

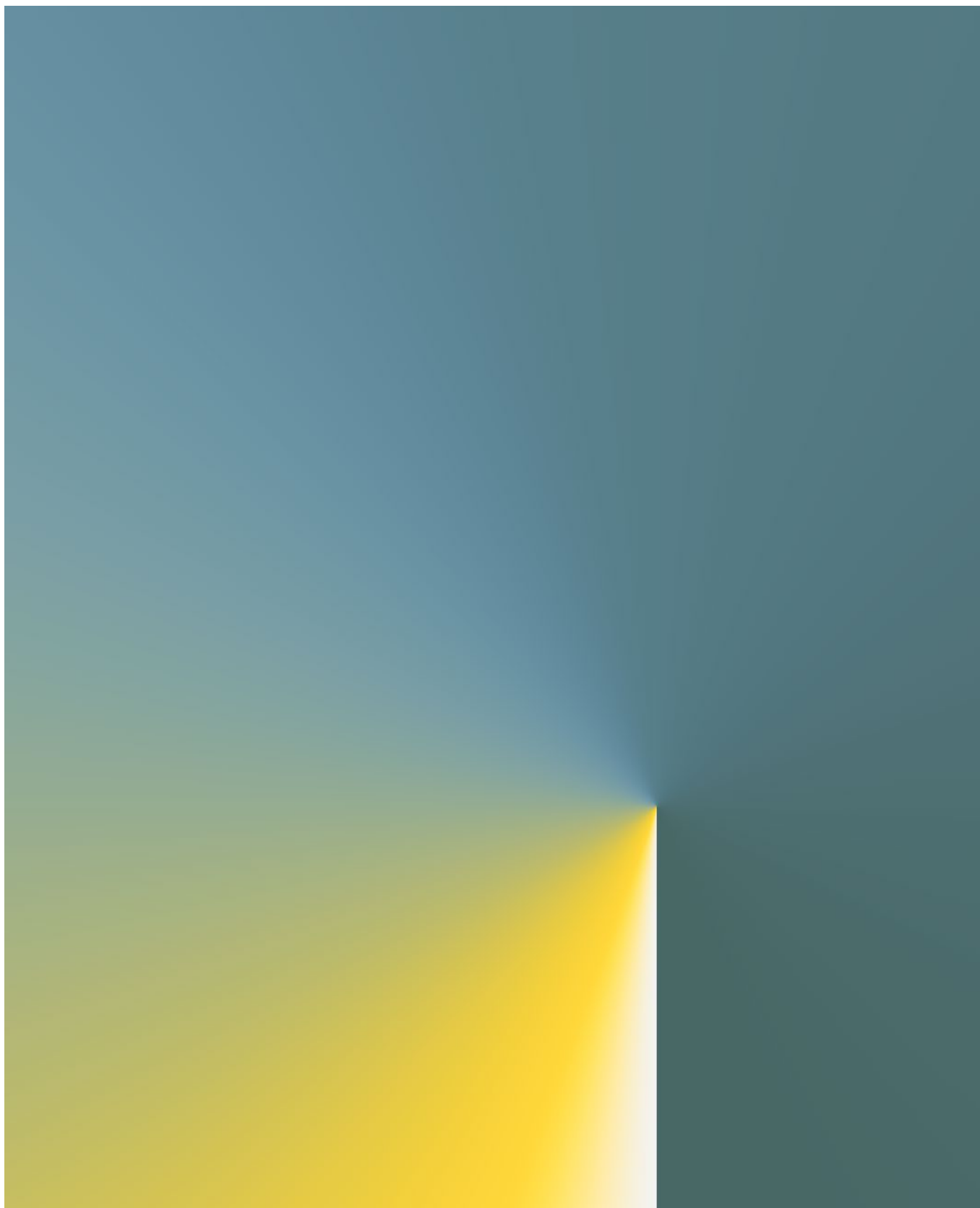


FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

FINANSIELT UTSYN

DECEMBER 2021



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 2021

OPPSUMMERING	3
KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER	6
Internasjonal og norsk økonomi	6
Risikoområder	9
KAPITTEL 2 BANKER	14
Lønnsomhet	14
Soliditet	18
Finansiering og likviditet	22
KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON	25
Livsforsikring og pensjon	25
Skadeforsikring	30
KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE	34
Aksjemarkedene	34
Husholdningenes eksponeringer i finansmarkedet	38
Rapportering om bærekraft og klimarisiko	42
TEMA: KLIMARISIKO I NORSKE BANKER	44
Innledning	44
Finanstilsynets klimascenarioer	46
Scenarioet med ordnet overgang (basisscenario)	48
Scenarioet med uordnet overgang	50
NOTER	54

Redaksjon avsluttet 1. desember 2021.

Figurdata oppdatert per 30. november 2021.

OPPSUMMERING

Aktiviteten i norsk og internasjonal økonomi har tatt seg raskt opp etter det kraftige tilbakeslaget som ble utløst av koronapandemien. Den økonomiske oppgangen reduserer faren for finansiell ustabilitet på kort sikt, men det er fortsatt betydelig usikkerhet om pandemiens videre forløp. Det er store sårbarheter i både norsk og internasjonal økonomi, og enkelte land og regioner er særlig utsatte.

Høy gjeld i husholdningene og høye eiendomspriser har lenge vært, og er fortsatt, de viktigste sårbarhetene i det norske finansielle systemet.

Husholdningenes gjeldsbelastning er høy både historisk og sammenlignet med andre land. Gjeldsveksten er noe høyere enn før pandemien. Mange husholdninger har svært høy gjeld i forhold til inntekten og boligens verdi. Disse er sårbare ved inntektsbortfall, økte utlånsrenter og boligprisfall. Dersom mange husholdninger må redusere sine kjøp av varer og tjenester samtidig, kan det få store negative ringvirkninger i økonomien og det finansielle systemet.

Etter kraftig oppgang i boligprisene fra sommeren 2020 har veksten avtatt det siste halvåret. Prisnivået er vesentlig høyere enn før pandemien.

Prisene på næringseiendommer har steget mye over mange år, og bankene har store utlån til næringseiendomsselskaper. En uventet renteoppgang eller vesentlig økte risikopremier kan føre til betydelig prisfall på næringseiendommer og økt kredittrisiko for bankene. Større oppmerksomhet rundt miljøkrav kan medføre økt usikkerhet om eiendommenes markedsverdi, særlig for eldre bygg.

Konsumprisveksten har økt betydelig i mange land det siste halvåret. Etterspørselen etter varer og tjenester har økt samtidig som globalt viktige produksjonskjeder er svekket. Fraktkostnader og råvarepriser har steget mye, og det er mangel på innsatsfaktorer i enkelte sektorer. Ugunstige værforhold har redusert

avlinger og bidratt til høyere matvare- og energipriser. Det er usikkert om den økte inflasjonen er forbigående. Dersom inflasjonen skulle vedvare eller tilta, kan det gi behov for en kraftig pengepolitisk innstramming i mange land. Dette vil i så fall også påvirke norsk økonomi og det norske finansielle systemet, som er sårbart ved sterk renteoppgang.

Aksjemarkedene hentet seg raskt inn, og børsindeksene er i de fleste markeder betydelig høyere enn før pandemien. Renten på obligasjoner med lang løpetid har steget og er på om lag samme nivå som i starten av 2020. Økningen kan skyldes tiltagende inflasjon, forventninger om høyere økonomisk vekst og signaler fra sentralbankene om økte styringsrenter og nedtrapping av verdipapirkjøp.

Næringene i Norge ble ulikt rammet av pandemien. Den siste tiden er lønnsomheten i mange foretak svekket av økte energi-, vare-, frakt- og lagerkostnader. Utfasing av støttetiltak kan svekke inntjeningen ytterligere. Andelen rentebærende gjeld i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne har økt, og gjeldsbetjeningsevnen i deler av næringslivet vil forverres markant ved økte drifts- og rentekostnader.

Risikoen for digital kriminalitet er stadig økende, men har så langt ikke ført til alvorlige hendelser i norske finansforetak. Tette koblinger i det finansielle systemet øker faren for at enkelthendelser sprer seg, rammer flere aktører og fører til finansiell ustabilitet.

Lønnsomheten i de norske bankene er tilbake på om lag samme nivå som før pandemien. Bankenes tap på utlån har i gjennomsnitt vært moderate, men tapene på forbrukslån er fortsatt høye.

Finansdepartementets anmodning til norske banker om å holde tilbake utdeling av utbytte mv., utløp i september 2021. Flere banker har varslet at de vil betale ut tilleggsutbytter i fjerde kvartal. Finanstilsynet forventer at bankene i sin kapitalplanlegging tar høyde for at det fortsatt er betydelig usikkerhet om den økonomiske utviklingen. God soliditet er avgjørende for bankenes evne til å bære utlånstap og yte lån til kredittverdige kunder i nedgangstider.

Lettelser i kapitalkravene fra utgangen av 2019 og redusert krav til motsyklisk kapitalbuffer våren 2020 bidro til at bankene gikk inn i pandemien med kapital vesentlig over de regulatoriske kravene. Reduserte kapitalkrav kan føre til at bankens soliditet etter hvert svekkes, noe som vil være uheldig i lys av risikoen i det norske finansielle systemet. Handlingsrommet innenfor det europeiske regelverket bør derfor brukes for å motvirke en slik utvikling.

Pensjonsinnretningene har bedret lønnsomheten så langt i 2021, godt hjulpet av positiv utvikling i aksjemarkedene. Det lave rentenivået er fortsatt utfordrende for pensjonsinnretninger med en stor andel garanterte produkter, og kan føre til at pensjonsinnretningene øker andelen risikable og mindre likvide investeringer for å øke forventet avkastning. Betydelige investeringer i finansmarkedene gjør pensjonsinnretningene sårbare for verdifall på aksjer, obligasjoner og fast eiendom. Norske livsforsikringsforetak er høyt eksponert mot banksektoren og har i tillegg økt investeringene i grønne obligasjoner. Solvenskapitaldekningen i livsforsikringsforetakene var ved utgangen av tredje kvartal 2021 noe høyere enn før pandemien, mens den for pensjonskassene har gått noe ned (per andre kvartal).

Skadeforsikringsforetakene hadde et uvanlig sterkt forsikringsresultat de første tre kvartalene av 2021. Lavere aktivitetsnivå i økonomien og mindre reisevirksomhet medførte lavere skadefrekvens. Soliditeten i skadeforsikringsforetakene bedret seg i 2021, men solvenskapitaldekningen er fortsatt lavere enn før pandemien. Dette skyldes blant annet utbetaling av utbytter.

Klimaendringer og overgang til et lavutslippssamfunn vil medføre en betydelig omstilling av norsk økonomi og svekke inntjeningen i næringer og virksomheter som påvirkes negativt av endringene. Dette kan påføre banker og andre finansforetak tap. I tillegg er skadeforsikringsforetakene særlig eksponert mot fysisk klimarisiko.

Finanstilsynet har med utgangspunkt i klimascenarier fra Network for Greening the Financial System og Bank of England analysert to mulige utviklingsbaner for norsk økonomi. I det ene starter omstillingen til et lavutslippssamfunn umiddelbart og skjer uten store realøkonomiske kostnader. I et alternativt scenario starter omstillingen senere og preges av brå og uordnet overgang både i Norge og internasjonalt. Det øker risikoen for feilinvesteringer og for verdifall på eksisterende produksjonsutstyr. Finanstilsynets beregninger indikerer at i et slikt scenario vil bankenes tap på utlån til bedrifter bli betydelige. De beregnede tapene vurderes likevel å være håndterbare for norske banker.

Lavt rentenivå og rikelig tilgang på likviditet i globale markeder har i en lang periode stimulert investorers risikovilje. Historisk høyt prisnivå øker fallhøyden i aksjemarkedene. Verdsettingen er særlig høy i teknologisektoren, hvor oppgangen de siste årene forklarer en stor del av samlet avkastning globalt.

Antall nye selskaper notert på Oslo Børs har steget videre i 2021. Den høye aktiviteten reflekterer at det er god tilgang på kapital for nystartede selskaper. Mange av disse selskapene har ingen eller liten omsetning. Kapitaltilgangen har vært særlig god for teknologibedrifter og selskaper innenfor fornybar energi. De siste årene har det vært påfallende få børsnoteringer på Oslo Børs' hovedliste, mens svært mange nyetablerte selskaper har valgt å søke opptak til Euronext Growth. Det er betydelig risiko knyttet til investeringer i nystartede selskaper.

Mange husholdninger har økt sin finansielle risikoeksponering betydelig ved å investere både direkte i aksjemarkedet og gjennom aksjefond, og det har vært stor økning i antall privatpersoner som eier enkeltaksjer. Både i Norge og internasjonalt er det stor interesse for nye investeringsmuligheter, som for eksempel virtuelle valutaer og andre kryptoaktiva. Slike investeringer medfører betydelig risiko for den enkelte investor. Blokkjedeteknologi kan legge til rette

for effektivisering av mange prosesser i et moderne finanssystem, men veksten i kryptomarkedet har så langt hatt liten betydning for betalings- og oppgjørssystemer. Kryptovalutaer kan gjøre det vanskeligere å bekjempe kriminalitet og påvirke det finansielle systemet negativt. Det er derfor tatt flere internasjonale initiativ for å regulere kryptomarkedene.

KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER

Norsk økonomi har hentet seg raskt inn igjen etter det kraftige tilbakeslaget våren 2020. Produksjonsnivået er nå høyere enn før koronapandemien, og arbeidsledigheten har falt kraftig. Oppgangen i økonomien reduserer faren for finansiell ustabilitet, men det er fortsatt usikkerhet om den videre utviklingen av pandemien og vesentlige sårbarheter i både norsk og internasjonal økonomi. Etter kraftig oppgang i boligprisene fra sommeren 2020 har veksten avtatt siden mars. Mange husholdninger har svært høy gjeld i forhold til inntekten og boligens verdi. Vaksinerings har ført til bedre utsikter for verdensøkonomien, men det er store forskjeller mellom enkeltland og regioner. Det har vært en kraftig oppgang i inflasjonen i flere land det siste halvåret, noe som bidrar til økt usikkerhet om utviklingen i både norsk og internasjonal økonomi.

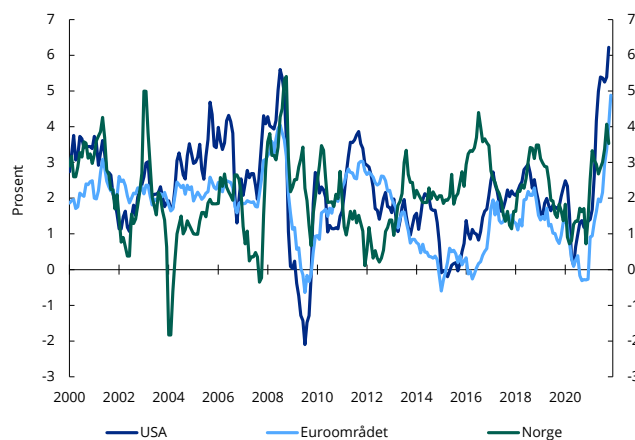
INTERNASJONAL OG NORSK ØKONOMI

Oppgang i verdensøkonomien

I de industrialiserte landene har den økonomiske veksten tatt seg opp igjen etter det kraftige tilbakeslaget som koronapandemien utløste i 2020. I EU er aktivitetsnivået målt ved BNP likevel fortsatt lavere enn før pandemien, mens BNP i USA er på et høyere nivå enn i mars 2020. I mange av de framvoksende økonomiene og utviklingslandene er utviklingen fortsatt svak. Det gjenspeiler blant annet lavere grad av vaksinerings og svake statsfinanser.

Veksten i verdensøkonomien dempes i tillegg av forstyrrelser i produksjonskjedene. Det bidrar også til å holde investeringene nede. Veksten i industriproduksjonen globalt er noe avtagende etter en periode med høy vekst, mens tjenesteproduksjonen har økt gjennom 2021. Internasjonal handel tok seg raskt opp igjen etter det brå og kraftige fallet ved pandemiutbruddet, og ligger over nivået fra før pandemien.

1.1 Inflasjon, utvalgte land



Kilde: Refinitiv

Arbeidsledigheten faller

Arbeidsledigheten har avtatt i takt med gjenåpning og økt aktivitet i de avanserte økonomiene. Nivået er noe høyere enn før pandemien i de aller fleste land, og det kan se ut som om det er enkelte strukturelle ubalanser i arbeidsmarkedet. Til tross for svært mange ledige stillinger er sysselsettingen lavere enn før pandemien i flere land, og ledigheten blant arbeidstakere med lav utdanning i lavinntektsyrker har økt.

Økt inflasjon

Siden mars 2020 har konsumprisveksten økt betydelig i mange land. Gjenåpningen etter pandemien har ført til kraftig oppgang i etterspørselen. Nedstengingen medførte brudd i viktige produksjonskjeder, og det er mangel på blant annet databrikker. Det grønne skiftet har ført til en vesentlig oppgang i etterspørselen etter viktige mineraler og råvarer. Den økte aktiviteten har også bidratt til høye olje- og gasspriser. Samtidig er fraktkapasiteten begrenset som følge av stengte havner og opphoping av konteinere. Ugunstig vær har bidratt til kraftig økning i prisene på matvarer og energi. I euroområdet økte konsumprisene på tolv månedersbasis med 4,9 prosent i november. Oppgangen har vært enda sterkere i USA, der prisene økte med 6,2 prosent i oktober, se figur 1.1. Dette er den største prisøkningen på 30 år og langt over sentralbankenes inflasjonsmål på 2 prosent. Indekser som måler underliggende inflasjon, viser lavere vekst, men inflasjonen målt på denne måten har også økt.

Fortsatt rekordlave styringsrenter

Sentralbanker i flere land senket styringsrentene raskt våren 2020 som svar på den økonomiske nedgangen. Styringsrentene er fortsatt svært lave, se figur 1.2. Norges Bank hevet styringsrenten til 0,25 prosent i september 2021 og ble en av de første sentralbankene til å stramme inn pengepolitikken. Terminrenter indikerer at styringsrentene vil holdes på dagens lave nivåer i de fleste av Norges viktigste handelspartnere fram mot slutten av 2022 for deretter å øke gradvis.

I løpet av høsten økte de langsiktige obligasjonsrentene i flere land, og til tross for noe nedgang fra inngangen av oktober, er rentene nå på om lag samme nivå som før pandemien, se figur 1.3. Renteoppgangen kan skyldes forventninger om høyere økonomisk vekst, normalisering av rentenivået, nedtrapping av sentralbankenes verdipapirkjøp og økende inflasjon.

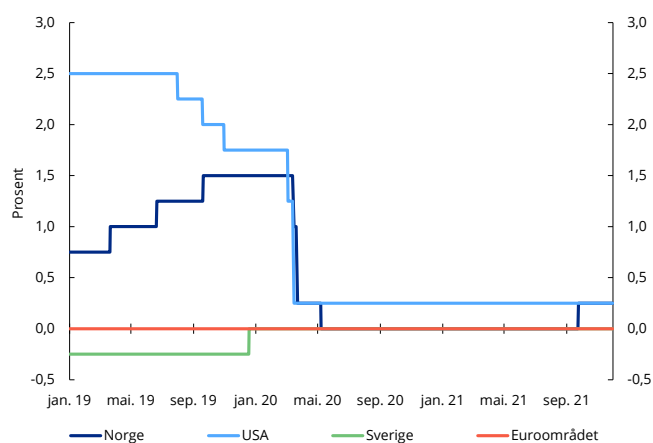
Oppgang i aksjemarkedene

Aksjemarkedene hentet seg raskt inn igjen etter den kraftige nedgangen i etterkant av pandemiutbruddet. I de fleste markeder er kursene nå betydelig høyere enn før pandemien, se figur 1.4. I Kina har imidlertid aksjekursene falt siden februar 2021. Kinesiske myndigheter har innført strengere restriksjoner i finansmarkedene, og i tillegg meldes det om gjeldsproblemer i flere store kinesiske eiendoms-selskaper. Det har skapt tvil om veksten i den kinesiske økonomien kan opprettholdes. Se kapittel 4 for nærmere omtale av verdipapirmarkedene.

Store forskjeller mellom land

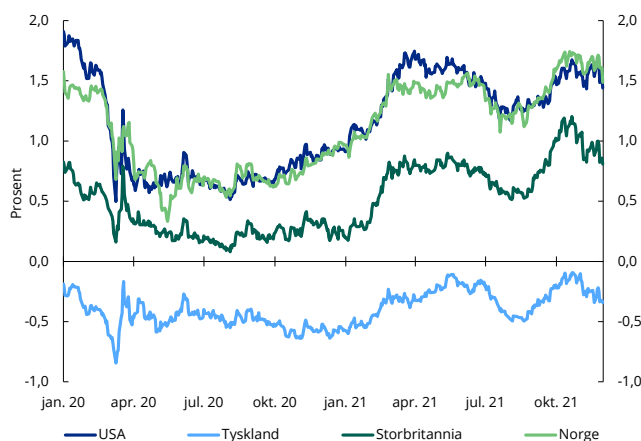
Etter et fall på drøyt 3 prosent i 2020 anslår IMF og OECD i sine høstrapporter at veksten i globalt BNP vil ta seg opp til mellom 5,5 og 6 prosent i 2021. I 2022 er det ventet noe lavere oppgang i produksjonen, og anslagene er 4,5 til 5 prosent vekst. Dette innebærer en svak nedjustering av anslagene for 2021 og tilsvarende oppjustering for 2022 sammenlignet med vårens prognoser. De to institusjonene venter store forskjeller mellom ulike land og områder. Samlet sett anslås veksten å bli noe høyere i framvoksende enn i avanserte økonomier, se figur 1.5. Både IMF og OECD understreker at det fortsatt er stor usikkerhet om

1.2 Styringsrenter, utvalgte land



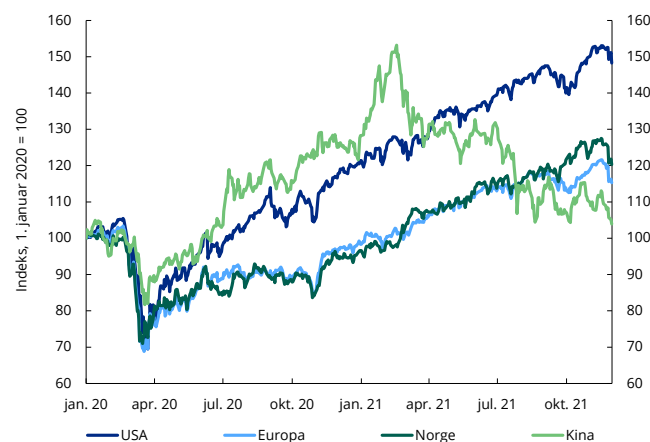
Kilde: Refinitiv

1.3 Renter, tiårige statsobligasjoner



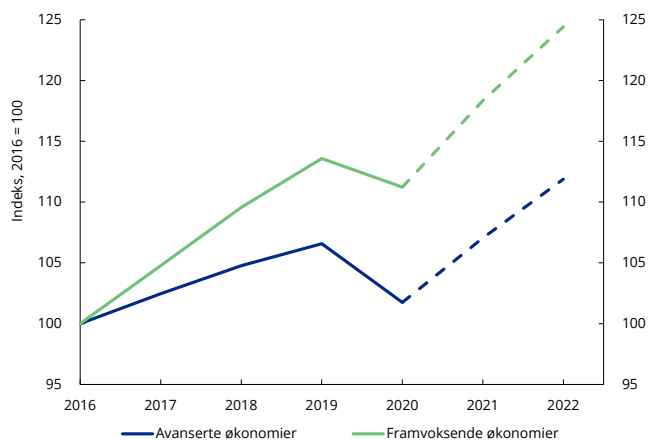
Kilde: Refinitiv

1.4 Aksjer, totalavkastningsindekser. Utvalgte land



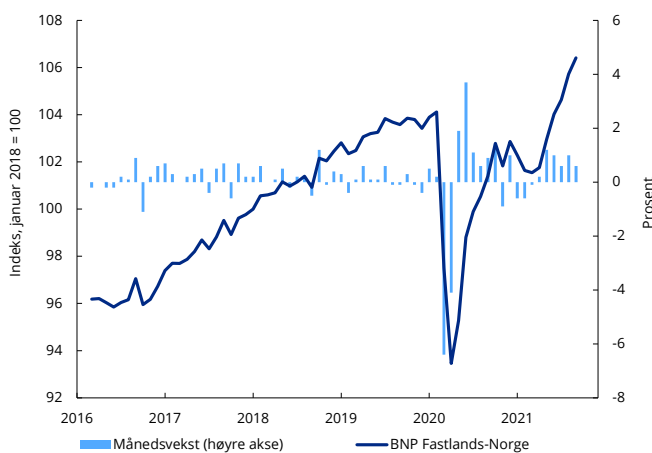
MSCI-indekser. Kilde: Refinitiv

1.5 Utviklingen i verdensøkonomien (BNP)



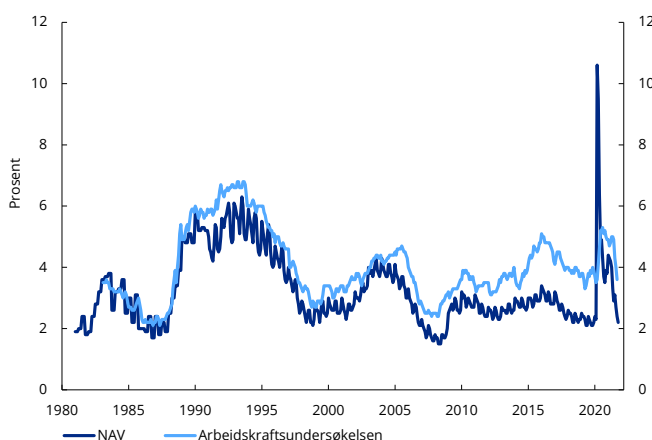
Kilder: IMF og Refinitiv

1.6 BNP Fastlands-Norge, månedstall



Sesongjustert. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

1.7 Arbeidsledighet, helt ledige



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

utviklingen i verdensøkonomien. Nye, mer aggressive varianter av covid-19-viruset kan få fotfeste før en tilstrekkelig stor andel av verdens befolkning er vaksinert. I tillegg vil utviklingen i finansmarkedene og råvareprisene ha vesentlig betydning for veksten i verdensøkonomien.

Rask oppgang i norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg markert opp de siste månedene og er nå høyere enn før pandemien, se figur 1.6. Gjenåpningen av samfunnet og sterk konsumvekst i husholdningene har vært viktige drivkrefter bak oppgangen. Økt aktivitet blant Norges handelspartnere og høyere priser på viktige norske eksportvarer har også bidratt. Investeringene i fastlandsnæringene begynner å ta seg opp, men begrenset tilgang på innsatsfaktorer og kvalifisert arbeidskraft virker dempende.

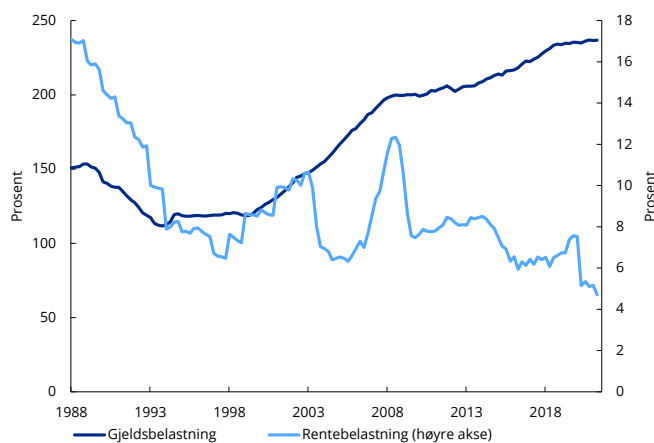
Det er næringsvise forskjeller i aktivitetsnivået, og oppgangen har vært størst i de sektorene som ble hardest rammet av pandemien. Særlig gjelder det for overnatting, servering og kultur, som var preget av nedstenging i flere måneder. Aktiviteten i tjenestenæringene samlet sett var ved utgangen av september over nivået før pandemien. Varekonsumet har holdt seg på et høyt nivå gjennom hele pandemien, men veksten viser nå tegn til å avta.

Som følge av høy vaksineringsgrad og gjenåpning av samfunnet anslår Finansdepartementet, Norges Bank og Statistisk sentralbyrå at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil være rundt 4 prosent i både 2021 og 2022. Husholdningenes forbruk ventes å være en særlig viktig drivkraft, men også investeringer og eksport er ventet å bidra positivt. Nedbygging av myndighetenes støttetiltak bidrar til finanspolitisk innstramming. Norges Bank har signalisert en gradvis økning i styringsrenten, noe som også vil dempe oppgangen.

Arbeidsledigheten tilbake på nivået før pandemien

Arbeidsledigheten har sunket betraktelig siden toppen våren 2020 og er nå tilbake på om lag samme nivå som før pandemien, se figur 1.7. Det har vært nedgang i både antall permitterte og antall ordinære ledige etter

1.8 Husholdningenes gjelds- og rentebelastning



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

at restriksjonene ble lettet i løpet av våren. Antall langtidsledige har falt de siste månedene, men rundt halvparten av de arbeidssøkende har vært ledige i over ett år.

Sysselsettingen har den siste tiden økt mer enn arbeidsledigheten har falt, noe som tyder på at personer som tidligere stod utenfor arbeidsmarkedet, nå har kommet i jobb.

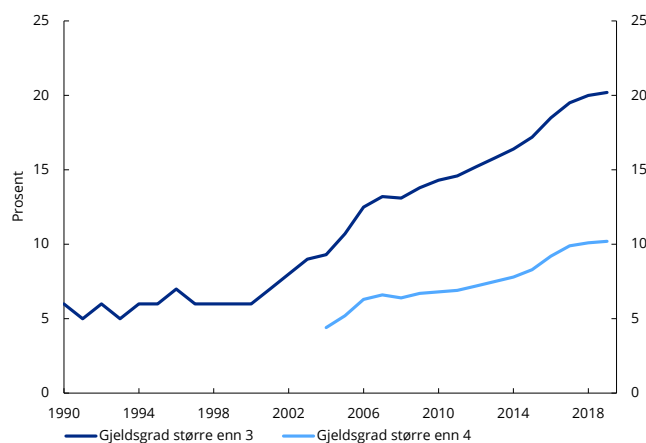
RISIKOOMRÅDER

Høy gjeldsbelastning i norske husholdninger

Den høye gjelden i norske husholdninger utgjør en betydelig finansiell sårbarhet. Gjeldsveksten er noe høyere enn før pandemien, og den har vært stabil det siste halvåret. Husholdningenes gjeldsbelastning har økt ytterligere, fra et allerede høyt nivå, se figur 1.8. Dagens lave rentenivå fører til at husholdningenes rentebelastning historisk sett er lav, men gjeldsnivået innebærer at norske husholdninger og norsk økonomi er sårbare for en kraftig oppgang i rentene. Bare en liten andel av norske husholdningers gjeld har fast rente. Denne andelen har vært lav i flere år og har ikke økt nevneverdig etter rentenedgangen. Høyere rentenivå, som varslet av Norges Bank, vil derfor raskt slå ut i større renteutgifter for husholdningene.

Husholdningenes formue og gjeld er ujevnt fordelt, og en stor andel av den finansielle formuen er lite likvid.

1.9 Andel husholdninger med høy gjeldsgrad



Kilde: Statistisk sentralbyrå

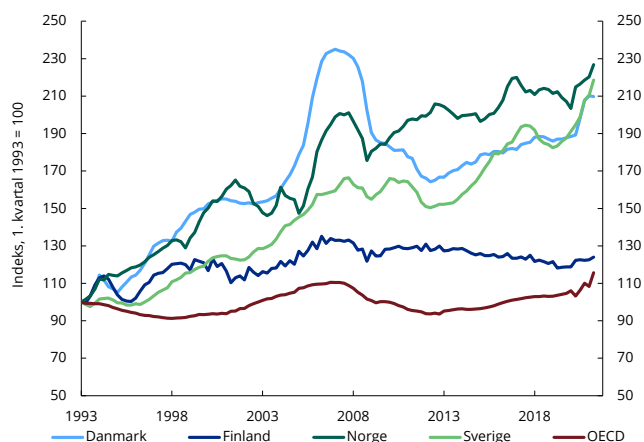
Husholdninger med høy gjeld og begrensede oppsparte midler er spesielt sårbare for økt rente, boligprisfall og bortfall av inntekter. Andelen husholdninger med høy gjeldsgrad har økt markant de siste årene. Fra 2004 til 2019 steg andelen husholdninger med gjeld større enn tre ganger brutto inntekt fra 9 til 20 prosent, se figur 1.9. I samme periode økte andelen husholdninger med gjeld større enn fire ganger brutto inntekt fra 4 til 10 prosent.

[Finanstilsynets boliglånsundersøkelse for 2021](#) viser at nesten halvparten av nye utlån med pant i bolig ble gitt til låntakere med samlet gjeld som andel av brutto årsinntekt (gjeldsgrad) over 400 prosent. Andelen har steget de siste årene. Samlet gjeldsgrad blant låntakerne som tok opp nye boliglån, har økt fra 334 prosent i 2019 til 347 prosent i 2021.

Høye boligpriser

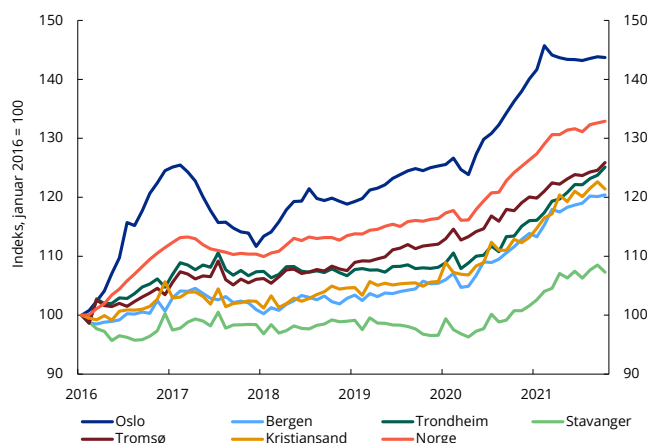
Boligprisene i Norge har økt mye over lang tid, og betydelig mer enn disponibel inntekt per innbygger, se figur 1.10. Rentenedsettelsen våren 2020 stimulerte etterspørselen i boligmarkedet, og utstrakt bruk av hjemmekontor og begrensede forbruksmuligheter under pandemien trakk trolig i samme retning. Siden april 2021 har imidlertid veksten i boligprisene avtatt, og ved utgangen av oktober var tolv månedersveksten 7 prosent. Mange land har opplevd sterk boligprisvekst etter pandemiutbruddet, også land der sentralbankens styringsrente var null eller negativ før pandemien.

1.10 Boligpriser deflatert med disponibel inntekt per innbygger



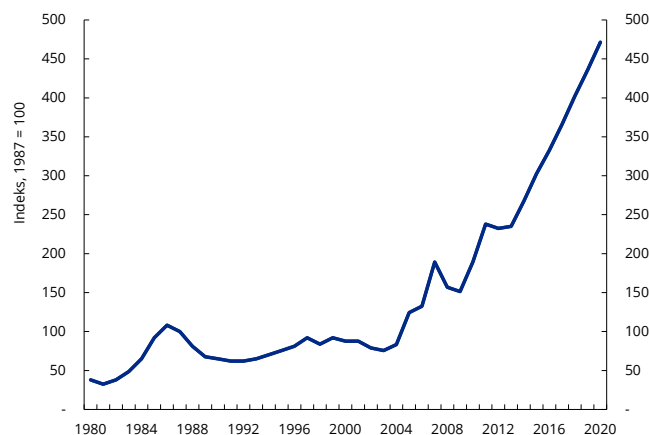
Kilde: OECD

1.11 Boligpriser, utvalgte byer



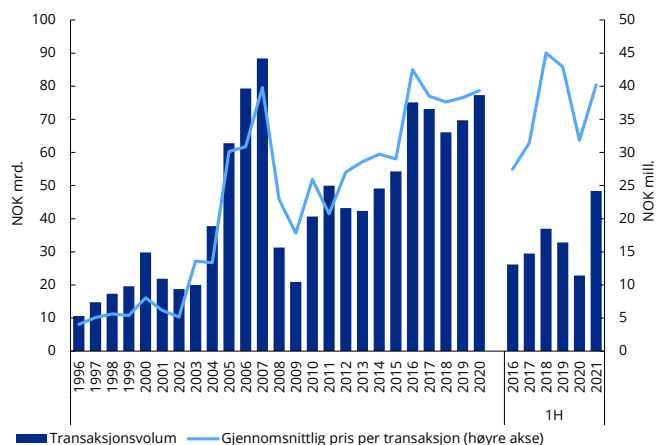
Kilder: Eiendom Norge, Finn.no, Eiendomsverdi og Refinitiv

1.12 Prisindikator for næringseiendom



Basert på kontoreiendom med høy standard sentralt i Oslo. Kilder: OPAK, Dagens Næringsliv, Entra og Finanstilsynet

1.13 Næringseiendom, transaksjonsdata



Kilde: Finanstilsynet

Boligprisene har steget betydelig i alle de største byene, se figur 1.11. Oslo hadde den høyeste boligprisveksten i 2020, men ligger nå an til å ha den laveste veksten blant de største byene i 2021. Nivået er imidlertid fortsatt betydelig høyere enn i øvrige byer. I 2020 var det for første gang siden 2000 netto utflytting fra Oslo. Det er registrert høy prisvekst i områdene rundt Oslo det siste året, som indikerer at flere flyttet lenger ut fra bykjernen under pandemien.

Prognosene fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank peker mot moderat vekst i boligprisene de neste to-tre årene. Dette forklares med gradvis økt rente og høyere konsum når forbruksmønsteret normaliseres etter pandemien. Forventet oppgang i boliginvesteringene vil også virke dempende på boligprisveksten.

Høye priser for næringseiendom

Prisene på næringseiendom har økt kraftig de siste 15 årene, se figur 1.12. Ifølge markedsaktørene ligger det an til videre oppgang i leiepriser, som kan bidra til å opprettholde det høye prisnivået.

Statistikk fra eiendomsmeglerne viser at både antallet transaksjoner og gjennomsnittlig pris per transaksjon falt markert i første halvår 2020, se figur 1.13. Nedgangen ble imidlertid fulgt av kraftig oppgang i andre halvår 2020, og for året sett under ett var transaksjonsvolumet det høyeste som er rapportert siden 2007. Oppgangen fortsatte inn i første halvår 2021, og

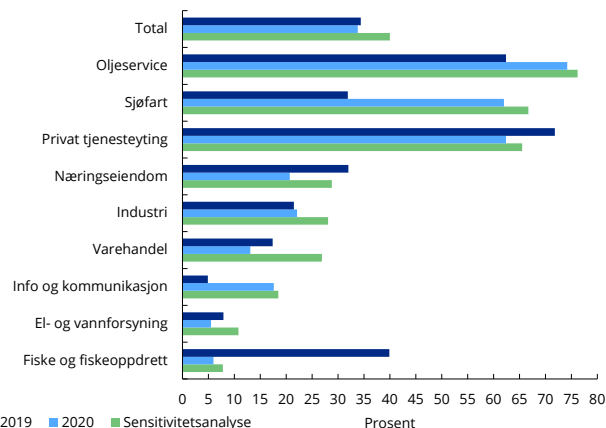
transaksjonsvolumet er høyere enn gjennomsnittet på tilsvarende tidspunkt de foregående fem årene.

De høye næringseiendomsprisene utgjør en betydelig sårbarhet for finansiell stabilitet i Norge. Mange av de største bankene er sterkt eksponert mot næringseiendomsselskaper, som står for den største andelen av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak. Avkastningskravet for næringseiendom har avtatt det siste året. Generell renteøkning eller økte risikopremier kan føre til betydelig prisfall på næringseiendom. Pandemien kan få varig virkning på framtidig etterspørsel etter kontor- og butikklokaler samt hoteller. Større oppmerksomhet rundt miljøkrav for næringseiendom øker også usikkerheten rundt prisutviklingen, særlig for eldre bygg. Forsikringsforetakene har vesentlige investeringer i næringseiendom. Utviklingen i markedet for næringseiendom, og i selskapene som opererer innenfor næringseiendom, er dermed viktig for inntjeningen og soliditeten i en rekke finansforetak.

Svak gjeldsbetjeningsevne i foretak i utsatte næringer

De ikke-finansielle næringene i Norge ble ulikt rammet av pandemien i 2020. Oljeservice, lufttransport, sjøfart, overnatting og servering samt fiske og fiskeoppdrett ble hardest rammet av svekket driftsmargin. Disse næringene stod for vel 20 prosent av total rentebærende gjeld i norsk ikke-finansielt næringsliv utenom utvinning av olje og gass. Utviklingen i et utvalg børsnoterte selskaper i de nevnte næringene i 2021 indikerer at gjeldsbetjeningsevnen fortsatt er svak. De øvrige hovednæringene, herunder industri, næringseiendom, privat tjenesteyting og varehandel, klarte seg generelt godt i 2020. En viktig årsak var lavere kostnader knyttet til innkjøp av varer og tjenester og lavere energikostnader. Myndighetenes omfattende støttetiltak og det svært lave rentenivået bidro også sterkt. Den siste tiden har energi-, vare-, frakt- og lagerkostnadene samt lånerenten økt for mange foretak.¹ Inntjeningen kan også bli svekket av høyere lønnskostnader og ytterligere renteoppgang. Skattemyndighetene begynte innkreving av utestående skatter og avgifter i oktober, og etter hvert som andre støttetiltak også fases ut, vil det kunne skape

1.14 Rentebærende gjeld i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne som andel av total rentebærende gjeld i næringen*



* Alle ikke-finansielle foretak utenom utvinning av olje og gass.

Figuren viser de ni største næringene målt ved rentebærende gjeld.

Kilde: Finanstilsynet

likviditetsutfordringer i mange foretak.

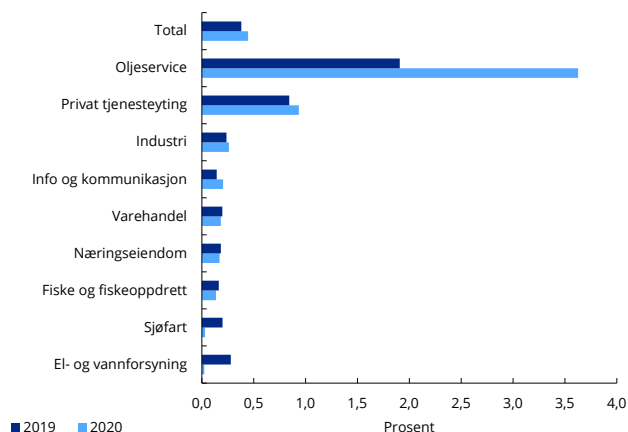
Økt gjeld i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne

Andelen rentebærende gjeld i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne² var om lag uendret fra 2019 til 2020 for næringslivet samlet, se figur 1.14. Det er store næringsvise forskjeller.

Dersom det forutsettes at driftsinntektene er uendrede fra 2020 samtidig som varekostnadene øker med 2 prosent, lønnskostnadene med 1 prosent, andre driftskostnader med 2 prosent og lånerenten med 1 prosentpoeng, vil rentebærende gjeld i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne som andel av total rentebærende gjeld øke fra 34 til 40 prosent for det ikke-finansielle næringslivet samlet, se figur 1.15. Det tilsvarer en økning på om lag 140 mrd. kroner. Sensitivitetsanalysen indikerer at næringslivet generelt er sårbart for økninger i drifts- og rentekostnader. Utfordringene framover kan bli større enn den direkte effekten av pandemien så langt.

I likhet med lånekunder som er i mislighold, vil mange av foretakene med svak gjeldsbetjeningsevne komme seg på fote igjen økonomisk ("friskmeldes") eller bli gjenstand for en ordnet avvikling eller et oppkjøp uten at det oppstår tap for långivere. Långivere kan også midlertidig holde lånekunder mer eller mindre kunstig

1.15 Anslått underdekning på pantesikkerheter i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne som andel av total rentebærende gjeld i næringen*



* Alle ikke-finansielle foretak utenom utvinning av olje og gass. Figuren viser de ni største næringene målt ved rentebærende gjeld. Kilde: Finanstilsynet

i live ved for eksempel å gi avdragsutsettelse eller øke driftskredittgrensen. Når det gjelder foretakene som ikke friskmeldes, og som dermed går konkurs, tvangsavvikles e.l., vil långiverne i enkelte tilfeller ha så gode pantesikkerheter at de unngår utlånstap. Men det vil også være tilfeller hvor långiver ikke har pantesikkerheter, verdien av pantesikkerhetene ikke fullt ut dekker utestående gjeld eller långiver kun har andre- eller tredjeprioritets pant.

Figur 1.15 viser summen av anslått underdekning av pantesikkerheter på rentebærende gjeld i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne som andel av total rentebærende gjeld i den respektive næringen. I beregningen er det forutsatt at kun halvparten av gjelden i foretakene med svak gjeldsbetjeningsevne er tapsutsatt. Verdien av pantesikkerhetene er anslått ved å summere bokført verdi av samtlige eiendeler eksklusive goodwill. Det er en optimistisk forutsetning, ettersom det er sjelden långiver har førsteprioritetspant i samtlige eiendeler samt at verdien av sikkerhetene i en realiseringssituasjon er lik bokført verdi. Dersom rentebærende gjeld er større enn anslått verdi av pantesikkerheter, utgjør differansen en sikkerhetsmessig underdekning.

Anslått samlet sikkerhetsmessig underdekning økte fra 0,38 til 0,45 prosent av total rentebærende gjeld fra

2019 til 2020, se figur 1.15. Også når det gjelder anslått underdekning av sikkerheter, er det store næringsmessige forskjeller.

Høyere gjeldsnivå i mange land øker sårbarheten

Oppgangen i økonomien både i Norge og internasjonalt reduserer faren for finansiell ustabilitet. Flere av stimuleringsiltakene som ble iverksatt under pandemien, har imidlertid bidratt til høyere gjeld i både offentlig og privat sektor i mange land. Dette øker sårbarheten ved et negativt tilbakeslag eller økte renter.

Økt inflasjon kan utløse sårbarheter

Pandemien førte til brudd i de globale forsyningskjedene og forårsaket mangel på innsatsfaktorer og vansker for mange produsenter. Synkende smitte bidro etter hvert til at stadig flere land åpnet opp igjen, noe som ga en kraftig oppgang i etterspørselen og et betydelig prispress på varer. Inflasjonen er derfor økende i mange land, særlig i USA, se figur 1.1 og omtale ovenfor. IMF og andre forventer at prisoppgangen er midlertidig, men det er også faktorer som kan tyde på varig høyere inflasjon. De fleste sentralbanker styrer etter et inflasjonsmål, og ved langvarig prisstigning kan det bli nødvendig å øke rentene mer enn forventet hittil.

Høy prising i aksjemarkedene

Ekstraordinære finanspolitiske tiltak, nullrente og betydelig likviditetstilførsel fra sentralbanker for å dempe tilbakeslaget i global økonomi har bidratt til kraftig oppgang i aksjemarkedene og lave risikopremier. ECB og IMF mener at prisstigningen i finansmarkedene gjennom pandemien utgjør en viktig risikofaktor som har blitt forsterket det siste halvåret. En uventet kraftig renteøkning kombinert med andre negative hendelser kan føre til sterk prisnedgang på aksjer, kredittobligasjoner og fast eiendom samt vanskeligere tilgang til finansiering for banker og ikke-finansielle foretak. Forsikringsforetakene vil også påvirkes negativt gjennom verdifall i aksje-, obligasjons- og eiendomsporteføljer, og bankenes utlånstap kan øke.

Digital sårbarhet

Selv om antall sikkerhetshendelser innenfor finanssektoren økte noe i 2020 og 2021 i forhold til tidligere år, har det så langt ikke ført til alvorlige hendelser hos foretak i den norske finanssektoren. Hendelsene har imidlertid avdekket sårbarheter som, dersom de hadde blitt utnyttet, kunne medført betydelig skade. Det er først og fremst foretaket selv, og foretakets kunder, som blir skadelidende ved en sikkerhetshendelse. Imidlertid gjør de tette sammenkoblingene i det finansielle systemet at én alvorlig hendelse – i Norge eller internasjonalt – kan føre til en mer omfattende krise med fare for finansiell ustabilitet dersom det ikke lykkes å begrense konsekvensene.

I situasjoner med stor uro og usikkerhet knyttet til viktige økonomiske eller finansielle områder kan alvorlige IKT-sikkerhetshendelser forsterke uroen og lettere lede til systemkriser.

Myndighetene internasjonalt og nasjonalt vier cyberrisiko stor oppmerksomhet. EU-kommisjonen publiserte i desember 2020 sin nye [cybersikkerhetsstrategi](#), som skal bidra til sikker digital økonomi og et sikkert digitalt samfunn. Cybersikkerhet er en av EU-kommisjonens viktigste prioriteringer. Et av tiltakene er å bygge operativ kapasitet for å forhindre, avskrekke og svare på cyberangrep, og i juni 2021 ble EUs plan om etablering av en felles cyberenhet publisert. Nasjonalt har Norges Bank og Finanstilsynet i samarbeid fastsatt et rammeverk, TIBER-NO, for testing av finansielle institusjoners evne til å oppdage, beskytte seg mot og håndtere avanserte cyberangrep. Målet med rammeverket er å bidra til finansiell stabilitet gjennom økt motstandsdyktighet mot cyberangrep for kritiske funksjoner i norsk finansiell sektor.

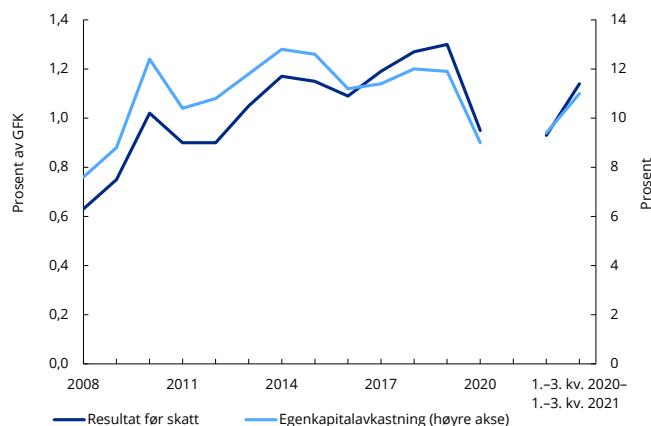
KAPITTEL 2 BANKER

Bankenes lønnsomhet er tilbake på om lag samme nivå som før pandemien. Som følge av bedringen i økonomien, særlig innenlands, har bankene i 2021 hatt moderate tap på utlån, gjennom både tilbakeføringer av tidligere tapsavsetninger og lave nye tap. Bankenes netto renteinntekter er redusert som følge av det lave rentenivået.

God soliditet er viktig for bankenes evne til å bære utlånstap og yte lån i en framtidig nedgangskonjunktur. Bankene gikk inn i pandemien med kapital godt over de regulatoriske kravene. Kravet til motsyklisk buffer ble også redusert fra 2,5 prosent til 1 prosent i mars 2020, men er siden økt til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022. For å redusere faren for at bankene skulle svekke soliditeten betydelig gjennom høye utdelinger anmodet Finansdepartementet i januar 2021, etter anbefaling fra Finanstilsynet og Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), norske banker om å utvise forsiktighet ved utdeling av utbytte for 2019 og 2020. Anmodningen gjaldt fram til og med 30. september 2021. Det er fortsatt betydelig usikkerhet om den framtidige utviklingen i Norge og internasjonalt, og Finanstilsynet forventer at bankene tar høyde for denne usikkerheten i sin kapitalplanlegging innenfor de ordinære rammene for utdelinger.

Bankene har økt likviditetsreservene og andelen langsiktig finansiering. Pandemiutbruddet i 2020 medførte betydelig markedsur og økte risikopremier på bankenes finansiering i verdipapirmarkedene. Markedene hentet seg likevel raskt inn utover i 2020, og norske banker har hatt god tilgang til ny finansiering det siste året. Utviklingen har fortsatt i inneværende år, og bankene har kunnet finansiere seg i obligasjonsmarkedet med risikopremier som ikke har vært lavere på ti år.

2.1 Egenkapitalavkastning og resultat før skatt



Kilde: Finanstilsynet

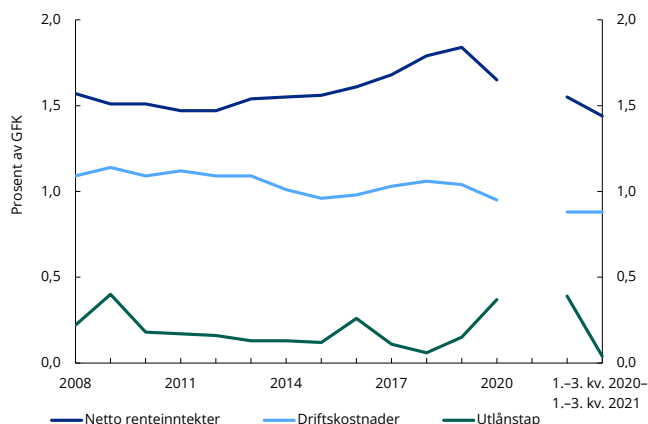
LØNNSOMHET

Lave utlånstap gir bedret lønnsomhet

Økte tapsavsetninger ved starten av pandemien medførte svekkede resultater for norske banker. Nedgangen i rentenivået førte også til svekkede netto renteinntekter, som bidro ytterligere til resultatnedgangen i 2020. I inneværende år har bankenes lønnsomhet bedret seg, i hovedsak som følge av lave utlånstap og god utvikling for provisjonsinntekter, i takt med at økonomien har hentet seg inn etter gjenåpningen av samfunnet. Etter tre kvartaler i 2021 hadde bankene samlet en egenkapitalavkastning på 11 prosent (annualisert), se figur 2.1. Dette var nær 2 prosentpoeng høyere enn i samme periode året før og om lag på nivå med årene før pandemiutbruddet.

Tilbakeføringer av tidligere tapsavsetninger bidro til svært lave utlånstap i de tre første kvartalene i 2021. For bankene samlet tilsvarte utlånstapene i underkant av 0,1 prosent av utlånsmassen. Bankene har fremdeles høye tap på forbrukslån, selv om også disse er lavere enn året før. Dersom de rene forbrukslånsbankene holdes utenfor, hadde de øvrige norske bankene et tapsnivå på kun 0,01 prosent av utlån etter tre kvartaler. Se Finanstilsynets rapporter [Utviklingen i forbruksgjeld](#) og [Resultatrapport for finansforetak](#) for nærmere omtale av utviklingen i forbrukslån.

2.2 Netto renteinntekter, driftskostnader og utlånstap



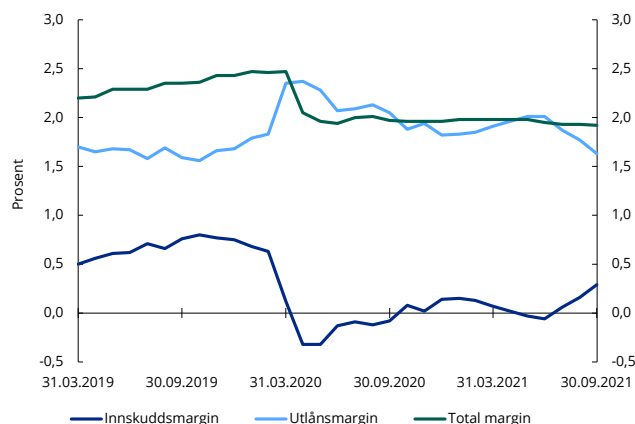
Kilde: Finanstilsynet

Bankenes netto renteinntekter ble svekket etter renten nedgangen i starten av pandemien, se figur 2.2. Med styrings- og markedsrente nær null har særlig innskuddsmarginen vært under press. Økt pengemarkedsrente etter utgangen av første halvår har bidratt til å bedre innskuddsmarginen noe, se figur 2.3. I den samme perioden har bankenes utlånsmargin falt, men bankene forventer økte utlånsrenter i tiden framover. Et stigende rentenivå, jf. omtalen i kapittel 1, vil kunne bidra til økt rentemargin og høyere netto renteinntekter, men vil også kunne gi større utlånstap dersom økte renter fører til svekket betjeningsevne hos låntakere.

Fremdeles høy vekst i utlån til personkunder

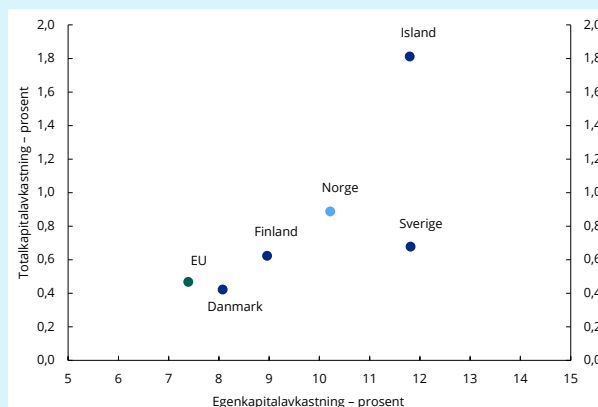
Bankenes utlån til personkunder henger over tid tett sammen med utviklingen i boligmarkedet. Boligprisveksten har bidratt til å holde utlånsveksten til personkunder oppe gjennom pandemien, se figur 2.5. Reduserte volum av forbrukslån har bidratt til å redusere veksten, men effekten er begrenset siden forbrukslån utgjør en liten del av bankenes samlede utlån til personkunder. For foretakene som inngår i Finanstilsynets kartlegging av forbrukslån, ble utlånene redusert med 12 prosent siste tolv måneder fram til utgangen av tredje kvartal 2021. Justert for salg av porteføljer med misligholdte lån var reduksjonen 7 prosent.

2.3 Rentemarginer



Kilde: Statistisk sentralbyrå

2.4 Avkastning i nordiske land og EU, første halvår 2021

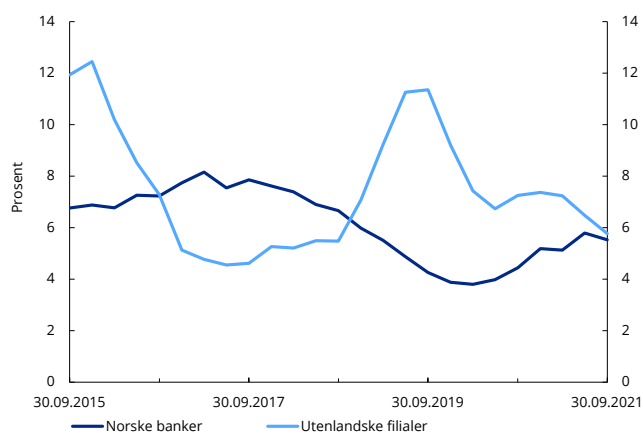


Tall per 30. juni 2021. Kilder: EBA Risk Dashboard og Finanstilsynet

Boks 1 Lønnsomhet i Norden og EU

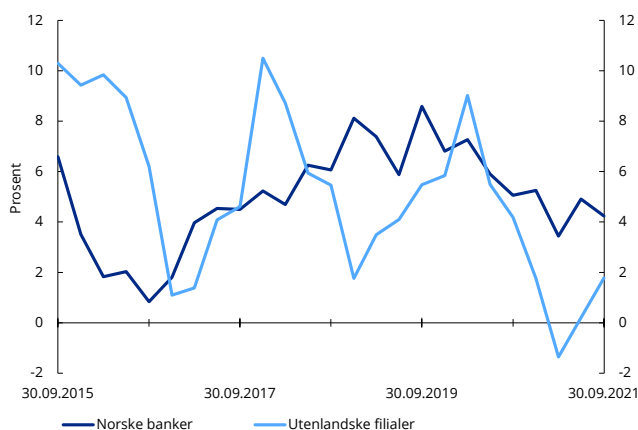
Pandemien medførte svekkede resultater for banker i de fleste europeiske land. Tall fra Det europeiske banktilsynet EBA for de største bankene i hvert land i EU/EØS viser at bankene i nær halvparten av landene i første halvår 2021 hadde en lønnsomhet på nivå med perioden rett før pandemiutbruddet. Som det framgår av figur 2.4, hadde de store bankene i de nordiske landene, med unntak av Danmark, relativt gode resultater i første halvår 2021, i stor grad som følge av lave tap på utlån.

2.5 Tolv måneders utlånsvekst til personkunder



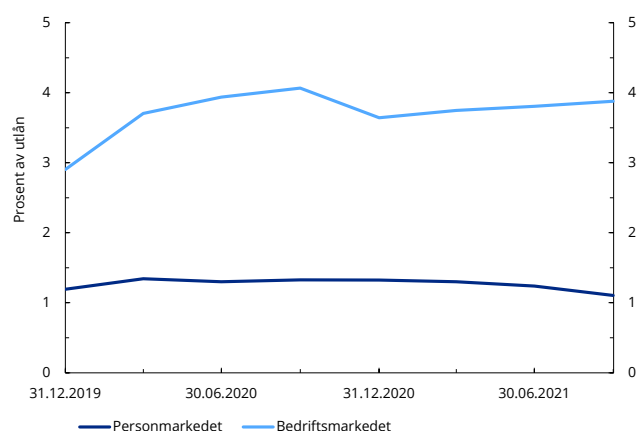
Kilde: Finanstilsynet

2.6 Tolv måneders utlånsvekst til bedriftskunder



Kilde: Finanstilsynet

2.7 Misligholdte engasjementer*



*Mislighold over 90 dager og andre misligholdte engasjementer.

Kilde: Finanstilsynet

Veksten i utlån til bedrifter avtok betydelig etter utbruddet av pandemien i 2020, se figur 2.6. Det var særlig de utenlandske bankenes norske filialer som reduserte veksten kraftig gjennom 2020. De to siste kvartalene har det igjen vært en svak økning i bankenes utlånsvekst, men den er fremdeles betydelig lavere enn før pandemien. Utlån til bedrifter innen varehandel og transport ble særlig redusert i 2020, i stor grad som følge av negative effekter av pandemien. Etter nedtrappingen av pandemiltakene i 2021 har utlånsveksten til disse næringene tatt seg opp. Veksten i bedriftenes totale gjeld har vært svakt stigende det siste året, særlig som følge av økte låneopptak i verdipapirmarkedet, og var ved utgangen av september på nivå med veksten før pandemiutbruddet.

Bankene forventer moderate tap

Bankene vurderer utlånsporteføljene etter regnskapsstandarden IFRS 9. Porteføljene skal etter denne standarden deles inn etter vurdert kredittrisiko. Trinn 1 består av utlån hvor det ikke har vært vesentlig økning i kredittrisiko siden førstegangs innregning. Trinn 2 omfatter utlån med vesentlig økt kredittrisiko, mens trinn 3 omfatter utlån som er vurdert å være kredittforringet³.

En gradvis forbedring i de makroøkonomiske utsiktene har medført en nedgang i andelen utlån i trinn 2 og 3 det siste året. I tillegg har bankene tilbakeført en stor del av de økte tapsavsetningene som ble regnskapsført i starten av pandemien. Særlig de store bankene har regnskapsført betydelige tilbakeføringer, primært i trinn 2 og 3, fordelt på utlån til flere ulike næringer. Den samlede nedgangen det siste året ble delvis motvirket av økte trinn 3-avsetninger i flere forbrukslånbanker.

Etter pandemiutbruddet økte misligholdsandelen på utlån til både bedrifter og personkunder, og den er bare marginalt redusert det siste året, se figur 2.7. Av det samlede misligholdsvolumet i norske banker er i underkant av 40 prosent betalingsmislighold (over 90 dager siden forfall). Øvrig mislighold er knyttet til utlån hvor det er lite sannsynlig at låntaker vil være i

stand til å innfri sine forpliktelser. Misligholdsandelen blant foretakene som inngår i Finanstilsynets kartlegging av forbrukslånsmarkedet, var vesentlig høyere enn for bankene samlet ved utgangen av tredje kvartal 2021.

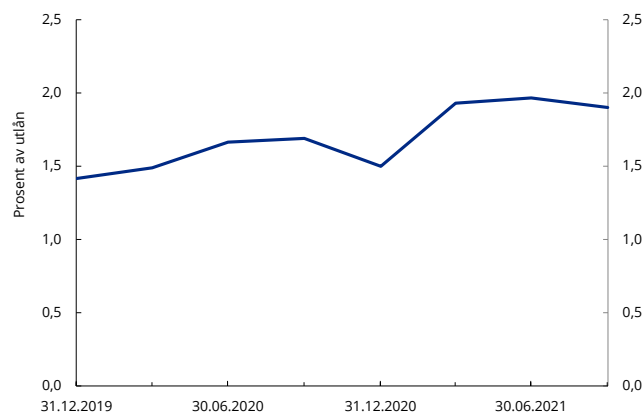
Utviklingen i trinnfordelt utlånsvolum, tap og mislighold kan gi inntrykk av at kredittkvaliteten i bankenes utlånsporteføljer har forbedret seg gjennom pandemien. Den økte andelen utlån merket med betalingslettelse (forbearance) trekker imidlertid i motsatt retning, se figur 2.8. Finanstilsynets kartlegging av utlånsporteføljen til et utvalg av de større bankene kan tyde på at de fleste rente- og avdragsutsettelse gitt i forbindelse med covid-19, ikke er registrert som betalingslettelse, slik at den faktiske økningen i engasjementer med betalingslettelse kan være større enn figuren antyder, jf. Finanstilsynets rapport om tap og mislighold i kredittinstitusjoner.

Klimaendringene og overgangen til et lavutslippssamfunn innebærer en betydelig omstilling av økonomien, med fare for svekket finansiell stilling i næringer og virksomheter som påvirkes negativt av endringene. Dette kan påføre banker og andre finansforetak tap, se nærmere omtale i kapittel 5. Finanstilsynet forventer at finansforetakenes risikostyringssystemer dekker alle vesentlige risikoer, også risikoer knyttet til klimaendringer og overgangen til et lavutslippssamfunn, samt risikoer knyttet til strukturelle endringer i samfunnet og sårbarheter i næringslivet som følge av pandemien.

Lokale sparebanker ekspanderer geografisk

Ved utgangen av tredje kvartal 2021 var det totalt 117 norske banker. Antallet sparebanker har gått ned de siste årene, særlig som følge av fusjoner blant mindre og mellomstore banker. Samtidig har det totale antallet norske banker vært relativt stabilt etter etablering av en rekke nye spesialiserte banker (forbrukslån, SMB-lån mv.). DNB og enkelte av de store nordiske bankene har fysisk tilstedeværelse på et stort antall steder i landet. Mange av de nyetablerte nisjebankene er i hovedsak nettbaserte. Tradisjonelt har sparebankenes fortrinn vært lokal og regional tilstedeværelse.

2.8 Engasjementer med betalingslettelse



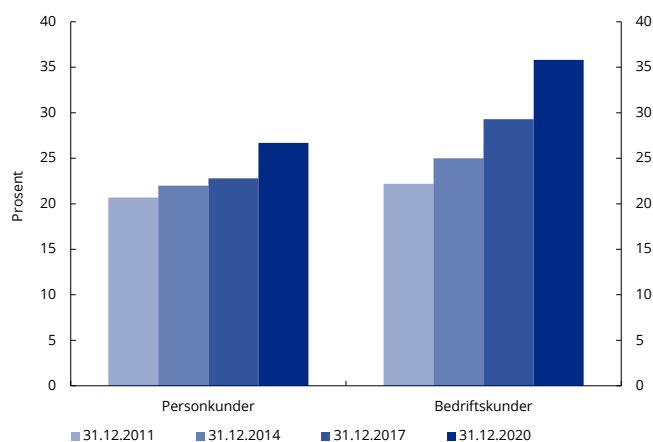
Kilde: Finanstilsynet

Sparebankene har kunnet betjene både personkunder og lokalt næringsliv, og inngående kjennskap til kundene har vært et antatt fortrinn i kredittvurderingene.

Det siste tiåret har flere sparebanker gjort strategiske valg om å øke aktiviteten utenfor sitt tradisjonelle hjemmemarked. Ekspansjonen har til dels kommet gjennom etablering av fysiske filialer/kontorer utenfor fylket de er hjemmehørende i. Bankene har gjennom en slik prosess definert større områder som sitt geografiske nedslagsfelt. I den senere tid har flere banker også etablert nettbaserte tjenester som retter seg mot det nasjonale markedet. Disse tjenestene har gjerne blitt gitt egne markedsføringsnavn som i liten grad speiler lokal tilhørighet. Dette kan være gjort for å lette markedsføringen mot kunder utenfor det tradisjonelle hjemmemarkedet. Samtidig kan slike markedsføringsnavn motvirke at egne lokale kunder, som i betydelig grad identifiserer seg med et kjent banknavn, velger å flytte eksisterende lån til nye produkter med gunstigere vilkår.⁴ Geografisk ekspansjon kan bidra til økt konkurranse regionalt og nasjonalt. For den enkelte bank kan ekspansjonen medføre høyere risiko i porteføljen dersom banken ikke har like god kunnskap om kunder og markeder som ligger utenfor det tradisjonelle kjerneområdet.

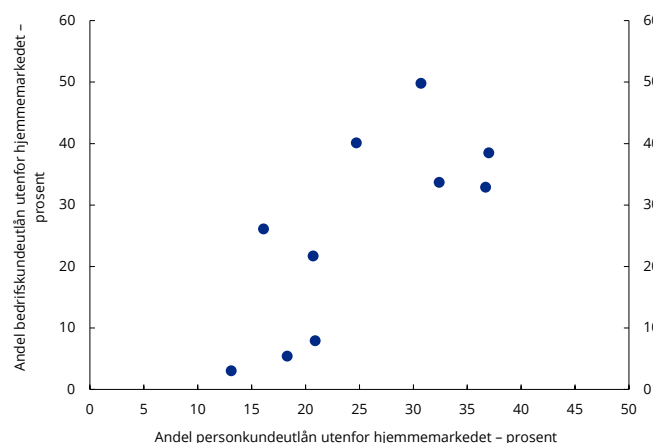
Nedenfor omtales utviklingen i utlån i perioden 2011–2021 for alle de ti store og mellomstore sparebankene⁵ som har egne boligkredittforetak. Totalt står de ti

2.9 Andel utlån utenfor tradisjonelt hjemmemarked



Kilde: Finanstilsynet

2.10 Enkeltbankers utlånsandel utenfor tradisjonelt hjemmemarked, per 31.12.2020



Kilde: Finanstilsynet

bankene for om lag 20 prosent av samtlige norske bankers utlån. Bankenes tradisjonelle "hjemmemarked" er i det følgende definert som det fylket⁶ hovedkontoret ligger i. Det gjøres oppmerksom på, som nevnt over, at flere av de store sparebankene nå definerer også nærliggende fylker som "hjemmemarkedet". For små sparebanker vil "hjemmemarkedet" ofte være innenfor et avgrenset geografisk område innenfor eget/et fylke.

Utlån til personkunder domineres av utlån med pant i bolig, som står for om lag 90 prosent av bankenes utlån til kundegruppen. Slike lån er i stor grad standardiserte produkter. Bankene gjør i betydelig utstrekning kredittvurderingene ved hjelp av

automatiserte modeller, basert på tilgjengelig informasjon om låntakers inntekt, gjeldssituasjon, verdi på pant mv. Mange låntakere beholder gjerne kundeforholdet til sin lokale bank, også etter at de har flyttet ut av hjemfylket. Geografisk mobilitet bidrar dermed til at bankenes personkundeutlån går til kunder utenfor det opprinnelige hjemmemarkedet.

Som det framgår av figur 2.9, har bankene i utvalget økt andelen utlån til kunder utenfor det tradisjonelle hjemmemarkedet betydelig det siste tiåret. Andelen varierer, men økte for de fleste bankene i denne perioden.

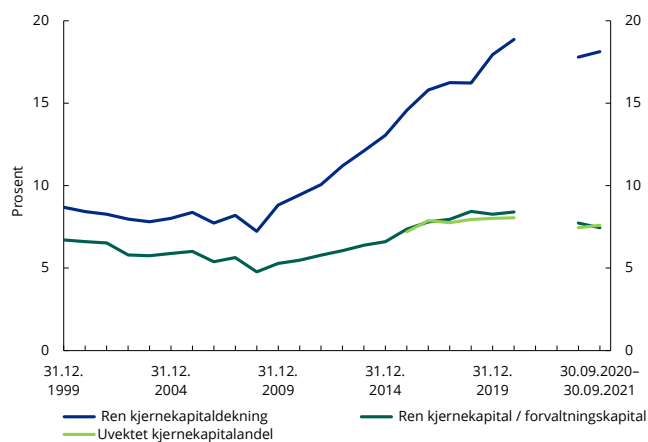
For utlån til bedriftskunder kan bankene i mindre grad basere seg på automatiserte kredittvurderingsmodeller. Spesifikk kunnskap om den enkelte kunde og markedet den opererer i, er dermed viktigere for å sikre en forsvarlig kredittvurdering for utlån til bedrifter enn for utlån til personer. Av figur 2.9 framgår det at økningen i andelen utlån utenfor det tradisjonelle hjemmemarkedet har vært større for bedriftskunder enn for personkunder, og at andelen er høyere for bedriftskunder. Det er samtidig betydelig variasjon mellom bankene i utvalget i omfanget av utlån utenfor hjemmemarkedet. Som det framgår av figur 2.10, er det en viss samvariasjon i enkeltbankers eksponering mot bedrifts- og personkunder utenfor det tradisjonelle hjemmemarkedet.

SOLIDITET

Tilbakeholdte overskudd har bedret soliditeten siste år

Ved utgangen av tredje kvartal 2021 var ren kjernekapitaldekning i norske banker, beregnet som vektet gjennomsnitt, 18,1 prosent, mot 17,8 prosent ett år tidligere, se figur 2.11. Økningen i risikovektet kapitaldekning de siste årene skyldes først og fremst regelverksendringer og ikke en reell bedring av bankenes soliditet. De siste ti årene har økt bruk av interne målemetoder for kredittrisiko (IRB) og høyere vekst i utlån til personmarkedet enn til bedriftsmarkedet bidratt til økt ren kjernekapitaldekning. Innlemmelsen av det europeiske soliditetsregelverket i EØS-avtalen i

2.11 Soliditeten i norske banker, samlet

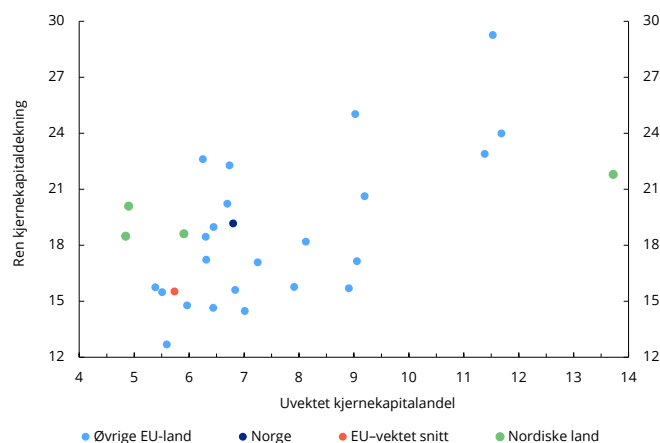


Kilde: Finanstilsynet

2019 innebar blant annet bortfall av Basel 1-gulvet for IRB-banker og innføring av SMB-rabatten for beregning av kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter, se Finansielt Utsyn juni 2021.

Uvektet kjernekapitalandel defineres som kjernekapital som andel av foretakenes eksponeringer på og utenom balansen før risikovekting. Ren kjernekapitaldekning defineres som ren kjernekapital som andel av risikovektet beregningsgrunnlag. Bankenes uvektede kjernekapitalandel (leverage ratio) var 7,6 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2021. Med unntak av Island er norske bankers uvektede kjernekapitalandel høyere enn for store banker i de øvrige nordiske landene, se figur 2.12. Ren kjernekapitaldekning i norske banker er derimot på nivå med tilsvarende tall for de største bankene i disse landene og reflekterer i hovedsak at norske bankers gjennomsnittlige risikovekt er høyere.

2.12 Soliditet i store europeiske banker, per 30.06.2021



*Gjennomsnitt for DNB, SMN og SR-Bank er beregnet av Finanstilsynet. Kilder: EBA Risk Dashboard og Finanstilsynet

Boks 2 Framtidige endringer i bankenes kapitalkrav

Endringer i EUs kapitalkravsregelverk (CRR2)

Våren 2019 ble det vedtatt endringer i EUs kapitalkravsregelverk og krisehåndteringsregelverk ("bankpakken"). Endringene i bankpakken vil påvirke ren kjernekapitaldekning gjennom reduserte kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter (SMB-rabatt), reduserte kapitalkrav for utlån til infrastrukturprosjekter, endringer i hvilke immaterielle eiendeler som kan inngå i ren kjernekapital, og nye beregningsmetoder for motpartsrisiko. CRR2 ble innført i EU sommeren 2021 og forventes innført i Norge tidligst i andre kvartal 2022.

- Reduserte kapitalkrav for utlån til SMB: SMB-rabatten i gjeldende kapitalkravsregelverk i Norge reduserer kapitalkravet til små og mellomstore bedrifter med 23,81 prosent for alle utlån til SMB* under 1,5 mill. euro. I CRR2 gjelder samme reduksjon for lån opptil 2,5 mill. euro, og utlån som overstiger dette, får en reduksjon på 15 prosent. Med det vil alle lån til SMB få reduksjon i kapitalkrav.

- Reduserte kapitalkrav for utlån til infrastrukturprosjekter:
Med CRR2 kommer også en reduksjon i kapitalkrav på 25 prosent for utlån til foretak som driver eller finansierer infrastrukturprosjekter.
- Endring i hvilke immaterielle eiendeler som trekkes fra ren kjernekapital:
Programvare som ikke påvirkes negativt av at institusjonen krisehåndteres eller avvikles, kan inngå i ren kjernekapital.
- Nye beregningsmetoder for motpartsrisiko:
Det innføres tre nye beregningsmetoder for motpartsrisiko. Den nye standardmetoden er avansert, men foretak med begrenset derivatvirksomhet kan bruke enklere modeller.

Økt systemrisikobuffer

I desember 2019 fastsatte Finansdepartementet økt krav til systemrisikobuffer fra 3 til 4,5 prosent. For foretak som benytter avansert IRB-metode (AIRB), gjaldt den økte buffersatsen fra utgangen av desember 2020. For banker som benytter standardmetoden og grunnleggende IRB, gjelder bufferkravet fra utgangen av 2022. Kravet til systemrisikobuffer skal dekke risiko knyttet til strukturelle sårbarheter og systemrisiko i Norge og ble derfor endret fra å omfatte alle eksponeringer til å bare omfatte eksponeringer i Norge. Banker med store eksponeringer i utlandet vil dermed få et lavere bufferkrav på samlet portefølje.

Økt motsyklisk kapitalbuffer

Med bakgrunn i at aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg opp etter pandemien, besluttet Finansdepartementet i juni 2021 å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer fra 1 til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022. Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer robuste overfor utlånstap i en framtidig lavkonjunktur samt å dempe faren for at bankene bidrar til å forsterke en eventuell nedgangskon-

junktur ved å redusere sin kredittgiving. Norges Bank har varslet at bufferen på noe sikt skal tilbake til 2,5 prosent.

Nytt rundskriv til banker som benytter IRB-metode

Rundskriv 3/2021 tydeliggjør Finanstilsynets praktisering av IRB-regelverket, herunder kravene til bankenes modeller for misligholds-sannsynlighet (PD) og tapsgrad (LGD), og til etterprøving (validering) av modellene. Rundskrivet følges opp i det løpende tilsynet med bankene, blant annet i behandlingen av modellendringssøknader fra bankene.

Forslag til implementering av siste del av Basel III

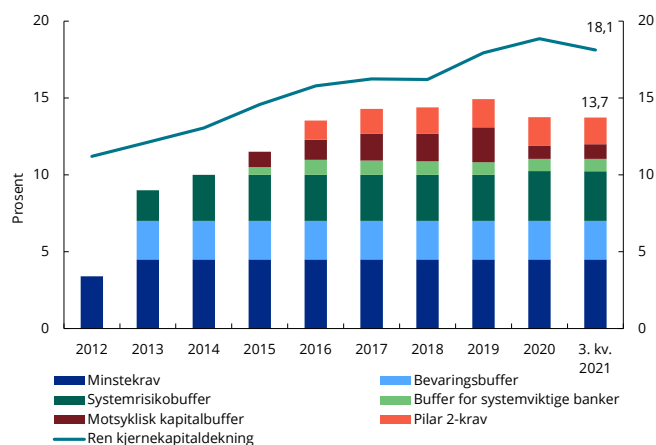
I oktober 2021 presenterte EU-kommisjonen forslag til implementering av siste del av Basel III-regelverket i EØS. Forslaget inneholder blant annet nytt gulv for kapitalkrav ("output floor") beregnet etter IRB-metoden, ny standardmetode for kredittrisiko og krav til offentliggjøring av ESG-risiko (Environmental, Social and Governance Risk). Gjennomføringsfristen er foreslått satt til 1. januar 2025 i EU, og regelverket vil implementeres i norsk rett gjennom EØS-avtalen.

*Små og mellomstore bedrifter (SMB) defineres i CRR som foretak som sysselsetter færre enn 250 personer, og som har en årsomsetning under 50 mill. euro.

Endring i bankenes kapitalkrav vil gi redusert margin til kapitalkravet

Per 30. september 2021 var norske bankers samlede effektive kapitalkrav utenom pilar 2-krav 12,0 prosent vektet etter beregningsgrunnlag. Inklusiv pilar 2-kravene, som til sammen utgjør 1,7 prosent vektet etter bankenes beregningsgrunnlag, var det totale kravet til ren kjernekapitaldekning 13,7 prosent, se figur 2.13. Ved utgangen av tredje kvartal 2021 var dermed bankenes samlede margin til ren kjernekapitaldekning (inkludert pilar 2-krav) på 4,4 prosentpoeng. Varslet framtidig økning i bankenes kapitalkrav, herunder motsyklisk kapitalbuffer og system-

2.13 Ren kjernekapital og effektive kapitalkrav som andel av risikovektet beregningsgrunnlag

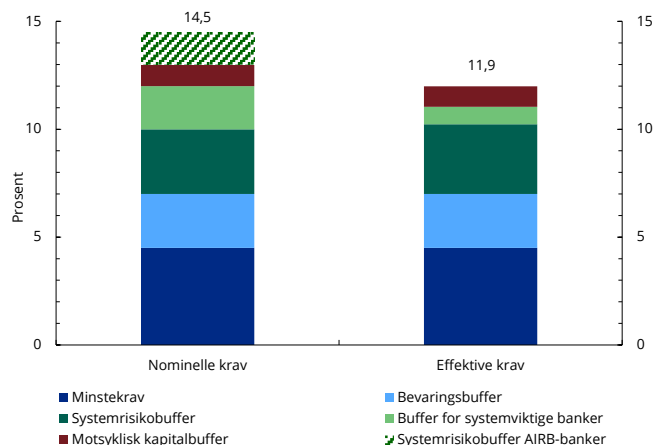


Kilde: Finanstilsynet

risikobuffer for banker som bruker standardmetoden og grunnleggende IRB-metode, vil påvirke denne marginen.

Av norske banker er det kun DNB Bank som er underlagt krav til buffer for systemviktige foretak. Videre settes motsyklisk kapitalbuffer og systemrisikobuffer som foretaksspesifikke satser fordelt etter bankenes engasjementer i ulike land. Det medfører at bankenes effektive krav er lavere enn de nominelle satsene, se figur 2.14. Basert på landfordelingen til norske banker vil en motsyklisk buffer på 2,5 prosent i Norge i gjennomsnitt øke kapitalkravet med 1,4 prosentpoeng fra gjeldende nivå. Tilsvarende vil økt systemrisikobuffer fra utgangen av 2022 for banker som benytter standardmetoden og grunnleggende IRB, øke det samlede kapitalkravet med 0,5 prosentpoeng. Økt systemrisikobuffer og et eventuelt krav til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent vil derfor, alt annet likt, redusere bankenes margin til kapitalkravet fra 4,4 til 2,5 prosentpoeng dersom endringene hadde vært gjeldende per 30. september 2021. Som tidligere nevnt er motsyklisk kapitalbuffer besluttet økt til 1,5 prosent fra 30. juni 2022, mens Norges Bank har varslet at bufferen på noe sikt vil økes til 2,5 prosent.

2.14 Krav til ren kjernekapitaldekning for norske banker per 30. september 2021*



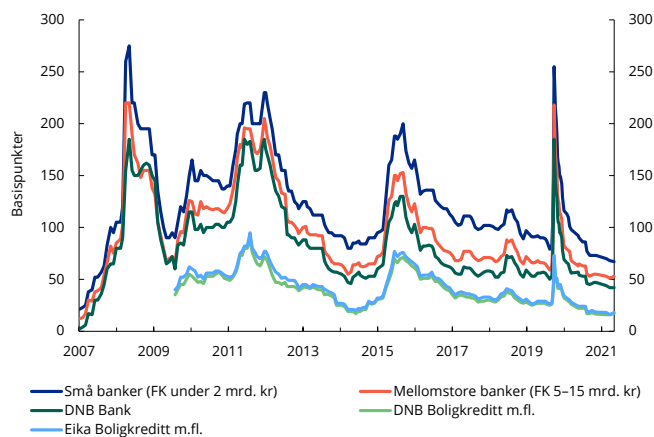
*Ekskl. pilar 2-krav. Kilde: Finanstilsynet

Anbefaling om bankers utdeling av utbytte opphevet fra 30. september 2021

Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) offentliggjorde 18. desember 2020 en anbefaling til nasjonale myndigheter i EØS om å be banker og forsikringsforetak avstå fra utbyttebetalinger og andre utdelinger fram til 30. september 2021, med mindre det utvises særlig forsiktighet og utdelingene ikke overskrider konservative grenser fastsatt av nasjonale tilsynsmyndigheter. Bakgrunnen var fortsatt stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen som følge av koronapandemien. I januar 2021 anmodet Finansdepartementet bankene om å utvise forsiktighet og begrense samlede utdelinger innenfor 30 prosent av kumulert årsresultat fram til 30. september 2021.

I august 2021 ba Finansdepartementet om Finanstilsynets vurdering av behovet for ytterligere kommunikasjon vedrørende overskuddsdisponeringen etter 30. september 2021. Finanstilsynet viste til at det fortsatt er vesentlig usikkerhet knyttet til pandemiens videre forløp og økonomiske virkninger⁷, men at usikkerheten om den videre økonomiske utviklingen likevel er vesentlig redusert. Finanstilsynet viste videre til at Norges Bank har uttrykt at motsyklisk kapitalbuffer på

2.15 Risikopåslag på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)



Kilde: DNB Markets

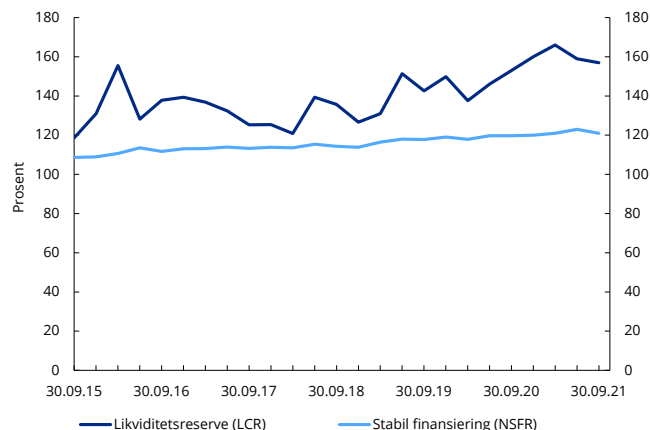
noe sikt skal tilbake på 2,5 prosent, noe som bidrar til å redusere faren for betydelig svekket soliditet gjennom høye utdelinger. Med dette som grunnlag uttalte Finanstilsynet at det ikke lenger ville være behov for å begrense bankenes utdelinger etter 30. september. Departementet fulgte Finanstilsynets råd i en pressemelding 7. september 2021 og la til grunn ordinære rammer for framtidige utdelinger. I slutten av september bekreftet Det europeiske systemrisikorådet (ESRB)⁸ at anmodningen om å holde tilbake overskudd ville utløpe 30. september 2021.

FINANSIERING OG LIKVIDITET

Fortsatt lave risikopåslag på bankenes markedsfinansiering

Utbruddet av koronapandemien førte til stor markedsuro, noe som ga en kraftig økning i risikopremier på obligasjoner. I midten av mars 2020 var risikopåslagene på om lag samme nivå som under den globale finanskrisen høsten 2008. Markedene hentet seg imidlertid relativt raskt inn. Risikopåslagene har så langt i 2021 vært på de laveste nivåene som er registrert de siste ti årene, både for seniorobligasjoner og for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), se figur 2.15.

2.16 Likviditetsreserve og stabil finansiering



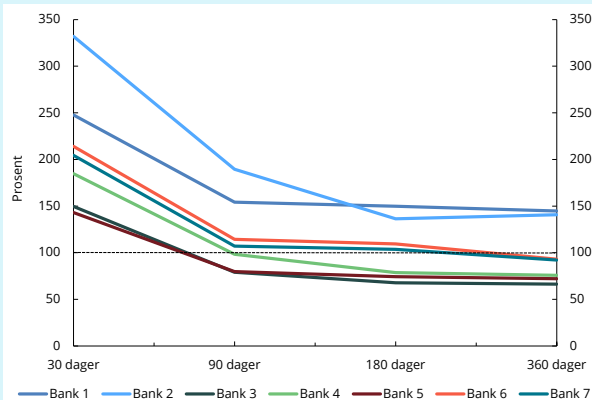
Kilde: Finanstilsynet

ECBs pandemiprogram PEPP (pandemic emergency purchase programme), der ECB blant annet kjøper obligasjoner, og tilsvarende støtteprogrammer fra andre sentralbanker har bidratt til de lave risikopåslagene. Nedskalering av sentralbankenes støtteprogrammer kan føre til en økning i risikopåslagene, men det er usikkert når nedskaleringen vil skje og hvor stor effekt det vil ha på markedet. Den amerikanske sentralbanken (FED) har varslet at den fra november vil starte en gradvis nedskalering av sine obligasjonskjøp, men dette var forventet og har foreløpig ikke hatt noen effekt på prisingen i markedene.

God likviditetsdekning og høy andel stabil finansiering

Samlet sett har norske banker både økt sine likviditetsreserver, målt ved LCR (liquidity coverage ratio), og andelen langsiktig finansiering, målt ved NSFR (net stable funding ratio), de seneste årene, se figur 2.16. Likviditetsreserver sikrer at bankene kan innfri sine forpliktelser i en kortere periode med begrenset tilgang på ny finansiering, mens lang, stabil finansiering bidrar til å redusere finansieringsrisikoen på lengre sikt.

2.A Likviditetsdekning uten utnyttelse av OMF-potensialet



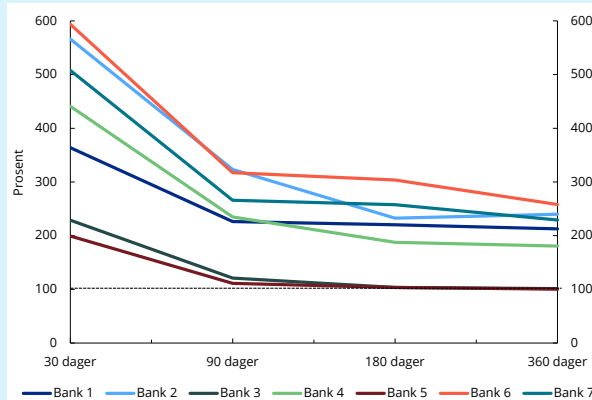
Kilde: Finanstilsynet

Boks 3 Likviditetsstresstest

Norges Bank og Finanstilsynet utviklet i 2017 et rammeverk for stresstesting av likviditeten i enkeltbanker. Formålet med rammeverket er å kunne vurdere den enkelte banks evne til å motstå stress i finansieringsmarkedene og realøkonomien. Rammeverket er her benyttet på syv store norske banker. Scenarioet i stresstesten er et sterkt stress i utenlandske finansmarkeder.

Uro i utenlandske finansmarkeder gir økte risikopåslag, redusert markedslikviditet og svekket kronekurs. Både prisen og tilgangen på markedsfinansiering påvirkes. 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. Innskudd i norske banker antas 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. Det antas fortsatt positiv utlånsvekst til personkunder, men ingen vekst i utlån til bedriftsmarkedet. For mer om rammeverket og scenariet, se [Finansielt utsyn](#) fra desember 2018.

2.B Likviditetsdekning med utnyttelse av OMF-potensialet



Kilde: Finanstilsynet

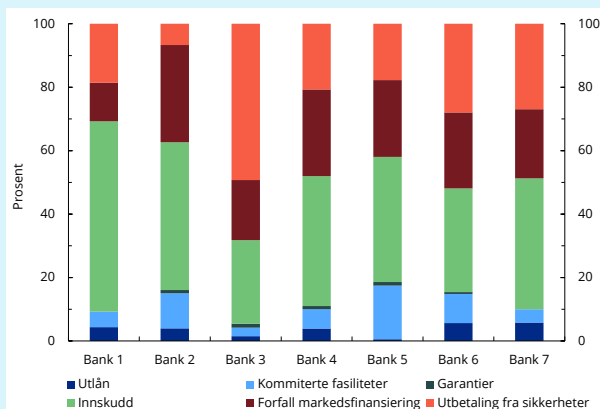
Definisjoner

- Finansieringsbehov = summen av inn- og utbetalinger
- Likviditetsbuffer = LCR-godkjente eiendeler + øvrige tilgjengelige verdipapirer og innskudd i andre banker
- OMF-potensial = klargjorte lån og lån som kan klargjøres for overføring til OMF-foretak, samt ledig sikkerhetsmasse i OMF-foretaket
- Likviditetsdekning = likviditetsbuffer i prosent av finansieringsbehov
- Overlevelseshorisont = tiden fra stresset slår inn til likviditetsdekningen er under 100 prosent

Resultater

I stresstesten har alle de sju bankene en likviditetsdekning over 100 prosent de første 30 dagene og dermed tilstrekkelig likviditet til å dekke finansieringsbehovet. Kun to av bankene har en likviditetsdekning over 100 prosent gjennom hele perioden (ett år), se figur 2.A. Legges det til grunn at den enkelte bank 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 imidlertid alle de syv bankene en likviditetsdekning over 100 prosent gjennom hele stressperioden, se figur 2.B.

2.C Sammensetningen av kontantstrømmen



Kilde: Finanstilsynet

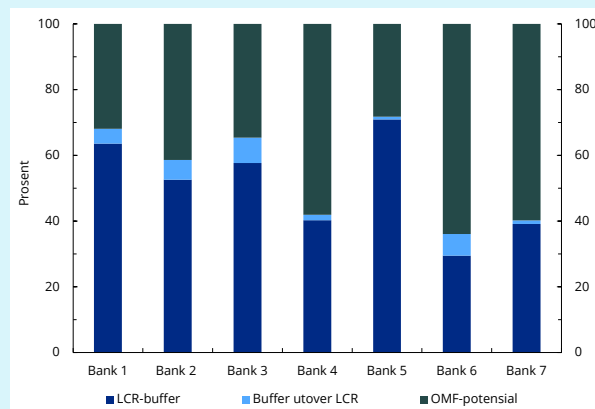
Innskuddsbortfall er den faktoren som påvirker nettokontantstrømmen i stresset mest for de fleste bankene, men forfall av markedsfinansiering og utbetaling av sikkerheter utgjør også en stor andel, se figur 2.C. Hvor godt den enkelte banken klarer seg gjennom stressperioden, påvirkes i stor grad av andelen og sammensetningen av innskudd, andelen markedsfinansiering med forfall innen ett år og andelen valutafinansiering (derivatavtaler).

Stor avhengighet av OMF

Potensialet for utstedelse av nye OMF direkte i markedet eller bruk av egne OMF som sikkerhet i låneavtaler, for eksempel gjennom gjenkjøpsavtaler, utgjør en stor andel av likviditetsbufferen for mange av bankene, se figur 2.D. OMF utgjør også en stor andel av bankenes øvrige likviditetsbuffer (LCR-buffer og buffer utover LCR). Dette gjør at avhengigheten av OMF er større enn det som her omtales som OMF-potensialet.

OMF anses som en stabil finansieringskilde med lavere volatilitet enn øvrig markedsfinansiering. OMF har i årene etter 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

2.D Sammensetningen av likviditetsbufferen



Kilde: Finanstilsynet

finanskrisen i 2008 ble OMF i hovedsak benyttet i bytteordningen, der myndighetene tilbød bankene å bytte sine OMF mot mer likvide statspapiere. Under markedsuroen i forbindelse med koronapandemien i mars 2020 ble prisene på OMF sterkt påvirket, men markedet hentet seg raskt inn, mye grunnet kraftige støttetiltak fra ulike sentralbanker.

Norske banker har, som nevnt, økt sine likviditetsreserver og andelen stabil finansiering de seneste årene. Bankene er dermed bedre rustet til å møte uro i finansmarkedene, men er i stor grad avhengige av at både markedet for utstedelse av nye OMF og omsetning av OMF i annenhåndsmarkedet fungerer.

Den store avhengigheten av OMF utgjør også en mulig systemrisiko. Et stort nedslag av OMF fra flere banker på samme tid vil kunne påvirke både bankenes muligheter til å få solgt sine OMF, prisen på OMF og mulighetene for utstedelse av nye OMF og påslagene på utstedelsene. Norske livsforsikringsforetak er betydelig eksponert mot banksektoren gjennom store beholdninger av både OMF og seniorobligasjoner. Dette gjør at utfordringer i banksektoren også kan påvirke forsikringsforetakenes lønnsomhet og soliditet, se omtale i kapittel 3.

KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

Etter svakere resultater i 2020 har den positive kursutviklingen i aksjemarkedene så langt i 2021 bidratt til å bedre lønnsomheten i pensjonsinnretningene. Soliditeten i pensjonsinnretningene er samlet sett god.

Det lave rentenivået er imidlertid fortsatt utfordrende for pensjonsinnretninger med en stor andel garanterte pensjonsprodukter i privat sektor. Kredittkvaliteten i livsforsikringsforetakenes obligasjonsporteføljer er noe svakere enn den var før krisen, og andelen likvide eiendeler er redusert. Norske livsforsikringsforetak er høyt eksponert mot banksektoren og har i tillegg økt investeringene i grønne obligasjoner.

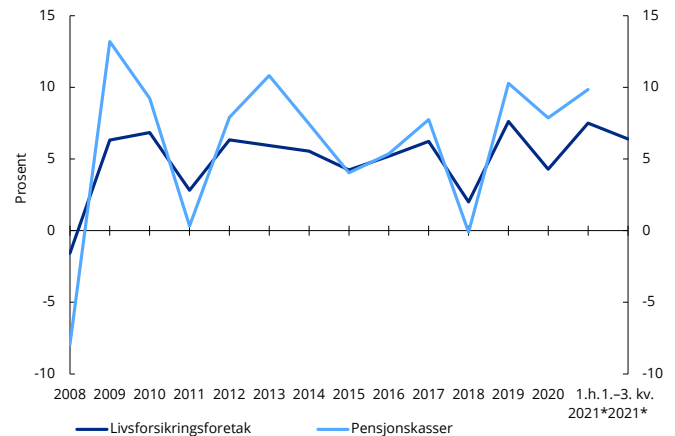
Skadeforsikringsforetakenes skadeprosenter er redusert gjennom pandemien, og mange av foretakene viser i 2021 svært gode resultater. Soliditeten i skadeforsikringsforetakene er noe lavere enn ved inngangen til pandemien, men sett under ett er soliditeten god.

LIVSFORSIKRING OG PENSJON

Utviklingen i rente- og aksjemarkeder er av stor betydning for lønnsomhet og soliditet

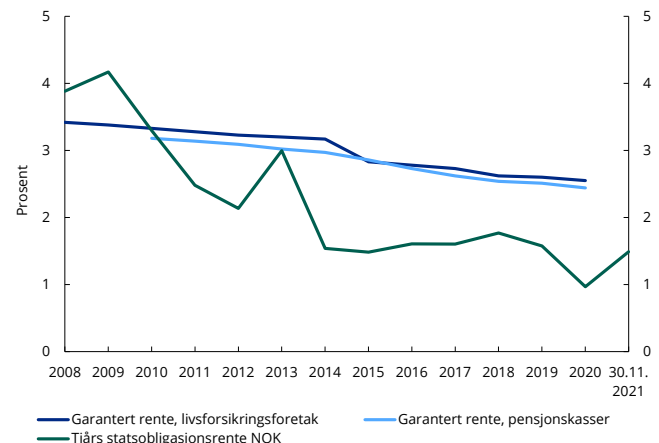
Oppgangen i aksjemarkedene så langt i 2021 har bidratt til en bedring i pensjonsinnretningenes avkastning og resultater sammenlignet med 2020, som var preget av et betydelig aksjeprisfall etter utbruddet av koronapandemien. Den verdijusterte avkastningen i pensjonsinnretningenes kollektivporteføljer hittil i 2021 er noe lavere enn 2019, se figur 3.1. I livsforsikringsforetakenes investeringsvalgportefølje er avkastningen imidlertid noe høyere og var 10,7 prosent i første til tredje kvartal 2021, hovedsakelig som følge av en høyere aksjeandel. Variasjonene i avkastningen over tid henger tett sammen med svingningene i aksjemarkedene. For en nærmere

3.1 Verdijustert avkastning i kollektivporteføljen i pensjonsinnretningene



* Annualisert. Kilde: Finanstilsynet

3.2 Utvikling i tiårig statsobligasjonsrente og gjennomsnittlig garantert rente

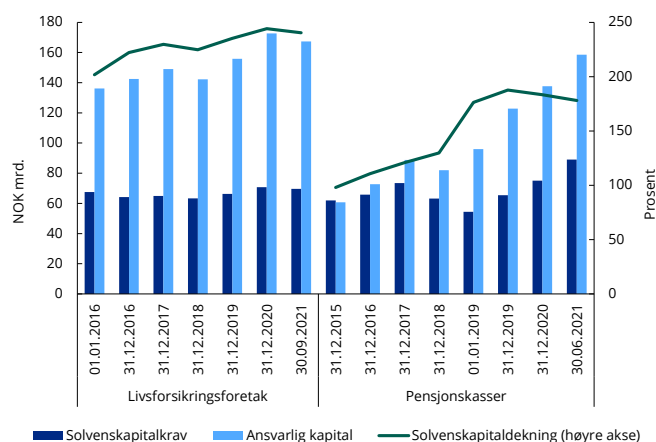


Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

omtale av resultatene i livsforsikringsforetakene og pensjonskassene, se Finanstilsynets [resultatrapport for finansforetak](#).

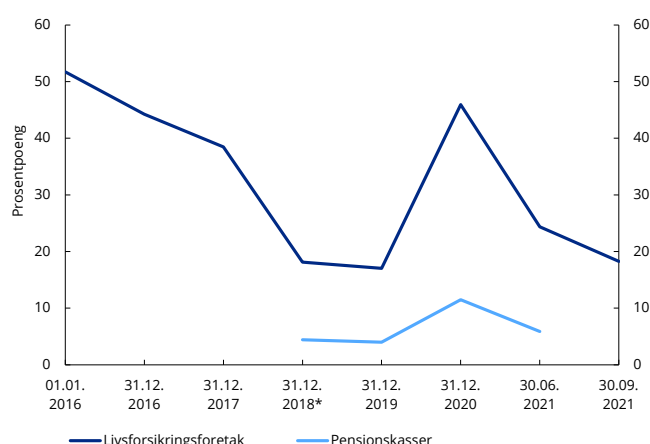
I 2020 falt den risikofrie markedsrenten, representert ved tiårs norsk statsobligasjonsrente, fra et allerede lavt nivå. Renten tok seg imidlertid noe opp mot slutten av året og har økt så langt i 2021, se figur 3.2. Nivået er fortsatt betydelig lavere enn gjennomsnittlig rentegaranti i pensjonsinnretningenes ytelsesbaserte pensjonsordninger. Et lavt rentenivå øker nåverdien av framtidige forpliktelser og gjør det mer krevende å oppnå meravkastning for pensjonsinnretninger med garanterte produkter. Foretakenes avkastning de siste

3.3 Soliditet i livsforsikringsforetak og pensjonskasser*



*Krav om dekningsprosent over 100 for pensjonskassene ble innført 1. januar 2019. Grunnlaget for beregningene ble også endret. Kilde: Finanstilsynet

3.4 Effekt på solvenskapitaldekningen av overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger



* For pensjonskassene vises effekten per 1. januar 2019. Kilde: Finanstilsynet

årene har vært høyere enn garantert rente, blant annet som følge av avkastning på aksjer og eiendom. Vedvarende lavt rentenivå kan bidra til at pensjonsinnretningene øker andelen risikable og mindre likvide investeringer for å øke forventet avkastning.

Solvenskapitaldekningen i livsforsikringsforetakene var på 240 prosent per 30. september 2021, som er noe høyere enn før pandemien (per 31. desember 2019). For pensjonskassene gikk solvenskapitaldekningen noe ned og var 178 prosent per 30. juni 2021, se figur 3.3. Reglene for beregning av solvenskapital-

dekning omfatter en overgangsregel for forsikringstekniske avsetninger som delvis motvirker effekten av lavere rente i solvensberegningen. Overgangsregelen har særlig stor betydning for livsforsikringsforetak og pensjonskasser med en høy andel fripoliser. Økt rentenivå har bidratt til å redusere effekten av overgangsregelen i 2021, se figur 3.4. Uten bruk av overgangsregelen var livsforsikringsforetakenes solvenskapitaldekning 222 prosent per 30. september 2021, opp fra 218 prosent ved årsslutt 2019. For pensjonskassene vises effekten per 1. januar 2019. For nærmere omtale av soliditeten i livsforsikringsforetak og pensjonskasser, se Finanstilsynets [soliditetsrapporter for finansforetak](#).

EU-kommisjonen la i september 2021 fram forslag til endringer i Solvens II-regelverket for forsikringsforetak. Kommisjonens forslag innebærer lettelse i solvenskravene sammenlignet med forslaget oversendt fra Den europeiske tilsynsmyndigheten for forsikring og tjenestepensjon (EIOPA) i desember 2020. Kommisjonen foreslår blant annet en mer moderat økning av kapitalkravet for renterisiko enn det EIOPA foreslo, noe som har stor betydning for norske livsforsikringsforetak med høy andel forpliktelser med rentegaranti. Kommisjonen foreslår også andre lettelse sammenlignet med EIOPAs forslag, blant annet i form av høyere volatilitetsjustering, lavere risikomargin og lettelse i kriteriene for klassifisering som langsiktige aksjeinvesteringer. Kommisjonens forslag er nå til behandling i EU-parlamentet og -rådet. Nytt regelverk vil tidligst tre i kraft i 2024. Finanstilsynet vil i lys av eventuelle endringer i Solvens II-regelverket vurdere om det skal gjøres tilpasninger i det forenklete solvenskapitalkravet for pensjonskassene.

Livsforsikringsforetakene har betydelige obligasjonsinvesteringer

Obligasjoner utgjør den største aktivaklassen blant livsforsikringsforetakenes investeringer i kollektiv- og selskapsporteføljen per 30. september 2021, se figur 3.5. Livsforsikringsforetakenes eiendeler har vesentlig lavere durasjon⁹ enn forpliktelsene, noe som innebærer at endringer i rentenivået kan gi store

utslag på solvenskapitalen. Ved utgangen av 2020 var gjennomsnittlig durasjon på obligasjonsporteføljen og forpliktelsene (ekskl. investeringsvalg) hhv. 5 og 14 år.

En internasjonal sammenligning av ytelsespensjonsprodukter fra IMF viser at gapet mellom garantert rente og rentenivået i markedet ikke er et særnorsk problem.¹⁰ I flere land har dette ført til at livsforsikringsforetak har økt kredittrisikoen i obligasjonsporteføljene. Studien viser for øvrig at porteføljen til norske livsforsikringsforetak er blant de minst utsatte i et simulert markedssjokk.

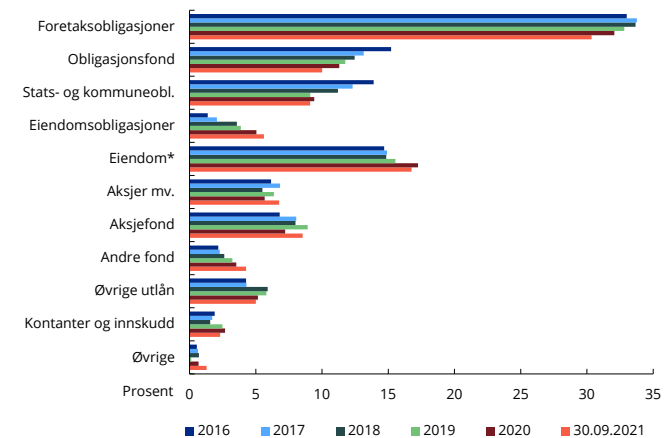
Kredittkvaliteten i livsforsikringsforetakenes obligasjonsporteføljer er noe redusert

Norske livsforsikringsforetak har i stor grad investert i foretaksobligasjoner med god kredittkvalitet. I underkant av 80 prosent av foretaksobligasjonene var ratet per 30. september 2021. Investeringene i foretaksobligasjoner med kredittvurdering BBB økte fra utgangen av 2019 til 30. september 2021, og andelen obligasjoner med høyere kredittvurdering falt tilsvarende, se figur 3.6. Dette kan være drevet av et ønske om høyere avkastning, såkalt "search for yield", men koronakrisen medførte også at ratingbyråene nedgraderte foretaksobligasjoner. Av livsforsikringsforetakenes foretaksobligasjoner per 30. september 2021 var 4 prosent nedgradert siden 31. desember 2019. Kapitalkravet for kredittmarginrisiko (spreadrisiko) er knyttet til obligasjonenes kredittvurdering, og ytterligere nedgraderinger kan gi høyere kapitalkrav for kredittmarginrisiko og føre til et verdifall på livsforsikringsforetakenes investeringer.

Norske livsforsikringsforetak er betydelig eksponert mot banksektoren

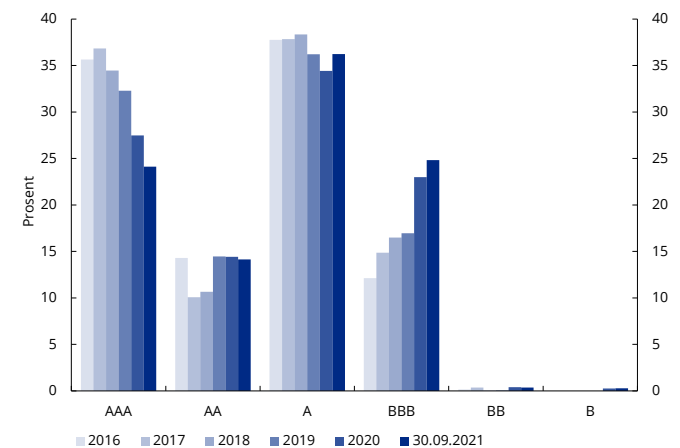
Obligasjoner utstedt av foretak i finansiell sektor utgjør 57 prosent av foretaksobligasjonene i kollektiv- og selskapsporteføljen per 30. september 2021. Av disse foretaksobligasjonene i finanssektoren er 77 prosent av foretaksobligasjonene utstedt av banker og bankeide kredittforetak, hvorav i underkant av halvparten er norske. Ifølge EIOPA har norske forsikringsforetak samlet sett en høy eksponering mot banksektoren sammenlignet med tilsvarende foretak i

3.5 Livsforsikringsforetakenes investeringer i kollektiv- og selskapsporteføljen



*Eiendom inkluderer fast eiendom, eiendomsrelaterte aksjer, eiendomsfond, eiendomsseksponering relatert til sikrede verdipapirer og utlån med sikkerhet i fast eiendom samt andre eiendeler med sektorkode 'eiendom'. Kilde: Finanstilsynet

3.6 Livsforsikringsforetakenes investeringer i ulike risikoklasser som andel av investeringer i foretaksobligasjoner med kredittvurdering

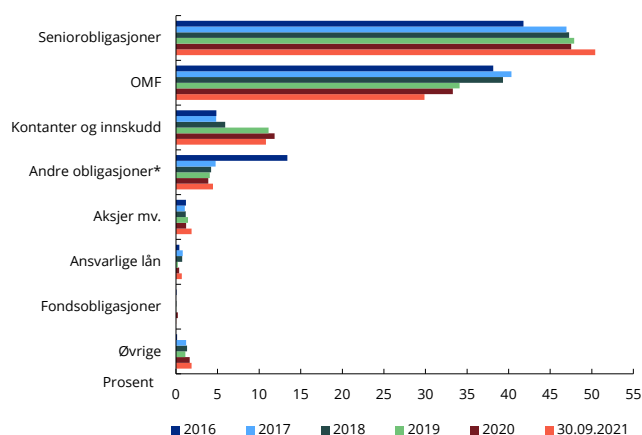


Kilde: Finanstilsynet

en rekke andre europeiske land.¹¹ Høy bankeksponering øker sannsynligheten for utfordringer i banksektoren påvirker forsikringsforetakenes lønnsomhet og soliditet.

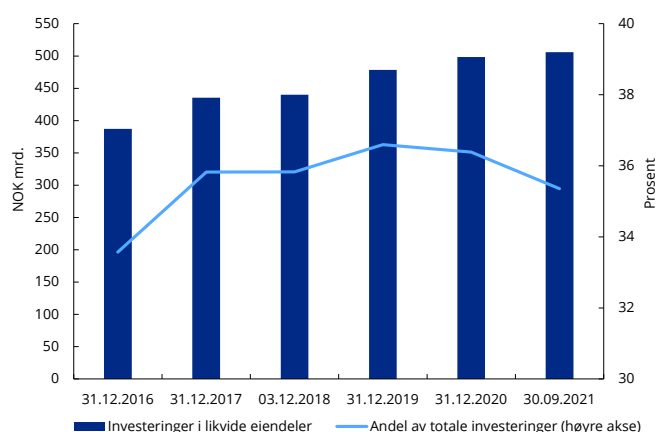
Livsforsikringsforetakenes eksponering mot banksektoren er hovedsakelig i form av seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Andelen OMF har blitt redusert siden utgangen av 2019, se figur 3.7. Disse obligasjonene har i stor grad kredittvurdering AAA. Andelen seniorobligasjoner har økt og utgjør den største kategorien. Norske livsforsikringsforetak har

3.7 Livsforsikringsforetakenes investeringer i banksektoren i kollektiv- og selskapsporteføljen



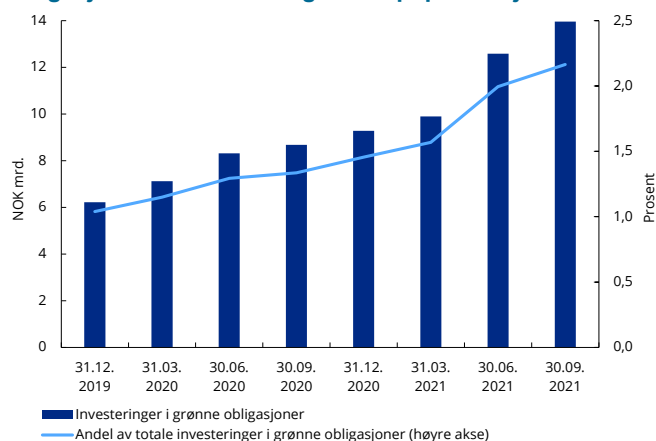
* Hovedsakelig obligasjoner utstedt av offentlige banker. Kilde: Finanstilsynet

3.8 Livsforsikringsforetakenes investeringer i likvide eiendeler i kollektiv- og selskapsporteføljen



Kilde: Finanstilsynet

3.9 Livsforsikringsforetakenes investeringer i grønne obligasjoner* i kollektiv- og selskapsporteføljen



*Se sluttnote 14 for definisjon av grønne obligasjoner. Kilde: Finanstilsynet

fortsatt en beskjeden andel obligasjoner som har laveste prioritet ved avvikling eller krisehåndtering av utstederen, som ansvarlige lån og fondsobligasjoner utstedt av banker.

Likviditetsrisikoen er begrenset, men økte noe

Svingningene i valutamarkedet i forbindelse med utbruddet av koronapandemien avdekket likviditetsrisiko i livsforsikringsforetak og verdipapirfond. Norske livsforsikringsforetak er ifølge EIOPA blant de med lavest likviditetsgrad på eiendelene sammenlignet med foretak i en rekke andre europeiske land.¹² Likviditetsgraden viser andelen likvide eiendeler av totale eiendeler i kollektiv- og selskapsporteføljen. Forholdet beregnes ved å bruke ulike vekter (fra 100 prosent for kontanter til 0 prosent for immaterielle eiendeler) på ulike eiendeler, i henhold til hvor likvide de er.¹³ Høyt nivå indikerer en likvid portefølje. Livsforsikringsforetakenes andel likvide eiendeler i kollektiv- og selskapsporteføljen er redusert siden utgangen av 2019, se figur 3.8, blant annet ved at investeringer i OMF er erstattet av investeringer i mindre likvide aktiva. I EU-kommisjonens forslag til nye Solvens II-regler som ble lagt fram i september 2021, stilles det strengere krav til foretakenes likviditetsstyring.

Investeringer i grønne obligasjoner

Markedet for grønne obligasjoner er i rask vekst. Midlene som hentes gjennom grønne obligasjoner, skal anvendes til finansiering av investeringer som er bærekraftige eller "grønne". Flere kriterier må være oppfylt for at en obligasjon skal bli klassifisert som grønn.¹⁴ Figur 3.9 viser at investeringene i slike obligasjoner er økende i livsforsikringsforetakenes kollektiv- og selskapsporteføljer. Over 80 prosent av disse obligasjonene har norsk utsteder. I tillegg utgjør grønne obligasjoner 1,5 mrd. kroner i investeringsvalgporteføljen. Dagens prising av obligasjonene er påvirket av høy etterspørsel. Prisene kan endre seg vesentlig når det innføres bindende markedsstandards for grønne obligasjoner. EU-kommisjonen la i juli 2021 fram forslag til en standard for grønne obligasjoner.

Boks 4 Forslag om redusert utbetalingstid for garanterte pensjonsprodukter i privat sektor

Regjeringen Solberg fremmet 18. juni 2021 Prop. 223 L (2020–2021) om endringer i pensjonslovgivningen mv. (pensjon fra første krone og dag, garanterte pensjonsprodukter). De foreslåtte reglene om garanterte pensjonsprodukter vil kunne ha vesentlig effekt på pensjonsinnretningenes soliditet. Særlig gjelder dette forslaget om å utvide muligheten til å redusere utbetalingstiden for ytelser i fripoliser. Reglene vil også kunne ha vesentlig effekt på rettighetshavernes pensjonsutbetalinger.

Etter dagens regler kan utbetalingstiden for opphørende ytelser settes ned til det antall år som er nødvendig for at samlet årlig alderspensjon (fra ordningen) utgjør om lag 30 prosent av folketrygdens grunnbeløp (G) (for tiden 106 399 kroner). Videre kan medlemmet og pensjonsinnretningen avtale at livsvarige ytelser endres til opphørende ytelser i det antall hele år som er nødvendig for at samlet årlig alderspensjon utgjør om lag 30 prosent av G. I lovproposisjonen foreslås det "å heve grensen for at leverandører og kunder hver for seg kan kreve å få redusert utbetalingstiden fra dagens regel om at ytelsene minst skal utgjøre om lag 30 prosent av G, til at utbetalingstiden settes ned slik at ytelsene utgjør om lag 100 prosent av G". Dette skal kunne gjøres både for ytelser som i utgangspunktet er opphørende, og for ytelser som i utgangspunktet er livsvarige. Videre er det foreslått en mulighet for at rettighetshaver og pensjonsinnretning i fellesskap kan avtale at utbetalingstiden for opphørende og livsvarige ytelser settes ned til det antall hele år som er nødvendig for at samlet årlig alderspensjon utgjør om lag 150 prosent av G*.

Ved utløpet av 2020 utgjorde kontraktsfastsatte forpliktelser for de om lag én million fripolisene i norske pensjonsinnretninger ca. 425 mrd. kroner. De foreslåtte reglene om utvidede grenser for

omregning vil påvirke en vesentlig andel av disse forpliktelsene. For pensjonsinnretningene vil utbetalingstiden til fripoliseforpliktelsene bli kortere, og den iboende renterisikoen kan forventes å bli redusert. Forsikringsrisikoen knyttet til levealder vil også bli redusert. Samtidig vil det kunne oppstå nye risikoer. Blant annet vil rettighetshavere som dør tidlig, kunne få utbetalt mer pensjon enn de ville fått hvis ikke pensjonen ble omregnet. For å redusere denne risikoen kan pensjonsinnretningene ønske å omregne hele porteføljen der foretaket etter forslaget har ensidig rett til å beslutte slik omregning (dvs. at utbetalingstiden settes ned slik at årlig ytelse utgjør om lag 100 prosent av G). Pensjonsinnretningene må uansett sørge for at avsetningene for framtidige forpliktelser er dekkende for forpliktelsene som følger av de til enhver tid gjeldende reglene. Det må avsettes nok midler både til de pensjonene som omregnes, og til de pensjonene som fremdeles vil være livsvarige.

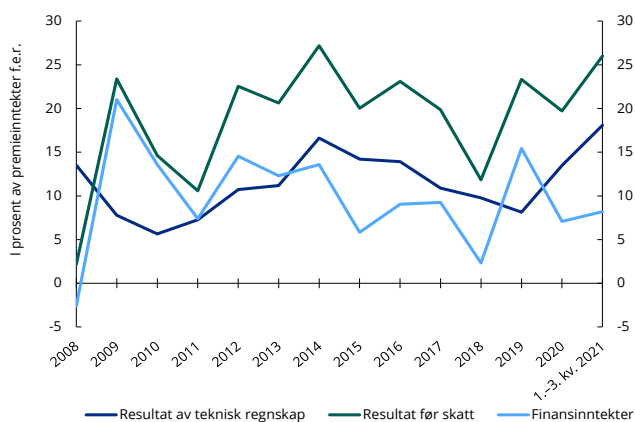
Dersom pensjonen nå vil opphøre ved en viss alder fordi pensjonsinnretningen beslutter å omregne, vil dette kunne skape utfordringer for den enkeltes økonomiske planlegging av alderdommen. De foreslåtte reglene vil stille nye og omfattende krav til pensjonsinnretningenes kunderådgivning. Rettighetshavers helse-situasjon, forventede levetid, markedsforhold og den garanterte avkastningen tilknyttet fripolisen er forhold som påvirker om en omregning vil være økonomisk gunstig for fripolisehavere.**

* Tilsvarende endringer er foreslått i høringsnotat om garanterte pensjonsprodukter utarbeidet av Finanstilsynet i 2019, men i høringsnotatet var omregningsgrensene lavere (hhv. 50 prosent av G for ensidig beslutningsrett til omregning og 100 prosent av G for gjensidig avtale).

** Siden fripolisytelsene i liten grad blir tilført overskudd til ytelsesregulering, kan det være en fordel å motta pensjonen tidlig, men ved en omregning fra livsvarige til opphørende pensjoner vil fripolisehaverne gå glipp av mange år med høy garantert avkastning. Denne garanterte avkastningen vil under dagens markedsforhold være høyere enn det fripolisehaver selv vil kunne oppnå risikofritt i finansmarkedet.

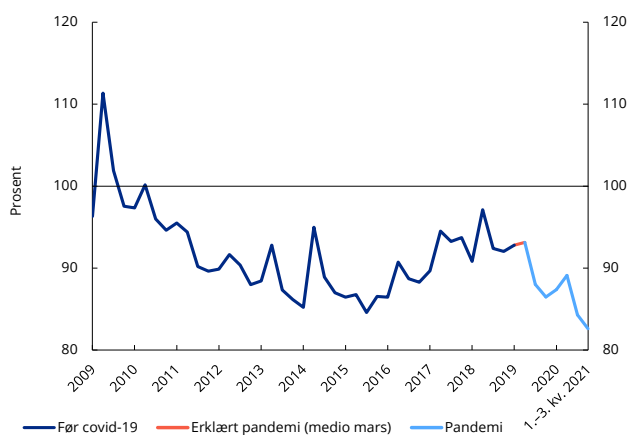
KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

3.10 Resultater i skadeforsikringsforetakene samlet*



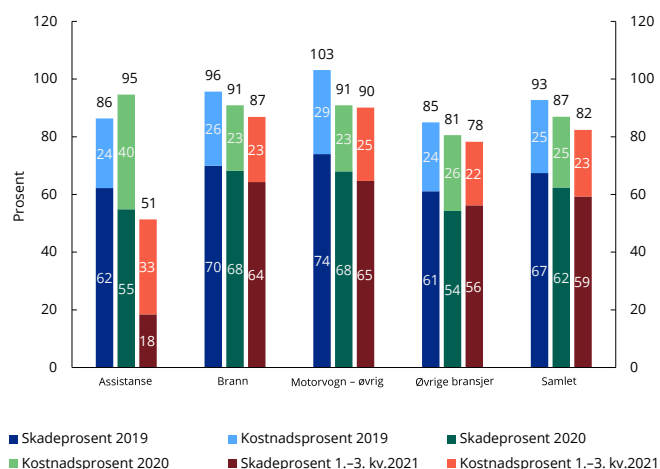
* Uten captives, sjøforsikringsforetak med avvikende regnskapsår og DNK. Kilde: Finanstilsynet

3.11 Utvikling i kombinertprosent f.e.r.*



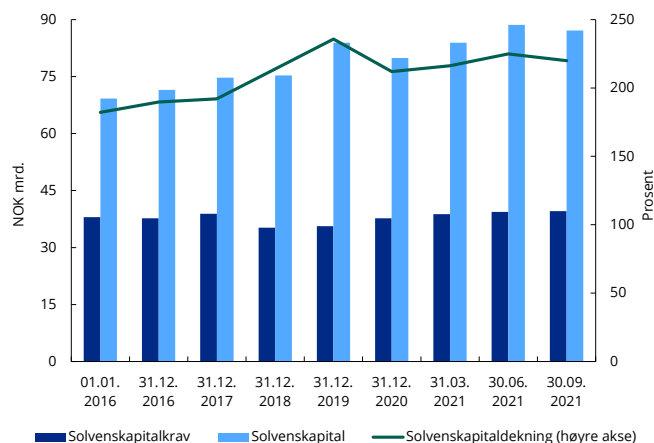
* Uten captives, sjøforsikringsforetak med avvikende regnskapsår og DNK. Kilde: Finanstilsynet

3.12 Kombinertprosent f.e.r. for skadeforsikringsforetakene samlet*. Utvalgte bransjer, aggregert



* Uten captives, sjøforsikringsforetak med avvikende regnskapsår og DNK. Kilde: Finanstilsynet

3.13 Soliditeten i skadeforsikringsforetakene



Kilde: Finanstilsynet

SKADEFORSIKRING

Gode resultater og tilfredsstillende soliditet

Med unntak av første kvartal 2020 har koronapandemien hatt begrenset negativ effekt på skadeforsikringsforetakenes resultater, se figur 3.10. I forsikringsbransjer der skadefrekvensen påvirkes av aktiviteten i økonomien, som for eksempel skader på motorvogn, har lønnsomheten blitt styrket som følge av mindre reisevirksomhet under pandemien. Samlet sett har det bidratt til bedre lønnsomhet i forsikringsdriften, og i første til tredje kvartal 2021 hadde skadeforetakene et uvanlig sterkt forsikringsresultat. Utviklingen i finansmarkedene har også bidratt til gode resultater i skadeforsikringsforetakene. For en nærmere omtale av resultatene i skadeforsikringsforetakene, se Finanstilsynets [resultatrapport for finansforetak](#).

Solvenskapitaldekningen for skadeforsikringsforetakene samlet ble noe redusert i 2020, men bedret seg i første til tredje kvartal 2021 og var 220 prosent per 30. september 2021, se figur 3.13. Solvenskapitaldekningen var 16 prosentpoeng lavere per 30. september 2021 enn ved utgangen av 2019. Det skyldes blant annet at foretakene har utbetalt utbytte. For en nærmere omtale av soliditeten i skadeforsikringsforetakene, se Finanstilsynets [soliditetsrapporter for finansforetak](#).

Skadeforsikringsforetakene er utsatt for fysisk klimarisiko

Skadeforsikringsforetak er eksponert mot risiko knyttet til fysiske endringer i klimaet. Sommeren 2021 ble Tyskland og Belgia truffet av en storflom som fikk alvorlige konsekvenser. Flere land ble også rammet av omfattende skogbranner. Naturskader som storm, stormflo, flom og skred er forventet å øke i tiden framover grunnet klimaendringer. Slike naturskader dekkes av Norsk Naturskadepool¹⁵, hvor samtlige skadeforsikringsforetak som tilbyr brannforsikring i Norge, er medlem. Også værrelaterte skader som ikke er omfattet av Naturskadepoolen, slik som styrtregn og skogbranner, er forventet å øke i omfang i tiden framover.

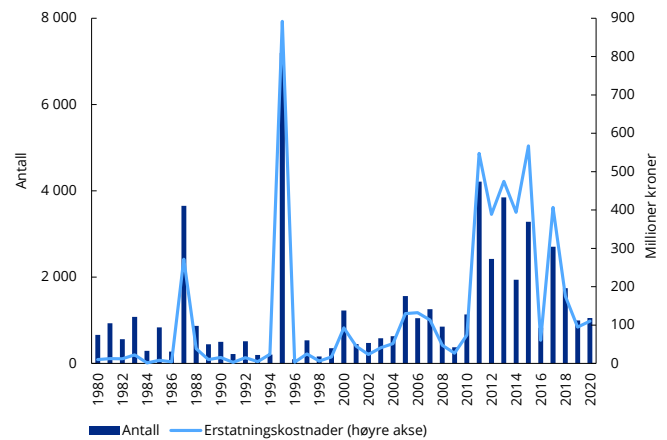
I juli 2021¹⁶ publiserte EIOPA et metodenotat med vurderinger av hvordan risikoen for klimaendringer kan inngå i beregninger av kapitalkravet for katastroferisiko. Rapporten vurderer også konsekvenser av klimaendringer for europeiske land. For Norge framheves risiko for mer regn, hyppigere styrtregn, oversvømmelser, høyere vannstand og flom.

Norge har færre innbyggere og er mindre tettbebyggt enn land som Tyskland og Belgia. Skadepotensialet er dermed mindre, men også i Norge er konsekvensen av flom alvorlig.

I perioden 2001 til 2020 økte antall rapporterte flomskader til Norsk Naturskadepool sammenlignet med de to forutgående tiårene, se tabell 3.1. Både totale erstatningskostnader og gjennomsnittlig erstatningsbeløp per skade økte.

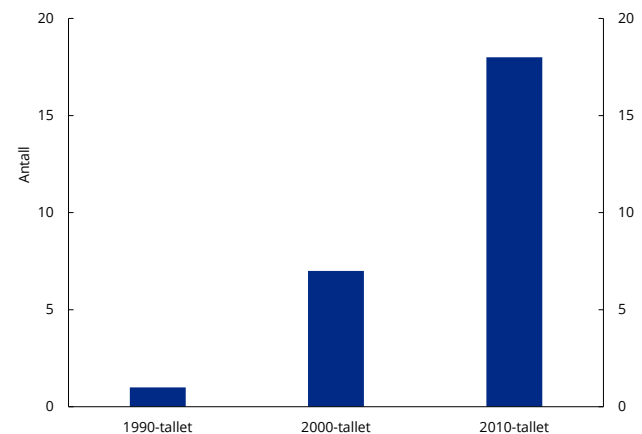
Hyppigheten av storflommer rapportert til Norsk Naturskadepool det siste tiåret har også økt, se figur 3.15. Naturskadepoolen definerer store hendelser som skader der tusenvis av enkeltskader forekommer. Statistikk fra Naturskadepoolen indikerer at forsikringsforetak med forpliktelser i Norge er mer utsatt for flom i dag enn for 20 år siden. Historisk har avsetningene til poolen vært tilstrekkelige, men dersom ekstremvær og erstatningskostnader øker, kan prisen på forsikringer stige. Risikoen for mer ekstremvær, økte erstatningskostnader og dyrere forsikringer

3.14 Flom. Antall hendelser og erstatningskostnader



Kilder: Norsk Naturskadepool og Finans Norge

3.15 Flom. Antall store hendelser



Kilder: Norsk Naturskadepool og Finans Norge

Tabell 3.1 Erstatninger etter flomskader (1 000 kr)

Periode	1980–2000	2001–2020
Antall flommer	20 800	31 393
Erstatningskostnad	1 489 793	3 903 697
Gjennomsnittlig erstatningskostnad	72	124
Erstatningskostnad KPI-justert	2 709 930	4 560 303
Gjennomsnittlig erstatningskostnad KPI-justert	130	145

KPI-justert erstatningsbeløp til 2020. Kilder: Norsk Naturskadepool og Finans Norge

tilsier at norske skadeforsikringsforetak legger mer vekt på skadeforebygging i tiden framover. Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE) publiserte i juni 2021 en rapport hvor de anslår at det vil koste rundt 85 mrd. kroner å sikre alle eksisterende bygg som er utsatt, mot flom og skred fram mot 2100.¹⁷

EIOPA vil i 2022 og 2023 fortsette arbeidet med å vurdere justeringer i standardformelen for solvenskapitalkrav for å ta bedre hensyn til klimarisiko. I metodenotatet konkluderer ikke EIOPA med hvilke katastroferisikoer som dagens kapitalkrav kan utvides med i de ulike landene. Det er ikke utenkelig at flom på et senere tidspunkt vil kunne inngå i kapitalkravet for katastroferisiko for skadeforsikringsforetak med forpliktelser i Norge. Ved en rekalkibrering av standardformelen vil EIOPA be om innspill fra tilsynsmyndigheter og andre interessenter.

Finanstilsynet har undersøkt hvordan skadeforsikringsforetakene forholder seg til klimaendringer

Finanstilsynet har de siste to årene hatt møter med totalt 15 skadeforsikringsforetak om klimarisiko. Hensikten med møtene har vært å kartlegge hvordan klimaendringer vil kunne påvirke skadeforsikringsforetakenes risiko, hvordan risikoen vil påvirke foretakene og hvordan de styrer risikoen.

For de ordinære skadeforsikringsforetakene er endringer i nedbør og vindforhold vesentlige risikoer. Stormer kan komme oftere og være kraftigere, og de kan komme fra andre vindretninger enn det som var vanlig tidligere. Hyppigere og kraftigere styrtregn vil gi flom, ras og overvannsskader. Utviklingen mot lengre perioder med samme værtype har ført til tørreskader i landbruket når regnet uteblir eller råteskader når nedbøren vedvarer. Færre måneder med glatte veier fører på den annen side til reduksjon i bilskadene.

Foretakene synes fortsatt i vesentlig grad å anse klimarisiko som risiko knyttet til store værhendelser, både økt frekvens av større skader og større enkelt-skader. Ved slike hendelser dekkes erstatningene i stor grad av Naturskadepoolen eller av gjenforsikring. Økte utbetalinger fra Naturskadepoolen vil kunne medføre økte premiekostnader for kundene samlet sett. Enkelte foretak har erfart økt hyppighet av for eksempel vannskader. Kunder og eiere har også forventninger om bærekraftig skadebehandling, miljøkrav i anbud mv. Overgangen fra fossildrevne til elektriske kjøretøy har allerede ført til endringer i skadebildet. For

eksempel har overgangen til elbiler bidratt til høyere enkeltskadeutbetalinger.

Foretakene påpeker også at det kan være en kommersiell risiko knyttet til endringer i kundeatferd, for eksempel ved bildeling. Enkelte foretak ser også nye forretningsmuligheter i denne utviklingen.

Sjøforsikringsforetakene oppgir at endringer i vindforholdene påvirker forsikringsrisikoen mest. De erfarer at stormene blir kraftigere og at tropiske stormer kommer oftere til Europa. Faste installasjoner er mest utsatt, siden de ikke kan flyttes ut av stormområdet. Foretakene erfarer også økte kostnader som følge av strengere krav knyttet til vrakfjerning. Forsikringsforetak som forsikrer mindre fartøy, ser også økt risiko for skader på kaianlegg og båter som ligger til kai, samt økt risiko for landligge. Mindre is på grunn av klimaendringer kan føre til økt skipstrafikk i Nordøstpassasjen. Flere foretak påpeker risikoer blant annet knyttet til kostbare redningsaksjoner og økte utslipp som følge av dette.

Egenforsikringsforetakenes klimarisiko gjenspeiler eierforetakenes klimarisiko. Flere av disse foretakene har forsikringer knyttet til fornybar energi (vann, vind, bio- og solkraft) og ikke-fornybar energi (gass og olje). Virksomhetene er spredt over flere kontinenter. Gjennom eierforetakene kan disse foretakene ha tilgang på betydelig kompetanse om klimarisiko.

Flere foretak har trukket fram manglende kapasitet og høyere premier i gjenforsikringsmarkedet som en mulig følge av økt klimarisiko.

Finanstilsynet forventer at forsikringsforetak vurderer klimarisiko som en integrert del av risikostyringsprosessen. Foretakene bør vurdere hvordan klimarisiko, både fysisk risiko og overgangsrisiko, påvirker virksomheten. Videre forventes det at foretakene omtaler klimarisiko i sin egen vurdering av risiko og solvens (Own Risk Solvency Assessment, ORSA), og at det utarbeides kvalitative og kvantitative scenarier.

Erfaringen så langt er at skadeforsikringsforetak med kunder som produserer, storforbruker eller

transporterer fossil energi, har kommet lengst i arbeidet med å avdekke og styre klimarisiko. Samtidig er inntrykket at arbeidet med klimarisiko og bærekraft gradvis får økt oppmerksomhet i skadeforsikringsforetakene, og blir en integrert del av risikostyringen. I den grad styrene i skadeforsikringsforetakene har gitt føringer om bærekraft, er disse ganske generelle. Det kan se ut som initiativene mest ligger på administrativt nivå, særlig fra miljøer innenfor risikostyring, skadeoppgjør og produkt.

Mange muligheter i moderne teknologi

Norske finansforetak ligger langt framme i digitaliseringen. Bruken av avansert teknologi er også i rask utvikling i flere bransjer. Forsikringsforetakene har tilgang på store mengder data med lange tidsserier, som ved bruk av kunstig intelligens og maskinlæring blant annet kan benyttes i prising, risikostyring og produktutvikling.

EIOPAs rapport om bruk av avansert analyse i motor- og helseforsikring fra 2021 viser at 31 prosent av de deltakende forsikringsforetakene brukte kunstig intelligens og at ytterligere 24 prosent var i utprøvningsfasen med bruk av kunstig intelligens. Resultatene fra EIOPAs analyse viser at kunstig intelligens hovedsakelig benyttes for å vurdere risiko og prise forsikringsprodukter, til markedsføring eller for å tilby kunder forbedrede produkter og tjenester. EIOPA viser videre til at flere studier indikerer at koronapandemien har akselerert bruken av kunstig intelligens i alle næringer.¹⁸

Norske skadeforsikringsforetak har blant annet benyttet kunstig intelligens til å avdekke forsikringssvindel og til kundeservice og prising av forsikringsprodukter. Bruk av kunstig intelligens-modeller for avdekking av forsikringssvindel kan eksempelvis bidra til økt lønnsomhet i form av reduserte lønnskostnader og lavere erstatningsutbetalinger.

Kunstig intelligens tillater foretakene å ta i bruk mange variabler i prisingen av forsikringspremier og kan bidra til at foretakenes premier i større grad samsvarer med risikoen foretakene bærer. Det er imidlertid en risiko for at bruk av kunstig intelligens

kan medføre at personkarakteristika som det ikke er adgang til å benytte i prising av forsikring, slik som etnisitet, kjønn, legning, religiøs tilhørighet, politisk ståsted eller lignende, indirekte påvirker forsikringsprisene. Bruken av kunstig intelligens og nye forklaringsvariabler kan også gjøre risikovurderingen av en kunde så treffsikker at større grupper kan ende opp uten tilbud om forsikring fordi kunden innebærer en for stor risiko for forsikringsforetaket, eller at forsikringspremiene øker markant.¹⁹

Store forsikringsforetak med mange kunder og lang historikk har gjerne bedre tilgang på data, infrastruktur og ressurser mer generelt. Det kan gi en mulig konkurransefordel sammenlignet med mindre foretak.²⁰ EU-kommisjonen har varslet at den i 2022 vil legge fram nye regler som kan gjøre det pålagt å dele data. Det kan redusere konkurransefortrinnet til de store foretakene.

KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE

De internasjonale aksjemarkedene hentet seg raskt inn etter det kraftige fallet i mars 2020, og flere børsindekser har nådd nye toppnoteringer i 2021. Lavt rentenivå og rikelig tilgang på likviditet i globale markeder har i en lang periode stimulert investorers risikovilje. Aksjekursene er i mange sektorer høye i forhold til selskapenes inntjening, utbyttebetaling og bokførte verdier, som kan innebære økt fallhøyde. Risikopremiene i obligasjonsmarkedet er også svært lave. Den ekspansive pengepolitikken som føres av flere sentralbanker, kan også ha bidratt til den økte interessen for utradisjonelle investeringsalternativer, som kryptovaluta.

AKSJEMARKEDENE

Høy avkastning i globale aksjemarkeder

Avkastningen i verdens aksjemarkeder har vært høy de siste 30 årene sett under ett.²¹ Gjennomsnittlig avkastning i enkelte sektorer, særlig teknologisektoren, har vært meget høy, til tross for store kursfall tidlig på 2000-tallet.

For alle sektorer under ett var den gjennomsnittlige årlige avkastningen globalt på 8,6 prosent i perioden 1990–2020. Den høyeste avkastningen i et kalenderår var nesten 40 prosent, mens den laveste årlige avkastningen var på minus 43 prosent og inntraff under den internasjonale finanskrisen i 2008, se tabell 4.1 og figur 4.1. For aksjemarkedet totalt var avkastningen negativ i åtte av årene i perioden.

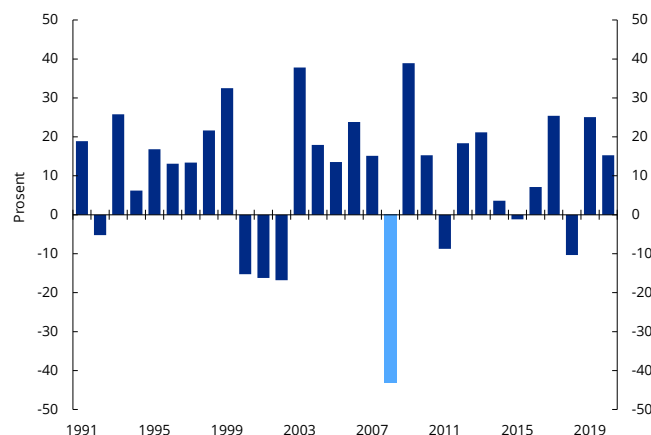
Kurssvingningene, målt ved sektorenes standardavvik, har vært størst for aksjer utstedt av teknologiselskaper og selskaper i grunnressurssektoren.²² Kurssvingningene har vært lavest for selskaper i sektorene helsetjenester, konsumvarer/-tjenester, forbruksvarer²³ og forsyningstjenester.

Tabell 4.1 Avkastning i det globale aksjemarkedet etter sektorer, 1991–2020. Prosent

Geometrisk årlig avkastning (prosent)	Snitt	Standardavvik	Max	Min	Snitt/standardavvik
Teknologi	13,0	33,6	112,3	-45,1	0,39
Telekommunikasjon	7,0	24,1	76,6	-43,1	0,29
Helsetjenester	11,0	14,5	40,2	-20,4	0,76
Banker	5,6	20,7	48,3	-52,3	0,27
Finansielle tjenester	7,9	22,3	51,3	-56,2	0,36
Forsikring	8,0	18,9	36,5	-44,3	0,42
Fast eiendom	7,7	25,2	82,1	-52,8	0,31
Biler, bildeler mv.	8,5	22,2	57,5	-47,0	0,38
Konsumvarer og -tjenester	10,4	15,3	30,8	-35,8	0,68
Forbruksvarer	8,2	17,0	39,5	-36,8	0,48
Industri	9,2	21,0	48,3	-46,3	0,44
Grunnressurser	6,6	32,8	99,2	-59,9	0,20
Energi	7,4	20,6	40,9	-44,7	0,36
Forsyningstjenester	7,6	16,9	41,0	-34,7	0,45
Totalmarked	8,6	18,3	38,9	-43,3	0,47

Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

4.1 Årlig avkastning i globale aksjemarkeder



Forholdet mellom avkastning og risiko målt ved standardavviket har vært høyest (best) for helsetjenesteforetak og foretak i konsumvaresektoren. Forholdstallet har vært lavest for banker, telekommunikasjonsforetak, grunnressursforetak og selskaper innenfor fast eiendom.

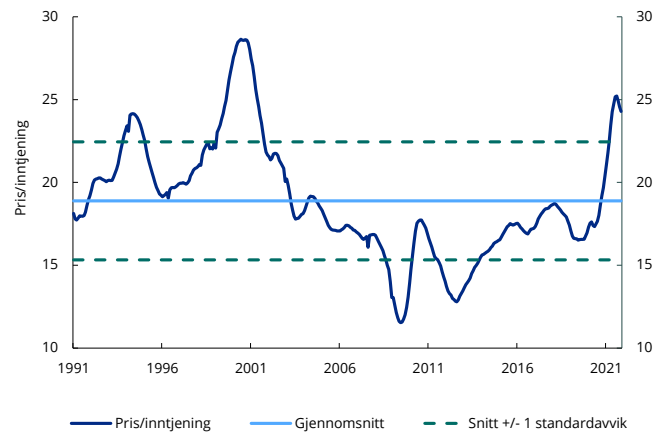
Totalavkastningen for aksjemarkedet samlet har vært særlig høy de siste tolv månedene fram til utgangen av

oktober 2021. Negative nyheter, som nye og mer smittsomme mutasjoner av koronaviruset, globale konflikter, sosial uro, økt inflasjon og rente eller klima-relaterte hendelser, kan utløse kraftige, selvforsterkende negative prisspiraler. Nedgangen kan i mange økonomier forsterkes av høy offentlig og privat gjeld.

Høy verdsetting i enkelte sektorer

Historisk høyt prisnivå øker fallhøyden i aksjemarkedene. Det siste året har verdsettingen av selskapene, målt ved pris/inntjening (P/E) siste år, i det globale aksjemarkedet vært høyere enn gjennomsnittet de siste 30 årene, mens forholdet mellom utbytte og pris (DY) har vært lavere, se figur 4.2 og tabell 4.2. De to verdsettingsstørrelsene indikerer at aksjemarkedene er relativt høyt priset. Forholdet mellom markedspris og bokført verdi av egenkapitalen (P/B) har de siste tolv månedene vært marginalt høyere enn 30-års-snittet, men vesentlig høyere i flere sektorer. Ifølge verdsettingsindikatorerne er teknologiaksjer særlig høyt priset, men detaljhandel, reise/fritid, media og konsumvarer/-tjenester er også priset høyt sammenlignet med gjennomsnittet i aksjemarkedet og sektorenes historiske verdsettingsindikatorer. Lav inntjening under pandemien har bidratt til høy P/E for flere sektorer. Økt aktivitet framover må forventes å bedre inntjeningen i flere av disse sektorene, slik at P/E isolert sett reduseres.

For enkelte sektorer er P/E og P/B nå lavere enn gjennomsnittet for de siste 30 år. Dette gjelder telekommunikasjonsforetak, grunnressursforetak, banker og livsforsikringsforetak. For banker er DY på samme nivå som det historiske gjennomsnittet, mens DY for livsforsikringsforetak er høyere. Banker og livsforsikringsforetak synes å være lavt priset, både sammenlignet med indikatorernes gjennomsnittsverdi siste 30 år for disse sektorene og sammenlignet med indikatorverdiene for andre sektorer.



Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

Tabell 4.2 Pris/inntjening siste år i globale aksjemarkeder

Verdsettings-indikatorer	Pris/inntjening		Pris/bok		Utbytte/pris	
	Snitt (30 år)	Siste 12 md.	Snitt (30 år)	Siste 12 md.	Snitt (30 år)	Siste 12 md.
Teknologi	27,4	32,6	3,2	6,5	1,1	0,8
Telekommunikasjon	20,0	17,6	2,7	2,1	3,2	3,3
Helsetjenester	22,7	31,8	2,7	1,6	2,0	1,5
Banker	14,5	13,0	1,5	1,0	3,0	3,0
Livsforsikring	16,2	12,0	1,7	1,2	2,8	3,2
Skadeforsikring	16,4	16,2	1,8	1,6	2,0	2,7
Fast eiendom	17,3	20,1	1,3	1,4	3,4	3,1
Motorvogner osv.	17,3	26,5	1,5	1,6	2,0	1,2
Konsumvarer og -tjenester	21,1	35,2	2,4	4,5	2,2	1,0
Media	24,6	38,7	2,5	3,6	1,8	0,8
Detaljhandel	23,5	35,7	3,6	7,0	1,5	0,7
Reise og fritid	25,8	79,1	2,5	4,5	1,5	0,8
Forbruksvarer	19,2	24,4	3,2	3,5	2,0	2,6
Industri	20,1	28,4	2,2	3,0	1,9	1,5
Grunnressurser	18,4	17,0	1,7	1,5	2,5	3,5
Energi	17,2	31,0	1,9	1,8	3,2	3,9
Forsyningstjenester	16,4	21,1	1,6	1,8	3,8	3,3
Totalmarked	19,0	24,6	2,0	2,1	2,3	1,9

Kilder: Refinitiv og Finanstilsynet

4.3 Teknologisektorens andel av samlet markedsverdi alle sektorer*



Teknologiaksjer forklarer mye av børsavkastningen

Avkastningen i teknologisektoren de siste 30 årene forklarer i gjennomsnitt nesten 20 prosent av samlet avkastning globalt. For den første femårsperioden er andelen beregnet til i underkant av 10 prosent. Andelen økte til 17 prosent under internett-boomen på slutten av 1990-tallet, men falt til minus 16 prosent under det påfølgende dotcom-krakket. Andelen har siden steget igjen og var så høy som 33 prosent i siste femårsperiode.

Teknologisektorens andel av samlet markedsverdi har variert betydelig over de siste 30 årene, se figur 4.3. Ved utgangen av august 2000 var andelen i overkant av 25 prosent etter å ha økt fra 5 prosent på begynnelsen av 1990-tallet. I februar 2008 var andelen kommet ned i 7,2 prosent. Etter dette har vesentlig høyere avkastning på teknologiaksjer enn på aksjer generelt ført til at andelen økte til 23 prosent i oktober 2021. En konsekvens av denne utviklingen er at investorer som legger porteføljen tett opp mot markedsporteføljen, har fått betydelig økt eksponering mot teknologisektoren.

God kapitaltilgang for nystartede selskaper på Oslo Børs

I likhet med i 2020 har mange nye selskaper blitt tatt opp til handel på Oslo Børs' tre markedsplasser for

aksjer i 2021. I de tre første kvartalene i 2021 ble det tatt opp totalt 72 selskaper, mens det i 2020 ble tatt opp 58 selskaper²⁴. Den høye aktiviteten reflekterer at tilgangen på kapital for nystartede selskaper har vært god. I de tre første kvartalene i 2021 ble det hentet 36,5 mrd. kroner i ny egenkapital i forbindelse med opptak til handel av nye selskaper ("IPO-er – Initial Public Offerings"), mot 32,1 mrd. kroner i hele 2020. Til sammenligning var gjennomsnittlig årlig emisjonsvolum i slike selskaper 10 mrd. kroner i perioden 2010–2019. Kapitaltilgangen har vært særlig god for selskaper med en grønn profil og for teknologibedrifter. Høy kursvekst for selskaper i disse sektorene både i Norge og internasjonalt siden sommeren 2020 har stimulert profesjonelle investorer, men også husholdninger, til å investere i disse selskapene. Mange husholdninger har økt sin risikoeksponering betydelig gjennom slike investeringer.

Noteringsaktiviteten har imidlertid avtatt etter sommeren 2021. I tredje kvartal ble det totalt tatt opp 12 nye selskaper på Oslo Børs' markedsplasser, mot 26 i første og 23 i andre kvartal. I oktober ble det tatt opp kun ett selskap. Høyt emisjonsvolum og mange nye noteringer fram til nå, med store kursbevegelser på disse aksjene, kan ha bidratt til redusert markedsmessig rom for nye opptak.

Finanstilsynet har merket seg at mange selskaper velger å søke opptak til Euronext Growth i en tidlig fase for på et senere tidspunkt å søke seg over til Oslo Børs. Dette viser at Euronext Growth, i tråd med Oslo Børs' uttalte ambisjon, har fungert som en markedsplass hvor selskapene kan utvikles til å kvalifisere for full børsnotering. Det er likevel påfallende hvor få børsnoteringer som har funnet sted de senere årene sammenlignet med antall opptak til handel på Euronext Growth. I 2020 ble kun fem selskaper tatt direkte opp til notering på Oslo Børs, mens 49 ble tatt opp på Euronext Growth. I inneværende års tre første kvartaler ble det også notert fem nye selskaper direkte på Oslo Børs' hovedliste, mens 56 selskaper ble tatt opp til handel på Euronext Growth.

Det er betydelig risiko knyttet til investeringer i nystartede selskaper, som gjerne befinner seg i en prekommersiell fase. Tilretteleggere og handelsplasser er ansvarlige for å sikre at investorene opplyses om relevant risiko. Som følge av det store antallet opptak av relativt umodne selskaper på Euronext Growth og risikoen som følger med investeringer i slike selskaper, har Finanstilsynet gjennomført tilsyn både med Oslo Børs' opptaksprosess på denne markedsplassen, verdipapirforetak som har bistått selskapene som tilretteleggere, og revisorer som reviderer regnskapene til selskapene som er tatt opp til handel.

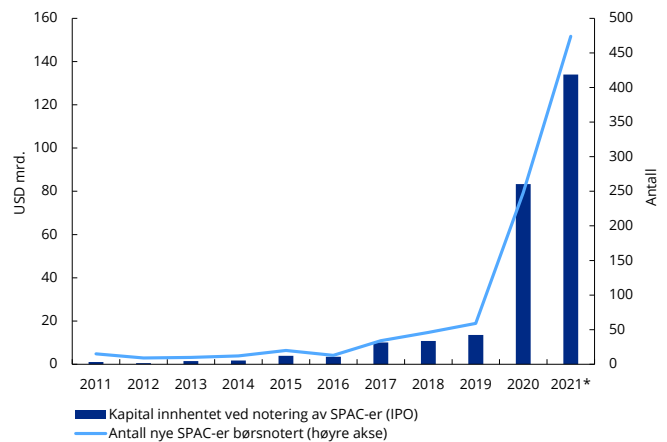
Det kan være at enkelte investorer ikke skiller mellom børsnotering og opptak til handel på Euronext Growth, der opptakskravene er lempeligere og reguleringen generelt er svakere. Dette kan ha bidratt til å gi selskapene og deres tilretteleggere større insentiver til å ta selskapet opp til handel på Euronext Growth framfor å klargjøre selskapet for en full børsnotering. Videre er det erfaringsmessig perioder ("vinduer") hvor det er enklere for selskapene å gjennomføre emisjoner til fordelaktige priser i en rask opptaksprosess, som det er tilrettelagt for på Euronext Growth.

Notering av blankosjekkselskaper (SPAC-er)

Notering av SPAC-er (Special Purpose Acquisition Companies) er et internasjonalt fenomen. Det er særlig i USA at forekomsten av SPAC-er har økt de siste årene. I 2020 ble det i USA hentet inn 83 mrd. USD i børsnoteringer av SPAC-er, fordelt på 248 selskaper, se figur 4.4. Veksten har fortsatt inn i 2021.

Blankosjekkselskaper avviker fra tradisjonelle aksjeselskaper som tas opp til handel, og måten selskapene typisk er innrettet på, reiser særskilte problemstillinger. Den europeiske verdipapirtilsynsmyndigheten (ESMA) publiserte 15. juli 2021 en uttalelse om innhold i prospekter for blankosjekkselskaper²⁵. Uttalelsen omtaler også risiko og kompleksitet og behovet for vurderinger rundt egnethet og investorbeskyttelse for slike innretninger.

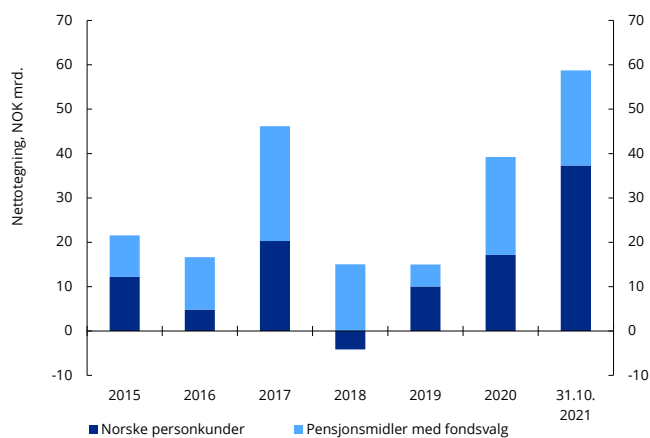
4.4 Børsnoteringer i USA



ESMA uttalte blant annet at "SPAC transactions may not be appropriate investments for all investors due to their complexity because of factors such as the risks related to dilution, incentives issues for sponsors, the different way costs of underwriting fees may be borne by SPAC redeeming investors and remaining investors, as well as uncertainty as to the identification and, subsequently, the evaluation of target companies".

Per dags dato er det ikke tatt opp SPAC-er på Oslo Børs' markedsplasser. Finanstilsynet mener det er særlig to forhold Oslo Børs må håndtere forut for en eventuell opptaksbeslutning²⁶. Det første er knyttet til at en SPAC kan ha kjennetegn som gjør at selskapet er å regne som et AIF under AIF-loven. I så fall må det tas hensyn til særskilte krav i denne reguleringen. Det andre forholdet er knyttet til investorbeskyttelse og at Oslo Børs ønsker å ta opp SPAC-er til handel på den multilaterale handelsfasiliteten (MHF) Euronext Growth framfor på hovedmarkedet. Det vil innebære lavere grad av regulering, som blant annet kan føre til mindre tilgjengelig informasjon. Det vises til at søsterselskapene Euronext Amsterdam og Euronext Paris tar SPAC-er opp til handel på regulerte markeder. Det samme gjelder i det svenske markedet.

4.5 Norske husholdningers nettotegninger i fond



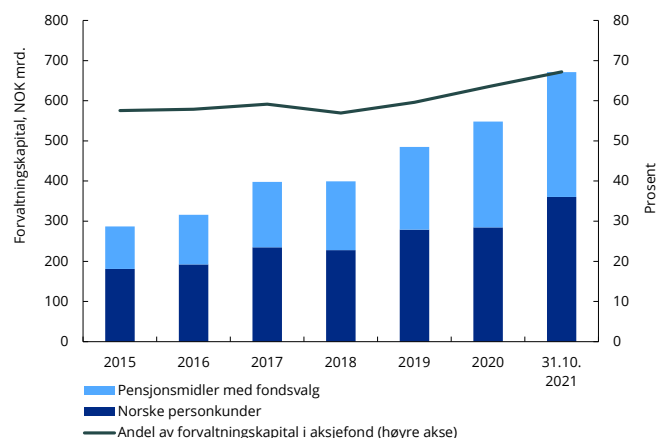
HUSHOLDNINGENES EKSPONERINGER I FINANSMARKEDET

Både i Norge og internasjonalt har husholdningenes netto finansinvesteringer gjennom 2020 og 2021 ligget betydelig over nivået fra årene før pandemien. Ifølge tall fra Statistisk sentralbyrå var norske husholdningers nettofinansinvesteringer²⁷ på rekordhøye 62 mrd. kroner i 2020. Trenden har fortsatt inn i 2021. Totalt for første og andre kvartal i 2021 var nettofinansinvesteringene på 66,9 mrd. kroner.

Norske husholdningers finansielle investeringer har delvis endret karakter, blant annet i form av økt allokering til aksjefond og en stor økning i antallet privatpersoner som eier enkeltaksjer på Oslo Børs' handelsplasser. Internasjonalt har mange husholdninger også investert i blankosjekkselskaper, se omtale over.

I Norge, så vel som internasjonalt, har interessen for nye investeringsmuligheter, som for eksempel virtuelle valutaer og andre kryptoaktiva, også vært betydelig, særlig blant de yngre. Mens en bredere allokering kan gi større risikospredning, er det viktig at forbrukerne kjenner og forstår risikoen ved investeringer i mindre etablerte og mer volatile aktiva. Framveksten av sosiale medier som kanal for omtale av investeringsmuligheter øker betydningen av at privatpersoner har et kritisk forhold til og grundig vurderer avkastning og risiko før en eventuell investering.

4.6 Norske husholdningers plasseringer i verdipapirfond



Norske husholdningers plasseringer i verdipapirfond fortsetter å vokse

Tall fra Verdipapirfondenes forening (VFF) viser at norske personkunder har hatt positiv nettotegning av fondsandeler hver måned i 2021. Fram til utgangen av oktober nettotegnet norske personkunder verdipapirfond for totalt 37 mrd. kroner, se figur 4.5. I tillegg kommer norske husholdningers investeringer i pensjonsordninger med fondsvalg. Akkumulert nettotegning var på 21 mrd. kroner for pensjonsmidler med fondsvalg ved utgangen av oktober 2021.

I tillegg til at norske husholdningers eksponering mot verdipapirfond har økt via tegning av fondsandeler, har verdistigning på allerede investert kapital også bidratt til at norske husholdningers samlede plasseringer i verdipapirfond økte med 22 prosent fra utgangen av 2020, til 671 mrd. kroner ved utgangen av oktober 2021, se figur 4.6.

En økende andel plasseres i aksjefond, mens andelen plassert i fond med lavere forventet avkastning og risiko (eksempelvis rentefond og/eller kombinasjonsfond) avtar. Fra utgangen av 2020 til utgangen av oktober 2021 økte andelen plasseringer i aksjefond med 4 prosentpoeng til 67 prosent.

En undersøkelse gjennomført av VFF²⁸ viser til at det i juni 2021 var et rekordhøyt antall personer med penger plassert i aksjefond. Andelen som hadde hatt sparemidler investert i under ett år, var også høyere

enn tidligere. Undersøkelsen peker på at antallet med penger plassert i aksjefond økte mest i aldersgruppen 18–39 år. Økt eksponering mot aksjemarkedet gjennom investeringer i aksjefond og enkeltaksjer innebærer at husholdningene er mer sårbare for en eventuell korreksjon i aksjemarkedet enn tidligere.

Boks 5 Finanstilsynets returprovisjonsundersøkelse

Verdipapirfond distribueres i stor utstrekning gjennom verdipapirforetak. Verdipapirforetakene har tradisjonelt mottatt returprovisjon fra forvaltningsselskapene i form av en fast prosentandel av forvaltningsgodtgjørelsen, normalt 50 prosent eller mer. Verdipapirforetakenes adgang til å motta vederlag fra andre enn kunden (i dette tilfellet returprovisjon fra forvaltningsselskapet) ble vesentlig innsnevret med MiFID II for å bidra til bedre forbrukerbeskyttelse. Hovedregelen er at verdipapirforetak skal ta seg betalt direkte fra kunden. For at et verdipapirforetak skal kunne motta og beholde vederlag fra andre enn kunden, må verdipapirforetaket kunne påvise at kunden mottar en relevant tilleggsteneste eller en tjeneste med høyere kvalitet som står i forhold til størrelsen på det mottatte vederlaget.

Finanstilsynet gjennomførte en temaundersøkelse i 2019 om verdipapirforetakenes etterlevelse av de nye kravene knyttet til returprovisjon. Undersøkelsen viste at foretakene på det tidspunktet i liten grad hadde innrettet seg etter kravene.

Finanstilsynet gjennomførte en oppfølgende undersøkelse av verdipapirforetakenes etterlevelse av returprovisjonsreglene i 2020*. Den viste at 70 prosent av foretakene er i ferd med å endre betalingsmodell slik at honorarer betales direkte fra kunder og ikke i form av returprovisjon fra forvaltningsselskaper. 16 prosent av foretakene endrer modellen betydelig, med et betraktelig lavere innslag av returprovisjoner, mens 14 prosent av foretakene også framover vil motta og beholde returprovisjoner. Det var Finanstilsynets

konklusjon at de foretakene som fortsatt mottar og beholder returprovisjoner, i stor grad har innrettet seg etter det nye og skjerpede regelverket.

I et likelydende brev til forvaltningsselskapene i april 2020 uttrykte Finanstilsynet en forventning om at selskapene vil redusere sin betaling for distribusjon som følge av verdipapirforetakenes endrede modeller med større grad av direkte betaling fra kundene og mindre grad av returprovisjoner fra forvaltningsselskapene.

Finanstilsynet følger nå opp verdipapirforetakenes implementering av nye betalingsmodeller og etterlevelsen av returprovisjonsreglene. Finanstilsynet gjennomfører samtidig en kartlegging av prisutviklingen for verdipapirfond i det norske personkundemarkedet. Hensikten er å undersøke om reglene for returprovisjon har påvirket den generelle prisutviklingen i fondsmarkedet. Et viktig element er også å få kartlagt om forvaltningsselskapenes reduserte kostnader til distribusjon har kommet andelseierne til gode i form av reduserte forvaltningshonorarer i tråd med forståelsen av regelverket som Finanstilsynet ga uttrykk for i brevet i april 2020.

* Finanstilsynet [Betydelige endringer i betalingsmodellene. Verdipapirforetakene har i stor grad innrettet seg etter det nye regelverket for returprovisjoner](#). Nyhet publisert 30. oktober 2020.

Kryptoaktiva er i sterk vekst

Etter at den første bitcoin ble utvunnet i januar 2009, har virtuelle valutaer og andre aktiva basert på kryptografisk teknologi fått betydelig oppmerksomhet. IMF anslår at så mange som 16 000 ulike kryptoaktiva har blitt etablert og omsatt på en kryptobørs, hvorav om lag 9 000 fortsatt er tilgjengelige for handel. Globalt beregnes markedsverdien av disse kryptoaktivaene til nærmere 3 000 mrd. USD.

Norge har gode betalingssystemer

Bitcoin og mange andre virtuelle valutaer ble opprinnelig startet som et alternativt betalingssystem for enklere betalingsoverføring utenfor etablerte finansinstitusjoners nettverk og uten bruk av tradisjonelle valutaer som norske kroner, USD osv. Norge har i lang tid hatt gode betalingssystemer. Bankgiro omfatter alle norske banker, og i de senere årene er det etablert løsninger for straksbetaling som for eksempel Vipps. Utenlandsbetaling innen EØS-området kan også gjøres forholdsvis enkelt og raskt. Verdien av norske kroner har vært relativt stabil målt mot andre valutaer. Det underliggende behovet for virtuelle valutaer som betalingsmiddel har vært begrenset i Norge.

Likevel har Skatteetaten identifisert minst 70 000 nordmenn som eier kryptoaktiva, men antar at det reelle tallet er langt høyere. Anslagene fra private aktører er opp mot 300 000. Til sammenligning eier om lag 531 000 nordmenn enkeltaksjer på Oslo Børs.

Større behov i land med mindre utbygget infrastruktur
Internasjonalt har behovet for kryptografiske løsninger som alternativ til tradisjonell betalingsformidling vært større enn i Norge. Dette gjelder særlig i land der en stor andel av befolkningen ikke har tilgang til vanlige banktjenester, der gebyrer for overføringer, særlig internasjonale, er høye, eller der ustabile valutaer skaper uforutsigbarhet. Analyser fra Financial Times av P2P-betalinger (peer-to-peer), viser at Afrika sør for Sahara er i ferd med å bli den største regionen i verden for betalingsoverføringer med kryptovalutaer. Reduserte kostnader ved utenlandsoverføringer har vært et viktig mål for innføring av bitcoin som lovlig betalingsmiddel i El Salvador.

IMF, BIS med flere mener det derfor er behov for digitale sentralbankpenger

Det internasjonale pengefondet (IMF) og Bank for International Settlements (BIS) i Basel har tatt til orde for rask utvikling av digitale sentralbankpenger (DSP). DSP er en digital representasjon av sentralbankens valuta og i utgangspunktet ikke annerledes enn sedler og mynt. DSP er bedre tilpasset en digital hverdag med større grad av netthandel, kortbetaling, elektronisk

straksbetaling mv., der stadig færre transaksjoner gjøres opp med fysisk betaling. DSP kan sikre at forbrukere og foretak fortsatt har tilgang til en både praktisk og sentralbankgarantert valuta som medfører raske og billige overføringer nasjonalt og internasjonalt. Norges Bank vurderer innføring av DSP i Norge.²⁹

Verdien av DSP vil i tillegg være mer stabil enn for de fleste virtuelle valutaer, som har vist seg svært volatile. For eksempel falt verdien av bitcoin med over 40 prosent mot USD i løpet av ti dager i mai 2021. Høy volatilitet har bidratt til framvekst av private stabilvalutaer (stablecoins). Normalt oppnås lavere volatilitet ved at en sentral motpart garanterer en fast vekslingskurs mot en sentralbankvaluta, som USD eller EUR, en kurv av sentralbankvalutaer eller en råvare, som gull. Hver gang noen kjøper en ny enhet av stabilvalutaen, vil motparten kjøpe tilsvarende mengde av valutaen eller råvaren som garanterer verdien, for eksempel i form av rentepapirer med kort løpetid utstedt av sentralbanker.

Analyser fra blant andre IMF viser imidlertid at den underliggende sikkerheten for enkelte av verdens største stabilvalutaer har betydelig kreditt- og likviditetsrisiko. IMF og BIS mener at dette øker likviditetsrisikoen og faren for "runs". I mai 2021 var det et run på en mindre stabilvaluta som var sikret i en annen virtuell valuta som i løpet av kort tid mistet all sin verdi. Per i dag er ingen av de største stabilvalutaene introdusert eller støttet av store, etablerte aktører i finanssektoren. De største stabilvalutaene har dessuten så store beholdninger av verdipapirer som sikkerhet at et hurtig nedslag for å møte innløsningskrav vil kunne få betydelige ringvirkninger og prisfall med mulig smitte til andre deler av obligasjonsmarkedet.

Kryptografisk teknologi kan ha samfunnsøkonomiske gevinster, men også iboende utfordringer

Utviklingen av virtuelle valutaer bygger blant annet på kryptografisk programmeringskode og blokkjetteknologi, men teknologiens anvendelsesområde kan være langt større enn etablering av alternative

betalingssystemer, som det så langt har vært størst oppmerksomhet om. Desentraliserte registre og bruk av smartkontrakter vil kunne legge til rette for effektivisering av mange prosesser i et moderne finanssystem.

IMF med flere påpeker imidlertid en rekke utfordringer knyttet til kryptografiske produkter. I dag må både investor- og forbrukerbeskyttelsen betegnes som mangelfull, og Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA) har advart om at enkelte kryptoaktiva er spekulative produkter med høy risiko. Kryptoaktiva er ikke definert som et finansielt instrument, og eventuelle investeringsråd om kryptoaktiva faller utenfor finansmarkedsreguleringen. Tilbydere av veksling og oppbevaring av virtuelle valutaer er i det europeiske regelverket underlagt hvitvaskingstilsyn, men ikke soliditets- og atferdstilsyn. Kryptosikkerhetsforetaket CipherTrace anslår at i 2020 alene mistet investorer 1,9 mrd. USD i ulike svindler med kryptoaktiva. For 2019 ble svindelomfanget beregnet til 4,5 mrd. USD. Digital sårbarhet er dessuten betydelig i globale, desentraliserte strukturer som ofte er basert på programkode uten en reell, kontrollerende motpart, såkalte Desentrale autonome organisasjoner (DAO).

Problemer kan også smitte til det etablerte finansielle systemet i form av tillitskrise, kursfall eller kredittap på belånte eksponeringer

I dag anses kryptoaktiva og desentralisert finans (DeFi) i begrenset grad å være integrert i det tradisjonelle finansielle systemet (TradFi). Etter hvert som bruksområdene videreutvikles, forventer en rekke internasjonale organisasjoner at skillet mellom TradFi og DeFi blir mindre tydelig.

Digital sårbarhet og den desentraliserte strukturen ved kryptoaktiva medfører ifølge IMF betydelig operasjonell risiko. En omfattende skandale vil kunne utløse en tillitskrise som kan spre seg til etablerte deler av det finansielle systemet. Kursene på virtuelle valutaer har i stor grad fulgt hverandre, noe som kan indikere at kryptoinvestorene i begrenset grad skiller mellom de ulike aktivaene. Et problem i en virtuell

valuta med begrenset utbredelse kan derfor få større konsekvenser enn utbredelsen av den enkelte valutaen skulle tilsi.

Uro og spredning til TradFi kan også oppstå ved fall i verdiene på kryptoaktiva som fører til betydelige skift i tradisjonelle investorporteføljer. IMF påpeker at i enkelte land er handelen med kryptoaktiva større enn handel med aksjer. Et kraftig verdifall på kryptoaktiva vil derfor kunne føre til betydelige tap og til at investorer også reduserer eksponeringen i aksjer og obligasjoner, som kan resultere i økt volatilitet i de tradisjonelle penge- og kapitalmarkedene.

De internasjonale tilsynsorganisasjonenes bekymring skyldes til dels at verdifall ofte forsterkes når deler av investeringene er gjeldsfinansiert eller på andre måter giret, som i derivatposisjoner. En ny forsterkningsmekanisme kan oppstå når kryptoaktiva benyttes som sikkerhet for kjøp av verdipapirer. Internasjonalt har man observert økt omfang av kryptolån hvor virtuelle valutaer stilles som sikkerhet for lån i sentralbankvalutaer via spesialiserte låneformidlingsplattformer. Ved et kursfall kan det bli stilt krav om ekstra sikkerhet og marginer, og i verste fall kan dette føre til "brannsalg", verdifall i penge- og obligasjonsmarkedene og utlånstap for banker og andre kreditorer.

Globale strukturer krever global regulering

Markedet for kryptoaktiva er globalt og i vekst, og flere internasjonale reguleringsinitiativ er igangsatt.

Financial Action Task Force har siden 2019 hatt en global standard for nasjonale myndigheters bekjempelse av hvitvasking og terrorfinansiering med kryptoaktiva. EU-kommisjonen har lagt fram et forslag til regulering (Markets in crypto-assets regulation, MiCA) der formålet er å gi EUs forbrukere tilgang til innovative finansielle produkter samtidig som hensynet til forbrukervern og finansiell stabilitet ivaretas. Financial Stability Board har fastsatt ti grunnleggende prinsipper for regulering og tilsyn med stabilvalutaer og arbeider med internasjonale standarder på området. Baselkomiteen har på høring et forslag om et spesifikt kapitalkrav for bankers eksponering mot kryptoaktiva.

En sentral problemstilling i framtidig regulering er ulike aktørers ansvar i desentraliserte systemer. Dette gjelder både ansvar for misvisende informasjon, ansvar ved validering av transaksjoner, programvareutviklers ansvar for koden i en DAO, og eventuelle maktkonsentrasjoner som kan endre koden m.m.

Boks 6 Finfluensere i det norske verdipapirmarkedet

I den siste tiden har det vært mye oppmerksomhet rundt påvirkere i sosiale medier, såkalte "finfluensere", som anbefaler investeringer, herunder kryptovaluta, vekstaksjer og andre instrumenter. Målgruppen for finfluensernes virksomhet er ofte unge voksne som ikke har spesielle kunnskaper eller erfaringer med investeringer. Finanstilsynet har ved flere anledninger uttrykt bekymring for at finfluenserne kan lede forbrukere til å investere i produkter de ikke forstår, ønsker eller har økonomisk evne til å bære.*

Finanstilsynet har informert om at finfluenseres virksomhet er underlagt regelverk, blant annet forbudet mot villedende markedsføring i markedsføringsloven og forbudet mot markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven. Finanstilsynet har særskilt orientert** om reglene som gjelder for alle som anbefaler investeringer i finansielle instrumenter (aksjer, obligasjoner og derivater) som er tatt opp til handel på en markedsplass. Reglene følger av markedsmissbruksforordningen (MAR) og kommisjonsforordning 2016/958, som er gjennomført i verdipapirhandelloven og -forskriften. Reglene innebærer blant annet at alle som utarbeider investeringsanbefalinger, må oppgi identiteten til den som har utarbeidet anbefalingen, presentere anbefalingen på en objektiv måte og opplyse om eventuelle interessekonflikter. Vurderinger spredt på sosiale medier av hvordan kursen på en aksje vil utvikle seg, vil kunne anses som en investeringsanbefaling og dermed omfattes av disse reglene. Reglene gjelder også for personer

som direkte foreslår en bestemt investeringsbeslutning i et finansielt instrument, for eksempel ved å oppfordre til å kjøpe en bestemt aksje. Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene om investeringsanbefalinger.

Også Den europeiske verdipapirtilsynsmyndigheten, ESMA, er oppmerksom på finfluensernes virksomhet og har utarbeidet informasjon om reglene om investeringsanbefalinger i sosiale medier.***

* Finanstilsynet: [Finfluensere og forbrukervern](#). Innlegg datert 19. August 2021

** Finanstilsynet: [Regler for investeringsanbefalinger gjelder for finfluensere](#). Nyhetsmelding publisert 1. november 2021.

*** [ESMA addresses investment recommendations made on social media platforms](#), publisert 28. oktober 2021

RAPPORTERING OM BÆREKRAFT OG KLIMARISIKO

Kravene til store foretaks rapportering om klima, miljø og andre samfunnsmessige hensyn er basert på direktiv 2014/95/EU om ikke-finansiell rapportering ("Non-Financial Reporting Directive", NFRD). NFRD er et endringsdirektiv til regnskapsdirektivet og er gjennomført i norsk rett i regnskapsloven.

EU-kommisjonen la 21. april 2021 fram et forslag til et nytt endringsdirektiv om foretaks bærekraftsrapportering, "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD). Direktivforslaget endrer EUs regnskapsdirektiv, rapporteringsdirektiv, revisjonsdirektiv og revisjonsforordning. De nye kravene er foreslått å gjelde fra og med regnskapsåret 2023, med rapportering i 2024.

Etter forslaget utvides plikten til å rapportere bærekraftsinformasjon til å gjelde alle store foretak og alle noterte foretak, med unntak av såkalte mikroforetak. Noterte små og mellomstore foretak skal omfattes av rapporteringskravene først tre år etter at CSRD har trådt i kraft i EU. Andre små og mellomstore foretak

kan rapportere på frivillig basis. Direktivet pålegger foretakene å rapportere etter en standard for hvilke opplysninger som skal gis, og hvordan informasjonen skal utarbeides. Det skal etableres en forenklet standard for små og mellomstore foretak. Kommisjonen foreslår videre at bærekraftsrapporteringen skal attesteres med moderat sikkerhet av revisor eller annen uavhengig tredjepart, at den skal digitaliseres i tråd med rapporteringsformatet ESEF (European Single Electronic Format) og gjøres lett tilgjengelig gjennom en offentlig database (European Single Access Point).

Rapport om strandede eiendeler

Finanstilsynet har fulgt opp foretakenes vurderinger knyttet til såkalte strandede eiendeler og klimarisiko. Strandede eiendeler er eiendeler som har redusert eller ingen verdi før utløpet av opprinnelig antatt levetid, som følge av endringer i eksterne rammebetingelser, inkludert endringer i teknologi, regelverk, markeder eller samfunnsvaner. Undersøkelsen av strandede eiendeler tok utgangspunkt i rapporten "[Kartlegging av foretakenes bærekraftsrapportering](#)", som ble publisert høsten 2020, og da spesifikt de foretakene som oppga besittelse av eiendeler som er eksponert for vesentlig miljømessig risiko eller klimarisiko som vil kunne påvirke verdien av eiendelene. Slike eiendeler omtales som klima-strandede eiendeler.

Undersøkelsen omfattet 28 noterte foretak og ble gjennomført med vekt på å kartlegge foretakenes vurderinger relatert til klimarisiko og eiendeler som er vurdert å være eller stå i fare for å bli strandede eiendeler. En rapport med resultatene fra undersøkelsen vil bli publisert på Finanstilsynets nettsted i løpet av desember 2021.

De viktigste funnene er:

- Det er få foretak som oppgir at de hensyntar klimarisiko i verdsettelsen av eiendeler
- Det er få foretak som oppgir at de har eiendeler som per 31. desember 2020 er vurdert å være klimastrandede, mens flere foretak oppgir at de har eiendeler som kan bli klimastrandet.
- De fleste foretakene oppgir at de sikrer konsistens mellom innholdet i foretakets bærekraftsrapportering og innholdet i regnskapet ved at det gjennomføres en manuell, helhetlig gjennomgang av årsrapporten.

Rapporten redegjør også for status for regelverksutviklingen på området og veileder om foretakenes videre arbeid med bærekraftsrapportering og klimarisiko.

TEMA: KLIMARISIKO I NORSKE BANKER

Overgangen til et lavutslippssamfunn vil medføre omstillinger i norsk økonomi, som kan ha vesentlig betydning for bankenes tapsrisiko og lønnsomhet. Klimarisiko skal, som annen risiko, hensyntas i den enkelte banks kredittvurderinger og kapitalplanlegging. Det pågår et betydelig arbeid internasjonalt for å øke kunnskapen om økonomiske konsekvenser av klimaendringer og omstilling til lavutslippssamfunn, blant annet gjennom utvikling av eksponeringsanalyser, scenarioer og stresstester. EU-kommisjonen har fremmet forslag som innebærer at banker og tilsynsmyndigheter jevnlig skal gjennomføre klimastresstester. Finanstilsynet vil utvikle verktøy og analyser til oppfølging av klimaeksponering og -risiko i finansforetakene. Arbeidet som gjøres i regi av sentralbanker og finanstilsynsmyndigheter internasjonalt på dette området, danner grunnlag for Finanstilsynets oppfølging av finansforetakene.

Dette kapittelet analyserer mulige effekter for norske banker i to ulike scenarioer for overgang til et lavutslippssamfunn: ett scenario med en ordnet overgang (basisscenario) og ett scenario med en uordnet overgang. Scenarioene tar utgangspunkt i klimascenarioer utarbeidet av Network for Greening the Financial System (NGFS) og analyser fra Bank of England. Finanstilsynets beregninger indikerer at bankenes tap på utlån til bedrifter kan bli betydelige i et scenario med uordnet overgang. De samlede tapene vurderes likevel å være håndterbare for norske banker.

INNLEDNING

Klimaendringene kan få alvorlige konsekvenser for miljøet og folks levekår. Denne erkjennelsen har ført til omfattende internasjonale forpliktelser om reduserte utslipp av klimagasser. Det er fastsatt nasjonale mål om utslippsreduksjoner, og det skal iverksettes klimapolitiske tiltak for å nå målene. Det er stor

usikkerhet om hvordan klimaendringer og tiltak for å redusere utslipp vil påvirke økonomien.

Finanstilsynet har tidligere analysert bankenes og forsikringsforetakenes direkte eksponeringer mot næringer som er eksponert mot overgangsrisiko. Klimasensitive næringer omfatter næringer med store utslipp av klimagasser og næringer som påvirkes av at andre næringer vil gjennomføre tilpasninger når prisen på utslipp økes. Analysene tok utgangspunkt i rammeverk fra Battiston³⁰ og PACTA³¹ og viste at enkelte banker og forsikringsforetak har betydelig eksponering mot klimasensitive næringer, men at samlet eksponering likevel er moderat og dermed utgjør en begrenset risiko for finansiell stabilitet.

IMF analyserte i 2020³² effekten av økte karbonpriser for ulike norske næringer og hvordan en slik økning vil kunne påvirke norske bankers utlån. Norges Bank gjennomførte en lignende analyse i 2021.³³ Disse analysene viser at bankene samlet sett har moderate utlån til næringer med høye utslipp. For enkeltbanker og for deler av bankenes utlånsporteføljer kan imidlertid effekten av økte karbonpriser være stor.

Overgangen til et lavutslippssamfunn vil innebære omstillingskostnader. Størrelsen på disse kostnadene avhenger av flere forhold. En gradvis og ordnet overgang vil innebære lavere omstillingskostnader enn en brå og uordnet klimatilpasning, som i tillegg kan øke usikkerheten i finansmarkedene. I et slikt scenario vil også andre deler av økonomien enn de mest klimasensitive virksomhetene bli rammet, og det kan medføre økte utlånstap for bankene og verdifall på forsikringsforetakenes verdipapirbeholdninger. Det er usikkerhet knyttet til hvor raskt ny, grønn teknologi kan utvikles, tas i bruk og bidra til lavere utslippsintensitet.

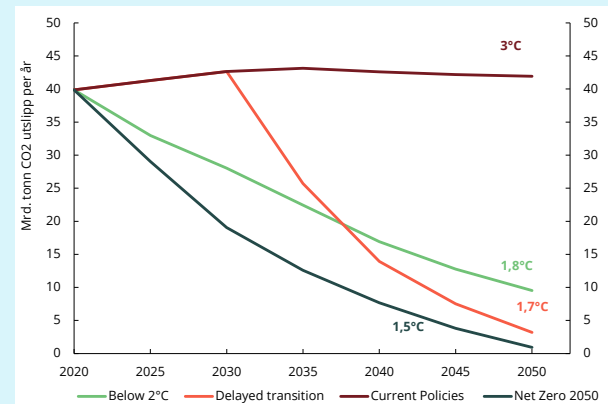
Utviklingen av klimascenarioer er et viktig verktøy i analyse av klimarisiko. TCFD³⁴ anbefaler at selskaper bør stressteste sine forretningsmodeller mot relevante scenarioer for klimapolitikken. EU-kommisjonen har foreslått at banker og tilsynsmyndigheter jevnlig skal gjennomføre klimastresstester.³⁵

Boks 7 Klimascenarioer fra NGFS

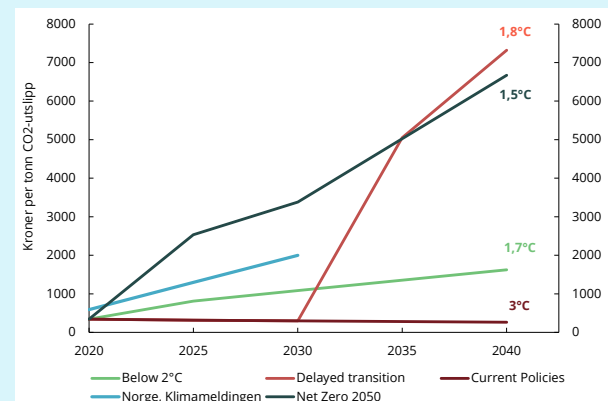
NGFS* publiserte i juni 2021 seks ulike klimascenarioer for å etablere et felles utgangspunkt for analyser av klimarisiko i stresstester. Klimascenarioene er utviklet ved hjelp av tre såkalte IAM-modeller. I slike modeller kobles modellering av fysiske klimavariabler som innholdet av klimagasser i atmosfæren og temperaturer, sammen med økonomiske variabler og utforming av klimapolitikk. I modellene beregnes blant annet karbonpriser som er konsistente med et gitt klimamål, som for eksempel målene i Paris-avtalen.

NGFS-scenarioene starter i 2020 og går fram til 2100. Scenarioene er utformet for få fram et bredt spekter av mulige utfall, som har fra lav til høy risiko knyttet til omstilling og fysiske klimaendringer. Scenarioene inneholder ulike kombinasjoner av hvor raskt og kraftig klimapolitikk iverksettes og hvor koordinert politikken er mellom land og regioner. Scenarioene har også ulike forutsetninger om hvor raskt teknologiutviklingen vil skje, og omfanget av fjerning og lagring av karbondioksid.

Figur A og B viser fire av de seks scenarioene fra NGFS. I ett av scenarioene videreføres dagens klimapolitikk gjennom hele perioden, se linjen for "Current policy" i figur A og B. I dette scenarioet blir temperaturøkningen over 3 °C, med store klimaendringer og høye økonomiske kostnader utover i perioden. To andre scenarioer legger til grunn at omstillingen til lavutslippssamfunn starter umiddelbart, og at utslippene av klimagasser dermed reduseres, og temperaturøkningen begrenses til under 2 °C. I disse scenarioene er det moderate kostnader knyttet til både omstilling og klimaendringer.

A Utslipp av CO₂ i NGFS' scenarioer

Kilde: NGFS

B Utslippspriser på CO₂

Kilder: NGFS og Meld. St. 13 (2020–2021)

Disse scenarioene er vist ved "Below 2 °C" og "Net Zero 2050" i figur A og B. De to siste scenarioene belyser overgangsrisikoen knyttet til omstillingen til en lavutslippssamfunn. I disse scenarioene starter omstillingen først i 2030. På dette tidspunktet er store deler av karbonbudsjettet verden har til rådighet, brukt opp. Omstillingen må derfor skje raskt for at et temperaturmål under 2 °C kan nås, se linjen for "Delayed transition" i figur B. En brå og uordnet omstilling øker risikoen for feilinvesteringer og for verdifall på eksisterende produksjonsutstyr i årene etter 2030.

Modellene som benyttes, beregner kostnads-effektive omstillingsbaner. Det vil si at for gitte forutsetninger om blant annet temperaturmål,

befolkningsvekst, teknologiske og politiske forhold, anslås den billigst mulige utviklingsbanen. Det innebærer blant annet at nødvendige investeringer i fornybar energiproduksjon lar seg realisere. Modellene inneholder ikke finansmarkeder og fanger dermed ikke opp risikoen for feilallokering av kapital og for at manglende finansieringsmuligheter kan bremse omstillingen til et lavutslippssamfunn.

* Network for Greening the Financial System (NGFS) er et nettverk av tilsynsmyndigheter og sentralbanker. Norges Bank og Finanstilsynet er medlemmer. Klimascenarioene er beskrevet i "NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors", NGFS, juni 2021.

Enkelte sentralbanker og tilsynsmyndigheter har allerede benyttet klimascenarioene fra NGFS i stresstester av banker og forsikringsforetak, og flere har planer om å gjennomføre slike analyser. Formålet er å få økt innsikt i finansforetakenes klimarisiko og konsekvenser for det finansielle systemet samt utfordre foretakenes forretningsstrategier. Klimastresstester har så langt ikke blitt anvendt for regulatoriske krav.

I flere av de publiserte klimascenarioene, som for eksempel analysene fra Bank of England³⁶, er det lagt til grunn at en brå og uordnet omstilling vil gi tilpasninger som forsterker de negative økonomiske virkningene. Eksempler på slike er økt usikkerhet og høyere risikopremier i finansmarkedene og friksjoner i arbeidsmarkedet som forsinker omstillingen. Dette forsterker og forlenger nedgangsperioden og øker de økonomiske tapene under omstillingen.

En liten, åpen økonomi som den norske påvirkes i stor grad av utviklingen internasjonalt. Blant annet vil et kraftig fall i etterspørselen etter petroleum ha betydelige ringvirkninger for store deler av norsk økonomi. En brå og uordnet klimatilpasning kan derfor ha store negative konsekvenser for norsk økonomi og norske finansforetak.

FINANSTILSYNETS KLIMASCENARIOER

Vurderingene i dette kapittelet tar utgangspunkt i to scenarier: ett scenario med en ordnet overgang til et lavutslippssamfunn (basisscenario) og ett scenario med en uordnet overgang. Scenarioene beskriver to mulige utviklingsbaner for norsk økonomi i overgangen mot et lavutslippssamfunn og er ikke prognoser for utviklingen framover. Framskrivningene er gjort ved å benytte den makroøkonometriske modellen NAM-FT³⁷.

Finanstilsynet har ikke vurdert eller modellert effekten av ulike tiltak for å redusere klimagassutslippene. En slik analyse ville ha krevet et annet modellapparat enn det Finanstilsynet besitter, og faller også utenfor Finanstilsynets fagområde.

Boks 8 Norske klimamål

Norge meldte i februar 2020 inn et forsterket klimamål under Parisavtalen. Det innebærer at Norge forplikter seg til å redusere utslippene av klimagasser med minst 50 prosent, og opp mot 55 prosent, i 2030 sammenlignet med nivået i 1990. For utslipp omfattet av kvotesystemet (EU ETS), som omfatter mesteparten av utslippene fra fastlandsindustrien, petroleumssektoren, flytrafikken og deler av utslippene fra energiforsyning, er EUs mål totalt 43 prosent reduksjon i utslipp i 2030 sammenlignet med 2005. Europakommisjonen har foreslått å øke målet til 61 prosent reduksjon i 2030 sammenlignet med 2005. Norge har deltatt i EUs kvotesystem på lik linje med andre europeiske land siden 2008. Det er ikke egne krav til utslippskutt i Norge eller andre land innenfor kvotesystemet.

Kilde: Miljødirektoratet

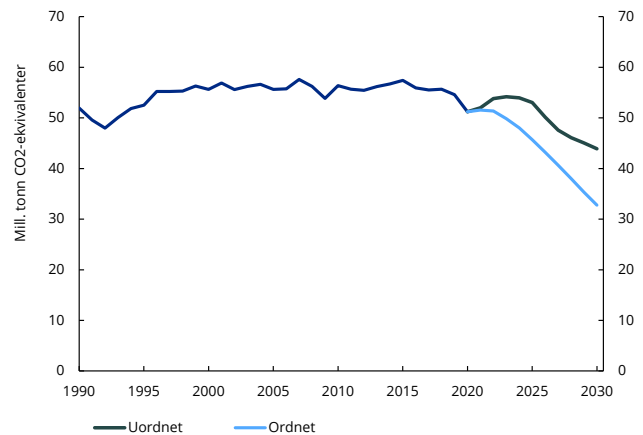
I basisscenarioet skjer overgangen mot et lavutslippssamfunn på en ordnet måte gjennom hele framskrivingsperioden. Beslutningstakerne både i Norge og internasjonalt klarer planmessig og koordinert å iverksette nødvendige tiltak slik at målene i Parisavtalen om å begrense temperaturstigningen nås.

³⁸ I basisscenarioet faller de samlede norske klimagassutslippene (summert for fastlandsnæringer, husholdninger og petroleumsnæringen, men unntatt utenriks sjøfart) fra 52 mill. tonn CO₂-ekvivalenter i 1990 til 33 mill. tonn CO₂-ekvivalenter i 2030, se figur 1.

De norske utslippsreduksjonene er forutsatt å skje som følge av en opptrapping av prisen for klimagassutslipp i ikke-kvotepliktig sektor i tråd med Klimameldingen (Meld. St. 13 (2020–2021)) og økte kvotepriser i det europeiske kvotesystemet. Det forutsettes at gradvis overgang til lavutslippsteknologi bidrar til utslippsreduksjonene. Utslippsintensiteten, målt som CO₂-utslipp i tonn relativt til BNP i mill. kroner, reduseres raskere i dette scenarioet enn i perioden 1990 til 2020. Det er en kostnad knyttet til raskere nedgang i utslippsintensitet i framskrivingsperioden, som i modellberegningene gir utslag i noe lavere konsumvekst i perioden 2021 til 2030 enn i en bane der reduksjonen i utslippsintensitet har samme utvikling som i perioden 1990 til 2020. Det er usikkert hvor raskt ny teknologi kan innføres og derfor også usikkerhet om målet om 50 prosent reduksjon i ikke-kvotepliktige utslipp kan nås innen 2030.

I scenarioet med uordnet overgang utsettes starten på omstillingene til lavutslippssamfunn både i Norge og internasjonalt. I beregningene er det som en teknisk forutsetning lagt til grunn at overgangen starter i 2025. Utsettelsen innebærer behov for en kraftigere virkemiddelbruk. Iverksettelsen av tiltak blir også mindre koordinert og planmessig enn i basisscenarioet. Dette gir større friksjonskostnader i omstillingen og større usikkerhet blant investorer og andre aktører enn i basisscenarioet. Fram til 2025 utvikler utslippsintensiteten seg om lag som i perioden 1990 til 2020. I scenarioet med uordnet overgang øker først utslippene, før de begynner å gå ned mot slutten av perioden. Oppfyllelse av målet om utslippskutt i det uordnede scenarioet antas oppnådd senere enn 2030.

1 Norske klimagassutslipp (unntatt utenriks sjøfart)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

NGFS' "Below 2 Degrees Celsius"-scenario og "Delayed Transition"-scenario er benyttet som utgangspunkt ved utformingen av henholdsvis basisscenarioet og scenarioet med uordnet overgang til et lavutslippssamfunn. Ved utformingen av scenarioet med uordnet overgang er det imidlertid lagt til momenter som øker overgangsrisikoen om lag som i Bank of Englands "Late action"-scenario, herunder økte risikopremier, kraftigere fall i oljeprisen og større friksjoner i arbeidsmarkedet. Prognosene til Statistisk sentralbyrå i "Konjunkturtendensene 2021/3" og til Norges Bank i "Pengepolitisk rapport 3/21" er benyttet som utgangspunkt for fastsettelsen av utviklingen i en del sentrale økonomiske variabler i perioden fram til 2024.

NGFS' scenarioer omfatter perioden fram til 2100, mens Bank of Englands går fram til 2050. Finanstilsynets framskrivninger er av modelltekniske grunner gjort for perioden fra 2021 til 2030. Konsekvensene av en overgang til lavutslippssamfunn i Finanstilsynets scenarioer blir derfor mer konsentrert i tid enn i scenarioene til NGFS og Bank of England. Drøftingen av risiko i analysen er avgrenset til overgangsrisiko.

Innretting av finanspolitikken forutsettes å være den samme i begge scenarioene. Offentlig konsum og realinvesteringer er basert på SSBs prognoser fram til 2024. Etter dette er vekstratene basert på historiske gjennomsnitt, se tabell 1. Norges Banks styringsrente forutsettes å følge prognosen i Pengepolitisk rapport 3/21 fram til 2024 i begge scenarioer.

Tabell 1 Utviklingen i viktige variabler som bestemmes utenfor modellen. Prosentvis vekst i årlige gjennomsnitt om ikke annet framgår

		2020	Gjennomsnitt 2021–2024	2025	2026	2027	Gjennomsnitt 2028–2030
Utenlandsk KPI	Ordnet	1,4	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
	Uordnet	1,4	2,1	3,3	4,1	4,1	3,1
Utenlandsk pengemarkedsrente (3 md. EURIBOR, prosent, nivå)	Ordnet	-0,4	-0,4	0,0	0,3	0,5	0,9
	Uordnet	-0,4	-0,4	2,0	1,8	1,5	1,7
Internasjonal etterspørsel etter norskproduserte varer og tjenester	Ordnet	-7,3	7,1	4,6	4,6	4,5	4,3
	Uordnet	-7,3	7,1	-9,0	-2,0	2,0	3,0
Oljepris (produsentpris, USD per fat)	Ordnet	41,8	65,2	62,0	62,0	62,0	62,0
	Uordnet	41,8	72,5	30,0	30,0	30,0	30,0
Offentlig konsum	Ordnet	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
	Uordnet	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Offentlig realinvestering	Ordnet	-1,0	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5
	Uordnet	-1,0	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5
Norges Banks styringsrente (prosent, nivå)	Ordnet	0,4	1,0	1,7	1,7	1,7	1,7
	Uordnet	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

SCENARIOET MED ORDNET OVERGANG (BASISSCENARIO)

Utgangspunktet for basisscenarioet er som nevnt NGFS' "Below 2 Degrees Celsius"-scenario. I scenarioet forutsettes overgangen til et lavutslippssamfunn å skje på en ordnet måte, og det er relativt lave realøkonomiske kostnader knyttet til omstillingen. Til grunn for scenarioet ligger også en forutsetning om at utslippsintensiteten reduseres raskere enn i perioden 1990 til 2020.

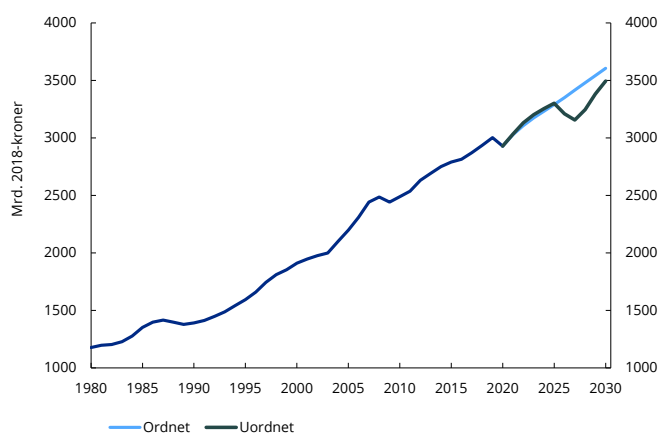
Overgangen til mindre klimaforurensende energibærere i Norge og internasjonalt pågår gjennom hele perioden i dette scenarioet. Det legges til grunn at etterspørselen etter olje holder seg oppe de første årene. Utvinning og eksport av norsk olje forutsettes først å stige om lag som SSBs prognose fram til 2024, for deretter å falle som anslått i Perspektivmeldingen 2021. Produsentprisen på olje antas å gå ned fra nær 70 til 62 USD i begynnelsen av framskrivingsperioden og holde seg på dette nivået resten av perioden, se tabell 1. Prisen på olje og andre forurensende energiformer som forbrukerne må betale, antas imidlertid å øke i takt med den planlagte opptrapningen av prisen på klimagassutslipp. Utviklingen i petroleumsinvesteringer fram til 2024 er basert på

SSBs anslag, men er noe nedjustert for å reflektere økt usikkerhet om næringens lønnsomhet framover. Fra 2025 antas investeringene på norsk sokkel å avta gradvis.

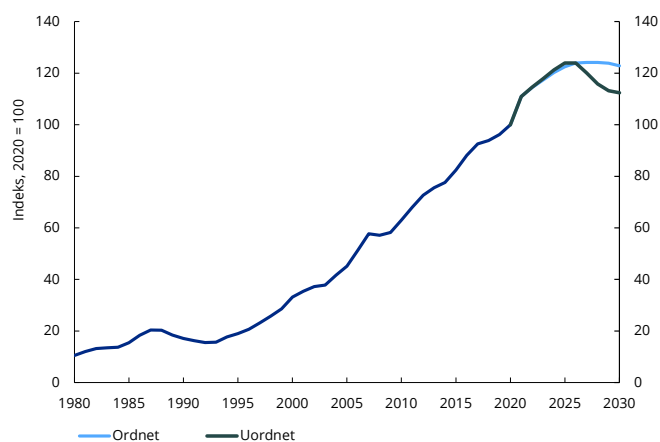
Den internasjonale etterspørselen etter norskproduserte tradisjonelle varer og tjenester forutsettes å utvikle seg i tråd med NGFS' scenario med ordnet overgang til et lavutslippssamfunn med temperaturøkning under 2 °C, se tabell 1. I scenarioet er veksten i norsk BNP nær SSBs prognoser fram til 2024, men avtar noe mot slutten av framskrivingsperioden. BNP-veksten er positiv gjennom hele perioden, se figur 2. Veksten er større i BNP Fastlands-Norge enn i BNP (total). Dette gjenspeiler produksjonsnedgangen i petroleumsnæringen. Gjennom framskrivingsperioden holder arbeidsledigheten seg lav, se figur 3.

Økningen i priser på energi og importvarer bidrar til noe økt inflasjon. Norges Bank forutsettes å heve styringsrenten gradvis til 1,6 prosent i 2024 i tråd med rentebanen i PPR 3/21 og deretter la styringsrenten være 1,7 prosent resten av perioden. Utenlandske pengemarkedsrenter antas å utvikle seg i tråd med anslag fra NGFS. I scenarioet stiger tremåneders utenlandsk pengemarkedsrente gradvis til 1,2 prosent

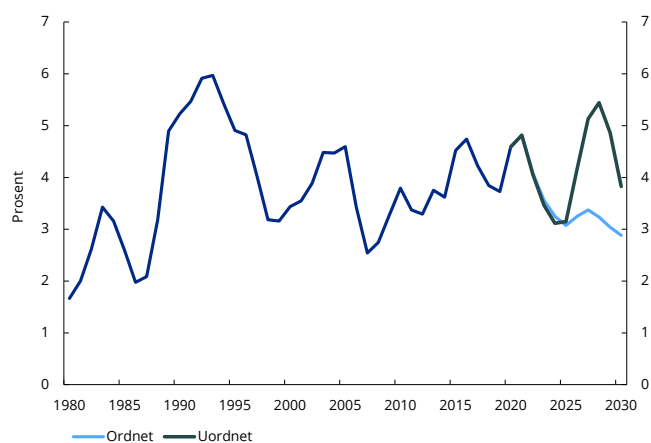
2 BNP Fastlands-Norge



5 Boligpriser

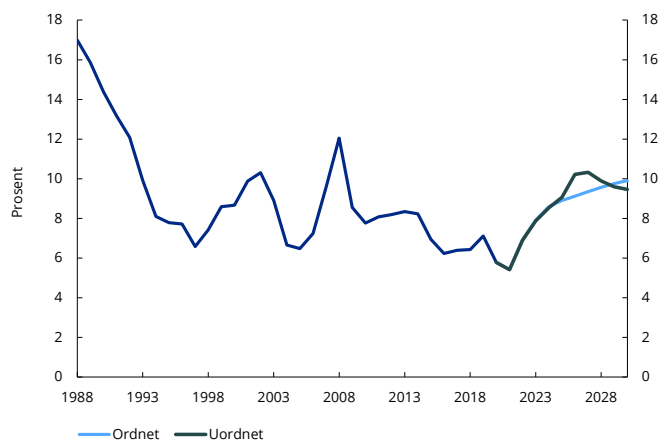


3 Arbeidsledighet (AKU)



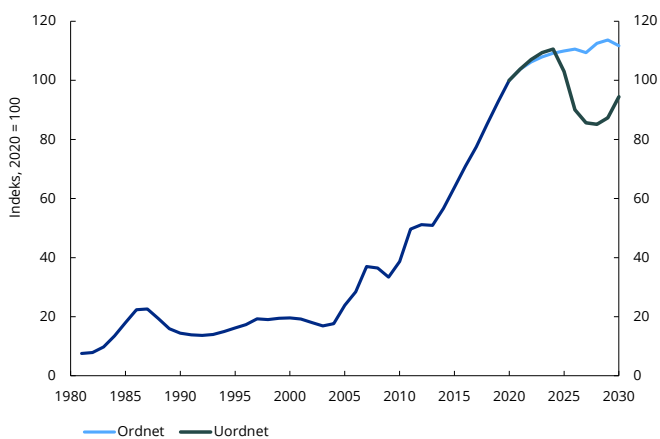
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

6 Husholdningenes rentebelastning

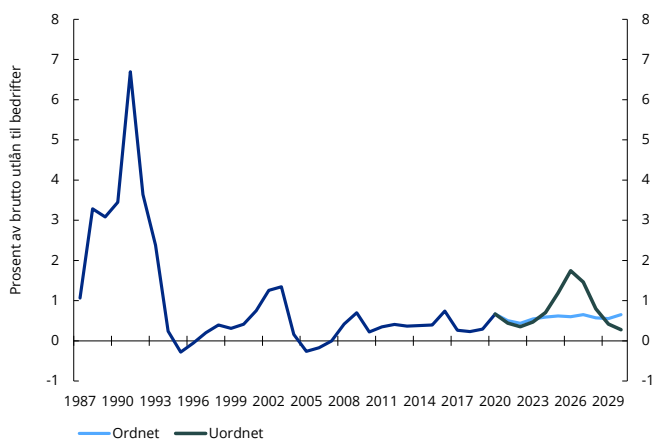


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

4 Næringseiendomspriser

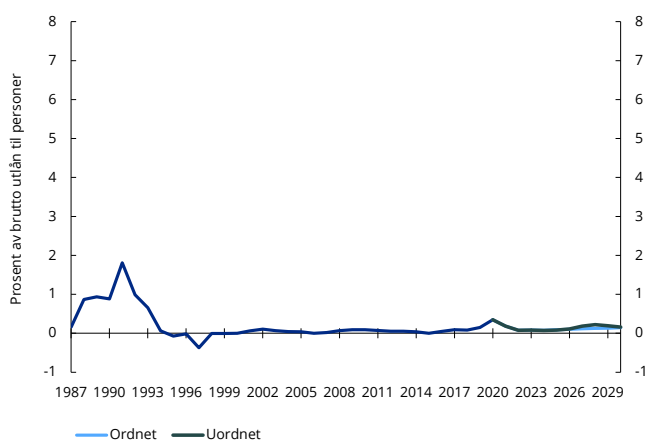


7 Bankenes tap på utlån til bedrifter



Kilde: Finanstilsynet

8 Bankenes tap på utlån til personer



Kilde: Finanstilsynet

i 2030. Utviklingen i finansmarkedene er stabil både i Norge og internasjonalt, og det inntreffer ingen sjokk i framskrivingsperioden. Norske bankers gjennomsnittlige utlånsrente stiger derfor gradvis og moderat gjennom perioden.

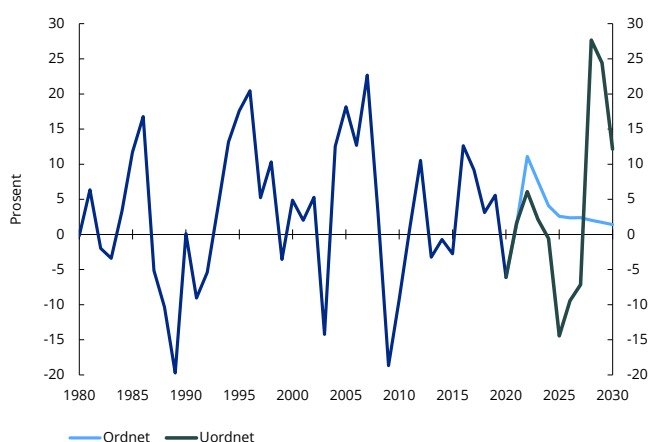
Lave renter og økonomisk vekst i Fastlands-Norge bidrar til oppgang i norske aksjekurser og næringseiendomspriser, se figur 4. Oppgangen er særlig sterk i aksjemarkedet. Ikke-finansielle foretaks gjeld (K2) vokser i gjennomsnitt med 5,3 prosent per år fra 2022 til 2030. Gjeldsøkningen må ses i sammenheng med økte realinvesteringer knyttet til det grønne skiftet. Husholdningenes disponible inntekt stiger nominelt med i gjennomsnitt 4,1 prosent per år fra 2022 til 2030. Store deler av den nominelle inntektsøkningen for husholdningene motsvares av inflasjon. Husholdningenes konsum vokser moderat gjennom perioden, og boligprisene flater ut i siste halvdel av perioden, se figur 5. Husholdningenes gjeld (K2) øker gjennom framskrivingsperioden. Økningen er særlig sterk i første halvdel av perioden. Husholdningenes rentebelastning stiger gradvis gjennom perioden som følge av økning i både lånerenter og husholdningenes gjeld, se figur 6. Husholdningenes gjeldsbelastning øker med 8 prosentpoeng til 247 prosent i 2025, men går ned til 244 prosent ved utgangen av perioden. Bankenes tap på utlån til bedrifter og personer holder seg på et lavt nivå, se figur 7 og 8.

SCENARIOET MED UORDNET OVERGANG

I dette scenarioet forutsettes prisene på utslipp av klimagasser i både kvotepliktig og ikke-kvotepliktig sektor, i likhet med Bank of Englands "Late action"-scenario, å forbli lave fram til omstillingen til lavutslippssamfunn starter. Fra 2025 øker prisene på utslipp brått og mye både internasjonalt og i Norge. Økningen i prisene på utslipp fører til lavere produsentpris og høyere pris for brukerne av fossilbaserte energiformer. Dette leder videre til betydelig økte kostnader og kraftig svekket konkurransevne for næringer med store CO₂-utslipp. Næringer som ikke er i stand til å omstille seg, får dermed redusert lønnsomhet. Samtidig fører teknologisk utvikling til mer effektiv produksjon av fornybar energi slik at produksjonskostnadene for slik energi faller. Relativt rimeligere ikke-fossil energi og endrede preferanser i befolkningen forutsettes å forsterke vridningen i etterspørselen etter ikke-fossil energi. Brukerprisene på alle energiformer stiger i scenarioet, og prisoppgangen på fossilbasert energi er særlig sterk.

Produsentprisen på olje antas å gå ned fra nær 70 til 30 USD i 2025 og holde seg på dette nivået ut perioden, se tabell 1.³⁹ Prisnedgangen gjør at lønnsomheten i petroleumsvirksomheten faller kraftig, og at petroleumsinvesteringene på norsk sokkel reduseres betydelig, særlig etter 2025. I perioden fra 2025 til 2030 antas de norske petroleumsinvesteringene å falle med 87 prosent. Dette vil redusere produksjonskapasiteten på norsk sokkel i vesentlig grad etter utløpet av framskrivingsperioden i 2030. Utvinning og eksport av norsk olje holder seg om lag på samme nivå som i basisscenarioet fram til 2030.

Den utenlandske pengemarkedsrenten øker etter starten på omstillingene til lavutslippssamfunn, se tabell 1. Økningen i energipriser og overvelting av større omstillingskostnader til forbrukerne bidrar til høyere inflasjon enn i basisscenarioet fra 2025. Sentralbankene setter i likhet med Bank of Englands "Late action"-scenario ned styringsrentene noe for å stimulere den økonomiske aktiviteten. Norges Bank forutsettes å sette ned styringsrenten fra om lag 1,7 til

9 Brutto næringsinvesteringer (fastland), vekst år/år

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

1,0 prosent i 2025 og å holde styringsrenten på dette nivået ut perioden.

De økonomiske virkningene av omstillingen til et lavutslippssamfunn blir større i dette scenarioet enn i scenarioet med ordnet overgang. Usikkerheten og risikopremiene i finansmarkedene antas å være særlig høye i 2025 og 2026. Den samlede effekten av lavere styringsrente og høyere risikopremier er at rentene som låntakerne i gjennomsnitt må betale for lån i norske banker, ikke på noe tidspunkt blir mer enn 0,5 prosentpoeng høyere i dette scenarioet enn i basisscenarioet.

Utviklingen i BNP i viktige norske eksportmarkeder forutsettes om lag å følge utviklingen i Bank of Englands "Late action"-scenario, men er mer komprimert i tid. Den internasjonale etterspørselen etter norskproduserte tradisjonelle varer og tjenester forutsettes å falle med til sammen 11 prosent i 2025 og 2026, se tabell 1. Stor usikkerhet i 2025 og 2026 fører til kraftig nedgang i næringsinvesteringene i Fastlands-Norge, se figur 9. Den svake aktivitetsutviklingen gir også lav vekst i husholdningenes disponible inntekt i 2026 og 2027. Privat konsum faller med 5,5 prosent fra 2025 til 2028. Både BNP (total) og BNP Fastlands-Norge faller 4,4 prosent fra 2025 til 2027, se figur 2.

Boks 9 Sammenligning av scenarioet med uordnet overgang med Bank of Englands "Late action"-scenario

Finanstilsynet har kalibrert scenarioet med uordnet overgang slik at de negative impulsene som virker på den innenlandske økonomien i omstillingsperioden, skal være om lag like sterke som i Bank of Englands "Late action"-scenario. Sammenligning av styrkegrad i disse to scenarioene vanskeliggjøres av at lengden på scenarioene er svært ulik og at det ikke er en bestemt variabel eller indeks som gir et entydig mål på alvorlighetsgraden i slike scenarioer. I tabell A sammenlignes utviklingen i sentrale makroøkonomiske variabler fra høyeste til laveste verdi (eller omvendt) fra omstillingen til lavutslippssamfunn starter og så lenge variabelen er fallende (eller stigende), som anses som omstillingsfasens varighet.

Endringene i eksportmarkedsindikatoren, produsentprisen på olje og den implisitte volatiliteten på aksjer i USA, som representerer utviklingen i internasjonale faktorer, er svært like i de to scenarioene, se tabell A.

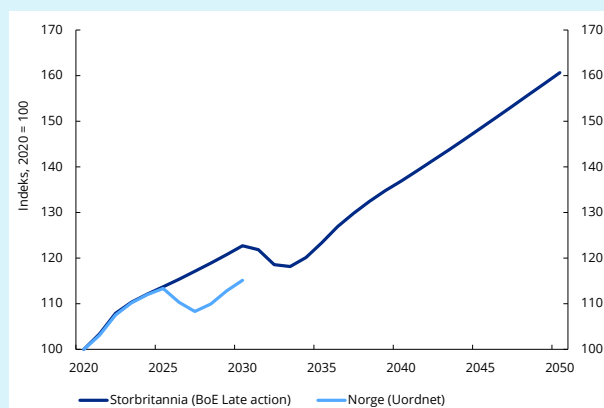
De internasjonale impulsene virker ulikt på norsk og britisk økonomi i scenarioene. Til tross for at nedgangen i BNP (total) er større i Finanstilsynets scenario for Norge (-4,4 prosent fra 2025 til 2027) enn i Bank of Englands scenario for britisk økonomi (-3,7 prosent fra 2030 til 2033), se figur C, øker arbeidsledigheten mer i det britiske scenarioet (3,5 prosentpoeng) enn i det norske (2,3 prosentpoeng). I Finanstilsynets scenario øker arbeidsledigheten til 5,4 prosent, som er noe lavere enn det høyeste nivået under nedgangskonjunktoren i 1993. Det norske arbeidsmarkedet er strukturelt forskjellig fra det britiske. Blant annet er andelen sysselsatte i offentlig sektor høyere i Norge enn i Storbritannia.

Tabell A Utvikling i sentrale økonomiske variabler i omstillingsfasen

	Storbritannia Bank of England Late action-scenario	Norge Finanstilsynets scenario Uordnet overgang
Internasjonale faktorer:		
Eksportmarkedsindikatoren*	-10 prosent	-11 prosent
Oljepris (produsent)	-62 prosent	-62 prosent
Implisitt volatilitet på aksjer i USA, økning	11 prosentpoeng	10 prosentpoeng
Innenlandske faktorer:		
BNP	-3,7 prosent	-4,4 prosent
Aksjekurser	-15 prosent	-37 prosent
Næringseiendomspriser	-28 prosent	-23 prosent
Boligpriser	-19 prosent	-9 prosent
Arbeidsledighet, økning	3,5 prosentpoeng	2,3 prosentpoeng
Arbeidsledighet, toppnivå i scenario relativt til toppnivå i nyere historie	8,5 prosent i 2033 utgjør 72 prosent av nivået i 1984	5,4 prosent i 2028 utgjør 90 prosent av nivået i 1993

* Beregnet effekt på internasjonal etterspørsel etter norskproduserte varer og tjenester, målt ved eksportmarkedsindikatoren i NAM-FT, under forutsetning av BNP-utvikling internasjonalt som er angitt i de to scenarioene. Kilder: Bank of England, Refinitiv og Finanstilsynet

C BNP (total) i Bank of Englands "Late action"-scenario og Finanstilsynets scenario med uordnet overgang



Kilder: Bank of England og Finanstilsynet

Nedgangen i næringseiendomspriser og boligpriser er mindre i scenarioet for norsk økonomi enn i scenarioet for britisk økonomi, mens fallet i norske aksjekurser er større enn nedgangen i britiske. Disse forskjellene gjenspeiler delvis oljenæringens store betydning for norsk økonomi.

Renteøkning, aktivitetsnedgang og økte risikopremier bidrar til fall i aksje- og eiendomsmarkedene. Nedgangen i norske aksjekurser blir særlig kraftig på grunn av den store andelen oljeselskapene utgjør av selskapene notert på Oslo Børs. Fra 2024 til 2026 faller norske aksjekurser med 37 prosent, mens næringseiendomsprisene faller med 23 prosent fra 2024 til 2028, se figur 4. Boligprisene faller 9 prosent fra 2026 til 2030, se figur 5.

Mot slutten av framskrivingsperioden forutsettes friksjonene i overgangen mot lavutslippssamfunn gradvis å avta, og usikkerheten i finansmarkedene går ned mot normale nivåer. Både norske aksjekurser og næringseiendomspriser stiger, men når ikke nivåene fra før omstillingen innen utgangen av framskrivingsperioden. Det antas at grønne investeringer iverksettes i stort omfang, særlig i private fastlandsnæringer, se figur 9. Den internasjonale etterspørselen etter norskproduserte varer og tjenester antas å stige med 2–3 prosent per år fra 2027 og ut framskrivingsperioden. Nedgang i inflasjonen og økt vekst i husholdningenes disponible inntekt bidrar til vekst i privat konsum. Veksten i BNP Fastlands-Norge tar seg markant opp mot slutten av framskrivingsperioden, mens nedgangen i petroleumsnæringen fortsetter.

Utviklingen i BNP gjør at arbeidsledigheten øker markant i siste halvdel av framskrivingsperioden. Arbeidsledigheten (AKU) stiger fra 3,2 prosent i 2025 til 5,4 prosent i 2028 og går ned til 3,8 prosent først i 2030, se figur 3.

Husholdningenes gjelds- og rentebelastning stiger i store deler av framskrivingsperioden og synker noe på slutten av perioden. Mens gjeldsbelastningen i 2030 er 2 prosentpoeng lavere enn i 2021, øker rentebelastningen med 4 prosentpoeng, til 9,5 prosent, i samme periode. Dette må ses i sammenheng med at bankenes gjennomsnittlige utlånsrente ikke går ned med mer enn 0,2 prosentpoeng fra 2027 til 2030.

Bankenes tap på utlån stiger betydelig i framskrivingsperioden. Utlånstapene er særlig store på utlån til bedrifter. Fra 2025 til 2030 er bankenes tap på utlån til bedrifter 5,9 prosent av brutto utlån til sektoren, se figur 7. I samme periode er bankenes tap på utlån til personer 0,9 prosent av brutto utlån til sektoren, se figur 8. Bankenes tap på utlån per år er avtagende mot slutten av perioden. Under bankkrisen fra 1988 til 1992 ble bankenes akkumulerte tap 20,2 prosent på utlån til bedrifter og 5,5 prosent på utlån til personer.

Økte utlånstap vil svekke bankenes inntjening. For en beregnet makrobank, som består av 19 av de største norske bankkonsernene, vil resultat etter skatt mer enn halveres i enkelte år i framskrivingsperioden. Makrobanken anslås likevel å opprettholde positive årsresultater gjennom perioden. Bankenes kapitaldekning påvirkes derfor i liten grad direkte av fallet i inntjeningen, men reduseres noe som følge av anslått sterk utlånsvekst fram mot 2026. Deretter bidrar fallende utlånsvekst til at kapitaldekningen stiger fram mot slutten på framskrivingsperioden til tross for økte utlånstap. En slik utvikling anslås å være håndterbar for norske banker. Det må likevel understrekes at det er stor usikkerhet knyttet både til makroscenario og bankenes tap ved en uordnet overgang.

NOTER

¹ Se blant annet Norsk PMI (innkjøpsindeks).

² Foretak hvor driftsresultatet før av- og nedskrivninger (EBITDA) er mindre enn netto rentekostnader og anslåtte avdrag på rentebærende gjeld.

³ Indikasjoner på at et utlån er kredittforringet inkluderer informasjon om følgende hendelser:

- vesentlige finansielle vanskeligheter hos låntaker
- kontraktsbrudd, slik som mislighold
- låntaker er innvilget betalingslettelser som følge av at låntaker er i finansielle vanskeligheter
- det er sannsynlig at låntaker vil gå konkurs eller utsettes for en annen form for finansiell restrukturering

⁴ Finanstilsynet påla i januar 2020 Sparebanken Vest å opphøre med bruken av betegnelsen Bulder Bank. Dette som følge av at markedsføringen av Bulder Bank ga inntrykk av at tjenesten er et eget finansforetak, hvilket er i strid med finansforetaksloven § 2-21 andre ledd bokstav b. Sparebanken Vest har påklaget Finanstilsynets vedtak til Finansdepartementet.

⁵ Totens Sparebank, Sparebanken Øst, Sparebanken Sør, Sparebank 1 SR-Bank, Sandnes Sparebank, Fana Sparebank, Sparebanken Vest, Sparebanken Sogn og Fjordane, Sparebanken Møre, Sparebank 1 Helgeland. Øvrige sparebanker inngår ikke, siden de overfører utlån til gruppeeide boligkredittforetak og det ikke registreres geografisk informasjon om utlånene som kan henføres til den enkelte bank.

⁶ Historisk fylkesfordeling følger dagens fylkesstruktur. Tall fra fylker som ble slått sammen gjennom regionreformen fra 2017, inngår i det nye fylkets tall også for perioden før sammenslåingen.

⁷ Se [Finanstilsynets brev til Finansdepartementet om overskuddsdisponering, datert 3. september 2021](#)

⁸ Se [Det europeiske systemrisikorådets pressemelding datert 24. september 2021](#)

⁹ Durasjon er den vektete gjennomsnittstiden til forfall beregnet ut fra nåverdien på framtidige kontantstrømmer. Durasjon måler hvor sensitiv verdien av en obligasjon eller en forpliktelse er med hensyn til endringer i renten.

¹⁰ Se [IMFs Global Financial Stability Report](#), oktober 2021

¹¹ Se [EIOPAs Financial Stability Report](#), juli 2021

¹² Se [EIOPAs Financial Stability Report](#), juli 2021

¹³ Se [EIOPAs Insurance Stress Test 2021 Technical specifications](#), 6. mai 2021

¹⁴ En liste over "grønne" obligasjoner utarbeides av Climate Bonds Initiative ved bruk av "[The Climate Bonds Standard](#)" med sektorspesifikke kvalifikasjonskriterier.

¹⁵ Se [Finansielt utsyn juni 2021](#) for omtale av Naturskadepoolen.

¹⁶ Se [EIOPAs metodenotat](#) datert 8. juni 2021 som er basert på [EIOPAs diskusjonsnotat](#) fra 2. desember 2020.

¹⁷ Se NVE: [Ny metodikk for å vurdere det samlede behovet for sikring av bygg mot flom og skred, 17. juni 2021](#)

¹⁸ Se EIOPA: [Artificial intelligence governance principles](#), 17. juni 2021

¹⁹ Se NAIC: [temaside om Big Data](#) (oppdatering per 27. mai 2021).

²⁰ Se EIOPA: [Open insurance: accessing and sharing insurance-related data](#). Konsultasjon våren 2021

²¹ Totalavkastning er beregnet som sum prisendring og utbytter dividert med pris ved inngangen til perioden.

²² Grunnressurser (basic resources) omfatter virksomhet som utvinner og foredler materialer, metaller, edle metaller, kjemikalier mv.

²³ Konsumvarer og -tjenester omfatter utdanning, begravelser, catering, møbler, elektriske apparater, underholdningsprodukter, klær, sko mv. Forbruksvarer omfatter drikkevarer, mat, annen detaljhandel, personlige hygieneartikler mv.

²⁴ Tallene inkluderer overføringer fra Euronext Growth til Oslo Børs, konserninterne fusjoner mv.

Kilde: Euronext Oslo Børs, [temaside om IPO-er](#) (live)

²⁵ Se ESMA: [SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations](#). Public statement datert 15. juli 2021.

²⁶ Se [Finanstilsynets brev til Oslo Børs datert 3. juni 2021](#). Publisert på Finanstilsynets nettsted.

²⁷ Nettofinansinvestering definert i inntekts- og kapitalregnskapet = sparing + netto kapitaloverføringer - nettoinvesteringer i ikke-finansiell kapital.

²⁸ Verdipapirfondenes forening: [Rekordmange nye fondssparere i år](#), publisert 21. juni 2021.

²⁹ Se [Norges Bank – Digitale sentralbankpenger – temaside](#)

³⁰ Se A climate stress-test of the financial system, Battiston et al. (2017)

³¹ Se "[Klimarisiko i forsikring, Eksponeringsanalyser og bruk av PACTA-rammeverket](#)", Finanstilsynet (2021) og [PACTAs nettsted](#).

³² Se [Climate-Related Stress Testing: Transition Risks in Norway, IMF Working Paper 20/232](#)

³³ Se "[Klimarisiko og bankers utlån til foretak](#)", Norges Bank Staff Memo 7/2021

³⁴ Se [Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#)

³⁵ Se [EU-kommisjonens forslag](#) om endringer i CRR2 og CRD5 med mål om å styrke banksektorens motstandskraft mot ESG-risikoer.

³⁶ Se [Key elements of the 2021 Biennial Exploratory](#)

[Scenario](#)

³⁷ NAM-FT er basert på modellen Norwegian Aggregate Model (NAM) og er særlig utviklet for stresstesting av banker og analyser av finansiell stabilitet. NAM er utviklet av professorene Gunnar Bårdsen og Ragnar Nymoen. Dokumentasjon av NAM finnes på [Normetrics](#). Modellen er også omtalt i Finansielt utsyn fra 2014 til

2021.

³⁸ Utenriks sjøfart er ikke omfattet av Parisavtalen og holdes utenfor analysen her.

³⁹ Prisen på naturgass inngår ikke i modellen NAM-FT, men antas som prisen på andre fossilbaserte energikilder å falle i siste halvdel av framskrivingsperioden.

FINANSTILSYNET

Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

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

