

Markeder for norske bankers langsiktige finansiering – betydningen av endringer i markedsforhold og regelverk

Haseeb Syed, rådgiver i Avdelingen for likviditetsovervåking, Finansiell Stabilitet¹

Norske banker finansierer seg i større grad enn tidligere i markedene. Obligasjonsmarkedene i Norge og utlandet er viktige finansieringskilder for bankene. Sammensetningen av bankenes markedsfinansiering påvirkes av endringer i markedsforhold og regelverk. Endringer i regelverk for sikkerhet for lån i Norges Bank og forslag til nye internasjonale regler for bankenes likviditetsbuffer og stabile finansiering påvirker norske bankers investerings- og finansieringsstruktur. Eierfordelingen og likviditeten i det norske bankobligasjonsmarkedet vil kunne endres fremover blant annet som følge av nye deponeringsregler i Norges Bank og økt etterspørsel etter obligasjoner med fortrinnsrett.

1. Innledning

Bankenes finansieringskilder består hovedsakelig av kundeinnskudd og ulike typer markedsfinansiering. Innskuddsdekningen² i norske bankkonsern (bank og kredittforetak sett under ett) har falt fra vel 100 prosent i 1993 til 60 prosent i 2010. Den kraftige nedgangen har sammenheng med at utlånsveksten har vært høyere enn innskuddsveksten. For å finansiere utlånene har bankene derfor hentet finansiering i markedet. Av norske bankers markedsgjeld ved utgangen av mars 2011 utgjorde langsiktig markedsfinansiering³ om lag 80 prosent. Bankene henter langsiktig markedsfinansiering i obligasjonsmarkedene.

Langsiktig finansiering gir bankene grunnlag for stabil finansiering og reduserer deres risiko for ikke å ha tilstrekkelige midler til å betale sine forpliktelser når de forfaller. Denne likviditetsrisikoen er som regel knyttet til forskjell i løpetid mellom bankers eiendeler og forpliktelser. Norske banker ble rammet under finanskrisen fordi de til dels hadde finansiert langsiktige utlån med kortsiktig markedsfinansiering, og fordi deres finansielle eiendeler ikke viste seg å være likvide under krisen.⁴ Kortsiktig finansiering øker bankenes refinansieringsbehov og gjør dem mer sårbare for tilgangen til og prisen på finansiering.

I kjølvannet av finanskrisen har Baselkomiteen foreslått et krav om likviditetsbuffer og et krav om stabil finansiering i bankene, se ramme 1. Forslaget til krav om stabil finansiering vil trolig begrense bruken av kortsiktig markedsfinansiering. Norske bankers utestående volum av sertifikatlån⁵ denominert i norske kroner har falt kraftig siden 2005, og nedgangen i volumet den siste tiden kan gjenspeile at norske banker har begynt å tilpasse seg forslaget til nye regler for stabil finansiering. Forslaget til nye regler for bankenes likviditetsbuffer, nye regler for sikkerhet for lån i Norges Bank og nye soliditetsregler for forsikringsselskapene (Solvens II) påvirker også eierfordelingen for bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) utstedt i norske kroner.

Denne artikkelen beskriver norske bankers langsiktige markedsfinansiering i lys av utviklingen i kredittmarkedene og ulike regelverksendringer. Avsnitt 2 omtaler det norske obligasjonsmarkedet og obligasjoner som finansieringskilde. Bankene og kredittforetakenes finansieringsstruktur beskrives i avsnitt 3, hvor finansiering i ulike valutaer og løpetider belyses nærmere. Avsnitt 4 redegjør for utviklingen i eierstrukturen for bankobligasjoner og OMF, samt i hvilken grad ulike endringer i regelverket har påvirket eierfordelingen. I avsnitt 5 vurderes likviditeten i bankenes finansieringsmarkeder ved å måle omsetningshastigheten til utestående bankobligasjoner og OMF. Sammenhengen mellom likviditeten og risikopåslagene for bankobligasjoner og OMF gir et bilde av hvordan omsetningen av obligasjoner og prisene på obligasjonsfinansiering virker inn på hverandre. Denne sammenhengen illustreres nærmere i avsnitt 6. Avsnitt 7 gir en kort oppsummering.

¹ Synspunktene i artikkelen er forfatterens og er ikke nødvendigvis uttrykk for Norges Banks syn. Takk til Sindre Weme, Johannes Skjeltorp, Bjørne Syversten, Alexander Vik og Per Atle Aronsen (Norges Bank) for nyttige kommentarer og innspill. Takk også til Jo Saakvitne (ansatt i studentstilling i Norges Bank) for bistand med figurarbeid.

² Innskudd fra kunder i prosent av utlån til kunder.

³ Langsiktig markedsfinansiering er verdipapirgjeld som utstedes i verdipapirmarkedene og som har en løpetid på minst ett år.

⁴ Se foredrag av Gulbrandsen, K. (2010).

⁵ Sertifikatlån ligner på obligasjonslån, med unntak av at de har kortere løpetid, opp til 12 måneder, og at de ikke blir omsatt på Oslo Børs.

2. Det norske obligasjonsmarkedet

Det norske obligasjonsmarkedet er en markeds plass for opptak av kreditt i norske kroner. Obligasjoner utstedt i utenlandsk valuta av norske utstedere i utlandet, samt obligasjoner i norske kroner som er utstedt i utlandet av norske eller utenlandske utstedere, regnes ikke med i det norske obligasjonsmarkedet.

Det var totalt 837 milliarder kroner utestående i det norske obligasjonsmarkedet⁶ ved utgangen av 2010. Statsobligasjoner stod for 28 prosent av den utestående gjelden, se figur 1. På grunn av den norske stats gode finansielle stilling er statens deltakelse i obligasjonsmarkedet relativt begrenset. Norske banker hadde en utestående obligasjonsgjeld på 256 milliarder kroner i det norske markedet ved utgangen av 2010, noe som utgjør 31 prosent av utestående gjeld i det norske obligasjonsmarkedet. For bankene er obligasjonslån et supplement til innskudd fra kunder. Større banker legger også ut obligasjonslån i valuta og bytter deretter valutaen til norske kroner gjennom kombinerte valuta- og rentebytteavtaler.

Etableringen av markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF-markedet)

Etableringen av OMF-markedet fra juni 2007 har gitt bankene en ny og viktig finansieringskilde. OMF kan utstedes av kredittforetak som i hovedsak finansierer seg med slike obligasjoner. Alle kredittforetakene i Norge som utsteder OMF, eies av banker. Bankene kan enten overføre bolig- eller næringsseidoms lån til kredittforetakene, som utsteder OMF med sikkerhet i lånene, eller de kan gi lånene direkte fra kredittforetaket. På den måten får bankene finansiering av lån til bolig og næringsseidom gjennom kredittforetakene. OMF gir som regel svært god sikkerhet for investor og kan derfor utstedes til bedre betingelser enn usikrede obligasjoner eller lån.⁷

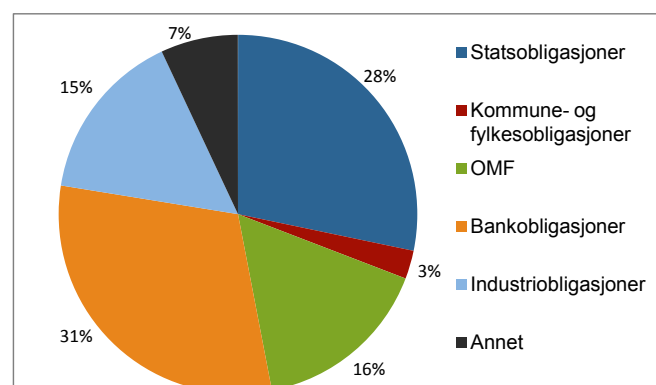
Kredittforetakene står for 44 prosent av norske bankers og kredittforetaks totale utlån med pant i bolig, og andelen har vokst raskt.⁸ OMF-emisjonene stod for 60 prosent av totalt utstedt volum av bankene og kredittforetakenes obligasjonsfinansiering i norske kroner og utenlandsk valuta i 2010, se figur 2. Denne andelen var 33 prosent i 2007 og 47 prosent i 2008.⁹

⁶ Statistikk med figurer fra Oslo Børs for det norske obligasjonsmarkedet omfatter i denne artikkelen obligasjoner som er notert på Oslo Børs eller Oslo ABM. Oslo ABM ble etablert i 2005 som en alternativ markeds plass for notering og handel av obligasjoner. Denne markeds plassen har lagt opp til en mindre omfattende noteringsprosess enn Oslo Børs, med lavere rapporteringskrav. Oslo ABM administreres og organiseres av Oslo Børs.

⁷ For en nærmere omtale av OMF-markedet, se Bakke, B., K. Rakkestad og G. Dahl (2010).

⁸ Andelen av lån med pant i bolig som er overført til kredittforetakene, inneholder både lånene med og uten den belåningsgraden som kvalifiserer for OMF.

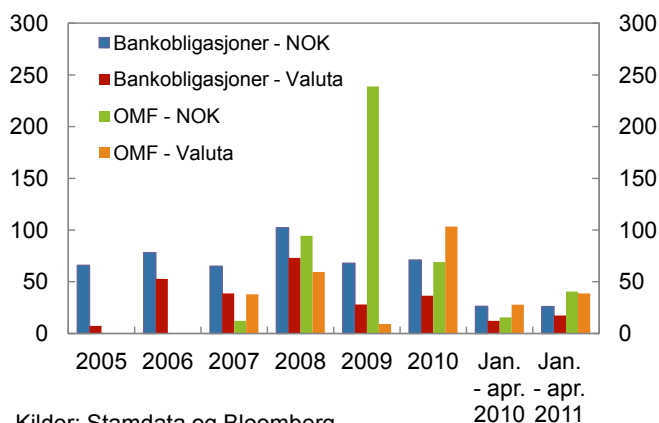
Figur 1 Det norske obligasjonsmarkedet¹⁾ fordelt etter utstedersektor. Prosent. Årstall. Per 31. desember 2010



¹⁾ Omfatter obligasjoner notert på Oslo Børs og Oslo ABM

Kilde: Oslo Børs

Figur 2 Utstedt volum av bankobligasjoner og OMF fra norske banker og kredittforetak. Milliarder NOK. Årstall og månedstall. 2005–2011 og januar–april 2011



Kilder: Stamdata og Bloomberg

3. Hvilke karakteristika har norske bankers utstedelser i kredittmarkedene?

Utstedelser i utenlandsk valuta

Norske banker har de siste årene diversifisert sin markedsfinansiering. Norske investorer har ikke tilstrekkelige investeringsrammer til å dekke finansieringsbehovet til de største bankene, og bankene har mulighet til å utstede større volumer i de utenlandske markedene. Obligasjoner denominert i utenlandsk valuta gir norske banker et bredere spekter av finansieringsalternativer og dermed et alternativ til finansiering i norske kroner. Det kan også være billigere for bankene å hente finansiering i utenlandsk valuta enn i norske kroner, selv etter at den utenlandske finansieringen er byttet over til norske kroner gjennom rente- og valutabytteavtaler. Halvparten av

⁹ På grunn av bytteordningen (omtalt nedenfor) sammenlignes utstedelsene i 2010 ikke med utstedelsene i 2009.

Ramme 1: Basel III – nye regler for likvide eiendeler og stabil finansiering

I kjølvannet av finanskrisen har Baselkomiteen foreslått at to kvantitative krav til bankers likviditet innføres og utfyller dagens kvalitative krav. Det første kravet er et krav om likviditetsbuffer, og det andre er et krav om stabil finansiering. Kravet om likviditetsbuffer og stabil finansiering skal innføres henholdsvis i 2015¹ og 2018.

Krav om likviditetsbuffer

Ifølge kravet om likviditetsbuffer skal en bank ha nok likvide eiendeler til å klare seg gjennom et stressscenario gjennom 30 dager med betydelige uttrekk av kundeinnskudd, uten at banken får tilgang på ny markedsfinansiering eller tilførsel av ny likviditet fra sentralbanken.

Det er foreløpig ikke endelig bestemt hvilke egenskaper en eiendel må ha for å kvalifisere i likviditetsbufferen. En eiendel må imidlertid ha høy kredittkvalitet, meget god likviditet og ikke være pantsatt. Eiendeler som er pantsatte i en sentralbank eller en annen offentlig institusjon, men som ellers oppfyller kravene, kan likevel inngå i likviditetsbufferen dersom de ikke er belånte.

I henhold til Baselkomiteens forslag kan likviditetsbufferen maksimalt bestå av 40 prosent såkalte nivå 2-eiendeler, som er noe mindre likvide eiendeler enn de mest likvide eiendelene. Det er trolig i første rekke OMF som kan kvalifisere som nivå 2-eiendeler i norske kroner.

Baselkomiteen har foreslått tre ulike muligheter for finansinstitusjoner som hører hjemme i land med et utilstrekkelig tilbud av likvide eiendeler i egen valuta.² Ettersom statspapirmarkedet i Norge er relativt lite, vil trolig finansinstitusjoner hjemmehørende i Norge få muligheten til å benytte seg av de tre opsjonene, dersom norske myndigheter skulle tillate det.³

Krav om stabil finansiering

For at bankene i større grad skal finansiere seg langsiktig, har Baselkomiteen foreslått krav om stabil finansiering. Hensikten med dette kravet er at bankene skaffer seg mer stabil finansiering, og at de får en bedre løpetids-sammensetning mellom eiendeler og forpliktelser. Kravet sikrer at langsiktige eiendeler er finansiert gjennom en minimumsandel av stabile og langsiktige finansieringskilder.

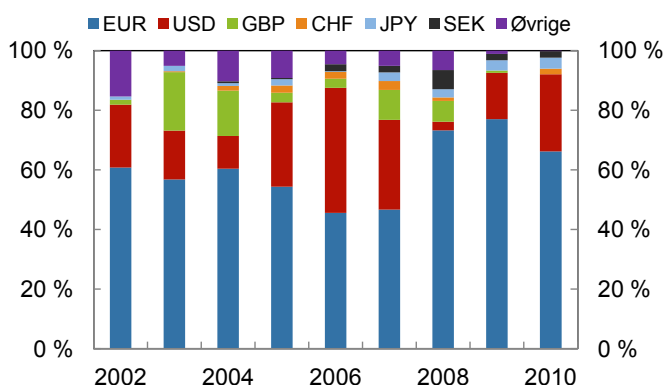
I henhold til kravet om stabil finansiering må tilgjengelig stabil finansiering være større enn kravet til stabil finansiering. Stabil finansiering er definert som den delen av egenkapital- og fremmedkapitalfinansieringen som forventes å være pålitelige finansieringskilder over ett års horisont under en periode med moderat markedsuro. Kravet om stabil finansiering avhenger av hvor likvide eiendelene er. Banker med lange utlån og stor andel av andre illikvide aktiva med lang løpetid må ha en betydelig andel langsiktig finansiering.

¹ Finanstilsynet har pålagt norske banker å rapportere i henhold til foreløpig krav om likviditetsbufferen fra 31. juli 2011.

² De tre alternativene er: 1) Forpliktende likviditetsfasilitet i relevant sentralbank, 2) Mulighet for å benytte likvide papirer i fremmed valuta og 3) Bruk av eiendeler i nivå 2 utover maksimumsgrensen, men med høyere avkorting. Disse alternativene er nærmere beskrevet i *Finansiell stabilitet* 1/11 (Ramme 2), Norges Bank.

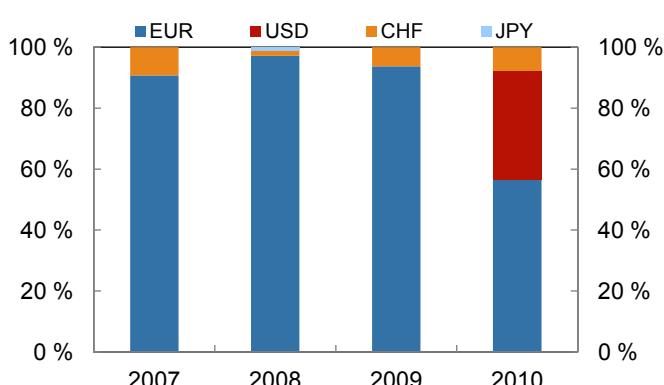
³ Utestående statspapirer i Norge utgjorde i 2010 om lag 24 prosent av BNP. Dersom utestående beløp av statskasseveksler i bytteordningen holdes utenfor, utgjorde statspapirmarkedet om lag 14 prosent av BNP. For en nærmere beskrivelse av de norske statspapirmarkedene i lys av nye likviditetsregler, se Syed, H. (2010).

Figur 3 Valutafordeling av obligasjoner utstedt i fremmed valuta av norske banker. Volumvektet. Prosent. Årstall. 2002–2010



Kilde: Bloomberg

Figur 4 Valutafordeling av OMF utstedt i fremmed valuta av norske kredittforetak. Volumvektet. Prosent. Årstall. 2007–2010



Kilde: Bloomberg

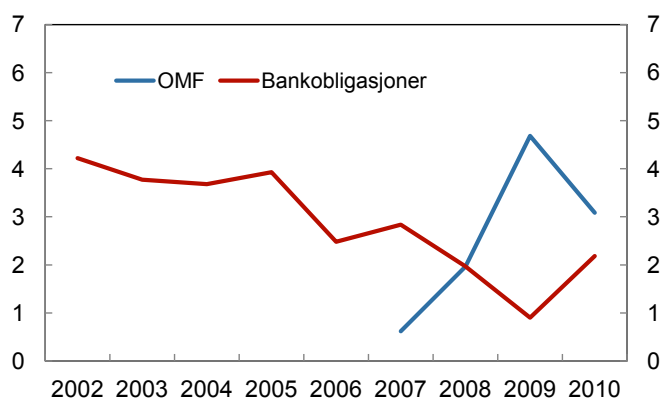
norske banker og kredittforetaks obligasjonsutstedelser i 2010 var i utenlandsk valuta. Til sammenlikning var bare 10 prosent av obligasjonsvolumet utstedt i utenlandsk valuta i 2005. Det er de aller største bankene og kredittforetakene som utsteder valutaobligasjoner.

De europeiske obligasjonsmarkedene har i flere år vært en viktig finansieringskilde for norske banker og kredittforetak. Mer enn halvparten av norske banker og kredittforetaks valutautstedelser i 2010 var denominert i euro, se figur 3 og 4. Norske banker har etter 2008 hentet større deler av sin utenlandske finansiering i dollar, og kredittforetakene begynte også å utstede OMF i dollar fra 2010. Det kan muligens knyttes til den europeiske statsgjeldsuroen som startet våren 2010. Ved å hente en mindre andel av finansieringen i euro, kan norske banker redusere sårbarheten for utviklingen i de europeiske kredittmarkedene. En annen årsak kan være at bankene og kredittforetakene ønsker å diversifisere sine utenlandske finansieringskilder, både som følge av endringer i den effektive prisen på utenlandsfinansieringen og av generelle diversifiseringsårsaker. Dersom bankene har et stort innslag av finansiering i utenlandsk valuta, blir de imidlertid mer avhengige av at både de utenlandske kredittmarkedene og byttemarkedet for renter og valuta fungerer.

Forfallsstrukturen til norske bankobligasjoner og OMF

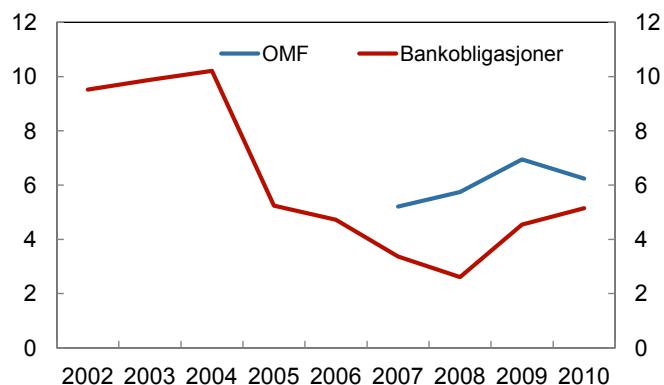
Dersom løpetiden til bankobligasjoner utstedt i norske kroner vektet med utstedt volum, ser vi at den har hatt en avtakende trend fra 2005 til 2009, se figur 5.¹⁰ Den vektete løpetiden til bankobligasjoner utstedt i utenlandsk valuta falt kraftig fra 2004 til 2008, se figur 6. Nedgangen

Figur 5 Løpetider på utstedte obligasjoner i norske kroner. Volumvektet. Antall år. Årstall. 2002–2010



Kilder: Stamdata og Norges Bank

Figur 6 Løpetider på utstedte obligasjoner i utenlandsk valuta. Volumvektet. Antall år. Årstall. 2002–2010



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

¹⁰ Den gjennomsnittlige uvektede løpetiden er lengre enn den vektete løpetiden. Det kan blant annet skyldes at mindre utstedelser med lang løpetid ofte plasseres direkte hos enkeltinvestorer (såkalte «private placements») på vilkår som er tilpasset investor, og ikke via en offentlig markeds plass.

i løpetiden kan skyldes at bankene valgte å finansiere seg mer kortsiktig under gode tider. Med en stigende rentekurve kan det være billigere å rullere kortsiktig finansiering enn å finansiere seg langsiktig. Graden av kortsiktig finansiering i bankene avhenger blant annet av evnen til å refinansiere seg til en relativt rimelig pris. Det kan være én av grunnene til at større banker henter mer kortsiktig markedsfinansiering enn mindre banker. Løpetiden til bankobligasjoner utstedt i norske kroner og fremmed valuta økte imidlertid fra henholdsvis 2009 og 2008. Det kan ikke utelukkes at norske banker tilpasser seg de nye reglene for stabil finansiering ved å hente finansiering med lengre løpetider.

Kredittforetakene finansierer sine utlån med langsiktig markedsfinansiering. Løpetiden til OMF er normalt lengre enn bankobligasjonenes løpetid (se figur 5 og 6). Den vektete og uvektede løpetiden til OMF utstedt i norske kroner økte betydelig fra 2007 til 2009. Omtrent samtlige utstedte OMF i 2009 ble benyttet i bytteordningen mellom staten og norske banker.¹¹ Ettersom bytteordningen åpnet for at bytteavtalene kunne ha en varighet på inntil fem år, økte løpetiden til utstedte OMF kraftig i 2009. Løpetiden falt året etter, noe som kan ha sammenheng med at auksjonene i bytteordningen opphørte. Kredittforetakene utstedte på grunn av finanskrisen og bytteordningen et svært lavt volum av OMF i utenlandsk valuta i 2009 (se figur 2). Det påfølgende året hentet kredittforetakene store deler av sin OMF-finansiering i utenlandske markeder. OMF utgjorde i 2010 om lag 75 prosent av norske bankers og kredittforetaks finansiering i utenlandsk valuta, noe som er en betydelig større andel enn tidligere år. Løpetiden for større utstedelser av OMF endret seg lite fra 2009 til 2010, men økte noe for små emisjoner.

OMF-markedet vil trolig forbli en viktig finansieringskilde for norske bankkonsern fremover. Det gjelder spesielt hvis OMF skulle kvalifisere for bankenes likviditetsbuffer (se ramme 1). I Baselkomiteens likviditetsregler vil kun eiendeler som umiddelbart og enkelt kan konverteres til kontanter med intet eller lite verditap, anses som likvide eiendeler. Baselkomiteen har poengtert at eiendeler med lav durasjon har høyere likviditet enn eiendeler med høy durasjon.¹² Denne sammenhengen er også observert i forskningslitteraturen.¹³ Det er uklart i

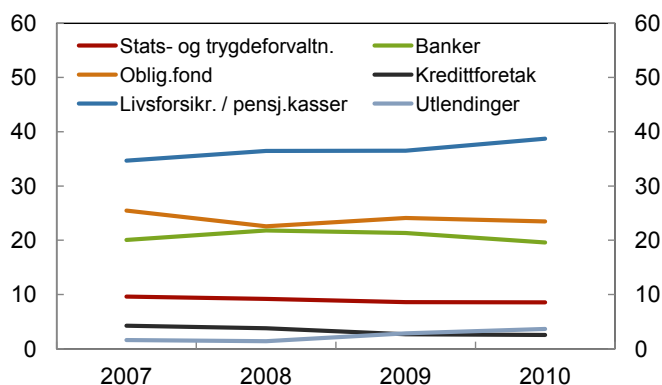
hvilken utstrekning OMF utstedt av norske kredittforetak vil bli godkjent i bankenes likviditetsbuffer. Dersom bare de mest likvide OMF-ene blir godkjent, kan norske banker etterspørre OMF med kortere løpetid. Det kan redusere løpetiden til OMF utstedt i det norske markedet og øke kredittforetakenes rulleringsrisiko.

4. Eierstrukturen for bankobligasjoner og OMF utstedt i det norske markedet

Forsikringselskaper og pensjonskasser er viktige investorer i bankobligasjonsmarkedet

I land med pensjonsordninger basert på fondering av pensjonsforpliktelsene vil pensjonsforetakene typisk stå for den største etterspørselen av langsiktig rentebærende investeringer i lokal valuta. Forsikringselskapene er de største tilbyderne av kommunale og private pensjonsordninger i Norge. Livsforsikringselskapenes avsetninger til dekning av fremtidige pensjonsytelser utgjorde 777 milliarder kroner ved utgangen av 2010. Pensjonskassene og livsforsikringselskapene eide om lag 40 prosent av utestående norske bankobligasjoner i 2010, se figur 7. Eierandelen har økt med 4 prosentenheter fra 2007 til 2010. I den samme perioden har forsikringsmessige avsetninger økt med 26 prosent. Livsforsikringselskapenes og pensjonskassenes eierandeler i det norske

Figur 7 Utvalgte gruppers eierandel¹⁾ av bankobligasjoner denominert i norske kroner. Prosent av totalt beholdning i norske kroner. Årstall. 2007–2010



¹⁾ Eierandelen av bankobligasjoner på Oslo Børs og Oslo ABM er vektet med hensyn på utestående volum av bankobligasjoner på de respektive markedsplassene.

Kilde: Oslo Børs

¹¹ For å bedre norske bankers finansieringssituasjon under finanskrisen gav Stortinget 24. oktober 2008 Finansdepartementet fullmakt til å opprette en ordning der staten gav bankene statskasseveksler i bytte mot OMF for en avtalt periode. Se rundskriv nr. 8/26. mai 2009: «Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett».

¹² Jf. «Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring», <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>. Durasjon er den vektete løpetiden til alle kontantstrømmene i en obligasjon eller obligasjonsportefølje.

¹³ Bao mfl. (2008) har vist at likviditeten synker jo høyere obligasjonens alder og løpetid er.

OMF-markedet falt fra 2007 til 2009, se figur 8. Nedgangen i eierandelen fra 2008 til 2009 skyldes at statens eierandeler økte i 2009 som følge av bytteordningen.¹⁴ På grunn av livsforsikringsselskaperes forpliktelser til fremtidige pensjonsutbetalinger vil slike selskaper ha behov for å investere store beløp i langsiktige papirer, som bankobligasjoner og OMF.

Nye solvensregler kan øke livsforsikringsselskaperes eierandeler i OMF

Forsikringsselskaperes nye soliditetsregelverk, Solvens II, innføres 1. januar 2013. Solvens II vil endre forsikringsselskaperes metode for å verdsette balansen, samt beregningsgrunnlaget for solvens. I henhold til dagens beregningsstandarder vurderes enkelte deler av selskaperes eiendeler til markedsverdi og andre deler til amortisert kost¹⁵. Forsikringsforpliktelsene diskonteres samtidig med en rentesats som er avledet av avkastningen på statspapirer.

Etter de nye reglene vil både forsikringsselskaperes forpliktelser og eiendeler verdsettes til markedsverdi. Pensjonsforpliktelser er svært langsiktige, og når de vurderes til markedsverdi, er de meget følsomme for renteendringer. Pensjonsforetakene har vanligvis forpliktelser med gjennomsnittlig løpetid på minst 10–15 år, mens deres rentebærende plasseringer har langt kortere løpetid. Verdien av forpliktelsene stiger med fallende rentenivå og faller med økt rentenivå. Dersom rentefølsomheten til forpliktelsene er høyere enn eiendelenes rentefølsomhet, påføres selskaperne tap ved avtakende rentenivå. Forsikringsselskaperne vil derfor ha insentiver til å sikre god samvariasjon mellom rentefølsomheten i eiendelene og forpliktelsene. Med Solvens II vil obligasjoner med lang løpetid og lav kredittrisiko være attraktive investeringsobjekter for pensjonsforetakene. OMF og statsobligasjoner har lang løpetid og lav kredittrisiko. Pensjonsforetakenes etterspørsel vil med det nye regelverket kunne vris fra bankobligasjoner til OMF.

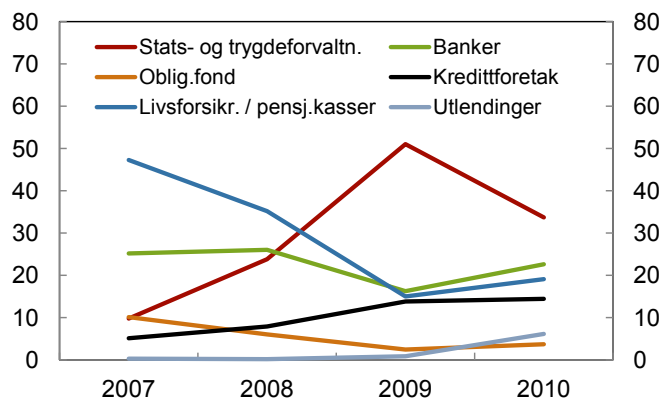
Bankenes eierandeler i bankobligasjoner og OMF

Utlån er kjernen i bankers virksomhet. Over halvparten av norske bankers eiendeler ved utgangen av 2010 består av utlån til nærings- og personkunder. Bankene holder

¹⁴ Staten er i VPS-statistikken ført opp som eier av OMF fra bytteordningen. Regnskapsmessig fortsetter bankene derimot å føre OMF fra bytteordningen som sine eiendeler, ettersom de i henhold til internasjonale regnskapsstandarder (IFRS) beholder både risikoen og avkastningen på OMF-ene.

¹⁵ Amortisert kost vil si at en finansiell eiendel i regnskapet måles til nåverdien av forventede kontantstrømmer over dens gjenværende løpetiden, diskontert med eiendelens effektive rente. Dersom selskapet endrer sine anslag for fremtidige kontantstrømmer, endres den bokførte verdien.

Figur 8 Utvalgte gruppers eierandel¹⁾ av OMF denominert i norske kroner. Prosent av den totale eierfordelingen. Årstall. 2007–2010



¹⁾ Eierandelen av OMF på Oslo Børs og Oslo ABM er vektet med hensyn på utestående volum av OMF på de respektive markedsplassene.

Kilde: Oslo Børs

imidlertid også finansielle instrumenter i sine balanser. Obligasjoner som var eid av bankene ved utgangen av 2010, utgjorde 15 prosent av forvaltningskapitalen. Av disse obligasjonene var 13 prosent bankobligasjoner og 53 prosent OMF.¹⁶

Norske banker hadde eierandeler i det norske bankobligasjons- og OMF-markedet på henholdsvis 20 og 23 prosent per 31. desember 2010 (se figur 7 og 8). Bankenes andeler i markedet for bankobligasjoner ventes å falle, ettersom bankobligasjoner i henhold til Basel III-forslaget ikke vil kvalifisere for likviditetsporteføljen. I tillegg vil bankobligasjoner ikke godkjennes som sikkerhet for lån i Norges Bank fra februar 2012, se ramme 2. OMF vil fremdeles kvalifisere som pant i sentralbankens låneordning og trolig også i bankenes likviditetsportefølje. Bankene økte sine andeler av utestående OMF fra 2009 til 2010, og andelen bankobligasjoner var om lag uendret. Det kan dermed se ut til at bankene tilpasser seg de nye deponeringsreglene ved å vri etterspørselen fra bankobligasjoner til OMF. Dersom en bank eier OMF som er utstedt av bankens tilknyttede selskap¹⁷ eller selskap i samme konsern, vil OMF-ene i henhold til Basel III-forslaget likevel ikke kvalifisere i likviditetsbufferen. Om lag 90 prosent av OMF-ene som bankene eier per mars 2011, er utstedt av kredittforetak som enten er bankens tilknyttede selskap eller som inngår i samme konsern som banken. En stor andel av det utestående volumet av

¹⁶ Bankenes eierandel i OMF kan hovedsakelig tilskrives bytteordningen, jf. fotnote 14.

¹⁷ Et tilknyttet selskap er et selskap der investor har betydelig innflytelse, og som verken er datterselskap eller en andel i felleskontrollert virksomhet. En investor anses som regel å ha betydelig innflytelse dersom investoren kontrollerer mellom 20 og 50 prosent av selskapet gjennom stemmerettene i generalforsamlingen.

Ramme 2: Bankenes deponering av verdipapirer i Norges Bank

Norske banker stiller en stor andel av sine verdipapirer som sikkerhet for lån i Norges Bank for å skaffe seg låneadgang og tilgang til likviditet på kort varsel.

Norges Bank vedtok endringer i regelverket for sikkerhet for lån i oktober 2005, hvorav de fleste endringene skjerpet kravene til pantet. Endringene tok sikte på å styrke kredittkvaliteten og omsetteligheten til pantsatte verdipapirer. Det ble i tillegg gjort endringer for å unngå at pantsetter og utsteder av pantet tilhører samme sektor og av den grunn får finansielle problemer samtidig. Norges Bank reduserte blant annet kvoten for hvor mye bankobligasjoner en enkelt bank kunne deponere som sikkerhet i Norges Bank (bankkvoten) fra 50 til 35 prosent over en ettårs periode¹, med en overgangsperiode på to år for allerede deponerte sikkerheter.

Norges Bank vedtok også i 2005 at nye pantsettelser av verdipapirer med private utstedere denominert i norske kroner måtte ha et utestående minstevolum på 300 millioner kroner (volumkravet).² Volumkravet førte til at bankene økte sin andel av utstedelser med minstevolum på 300 millioner kroner permanent fra høsten 2005 for å opprettholde sin låneadgang i Norges Bank.³ For nye pantsettelser av verdipapirer med private utstedere denominert i fremmed valuta ble det fastsatt krav om utestående volum på minst 100 millioner euro. Samtidig kunne ikke en bank pantsette mer enn 20 prosent av et verdipapirs utestående volum til fordel for Norges Bank. Under finanskrisen i 2008 ble det innført midlertidige lempelser i deponeringsreglene. Blant annet ble kravet om minstevolum på 300 millioner kroner fjernet for verdipapirer utstedt i norske kroner av private utstedere.

Norges Bank besluttet i 2010 at verdipapirer utstedt av banker og andre finansinstitusjoner ikke lenger kan brukes som sikkerhet for lån i sentralbanken fra 15. februar 2012. Det ble også vedtatt at beregningsgrunnlaget for bankkvoten skulle utvides til å omfatte papirer utstedt av utenlandske banker og andre norske og utenlandske finansinstitusjoner. Utviklingen i utenlandske finansinstitusjoner samvarierer ofte med utviklingen i norske banker. Denne utvidelsen i beregningsgrunnlaget var motivert av å unngå forskjellsbehandling mellom norske og utenlandske finansinstitusjoner.

¹ For en nærmere gjennomgang av endringene i deponeringsreglene i 2005, se B. Bakke og H. Tretvoll (2005).

² Verdipapirer som var utstedt av norske banker og av kredittforetak som var eid av norske banker, fikk en overgangsperiode på to år, også for nye deponeringer.

³ For en nærmere beskrivelse av hvordan reglene for sikkerhet for lån i Norges Bank har påvirket utstedelsesmønstrene i det norske obligasjonsmarkedet, se Igländ og Skjeltorp (kommer høsten 2011).

disse OMF-ene er benyttet i bytteordningen. Hvis OMF skulle vise seg å bli godkjent for bankenes likviditetsbuffer, vil bankene trolig heller investere i OMF som er utstedt av eksterne kredittforetak, som verken inngår i bankkonsernet eller er et selskap tilknyttet banken. Det vil i så fall innebære at eierfordelingen av utstedte OMF vil endres mellom bankene.

Utenlandske investorers interesse for norske obligasjoner

Utenlandske investorers etterspørsel etter norske obligasjoner er både av langsiktig og kortsiktig karakter. Det er grunn til å anta at de fleste investorer som kun ønsker kroneposisjoner, vil gjøre dette på en måte som minimerer annen risiko, og da er trolig statspapirer med kort gjenværende løpetid best egnet. Utenlandske investorer

handler i stor grad norske statsobligasjoner, og ved utgangen av 2010 hadde utenlandske aktører 65 prosent eierandel i det norske statsobligasjonsmarkedet.¹⁸ Høy etterspørsel fra utenlandske investorer kan føre til at renten på norske statsobligasjoner faller, noe som påvirker renten på andre rentebærende papirer. På grunn av knapphet på norske statspapirer kan det være interessant

¹⁸ Ifølge anekdotisk informasjon fra Oslo Børs kan det ikke utelukkes at en del av de utenlandske eierne i virkeligheten er norske investorer som har investert i norske obligasjoner gjennom utenlandske investeringsbanker, såkalte nominee-konti. I så fall vil det kunne blåse opp utlendingenes eierandeler i norske verdipapirer. Flere norske aksjonærer investerer i norske aksjer gjennom slike utenlandske forvaltningskonti som ikke fremkommer i selskapets eierregister i VPS. Oslo Børs har opprettet en tjeneste for å avdekke de underliggende eierne bak slike aksjeinvesteringer. Opplysninger om innehavere av VPS-registrerte papirer er taushetsbelagte etter verdipapirregisterloven § 8-1, med mindre det gjelder særskilte unntak. For opplysninger om innehavere av obligasjoner er det, i motsetning til aksjer, ikke oppstilt noe slikt unntak.

for utenlandske investorer å investere i OMF og kanskje i bankobligasjoner som gir betydelig bedre rente, men likevel oppfattes som relativt sikre. Utenlandske aktører har økt eierandelen sin i bankobligasjoner denominert i norske kroner fra 2 prosent i 2007 til 4 prosent i 2010 (se figur 7). Deres andel av OMF denominert i norske kroner har steget fra 1 til 6 prosent i løpet av 2010 (se figur 8).

5. Likviditeten i det norske markedet hvor bankene henter sin finansiering

Generelt om likviditet og andrehåndsomsetning

Et marked for andrehåndsomsetning av obligasjoner sørger for at eierne ikke er bundet opp i sine investeringer til obligasjonenes forfall. Andrehåndsmarkeder gir en effektiv tilgang på kapital. Andrehåndsomsetningen kan skje via ett eller flere mellomledd på en regulert markeds plass, som for eksempel Oslo Børs. Omsetning på regulerte markeds plasser gir bedre grunnlag for riktig prisfastsettelse. Bankene kan ha behov å investere i obligasjoner i andrehåndsmarkedet. Samtidig danner et aktivt andrehåndsmarked grunnlag for at bankene lettere kan utstede obligasjoner i førstehåndsmarkedet. Likviditeten i andrehåndsmarkedet er derfor viktig for bankene.

Markedet defineres som likvid dersom markedskjøperne raskt og til enhver tid kan gjennomføre store transaksjoner uten at markedsprisen endres nevneverdig. Hvis markedet blir illikvid, kan det lettere oppstå en differanse mellom den fundamentale verdien og markedsprisen på et verdipapir. Det vil imidlertid alltid være grunnlag for tvil om hva fundamental verdi faktisk er, og det kan i seg selv forårsake lav likviditet.

Ulike metoder for å måle likviditet

For å ha en formening om hvor godt andrehåndsmarkedene fungerer, er det viktig å kunne måle likviditeten. Likviditeten i obligasjonsmarkedene kan måles på flere forskjellige måter, som for eksempel transaksjonenes størrelse (medianen av markedsverdien til hver transaksjon i en gitt periode), omsetningsraten (summen av markedsverdien av alle handler i en gitt periode delt på gjennomsnittlig utestående volum i den samme perioden), avvik mellom kjøps- og salgspris («bid-ask spread») eller likviditetsmålet utviklet av Amihud (prisendringen i løpet av en gitt periode delt på handlet volum i den samme perioden).

Ifølge forskningslitteraturen er det vanskelig å måle likviditet på en måte som fanger opp alle dimensjonene av likviditet.¹⁹ Aitken og Comerton-Forde (2003) deler likvidi-

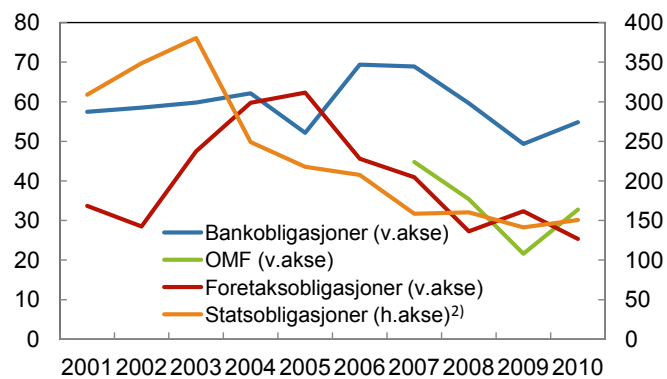
tetsmål opp i transaksjonsbaserte og ordrebaserete mål. Transaksjonenes størrelse, omsetningsraten og likviditetsmålet til Amihud er eksempler på transaksjonsbaserte mål. Avvik mellom kjøps- og salgspris er et ordrebaseret mål. Ifølge Aitken og Comerton-Forde er det lav korrelasjon mellom transaksjonsbaserte og ordrebaserete mål, og valg av likviditetsmål vil være avgjørende for likviditetsresultater vi får. På grunn av lite tilgjengelige data for likviditet, vurderes likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet i denne artikkelen kun ved å måle omsetningsraten til utestående obligasjoner. Omsetningsraten gir uttrykk for hvor stor andel av utestående volum som omsettes. En høyere omsetningsrate impliserer økt likviditet. Aitken og Comerton-Forde poengterer imidlertid at transaksjonsbaserte mål som omsetningsraten ikke gir fremoverskuende mål for likviditeten, ettersom slike mål gir et bilde av historiske transaksjoner. I tillegg kan transaksjonsbaserte mål ha en tendens til å indikere god likviditet også i turbulente perioder som følge av at mange investorer ønsker å selge obligasjoner til en lav pris. Det kan derfor ikke utelukkes at beregning av likviditeten gjennom omsetningsraten neglisjerer noe relevant informasjon om aktiviteten i obligasjonsmarkedene.

Likviditeten i markedet for norske bankobligasjoner

Likviditeten for norske bankobligasjoner²⁰, målt ved omsetningsraten, falt fra 69 prosent i 2006 til 55 prosent i 2010, se figur 9. Likviditeten falt til tross for at bankene, som følge av endringer i reglene for sikkerhet for lån i Norges Bank, økte volumet i den enkelte utstedelse fra og med 2005 (se ramme 2). Dekomponeringen av omsetningsraten viser at omsetningen og utestående volum av

²⁰ I artikkelen beregnes likviditeten til bankobligasjoner notert på Oslo Børs og Oslo ABM, jf. fotnote 6.

Figur 9 Omsetningsraten¹⁾ i det norske obligasjonsmarkedet. Prosent. Årstall. 2001–2010



¹⁾ Omsetning i år t delt på gj.snittlig utestående volum i år t

²⁾ Unntatt repohandler

Kilde: Oslo Børs

¹⁹ For en nærmere beskrivelse av ulike likviditetsdimensjoner, se Harris (1990).

bankobligasjoner har økt siden 2005, se figur 10. Norges Bank annonserte i begynnelsen av 2010 at bankobligasjoner ikke vil godkjennes som pant fra februar 2012. Selv om omsetningen og det utestående volumet av bankobligasjoner økte fra 2009 til 2010, kan det ikke utelukkes at Norges Banks varslede innstramminger i deponeringsreglene påvirker likviditeten og emisjonsvolumet av bankobligasjoner pålydende norske kroner negativt.

Bankobligasjonene som bankene eier, holdes i stor grad til forfall. Store deler av de utestående bankobligasjonene forfaller innen 2012, se figur 11 og 12. Dersom bankene holder sine bankobligasjoner til forfall, vil bankenes andel av bankobligasjonene ha falt betydelig innen de nye pantereglene iverksettes, gitt at de ikke investerer i nye bankpapirer. Bankobligasjoner holdt til forfall kan isolert sett bidra til at omsetningen i andrehåndsmarkedet faller fram mot 2012.

Lav etterspørsel i kredittmarkedene under finanskrisen bidro blant annet til at mange verdipapirer ført til virkelig verdi ble kraftig nedskrevet under finanskrisen. Verdipapirer som i utgangspunktet er ført til virkelig verdi, kan i henhold til internasjonale regnskapsstandarder ikke omklassifiseres.²¹ For å hindre at finansinstitusjoner måtte føre betydelige urealiserte verditap, gav EU høsten 2008 adgang til å omklassifisere verdipapirer ført til virkelig verdi til «holdt-til-forfall», med virkning fra 1. juli 2008²². Finansdepartementet fulgte opp EUs vedtak og tillot norske finansinstitusjoner å omklassifisere handelsporteføljen. Gjennom en slik omklassifisering ble obligasjoner som bankene eide til handelsformål, regnskapsført til amortisert kost i stedet. Obligasjoner ført til amortisert kost svinger ikke med obligasjonens markedsverdi. Bankene måtte også ha en intensjon om å holde sine omklassifiserte obligasjonsporteføljer til forfall. Flere norske banker benyttet seg av denne muligheten og omklassifiserte obligasjoner for totalt 97 milliarder kroner til holdt-til-forfall i regnskapsåret 2008.²³ Det har isolert sett trolig hatt en negativ effekt på omsetningen siden 2008.

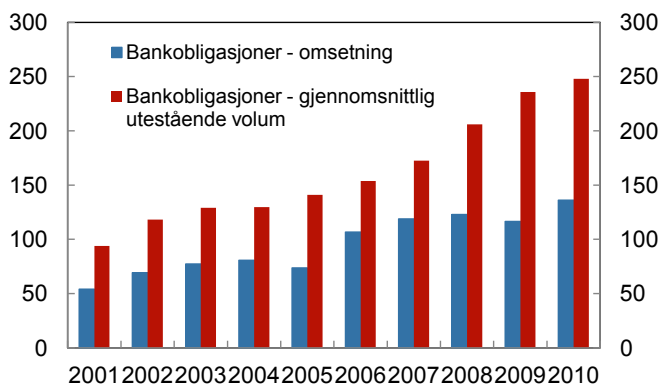
Eiersammensetningen i obligasjonsmarkedet har betydning for hvor stor andel av utestående obligasjoner som er gjenstand for salg i andrehåndsmarkedet. Utenlandske eiere antas å holde store deler av sine investeringer i norske bankobligasjoner til forfall. Livsforsikringselskapene og pensjonskassene hadde regnskapsført 24 prosent av sine obligasjonsinvesteringer til holdt-til-forfall ved utgangen av 2010. Likviditeten i markedene reduseres når investorene holder obligasjonene til forfall.

²¹ Finansielle eiendeler ført i henhold til IFRS kan klassifiseres på fire forskjellige måter: 1) Til virkelig verdi, 2) Som holdt-til-forfall, 3) Som utlån og fordringer eller 4) Som tilgjengelige for salg.

²² Omklassifiseringen til holdt-til-forfall skjedde til den bokførte verdien av handelsporteføljen per 30. juni 2008.

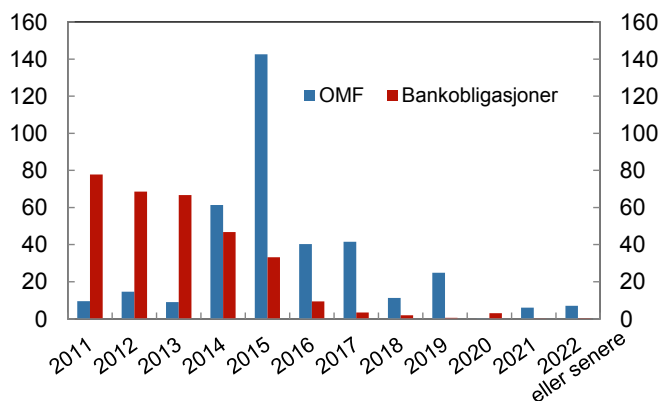
²³ Det omklassifiserte beløpet på 97 milliarder kroner bygger på opplysninger fra de 45 største bankene. Dersom noen små banker også omklassifiserte sin handelsportefølje, vil ikke det påvirke det totale beløpet i særlig stor grad.

Figur 10 Dekomponering av omsetningsraten - Omsetning og utestående volum i det norske bankobligasjonsmarkedet. Milliarder kroner. Årstall. 2001–2010



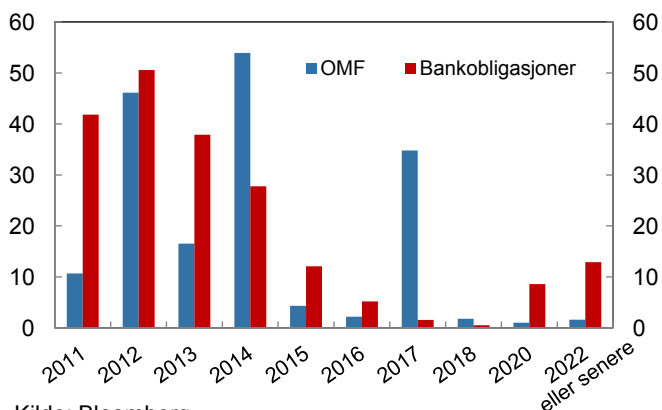
Kilde: Oslo Børs

Figur 11 Beløp til forfall på bankobligasjoner og OMF utstedt av norske banker og kredittforetak ved utgangen av 2010. Denominert i NOK. Milliarder kroner. Årstall. 2011–2026



Kilde: Stamdata

Figur 12 Beløp til forfall på bankobligasjoner og OMF utstedt av norske banker og kredittforetak ved utgangen av 2010. Denominert i utenlandsk valuta. Omregnet til NOK. Milliarder kroner. Årstall. 2011–2049



Kilde: Bloomberg

Bytteordningens innvirkning på likviditeten i OMF-markedet

Etterspørselen etter OMF og andre private verdipapirer var på grunn av finanskrisen svært lav da bytteordningen ble annonsert. Ettersom statskasseveksler er lettere omsettelige enn OMF, førte bytteordningen til en vesentlig bedring i bankenes likviditetssituasjon. Utestående volum av OMF økte kraftig i 2009 som følge av bytteordningen. Kredittforetakene utstedte OMF for 239 milliarder kroner, som staten byttet til seg. Av norske kredittforetaks samlede OMF-utstedelser i 2009, var 96 prosent tilknyttet bytteordningen. Ettersom disse OMF-ene ble bundet opp til bytteordningen, var de ikke omsettelige i andrehåndsmarkedet. Det førte til at omsetningsraten til OMF falt betydelig i 2009 (se figur 9).

Når avtalene i bytteordningen forfaller, vil kredittforetakene erstatte dem med OMF-finansiering fra markedet. I den grad flere investorer vil etterspørre OMF fremover, vil utfasingen av bytteordningen kunne bidra til at OMF-markedet blir mer likvid. Om lag 20 prosent av utestående volum i bytteordningen forfaller i slutten av 2011. Innen 2014 vil ordningen ha forfalt i sin helhet. Gitt at forfalte OMF fra bytteordningen blir erstattet med nyutstedte OMF, vil disse være tilgjengelige for salg i markedet før Baselkomiteens forslag om ikrafttredelse av de nye reglene for likvide eiendeler i 2015. Det taler for at tilbudet av OMF i norske kroner vil ha økt innen norske banker må oppfylle likviditetskravene som følger av Basel III-forslaget. Det er imidlertid usikkert i hvilken utstrekning nye OMF vil være denominert i norske kroner.

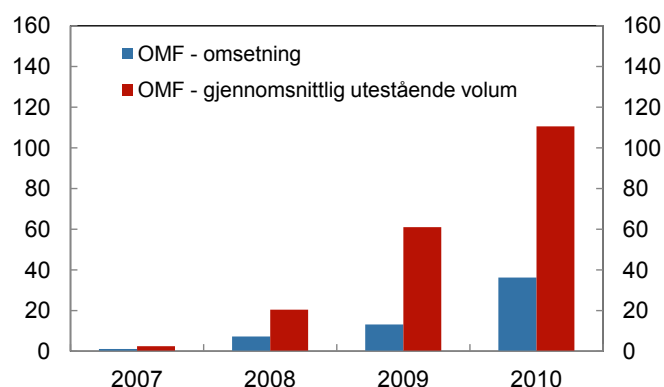
Store samtidige forfall i bytteordningen gjør bankene sårbare for markedsutviklingen på forfallstidspunktet. For å bidra til en mer gradvis avvikling av bytteordningen og jevnere utvikling i bankenes låneopptak har Finansdepartement gitt bankene tilbud om førtidig innfrielse av bytteordningen.²⁴ Så langt i 2011 er om lag 20 milliarder kroner innfridd førtidig. Når banker velger å benytte seg av denne muligheten, vil det øke finansieringsbehovet på valgt innfrielsestidspunkt og redusere finansieringsbehovet ved opprinnelig forfall. Flexibiliteten bidrar til å redusere bankenes likviditetsrisiko. Bankene som innfrir avtaler i bytteordningen førtidig, vil kunne hente ny likviditet ved å legge ut nye OMF med lang løpetid og når det er god etterspørsel i markedet.

²⁴ Innfrielsen skjer mot et vederlag tilsvarende nåverdien av statens forventede netto kontantstrøm for den gjenstående del av opprinnelig løpetid i avtalene (0,4 prosent av pålydende avtalebeløp per år). Bankene må gjennom kredittforetakene kjøpe tilbake OMF til samme pris som staten betalte. Det er kun mulig å innløse hele volumet i hver avtale på tidspunkter hvor avtalene har rullering. Avtalene rulleres hver sjette måned.

Kannibalisering av bankobligasjoner fra OMF?

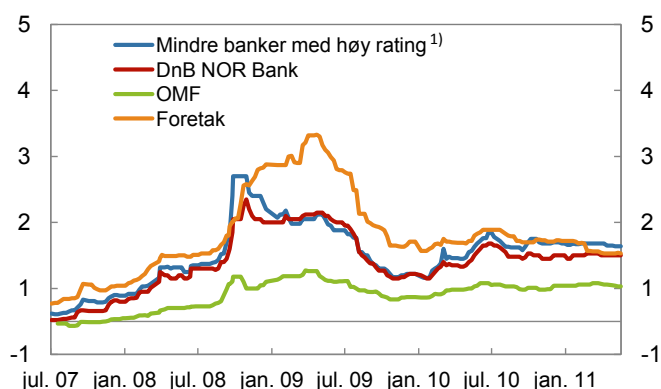
Kombinasjonen av lav kredittrisiko og høyere løpende avkastning enn statsobligasjoner med tilsvarende kredittradering gjør OMF til et velegnet investeringsobjekt for flere investorgrupper. Gjennom en dekomponering av omsetningsraten ser vi at både omsetningen i andrehåndsmarkedet i Norge og utestående volum av OMF har vokst betydelig siden 2007, se figur 13. Kredittforetak som til å begynne med ble opprettet for å være med i bytteordningen, har etter hvert også begynt å utstede OMF i det norske markedet. Omsetningen i OMF økte 177 prosent fra 2009 til 2010. Bankobligasjoners omsetning steg med 17 prosent i den samme perioden. Denne forskjellen i størrelsen på omsetningsendringen kan indikere at OMF handles på mer attraktive vilkår enn bankobligasjoner. Investorene krever ikke like høy avkastning for en investering i OMF som for en investering i bank- og foretaksobligasjoner, se figur 14. Hvis store andeler av boliglånene overføres til kredittforetak, kan gjenværende sikkerhet på utestående obligasjoner i bankene samlet sett

Figur 13 Dekomponering av omsetningsraten – Omsetning og utestående volum i det norske OMF-markedet. Milliarder kroner. Årstall. 2007–2010



Kilde: Oslo Børs

Figur 14 Indikative kredittpåslag for 5-årige norske obligasjoner (foretak, bank og OMF). Differanse mot swaprenter. Prosentenheter. Ukestall. Uke 27 2007–uke 20 2011



¹⁾ Banker med forvaltningskapital mellom 5 og 15 milliarder NOK og ratet A av DnB NOR Markets

Kilde: DnB NOR Markets

få lavere kvalitet. Det skyldes at boliglånene med høyest sikkerhet, som er innenfor 75 prosent av boligverdien, i større grad tilfaller kredittforetakene. Avstanden mellom risikopåslagene for bankobligasjoner og OMF vil i så fall kunne øke ytterligere. Den gjenværende sikkerheten svekkes imidlertid bare dersom økte kapitalkrav²⁵ i bankene ikke i tilstrekkelig grad kompenserer for den økte kreditttrisikoen bankobligasjonseiere står overfor.

Andre markeds- og regelverksendringer vil også kunne føre til at likviditeten i OMF-markedet øker fremover. Dersom prisstillere forplikter seg til å stille toveis priser på akseptable volum, vil investorene alltid kunne kjøpe eller selge OMF til kjente priser, noe som også vil bidra til å øke omsetningen i OMF-markedet. Myndighetene kan også legge til rette for bedre likviditet i OMF-markedet ved å oppheve Emisjonsforskriften²⁶. Forskriften begrenser utsteders muligheter til å legge ut lån til kurs under pari. En opphevelse av denne forskriften vil gjøre det enklere å utstede store lån, noe som danner grunnlag for bedre likviditet i markedet.

Boligprisene vil kunne påvirke likviditeten i OMF-markedet

Den høye etterspørselen etter OMF har blant annet bakgrunn i den gode kvaliteten på sikkerhetsmassen²⁷. Et boligprisfall vil imidlertid isolert sett øke belåningsgraden på boliglånene som inngår i sikkerhetsmassen. Dersom belåningsgraden skulle overskride maksimumskravet på 75 prosent, må sikkerhetsmassen reduseres med den andelen som ligger over kravet. Resten av lånet kan likevel beholdes på balansen til kredittforetaket. Likviditeten i OMF-markedet kan synes å bygge på en implisitt forutsetning om at boligprisene ikke vil falle så mye at store deler av belåningsgraden på norske boliglån går utover maksimumsgrensen. Andelen av boliglånene med belåningsgrad over maksimumskravet vil øke med størrelsen på boligprisfallet.²⁸ Kraftige fall i boligprisene kan derfor tenkes å redusere det utstående volumet og omsetningen av OMF. Likviditeten i OMF-markedet kan være sårbar for betydelige boligprisfall. Når nye boliglån med belåningsgrad på maksimalt 75 prosent må brukes til å fylle eksisterende sikkerhetsmasse, vil de ikke kunne benyttes til å utstede nye OMF. Dersom kredittforetakene øker fyllingssikkerheten²⁹ eller kjøper tilbake utstedte obligasjoner for å opprettholde kvaliteten på sikkerhetsmassen, vil aktiviteten i OMF-markedet også avta.

²⁵ Kapitalkravet øker hvis banken reinvesterer salgsvederlaget fra overførte boliglån i mer risikable eiendeler, slik at risikovektet balanse øker.

²⁶ Jf. Emisjonsforskriften: <http://www.lovdatabank.no/for/sf/fd/td-19961220-1247-001.html#2>

²⁷ Sikkerhetsmassen kan hovedsakelig bestå av boliglån innenfor 75 prosent av verdigrunnlaget (markedsverdi) eller næringseiendomslån innenfor 60 prosent av verdigrunnlaget.

²⁸ Se Bakke, B., K. Rakkestad og G. Dahl (2010).

6. Sammenhengen mellom likviditet og risikopåslag i finansieringsmarkedene

Generelt om likviditet og risikopåslag

Likviditeten i finansieringsmarkedene har stor betydning for hvor dyrt det er for bankene å finansiere seg i markedene. Investorer vil som regel kreve kompensasjon for å investere i et lite likvid instrument. Dette elementet av risikopåslag kalles likviditetspremie. Når likviditeten faller, øker likviditetspremiene, ettersom investorer i høyere grad frykter at deres verdipapirer ikke kan omsettes. Det er nærliggende å forutsette at likviditeten har en direkte effekt på risikopåslagene i obligasjonsmarkedene. Den empiriske forskningen til Acharya og Pedersen (2005) viser at risikopåslagene som investorer setter, er avhengige av den forventede likviditeten i de respektive verdipapirene. Brunnermeier og Pedersen (2008) har også påvist at lav markedslikviditet øker volatiliteten, og derigjennom risikopåslagene, i verdipapirmarkedene.

Likviditetspremier i obligasjonsmarkedene

Investorer priser inn både kreditt- og likviditetsrisiko gjennom risikopåslag i obligasjonsmarkedene. Det er vanskelig å vurdere hvor mye hvert av de to risikoelementene svarer for i det samlede risikopåslaget. Dersom det i det samlede risikopåslaget trekkes fra en indikator som representerer kredittisiko, står vi igjen med et risikopåslag som grovt sett kan representere en likviditetsrisiko. Premiene mot mislighold av gjeld, CDS-prisene, kan brukes som en indikator for å måle kredittisiko. Likviditetspremier for europeiske finansinstitusjoner i obligasjonsmarkedet er i denne artikkelen beregnet ved å måle avviket mellom en indeks som måler de samlede risikopåslagene og en indeks for CDS-prisene, se figur 15. Figuren illustrerer at økningen i risikopåslagene i de europeiske kredittmarkedene under finanskrisen i stor utstrekning kan tilskrives høye likviditetspremier, selv om kreditttrisikoen også økte under denne perioden. Statsgjeldsuroen som startet i de europeiske kredittmarkedene i 2010, førte også til at risikopåslagene i markedene steg betraktelig. Som figur 15 viser, var det hovedsakelig høyere kredittisiko som resulterte i økte risikopåslag i 2010. Det kan skyldes at uroen i Europa har utløst en frykt for at både banker og stater vil kunne misligholde sin gjeld. Likviditetspremier endret seg ikke like mye i denne perioden.

Risikopåslagene for norske bankobligasjoner økte også kraftig under finanskrisen (se figur 14). Det kan hoved-

²⁹ Inntil 20 prosent av sikkerhetsmassen kan bestå av fyllingssikkerhet, som er spesielt likvide og sikre obligasjoner eller bankinnskudd. Fyllingssikkerheten kan økes til 30 prosent etter tillatelse fra Finanstilsynet.

sakelig knyttet til høye likviditetspremier i denne perioden. Norske banker hadde ikke soliditetsproblemer under finanskrisen. Bankene her hjemme var godt kapitalisert i forhold til andre land, og de hadde dermed større kapitalbuffere å tære på.³⁰ Det oppsto imidlertid omfattende likviditetsproblemer i de norske bankene, som følge av at investorer var usikre på hvilke banker som hadde problemer og dermed var restriktive med å finansiere banker generelt.

Økningen i risikopåslagene for bankobligasjoner fra 2006 til 2009 sammenfaller med en nedadgående trend i omsetningsraten i samme periode, se figur 16. Fra 2009 til 2010 faller risikopåslagene samtidig som omsetningsraten øker. Nedgangen i risikopåslagene i denne perioden skyldes at bankenes finansieringssituasjon bedret seg som følge av en gjeninnhenting i kredittmarkedene. Det illustrerer også at norske banker var lite berørt av den europeiske uroen i 2010. Dersom nye panteregler i Norges Bank fører til at likviditeten i markedet for bankobligasjoner avtar fremover, vil det imidlertid kunne gi høyere risikopåslag for investeringer i bankobligasjoner.

Omsetningsraten til OMF utviklet seg i motsatt retning i forhold til risikopåslaget for OMF fra 2008 til 2010, se figur 17. Som følge av finanskrisen økte risikopåslaget for OMF betydelig fra 2008 til 2009. Omsetningsraten falt i den samme perioden, og det har som nevnt sammenheng med bytteordningen. Det påfølgende året ble utviklingen til både risikopåslaget og omsetningsraten noe reversert. Økningen i omsetningsraten og den tilhørende nedgangen i risikopåslaget fra 2009 til 2010 kan imidlertid ikke utelukkende relateres til et positivt skift i konjunktorene. Bytteordningen preger i stor grad likviditetsutviklingen i OMF-markedet. Utviklingen fra 2009 til 2010 har som nevnt også sammenheng med at bankene, både i kraft av å være investorer og låntakere, i større grad favoriserer OMF fremfor bankobligasjoner.

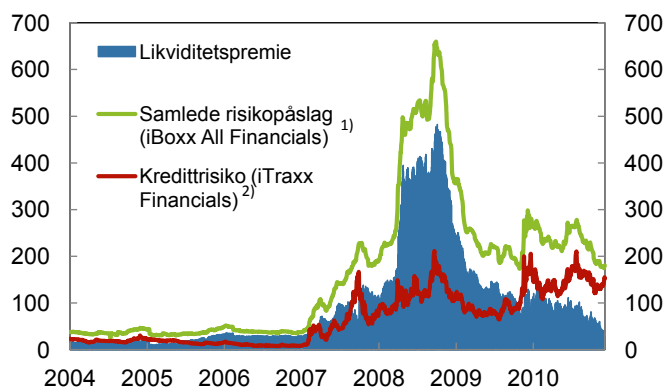
7. Oppsummering

Obligasjonsmarkedet gir bankene flere muligheter til å finansiere sine utlån. Med bakgrunn i markeds- og regelverksendringer har vi sett hvordan det norske markedet for bankobligasjoner og OMF har utviklet seg de siste årene, samt hvordan det kan komme til å utvikle seg fremover. Forfallsstrukturen for bankenes markedsfinansiering påvirkes av forslag til nye krav om stabil finansiering. Norske banker har økt løpetiden på utstedte bankobligasjoner i norske kroner og utenlandsk valuta siden henholdsvis 2009 og 2008.

Valutasammensetningen i bankenes markedsfinansiering påvirkes av endringer i kredittmarkedene. De siste årene har norske banker i større utstrekning utstedt obli-

³⁰ Se foredrag, Gulbrandsen (2010).

Figur 15 Likviditetspremie i det europeiske kredittmarkedet. Basispunkter. Dagstall. 21 juni 2004–24. mai 2011

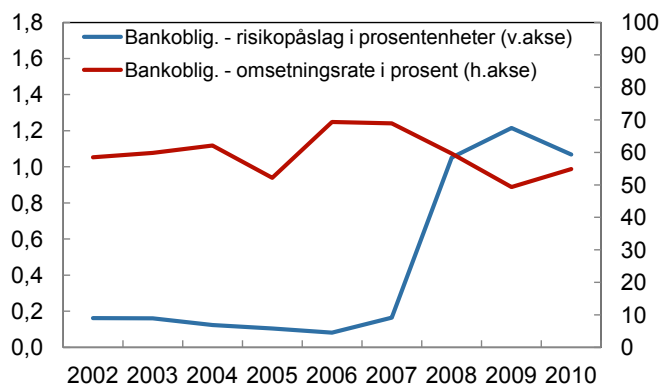


¹⁾ Består av 20 obligasjoner utstedt av europeiske finansinstitusjoner, med løpetid på 3–5 år

²⁾ Indeks for CDS-prisen til 25 store europeiske finansinstitusjoner, med 5 års løpetid

Kilde: Thomson Reuters

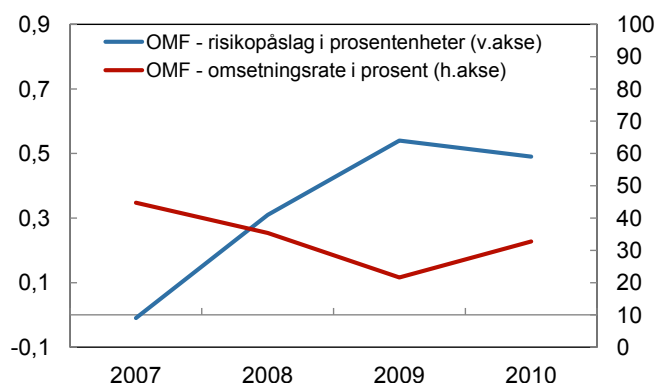
Figur 16 Sammenhengen mellom risikopåslag¹⁾ og likviditeten i markedet for norske bankobligasjoner. Prosent og prosentenheter. Årstall. 2002–2010



¹⁾ Indikative risikopåslag for bankobligasjoner med fem års løpetid, beregnet som differanse mot swaprenter

Kilder: Oslo Børs og DnB NOR Markets

Figur 17 Sammenhengen mellom risikopåslag¹⁾ og likviditeten i markedet for norske OMF. Prosent og prosentenheter. Årstall. 2007–2010



¹⁾ Indikative risikopåslag for OMF med fem års løpetid, beregnet som differanse mot swaprenter

Kilder: Oslo Børs og DnB NOR Markets

gasjoner denominert i utenlandsk valuta. På den måten diversifiserer bankene sin markedsfinansiering, men de eksponerer seg samtidig for forstyrrelser i byttemarkedene og de utenlandske markedene.

Regelverksendringer har stor betydning for eierfordelingen for norske bankobligasjoner og OMF. Nye solvensregler for forsikringsselskapene vil trolig føre til at pensjonsforetakenes etterspørsel vris fra bankobligasjoner til OMF. Bankenes eierandeler i det norske markedet for bankobligasjoner ventes å falle ettersom slike papirer ikke vil kvalifisere i bankenes likviditetsbuffer, og fordi de fra 2012 ikke vil godkjennes som sikkerhet for lån i Norges Bank. Bankenes eierandeler i OMF vil øke ytterligere dersom OMF kvalifiserer som likvide eiendeler i Basel III.

Nye deponeringsregler i Norges Bank fra 2012 kan føre til at bankobligasjoner som bankene eier, i større grad holdes til forfall. Det reduserer isolert sett omsetningen i andrehåndsmarkedet. Likviditeten for norske bankobligasjoner, målt ved omsetningsraten, har hatt en fallende trend fra 2006 til 2009. Bytteordningen førte til at omsetningsraten til OMF falt kraftig i 2009. I den grad flere investorer vil etterspørre OMF fremover, vil utfasingen av bytteordningen bidra til at OMF-markedet blir mer likvid. Flere markeds- og regelverksendringer taler for at OMF fremover vil få økt likviditet gjennom økt tilbud og etterspørsel. En slik utvikling kan gå på bekostning av likviditeten til bankobligasjoner. Vi har også sett at likviditeten i markedene for bankobligasjoner og OMF normalt er negativt korrelert med risikopåslagene i de respektive markedene.

Litteratur

Acharya, V. og L. H. Pedersen (2005): «Asset pricing with liquidity risk», *Journal of Financial Economics* 77, s. 375–410

Aitken, M. og C. Comerton-Forde (2003): «How should liquidity be measured?», *Pacific-Basin Finance Journal*, nr. 11, s. 45–59

Amihud, Y. (2002): «Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects», *Journal of Financial Markets* 5, s. 31–56

Bakke, B. og H. Tretvoll (2005): «Sikkerhet for lån i Norges Bank – nytt regelverk», *Penger og Kreditt* nr. 4/2005, s. 244–252, Norges Bank

Bakke, B., K. Sandal og I. Solberg (2007): «Sikkerhet for lån i Norges Bank – konsekvenser av endringer i regelverket», *Penger og Kreditt* 4/2007, s. 149–158, Norges Bank

Bakke B., K. Rakkestad og G. Dahl (2010): «Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterkt vekst», *Penger og Kreditt* 1/2010, s. 4–19, Norges Bank

Bao, J., J. Pan og J. Wang (2008): «Liquidity of Corporate Bonds», *Working Paper*, MIT Sloan School of Management

Brunnermeier, M. og L. H. Pedersen (2008): «Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies*, s. 2201–2238

Finansnæringens Hovedorganisasjon (2007): «Det norske obligasjonsmarkedet – hva kan gjøres for å skape et mer velfungerende marked?», FNHs Bransjestyre – kapitalforvaltning og finansmarked

Gulbrandsen, K. (2010): «Nye likviditets- og soliditetskrav for banknæringen», Foredrag på Sparebankforeningen og Norske Finansanalytikeres Forenings bransjeseminar om egenkapitalbevis, 15. september 2010

Harris, L. (1990): «Liquidity, trading rules, and electronic trading systems», *New York University Salomon Center Monograph Series in Finance and Economics*, nr. 4

Igland, S. og J. Skjeltorp (2011): «Sikkerhet for lån i Norges Bank – Virkningen av endringer i Norges Banks regelverk på bankenes verdipapirporteføljer og utstedelser», *Staff Memo* (kommer høsten 2011), Norges Bank

Norges Bank (2010): *Finansiell Stabilitet 1/10*

Norges Bank (2010): *Finansiell Stabilitet 2/10*

Norges Bank (2011): *Finansiell Stabilitet 1/11*

Norges Bank (2004): «Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet». *Norges Banks skriftserie* nr. 34, s. 66–74

NOU 2000:9: Konkurranseflater i finansnæringen

Rundskriv nr.8/26. mai 2009: «Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett». Norges Bank

Syed, H. (2010): «Det norske markedet for statspapirer og obligasjoner med fortrinnsrett i lys av nye krav til bankenes likviditetsbuffer». *Aktuell Kommentar* 7/2010, Norges Bank