsikringstakernes interesser som skal ivaretas ved valg av verdipapirfond og fondsløsninger. Finanstilsynet har tidligere observert at foretak tilbyr lav eller ingen andel indeksfond i

investeringsvalgporteføljen.²⁷ Forvaltningskostnadene i aktivt forvaltede fond er vesentlig høyere enn i passivt forvaltede fond. Dette er kostnader som bæres av kundene. Høyere forvaltningsgebyrer i aktive fond gjør at det må skapes ytterligere meravkastning for at kunden skal sitte igjen med gevinst. Ved utgangen av 2017 utgjorde indeksfond som andel av aksjefondsinvesteringene 11 prosent for pensjon med investeringsvalg ifølge Verdipapirfondenes forening.

Livsforsikringsforetakene har en betydelig andel plassert i alternative investeringer

Det er innført, eller foreslått å innføre, lavere kapitalkrav for enkelte alternative investeringer i Solvens II, herunder investeringer i infrastruktur og unoterte aksjer. Motivasjonen bak å innføre lavere kapitalkrav for slike investeringer er blant annet å fjerne barrierer for vekst og legge til rette for at små og mellomstore bedrifter kan få tilgang til finansiering samt opprettelse av nye arbeidsplasser.²⁸ En uheldig konsekvens av dette er imidlertid at kapitalkravene da ikke nødvendigvis gjenspeiler den reelle risikoen i investeringene.

Alternative investeringer kan gi potensielt høyere avkastning enn tradisjonelle investeringer, men også høyere risiko. Videre er alternative investeringer gjerne mer komplekse og mindre likvide enn tradisjonelle investeringer. Løpende verdivurdering er krevende og potensielt forbundet med stor usikkerhet, fordi verdsettelsen ikke er basert på markedspriser.

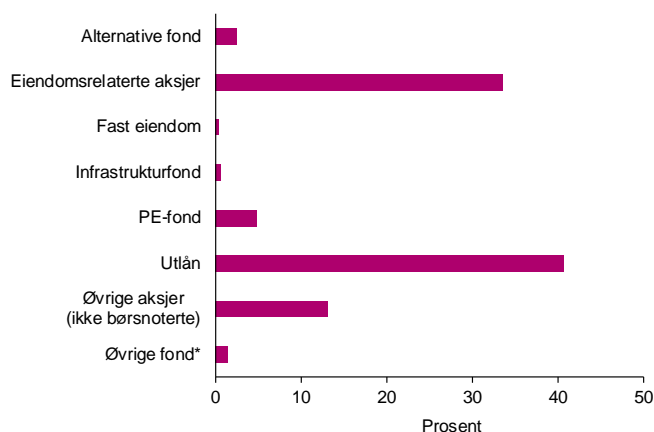
EIOPA definerer alternative investeringer som samtlige aktiva utenom aksjer, obligasjoner, innskudd og kontanter. En alternativ definisjon av begrepet innebærer å se på aktiva som ikke er omsatt på en børsnotert markedsplass. 24 prosent²⁹ av livsforsikringsforetakenes investeringer handles utenfor børsnoterte markedsplasser og kan regnes som alternative investeringer. Disse investeringene består av investeringer i eiendom, aktive eierfond

²⁷Rundskriv 14/2016 [Informasjon og rådgivning ved salg av livsforsikring med investeringsvalg](#), publisert 13. juli 2016

²⁸ Se [EU-kommisjonens "Action plan for financing"](#)

²⁹ Ikke medregnet kontrakter med investeringsvalg. Inkluderer kun XL (assets that are not listed in a stock exchange) og XT (assets that are not exchange tradable) fra CIC-kodene, og ekskluderer kontanter og innskudd, obligasjoner, samt aksje- og obligasjonsfond.

4.9 Sammensetningen av livsforsikringsforetakenes alternative investeringer per 30.06.2018



*Øvrige fond består av bl.a. eiendomsfond, men ikke obligasjons- og aksjefond. Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå

(private equity fond), utlån, infrastruktur samt øvrige fond og unoterte aksjer, se figur 4.9.

17 prosent av de norske livsforsikringsforetakenes investeringer er plassert i eiendom per 30. juni 2018, noe som er betydelig sammenlignet med forsikringsforetak i øvrige europeiske land. Eiendomsinvesteringene er hovedsakelig eiendomsrelaterte aksjer forvaltet gjennom datterforetak og tilknyttede foretak. En betydelig andel er også utlån, herunder boliglån med lav belåningsgrad som behandles gunstig i Solvens II-regelverket. I løpet av de siste årene har de største livsforsikringsforetakene overtatt porteføljer av boliglån fra banker i samme konsern. Finanstilsynet er opptatt av at soliditetsreglene ikke skal stimulere til arbitrasjemotivert flytting av utlån mellom banker og forsikringsforetak. Norske myndigheter har mulighet for å fastsette regler for å sikre at kapitalkravet for pantelån samsvarer med bankenes kapitalkrav for slike lån. Finansdepartementet har bedt Finanstilsynet vurdere hvorvidt og eventuelt hvordan dette handlingsrommet bør benyttes. Se nærmere omtale i kapittel 6 Regulering.

Omfanget av alternative investeringer kan øke som følge av at det er åpnet for såkalte europeiske langsiktige investeringsfond. Forordning om europeiske langsiktige investeringsfond (ELTIF) ble

vedtatt av EU i 2015 og gir lavere kapitalkrav for slike investeringer. Formålet med forordningen er å bidra til å reise kapital til langsiktige investeringer i realøkonomien, herunder infrastruktur. Forordningen inneholder regler om langsiktige investeringsfond, som vil være en underkategori av alternative investeringsfond. Alternative investeringsfond utgjør i dag ca. 1 prosent av livsforsikringsforetakenes forvaltningskapital. Investeringer i ELTIF-er kan bidra til stabil avkastning for pensjonsinnretninger som har langsiktige forpliktelser.

Forsikringsforetakenes infrastrukturinvesteringer er fortsatt beskjedne

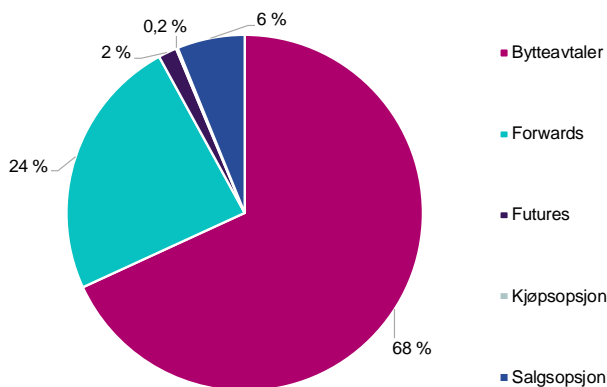
I tråd med Finanstilsynets anbefaling fra juni 2017, la Finansdepartementet 8. juni 2018 fram en lovproposisjon som legger til rette for at forsikringsforetak (og pensjonskasser) kan investere mer i forsikringsfremmed virksomhet, herunder blant annet kraft, vei og annen infrastruktur. Se nærmere omtale i kapittel 6 Regulering. Det er særlig den lange tidshorizonten på infrastrukturinvesteringene som gjør at investeringene kan være godt egnet til å gjenspeile livsforsikringsforetakenes forpliktelser.

Et fåtall forsikringsforetak har investeringer i infrastruktur per 30. juni 2018. Totalt utgjør infrastrukturinvesteringene ca. 21 mrd. kroner. Det tilsvarer omtrent 1 prosent av foretakenes totale investeringer. Gjennomsnittet for europeiske forsikringsforetak er omtrent 2 prosent. Norske forsikringsforetaks infrastrukturinvesteringer er hovedsakelig gjennom utlån og foretaksobligasjoner. EU har i forordning 2017/1542 vedtatt endringer i forordning 2015/35 som gir lavere kapitalkrav for eksponeringer mot infrastrukturforetak som tilfredsstillere nærmere angitte kriterier. Endringene er ennå ikke tatt inn i EØS-avtalen.

Livsforsikringsforetakene benytter derivater hovedsakelig til valutasikring

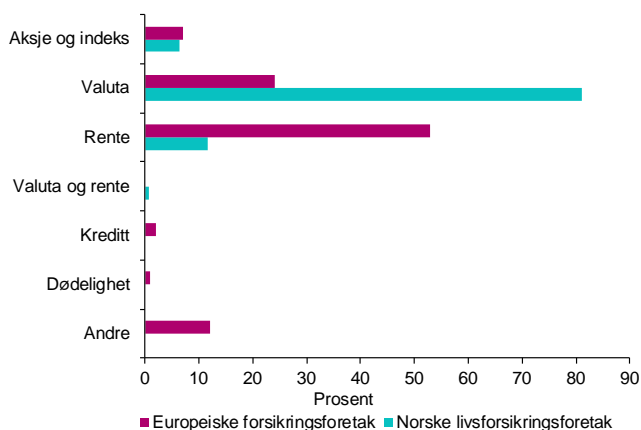
Finanskrisen i 2008 avdekket kompleksitet og mangel på gjennomskiktighet i derivatmarkedene. Sentralbanker og finanstilsyn hadde begrenset innsikt i markedsaktørenes eksponeringer. Etter finanskrisen ble det

4.10 Livsforsikringsforetakenes ulike derivatavtaler, målt ved derivatens nominelle beløp per 30.06.2018



Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå

4.11 Underliggende aktiva i derivater benyttet av norske livsforsikringsforetak og europeiske forsikringsforetak



Kilde: Finanstilsynet og EIOPA, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå. Per 30.06.2018 for norske foretak, per 31.12.2017 for europeiske foretak

innført strengere regulering av derivatmarkedene, herunder regulering av derivatkontrakter som ikke er handlet på regulerte markeder (OTC-derivater). G20-landene forpliktet seg i 2009 til å treffe tiltak blant annet for å øke gjennomsiktigheten i derivatmarkedet. Økt gjennomsiktighet i derivatmarkedet skal bidra til å redusere risikoen og unngå framtidige kriser.

Derivater er en naturlig del av livsforsikringsforetakenes kapitalforvaltning, og kan etter kravet om forsvarlig kapitalforvaltning kun anvendes for å

³⁰ Dødelighetsderivater er finansielle avtaler hvor verdien avhenger av forskjellen mellom faktisk og forventet dødelighet.

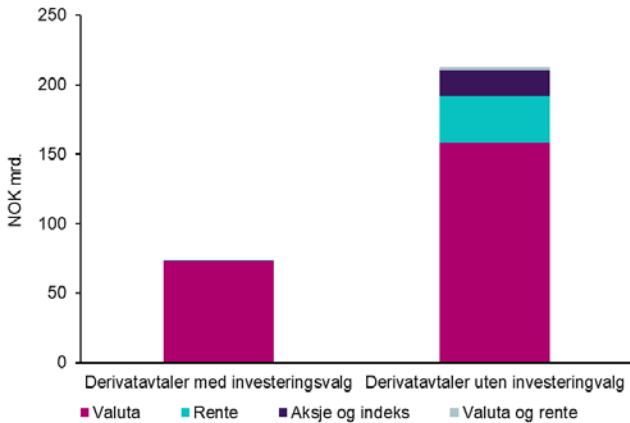
redusere risikoen i forsikringsforetakenes eiendeler eller for å effektivisere forvaltningen av eiendelene. Derivatens samlede nominelle beløp, verdien av derivatkontraktenes underliggende aktiva, sier noe om omfanget av livsforsikringsforetakenes derivatbruk. For åpne derivatavtaler var derivatens samlede nominelle beløp 286 mrd. kroner per 30. juni 2018, tilsvarende 19 prosent av foretakenes samlede investeringer. Til sammenligning hadde europeiske livsforsikringsforetak åpne derivatavtaler med nominelle beløp tilsvarende 35 prosent av foretakenes samlede investeringer per 31. desember 2017.

De mest brukte derivatene blant norske livsforsikringsforetak er bytteavtaler (swapper) og forwards med nominelle beløp på henholdsvis 195 og 68 mrd. kroner, se figur 4.10. Underliggende aktiva er i hovedsak valuta. Bildet er annerledes for derivatavtalene til europeiske forsikringsforetak, se figur 4.11. Europeiske forsikringsforetak benytter i større grad rentederivater. Samtidig har europeiske forsikringsforetak enkelte derivatavtaler med underliggende som ikke benyttes av norske livsforsikringsforetak, herunder kredittderivater og derivater for overføring av dødelighetsrisiko³⁰.

Livsforsikringsforetakene bruker derivater til forvaltning av produkter både med og uten investeringsvalg. Målt ved nominelle beløp er 213 mrd. kroner benyttet i forvaltningen av kontrakter uten investeringsvalg, mens det tilsvarende tallet for produkter med investeringsvalg er 74 mrd. kroner. I derivatavtalene tilknyttet produkter med investeringsvalg er underliggende tilnærmet utelukkende valuta, mens for kontrakter uten investeringsvalg er bildet mer nyansert, se figur 4.12.

Kontraktenes Solvens II-verdi (mark-to-market value) viser den foreløpige avkastningen til derivatavtalene. Derivatene anses som eiendeler dersom Solvens II-verdien er positiv og som forpliktelser dersom verdien er negativ. De aggregerte Solvens II-verdiene er framstilt i figur 4.13. Brutto Solvens II-verdi (sum eiendeler og forpliktelser) til valuta- og rente-

4.12 Livsforsikringsforetakenes derivatavtaler fordelt på underliggende aktiva og investeringsvalg, målt ved derivatenes nominelle beløp per 30.06.2018



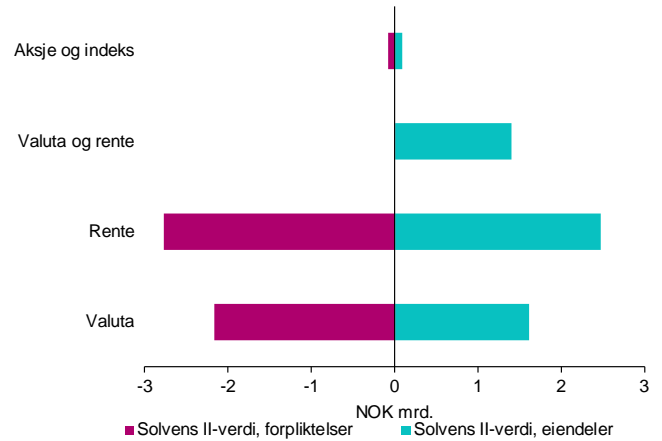
Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå

derivatene utgjør henholdsvis 2 og 16 prosent av de nominelle beløpene til disse kontraktene. Samlet for alle derivatavtalene utgjør brutto Solvens II-verdi 4 prosent av avtalenes nominelle beløp.

Norske livsforsikringsforetaks bruk av derivater er blant annet relatert til valutasikring av utenlandske rentepapirer. Som følge av et begrenset tilbud av obligasjoner i norske kroner med lang løpetid, investerer livsforsikringsforetakene i lange utenlandske rentepapirer som til en viss grad gjenspeiler forpliktelsene. Foretakene har en betydelig andel av investeringene plassert i utenlandske rentepapirer, og andelen utenlandske obligasjoner øker med økende løpetid, se figur 4.14. Av livsforsikringsforetakenes investeringer i stats- og foretaksobligasjoner er henholdsvis 61 og 55 prosent plassert utenfor Norge per 30. juni 2018. En begrenset andel er investert i framvoksende økonomier.

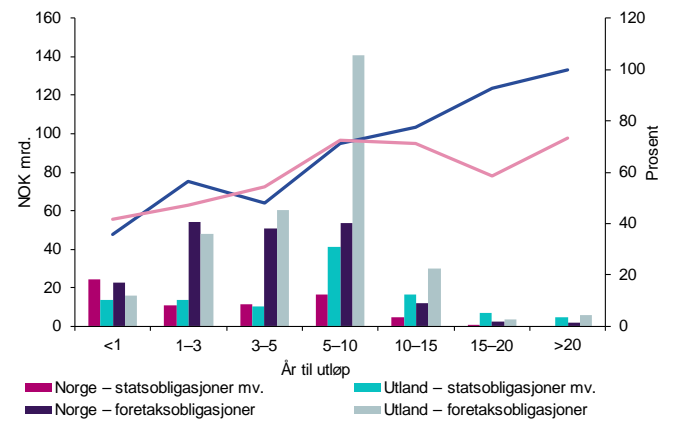
Foretakenes bruk av derivater innebærer også risiko for tap som følge av at motpartene i derivatposisjonene ikke oppfyller sine forpliktelser (motpartsrisiko). Motpartseksposeringen vil blant annet avhenge av om forsikringsforetaket benytter OTC-derivater som er tilpasset den enkelte handel. For OTC-derivater som ikke cleares mot en sentral motpart, er det krav om at partene treffer risikoreduserende tiltak. Motpartsrisikoen i bilaterale

4.13 Underliggende aktiva i derivatavtalene, målt ved Solvens II-verdi per 30.06.2018



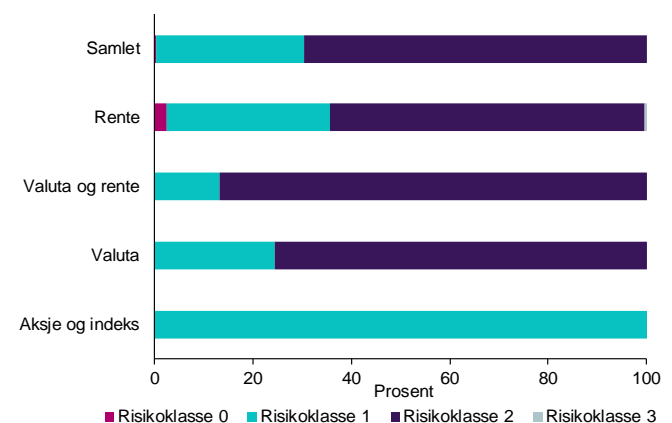
Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå

4.14 Livsforsikringsforetakenes obligasjoner i Norge og utlandet, fordelt på løpetid per 30.06.2018



Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå

4.15 Risikoklasse som andel av risikoklassene samlet, for ulike underliggende aktiva. Målt ved derivatenes nominelle beløp per 30.06.2018



Kilde: Finanstilsynet, Solvens II-kvartalsrapportering på foretaksnivå

KAPITTEL 4 FORSIKRING OG PENSJON

standardiserte derivater som handles på børs eller derivathandler kan styres gjennom bruk av CSA-avtaler med motpartene, som regulerer sikkerhetsstillelse.³¹ Det innebærer at motpartene må stille finansiell sikkerhet som begrenser risikoen knyttet til derivatavtalene.

Kredittkvaliteten (risikoklassen) til motpartene i derivatavtalene varierer til en viss grad etter type underliggende aktiva, se figur 4.15. Risikoklassene er inndelt fra 0 til 6, hvor risikoklasse 0 tilsvarer AAA-rating, mens risikoklasse 4 og høyere tilsvarer BB-rating og svakere ("non-investment grade"). Motpartene i derivatavtalene er hovedsakelig i risikoklasse 1 og 2, som tilsvarer henholdsvis AA- og A-rating. En ubetydelig andel av derivatavtalene befinner seg i risikoklasse 3, som tilsvarer BBB-rating. Det eksisterer visse variasjoner basert på type underliggende aktiva og avtale, men gjennomgående har motpartene tilfredsstillende kredittkvalitet.

³¹ Se nærmere omtale av CSA-avtaler (Credit Support Annex) i kapittel 3.

KAPITTEL 5 VERDIPAPIRFINANSIERING OG -INVESTERINGER

Regulering og tilsyn med verdipapirmarkedene skal bidra til at markedene fungerer godt som kapitalkilde for næringslivet og som spare- og investeringsalternativer for husholdninger og bedrifter. Pålitelig informasjon og en trygg, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter er en forutsetning for dette. Finanstilsynet fører tilsyn med blant annet markedsplasser og oppgjørssystemer, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond, samt forvaltere av alternative investeringsfond.

Siden finanskrisen har ikke-finansielle foretak internasjonalt i større grad enn tidligere finansiert seg utenom banksektoren. Denne utviklingen kan ses i sammenheng med at mange banker internasjonalt reduserte utlånsveksten i tiden etter finanskrisen, blant annet som følge av sterkt svekket soliditet. I industrilandene har bankenes andel av finansieringen av ikke-finansielle foretak og husholdninger falt fra 54 prosent i 2007 til 50 prosent i 2017. I euroområdet, der bankene tradisjonelt har hatt en mer dominerende rolle enn for eksempel i USA, har bankenes markedsandel falt fra 66 prosent til 56 prosent i den samme perioden³². Norske bankers utlån har imidlertid vokst siden finanskrisen. Verdipapirmarkedene har likevel fått økt betydning de siste årene som investeringsobjekt for norske institusjonelle investorer og husholdninger.

DET NORSKE AKSJEMARKEDET

Omsetningshastigheten³³ for aksjer på Oslo Børs har falt fra rundt 150 prosent i årene 2006–2008 til vel 50 prosent de siste årene. I tiden etter finanskrisen var aksjemarkedene preget av svekket likviditet og lavere omsetning. Samtidig økte konkurransen fra utenlandske børser og alternative markedsplasser, herunder

5.1 Omsetning og volum av egenkapitalinstrumenter ved Oslo Børs



Kilde: Oslo Børs

multilaterale handelsfasiliteter som er underlagt mindre strenge krav til informasjon og åpenhet enn børser. Andelen av omsetningen av norske aksjer på alternative markedsplasser økte fra nær null i 2009 til om lag 40 prosent i 2013. Siden 2013 har markedsandelen til alternative markedsplasser stort sett variert mellom 35 og 45 prosent.

Økt omsetning av egenkapitalinstrumenter på alternative markedsplasser med mindre åpenhet om kjøps- og salgspriser og ordredybde var en årsak til innføringen av nytt EU-regelverk fra 2018 (MiFID II og MiFIR), som regulerer markedet for finansielle instrumenter. Regelverket har blant annet til hensikt å gjøre markedene mer gjennomsiktige. Se omtale av "Volumbegrensningsordningen – effekt på handel med egenkapitalinstrument" i egen ramme.

Selv om omsetningsvolumet på Oslo Børs er redusert, har antall transaksjoner av egenkapitalinstrumenter økt betydelig de siste ti årene, se figur 5.1. Reduksjonen i gjennomsnittlig transaksjonsstørrelse kan ha sammenheng med økt innslag av såkalt robohandel, reduserte transaksjonskostnader og reduserte krav til minste transaksjonsvolum.

³² Kilde: BIS. Se også Financial Stability Board, [Global Shadow Banking Monitoring Report 2017](#)

³³ Beregnet ved gjennomsnitt av annualisert omsetning per måned dividert med markedsverdi ved utgangen av hver måned.

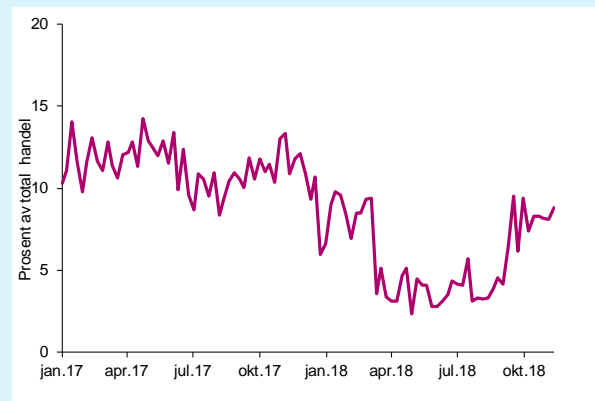
Volumbegrensningsordningen – effekt på handel med egenkapitalinstrument

Nytt direktiv og forordning som regulerer markedet for finansielle instrumenter (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II og Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR) ble innført i EØS-området 3. januar 2018. Regelverket er et resultat av EU-kommisjonens gjennomgang med sikte på å styrke reguleringen av finansielle instrumenter. Reguleringene omfatter både investorbeskyttelse og omsetning av finansielle instrumenter.

Ett av formålene med nytt regelverk er å gjøre markedene mer gjennomsiktige blant annet ved å kreve at handelsplassene normalt skal offentliggjøre kjøps- og salgspriser og ordredybde. Det kan innvilges unntak. Slike unntak er for øvrig noe av grunnlaget for såkalte "dark-pools" og "dark-handel" der viktig informasjon om handelen først tilflyter markedet i etterkant. I MiFIR er det innført restriksjoner knyttet til handler i "dark-pools" (volumbegrensningsordningen, Double Volume Cap). Disse innebærer at når handler overstiger visse terskler, suspenderes muligheten til å benytte seg av unntakene i reguleringen i seks måneder. Suspensjonen inntreffer dersom mer enn henholdsvis 4 prosent lokalt og 8 prosent i EØS-området av total omsetning innen et egenkapitalinstrument skjer i "dark-pools" regnet over siste tolv måneders periode.

For de mest likvide egenkapitalinstrumentene notert på Oslo Børs har volumbegrensningsordningen påvirket handelsmønsteret. Så langt har om lag 50 instrumenter vært berørt. Sommeren 2018 ble unntaksordningen suspendert for 19 av de 25 mest omsatte instrumentene. Ordningen har bidratt til mindre "dark-handel" i disse verdipapirene i suspensjonsperioden. Etter at suspensjonsperioden er over, øker imidlertid volumet av "dark-handel" igjen inntil ny suspensjon trer i

5.A Utvikling i ikke-gjennomlyst ("dark") handel for aksjer notert på Oslo Børs



Kilder: Cboe Global Markets og Oslo Børs

kraft, se figur 5.A. Tilsvarende mønster er observert for de andre handelsplassene i Norden og i Storbritannia, mens det er mindre framtreddende i andre EU-land.

Volumbegrensningsordningen har bidratt til at mer informasjon om kjøps- og salgordre tilflyter markedsaktørene før handler gjennomføres, uten at det ser ut til å gi varige effekter på handelsmønsteret. Det skyldes dels at ordreførelsen styres av automatiserte "routere" slik at handler raskt kan styres mot "dark-pools" etter at suspensjonsperioden er avsluttet. Dessuten kan større institusjonelle investorer uansett ønske å benytte seg av "dark-handel" slik at informasjon om deres salgs- eller kjøpsordre av verdipapirer ikke utnyttes av andre aktører eller har betydelig kurspåvirkning.

Lavere omsetning på Oslo Børs kan være tegn på svekket likviditet i det norske aksjemarkedet. På den andre siden har volumbegrensningsordningen og annen ny regulering ført til større transparens i markedet, og transaksjonskostnadene, spesielt for småinvestorer, er redusert. Likviditeten i mindre aksjemarkeder, som det norske, er generelt lavere enn i de store aksjemarkedene internasjonalt. Lav likviditet, særlig i urolige tider, et stort innslag av

selskaper som er eksponert for utviklingen i råvarepriser og internasjonale konjunkturer og et generelt mindre diversifisert næringsliv, kan forklare at prisene på norske selskaper i gjennomsnitt varierer mer over tid enn i sammenlignbare land.

Det er blitt innhentet 35 milliarder kroner i aksjekapital på Oslo Børs' markedsplasser per tredje kvartal 2018, mot 67 milliarder kroner i hele 2017, se figur 5.2. Det er notert 24 nye aksjeselskaper så langt i år, mot 26 i 2017. Basert på emisjonsvolumet hittil i år, kan det se ut som om selskapene i 2018 vil hente inn mindre ny kapital enn i 2017.

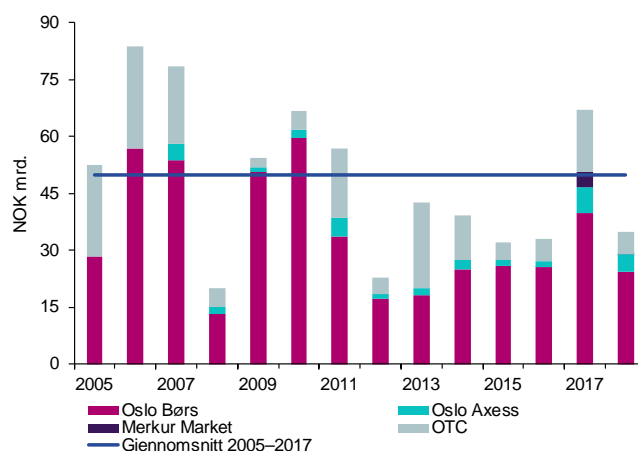
DET NORSKE OBLIGASJONSMARKEDET

Utestående norsk obligasjons- og sertifikatgjeld utgjør i overkant av 2 100 milliarder kroner, som tilsvarer 65 prosent av BNP, se figur 5.3. Ordningen der bankene kunne bytte obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) med statskasseveksler (bytteordningen) som ble innført under finanskrisen, økte utestående volum av både statskasseveksler og OMF. Samtidig var det en reduksjon i interbanklån og annen kortsiktig markedsfinansiering av bankene. Bytteordningen ble avvirket i 2014. De siste tre årene har obligasjons- og sertifikatbeholdningene igjen økt noe mer enn BNP.

Obligasjoner og sertifikater i det norske markedet, det vil si 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. Utstedelsene er i hovedsak utstedt i norske kroner (98 prosent av totale utstedelser) og av norske utstedere (86 prosent). 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 utenfor det norske markedet, primært rettet mot utenlandske investorer.

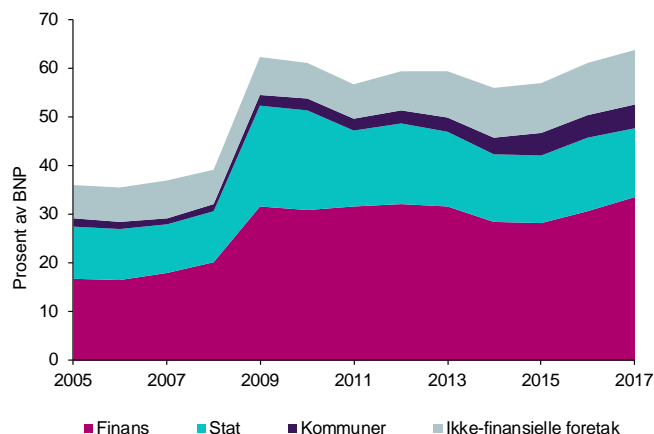
Mens aksjeomsetning stort sett skjer i børsens handelssystemer der markedsaktørene normalt kan se beste kjøps- og salgskurs, skjer obligasjonshandel hovedsakelig ved direkte kontakt mellom kjøper og

5.2 Emisjoner på Oslo Børs' markedsplasser



Kilde: Oslo Børs

5.3 Utestående sertifikat- og obligasjonsgjeld. Etter utstedersektor

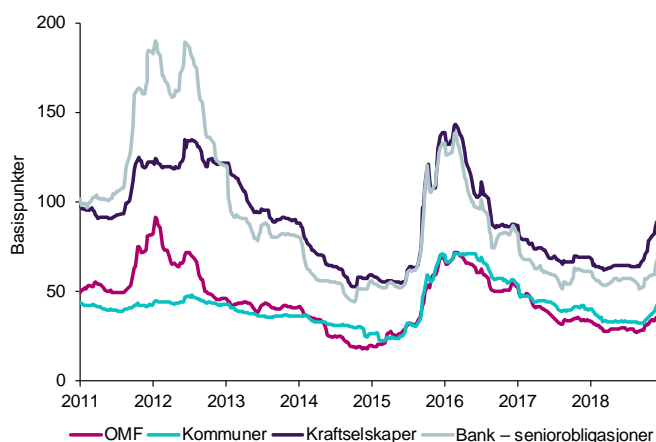


Kilde: Stamdata

selger. Gjennomførte handler rapporteres til VPS og for børsnoterte papirer til Oslo Børs. For børsnoterte obligasjoner er det utsatt offentliggjøring av handler slik at kjøps- og salgskurser ikke vises løpende i børsens handelssystem (bortsett fra for statsobligasjoner).

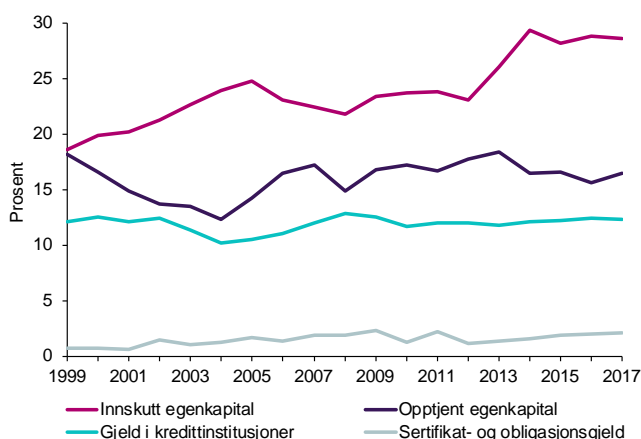
Finansforetakenes utstedelser av obligasjons- og sertifikatgjeld utgjør om lag 50 prosent av det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet. Størstedelen av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjoner har flytende rente knyttet til Nibor.

5.4 Risikopåslag i det norske obligasjonsmarkedet



Kilde: Nordic Bond Pricing

5.5 Type finansiering i ikke-finansielle aksjeselskap. Andel av total finansiering (passivasiden). Ikke-konsoliderte regnskap.



Kilde: Finanstilsynet

Risikopåslagene i det norske obligasjonsmarkedet er lave, se figur 5.4, i likhet med i internasjonale obligasjonsmarkeder. Lave renter og søken etter avkastning har økt etterspørselen etter kredittobligasjoner og redusert risikopåslagene. Bedrede økonomiske utsikter har trukket i samme retning. Reprising av risiko i internasjonale finansmarkeder forventes å føre til økte risikopremier også i Norge, som under finanskrisen og den europeiske statsgjeldskrisen i 2012.

³⁴ Mislighold omfatter konkurs, manglende betaling av renter eller avdrag ved forfall eller avtale om utsettelse av rente- eller avdragsbetalinger.

³⁵ Innskutt egenkapital inkluderer noterte og unoterte aksjer, både ved etablering og gjennom senere emisjoner. Innskutt egenkapital

Etter oljeprisfallet i 2014 var det stor bekymring for økende mislighold³⁴ av obligasjoner utstedt av offshore-næringen. Med unntak av i 2016, har det vært relativt beskjedne mislighold i obligasjonsmarkedet. I 2016 var misligholdet på 41 mrd. kroner (9 prosent av utestående volum), nesten utelukkende innen oljesektoren. Det tilsvarte mer enn 30 prosent av utestående obligasjonslån til offshore-næringen. Til og med tredje kvartal 2018 er 9 mrd. kroner i mislighold. Reduksjonen i mislighold må blant annet ses i sammenheng med nedskrivning av obligasjonsgjeld og konvertering til aksjekapital i de foregående årene.

BEDRIFTENES FINANSIERINGSSTRUKTUR

Ikke-finansielle foretak finansieres ved en kombinasjon av innskutt egenkapital, tilbakeholdt overskudd og gjeld, herunder lån fra banker og sertifikat- og obligasjonslån. Egenkapitalandelen i norske børsnoterte og unoterte ikke-finansielle aksjeforetak har økt fra 40 prosent i 2007 til 45 prosent i 2017, se figur 5.5. Det skyldes både økt innskutt egenkapital i foretakene og økte tilbakeholdte overskudd³⁵. Emisjoner på Oslo Børs bidro med 172 milliarder kroner i aksjekapital til foretakene i perioden 2007–2017. Det utgjorde 25 prosent av samlet økt innskutt egenkapital i alle foretakene i denne perioden.

De aller fleste norske foretak er for små til at obligasjons- og sertifikatfinansiering er et reelt alternativ. I likhet med resten av Europa er bankfinansiering den dominerende finansieringsformen for ikke-finansielle foretak. Den europeiske finansieringsstrukturen skiller seg sterkt fra USA, der obligasjonslån står for over 70 prosent av bedriftenes lånefinansiering.

Regnskapsdata for norske ikke-finansielle aksjeselskap (eksklusive utvinning av olje og gass) viser at en økende andel av foretakenes fremmedkapitalfinansiering³⁶ skjer gjennom sertifikat- og obligasjonsmarkedene. Mens sertifikat- og obligasjonsfinansiering sto for om lag 10 prosent av foretakenes fremmedkapitalfi-

inkluderer også egenkapital som er innskutt av selskaper innenfor samme konsern.

³⁶ Definert som summen av lån fra finansforetak og lån i sertifikat- og obligasjonsmarkedene

nansiering i årene 2005–2014 var denne andelen økt til 15 prosent i 2017.

Det har lenge vært en debatt om fordeler og ulemper ved bankfinansiering versus markedsfinansiering i form av egenkapitalinstrumenter og sertifikat- og obligasjonsfinansiering. I årene etter finanskrisen har flere analyser argumentert for at finansielle systemer som domineres av banker, genererer mer systemrisiko enn systemer med et stort innslag av markedsfinansiering³⁷. Det skyldes flere forhold. Blant annet legges det vekt på at banker generer systemrisiko ved implisitte statsgarantier og medsyklisk kredittpraksis. Det bidrar til å øke ubalanser i oppgangstider og til å forsterke nedgangsperiodene i finansielle kriser. Bankdominerte finansielle systemer er også preget av sterkere sammenkoblinger mellom finansforetakene enn i systemer dominert av markedsfinansiering. I tiden etter finanskrisen er det innført ny regulering som sikter mot å begrense systemrisiko knyttet til bankvirksomhet. Det er også bekymring for risiko knyttet til skyggebankvirksomhet, som i liten grad er regulert. Denne typen virksomhet er lite utbredt i Norge.

Det er etablert markedspraksis å gruppere obligasjonsutstedere og obligasjonslån i de to overordnede rating-kategoriene investment grade og høyrenteobligasjoner (high yield). Investment grade omfatter utstedere og lån i de høyeste rating-kategoriene, mens høyrenteobligasjoner omfatter utstedere og lån med lavere rating³⁸. Forskjellen i kredittrisiko i de to kategoriene gjenspeiles i renten på lånene. For utestående lån ved utgangen av første halvår 2018 var gjennomsnittlig risikopåslag i forhold til NIBOR mindre enn 1 prosentpoeng for investment grade-obligasjoner, og i gjennomsnitt om lag 5 prosentpoeng for høyrenteobligasjoner.

Det norske markedet for ikke-finansielle foretaksobligasjoner preges av høy andel høyrenteobligasjoner. Andelen på om lag 50 prosent

av utestående volum er vesentlig høyere enn i de europeiske og nordamerikanske markedene. Det må blant annet ses i sammenheng med norsk næringsstruktur som har et stort innslag av foretak i relativt volatile sektorer som oljeservice og shipping. Slike foretak vil normalt ha lavere rating enn foretak med mer stabil inntjening. Typisk finansierer slike næringer seg ved en kombinasjon av pantesikrede banklån og usikrede obligasjonslån.

Den høye andelen høyrenteobligasjoner viser at det norske obligasjonsmarkedet ikke bare er forbeholdt store foretak eller de mest stabile sektorene. Bruken av uoffisielle ratinger og tillitsmannsordningen har trolig bidratt til dette. EU-regler om kredittvurderingsbyråer innebærer at meglere og banker ikke lenger kan tilby uoffisielle ratinger, såkalt skyggerating. EU-reglene stiller krav om registrering som kredittvurderingsbyrå, og som følge av dette ble skyggeratingpraksisen langt på vei avvirket høsten 2016. Fram til da var skyggeratinger svært utbredt i det nordiske obligasjonsmarkedet, og det ble ansett som vesentlig for obligasjonsmarkedet at denne virksomheten kunne fortsette. Bortfallet av skyggerating ser imidlertid ikke ut til å påvirket innhenting av kapital i investment grade eller høyrenteobligasjoner nevneverdig. Det har blitt vanlig at investorene foretar sine egne kredittvurderinger for å fastslå risikoen til en utsteder av obligasjoner.

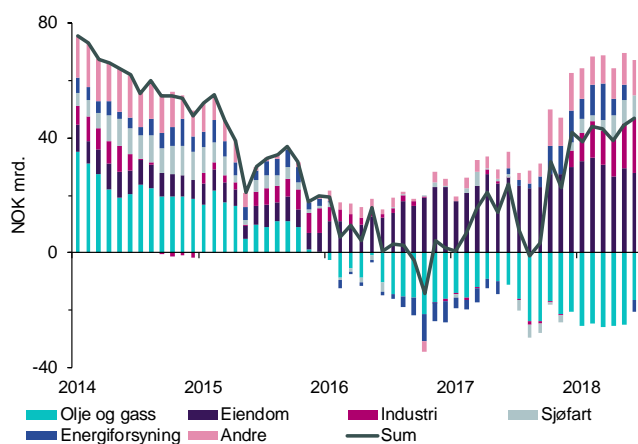
Det er etablert nye kredittvurderingsbyråer i Skandinavia, som har fått tillatelse til å foreta kredittratinger. På sikt kan dette føre til økt konkurranse og reduserte kostnader knyttet til kredittvurderinger for foretakene. I 2018 er det registrert et nytt norsk kredittvurderingsbyrå som dekker det nordiske markedet.

Emisjoner av foretaksobligasjoner avtok etter oljeprisfallet i 2014. Nedgangen var særlig sterk for obligasjoner utstedt av selskaper innenfor næringen

³⁷ Se "Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk", Joost Bats and Aerd Houben, De Nederlandsche Bank, 2017

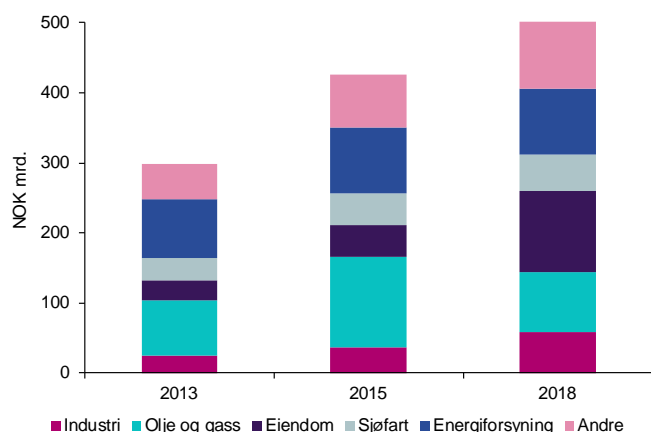
³⁸ Praksis er at obligasjoner med lavere kredittvurdering enn BBB fra Standard and Poor's eller lavere enn Baa3 fra Moody's klassifiseres som høyrenteobligasjoner. Øvrige er investment grade. Ikke kredittvurderte utstedelser grupperes i høyrente-kategorien.

5.6 Foretaksobligasjoner. Beholdningsvekst siste 12 måneder



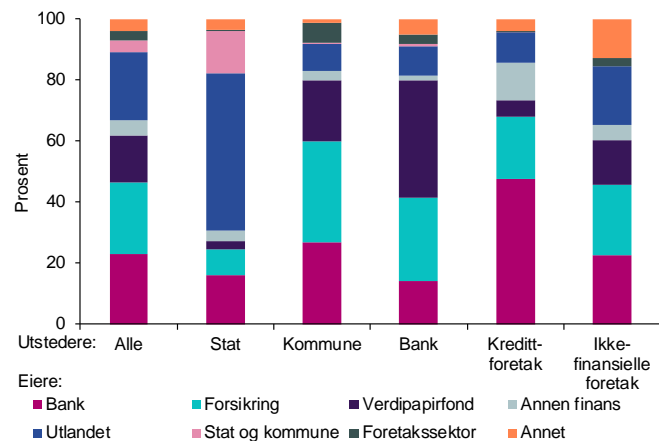
Kilde: Stamdata

5.7 Foretaksobligasjoner. Utestående volum etter utstedersektor



Kilder: Stamdata

5.8 Utstedere og eiere i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet



Kilder: Stamdata og VPS

utvinning av olje og gass og for leverandørselskapene knyttet til sektoren, se figur 5.6. I en periode var markedet for høyrenteobligasjoner i praksis stengt for slike foretak. Fra 2016 har aktiviteten igjen tatt seg opp. Utestående volum av oljerelaterte obligasjoner var imidlertid 30 prosent lavere i juni 2018 enn i begynnelsen av 2015. Utestående oljerelaterte obligasjoner er nesten utelukkende høyrenteobligasjoner. 60 prosent er utstedt av utenlandske selskaper og to tredjedeler er utstedt i amerikanske dollar.

Utestående volum av eiendomsobligasjoner er mer enn doblet siden begynnelsen av 2015, se figur 5.7. Eiendomsobligasjonene har stort sett god kredittkvalitet. 90 prosent er investment grade og 60 prosent har fast rente. Høy prisvekst på bolig- og næringseiendom og høy byggeaktivitet kan trolig forklare mye av veksten i eiendomsobligasjoner.

INVESTORER I DET NORSKE SERTIFIKAT- OG OBLIGASJONSMARKEDET

De største investorene i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet er norske banker, forsikringsforetak og verdipapirfond samt utenlandske investorer, se figur 5.8.

Utlendinger eier noe over 60 prosent av norske statsobligasjoner. For statskassevekslene er norske livsforsikringsforetak og banker store investorer. Kommuneobligasjoner eies for en stor del av forsikringsforetak, banker og verdipapirfond.

Mens verdipapirfond og forsikringsforetak er de dominerende eierne av norske bankobligasjoner, eier norske banker om lag 50 prosent av OMF utstedt i norske kroner av kredittforetak. Kredittforetakene utsteder også OMF i utenlandsk valuta, hovedsakelig rettet mot utenlandske investorer. Se kapittel 3 for omtale av OMF-markedet og bankenes verdipapirbeholdninger.

Eierfordelingen for obligasjoner utstedt av de fire største låntakernæringene i det norske obligasjonsmarkedet er vist i figur 5.10. Forsikringsforetak er store eiere av obligasjoner utstedt av selskaper innen energiforsyning og

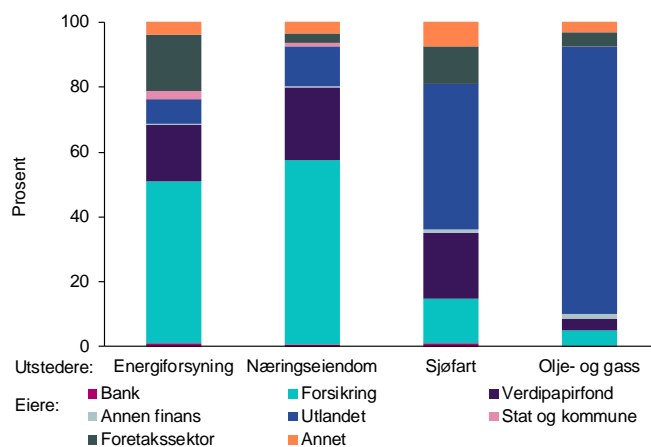
næringseiendom, se figur 5.9. Disse sektorene utsteder i større grad langsiktige obligasjoner til fast rente enn andre sektorer. Denne typen obligasjoner passer godt for livsforsikringsforetak som har en høy andel langsiktige forpliktelser med garantert rente. Utenlandske investorer er den dominerende eiergruppen av obligasjoner utstedt av foretak innen sjøfart og spesielt for obligasjoner utstedt av foretak innen olje og gass. En stor andel av utstederne i disse næringene er utenlandske foretak.

I det norske markedet utgjør utestående volum innen investment grade om lag 50 prosent av totalt utestående foretaksobligasjoner. Banker, forsikringsforetak, verdipapirfond og utenlandske investorer er alle store investorer i dette segmentet. Høyrenteobligasjoner, som for en stor del er utstedt av foretak innen olje og gass, sjøfart og industri, eies for en stor del av utenlandske investorer (54 prosent), se figur 5.10. Norske forsikringsforetak, verdipapirfond og ikke-finansielle foretak har eierandeler på om lag 11 prosent i dette segmentet.

VERDIPAPIRFOND SOM SPAREFORM OG KAPITALKILDE FOR NÆRINGSLIVET

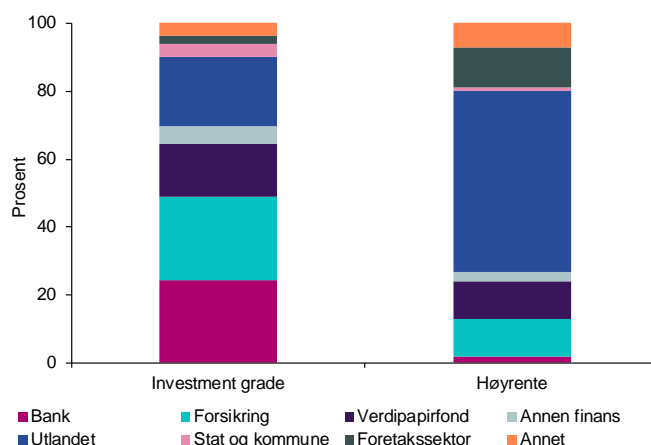
Verdipapirfond er et viktig sparealternativ for institusjonelle investorer og husholdninger, og er store aktører i verdipapirmarkedene. Som et alternativ til å investere direkte i enkeltaksjer eller spesifikke obligasjoner, forvaltes fondsmidlene samlet av et forvaltningsselskap på vegne av kundene. Felles forvaltning bidrar til å profesjonalisere investeringsprosessen og gjør det lettere for ikke-profesjonelle investorer å oppnå tilfredsstillende diversifisering av verdipapirporteføljene. Verdipapirfond som er etablert etter hovedreglene i EØS-området (Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities, UCITS), er underlagt strenge krav til blant annet hvilke instrumenter som kan inngå, diversifisering av investeringene og opplysningsplikt. Risikoen kan variere fra relativt trygge rentefond investert i statsobligasjoner til smale bransjefond der andelsverdiene kan variere relativt mye over tid.

5.9 Eierfordeling av norske foretaksobligasjoner



Kilder: Stamdata og VPS

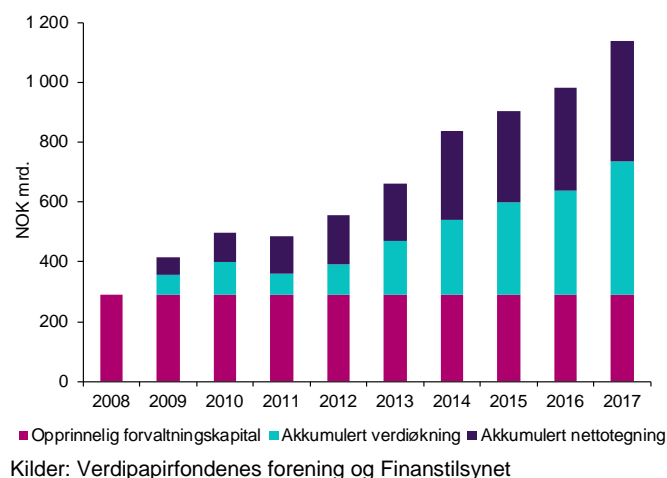
5.10 Norske foretaksobligasjoner etter kredittkvalitet og eierfordeling



Kilder: Stamdata og VPS

Siden begynnelsen av 2009 har over 400 mrd. kroner i nye investeringer i verdipapirfond bidratt til en vekst i forvaltningskapitalen til verdipapirfond forvaltet av norske forvaltningsselskap på 138 prosent. Nytegning og verdiøkning på over 440 milliarder kroner gjør at kapital til forvaltning har vokst til nesten 1 200 mrd. kroner høsten 2018, se figur 5.11. Til sammenligning utgjør det nesten 50 prosent av samlede bankinnskudd i Norge. Flere drivkrefter kan ha bidratt til den sterke veksten i verdipapirfond. Det lave rentenivået kan ha ledet til at kapital som ellers ville vært plassert i bankinnskudd har tilflytt fond. Dette understøttes av en særlig sterk økning i nytegning i rentefond, se figur 5.12. Sett under ett har nettotegning i aksjefond i Norge de siste sju årene vært svært lav.

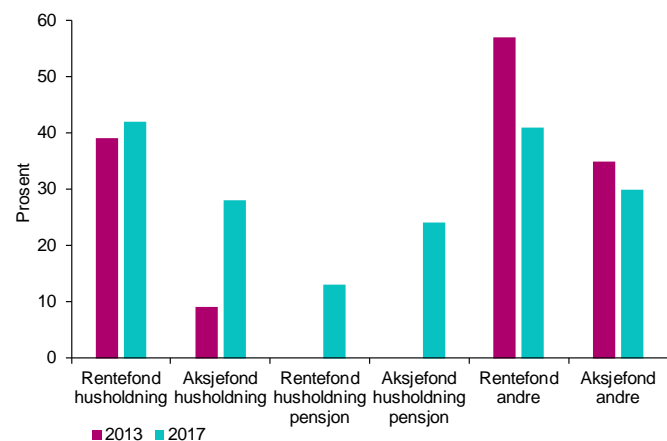
5.11 Forvaltningskapital i verdipapirfond forvaltet av norske selskaper



5.12 Nettotegning i verdipapirfond per type fond, Norge



5.13 Innløsninger ift. forvaltningskapital per type fond og kundegruppe



5.14 Nettotegning i verdipapirfond per type fond, globalt



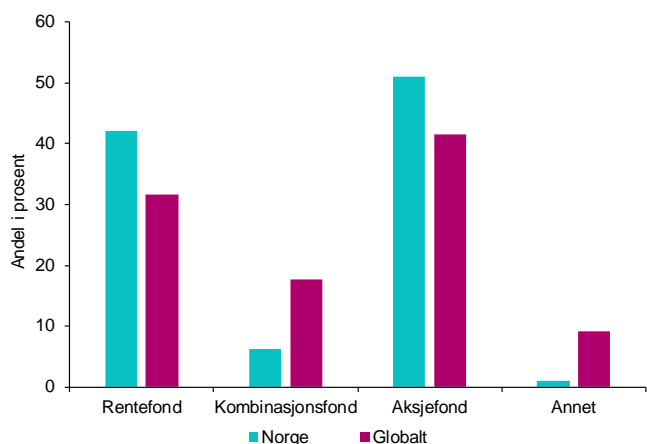
Kilde: European Fund and Asset Management

Innløsninger i prosent av forvaltningskapital er betydelig høyere for rentefond enn for aksjefond, se figur 5.13. Dette kan indikere at rentefond til en viss grad benyttes som alternativ til bankinnskudd. Rentefond som inngår i innskuddspensjon, innløses som ventet mindre hyppig. Dette er langsiktige plasseringer som normalt er bundet fram til pensjonsalder. For aksjefond som er del av innskuddspensjon, ser man ikke en lignende effekt, enten fordi midlene omplasseres mellom ulike geografiske områder eller sektorer etter markedsforholdene, eller på grunn av bytte fra aksjefond til rentefond for å beholde stabil risikoprofil ved verdistigning i aksjemarkedene.

Den sterke interessen for rentefond er konsistent med utviklingen globalt, men internasjonalt har nyttegning i aksjefond også vært positiv de senere årene, se figur 5.14.

I Norge utgjør markedsverdien av aksjefond 51 prosent av samlet markedsverdi for verdipapirfond, som er høyere enn den globale andelen, se figur 5.15. Kombinasjonsfondene har relativt mindre betydning i Norge enn internasjonalt. Andelen aksjefond i Norge har vært nokså stabil siden 2014 til tross for at nyttegningen i hovedsak har vært i rentefond, se figur 5.16. Dette henger sammen med sterk prisøkning i aksjemarkedene, og kan indikere at noe av nyttegningen i rentefond er gjort for å opprettholde ønsket risikoprofil og unngå for store endringer i porteføljenes aksjeandeler.

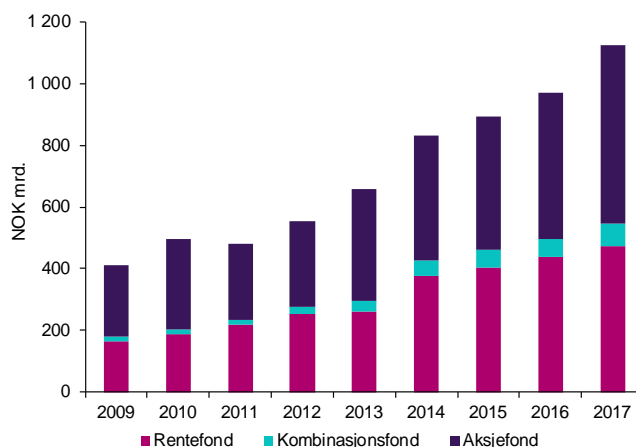
5.15 Andel av verdipapirfond per type fond, Norge og globalt



Kilder: Verdipapirfondenes forening, European Fund and Asset Management Association og Finanstilsynet

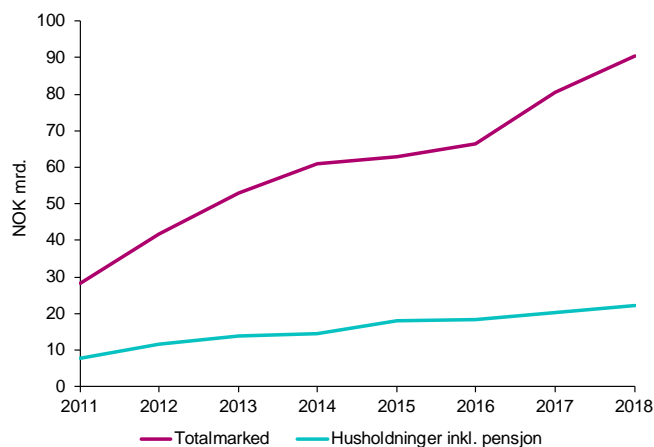
Ved siden av den generelle økningen i investeringer i rentefond, har forvaltningskapital i høyrentefond, som andel av alle typer rentefond, økt fra 13 prosent i 2011 til 17 prosent ved utgangen av 2017. Forvaltningskapital i høyrentefond var i september 2018 om lag 93 mrd. kroner, mens den var 28 mrd. i 2011, se figur 5.17. Disse fondene kan investere i rentepapirer med lav eller ingen kredittvurdering, og kan være mer risikable enn andre rentefond. Flere av de norske høyrentefondene falt over 10 prosent i verdi, og enkelte over 20 prosent, under finanskrisen i 2008 og rundt oljeprisfallet i 2014. Økt innslag av høyrentefond indikerer at investorene plasserer midler i mer risikable investeringer for å oppnå høyere forventet avkastning. Slike porteføljeskift kan trolig i stor grad tilskrives det lave rentenivået. Om lag 59 mrd. kroner (63 prosent av høyrentefondene) eies av norske institusjonelle kunder, mens norske personkunder eier fondsandeler for ca. 22 mrd. (25 prosent).

5.16 Allokering verdipapirfond per type fond, Norge



Kilder: Verdipapirfondenes forening og Finanstilsynet

5.17 Forvaltningskapital i andre rentefond (i hovedsak høyrentefond), Norge



Kilder: Verdipapirfondenes forening og Finanstilsynet

Investeringer i kryptoaktiva

Kryptovaluta har vært gjenstand for mye oppmerksomhet i presse og tiltrukket seg relativt store investeringer også fra privatpersoner. I Norge har rundt 8000 personer oppgitt investeringer i kryptovaluta for samlet 5 milliarder kroner på skattemeldingen for 2017, men Skatteetaten anslår en betydelig underrapportering.

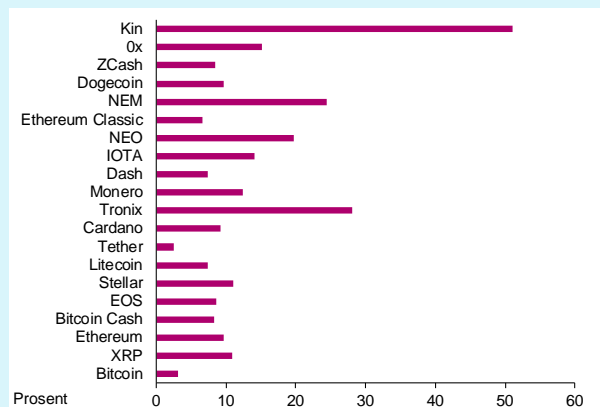
Etter introduksjonen av Bitcoin i 2009, har en rekke virtuelle valutaer blitt introdusert basert på blokkjedeteknologi. Teknologien har også blitt benyttet til å introdusere andre strukturer/ instrumenter, der drivkraften har vært å hente finansiering til utvikling av et foretak eller spesifikke produkter, framfor å etablere disse som et alternativt betalingsmiddel til tradisjonelle valutaer. "Kryptoaktiva" benyttes som samlebetegnelse for alle kryptovalutaer, "tokens" og andre former for eierandeler/utbytterettigheter basert på blokkjedeteknologien. European Securities and Markets Authority (ESMA) skiller mellom tre ulike former for kryptoaktiva – currency tokens, utility tokens og investment tokens – som er nærmere beskrevet nedenfor. En rekke kryptoaktiva vil kunne falle inn under mer enn én definisjon. Kryptoaktiva er en ny aktivaklasse i hurtig endring. Både aktørene og produktene vil trolig bli endret. I vurderinger av nytte og risiko ved kryptoaktiva er det for øvrig viktig å se disse atskilt fra den underliggende teknologien. Distributed ledger (distribuert reskonto/transaksjonsoversikt), som for eksempel blokkjeder muliggjør, gir store muligheter for registre over eiendeler, og kan tenkes benyttet eksempelvis for verdipapirer, sikkerhetsstillelser, eiendommer, kjøretøy eller løsøre. Teknologiens nytteverdi omtales ikke nærmere her.

Currency tokens

De mest kjent formene for kryptoaktiva har til nå vært i form av virtuelle valutaer. Disse representerer en digital verdi uten at denne er utstedt av en sentralbank eller en regulert finansinstitusjon, men er tenkt som alternativ til etablerte valutaer. Verdien av virtuelle valutaer bygger derfor i stor grad på tillit til at andre aktører vil være villig til å bytte disse mot varer, tjenester eller andre valutaer uten en garantist. Til forskjell fra vanlige valutaer fyller de, slik de i dag er strukturert, ikke de tre hovedfunksjonene for penger:

1. **Betalingsmiddel:** Virtuelle valutaer er i dag ikke allment aksepterte som byttemiddel. Flere av de mest kjente virtuelle valutaene har på grunn av datakraften som kreves, høye transaksjonskostnader og langsom prosessering/verifisering av betalingsprosessen. Virtuelle valutaer er derfor foreløpig lite hensiktsmessige som betalingsmiddel for vanlige kjøp av varer og tjenester.
2. **Sparing:** Verdien på de fleste virtuelle valutaer har fluktuert kraftig etter at de ble introdusert, se figur 5.B. Stor usikkerhet knyttet til framtidig verdi gjør at de foreløpig ikke vil være et spareobjekt for det brede lag av publikum, selv om de i enkelte tilfeller kunne inngå som del av en diversifisert portefølje.
3. **Måleenhet for verdi:** Penger utgjør en anerkjent enhet for å måle verdi av varer og tjenester, og kan normalt benyttes for regnskapsformål. Store og hyppige variasjoner i verdi, samt lav aksept blant publikum, gjør virtuelle valutaer i begrenset grad egnet som måleenhet per i dag. Med en mer stabil verdi og økende aksept kan virtuelle valutaer bli benyttet som måleenhet i framtiden.

5.B 14-dagers prisvariasjon mot USD for de 20 største kryptovalutaene, september 2018



Kilde: Cryptovolatility.Net

Utility tokens

Enkelte kryptoaktiva har til hensikt å gi en form for "bruksnytte" utover å kunne benyttes som betalingsmiddel. Dette kan være retten til å kjøpe eller benytte en vare eller tjeneste som utstederen utvikler, for eksempel et dataspill eller en database. Man kan også se for seg at utility tokens nyttes for å automatisere pengeoppgjørprosesser, for eksempel ved eiendomsoverdragelser. Det finnes mange eksempler på at foretak i oppstartsfasen utsteder utility tokens i en Initial Coin Offering (ICO) for å finansiere utviklingen av en tjeneste der utstedt token gir investor tilgang til tjenesten når den er ferdig utviklet.

Investment tokens

Noen kryptoaktiva har karakteristika som ligner på finansielle instrumenter, gjerne i form av retten til en andel av framtidige inntekter eller overskudd fra utstederen. På den ene side kan dette representere en kostnadseffektiv måte å hente risikokapital for bedrifter i en utviklingsfase. På den andre siden har deltakelse i utstedelser (ICO) i liten grad tilbudt den samme investorbeskyttelse som ved utstedelse av tradisjonelle egenkapitalinstrument. Det har også funnet sted falske utstedelser, eller at formålet med kapitalinnhenting er endret etter

utstedelse. Bank of International Settlements anslår at nær 25 prosent av samtlige ICOer har ett eller flere aspekter av svindel ved seg. ESMA har uttalt at ICOer av investment tokens omfattes av gjeldende regelverk for utstedelser av egenkapitalinstrumenter, og utreder på oppdrag fra EU-kommisjonen alternativer for regulering av ICO-markedet for å legge til rette for utvikling av effektive markeder med tilstrekkelig investorbeskyttelse.

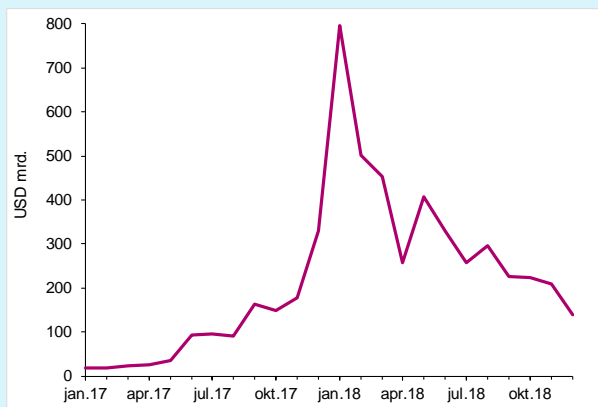
Risikobildet

I dag er kryptoaktiva i begrenset grad underlagt det samme etablerte regelverk som andre deler av finansmarkedet. Kryptoaktiva har hatt verdisvingninger betydelig ut over hva tradisjonelle aktivaklasser normalt har, og tilbyr heller ikke den samme investorbeskyttelsen.

Dersom omfanget av kryptoaktiva blir betydelig, kan disse potensielt utgjøre en risiko for finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Ut over den direkte effekten av uro i markedet for kryptoaktiva, framheves i litteraturen en rekke andre kanaler for indirekte påvirkning på det finansielle systemet. Dette gjelder i første rekke tap av tillit som kan smitte over på andre deler av finansmarkedet, men også negative konsekvenser for finansinstitusjoner eller investeringsfond som i betydelig grad er direkte eller indirekte eksponert mot kryptoaktiva. Store verdisvingninger kan også påvirke investeringer og konsum i foretak og husholdninger som er eksponert mot kryptoaktiva.

Høsten 2018 var den samlede globale markedsverdien av kryptoaktiva nær 140 milliarder USD, mot nesten 800 milliarder USD ved begynnelsen av året, se figur 5.C. Til sammenligning er den samlede markedsverdi av alle børsnoterte selskaper globalt nesten 80 000 milliarder USD. Markedsverdien på ulike kryptoaktiva varierer sterkt, men Bitcoin står fortsatt for over

5.C Samlet markedsverdi av kryptoaktiva globalt



Kilde: CoinMarketCap.com

halvparten av det samlede markedet. Det ble ifølge Coinschedule gjennomført 789 ICOer på til sammen rundt 20 milliarder USD i de tre første kvartalene av 2018. Beløpet er om lag fire ganger så høyt som i 2017, og betydelig sett opp mot verdien av samlede globale børsintroduksjoner av tradisjonelle selskaper (IPOer) på 189 milliarder USD i 2017.

Kryptoaktiva har vært mye omtalt i presse, og privatpersoner har investert relativt store beløp i aktivaklassen. Det er etablert internasjonale investeringsfond som investerer i kryptoaktiva. Likevel anser flere internasjonale organisasjoner, som blant annet Financial Stability Board og de tre felleseuropeiske finanstilsynene (EBA, EIOPA og ESMA), at kryptoaktiva i dag ikke utgjør en betydelig trussel for finansiell stabilitet eller velfungerende markeder. Bekymringene er i større grad knyttet til manglende investorbeskyttelse, bobletendenser og mulighet for svindel, skatteunndragelse og terrorfinansiering*. I den sammenheng ble det nylig gjort endringer i hvitvaskingsforskriften. Det vises for øvrig til forbrukeradvarsel publisert på Finanstilsynets nettsted og til Finanstilsynets Risiko- og sårbarhetsanalyse 2017.

*G20 commitment to implement FATF standards and support for work on crypto assets / FATF Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors –July 2018

KAPITTEL 6 REGULERING

Finanskrisen i 2008 viste at det var nødvendig å styrke reguleringen av finansområdet og at effektiv regulering forutsetter internasjonale standarder og betydelig koordinering mellom tilsynsmyndigheter. Nytt regelverk er innført, og eksisterende regulering er forbedret og tilpasset nye markedsområder. I EØS-området er brorparten av endringene utarbeidet av EU-kommisjonen, og supplert med tekniske standarder fra de tre europeiske finanstilsynsmyndighetene EBA, EIOPA og ESMA. De nærmeste årene vil det fortsatt bli arbeidet med å komplettere reguleringen der det er nødvendig, men hovedvekten av regelverksutviklingen ventes å være revisjoner av gjeldende regelverk.

Som følge av at det først høsten 2016 kom på plass en løsning i EØS-avtalen om EUs finanstilsyn, er et stort antall EU-regler ennå ikke er tatt inn i EØS-avtalen. Det vil ta noe tid før disse forordningene og direktivene er gjort gjeldende i Norge. På viktige områder er likevel norsk lovgiving allerede i tråd med EU-regelverket. Dette kapitlet omtaler enkelte viktige endringer i regelverk for foretak under tilsyn³⁹.

BANKER SOLIDITETSKRAV

Det norske kapitaldekningsregelverket er tilpasset EUs kapitaldekningsdirektiv (Capital Requirements Directive, CRD IV) og -forordning (Capital Requirements Regulation, CRR). Rettsaktene bygger på Baselkomitéens standarder. Det er ventet at direktivet og forordningen innlemmes i EØS-avtalen om kort tid. På oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet Finanstilsynet våren 2018 høringsnotat med forslag til regelendringer, som forberedelse til at rettsaktene blir innlemmet i EØS-avtalen. Som følge av gjennomføringen i norsk rett vil utlån til små og mellomstore bedrifter få reduserte kapitalkrav ("SMB-rabatten"), og det norske gulvet på beregningsgrunnlag basert på interne risikomodeller ("Basel I-gulvet"), vil falle bort. Finanstilsynet har videre foreslått at pilar 2-kravet

skal regnes som en del av minstekravet til kapital ved fastsettelsen av innslagspunktet for automatiske restriksjoner på utbytte mv. Forslagene er nå til behandling i Finansdepartementet.

Innlemmelsene av CRR og CRD IV i EØS-avtalen påvirker ikke de grunnleggende bestemmelsene om kapitalkrav i pilar 1. Målt mot risikovektet balanse skal banker, kredittforetak og finansieringsforetak etter finansforetaksloven som minimum ha 4,5 prosent ren kjernekapital, 6 prosent kjernekapital og 8 prosent ansvarlig kapital. I tillegg skal foretakene ha en bevaringsbuffer på 2,5 prosent, en systemrisiko-buffer på 3 prosent og en motsyklisk kapitalbuffer mellom 0 og 2,5 prosent. Systemviktige foretak skal i tillegg ha en buffer på 2 prosent. Bufferkravene skal oppfylles med ren kjernekapital. Kravene gjelder på foretaksnivå og på 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. Kravet er foretaksspesifikt, og er et vektet gjennomsnitt av satsene som gjelder i de land foretaket har kredittengasjementer. For land som ikke har fastsatt en motsyklisk kapitalbuffersats, benyttes den norske satsen i beregningen av det vektete gjennomsnittet.

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 utover dette ha en uvektet buffer på minst 1 prosent. Dersom kravet til uvektet kjernekapitalandel ikke er oppfylt, skal foretakene utarbeide en plan for styrking av denne. Planen skal forelegges Finanstilsynet.

Finanstilsynet fastsetter pilar 2-krav for hver enkelt bank basert på tilsynets vurdering av risiko og kapitalbehov (Supervisory Review and Evaluation

³⁹ For en mer omfattende oversikt over gjeldende regelverk vises det til: <https://www.finanstilsynet.no/regelverk/>

KAPITTEL 6 REGULERING

Process, SREP). Rundskriv 2016/12 redegjør nærmere for SREP-prosessen⁴⁰. Finanstilsynet vil revidere rundskrivet på bakgrunn av oppdaterte retningslinjer for SREP-prosessen publisert av den europeiske banktilsynsmyndigheten EBA 19. juli 2018.

Finansdepartementet skal hvert år, etter råd fra Finanstilsynet, treffe beslutning om 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 markedsandel innen utlån til publikum i Norge over 5 prosent. I 2018 er DNB Bank ASA og Kommunalbanken AS definert som systemviktige i Norge. Finanstilsynet foreslo i oktober 2018 at det innføres ytterligere et kriterium i regelverket som innebærer at foretak med utlånsandel til bedriftsmarkedet på minst 10 prosent i én eller flere regioner, også skal anses som systemviktige. Systemviktige foretak er ilagt tilleggskrav til ren kjernekapitaldekning på 2 prosent og tilleggskrav til uvektet kjernekapitalandel på 1 prosent. Endringsforslaget er på høring fram til 22. februar 2019.

Ni banker, åtte kredittforetak og to finansieringsforetak har tillatelse til å anvende interne modeller (IRB) ved beregning av kapitalkravet for kredittrisiko. Etter gjeldende norsk regelverk kan beregningsgrunnlaget ved bruk av interne modeller ikke være lavere enn 80 prosent av beregningsgrunnlaget etter Basel I-regelverket. Denne bestemmelsen bortfaller når CRR og CRD IV tas inn i EØS-avtalen. Baselkomitéen har imidlertid lagt fram forslag til nye standardmetoder for kredittrisiko og operasjonell risiko samt nytt gulv for internmodellerte kapitalkrav ("output floor"). Gulvet er satt til 72,5 prosent av beregningsgrunnlaget kalkulert etter revidert standardmetode. Det er grunn til å anta at EUs regulering vil bli endret i tråd med Baselkomitéens anbefaling om nytt gulvkrav.

Finanstilsynet sendte 22. oktober 2018 forslag til endring av kapitaldekningsregelverket til Finansdepartementet. Endringene presiserer

⁴⁰ Se [Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging \(pilar 2\)](#) på Finanstilsynets nettsted

definisjonen av mislighold innenfor rammer fastsatt i EU. 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 EUs forordning 2018/171, utarbeidet forslag til grenser for hvilke beløp som skal anses som vesentlige. Forslaget er på høring.

FORSLAG TIL ENDRINGER I KAPITALDEKNINGSFORORDNINGEN (CRR) / KAPITALDEKNINGSDIREKTIVET (CRD IV)

EU-kommisjonen publiserte i november 2016 forslag til endringer i CRR og CRD IV. Forslagene er en oppfølging av tidligere varslede tiltak for å redusere risikoen i finanssektoren og gjøre den mer motstandsdyktig.

EU-kommisjonen foreslår:

- Pilar 1-krav til uvektet kjernekapitalandel på 3 prosent.
- Krav til langsiktig finansiering ("net stable funding ratio", NSFR) på 100 prosent.
- Nye metoder for beregning av kapitalkrav for markedsrisiko, motpartsrisiko og engasjementer med sentrale motparter ("central counterparties", CCP-er), som følger Baselkomitéens nye standarder, men med mulighet til å bruke gjeldende beregningsmetoder.
- Endringer i reglene om pilar 2 for å harmonisere internasjonal praksis.
- Innskjerpning i regelverket om store engasjementer ved at kjernekapital (tidligere ansvarlig kapital) skal benyttes for å beregne øvre grense for samlet engasjement mot en motpart eller gruppe av motparter.

Forslagene er til politisk behandling i EU og vil tre i kraft to år etter eventuell vedtakelse. Rettsaktene er EØS-relevante. Finanstilsynet legger derfor til grunn at de vil innlemmes i EØS-avtalen og gjennomføres i norsk rett hvis de vedtas i EU.

LIKVIDITETSKRAV

Det norske regelverket om likviditetsreserve (Liquidity Coverage Ratio – LCR) gjennomfører EUs likviditetsregler i CRR, CRD IV og kommisjonsforordningen om LCR.

CRR/CRD IV-forskriften krever at foretakene til enhver tid har en likviditetsreserve på minst 100 prosent for alle valutaer samlet. Det vil si at foretakenes beholdning av likvide eiendeler minst skal tilsvare netto likviditetsutgang i en situasjon med stress i penge- og kapitalmarkedene 30 dager fram i tid. Det stilles videre krav om LCR i hver signifikante valuta på minst 100 prosent (norske kroner er ikke omfattet). For banker og kredittforetak som har euro eller amerikanske dollar som signifikant valuta, er det fastsatt minstekrav i norske kroner på 50 prosent.

Av forskrift om forsvarlig likviditetsstyring følger et generelt krav om at foretakene skal ha en tilstrekkelig andel stabil finansiering. EU-kommisjonen har som nevnt over, foreslått å innføre minstekrav til stabil langsiktig finansiering (Net Stable Funding Ratio, NSFR). Foretakene rapporterer i dag NSFR. Endringsforslag til CRD IV kan medføre nye regler for enkelte poster som inngår i beregningen. I tillegg vil NSFR bli et bindende krav.

Se utfyllende informasjon om likviditetsregelverket på Finanstilsynets temaside om likviditet⁴¹.

FORSKRIFTSREGULERING AV FORBRUKSLÅN

Finanstilsynet sendte 31. august 2018 forslag til forskrift om forsvarlig utlånspraksis for forbrukslån til Finansdepartementet. Forslaget bygger på tilsynets eksisterende retningslinjer fra 2017. Bakgrunnen er faren for gjeldsproblemer i sårbare husholdninger og svakheter i bankenes oppfølging av retningslinjene. Det foreslås at forskriften også skal omfatte utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge gjennom filial eller grensekryssende virksomhet. For

nærmere informasjon henvises det til forskriftsforslaget⁴².

KONSESJONER FOR GJELDSREGISTRE

Barne- og likestillingsdepartementet har gitt Gjeldsregisteret AS, Norsk Gjeldsinformasjon AS og Experian Gjeldsregister AS konsesjon til å drive virksomhet som gjeldsinformasjonsforetak etter gjeldsinformasjonsloven. Dette kan gi banker og andre finansforetak bedre oversikt over lånsøkeres forbruksgjeld. Finanstilsynet fører tilsyn med foretakene. For nærmere informasjon om saken vises til departementets pressemeldinger⁴³.

KRISEHÅNDTERING

EUs direktiv 2014/59 om krisehåndtering (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) er et regelverk for forebygging og håndtering av kriser i banker, kredittforetak og visse verdipapirforetak på et tidlig stadium. Direktivet skal bidra til å begrense statens kostnader knyttet til finansielle kriser og redusere sannsynligheten for at institusjonsspesifikke finansielle problemer i finansielle foretak skal føre til finansiell ustabilitet. Det er et viktig mål at aksjonærer og kreditorer skal bære en betydelig andel av krisekostnadene.

Stortinget vedtok 16. mars 2018 lov om Bankenes sikringsfond og lov om endringer i finansforetaksloven mv. Lovvedtakene gjennomfører EUs krisehåndteringsdirektiv og innskuddsgarantidirektiv i norsk rett, og trer i kraft 1. januar 2019. Krisehåndteringsdirektivet er tatt inn i EØS-avtalen, og det arbeides med å ta inn innskuddsgarantidirektivet. Finanstilsynet har på oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet forslag til forskrifter til de nye lovbestemmelsene. Et høringsnotat⁴⁴ ble publisert i juni, og endelige forslag til forskrifter ble oversendt Finansdepartementet i november 2018.

Krisehåndteringsreglene om soliditetssvikt og myndighetsstyrt administrasjon av foretak i

⁴¹ <https://www.finanstilsynet.no/tema/likviditet/>

⁴² [Finanstilsynet foreslår forskriftsregulering av forbrukslån](#). Pressemelding 17/2018

⁴³ [To selskaper får gi gjeldsopplysninger](#). Pressemelding fra Barne- og likestillingsdepartementet 22. juni 2018.

⁴⁴ [Forskrifter til endringer i finansforetaksloven og til lov om Bankenes sikringsfond: høringsnotat](#)

KAPITTEL 6 REGULERING

banksektoren innebærer nye regler og oppgaver for både foretak og offentlige myndigheter. Dette omfatter gjenopprettingsplaner og krisetiltaksplaner, regler om nedskrivning eller konvertering av ansvarlig kapital og konvertibel gjeld til egenkapital og etablering av et nasjonalt krisetiltaksfond. Finanstilsynet er utpekt som krisehåndteringsmyndighet av Finansdepartementet. Finansdepartementet skal blant annet godkjenne Finanstilsynets vedtak som har betydning for finansiell stabilitet før disse iverksettes, og fatte vedtak om krisehåndtering av enkeltinstitusjoner. Når Finansdepartementet har truffet vedtak om krisehåndtering, skal Finanstilsynet beslutte bruk av ett eller flere krisetiltak.

En forutsetning for å kunne gjennomføre krisetiltaket intern oppkapitalisering ("bail in") er at foretakene har tilstrekkelig ansvarlig kapital og konvertibel gjeld som kan nedskrives eller konverteres til egenkapital. Krisehåndteringsmyndigheten skal derfor fastsette krav til summen av ansvarlig kapital og konvertibel gjeld for hvert foretak (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities, MREL). MREL skal beregnes som summen av et tapsabsorberingsbeløp og et rekapitaliseringsbeløp. Rekapitaliseringsbeløpet skal fastsettes på bakgrunn av krisetiltaksplanen som utarbeides for foretaket. Finanstilsynet har foreslått at tapsabsorberingsbeløpet skal bestå av gjeldende kapitalkrav (pilar 1 pluss pilar 2) uten bufferkravene. Ren kjernekapital som benyttes til å oppfylle bufferkravene, kan ikke dekke MREL. Finanstilsynet har videre signalisert at rekapitaliseringsbeløpet for de største foretakene i utgangspunktet skal tilsvare gjeldende kapitalkrav pluss kombinerte bufferkrav uten motsyklisk buffer. Finanstilsynet anser videre at det er grunnlag for at et flertall av de norske bankene underlegges MREL-krav utover tapsabsorberingsbeløpet. Ved vurdering av hvilke foretak som skal krisehåndteres, må det legges vekt på at en krisesituasjon i ett eller flere små eller mellomstore foretak også kan få negative konsekvenser for samfunnet som følge av redusert tillit og smitteeffekter. Dette gjelder spesielt dersom det inntreffer for flere foretak samtidig.

En begrensning i reglene for krisehåndtering er at det ikke kan anvendes krisetiltak som medfører at kreditorer og eiere oppnår dårligere dekning for sine krav enn om foretaket hadde blitt avvirket (No creditor worse off, NCWO-prinsippet). Finanstilsynet foreslo i høringsnotatet at all gjeld som skal oppfylle MREL-kravet, skal ha lavere prioritet enn annen gjeld som ikke omfattes av MREL. Slik oppnås en tydelig prioriteringsrekkefølge. Risikoen for at visse kreditorer kan bli erstatningsberettiget reduseres, og den praktiske gjennomføringen av intern oppkapitalisering forenkles.

AVGIFT TIL INNSKUDDSGARANTIFOND OG KRISETILTAKSFOND

Fra 1. januar 2019 deles Bankenes sikringsfond i et innskuddsgarantifond (45 prosent og et krisetiltaksfond (55 prosent). Samlet årlig bidrag til innskuddsgarantifondet er satt til 0,8 promille av samlede garanterte innskudd og samlet bidrag til krisetiltaksfondet er satt til 1 promille av samlede garanterte innskudd.

Etter dagens metode beregnes avgiften til sikringsfondet som en andel av den enkelte banks garanterte innskudd, med en viss differensiering basert på bankens kjernekapitaldekning. Lovendringen innebærer at det enkelte medlemmets bidrag skal fastsettes i samsvar med medlemmets andel av innskuddsgarantiordningens samlede garantiansvar. Den planlagte beregningsmodellen for medlemmenes bidrag, som er beskrevet i Finanstilsynets høringsnotat fra juni 2018, vil innebære en betydelig omfordeling og gjøre avgiften for den enkelte bank mer risikosensitiv enn under gjeldende ordning. Blant annet vil banker med spesialisert forretningsmodell og høy grad av finansiering med garanterte innskudd bære en større andel av totale bidrag enn i gjeldende beregning. Såkalte forbrukslånsbanker vil falle i denne gruppen. Avgiften til krisetiltaksfondet vil i større grad falle på banker som vurderes å ha systemkritiske funksjoner og har en større andel markedsfinansiering.

FORSIKRINGSFORETAK OG PENSJONSKASSER

KAPITALKRAV FOR PENSJONSKASSER

Finansdepartementet fastsatte 8. juni 2018 et nytt forenklet solvenskapitalkrav for pensjonskasser, som skal tre i kraft fra 1. januar 2019. De overordnede bestemmelsene er fastsatt ved endringer i forskrift om pensjonsforetak, mens de detaljerte bestemmelsene om beregningsmetoder mv. er fastsatt i Finanstilsynets forskrift av 9. november 2018 om utfyllende regler til det forenklete solvenskapitalkravet for pensjonskasser.

Det nye kravet er i samsvar med Finanstilsynets høringsnotat fra 2016. Kravet er basert på stresstest I, som alle pensjonskasser har rapportert siden utgangen av 2012. Det er gjort enkelte tilpasninger i stresstesten for at kravet skal bli mest mulig likt solvenskapitalkravet for livsforsikringsforetakene etter Solvens II. Det innføres en sjablongmessig beregning av den tapsabsorberende evnen til utsatt skatt, som innebærer en nedjustering av kravet på 15 prosent. De forsikringstekniske avsetningene (dvs. verdien av forsikringsforplikt-elsene) skal beregnes ut fra en rentekurve med volatilitetsjustering, og det innføres en overgangs-ordning for tekniske avsetninger slik at eventuell økning i avsetningene sammenlignet med de regnskapsmessige avsetningene kan innføres gradvis fram til 1. januar 2032. I tillegg skal det av hensyn til forenkling og likebehandling ikke lenger beregnes en tidsverdi av rentegarantien i de tekniske avsetningene.

SOLVENS II-FORSKRIFTEN OG KAPITALKRAV FOR UTLÅN

Finansdepartementet fastsatte i oktober 2018 endringer i Solvens II-forskriften etter at reglene ble tatt inn i EØS-avtalen⁴⁵. Endringene i forskriften innebærer at kommisjonsforordning 2015/35 og de øvrige rettsaktene skal gjelde direkte som norsk forskrift med tilpasninger som følger av EØS-avtalen.

⁴⁵ [Forordninger gjennomføres i Solvens II-forskriften for forsikringsforetak](#). Pressemelding fra Finansdepartementet 29. oktober 2018

Tilpasningsteksten gir norske myndigheter mulighet for å fastsette regler slik at kapitalkravet for pantelån i stor grad samsvarer med bankenes kapitalkrav for slike lån. Finansdepartementet har bedt Finanstilsynet innen utgangen av mars om å vurdere om og eventuelt hvordan dette handlingsrommet bør benyttes⁴⁶.

EIERBEGRENSNINGSREGLER

Det følger av finansforetaksloven § 13-1 at forsikrings- og pensjonsforetak ikke kan drive annen virksomhet enn forsikrings- og pensjonsvirksomhet. Annen virksomhet omtales ofte som forsikringsfremmed virksomhet. Etter § 13-9 omfatter ikke forbudet "eierandeler med begrenset ansvar som representerer inntil 15 prosent av kapitalen eller stemmene i foretak" som driver slik forsikringsfremmed virksomhet. Finansdepartementet la 8. juni 2018 fram forslag om at grensen på 15 prosent oppheves, og saken er nå til behandling i Stortinget. Forslaget er i tråd med Finanstilsynets anbefaling fra juni 2017.

VERDIPAPIRMARKEDET

ENDRINGER I VERDIPAPIRHANDLELLOVEN OG OPPHEVING AV BØRSLOVEN

Stortinget vedtok 4. juni 2018 endringer i verdipapirhandellden og oppheving av børsloven. Endringene bygger på en overordnet gjennomgang av det norske verdipapir- og børsregelverket med utgangspunkt i Verdipapirlovutvalgets utredning NOU 2017: 1 om EUs reviderte verdipapirmarkedsdirektiv (MiFID II) og verdipapirmarkedsforskriften (MiFIR). Videre fastsatte Finansdepartementet 16. november 2018 endringer i verdipapirforskriften og verdipapirfondforskriften, samt opphevet børsforskriften. Forskrifts- endringene er basert på Verdipapirlovutvalgets utredning NOU 2018: 1 om gjennomføring av utfyllende rettsakter til MiFID II og MiFIR. Regelendringene trer i det vesentlige i kraft 1. januar 2019.⁴⁷

NY PROSPEKTFORORDNING

De viktigste reglene i prospektforordningen

⁴⁶ [Gjennomføring av Solvens II-rettsakter og vurdering av særlige kapitalkrav for pantelån i Solvens II](#). Finansdepartementets brev datert 29. oktober 2018

⁴⁷ [Endringer i verdipapirhandellden og forskrifter](#). Pressemelding fra Finansdepartementet datert 16. november 2018

KAPITTEL 6 REGULERING

(2017/1129/EU) trer i kraft i EU 21. juli 2019. Formålet med forordningen er å harmonisere og forenkle kravene som gjelder for prospekter. Et av målene er å lette kravene for næringslivet, men samtidig ivareta hensynet til tilstrekkelig investorbeskyttelse.

Det innføres nye former for prospekt som skal gi enklere tilgang til kapital for små og mellomstore bedrifter. Videre innføres forenklede prospektkrav og mulighet for raskere godkjennelsesprosess for allerede noterte utstedere.

Verdipapirlovutvalget har foreslått regler til gjennomføring av forordningen i NOU 2018: 10 Nye prospektregler – Gjennomføring av prospektforordningen og fastsettelse av regler for nasjonale prospekter. Forordningen er foreløpig ikke innlemmet i EØS-avtalen. Noen unntak fra prospektplikt samt endringen i beløpsgrensen for plikt til å utarbeide tilbudsprospekt, har allerede trådt i kraft i EU.

FORORDNING OM VERDIPAPIRFINANSIERINGSTRANSAKSJONER

EUs forordning 2015/2365 (Securities Financing Transactions Regulation, SFTR) inneholder regler om rapportering av såkalte verdipapirfinansieringstransaksjoner. Slike transaksjoner omfatter blant annet utlån av verdipapirer og kjøp eller salg av verdipapirer med rett og plikt til å selge eller kjøpe verdipapirene tilbake på et senere tidspunkt ("sell/buy back"-transaksjoner). Denne typen transaksjoner er en del av det såkalte skyggebank-systemet; det vil si kredittformidling som ligger utenfor det tradisjonelle banksystemet. Det er en risiko for at de aktuelle verdipapirene ikke leveres eller selges/kjøpes tilbake som avtalt (motpartsrisiko). For å gi myndighetene oversikt over risikoen i dette markedet, skal derfor denne typen transaksjoner rapporteres til transaksjonsregistre. Informasjonen vil være tilgjengelig på detaljert nivå for tilsynsmyndighetene og på aggregert nivå for allmenheten.

Forordningen har også regler om gjenbruk av

sikkerheter. Gjenbruk innebærer at den som har mottatt en sikkerhet, bruker den igjen som sikkerhet for egne eller andres forpliktelser. Forordningen krever at slik gjenbruk bare kan skje med samtykke fra opprinnelig sikkerhetsstiller.

Finanstilsynets oversendte til Finansdepartementet i september 2018 forslag til høringsnotat om gjennomføring av forordningen i norsk rett.

REGELVERK SOM OMFATTER FLERE TYPER FINANSIELLE FORETAK

HVITVASKING

På hvitvaskingsområdet er både internasjonalt og nasjonalt regelverk endret. Ny lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering (hvitvaskingsloven)⁴⁸ og tilhørende forskrift trådte i kraft 15. oktober 2018. Reglene gjennomfører en rekke av forpliktelsene i EUs fjerde hvitvaskingsdirektiv og Financial Action Task Force (FATF) sine anbefalinger av 2012. Hvitvaskingsloven med forskrift er i stor grad en videreføring av gjeldende rett, men med en rekke justeringer av pliktene for privat sektor, herunder krav om forsterkede kundetiltak overfor politisk eksponerte personer (PEP), og tydeligere krav til risikobasert tilnærming m.m. Nye grupper vil bli rapporteringspliktige, som agenter av utenlandske betalingsforetak og tilbydere av vekslings- og oppbevaringstjenester for virtuell valuta. Finanstilsynet har fått nye sanksjonshjemler ved overtredelse av regelverket, blant annet til å ilegge overtredelsesgebyr.

Den internasjonale regulatoriske utviklingen på hvitvaskingsområdet går raskt, og EU vedtok i mai revisjoner av fjerde hvitvaskingsdirektiv (også kjent som femte hvitvaskingsdirektiv), som blant annet omfatter virtuelle valutaer. Videre har FATF justert de globale standardene slik at de får anvendelse på virtuelle valutaer. EU-kommisjonen har også foreslått flere tiltak for å øke den felles europeiske innsatsen mot hvitvasking.

⁴⁸ [Lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering](#)

FINANSFORETAKSLOVENS BESTEMMELSER OM UTBYTTE

Finanstilsynet sendte i oktober 2018 Finansdepartementet forslag til endringer i finansforetaksloven som presiserer at finansforetak ikke kan dele ut utbytte basert på delårsregnskap.

DEL III: TEMAKAPITLER

Del III inneholder analyser, utredninger og resultater fra undersøkelser som er relevante for vurdering av finansiell stabilitet. Temaene som omtales i del III varierer fra rapport til rapport.

Årlig gjennomfører Finanstilsynet en undersøkelse av nye lån med pant i bolig blant et utvalg banker (boliglånsundersøkelsen). I det første temakapittelet omtales sentrale resultater fra boliglånsundersøkelsen gjennomført høsten 2018.

I det andre temakapittelet presenteres et nyutviklet rammeverk for stresstesting av norske bankers likviditet. Finanstilsynet har benyttet rammeverket for å vurdere hvor godt syv norske banker klarer seg gitt et stress i utenlandske finansmarkeder.

Det tredje temakapittelet inneholder en analyse av den økonomiske utviklingen i varehandelsnæringen og bankenes eksponering mot næringen.

TEMA I: UNDERSØKELSE AV BANKENES BOLIGLÅNSPRAKSIS

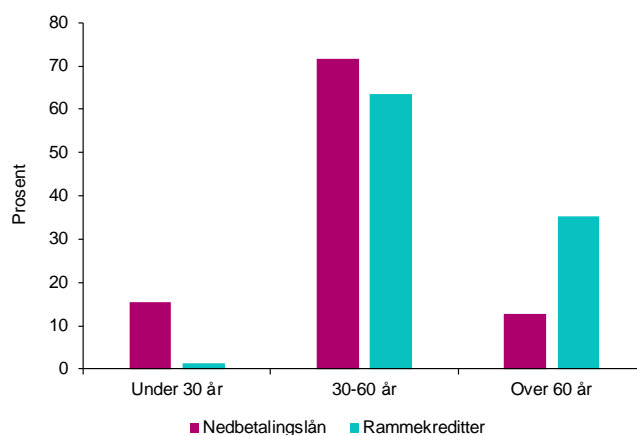
Årets boliglånsundersøkelse viser en svak økning i nye boliglån som går utover grensene i boliglånsforskriften. Andel låntakere med samlet gjeld over 500 prosent av brutto inntekt, andel lån med belåningsgrad over 85 prosent og andel låntakere med utilstrekkelig betjeningsevne ved en renteøkning på 5 prosentpoeng er noe økt sammenlignet med fjorårets undersøkelse. Det er en klar oppgang i den gjennomsnittlige gjeldsgraden blant låntakerne, med en oppgang på 19 prosentpoeng sammenlignet med fjorårets undersøkelse. Gjeldsgraden er også høyere enn før denne ble regulert i boliglånsforskriften. Som følge av det høye gjeldsnivået, vil selv en beskjedne økning i rentenivået gi en betydelig økning i andelen låntakere som ikke vil oppfylle boliglånsforskriftens krav til tilstrekkelig betjeningsevne. Bankenes styrerapporter viser at utlånspraksisen i tredje kvartal 2018 lå innenfor forskriftens mulighet for fleksibilitet.

UNDERSØKELSEN OMFATTER NYE LÅN MED PANT I BOLIG I DE 30 STØRSTE BANKENE

Finanstilsynet undersøker regelmessig bankenes utlånspraksis, herunder bankenes etterlevelse av boliglånsforskriften, se omtale i ramme. I boliglånsundersøkelsen høsten 2018 rapporterte 30 av de største bankene (norske og utenlandske) informasjon om nær 8 000 nye nedbetalingslån og 4 000 nye rammekreditter med pant i bolig innvilget etter 15. august 2018. Antall rapporterte lån er økt med omtrent 50 prosent sammenlignet med i fjor. Bankene i utvalget har en samlet markedsandel på om lag 90 prosent av utlån med pant i bolig i Norge.

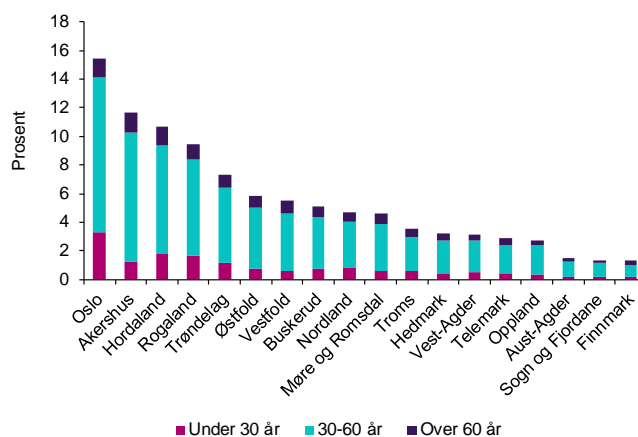
Aldersfordelingen på låntakerne i årets undersøkelse framgår i figur I.1. Låntakere yngre enn 30 år sto for 16 prosent av antall nye nedbetalingslån, som er 2 prosentpoeng mer enn i 2017. For nedbetalingslån til kjøp av bolig er andelen høyere, og økte fra 25 til 27 prosent. Målt ved samlet lånebeløp, sto yngre

I.1 Nedbetalingslån og rammekreditter fordelt på alder. Prosent av antall lån i undersøkelsen



Kilde: Finanstilsynet

I.2 Fylkesfordeling for pant. Prosentvis andel av antall nedbetalingslån i undersøkelsen



Kilde: Finanstilsynet

låntakere for 14 prosent av nedbetalingslånene, en oppgang på 1 prosentpoeng fra i fjor. Fylkesfordelingen for nedbetalingslånene i undersøkelsen er vist i figur I.2.

EN TREDEL AV NYE NEDBETALINGSLÅN ER TIL KJØP AV BOLIG

Fordelingen av antall nye lån til henholdsvis kjøp av bolig og refinansiering har vært relativt stabil de siste årene, se tabell I.1. Andelen lånesaker som innebar kjøp av bolig, utgjorde omtrent en tredjedel av alle nye lån i årets undersøkelse. For disse lånene ble den ervervede boligen brukt som hovedsikkerhet i 88 prosent av tilfellene. Andelen lån som ble benyttet til

Definisjoner

- **Nedbetalingslån:** Lån med avtalt forfall, hvor lånet skal nedbetales i løpet av en gitt løpetid.
- **Rammekreditt:** Lån der det er bevilget en kredittramme, hvor låntaker bestemmer hvor mye som trekkes innenfor rammen. Rammekreditter er avdragsfrie, og det betales kun renter av trukket beløp.
- **Refinansiering:** Nye lån som kommer i tillegg til eller erstatter eksisterende lån med pant i samme bolig, og som ikke benyttes til kjøp av bolig.

Tabell I.1 Nye nedbetalingslån etter formål. Prosent av samlet antall nye lånesaker

	2014	2015	2016	2017	2018
Kjøp av bolig	36	30	35	32	35
- hvorav kjøp av sekundærbolig	2	2	2	2	3
Refinansiering av lån i samme bank	55	60	53	58	55
Refinansiering av lån fra andre foretak	9	10	12	10	9

Kilde: Finanstilsynet

kjøp av sekundærbolig, økte fra 1,7 prosent i 2017 til 3,4 prosent i 2018. For lån med pant i bolig i Oslo, økte andelen lån benyttet til kjøp av sekundærbolig fra 2,2 til 3,1 prosent.

Refinansiering omfatter både flytting av lån med samme panteobjekt fra en bank til en annen, og saker hvor kunden tar opp nytt lån, eller utvider et lån, med pant i eksisterende bolig. I gjennomsnitt ble lånebeløpet økt med 9 prosent av forsvarlig verdigrunnlag for bolig(er) eiet av låntaker, som er om lag like mye som i fjorårets undersøkelse.

Boliglånsforskriften

Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig ble fastsatt 1. juli 2015. Forskriften har blitt videreført to ganger, senest 1. juli 2018. Formålet med forskriften er å bidra til en bærekraftig utvikling i husholdningenes gjeld. Forskriften gjelder alle finansforetak som yter lån med pant i bolig i Norge, inkludert utenlandske foretak.

Boliglånsforskriften stiller krav til:

- **Belåningsgrad:** Lån med pant i bolig skal ikke overstige 85 prosent av forsvarlig verdigrunnlag for boligen inkludert tilleggssikkerhet. Lån med pant i sekundærbolig i Oslo skal ikke overstige 60 prosent av boligens verdi.
- **Avdragsbetaling:** Ved lån med høyere enn 60 prosent belåningsgrad, skal det kreves årlig nedbetaling som minst skal være 2,5 prosent av innvilget lån eller det avdragsbetalingen ville vært på et annuitetslån med 30 års nedbetalingstid.
- **Betjeningsevne:** Låntaker skal ha evne til å betjene lånet og normale utgifter til livsopphold ved en renteøkning på 5 prosentpoeng.
- **Gjeldsgrad:** Ved opptak av nytt boliglån skal låntakers samlede gjeld (boliglånet og annen gjeld) ikke overstige fem ganger brutto årsinntekt.

Forskriften som trådte i kraft 1. juli 2018 skal gjelde ut 2019. Den videreførte tidligere forskrift, med enkelte endringer:

- Skattefri stabil inntekt kan medregnes i årsinntekt ved beregning av gjeldsgrad.
- Inntående midler på BSU kan trekkes fra lånebeløpet ved beregning av belåningsgrad.

- Kapitalfrigjøringskreditter (for eksempel seniorlån) er ikke omfattet av bestemmelsene om betjeningsevne, gjeldsgrad, avdrag og fleksibilitet.

Forskriften åpner for at bankene kan gi en viss andel lån som ikke oppfyller alle kravene i forskriften. Denne fleksibilitetskvoten er 10 prosent av utlånsvolumet hvert kvartal, med unntak av i Oslo, der den er 8 prosent.

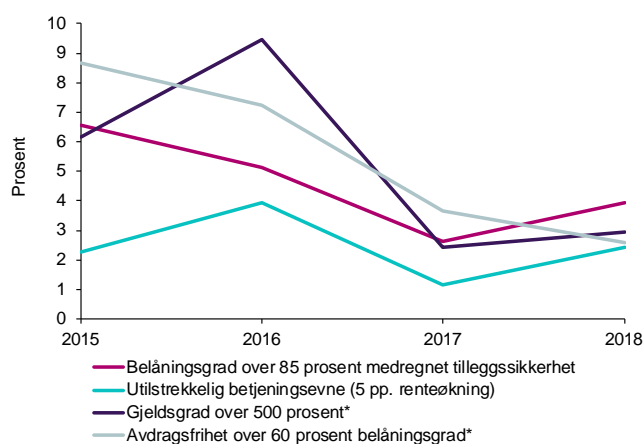
SVAK ØKNING I ANDELEN LÅN SOM GÅR UTOVER GRENSENE I BOLIGLÅNSFORSKRIFTEN

Undersøkelsen for 2018 viser at det både ble innvilget en større andel nye lån med belåningsgrad over 85 prosent og en større andel nye lån med samlet gjeld større enn fem ganger brutto årsinntekt, sammenlignet med året før. Andel nedbetalingslån der låntaker vil ha utilstrekkelig betjeningsevne ved renteøkning på 5 prosentpoeng, økte fra 1 prosent i 2017 til 2 prosent i årets undersøkelse. For yngre låntakere økte andelen med 4 prosentpoeng, fra 1 prosent i fjor til 5 prosent i 2018. Av nye nedbetalingslån med over 60 prosent belåningsgrad, ble andelen lån med en avtalt periode med avdragsfrihet redusert, i likhet med andelen rammekreditter med over 60 prosent belåningsgrad, se figur I.3 og I.4. Omfanget av nye nedbetalingslån med gjeldsgrad over 500 prosent økte svakt samlet sett, men for yngre låntakere økte andelen med 1,3 prosentpoeng.

ØKT ANDEL AV NYE NEDBETALINGSLÅN TIL KUNDER MED SVAK BETJENINGSEVNE

Økte renter vil svekke betjeningsevnen til lånekunder. Boliglånsforskriften stiller krav om at bankene må vurdere låntakers evne til å betjene lånet, basert på utfyllende informasjon om kundens inntekt og utgifter. I bankenes beregninger av låntakers likviditetsoverskudd skal det legges til grunn at rentenivået øker med 5 prosentpoeng. Dersom kunden ikke har tilstrekkelige midler til å dekke normale utgifter til livsopphold etter en slik renteøkning, skal ikke lånet innvilges.

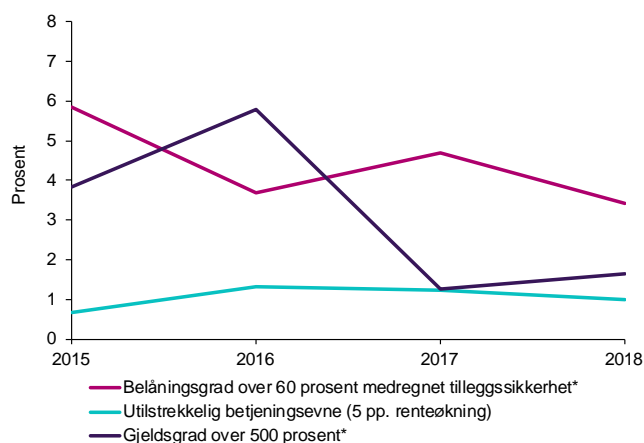
I.3 Andeler for nedbetalingslån, i prosent av antall lån



Prosent av antall lån	2015	2016	2017	2018
Belåningsgrad over 85 prosent medregnet tilleggssikkerhet	7	5	3	4
Utilstrekkelig betjeningsevne (5 pp. renteøkning)	2	4	1	2
Gjeldsgrad over 500 prosent*	6	9	2	3
Avdragsfrihet over 60 prosent belåningsgrad*	9	7	4	3

*For årene før 2017: Andel avdragsfrie lån over 70 prosent belåningsgrad. Maksimal gjeld i forhold til inntekt var ikke regulert. Kilde: Finanstilsynet

I.4 Andeler for rammekreditter, i prosent av antall lån

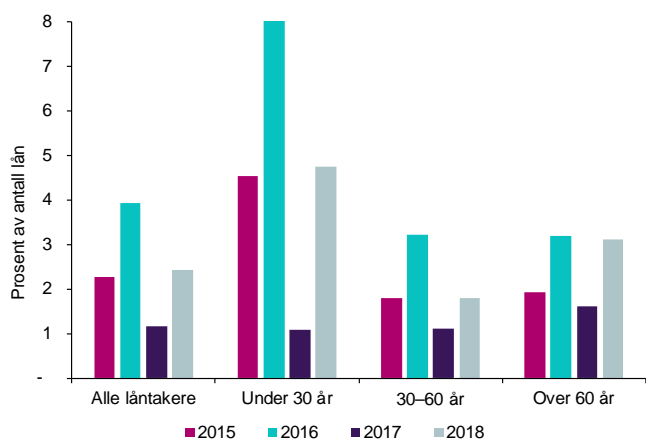


Prosent av antall lån	2015	2016	2017	2018
Belåningsgrad over 60 prosent medregnet tilleggssikkerhet*	6	4	5	3
Utilstrekkelig betjeningsevne (5 pp. renteøkning)	1	1	1	1
Gjeldsgrad over 500 prosent*	4	6	1	2

*For årene før 2017: Belåningsgrad medregnet tilleggssikkerhet over 70 prosent. Maksimal gjeld i forhold til inntekt var ikke regulert. Kilde: Finanstilsynet

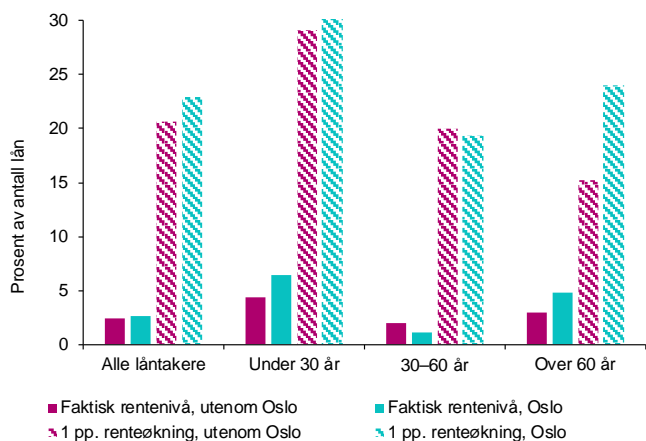
TEMA I: UNDERSØKELSE AV BANKENES BOLIGLÅNSPRAKSIS

I.5 Andel nedbetalingslån med negativt resultat i likviditetsberegning (5 prosentpoeng renteøkning)



Kilde: Finanstilsynet

I.6 Andel nedbetalingslån med negativt resultat i likviditetsberegning (5 prosentpoeng renteøkning), ved faktisk rentenivå og ved 1 prosentpoeng renteøkning



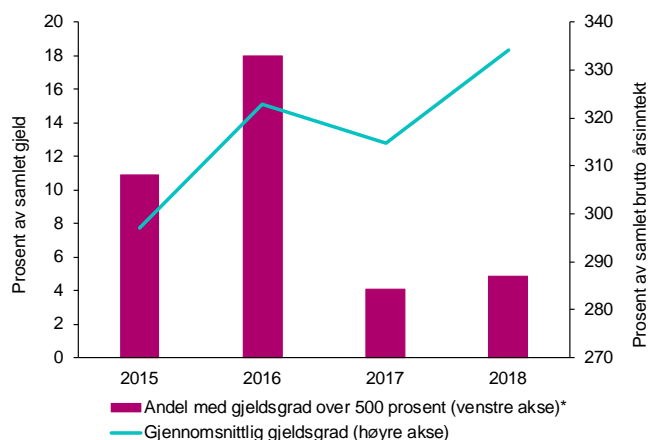
Kilde: Finanstilsynet

Årets undersøkelse viser at andel innvilgede nedbetalingslån til kunder som ikke tilfredsstillende dette kravet, økte fra 1 prosent i 2017 til 2 prosent i 2018, se figur I.5. Andelen økte i alle aldersgrupper, og sterkest for yngre låntakere. Med unntak for aldersgruppen over 60 år, er imidlertid andelen klart lavere enn i 2016.

I Pengepolitisk rapport for tredje kvartal 2018 anslår Norges Bank at styringsrenten vil øke de neste årene. Dersom renten på de nye nedbetalingslånene var 1

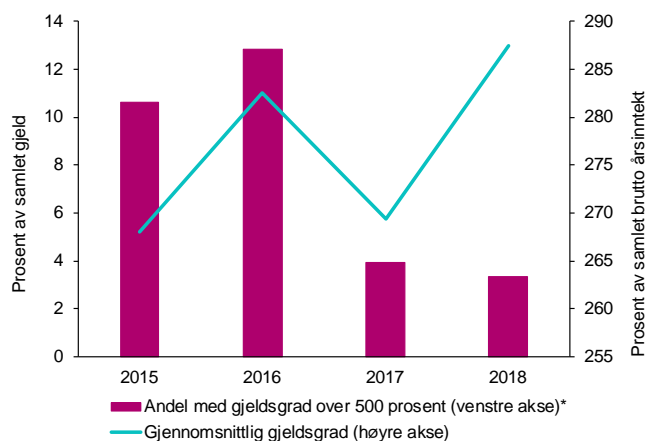
⁴⁹Basert på forenklet beregning. Estimert økt månedsbeløp er trukket fra resultatet i likviditetsberegningen.

I.7 Gjennomsnittlig (vektet) gjeldsgrad og andel med gjeldsgrad over 500 prosent. Nedbetalingslån



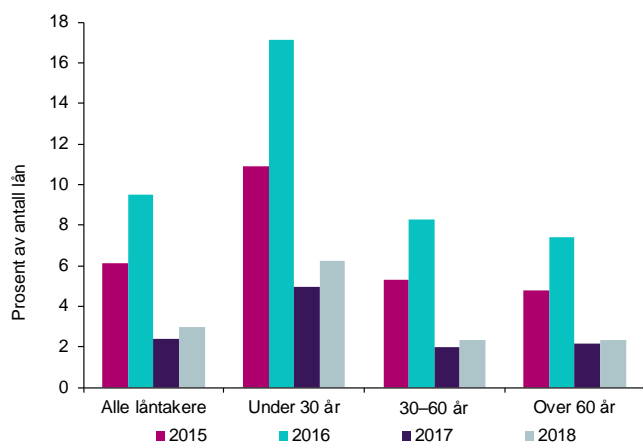
*Maksimal gjeld i forhold til inntekt var ikke regulert før 1. januar 2017. Kilde: Finanstilsynet

I.8 Gjennomsnittlig gjeldsgrad og andel med over 500 prosent, i prosent av samlet gjeld. Rammekreditter



*Maksimal gjeld i forhold til inntekt var ikke regulert i forskrift før 2017. Kilde: Finanstilsynet

prosentpoeng høyere, ville 21 prosent av de nye lånene i boliglånsundersøkelsen ikke oppfylt boliglånsforskriftens krav om at låntaker skal kunne betjene lånet ved 5 prosentpoeng renteøkning⁴⁹, se figur I.6. Spesielt gjelder dette yngre låntakere i Oslo, hvor over en tredjedel av låntakerne ikke ville oppfylt kravet, mot 6 prosent med dagens rentenivå.

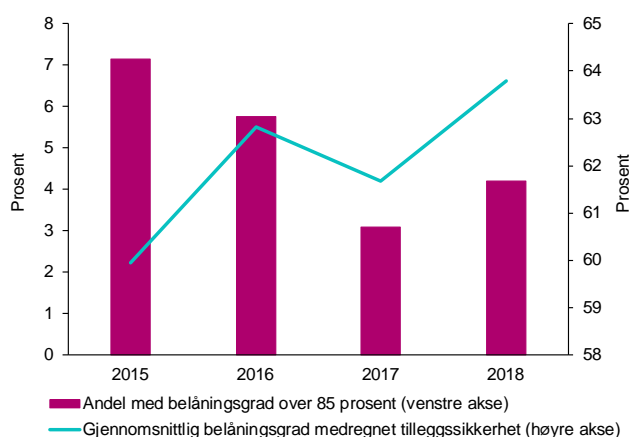
I.9 Andel låntakere med samlet gjeld høyere enn fem ganger brutto årsinntekt, alle nedbetalingslån


Kilde: Finanstilsynet

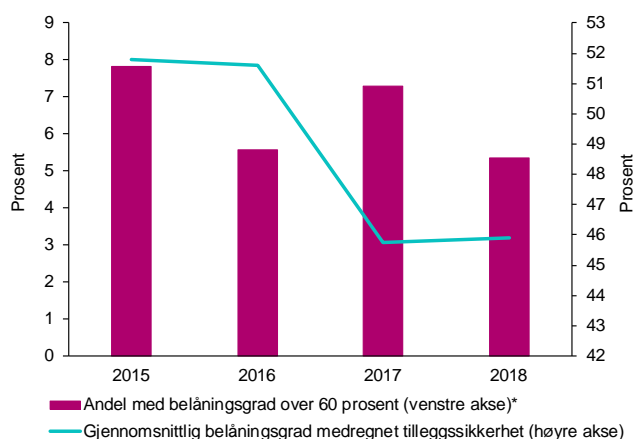
GJENNOMSNIITTLIG GJELDSGRAD FOR NYE NEDBETALINGSLÅN ØKTE YTTERLIGERE I 2018

Siden 1. januar 2017 har boliglånsforskriften regulert at samlet gjeld ikke skal overstige fem ganger brutto årsinntekt. Gjennomsnittlig (vektet) gjeldsgrad for nye nedbetalingslån i årets undersøkelse var 334 prosent, som er 19 prosentpoeng høyere enn året før, se figur I.7. Nivået er også høyere enn i 2016, dvs. før gjeldsgrad ble regulert i forskriften. For låntakere med belåningsgrad over 85 prosent er gjennomsnittlig gjeldsgrad redusert sammenlignet med fjorårets undersøkelse, men nivået er fortsatt svært høyt. For yngre låntakere med belåningsgrad over 85 prosent, økte gjennomsnittlig gjeldsgrad svakt. For nye rammekreditter var gjennomsnittlig gjeldsgrad 287 prosent, en økning på 18 prosentpoeng sammenlignet med undersøkelsen i fjor, se figur I.8.

For 5 prosent av nye nedbetalingslån, målt som andel av samlet gjeld, hadde låntaker en gjeldsgrad på over 500 prosent. Målt som andel av antall lån var 3 prosent over grensen, se figur I.9. Dette er noe høyere enn i 2017, men betydelig lavere enn før gjeldsgrad ble regulert i forskriften. 6 prosent av yngre låntakere med nye nedbetalingslån hadde en gjeldsgrad over 500 prosent. For lån benyttet til kjøp av bolig hadde 4,6 prosent av låntakerne gjeldsgrad på over 500 prosent, som er omtrent samme nivå som i 2017.

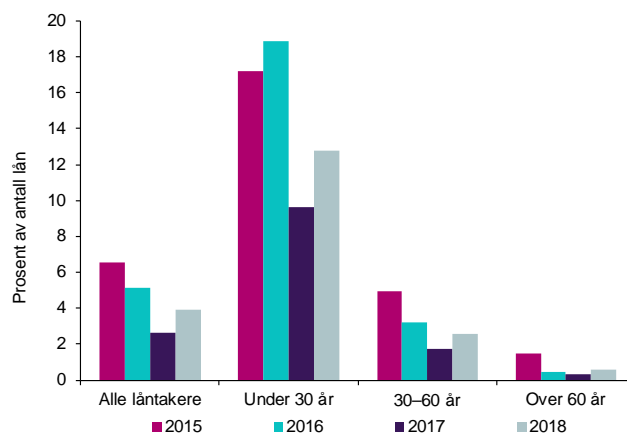
I.10 Gjennomsnittlig belåningsgrad og andel med over 85 prosent, i prosent av lånebeløp. Alle nedbetalingslån


Kilde: Finanstilsynet

I.11 Gjennomsnittlig belåningsgrad og andel med over 60 prosent, i prosent av lånebeløp. Rammekreditter


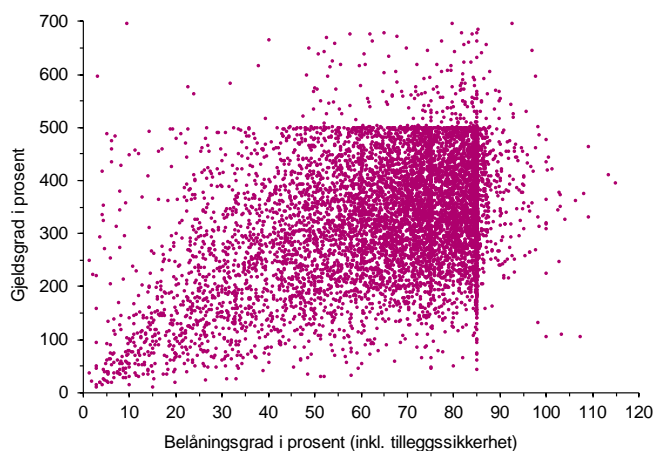
*For årene før 2017: Andel med belåningsgrad over 70 prosent.

Kilde: Finanstilsynet

I.12 Nedbetalingslån, andel med belåningsgrad over 85 prosent (inkl. tilleggssikkerhet) etter alder på låntaker


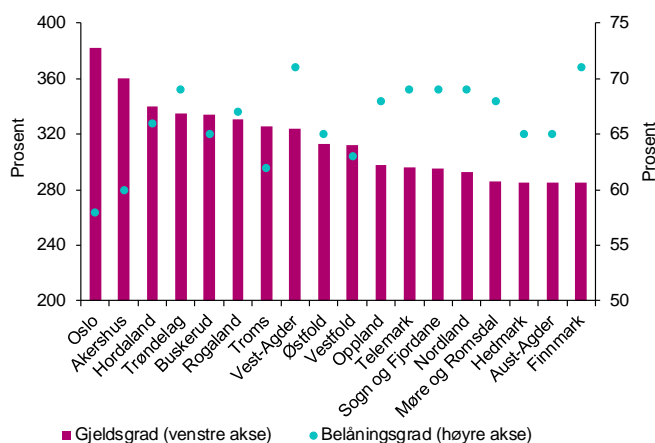
Kilde: Finanstilsynet

I.13 Nye nedbetalingslån, etter gjeldsgrad og belåningsgrad



Kilde: Finanstilsynet

I.14 Gjeldsgrad og belåningsgrad fordelt på fylke, vektet gjennomsnitt



Kilde: Finanstilsynet

SVAK ØKNING I GJENNOMSNTLIG BELÅNINGSGRAD FOR NYE NEDBETALINGSLÅN

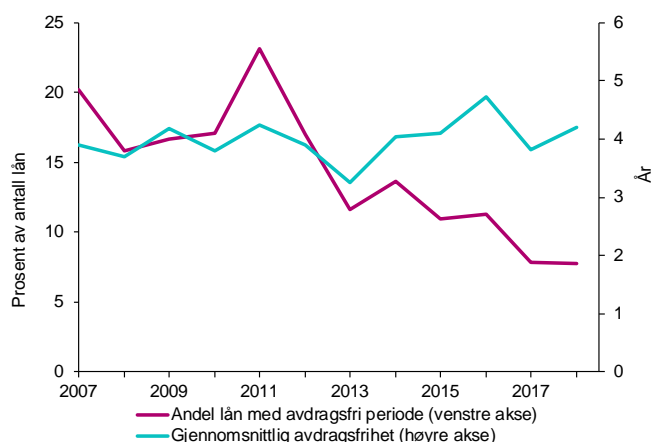
Etter boliglånsforskriften skal belåningsgrad medregnet tilleggssikkerhet ikke overstige 85 prosent. Gjennomsnittlig (vektet) belåningsgrad medregnet tilleggssikkerhet for nye nedbetalingslån var 64 prosent i årets undersøkelse, som er 2 prosentpoeng høyere enn i 2017, se figur I.10. For nye nedbetalingslån hvor bakgrunnen for låneopptaket var kjøp av bolig, økte gjennomsnittlig belåningsgrad fra 66 til 67 prosent. De yngre låntakerne har betraktelig høyere belåningsgrad enn de øvrige aldersgruppene. For lån benyttet til kjøp av bolig var gjennomsnittlig belåningsgrad for yngre låntakere uendret fra 2017, på

76 prosent. For nye rammekreditter var gjennomsnittlig belåningsgrad 46 prosent, som er samme nivå som i 2017, se figur I.11.

Andelen nedbetalingslån med belåningsgrad over 85 prosent, målt i prosent av lånebeløp, var 4 prosent. Det er marginalt høyere enn andelen målt i prosent av antall lån, se figur 1.12. For yngre låntakere økte andelen i prosent av antall lån med 3 prosentpoeng til 13 prosent. For lån benyttet til kjøp av bolig, økte andelen for yngre låntakere med 6 prosentpoeng til 18 prosent.

Av nedbetalingslånene i årets undersøkelse hadde 0,4 prosent både en gjeldsgrad over 500 prosent og en belåningsgrad over 85 prosent. Det var en tydelig opphopning av innvilgede lån nær grensene for maksimal gjeldsgrad og maksimal belåningsgrad, se figur I.13. Det var spesielt mange lån med pant i bolig i Oslo som var nær grensen til maksimal gjeldsgrad. Dette indikerer at grensene i boliglånsforskriften bidrar til å begrense andelen lån med svært høy gjelds- og/eller belåningsgrad. For refinansierte nedbetalingslån var det en tydelig opphopning nær grensen til maksimal belåningsgrad, men ikke like tydelig samling nær grensen til maksimal gjeldsgrad.

Det er stor geografisk variasjon i gjennomsnittlig gjeldsgrad og belåningsgrad, se figur I.14. Nye lån med pant i bolig i Oslo har lavere belåningsgrad enn resten av landet, henholdsvis 58 prosent og 64 prosent. Gjeldsgraden er derimot høyere i Oslo enn i resten av landet. I Oslo hadde 7 prosent av nedbetalingslånene en gjeldsgrad over 500 prosent. Ytterligere 10 prosent hadde gjeldsgrad marginalt innenfor grensen (mellom 490 og 500 prosent). I resten av landet var andelen over 500 prosent og marginalt innenfor grensen henholdsvis på 2 og 3 prosent. Dette gjenspeiler trolig at gjeldsgrad er mer bindende enn belåningsgrad ved høye og økende boligpriser. Sterk prisvekst i Oslo de siste årene kan ha gitt mange økt egenkapital og evne til å kjøpe ny bolig med lavere belåningsgrad.

I.15 Andel nye nedbetalingslån med avdragsfrihet i en periode og gjennomsnittlig avdragsfri periode


Kilde: Finanstilsynet

UENDRET OMFANG AV AVDRAGSFRIHET OG ØKT LØPETID FOR NYE NEDBETALINGSLÅN

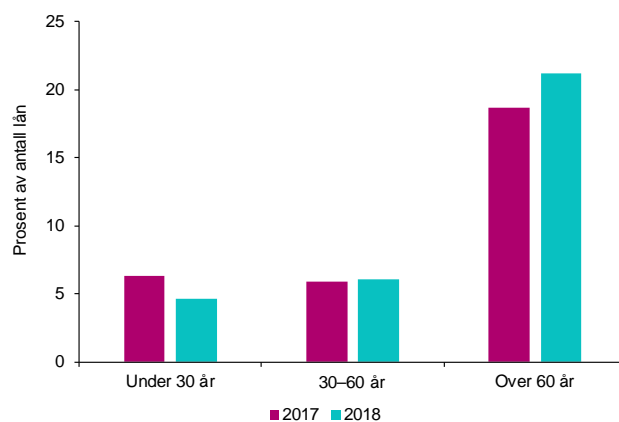
I boliglånsforskriften er det krav om avdragsbetaling for lån som overstiger 60 prosent av boligens verdi. For nye lån med over 60 prosent belåningsgrad sank andelen med en avdragsfri periode fra 5 prosent i fjor til 3 prosent i år.

I årets undersøkelse var andel avdragsfrie nedbetalingslån i underkant av 8 prosent, som er på omtrent samme nivå som i 2017, se figur I.15. Eldre låntakere har høyest andel avdragsfrie lån. Mer enn hver femte låntaker over 60 år hadde inngått avtale om nedbetalingslån med en avdragsfri periode, se figur I.16.

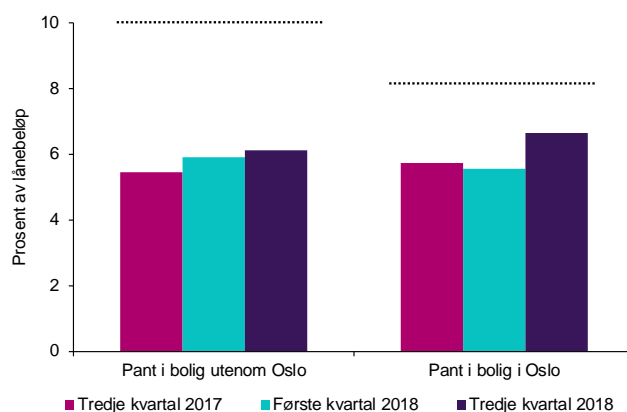
Løpetiden på nye nedbetalingslån har økt de siste årene. Gjennomsnittlig avtalt nedbetalingstid var 24,7 år i 2018 og 23,9 år i 2017. Andel nye nedbetalingslån med fast rente økte med 1 prosentpoeng fra i fjor, til 5 prosent i år. Gjennomsnittlig periode for rentebinding var fem år.

UENDRET UTNYTTELSE AV FLEKSIBILITETSKVOTEN

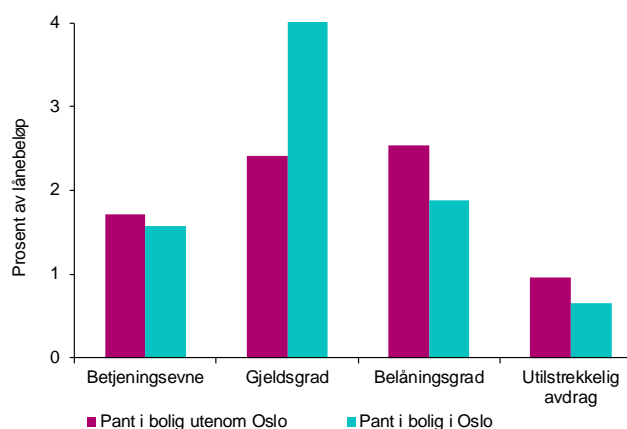
Etter boliglånsforskriften kan inntil 10 prosent av verdien av nye innvilgede lån per kvartal bryte med ett eller flere av kravene i forskriften. For lån med pant i bolig i Oslo er grensen 8 prosent. Foretakene skal hvert kvartal rapportere til styret, eller ledelsen for utenlandske filialer, hvor stor andel av innvilgede lån

I.16 Andel nye nedbetalingslån med avdragsfri periode fordelt på alder


Kilde: Finanstilsynet

I.17 Andel nye utlån med avvik fra krav i forskriften


Kilde: Finanstilsynet

I.18 Andel nye utlån med avvik fra de enkelte kravene i boliglånsforskriften. Tredje kvartal 2018


*Forskriften åpner for at bankene kan gi en viss andel lån som ikke oppfyller ett eller flere krav i forskriften. Andelene i figuren summerer seg derfor ikke til andelene i figur I.17. Kilde: Finanstilsynet

TEMA I: UNDERSØKELSE AV BANKENES BOLIGLÅNSPRAKSIS

som ikke oppfyller ett eller flere av kravene i forskriften.

Styrerapporter for tredje kvartal 2018 viser at andelen nye lån med avvik fra kravene i forskriften har økt betydelig i Oslo, sammenlignet med tredje kvartal i fjor, se figur I.17. I landet for øvrig økte andelen noe. Andelen er høyere i Oslo enn i resten av landet. Ifølge styrerapportene er det kravet om at samlet gjeld ikke skal overstige 500 prosent av brutto årsinntekt som i størst grad blir brutt, se figur 1.18.

TEMA II: LIKVIDITETSSTRESSTEST AV BANKER

Den internasjonale finanskrisen viste at bankene er utsatt for betydelig likviditetsrisiko. Etter konkursen i Lehman Brothers 15. september 2008 ble det i en periode svært vanskelig for banker å skaffe markedsfinansiering. Erfaringene fra Northern Rock viste dessuten at såkalte "bank run", med massive uttak av bankinnskudd, fortsatt er en reell risiko.

Norges Bank og Finanstilsynet har utviklet et rammeverk for stresstesting av likviditeten i enkeltbanker. Rammeverket er et nyttig supplement til LCR (Liquidity coverage ratio) og annen eksisterende likviditetsovervåking, blant annet for å teste en banks sensitivitet og sårbarhet med ulike stressfaktorer på ulike tidshorisonter (sensitivitetsanalyser). LCR, som ble utviklet av Baselkomiteen og innført i EU etter finanskrisen, setter krav til bankenes likvidtetsbuffer sett i forhold til nettoutbetalinger i et 30 dagers stress. LCR er et godt utgangspunkt for stresstesting av likviditet, men LCR er et minstekrav. Stressfaktorene og/eller tidshorizonten på stresstester bør derfor være strengere og lengre enn i LCR.

Formålet med stresstesten er å vurdere den enkelte banks evne til å motstå stress i finansieringsmarkedene og realøkonomien. Rammeverket illustrerer den isolerte virkningen av stresset for den enkelte bank, og inkluderer ikke ringvirkninger og tilbakevirkningseffekter i finansmarkedet og i realøkonomien. Slike tilbakevirkninger vil i praksis kunne være viktige.

Norske banker har økt andelen langsiktig finansiering og økt sine likviditetsreserver etter finanskrisen. Bankene står dermed bedre rustet til å møte ny uro i internasjonale finansmarkeder. Finanstilsynet har benyttet rammeverket for likviditetsstresstest på syv norske banker for å se hvordan de vil klare seg i et stress i utenlandske finansmarkeder. Resultatene viser

at alle enkeltbankene klarer seg relativt godt i det skisserte scenarioet. De fleste bankene er imidlertid avhengig av å benytte OMF-potensialet for å ha en likviditetsdekning over 100 prosent, dvs. tilstrekkelig likviditetsreserve til å dekke likviditetsbehovet gjennom hele stressperioden.

Bankene er avhengige av at både markedet for utstedelse av nye OMF og annenhåndsmarkedet for OMF fungerer i en situasjon med stress i utenlandske finansmarkeder.

BESKRIVELSE AV RAMMEVERKET

Stresstesting av bankers likviditet har en kortere historie enn stresstesting av soliditet, og er et mindre utviklet fagfelt internasjonalt. Å modellere feedback-effekter og systemeffekter er krevende for alle typer stresstester. Utfordringen er særlig stor for stresstesting av likviditet, fordi likviditetssituasjonen i en bank vil avhenge av situasjonen i hele det finansielle systemet. For eksempel viser erfaringene fra finanskrisen at tilgangen til markedsfinansiering mer eller mindre kan forsvinne i det finansielle systemet som helhet. Slike avhengigheter er usikre og kompliserte å modellere og kalibrere, blant annet som følge av vanskelig tilgjengelig datagrunnlag og lite historikk. Stresstestmodeller for likviditetsrisiko er derfor ofte bankspesifikke og ser på én bank av gangen.

Rammeverket Norges Bank og Finanstilsynet har utviklet, tar utgangspunkt i artikler, anbefalinger og studier publisert av blant annet Baselkomiteen, IMF og ECB. Rammeverket er først og fremst bygget for å sammenligne motstandsevnen i ulike banker, ved å beregne hvor sårbar den enkelte bank er i forhold til andre banker ved ulike typer sjokk. Stresstesten gjennomføres på ikke-konsolidert nivå, men koblingene mellom morbanker og OMF-foretak er i noen grad hensyntatt. Modellen beregner akkumulert netto likviditet og likviditetsdekning i intervaller fra 30 dager og opp til ett år. Netto likviditet er definert som differansen mellom bankens finansieringsbehov i perioden og bankens likviditetsbuffer. Likviditetsdekningen er definert som likviditetsbufferens andel av finansieringsbehovet.

Finansieringsbehov

Modellen er satt opp som en kontantstrømanalyse hvor innbetalinger og utbetalinger fra eiendeler, gjeld og ikke-balansførte forpliktelser estimeres. For å beregne kontantstrømmene, framskrives observerte balansestørrelser basert på forventet adferd i en stressituasjon fra banken selv, innskytere og andre kunder, andre banker og øvrige markedsaktører. Summen av de beregnede kontantstrømmene utgjør bankens finansieringsbehov.

Likviditetsbuffer og OMF-potensial

Bankens likviditetsbuffer er i modellen delt i en buffer bestående av LCR-godkjente verdipapirer og en utvidet likviditetsbuffer, som i tillegg inneholder øvrige tilgjengelige verdipapirer og innskudd i andre banker (ekskl. konserninterne innskudd). Verdien av de ulike elementene i likviditetsbufferen avkortes basert på antagelser om redusert markedsverdi i de ulike stress-scenariene. Modellen beregner i tillegg likviditetsbufferen inkludert potensialet for utstedelse av nye OMF direkte i markedet eller bruk av egne OMF som sikkerhet i låneavtaler som for eksempel gjenkjøpsavtaler. OMF-potensialet beregnes av allerede klargjorte utlån og utlån som kan klargjøres for overføring til OMF-foretak, samt ledig sikkerhetsmasse i OMF-foretaket. I det innenlandske stress-scenariet er effekten av boligprisfall hensyntatt i beregningen av OMF-potensialet.

Det er også en rekke andre tiltak en bank kan tenkes å benytte i en situasjon der den har behov for ekstra likviditet. Dette inkluderer blant annet å redusere utlånsveksten og å justere/reprise innskudds- og utlånsrenter og vilkår. Disse øvrige tiltakene er imidlertid ikke kvantifisert i modellen.

Feedback-effekter

I et markedsstress som rammer flere banker, vil utslaget for én bank avhenge av hvordan de andre bankene rammes og av hvilke tiltak de iverksetter. Dette er i modellen kalt feedback-effekter. For eksempel påvirkes prisen på eiendeler og risikopåslaget på finansieringen ved uro i markedene. Hvis mange banker ønsker å realisere sin likviditetsbuffer på samme tid for å møte uroen, kan

man få såkalte "brannsalg", og prisen på eiendeler og risikopåslaget på finansieringen vil kunne påvirkes ytterligere. Utnyttelse av OMF-potensialet kan også ha feedback-effekter til prisen og risikopåslaget på OMF. Bedring/reprising av innskuddsvilkår vil kunne redusere innskuddsbortfallet for den enkelte bank, men virkningen vil avhenge av hva andre banker gjør. Det samme gjelder økte priser på utlån, som isolert sett vil gi økte inntekter og redusert behov for refinansiering. Lavere utlånsvekst vil isolert sett redusere refinansieringsbehovet for den enkelte bank, men kan gi feedback-effekter i form av lavere aktivitet i realøkonomien, lavere boligpriser og økte tap. Slike feedback-effekter er ikke kvantifisert i modellen, men kan være viktige og må tas med i en vurdering av likviditetssituasjonen i bankene.

Stressfaktorer

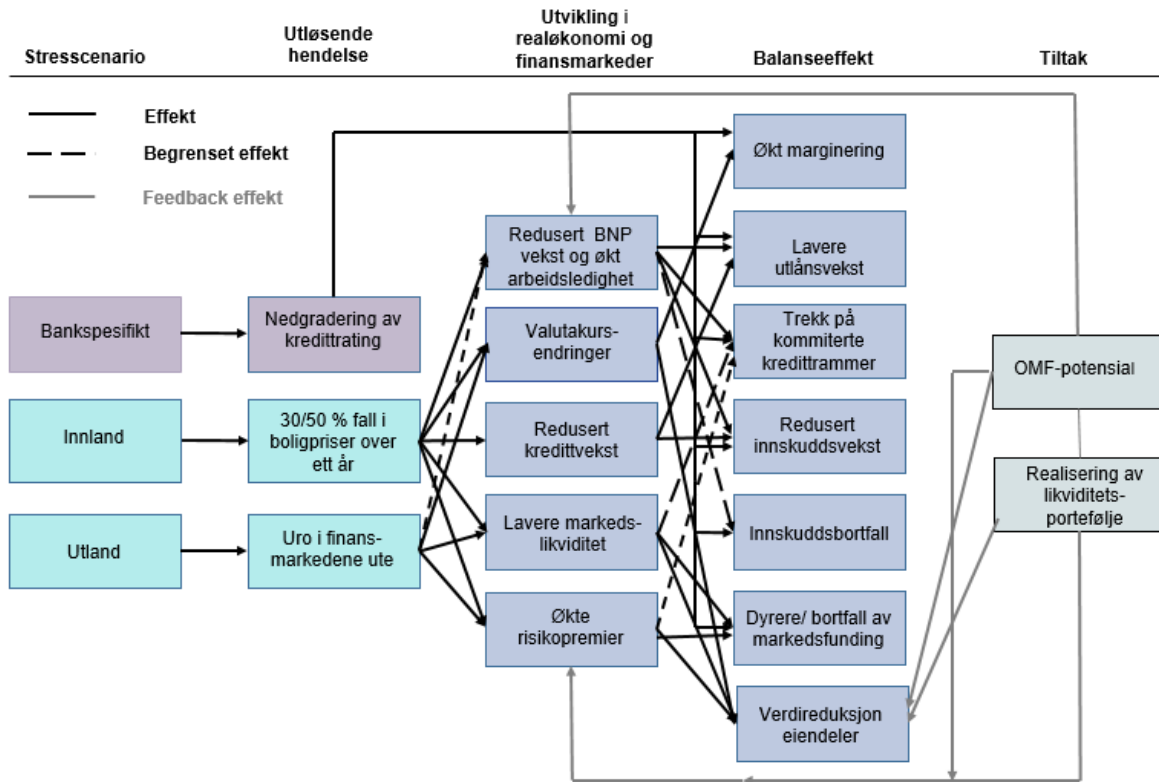
Stressfaktorene og de øvrige forutsetningene som er benyttet i modellen, er fastsatt med utgangspunkt i stresstester fra IMF, ECB og andre tilsynsmyndigheter, LCR, evalueringer av bankenes egne stresstester og litteratur på området. Stressfaktorene som tillegges de enkelte inn- og utbetalingene, gjelder som hovedregel for en 30-dagers periode. Unntaket er utlåns- og innskuddsveksten, som beregnes på årsbasis.

Det antas avtagende stress i kontantstrømmen gjennom perioden. Beregningene gjennomføres for fire tidspunkt: 30 dager, 90 dager, 180 dager og 360 dager. Stressfaktoren som benyttes for de 30 første dagene, legges også til grunn for de neste 60 dagene (fra dag 30 til dag 90). Etter 90 dager antas det at stresset har roet seg, og stressfaktoren er derfor 0 i den resterende perioden. Stressfaktorene og forutsetningene må, som nevnt, tolkes som forventet stressfaktor for én bank isolert sett, og ikke en forventet effekt dersom alle bankene påvirkes samtidig.

Scenarier

Rammeverket har tre hovedscenarier; bankspesifikt stress, innenlands markedsstress og utenlandsk markedsstress, se figur II.1. Markedsstressene deles også inn i et mildt og et sterkt stress. For hvert av de tre hovedscenariene tar modellen utgangspunkt i en utløsende hendelse som gir direkte og indirekte

II.1 Stresstestmodell



Kilder: Norges Bank og Finanstilsynet

balanseeffekter hos banken. Effektene som følger av utviklingen i realøkonomi og finansmarkeder, er i tråd med makroszenariet i Norges Banks stresstest (Finansiell stabilitet 2017).

HVORDAN VIL NORSKE BANKER KLARE SEG I ET NYTT STRESS I UTENLANDSKE FINANSMARKEDER?

Uro i internasjonale finansmarkeder, slik vi så under finanskrisen for 10 år siden, er fortsatt en relevant og viktig risikofaktor. Faren for ytterligere handelsrestriksjoner, raskere og større renteøkning enn markedsaktørene forventer og økte risikopremier er faktorer som kan utløse uro i finansmarkedene, se kapittel 2 for ytterligere omtale av risikobildet.

Beskrivelse av scenarioet

Uro i utenlandske finansmarkeder illustreres i modellen ved økte risikopåslag, redusert markedslikviditet og svekket kronekurs. Både prisen og tilgangen på markedsfinansiering påvirkes. I det milde

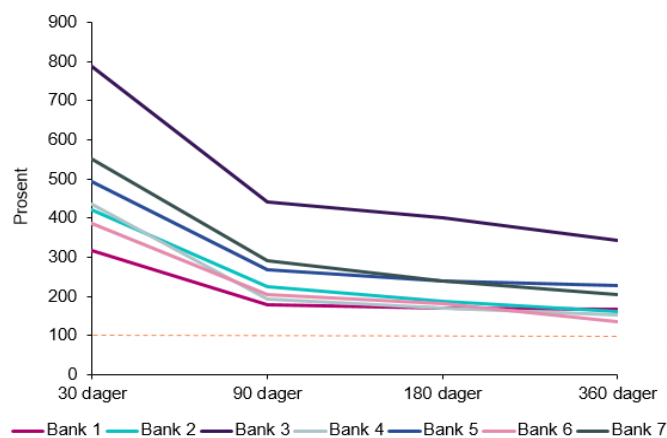
stresset antas det at banken får refinansiert halvparten av forfallene av usikret finansiering og 70 prosent av sikret finansiering. I det sterke stresset faller bankens tilgang på markedsfinansiering helt bort.

Når det gjelder trekkfasiliteter, antas det moderate trekk på kredittrammer. Innenlandske kunder antas ikke å trekke mer enn vanlig, mens utenlandske kunder kan tenkes å trekke noe mer dersom uroen i utlandet får realøkonomiske effekter i deres hjemland. Uro i interbankmarkedet antas å føre til økte trekk fra kredittinstitusjoner.

Innskudd i en norsk bank antas i utgangspunktet å være mindre påvirket i et utenlandsk stress, men det antas noe innskuddsbortfall fra større foretak og andre kredittinstitusjoner som påvirkes av uroen ute og har behov for likviditet. I det sterke stresset antas det at banken kan oppleve noe innskuddsbortfall også fra andre kundegrupper enn store foretak og kredittinstitusjoner som følge av svekket tillit til banksystemet som helhet.

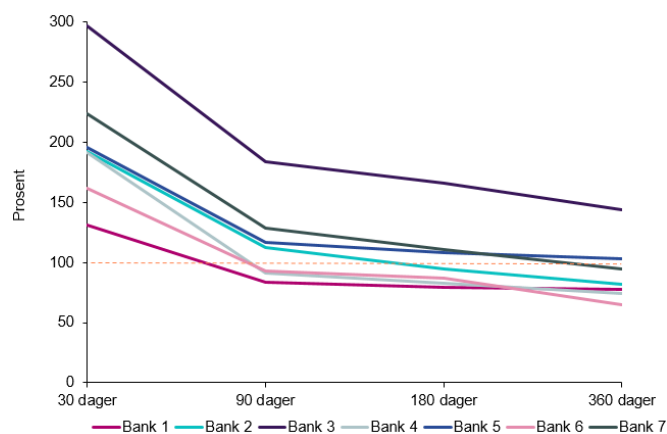
TEMA II: LIKVIDITETSSTRESSTEST AV BANKER

II.2 Likviditetsdekning, mildt stress



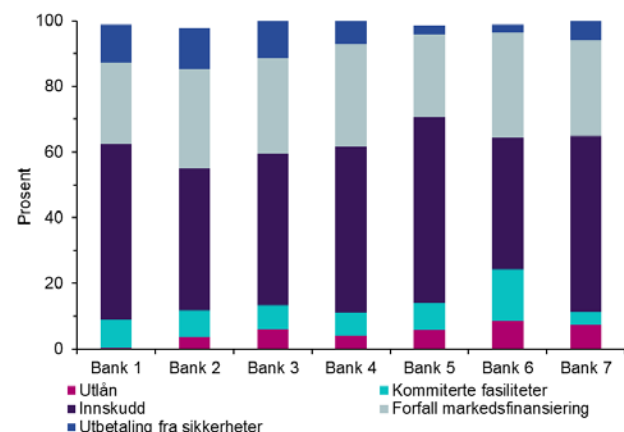
Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

II.3 Likviditetsdekning, sterkt stress



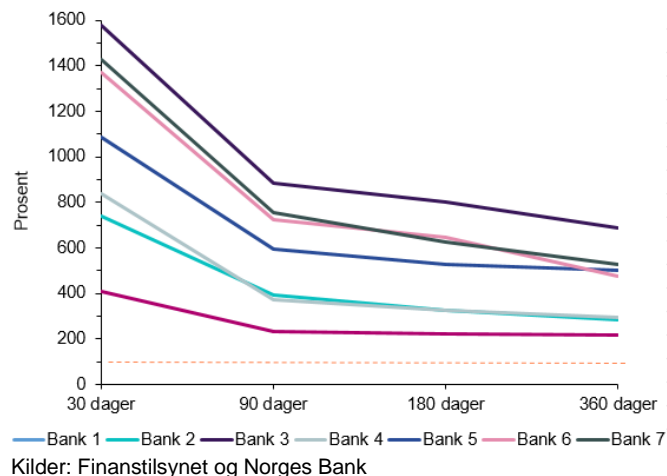
Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

II.4 Fordeling av nettokontantstrøm (etter 360 dager)



Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

II.5 Likviditetsdekning inkl. OMF-potensialet mildt stress



Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

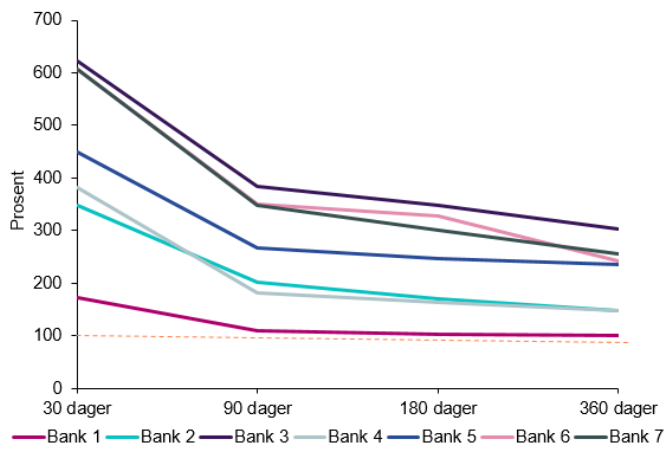
Stor volatilitet i markedet fører til at bankene må stille ekstra sikkerheter i eksisterende derivatavtaler. Økte risikopremier og lavere markedslikviditet øker risikoen for store prisbevegelser ved nedslag av likviditetsporteføljen.

Det antas et verdifall på eiendeler i likviditetsbufferen på mellom 0 (statspapirer) og 25 prosent (ikke LCR-godkjente verdipapirer) i det milde markedsstresset. I det sterke markedsstresset antas et verdifall på eiendeler i likviditetsbufferen på mellom 5 og 50 prosent.

Resultater

I det milde stresset har alle bankene en likviditetsdekning over 100 prosent i hele stressperioden, se figur II.2. Likviditetsdekningen er definert som utvidet likviditetsbuffer i prosent av finansieringsbehov. Likviditetsbufferen består av LCR-godkjente verdipapirer, samt øvrige tilgjengelige verdipapirer og innskudd i andre banker (ekskl. konserninterne innskudd). I de ulike stress-scenariene avkortes verdien av de ulike elementene i likviditetsbufferen basert på antagelser om redusert markedsverdi. Bankens finansieringsbehov er summen av bankens kontantstrømmer i de ulike stress-scenariene.

I det sterke stresset har kun to av bankene en likviditetsdekning over 100 prosent for en

II.6 Likviditetsdekning inkl. OMF-potensialet, sterkt stress

Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

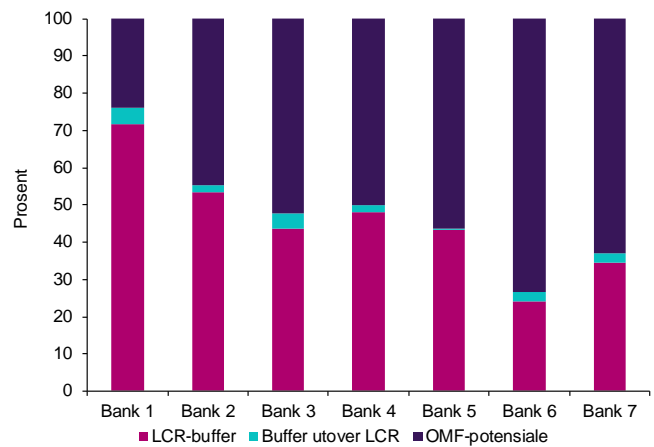
stressperiode på 360 dager. Av de øvrige bankene, har én bank en likviditetsdekning over 100 prosent i 180 dager, én bank har en likviditetsdekning over 100 prosent i 90 dager, mens de resterende tre bankene har en likviditetsdekning over 100 prosent kun for en stressperiode på 30 dager, se figur II.3.

Innskuddsbortfall er den faktoren som påvirker nettokontantstrømmen i stresset mest, men forfall av markedsfinansiering utgjør også en stor andel, se figur II.4. Hvor godt den enkelte banken klarer seg gjennom stressperioden, påvirkes derfor i stor grad av andelen innskudd, sammensetning av innskuddene, og hvor stor andel markedsfinansiering med forfall innen ett år banken har.

Legges det til grunn at den enkelte banken kan utnytte OMF-potensialet som ligger i den ledige sikkerhetsmassen i hel- eller deleid kredittforetak, samt eventuelle utlån på egen balanse som kan overføres til OMF-foretak, har alle de syv bankene en likviditetsdekning over 100 prosent for en stressperiode på ett år både i det milde og sterke stresset, se figur II.5 og II.6.

Stor avhengighet av OMF

Potensialet for utstedelse av nye OMF direkte i markedet eller benyttelse av egne OMF som sikkerhet i låneavtaler, for eksempel gjennom gjenkjøpsavtaler, utgjør en stor andel av likviditetsbufferen for mange

II.7 Sammensetningen av likviditetsbufferen

Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

av bankene, se figur II.7. Fem av syv banker er avhengige av å bruke dette potensialet for å ha en likviditetsdekning over 100 prosent for en stressperiode på ett år. OMF utgjør også en stor andel av bankenes øvrige likviditetsbuffer (LCR-buffer og buffer utover LCR). Dette gjør at avhengigheten av OMF er enda større enn det som her omtales som OMF-potensialet.

OMF anses som en stabil finansieringskilde med lavere volatilitet enn øvrig markedsfinansiering. Som nevnt i kapittel 3, har OMF i etterkant av finanskrisen gitt bankene mer stabil finansiering med lengre løpetid til gunstige priser. OMF-markedet har imidlertid ikke blitt utsatt for en alvorlig krise. Dette gjelder både mulighetene for utstedelse av nye OMF og omsetning av OMF i andrehåndsmarkedet. Under finanskrisen i 2008 ble OMF i hovedsak benyttet i bytteordningen, der myndighetene tilbød bankene å bytte sine OMF mot mer likvide statspapirer.

Den store avhengigheten av OMF utgjør, som nevnt i kapittel 3, en mulig systemrisiko. Et stort nedslag av OMF i likviditetsporteføljen fra flere banker på samme tid vil kunne påvirke både mulighetene for bankene til å få solgt sine OMF, prisen på OMF, og mulighetene for og påslagene på utstedelse av nye OMF.

TEMA III: VAREHANDELSNÆRINGEN

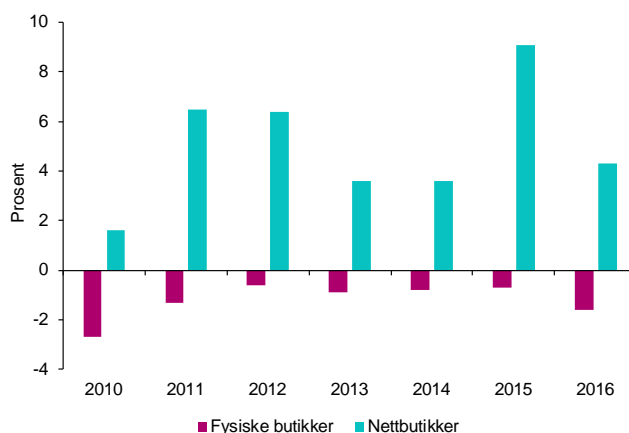
Varehandelsnæringen har stor betydning for norsk økonomi og sysselsetting. Næringen preges av strukturelle endringer, og særlig netthandel har bidratt til skjerpet konkurranse. Konkursfrekvens og gjeldsvektet misligholds sannsynlighet i varehandelsnæringen har økt det siste året, og er høyere enn i mange andre næringer. Nivåene er imidlertid lave historisk sett. Virksomhetene i varehandelsnæringen har lite rentebærende gjeld i forhold til omsetning og eiendeler. Det har bidratt til at bankenes tap på utlån til varehandelsnæringen ikke har vært større enn i mange andre næringer, til tross for høyere konkursfrekvens og misligholds sannsynligheter. Norske banker har begrenset eksponering mot varehandelsnæringen. Negativ økonomisk utvikling i denne næringen kan imidlertid føre til gjeldbetjeningsproblemer i andre næringer, spesielt næringsseidom, ettersom varehandelsvirksomheter er viktige leietakere.

STRUKTURELLE UTFORDRINGER GENERELT OM VAREHANDELSNÆRINGEN

Varehandelsnæringen (heretter omtalt som varehandelen) er en bredt sammensatt næring som omfatter alt fra store grossister og varehandelskjeder til små lokale butikker. Varehandelen i Norge kan stå overfor betydelige strukturelle endringer. Ifølge Virke, hovedorganisasjonen for tjenestenæringene, vil norsk handel endre seg mer i de neste ti årene enn i den foregående tiårsperioden. Dette skyldes hovedsakelig tre faktorer som forsterker hverandre; teknologisk utvikling (digitalisering og endret forbrukeratferd), demografi og urbanisering og strengere miljøkrav.

Norsk varehandel har allerede vært gjennom en betydelig omstilling, og det er gjort store investeringer i teknologi. Dette har imidlertid så langt i hovedsak vært innenfor engros- og leverandørsegmentet. Endret forbrukeratferd er en viktig driver for endringer i handelen. Forbrukerne kan i de fleste tilfeller søke informasjon på internett om produkter og pris og

III.1 Vekst i antall fysiske butikker og nettbutikker



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Virke Analyser

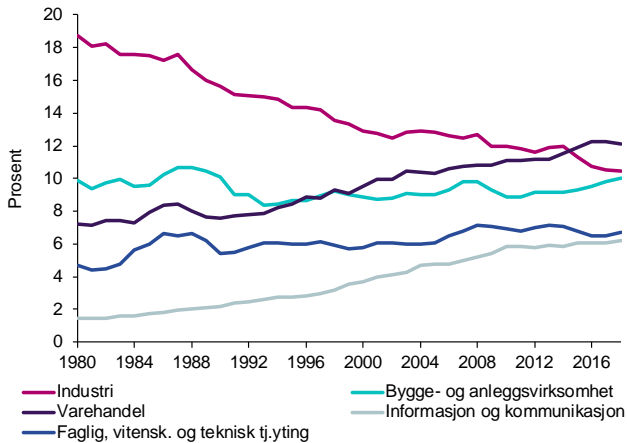
velge handelskanal. Dette øker konkurransen i næringen, som er til fordel for forbrukerne. Virke påpeker at konkurransen øker også mellom fysiske butikker og mellom nettbutikker. Et annet trekk er at stadig flere virksomheter med fysiske butikker tilbyr handel over nett. Samtidig utsettes varehandelsforetakene i stadig sterkere grad for konkurranse fra internasjonale nettselskaper og digitale plattformer.

Rundt 80 prosent av handelen i Norge foregår fortsatt i fysiske butikker, mens resten er fordelt på netthandel, grensehandel og annen fysisk handel i utlandet. Netthandel har fortsatt begrenset omfang, men øker raskt. Antall nettbutikker øker kraftig, mens antall fysiske butikker har falt i flere år, se figur III.1.

Varehandelen påvirkes også av demografiske endringer. Til tross for vekst i den samlede befolkningen, avtar folketallet i mange kommuner. Andelen pensjonister i befolkningen stiger, antall personer per husholdning avtar, og sentraliseringen øker. For varehandelen kan det gi færre fysiske butikker i distriktene og større butikker i og rundt byer og regionsentre der kundegrunnet øker. De demografiske endringene vil trolig ha betydning for kjøpsvaner og produktetterspørsel.

Økte miljøkrav fra myndighetene og mer miljøbevisste forbrukere vil kunne påvirke strukturen i varehandelen i årene framover. Dette kan føre til

III.2 Bruttoprodukt i de største næringene.* Prosent av bruttoprodukt for ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. 1980–2018 (første halvår)



*Bruttoprodukt viser verdiskaping og opptjent bruttoinntekt fra innenlandsk produktionsaktivitet, avledet og definert som produksjon minus produktinnsats. Se Statistisk sentralbyrå for nærmere definisjon. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

omlegging fra "bruk og kast"-produkter til en mer "sirkulær økonomi", med høy grad av gjenvinning, gjenbruk og varereparasjon.

VAREHANDELENS BETYDNING FOR NORSK ØKONOMI

Husholdningenes forbruk utgjør den største etter-spørselskomponenten i fastlandsøkonomien, og har de siste ti årene tilsvart om lag 50 prosent av BNP for Fastlands-Norge, mens det på 1990-tallet var om lag 55 prosent. Forbruket har økt betydelig de siste tretti årene, og er i dag mer enn dobbelt så høyt som i 1990. Husholdningenes forbruk kan deles inn i vare- og tjenestekonsum innenlands og konsum i utlandet. I tillegg påvirkes norsk næringsliv av utlendingers konsum i Norge. For varehandelen er det varekonsumet som har størst betydning. Varekonsumet utgjorde over halvparten av husholdningenes forbruk fram til 2013, men har avtatt gradvis fra 2000. De siste fem årene har tjenestekonsumet vært større, og i 2017 utgjorde norske husholdningers varekonsum og tjenestekonsum i Norge henholdsvis 46 og 49 prosent av totalt konsum. Nordmenns konsum i utlandet har også økt kraftig i perioden, og sto for 9 prosent av forbruket i 2017. Utlendingers kjøp i Norge har holdt seg stabilt rundt 3 prosent av forbruket i hele

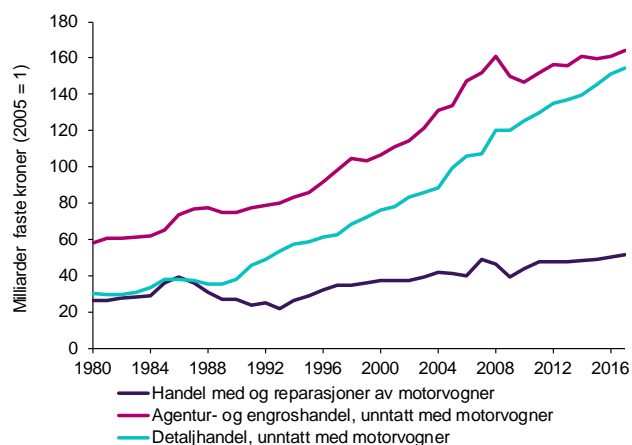
perioden. (Andelen regnes ikke som norsk konsum i nasjonalregnskapet).

Varehandelen har vært påvirket av den sterke veksten i norsk økonomi siden begynnelsen av 1990-tallet. Både husholdningenes disponible inntekt og konsum har steget kraftig i denne perioden. Sterk vekst i varekonsumet har lagt grunnlag for god inntjening i tradisjonell varehandel til tross for konkurranse fra nettbaserte butikker i Norge og utlandet og økt direkte handel i utlandet. Varehandelens andel av samlet verdiskaping i Fastlands-Norge har økt siden begynnelsen av 1990-tallet, se figur III.2. I 2015 passerte varehandelen industrien som den største næringen målt ved bruttoprodukt. Investeringene i varehandelen har likevel vært forholdsvis beskjedne, noe som reflekterer at svært mange bedrifter i varehandelen leier de lokalene de benytter. I 2017 utgjorde investeringene i varehandelen kun 0,7 prosent av de samlede næringsinvesteringene i Fastlands-Norge. Selv om varehandelen har liten direkte betydning for investeringsetterspørselen i Norge, har næringen stor betydning for private investeringer i fastlandsøkonomien gjennom etterspørsel etter lager- og forretningslokaler.

Husholdningenes forbruk falt noe under finanskrisen. Dette medførte at også bruttoproduktet i varehandelen falt, men mindre enn i mange andre næringer. Varehandelen ble også samlet sett i liten grad påvirket av oljeprisnedgangen og konjunkturtilbakeslaget i 2014–2016. I enkelte av de områdene i Norge som ble sterkest rammet, som for eksempel Rogaland, ble imidlertid deler av varehandelen negativt påvirket.

Under bankkrisen på slutten av 1980- og begynnelsen av 1990-tallet falt bruttoproduktet i varehandelen kraftig. Dette må ses i lys av nedgangskonjunkturen som utløste krisen. Husholdningenes forbruk falt med nær 4 prosent fra 1986 til 1989, mens varekonsumet falt med hele 11 prosent. Samtidig økte tjenestekonsumet med over 7 prosent. Utviklingen under bankkrisen viser at lønnsomheten i varehandelen svekkes i alvorlige og langvarige nedgangskon-

III.3 Bruttoprodukt i varehandelen*



*Bruttoproduktet for de tre delsegmentene er kun tilgjengelig fram til 2016. Delsegmentenes bruttoprodukt for 2017 er framskrevet av Finanstilsynet med samme prosentvise endring som for varehandelen samlet dette året. Kilde: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

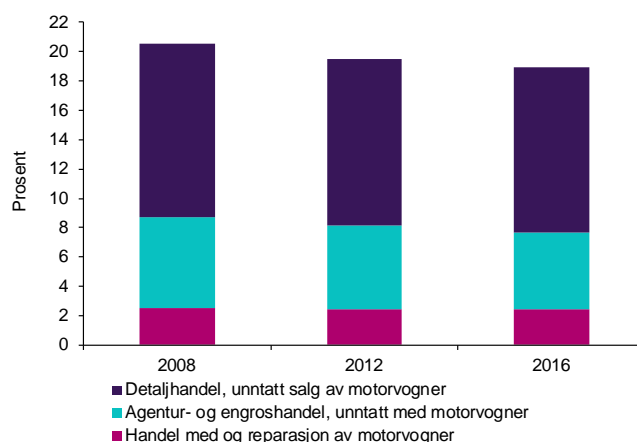
junkturner. Årene rundt bankkrisen er den eneste lengre perioden med svak økonomisk vekst i Norge etter andre verdenskrig.

Varehandelen består av mange delsegmenter. Denne analysen tar utgangspunkt i en av inndelingene Statistisk sentralbyrå bruker i sin statistikk: (i) Handel med og reparasjoner av motorvogner, (ii) Agentur- og engroshandel, unntatt med motorvogner og (iii) Detaljhandel, unntatt med motorvogner. Det er ofte den samme varen som handles i grossist- og detaljistleddet, og selskapene i de to leddene kan ha samme eiere.

Målt ved bruttoprodukt har 'Detaljhandel', herunder de store dagligvarekjedene, hatt sterkest vekst siden begynnelsen av 1990-tallet, se figur III.3. Variasjonen i produksjon over tid har også vært mindre enn for de to andre delsegmentene. 'Handel med og reparasjoner av motorvogner' (bilimportører, bilforhandlere og bilverksteder) ble hardere rammet enn de fleste næringer under bankkrisen, og har på langt nær vokst så mye som 'Detaljhandel' og 'Agentur- og engroshandel'.

⁵⁰ Dersom annet ikke er nevnt, inkluderer utvalget i denne delen av analysen norskregistrerte aksjeselskap og samvirkeleg. Andre virksomhetstyper, som for eksempel selvstendig næringsdrivende, er ikke inkludert. Tilnærmet alle aksjeselskap og samvirkeleg som har levert årsregnskap er med i utvalget.

III.4 Sysselsettingsandel i varehandelen. Prosent av totalt antall sysselsatte unntatt offentlig forvaltning



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Ved utgangen av 2016 var 385 000 personer ansatt i varehandelen. Det utgjorde 18,9 prosent av antall sysselsatte utenom offentlig forvaltning, mot 20,6 prosent i 2008, se figur III.4. Til tross for nedgangen er varehandelen fortsatt den næringen i Norge som sysselsetter flest, etterfulgt av 'Bygg og anlegg' (11,6 prosent) og 'Industri' (10,1 prosent).

Det er 'Detaljhandel' som står for flest sysselsatte i 'Varehandel'. Sysselsettingsandelen i 'Detaljhandel' og 'Agentur- og engroshandel' har falt siden 2008, mens andelen har vært stabil i 'Handel med og reparasjon av motorvogner'.

DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I VAREHANDELEN⁵⁰

Flere virksomheter i varehandelen har hatt store økonomiske utfordringer de siste årene. Mange butikkjeder har gått konkurs, blitt avviklet eller hatt alvorlige økonomiske problemer. Omsetningen i 'Detaljhandel' og 'Agentur- og engroshandel' falt marginalt fra 2016 til 2017, og det ser ut som den vil falle også i 2018. Konkursfrekvensen⁵¹ i varehandelen har økt så langt i 2018, men er fortsatt på et forholdsvis lavt nivå historisk sett, se nærmere omtale i ramme.

⁵¹ Antall konkurser i prosent av antall virksomheter.

INNTJENING FRA DRIFTEN OG DRIFTSMARGIN⁵²

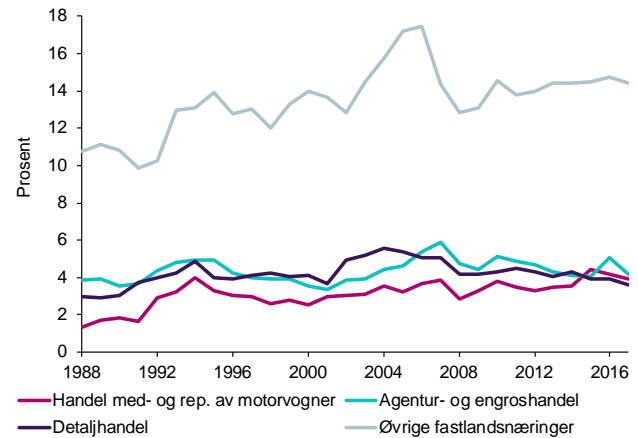
Over tid må inntjeningen fra driften som minimum dekke renter og avdrag på gjeld, nødvendig egenfinansiering av nye investeringer, deler av et eventuelt økt driftskapitalbehov og utbytte til eierne.⁵³ Ettersom det er vanskelig å kvantifisere disse postene kun på bakgrunn av informasjon fra årsregnskapene, er det også vanskelig å fastsette hva som er et tilfredsstillende nivå på driftsmarginen. Det er følgelig lite hensiktsmessig å sammenligne nivåene på driftsmarginen i ulike næringer. Foretak innen varehandelen kan i gjennomsnitt klare seg med forholdsvis lav driftsmargin fordi virksomhetene ofte har relativt lite rentebærende gjeld i forhold til driftsinntjening, mens foretak i enkelte andre næringer er avhengige av høy driftsmargin fordi de har mye rentebærende gjeld (se avsnittet om gjeld nedenfor).

Driftsmarginen falt i alle tre delsegmenter i varehandelen i 2017, se figur III.5. Til tross for svekkelsen, var driftsmarginene høyere enn det historiske gjennomsnittet for perioden 1988–2017. Varelagrene og kundefordringene har siden begynnelsen av 1990-tallet falt som andel av omsetningen i alle delsegmentene. Det indikerer at driftsprosessen i varehandelen har blitt mer effektiv. Effektiviseringen skyldes trolig blant annet innføring av bedre lager- og logistikksystemer. Høyere effektivitet innebærer, andre forhold like, at virksomhetene kan klare seg med lavere driftsmargin.

Under finanskrisen for ti år siden svekket driftsmarginen seg i alle hovednæringer. I de fleste næringer var svekkelsen sterk, men kortvarig. 'Detaljhandel' ble mindre berørt av svekkede driftsmarginer enn de fleste andre næringer. Én årsak er at en stor del av omsetningen i 'Detaljhandel' er i dagligvarebutikker og at kjøp av dagligvarer vanligvis

⁵² Inntjening fra driften (driftsinntjening) er definert som omsetning minus varekostnader, lønnskostnader og andre driftsrelaterte kostnader (eksklusive av- og nedskrivninger). Driftsmargin er lik driftsinntjening i prosent av omsetning. Enkelte selskaper bokfører investeringer under andre driftskostnader. Det bidrar til å redusere driftsmarginen.

III.5 Driftsmargin. Norskregistrerte ikke-finansielle aksjeselskap og samvirkelag



Kilde: Finanstilsynet

er mindre følsomt for konjunktursvingninger enn mange andre konsumvarer.

Midtobservasjonen (medianen) for driftsmarginen har i etterkant av finanskrisen i hovedtrekk fulgt utviklingen i det vektete gjennomsnittet for de tre delsegmentene av varehandelen. For 'Detaljhandel' er imidlertid vektet gjennomsnittlig driftsmargin betydelig høyere enn midtobservasjonen. Det indikerer at de store detaljhandelskjedene har høyere driftsmargin enn mindre detaljister.

Driftsmarginen i varehandelen påvirkes av utviklingen i etterspørsel, konkurranse og kostnadsnivå. I den delen av varehandelen som kjøper inn varer fra utlandet, vil driftsmarginen også påvirkes av valutakursendringer. Innkjøpte varer handles vanligvis i utenlandsk valuta, mens omsetningen i varehandelen vanligvis er i norske kroner. Mange virksomheter i varehandelen sikrer seg mot endringer i valutakursene for en viss tid framover.

Det er store forskjeller i driftsmarginen både mellom og innad i næringene, se figur III.6. I varehandelen har

⁵³ Enkelte selskaper kan ha betydelige inntekter og kostnader fra verdipapirer og andre finansposter. Dette er poster som ofte svinger mye i verdi. Mange av postene involverer ikke en kontantstrøm, men er kun regnskapsmessige opp- eller nedskrivninger. En *realisert* gevinst ved salg av finansielle eiendeler kan medføre en kontantstrøm. Slike gevinster er ofte basert på engangshendelser og medfører at selskapet selger deler av sin kontantgenererende virksomhet. Nettoinntekter fra finansposter kan i utgangspunktet ikke legges til grunn som en langsiktig kilde til kontantinntjening.

TEMA III: VAREHANDELSNÆRINGEN

halvparten av aksjeselskapene en driftsmargin mellom 10 prosent og -1 prosent, mens 90 prosent av selskapene har en driftsmargin mellom 22 prosent og -15 prosent. 'Varehandel' er den næringen etter 'Overnatting og servering' som har størst andel foretak med negativ driftsmargin. Spredningen i driftsmarginen er forholdsvis lik i de tre delsegmentene av varehandelen (ikke vist i figur).

EGENKAPITALAVKASTNING

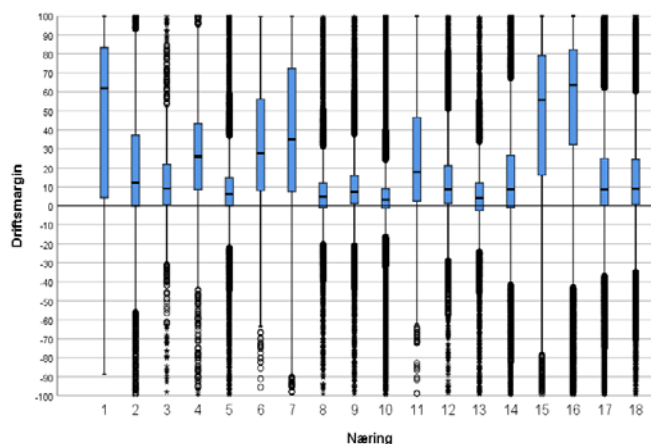
Egenkapitalavkastningen⁵⁴ i de tre delsegmentene i varehandelen har i etterkant av bankkrisen vært betydelig høyere enn i de øvrige fastlandsnæringene samlet, se figur III.7. I perioden 1993–2017 var den årlige gjennomsnittlige egenkapitalavkastningen i 'Handel med og reparasjoner av motorvogner', 'Agentur- og engroshandel' og 'Detaljhandel' henholdsvis 19, 16 og 14 prosent, mot 10 prosent i de øvrige fastlandsnæringene. Én forklaring er at den bokførte egenkapitalandelen i varehandelen har vært noe lavere enn i de øvrige fastlandsnæringene. Egenkapitalandelen, slik den her måles, har siden begynnelsen av 2000-tallet økt i nesten samtlige næringer.⁵⁵ Ett av unntakene er 'Handel med og reparasjoner av motorvogner', hvor egenkapitalandelen er om lag uendret.

I 2017 falt egenkapitalavkastningen i alle de tre delsegmentene. Årsresultatet målt i kroner falt med rundt 20 prosent fra 2016 til 2017 i både 'Agentur- og engroshandel' og 'Detaljhandel', mens det var om lag uendret i 'Handel med og reparasjoner av motorvogner'. Egenkapitalen (nevneren i egenkapitalavkastningen) økte i alle delsegmentene. Egenkapitalavkastningen i de øvrige fastlandsnæringene samlet økte kraftig i 2017. Tjenesteyting var den eneste av de øvrige fastlandsnæringene som hadde negativ utvikling i egenkapitalavkastningen i 2017.

⁵⁴ Resultat etter skatt i prosent av bokført egenkapital.

⁵⁵ Tallene er basert på ikke-konsoliderte selskapsregnskaper, hvor blant annet krysseiendring ikke er eliminert. Krysseiendring kan bidra til å overvurdere egenkapitalandelen. Den bokførte egenkapitalandelen til et utvalg varehandelskonsern (hvor krysseiendring i stor grad er eliminert) har også økt de siste årene. Nivået er likevel langt lavere enn for de ikke-konsoliderte selskapsregnskapene (33 prosent i konsernregnskapene mot 47

III.6 Spredning i driftsmarginen. Utvalgte næringer. Norskregistrerte ikke-finansielle aksjeselskap og samvirkelag. 2017

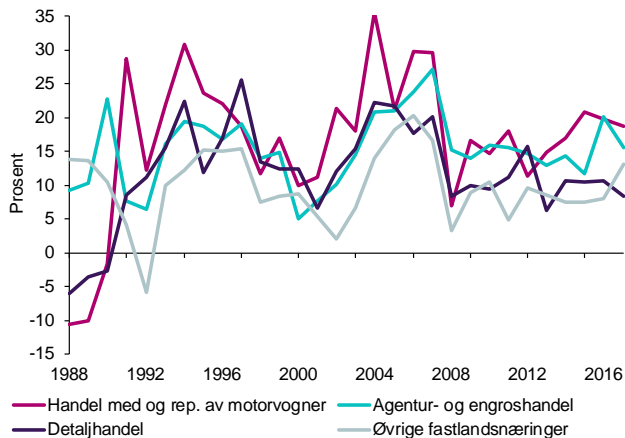


- 1 Utvinning av olje og gass
- 2 Oljerelaterte næringer
- 3 Jord- og skogbruk
- 4 Fiske og fangst (inkludert oppdrett)
- 5 Industri og bergverk
- 6 El- og vannforsyning
- 7 Utvikling av byggeprosjekter
- 8 Oppføring av bygninger
- 9 Anleggsvirksomhet
- 10 Varehandel
- 11 Sjøfart (eksklusive oljesupply)
- 12 Land- og luftbasert transport
- 13 Overnatting og servering
- 14 Informasjon og kommunikasjon
- 15 Kjøp og salg av eiendom
- 16 Utleie og drift av eiendom
- 17 Privat tjenesteyting
- 18 Undervisning, helse og kultur

Den blå søylen inneholder halvparten av observasjonene i utvalget. De vertikale, tynne linjene som begynner henholdsvis øverst og nederst på den blå søylen, viser øvre og nedre kvartil, mens de tykke delene øverst og nederst på linjene viser de 5 prosentene av selskapene som har hhv. høyest og lavest driftsmargin. Driftsmarginer hhv. høyere enn 100 prosent og lavere enn -100 prosent er utelatt. Den horisontale linjen i figuren viser midtobservasjonen (median). Kilde: Finanstilsynet

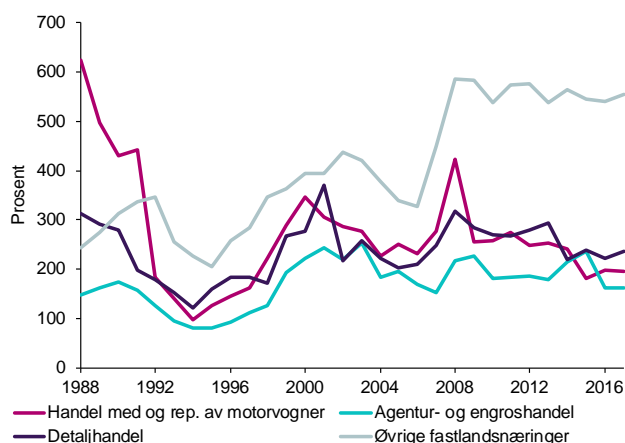
prosent i de ikke-konsoliderte selskapsregnskapene). De to utvalgene er ikke identiske, og sammenligninger må derfor tas med forbehold. Blant annet inkluderer konsernutvalget datterselskap i andre næringer enn varehandelen og datterselskap i utlandet. Videre er det hovedsakelig store selskap som avgir konsernregnskap. Utviklingen i betydelige deler av "underskogen" av varehandelselskap fanges derfor ikke opp i konserntallene.

III.7 Egenkapitalavkastning. Norskregistrerte ikke-finansielle aksjeselskap og samvirkeleg



Kilde: Finanstilsynet

III.8 Rentebærende gjeld i prosent av driftsinntjening. Norskregistrerte ikke-finansielle aksjeselskap og samvirkeleg



Kilde: Finanstilsynet

GJELD

Varehandelen har forholdsvis lite rentebærende gjeld i forhold til fysiske eiendeler og driftsinntjening, se figur III.8.⁵⁶ Én årsak er at mange virksomheter i varehandelen leier lokalene sine, enten fra eiendomsselskaper innenfor samme konsern eller av eksterne eiendomsselskaper. Det betyr at mange virksomheter i varehandelen ikke trenger å ta opp

⁵⁶ Rentebærende gjeld er her definert som gjeld til kredittinstitusjoner og sertifikat- og obligasjonsgjeld. Fysiske eiendeler er i hovedsak varelager, kundefordringer, lagerbygg, butikklokaler, eiendom og lager-/logistikksystemer. Det er mer hensiktsmessig å se den rentebærende gjelden i forhold til fysiske eiendeler enn i forhold til totale eiendeler, ettersom totale eiendeler inkluderer konserninterne eiendeler som for eksempel eierandeler i datterselskap, fordringer på selskap i samme konsern o.l.

rentebærende gjeld for å finansiere bygg og eiendom. Ofte holder det å lånefinansiere mindre investeringer (lager- og logistikksystemer, o.l.) og ha driftsrelatert kreditt. Varehandelen finansierer seg også i større grad enn mange andre næringer med leverandørgjeld. Det er naturlig ettersom varehandelsvirksomhetene ofte har store varelagre og store og mange vareleveranser. Selv om varehandelsforetakene generelt har relativt lite rentebærende gjeld, kan de være en del av et konsern som har mye rentebærende gjeld.

Ved utgangen av 2017 utgjorde den rentebærende gjelden til aksjeselskapene og samvirkelegene i varehandelen 110 milliarder kroner, som er om lag det samme som før finanskrisen. I mange av de øvrige næringene, spesielt næringseiendom, økte den rentebærende gjelden kraftig i denne perioden. Én årsak til forskjellene er trolig at stadig flere varehandelsforetak leier lokalene sine av eiendomsselskap. Det kan ha redusert varehandelsforetakenes behov for gjeld, men samtidig gitt økt lånebehov i foretak som tilbyr næringseiendom. Den rentebærende gjelden har i etterkant av finanskrisen falt i forhold til driftsinntjeningen i alle delsegmentene i varehandelen, se figur III.8. Det indikerer styrket gjeldsbetjeningsevne. Fallet har vært mer begrenset i de øvrige næringene.

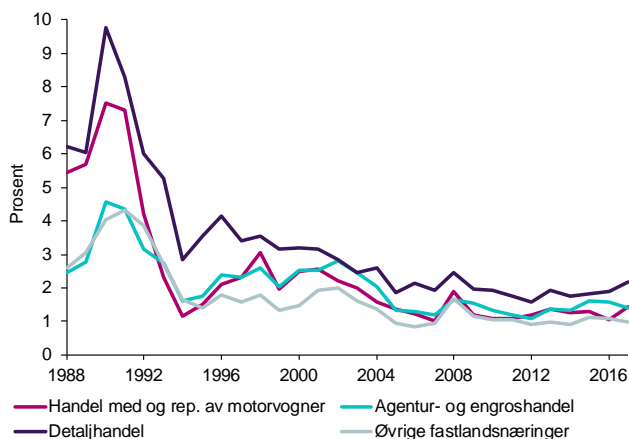
MISLIGHOLDSANNSYNLIGHETER

I Finanstilsynets SEBRA-modell⁵⁷ estimeres sannsynligheter for mislighold som en funksjon av aksjeselskapenes gjeldsbetjeningsevne, likviditet og soliditet. I 2017 økte gjeldsvektet mislighold-sannsynlighet⁵⁸ i 'Handel med og reparasjoner av motorvogner' og 'Detaljhandel', mens den falt marginalt i 'Agentur- og engroshandel', se figur III.9.

⁵⁷ For mer informasjon om SEBRA-modellen, se E. Bernhardsen og K. Larsen, "Modellering av kredittrisiko i foretakssektoren – Videreutvikling av SEBRA-modellen", Penger og Kreditt (Norges Bank), 2/2007 og Bernhardsen, E. og Syversten, B.D., "Stress testing the Enterprise Sector's Bank Debt: A Micro Approach", International Journal of Central Banking, September 2009.

⁵⁸ Summen av misligholdsansynligheten multiplisert med total gjeld for det enkelte selskap, dividert på total gjeld i alle selskap.

III.9 Gjeldsvektet misligholdsanssynlighet (SEBRA-modellen). Norskregistrerte ikke-finansielle aksjeselskap og samvirkelag



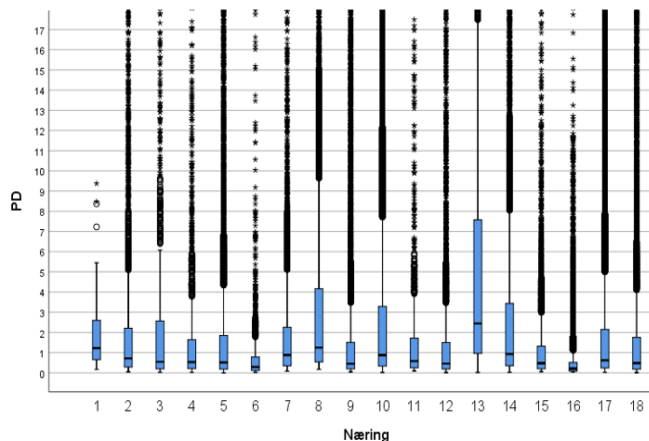
Kilde: Finanstilsynet

Gjeldsvektet misligholdsanssynlighet falt også marginalt i de øvrige næringene samlet sett. Av de øvrige næringene var det i 2017 en marginal økning i gjeldsvektet misligholdsanssynlighet i 'Fiskeoppdrett', 'Industri', 'Overnatting og servering' samt 'Bygg og anlegg', mens det var en reduksjon i de øvrige næringene. Gjeldsvektet misligholdsanssynlighet⁵⁹ var i 2017 lavest i 'Energiforsyning' (0,36 prosent) og 'Næringseiendom' (0,58 prosent). I 'Handel med og reparasjoner av motorvogner' var gjeldsvektet misligholdsanssynlighet 1,42 prosent, i 'Agentur- og engroshandel' 1,40 prosent og i 'Detaljhandel' 2,16 prosent. Misligholdsanssynlighetene er lave historisk sett i samtlige hovednæringer.

Gjeldsvektet misligholdsanssynlighet har i hele perioden 1988–2017 vært høyere i 'Detaljhandel' enn i de øvrige fastlandsnæringene med unntak av 'Overnatting og servering'. I deler av perioden har også 'Fiskeoppdrett' og 'Bygg og anlegg' hatt høyere gjeldsvektet misligholdsanssynlighet enn 'Detaljhandel'. Både 'Detaljhandel', 'Overnatting og servering' og 'Bygg og anlegg' består av mange små virksomheter (små butikker, restauranter, håndverksvirksomheter o.l.) som ofte møter relativt lave inngangsbarrierer

kombinert med sterk konkurranse. Det er derfor ikke unaturlig at disse næringene har høyere gjeldsvektet

III.10 Spredning i misligholdsanssynlighet (SEBRA-modellen). Norskregistrerte ikke-finansielle aksjeselskap og samvirkelag. 2017



- 1 Utvinning av olje og gass
- 2 Oljerelaterte næringer
- 3 Jord- og skogbruk
- 4 Fiske og fangst (inkludert oppdrett)
- 5 Industri og bergverk
- 6 El- og vannforsyning
- 7 Utvikling av byggeprosjekter
- 8 Oppføring av bygninger
- 9 Anleggsvirksomhet
- 10 Varehandel
- 11 Sjøfart (eksklusive oljesupply)
- 12 Land- og luftbasert transport
- 13 Overnatting og servering
- 14 Informasjon og kommunikasjon
- 15 Kjøp og salg av eiendom
- 16 Utleie og drift av eiendom
- 17 Privat tjenesteyting
- 18 Undervisning, helse og kultur

Den blå søylen inneholder halvparten av observasjonene i utvalget. De vertikale, tynne linjene som begynner henholdsvis øverst og nederst på den blå søylen, viser øvre og nedre kvartil, mens de tykke delene øverst og nederst på linjene viser de 5 prosentene av selskapene som har hhv. høyest og lavest misligholdsanssynlighet. Misligholdsanssynligheter høyere enn 18 prosent er utelatt. Den horisontale linjen i figuren viser midtobservasjonen (median).
Kilde: Finanstilsynet

⁵⁹ Misligholdsanssynlighetene er vektet med total gjeld, ikke bare gjeld til kredittinstitusjoner. En forholdsvis stor andel av gjeldsvektet misligholdsanssynlighet i varehandelen er relatert til leverandørgjeld.

misligholds sannsynlighet enn øvrige næringer. Disse næringene har også hatt høyest konkursfrekvens det siste tiåret, se omtale i ramme. 'Handel med og reparasjoner av motorvogner' og 'Agentur- og engroshandel' har også hatt høyere gjeldsvektet misligholds sannsynlighet enn de øvrige fastlandsnæringene samlet i mesteparten av perioden, men ikke i samme grad som 'Detaljhandel'.

Varehandelen er blant næringene som har størst andel foretak med høy misligholds sannsynlighet, se næring 10, figur III.10. Ett av fire varehandelforetak hadde en misligholds sannsynlighet som var høyere enn 3,2 prosent i 2017, mens 5 prosent av selskapene hadde en misligholds sannsynlighet høyere enn 7,6 prosent.

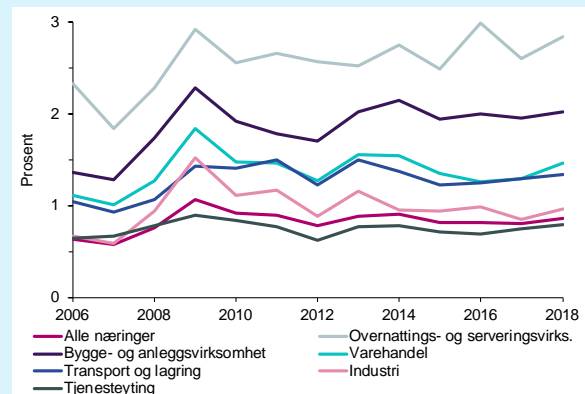
Det er kun 'Overnatting og servering', 'Oppføring av bygninger' og 'Informasjon og kommunikasjon' som har en større andel selskap med høy misligholds sannsynlighet enn det varehandelen har. Det er i første rekke 'Detaljhandel' som bidrar til den store andelen selskap med høy misligholds sannsynlighet i varehandelen, men også 'Agentur- og engroshandel' har en større andel enn de fleste andre næringer (ikke vist i figur). Høy misligholds sannsynlighet er en indikasjon på at selskapet er mindre robust til å møte vanskelige økonomiske tider enn selskap med lav- eller middels misligholds sannsynlighet.

Konkursutviklingen

Det samlede antall konkurser i de tre første kvartalene i 2018 var om lag 12 prosent høyere enn i tilsvarende periode i 2017. Hvis trenden fortsetter i fjerde kvartal, vil antall konkurser i 2018 overstige antallet i finanskriseåret 2009. Målt i prosent av antall virksomheter er konkursfrekvensen lavere enn under finanskrisen, se figur III.A.*

Det er ofte et betydelig tidsetterslep fra et selskap får alvorlige økonomiske problemer til det blir registrert konkurs. En økning i konkursfrekven-

III.A Antall konkurser i prosent av antall virksomheter i den enkelte næring (konkursfrekvens). Totalt og i hovednæringene med høyest konkursfrekvens**

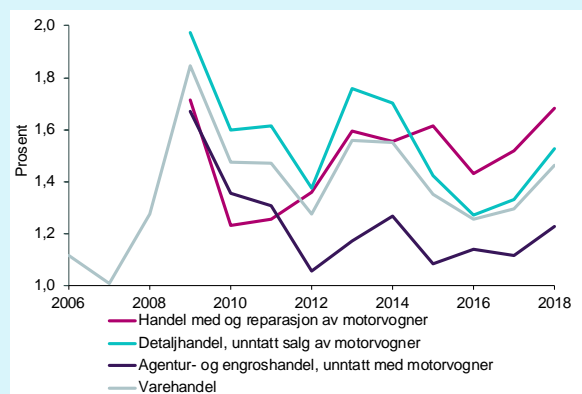


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

sen i 2018 kan være et resultat av en negativ utvikling i 2017 eller enda tidligere. Videre er en stor andel av konkursene i små virksomheter med lite rentebærende gjeld. For virksomheter som har mye rentebærende gjeld, kan det være i långivernes interesse å velge andre løsninger enn konkurs. For eksempel kan hele eller deler av virksomheten overtas av andre foretak på permanent basis eller av banken på midlertidig basis. I en alvorlig og langvarig nedgangskonjunktur kan mulighetene for slike løsninger være begrenset, blant annet fordi det er både tid- og ressurskrevende å gjennomføre mange overtakelser samtidig og fordi aktuelle virksomheter får stadig svakere økonomi og dårligere framtidsutsikter desto lengre nedgangskonjunkturen varer. Det kan bidra til økte konkursfrekvenser.

Det kan være ressurskrevende å gjennomføre en konkursprosess. Mange kreditorer, herunder bankene, gjør derfor ofte en kost-/nyttevurdering av konkursprosessen sammenlignet med andre alternativer. Et svært lavt rentenivå har gjort det forholdsvis billig for kreditorene å holde foretak med betalingsproblemer flytende. Det vil kunne endre seg etter hvert som rentenivået øker.

III.B Antall konkurser i prosent av antall virksomheter i den enkelte næring (konkursfrekvens). Varehandelen



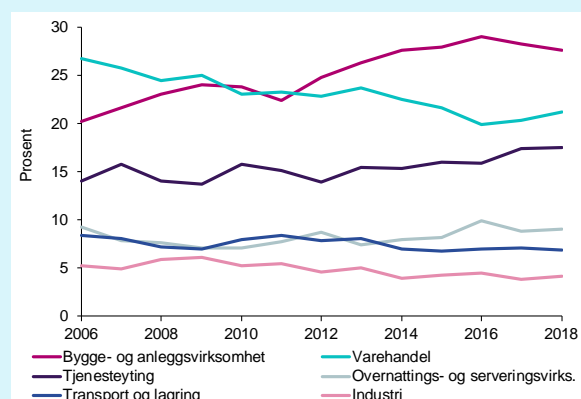
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Konkursfrekvensen har økt det siste året i alle hovednæringer med unntak av 'Omsetning og drift av fast eiendom'. Oppgangen har vært størst innenfor 'Industri' og 'Varehandel', men det er ikke store forskjeller mellom næringene. Konkursfrekvensen har vært høyest i 'Overnattings- og serveringsvirksomhet', etterfulgt av 'Bygge- og anleggsvirksomhet'. Varehandelen er om lag som gjennomsnittet for alle næringer. Konkursfrekvensen har økt i alle delsegmentene av varehandelen i 2018, se figur III.B.

Varehandelens andel av det totale antall konkurser i Norge har falt over flere år, men har økt noe de siste to årene. Andelen er størst i 'Bygge- og anleggsvirksomhet', se figur III.C.

Samlet stod disse to næringene for om lag halvparten av konkursene i 2018. Disse to næringene er også næringene med flest antall virksomheter. 12,5 prosent av det totale antallet virksomheter er i 'Varehandel', mens 11,7 prosent er i 'Bygge- og anleggsvirksomhet'. Den tredje største næringen målt i antall virksomheter er 'Jordbruk, skogbruk og fiske' (11,6 prosent).

III.C Andel av samlet antall konkurser i Norge**



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

*Det foreligger ikke detaljerte tall for antall konkurser før 2006. Finanstilsynets anslag indikerer at konkursfrekvensen under dot.com-krisen (2001–2003) nådde en topp på 2,0–2,5 prosent, mens frekvensen kom opp i 3,5–4,0 prosent under bankkrisen (1988–1992).

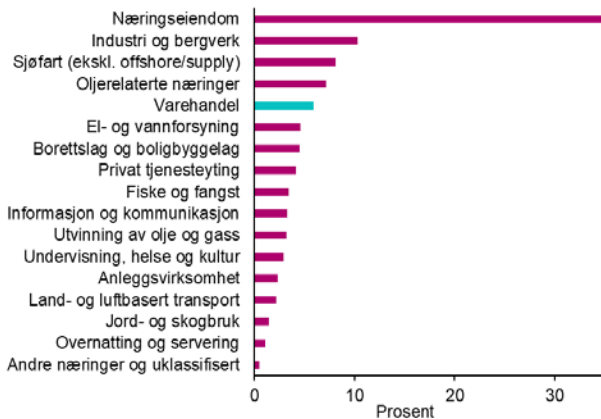
**For 2018 er det forutsatt samme utvikling i antall konkurser i perioden september–desember som i tilsvarende periode i 2017

EKSPONERING MOT VAREHANDELEN

Ved utgangen av 2017 hadde norske banker og finansieringsforetak en samlet bevilget kreditt til varehandelen på 105 milliarder kroner. Det utgjør 6,7 prosent av bankenes og finansieringsforetakenes totale utlånseksponering mot ikke-finansielle foretak, se figur III.11. Om lag 20 prosent av de norske bankenes og finansieringsforetakenes eksponering mot varehandelen er mot varehandelsvirksomheter registrert i utlandet. Filialer av utenlandske finansforetak i Norge hadde ved utgangen av 2017 samlet en eksponering på 48 milliarder kroner mot varehandelen, som utgjør 5,5 prosent av disse foretakenes totale utlånseksponering mot ikke-finansielle foretak i Norge. Det meste av filialenes utlånseksponering mot varehandelen er til norske varehandelsvirksomheter.

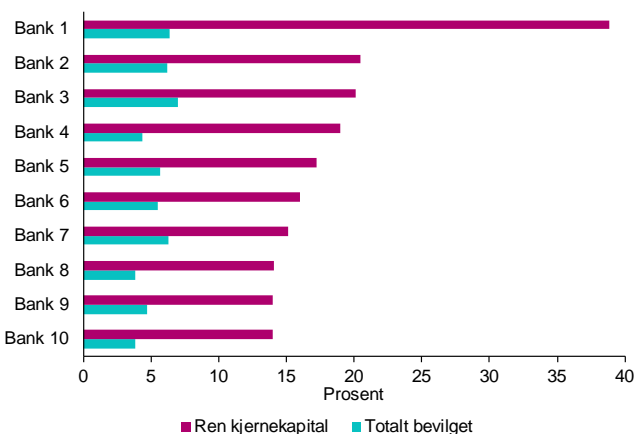
Nesten alle norske banker har utlån til varehandelen. For de ti norske bankene som står for de største volumene av utlån til varehandelen, utgjør utlånsandelene mellom 4 og 7 prosent av bankenes totale bevilgede engasjement til ikke-finansielle foretak, se

III.11 Norske finansforetaks bevilgede kreditt til ulike næringer. Prosent av bevilget kreditt til ikke finansielle foretak. Per 31.12.2017



Kilde: Finanstilsynet

III.12 De 10 norske bankene med størst bevilget engasjement til varehandelen. Andel av ren kjernekapital og totalt bevilget engasjement til ikke-finansielle foretak. Per 31.12.2017

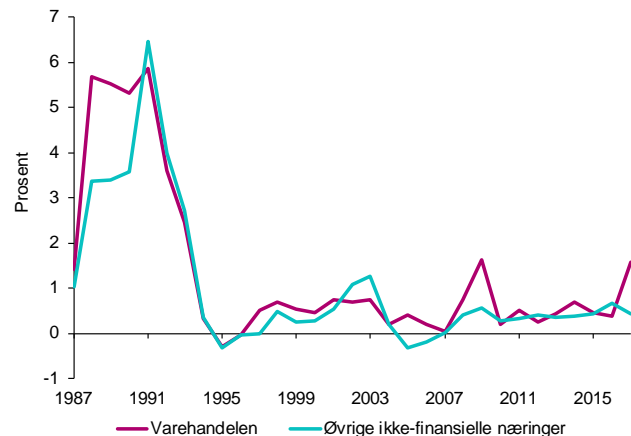


Kilde: Finanstilsynet

figur III.12. Sett i forhold til ren kjernekapital utgjør andelen mellom 15 og 20 prosent for ni av bankene, mens den i den siste banken utgjør nesten 40 prosent. De ti bankene står for 75 prosent av de norske finansforetakenes samlede bevilgede kreditt til varehandelen.

Ingen av de største norske bankene har stor eksponering mot varehandelen. Varehandelen utgjør

III.13 Norske bankers og andre finansforetaks tap på utlån til varehandelen og øvrige ikke-finansielle næringer. Prosent av totale utlån til henholdsvis varehandelen og øvrige ikke-finansielle næringer



Kilde: Finanstilsynet

imidlertid en betydelig andel av leietakerne til næringseiendomsselskaper, samtidig som nærings-eiendom er den største enkeltnæringen (utenom boliglån til husholdningene) i de norske bankenes utlånsporteføljer, se figur III.11. Finanstilsynet har ikke tilgang til detaljerte tall for varehandelens andel av det totale leietakervolumet til næringseiendoms-selskapene. I perioden 2000–2017 utgjorde det igangsatte og ferdigstilte bruksarealet til kjøpesentre, varehus, butikkbygninger, bensinstasjoner og andre forretningsbygg om lag 16 prosent av det totale igangsatte og ferdigstilte bruksarealet til annet enn bolig- og fritidseiendommer.⁶⁰ Varehandelens (kjøpesentre, butikker o.l.) andel av det årlige transaksjonsvolumet (målt i kroner) for omsatte næringseiendommer i det norske markedet i perioden 2005–2017 var om lag 22 prosent i gjennomsnitt⁶¹. Dette kan tyde på at den indirekte eksponeringen mot varehandelen er forholdsvis stor og økende. Negativ utvikling i varehandelen vil svekke lønnsomheten i næringseiendomssektoren. Problemer i varehandelen som følge av lavere etterspørsel vil også ramme mange leverandører til varehandelen. Virkningen på norsk økonomi og norske banker dempes av at flere av disse er utenlandske (matprodusenter, elektronikkprodusenter, bilprodusenter osv.).

⁶⁰ Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

⁶¹ Kilder: Akershus Eiendom og Finanstilsynet

TEMA III: VAREHANDELSNÆRINGEN

Aggregert for perioden 1987–2017 utgjorde bankenes tap på utlån til varehandelen om lag 12 prosent av bankenes totale tap på utlån til ikke-finansielle næringer. I samme periode utgjorde varehandelens andel av totale utlån til ikke-finansielle næringer i gjennomsnitt om lag 8 prosent. Utlånsandelen har falt forholdsvis jevnt fra om lag 16 prosent på begynnelsen av 1990-tallet til om lag 6 prosent i 2017. Det at tapsandelen er større enn utlånsandelen indikerer at utlån til varehandelen i gjennomsnitt har vært mer tapsutsatt enn utlån til øvrige ikke-finansielle næringer samlet sett. Én viktig årsak er at varehandelsvirksomhetene i forholdsvis liten grad er i stand til å stille eiendom som pant, ettersom de ofte ikke eier lokalene de holder til i. Selv om eiendomsverdiene også kan falle mye, har de i motsetning til mange andre sikkerhetstyper (varelager, produksjonsutstyr o.l.) et element av varig verdi i form av tomteverdien. Dette innebærer at eiendomsverdiene ofte stiger igjen i neste oppgangskonjunktur, mens andre sikkerhetstyper kan utranteres helt eller delvis.

Under bankkrisen på slutten av 1980- og begynnelsen av 1990-tallet var tapene på utlån til varehandelen som andel av utlån til næringen om lag like store som i de øvrige ikke-finansielle næringene, se figur III.13. Utlånstapene var store i alle hovednæringer. Den sterke økningen i utlånstapene kom imidlertid tidligere i varehandelen enn i mange av de øvrige næringene. Det samme var tilfellet under finanskrisen i 2008–2009, men tapene var mindre enn under bankkrisen. I 2017 økte tapene på utlån til varehandelen kraftig til tross for relativt gode konjunkturer. Økningen har sammenheng med strukturendringene omtalt i innledningen av temakapittelet. Både utviklingen i utlånstapene og gjeldsvektet misligholdsansynlighet (figur III.9) indikerer at varehandelen er sårbar for svekkelser i økonomien. Som nevnt, har varehandelen relativt lite rentebærende gjeld. Det bidrar til å begrense finansforetakenes tap i kroner. Leverandører og andre kreditorer enn finansforetak kan ha hatt tap på sine krav mot varehandelsvirksomhetene, men det foreligger ingen samlet oversikt over dette.

FINANSTILSYNET

Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

Telefon 22 93 98 00

Faks 22 63 02 26

post@finansstilsynet.no

finansstilsynet.no

