

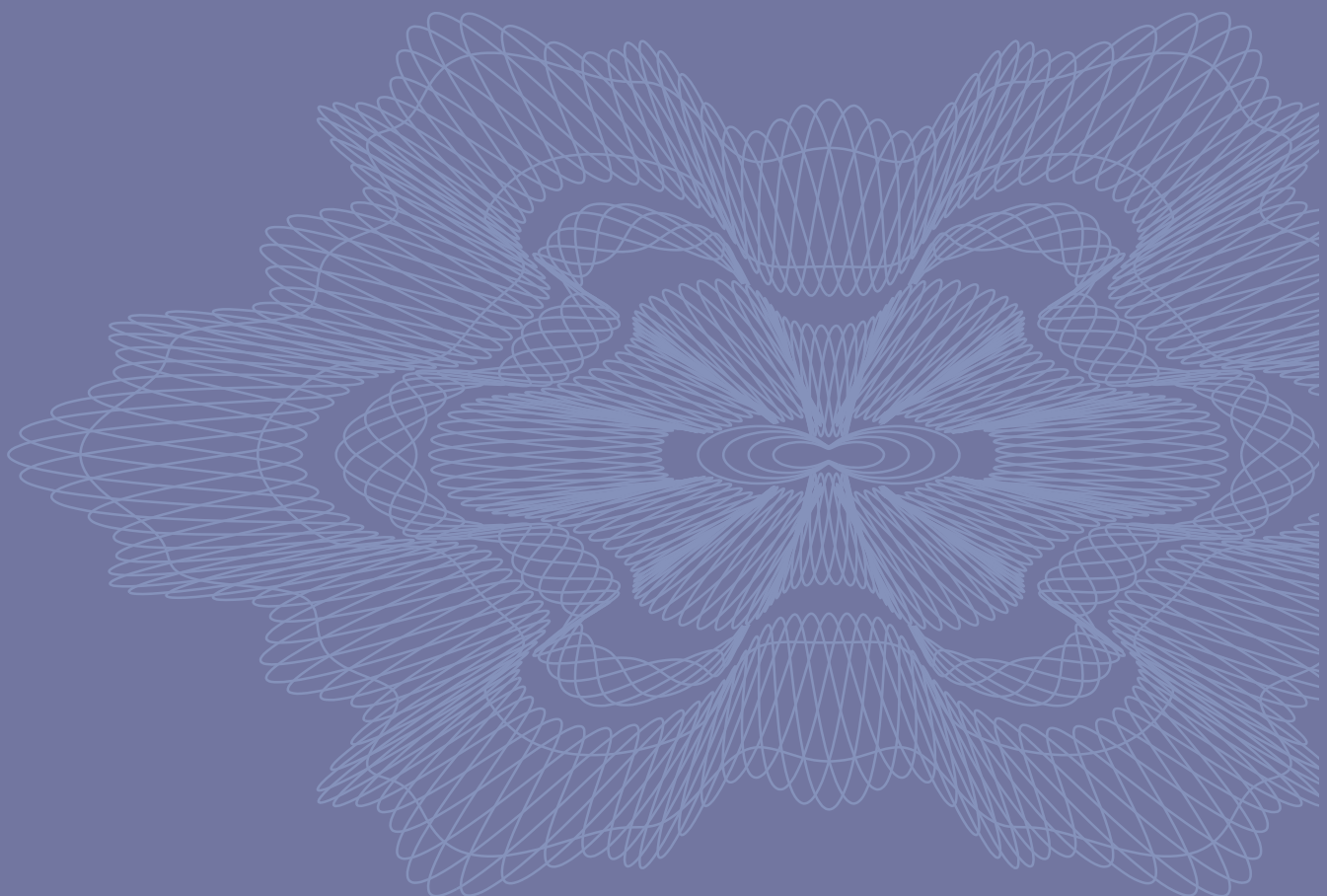
Norges Banks rapportserie
Nr. 2-2004



Finansiell stabilitet

1
04

juni



«Finansiell stabilitet» kommer to ganger i året og utgjør sammen med inflasjonsrapportene Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside: www.norges-bank.no

Abonnement: Rapportserien følger med abonnementet på Penger og Kreditt, som koster kr 250 per år (inkl. mva). Bestilling kan foretas over internett: www.norges-bank.no, under «publikasjoner» eller ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26.820 eller ved henvendelse til:

Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83
Telefaks: 22 31 64 16
E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Svein Gjedrem
Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS
Sats og trykk: Reclamo grafisk senter as
Teksten er satt med 11½ pkt. Times

ISSN 1502 - 2765 (trykt), 1503 - 884X (online)

Norges Banks rapporter om finansiell stabilitet

Det følger av sentralbankloven og betalingssystemloven at **Norges Bank skal bidra til at det finansielle systemet er robust og effektivt**. Norges Bank overvåker derfor finansinstitusjonene, verdipapirmarkedene og betalingssystemene for å avdekke utviklingstrekk som kan svekke stabiliteten i det finansielle systemet. Skulle det oppstå en situasjon der den finansielle stabiliteten trues, vil Norges Bank og andre myndigheter om nødvendig iverksette tiltak som kan styrke det finansielle systemet.

Rapporten «Finansiell stabilitet» inneholder informasjon som Norges Bank samler gjennom sitt overvåkingsarbeid. Formålet med å publisere rapporten er å sette søkelys på forhold av betydning for finansiell stabilitet. Rapporten utgis to ganger i året. Den danner grunnlag for et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet med en vurdering av stabiliteten i det finansielle systemet.

Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte. Erfaringsmessig bygger grunnlaget for finansiell ustabilitet seg opp i perioder med sterk vekst i gjeld og formuespriser. Bankene har en sentral rolle i kredittgivning og betalingsformidling. Bankene er således viktige for stabiliteten i det finansielle systemet.

Konsekvenser for finansiell stabilitet av forstyrrelser i økonomien avhenger blant annet av:

- utviklingen i gjeld og formuespriser
- låntakernes gjeldsbetjeningsevne
- bankenes eksponering overfor ulike risikotyper
- bankenes inntjening og soliditet, dvs. hvor godt rustet bankene er til å møte eventuelle tap
- om problemer i en del av det finansielle systemet forsterkes og/eller spres til andre deler av systemet

Søkelyset i rapporten er på disse forholdene. I de to første kapitlene drøftes makroøkonomiske utviklingstrekk i Norge og internasjonalt av betydning for finansiell stabilitet. Vi ser spesielt på utviklingen i gjeld, formuespriser og låntakernes gjeldsbetjeningsevne. I kapittel 3 vurderes bankenes inntjening og soliditet, samt risikobildet bankene står overfor. I hver rapport drøftes kreditt-, likviditets- og markedsrisiko. Andre risikoformer, som motpartsrisiko, oppgjørsmisikoen og operasjonell risiko, drøftes med jevne mellomrom. Utviklingen i andre finansinstitusjoner vurderes også. Mange av disse institusjonene er knyttet til banker gjennom finanskonsern. Norges Banks «Årsrapport om betalingsformidling» gir en bredere oversikt over utviklingstrekk i betalingssystemet.

Drøftingen av de ulike risikotypene munner ut i en kvalitativ vurdering av **størrelsen på risikoen**. Vi benytter betegnelsene lav, relativt lav, moderat, relativt høy og høy risiko. Vi angir også i hvilken retning risikoen har beveget seg siden forrige rapport. Vurderingene er basert på et bredt informasjonsgrunnlag. I den samlede vurderingen av utsiktene for finansiell stabilitet gjør vi en skjønnsmessig avveining av de ulike risikotypene. Fordi utlån utgjør en stor del av bankenes eiendeler, legger vi betydelig vekt på kredittrisiko (risikoen for tap på utlån).

Finansiell stabilitet 1/2004

<i>Forord</i>	7
<i>Sammendrag</i>	8
1. <i>Utviklingen internasjonalt og i verdipapirmarkedene i Norge</i>	10
1.1 Internasjonal banknæring	10
1.2 Verdipapirmarkedene internasjonalt	12
1.3 Verdipapirmarkedene i Norge.....	13
<i>Ramme:</i>	
Hvor norsk er Oslo Børs?	15
2. <i>Makroøkonomi, husholdninger og foretak</i>	16
2.1 Utviklingen i norsk økonomi	16
2.2 Husholdningene	17
2.3 Foretakene	24
<i>Rammer:</i>	
Lån med fast rente i husholdningene	18
Hva driver boligprisene?.....	22
Prediksjoner ved to kredittrisikomodeller	26
3. <i>Finansinstitusjonene</i>	29
3.1 Utviklingen i bankenes resultater og soliditet.....	29
3.2 Risikobildet for bankene	30
3.3 Andre finansinstitusjoner	37
<i>Rammer:</i>	
Avsetningsgrad og tap på utlån	32
Et mer robust system for verdipapiroppgjør.....	39
<i>Vedlegg 1: Statistikk</i>	41
<i>Vedlegg 2: Aktuell forskning i Norges Bank om finansiell stabilitet</i>	45

Redaksjonen avsluttet per 26. mai 2004

Fortsatt sterk gjeldsvekst blant husholdningene

Den økonomiske veksten internasjonalt har tatt seg opp. I mange land er de finansielle balansene til husholdninger og foretak styrket, og banknæringene har oppnådd gode resultater. Dette har bidratt til å redusere sårbarheten i det internasjonale finansielle systemet. USAs underskudd i handelen med omverdenen og på statsbudsjettet har imidlertid fortsatt å øke. Aktørene i finansmarkedene forventer en økning i styringsrentene i mange land framover. Det er usikkert hvordan en renteøkning vil påvirke finansmarkedene.

I Norge har både husholdningenes gjeld og formue vokst kraftig i en årrekke, også i perioder med et betydelig høyere rentenivå. Trolig er dette delvis uttrykk for en strukturell tilpasning hos husholdningene. Overgangen til fleksibel inflasjonsstyring har redusert faren for en samtidig markert økning i både renten og arbeidsledigheten og dermed gjort en slik tilpasning mindre risikabel. Det er likevel grunn til å følge nøye med utviklingen i husholdningenes gjeldsbelastning framover. I forhold til disponibel inntekt nærmer gjelden seg nivået fra bankkrisen. Verdien av formuen er avhengig av priser som kan svinge mye. Gjeld og formue er dessuten ulikt fordelt blant husholdningene.

Den samlede kredittveksten til publikum har falt og er nå om lag på linje med veksten i norsk økonomi. En viktig årsak til det er at foretakene fortsetter å bygge ned sin gjeld. Økende kapasitetsutnyttelse i økonomien må forventes å føre til ny investeringsvekst. Da vil trolig også foretakene ta opp nye lån. Foretakenes lønnsomhet forbedret seg fra 2002 til 2003. Antall konkurser har falt siden toppen i andre kvartal i fjor.

Det lave rentenivået har redusert rentebelastningen og gjort det lettere å betjene gjelden for husholdninger og foretak. Det er imidlertid viktig at langsiktige investeringer ikke bygger på at det lave rentenivået vil vare ved over lånets løpetid.

Det var en bedring i bankenes inntjening fra 2002 til 2003, og framgangen fortsatte i første kvartal i år. Den positive utviklingen skyldes økte verdipapirinntekter og lavere utlånstap og driftskostnader. Bankenes netto renteinntekter falt imidlertid noe gjennom fjoråret primært som følge av rentefallet. Bankenes soliditet er tilfredsstillende og deres risikostyring er betydelig styrket siden bankkrisen.

Samlet sett vurderes utsiktene for finansiell stabilitet på kort sikt som tilfredsstillende og noe bedre enn for et halvt år siden. Høy gjeldsvekst har imidlertid gjort husholdningene mer sårbare for økonomiske forstyrrelser. Det er et usikkerhetsmoment for den økonomiske utviklingen.

Jarle Bergo

Sammendrag

Konjunkturoppgang og redusert sårbarhet internasjonalt

Veksten i verdensøkonomien har tatt seg opp, og inntjeningen i børsnoterte selskaper har økt siden forrige rapport. Aksjekursene på de største markedene har svingt en del i år, men siden bunnen i mars i fjor har de steget mellom 40 og 50 prosent. Den finansielle stillingen til finansinstitusjoner, foretak og husholdninger er styrket, selv om verdien av både aksje- og obligasjonsbeholdningene er noe redusert den siste tiden. Banknæringene i mange land har oppnådd gode resultater. Samlet sett er sårbarheten i det internasjonale finansielle systemet redusert. Det er fortsatt knyttet usikkerhet til konsekvensene for finansmarkedene av de store ubalansene i USAs økonomi og av en ventet økning i rentenivået internasjonalt.

Bedre resultater i norske banker

Norges Banks styringsrente er satt ned med 0,75 prosentpoeng siden forrige rapport og med 5,25 prosentpoeng siden desember 2002. Økt økonomisk vekst, blant annet som følge av lavere rente, og oppgang i aksjemarkedene har bidratt positivt til norske bankers resultater. Bankenes verdipapirinntekter har økt markert, og bokførte tap på utlån har falt. I tillegg har bankene redusert sine driftskostnader. Rentefallet har på den annen side bidratt til å redusere deres netto renteinntekter. Bankenes resultater økte fra 2002 til 2003, og framgangen fortsatte i første kvartal i år. Resultatet i 2003 var likevel svakere enn i perioden 1993-2001.

Fortsatt høy kredittvekst i husholdningene

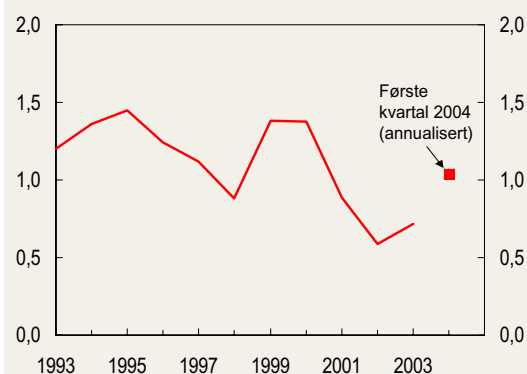
Kredittveksten er noe dempet siden forrige rapport. Det er økende forskjell mellom foretak og husholdninger. Foretakenes gjeld har falt. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt raskt og langt raskere enn deres inntekt. Den kraftige verdistigningen på boliger de siste årene er en viktig forklaring. Boligprisene er høye historisk sett, og etter et fall i fjor vår økte de kraftig i andre halvår. Veksten i boligprisene har imidlertid avtatt de siste månedene.

Rentenedgangen har gjort det lettere for husholdningene å betjene den raskt voksende gjelden. Samtidig har også husholdningenes finansielle formue steget. Gjeld og formue er imidlertid ulikt fordelt blant husholdningene. Gjeldsveksten gjør derfor husholdningene mer sårbare for økonomiske forstyrrelser.

Bedre utsikter for foretakene

Rentefall og økt økonomisk vekst har styrket foretakenes gjeldsbetjeningssevne. Foretakenes lønnsomhet bedret seg fra 2002 til 2003 som følge av økt omsetning, effektivisering,

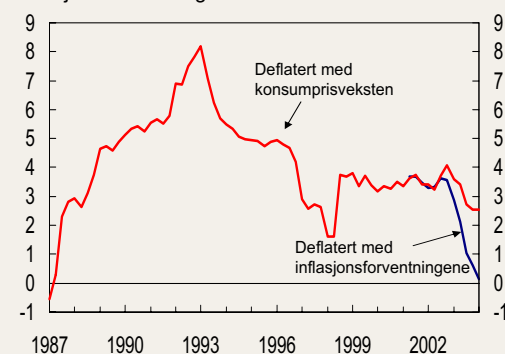
Figur 1 Bankenes¹⁾ resultat av ordinær drift før skatt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



¹⁾ Eksklusive norske bankers filialer i utlandet. Inklusive utenlandske bankers filialer i Norge

Kilde: Norges Bank

Figur 2 Husholdningenes lånerente etter skatt deflatert med konsumprisveksten¹⁾ og inflasjonsforventningene²⁾. Prosent

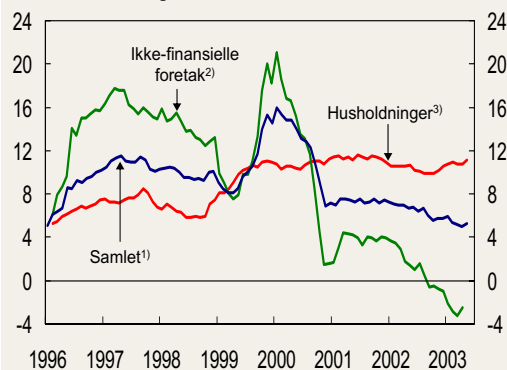


¹⁾ KPI uten energivarer fram til 1995, Norges Banks beregninger for KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer til og med andre kvartal 2000, deretter KPI-JAE

²⁾ Satt lik inflasjonsmålet på 2,5 prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Tolv månedersvekst i kreditt til Fastlands-Norge. Prosent



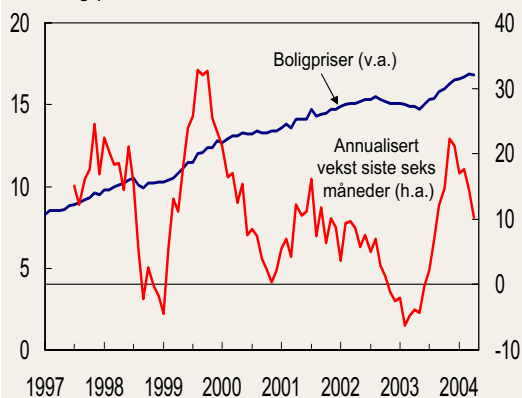
¹⁾ Innenlandsk og utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge

²⁾ Det antas at all utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge gis til foretakene

³⁾ Husholdningenes innenlandske bruttogjeld

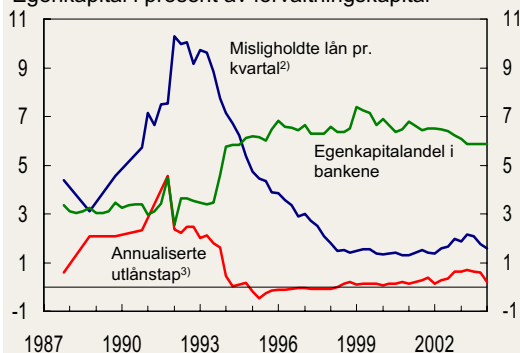
Kilde: Norges Bank

Figur 4 Sesongjusterte boligpriser og annualisert vekst siste seks måneder. I hhv. 1000 kroner pr. kvm. og prosent



Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes Forening og Norges Bank

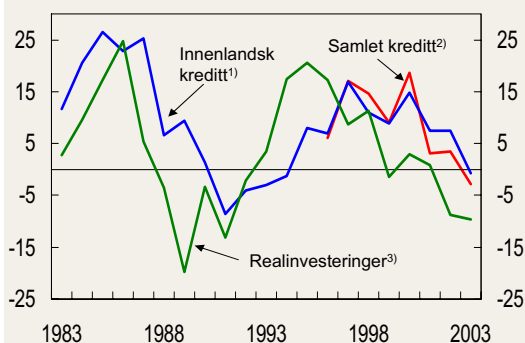
Figur 5 Misligholdte lån og bokførte utlånstap i bankene i prosent av brutto utlån til publikum.¹⁾ Egenkapital i prosent av forvaltningskapital



¹⁾ Eksklusive norske bankers filialer i utlandet. Inklusive utenlandske bankers filialer i Norge
²⁾ Årsdata i perioden 1987-1990
³⁾ Årsdata i perioden 1987-1991

Kilde: Norges Bank

Figur 6 Årlig vekst i foretakenes kreditt og investeringer. Prosent



¹⁾ Vekst i private, ikke-personlige foretaks innenlandske obligasjons- og lånegjeld. Utgangen av året
²⁾ Vekst i foretakenes samlede kreditt. Utgangen av året
³⁾ Årsvekst i realinvesteringer i Fastlands-Norge, utenom offentlige investeringer og husholdningenes boliginvesteringer

Kilde: Norges Bank

lavere rentekostnader og svakere kronekurs. Antall konkurser har falt siden toppen i andre kvartal i fjor. Målt etter omsetningsverdi ble konkurstoppen nådd i andre halvår 2002.

Eiendomsnæringen er den næringen bankene har mest utlån til. Foretak som leier ut kontorlokaler har de siste årene vært utsatt som følge av fallende leieinntekter og eiendomsverdier. Andre typer eiendomsforetak oppnår bedre inntjening. For foretakene sett under ett vurderer vi den finansielle utsattheten som moderat og noe lavere enn for et halvt år siden.

Uendret likviditetsrisiko

Bankene har økt sin andel stabil finansiering noe siden forrige rapport. Økt obligasjonsgjeld har mer enn kompensert for lavere andel finansiering fra kundeinnskudd. Med dagens lave rentenivå vil andelen av bankenes finansiering fra kundeinnskudd trolig fortsette å falle. For små og mellomstore banker kan det være en utfordring å skaffe alternativ konkurransedyktig langsiktig finansiering. For bankene samlet sett vurderes likviditetsrisikoen som relativt lav og om lag uendret siden forrige rapport.

God tapståleevne i bankene

Med en økonomisk utvikling i 2004-06 som presentert i *Inflasjonsrapport 1/2004*, vil bankene ha god evne til å opprettholde en kapital over lovens minstekrav selv med forholdsvis svake resultater før tap. Det skal et kraftig økonomisk tilbakeslag til før kapitalen kommer ned på lovens minstekrav. Høy vekst i boliglån har bidratt til å svekke bankenes egenkapitalandel de siste årene. Fordi boliglån har lav risikovekt i beregningen av bankenes kapitalkrav, er deres kjernekapitaldekning likevel om lag uendret.

Tilfredsstillende utsikter for finansiell stabilitet

Lavere rentebelastning og økt økonomisk vekst har bidratt til å styrke gjeldsbetjeningsevnen i husholdninger og foretak. Samtidig vokser husholdningenes gjeld fortsatt raskt. Dette gjør husholdningene mer sårbare for framtidige økonomiske forstyrrelser. Foretakene fortsetter å bygge ned gjeld. Økende kapasitetsutnyttelse i økonomien må forventes å føre til ny investeringsvekst. Da vil trolig også foretakene øke sin gjeld.

Samlet sett er utsiktene for finansiell stabilitet på kort sikt tilfredsstillende og noe bedre enn for et halvt år siden. Økt sårbarhet i husholdningene er imidlertid et usikkerhetsmoment for den økonomiske utviklingen.

1 | Utviklingen internasjonalt og i verdipapirmarkedene i Norge

Det er flere grunner til at utviklingen internasjonalt har betydning for det finansielle systemet i Norge. For det første har utviklingen i internasjonal økonomi konsekvenser for økonomisk vekst, inflasjon og rentenivå i Norge. Dette påvirker den økonomiske situasjonen til norske foretak og husholdninger og dermed risikoen knyttet til bankenes utlån. For det andre påvirkes norske verdipapirmarkeder av utviklingen i internasjonale markeder. Dette har betydning for bankenes inntekter fra handel med verdipapirer på egne eller kunders vegne. For det tredje kan utviklingen i verdipapirmarkedene og i internasjonal banknæring påvirke norske bankers finansieringskostnader. I tillegg er utviklingen i store nordiske banker viktig som følge av mer integrerte nordiske bankmarkeder.

Sårbarheten i det internasjonale finansielle systemet er redusert siden utgivelsen av forrige rapport. Veksten i verdensøkonomien har tatt seg opp, og inntjeningen i børsnoterte selskaper har økt. Aksjekursene har økt noe. Balansene til finansinstitusjoner, foretak og husholdninger er styrket, selv om verdien av både aksje- og obligasjonsbeholdningene er noe redusert den siste tiden. Et faremoment er at det lave rentenivået i mange land kan ha bidratt til å øke prisene på ulike aktiva utover det fundamentale forhold skulle tilsi. Det lave kortsiktige rentenivået kan ha stimulert til låneopptak for å gjøre investeringer med høyere forventet avkastning. Dette kan ha økt risikoen for brå kursfall når rentenivået øker.

1.1 Internasjonal banknæring

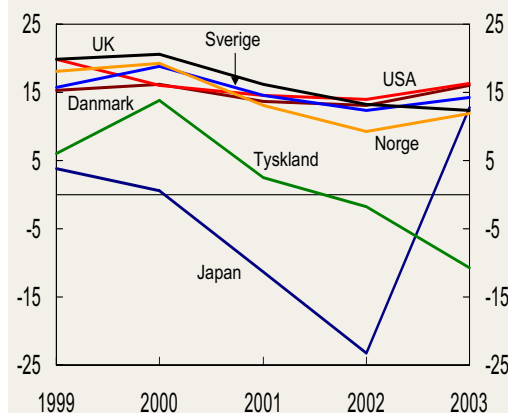
Bedre bankresultater i 2003

Til tross for svakere økonomisk utvikling og lave renter de siste årene, har banker i mange vestlige land oppnådd gode resultater, se figur 1.1. I Tyskland og Japan, der banknæringene lenge har slitt tungt, er det også tegn til bedring.

En viktig forklaring på den lave inntjeningen i tyske banker har vært svært lave netto renteinntekter, blant annet som følge av overkapasitet og hard konkurranse. Den svake egenkapitalrentabiliteten i 2003 hadde sammenheng med store ekstraordinære tapsavsetninger. Ser man bort fra dette forholdet, viste de største bankenes driftsresultater en klar bedring fra 2002 til 2003.

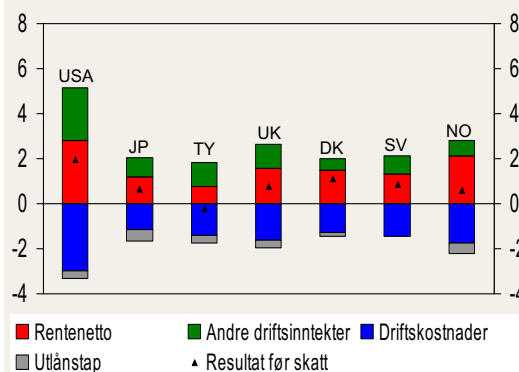
Også japanske storbanker bedret sin situasjon i 2003, og de oppnådde overskudd for første gang på flere år. Dette skyldtes hovedsakelig lavere bokførte tap på utlån og kurs-

Figur 1.1 Egenkapitalrentabilitet for banker i ulike land¹⁾. Prosent. Årstall



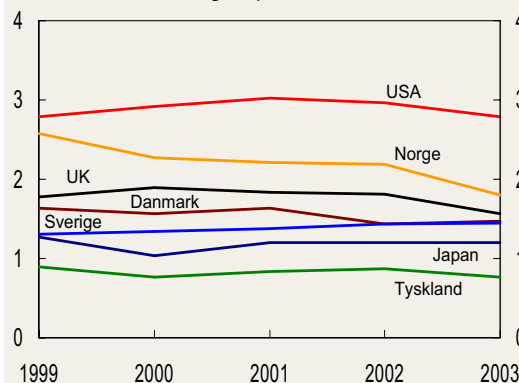
¹⁾ Utvalg av de største bankene. For Norge omfatter tallene alle banker
Kilde: Bankscope og Norges Bank

Figur 1.2 Resultatkomponenter for banker i ulike land¹⁾. Prosent av forvaltningskapitalen. Årstall 2003



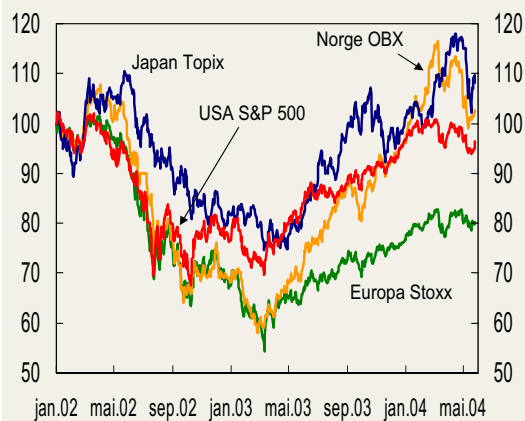
¹⁾ Utvalg av de største bankene. For Norge omfatter tallene alle banker
Kilde: Bankscope og Norges Bank

Figur 1.3 Rentenetto for banker i ulike land¹⁾. Prosent av forvaltningskapitalen. Årstall



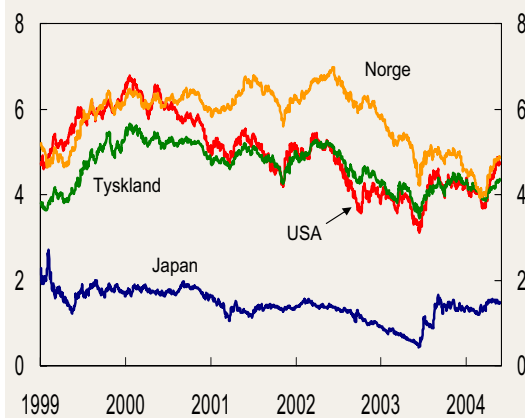
¹⁾ Utvalg av de største bankene. For Norge omfatter tallene alle banker
Kilde: Bankscope og Norges Bank

Figur 1.4 Internasjonale aksjeindekser. Indeksert, 02.01.02 = 100



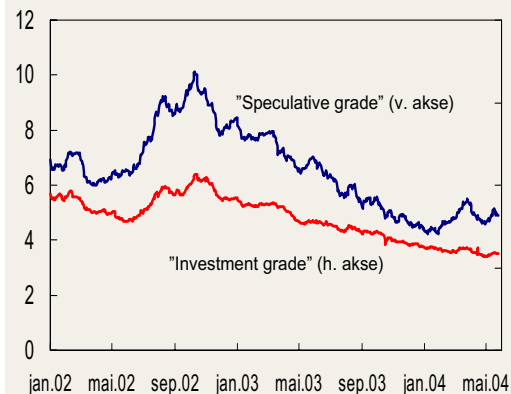
Kilde: EcoWin

Figur 1.5 Effektiv rente på statsobligasjoner, 10 års gjenværende løpetid. Prosent



Kilde: EcoWin

Figur 1.6 Rentedifferanse mellom amerikanske industriobligasjoner med ulik kredittverdighet og statsobligasjoner. Prosentpoeng



Kilde: EcoWin

gevinster på verdipapirer. Det gjenstår imidlertid fortsatt en betydelig opprydding i dårlige engasjementer, spesielt i de regionale bankene. Ved utgangen av første kvartal i år utgjorde misligholdte lån 5,2 prosent av samlede lån i de 11 største bankene, mot 7,2 prosent ett år tidligere.

Både amerikanske og europeiske storbanker styrket sin inntjening i 2003 som følge av økte verdipapirinntekter og lavere utlånstap. I europeiske banker har også kostnadskutt bidratt til resultatforbedringen. Danske og svenske banker oppnådde noe bedre resultater i 2003 enn i 2002, primært som følge av lavere driftskostnader og økte verdipapirinntekter, se også sammenligning med norske banker i kapittel 3.1. De nordiske bankenes tap på utlån har vært forholdsvis lave. I Danmark har andelen bedrifter som har gått konkurs holdt seg konstant, selv om bedriftenes resultater har falt de siste årene. I Sverige er konkursandelen redusert det siste året. Husholdningenes gjeldsvekst har økt i både Danmark, Sverige og Finland. Ved utgangen av mars i år var gjeldsveksten henholdsvis 8, 10 og 14 prosent på årsbasis.

Stabil rentenetto til tross for lavt rentenivå

Netto renteinntekter er svært viktig for bankenes resultater, se figur 1.2. Rentenettoen påvirkes blant annet av utviklingen i sentralbankenes styringsrenter. Når styringsrentene settes ned mot lave nivåer, nærmer bankenes innskuddsrenter seg bunnen på null og kan ikke falle videre. Det betyr at fall i utlånsrentene kan svekke bankenes rentemargin og dermed Rentenettoen.

En sammenligning av regnskapstall for et utvalg av de største bankene i USA og europeiske land viser imidlertid at Rentenettoen bare har falt marginalt de siste årene målt som andel av forvaltningskapitalen, se figur 1.3. Spesielt stabil har utviklingen vært i land som i utgangspunktet har hatt lav Rentenetto. Dette gjelder blant annet Tyskland. De skandinaviske landene skiller seg ut med et noe større fall i Rentenettoen.

Utviklingen i Rentenettoen kan delvis forklares med omfanget av fastrenteavtaler, se ramme i kapittel 2. Mange banker har også sikret seg mot rentendringer blant annet gjennom derivatavtaler. Balansestrukturen har også betydning for hvordan rentendringer påvirker Rentenettoen. Eksempelvis har norske banker totalt sett forholdsvis mye utlån og lite fastrentelån. Deres Rentenetto påvirkes derfor av rentefallet. Amerikanske banker har en forholdsvis høy andel forbrukslån. Rentene på slike lån beveger seg nokså lite, og dette bidrar til en jevnere utvikling i Rentenettoen. Samtidig har svært lave kortsiktige renter redusert bankenes finansieringskostnader. Mange banker har også tjent på den relativt store forskjellen mellom korte og lange renter ved å ta posisjoner i derivatmarkedet.

1.2 Verdipapirmarkedene internasjonalt

På de største aksjemarkedene har kursene steget med mellom 5 og 20 prosent siden forrige rapport, til tross for et betydelig fall den siste tiden, se figur 1.4. Aksjekursene er nå mellom 40 og 50 prosent høyere enn ved bunnen i mars 2003. Økt økonomisk vekst og bedret inntjening i foretakene har bidratt til oppgangen i aksjemarkedene. Årlig inntjening i børsnoterte selskaper i USA og Europa økte med henholdsvis 20 og 50 prosent fra 2002 til 2003. Analytikerne anslår at økningen for inneværende år blir noe lavere. Økt økonomisk vekst og noe sterkere inflasjon har samtidig ført til en økning i det langsiktige rentenivået de siste månedene, se figur 1.5. Forventninger om renteoppgang og høy oljepris har bidratt til aksjekursfallet den siste tiden.

Søken etter avkastning

Forholdsvis lav avkastning på statsobligasjoner har medført at investorer har søkt høyere avkastning ved investeringer i aksjer, private gjeldspapirer og framvoksende økonomier. Økt tro på sterkere økonomisk vekst kan ha redusert den antatte risikoen ved slike investeringer. I USA har rentedifferansen mellom obligasjoner utstedt av private foretak og statspapirer falt ytterligere siden i fjor høst, se figur 1.6. Rentedifferansen for papirer med lav kredittverdighet har imidlertid økt noe i år.

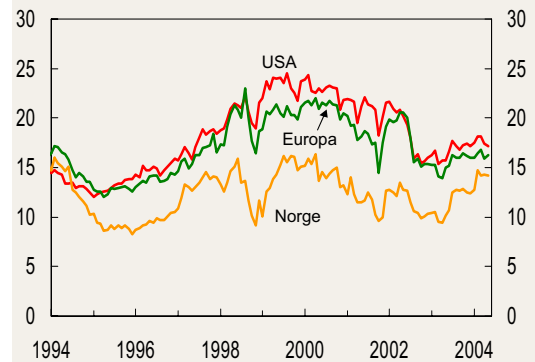
Oppgangen i aksjekursene har vært sterkere enn forventet vekst i inntjeningen. Forholdet mellom pris og forventet inntjening (P/E) har derfor økt siden inngangen til 2003, se figur 1.7.

Økningen i P/E-nivået og fallet i risikopremier på private obligasjoner kan indikere at investorene har vært villige til å ta høyere risiko. Dette understøttes av at volatilitet avledet fra opsjoner på S&P 500-indeksen (implisitt volatilitet) falt gjennom 2003, til sitt laveste nivå siden 1996. Investorenes vilje til å ta risiko, målt ved globale investorer kjøp og salg av risikable aktiva i forhold til deres totale beholdninger i landene de investerer i, økte gjennom 2003. Risikoviljen har imidlertid falt igjen i år, se figur 1.8.

Mer aktiv søken etter avkastning øker faren for flokkatferd, der investorer kan gå inn i mindre likvide og mindre transparente markeder. Oppfatningen av risiko kan endre seg raskt og utløse markerte fall i prisene.

Direkte investeringer i Kina utgjorde nesten 90 prosent av samlede direkte investeringer i framvoksende økonomier i Asia i 2003. Dette har bidratt til en kraftig økning i realinvesteringene, som er kommet opp i over 40 prosent av BNP. Den kinesiske sentralbankens kjøp av utenlandsk valuta for å opprettholde den nasjonale valutaens verdi mot dollar, har bidratt til økt likviditet i banksystemet.

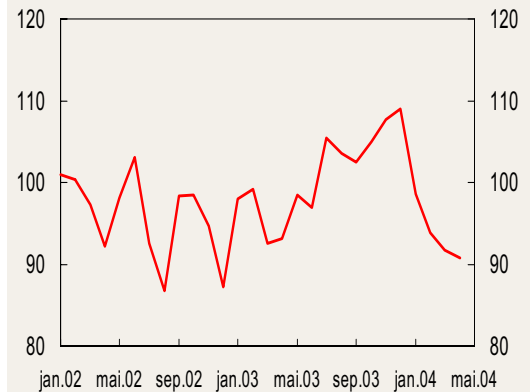
Figur 1.7 Forholdet mellom aksjekurs og forventet inntjening¹⁾ (P/E) for børsnoterte selskaper i USA, Europa og Norge



¹⁾ Basert på inntjeningsestimater ett år fram i tid for selskaper i S&P 500-indeksen og FTSE Europe-indeksen og de fleste selskaper på Oslo Børs

Kilde: I/B/E/S Datastream

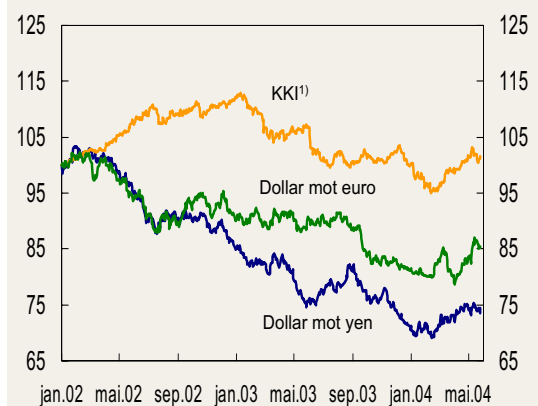
Figur 1.8 Investorers risikovilje. State Street Investor Confidence Index¹⁾



¹⁾ Stigende indeks betyr økt risikovilje

Kilde: EcoWin

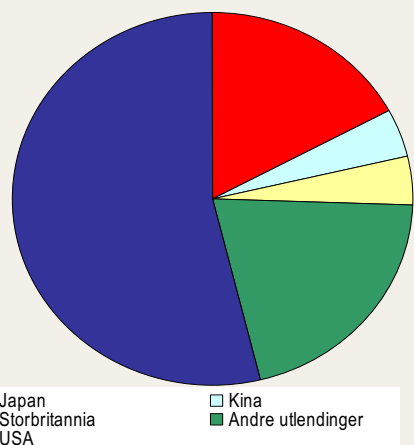
Figur 1.9 Valutakurser. Daglige noteringer. Indeksert, 01.01.2002 = 100



¹⁾ Konkurranskursindeksen, invertert

Kilde: EcoWin og Norges Bank

Figur 1.10 Fordeling av eiere av amerikansk statsgjeld. Mars 2004. Prosent



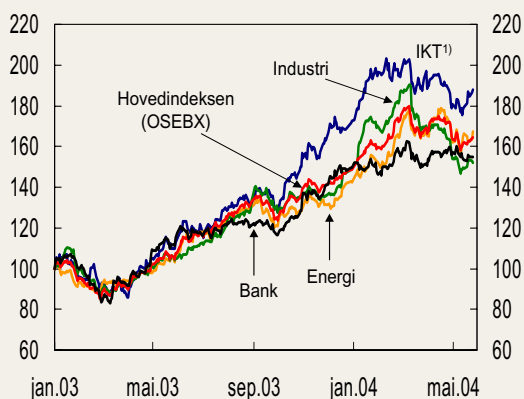
Kilde: US Department of the Treasury

Høy likviditet har medført økt kredittvekst, høy utlånsvekst i bankene og økt fare for overinvesteringer. Kinesiske myndigheter har gjennom økte reservekrav og utlånsstans i enkelte banker forsøkt å begrense kredittveksten. Banksektoren er dessuten forsøkt styrket gjennom kapitaltilførsel til to store statseide banker.

Ubalanser i USA fortsatt et viktig usikkerhetsmoment

Muligheten for å opprettholde en rimelig balanse mellom USAs historisk høye driftsunderskudd og etterspørselen etter amerikanske verdipapirer, representerer trolig det største usikkerhetsmomentet for utviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene. Redusert etterspørsel etter amerikanske verdipapirer kan gi ytterligere fall i dollarkursen, se figur 1.9, og/eller kursfall på amerikanske aksjer og obligasjoner. Dette kan smitte over til andre markeder. Et kraftig kursfall på verdipapirer vil svekke finansinstitusjonenes balanser.

Figur 1.11 Delindekser ved Oslo Børs. Indeksert, 01.01.03 = 100



¹⁾ Veid gjennomsnitt av telekom- og IT-indeksen

Kilde: EcoWin

Foruten USA, er Japan, Kina og Storbritannia de største investorlandene i markedet for amerikanske statspapirer, se figur 1.10. Mens de høye tallene for Storbritannia dels kan forklares med at mange andre lands handel gjøres gjennom banker i London, er japanske kjøp i stor grad knyttet til de japanske myndighetenes valutakurspolitikk og lav avkastning på japanske verdipapirer.

1.3 Verdipapirmarkedene i Norge

Kraftig kursoppgang i aksjemarkedet

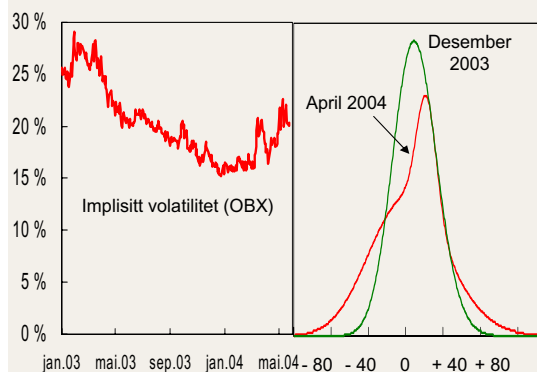
Det norske aksjemarkedet har steget mer enn de største internasjonale aksjemarkedene siden forrige rapport (figur 1.1). P/E for det norske aksjemarkedet har steget siden i fjor vår (figur 1.7). Effektivisering, lavere rentenivå, høy oljepris og svekkelsen av kronkursen i 2003 (figur 1.9) har bidratt til bedre resultater i de børsnoterte selskapene. Analytikernes estimer for selskapenes resultater i 2004 er betydelig oppjustert siden forrige rapport.

Oppgangen i det norske aksjemarkedet har vært bred, se figur 1.11. Høye oljepriser har bidratt til kraftig oppgang i energiindeksen siden slutten av fjoråret. Bankindeksen har utviklet seg noe svakere enn de øvrige delindeksene.

Noe økt usikkerhet

Usikkerheten i det norske aksjemarkedet kan måles ved implisitt volatilitet fra opsjoner på OBX-indeksen. Usikkerheten falt gjennom 2003, men har steget igjen siden bunnen ved årsskiftet, se figur 1.12. Opsjonsprisene indikerer også at investorene har tillagt risikoen for kursfall høyere vekt den siste tiden enn de gjorde i desember i fjor.

Figur 1.12 Implisitt volatilitet og risikonøytral sannsynlighetsfordeling¹⁾ basert på opsjoner på OBX-indeksen



¹⁾ Tre uker før forfall. Indeksverdi i forhold til kurs ved angitt dato

Kilde: EcoWin, Oslo Børs og Norges Bank

På tilsvarende måte som i de internasjonale verdipapirmarkedene, har lavt rentenivå i Norge trolig bidratt til at investorer har søkt alternativ avkastning blant annet gjennom aksjeinvesteringer. Økningen i indikatorene for usikkerhet den siste tiden kan tyde på en revurdering av risikoen knyttet til slike investeringer.

Høy aksjeomsetning

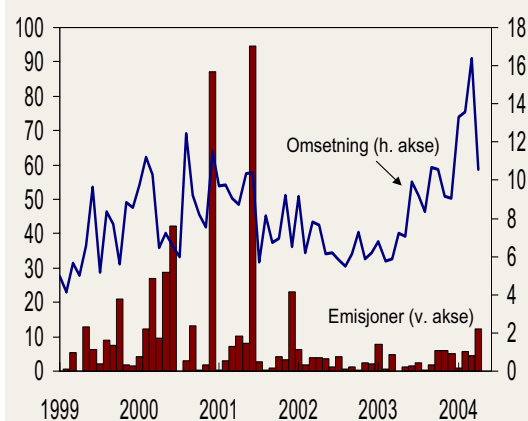
Omsetningen av aksjer ved Oslo Børs har økt betydelig, parallelt med oppgangen i aksjemarkedet. I løpet av 2004 er den tidligere omsetningsrekorden fra 2000 passert, se figur 1.13. Omsetningen av obligasjoner har imidlertid vært uendret i samme periode.

Høyere kursnivåer i aksjemarkedet har bidratt til økt emisjonsaktivitet (figur 1.13). Verdien av emiterte aksjer og grunnfondsbevis på Oslo Børs steg med 18 prosent fra 2002 til 2003. Utstedelser av obligasjoner til private foretak steg med 12 prosent fra andre halvår 2002 til andre halvår 2003. Norske private ikke-finansielle foretak låner imidlertid forholdsvis lite i det norske obligasjonsmarkedet, se figur 1.14 og tabell 1 i vedlegg 1.

Risikoen i bankene vurderes som lav

Risikopremien på obligasjoner utstedt av norske banker, målt ved rentedifferansen mot statsobligasjoner, er lav og redusert siden forrige rapport. Sannsynligheten for mislighold¹ i norske banker falt fram til november 2003, men har siden økt noe, se figur 1.15. Økningen skyldes trolig økt volatilitet i kursene på bankaksjer og grunnfondsbevis.

Figur 1.13 Aksjeomsetning og aksjeemisjoner ved Oslo Børs. Milliarder kroner. Månedstall

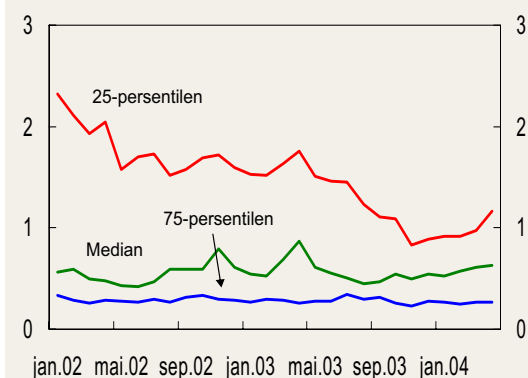


Kilde: Oslo Børs

Figur 1.14 Gjelden¹ i ikke-finansielle foretak fordelt etter finansieringskilde. Desember 2003. Prosent



Figur 1.15 Misligholdssannsynligheter for norske forretnings- og sparebanker¹. Prosent



¹ Sannsynlighet for mislighold innen ett år

Kilde: Moody's KMV

¹ For en nærmere drøfting av denne indikatoren, se ramme i *Finansiell Stabilitet 2/2003*.

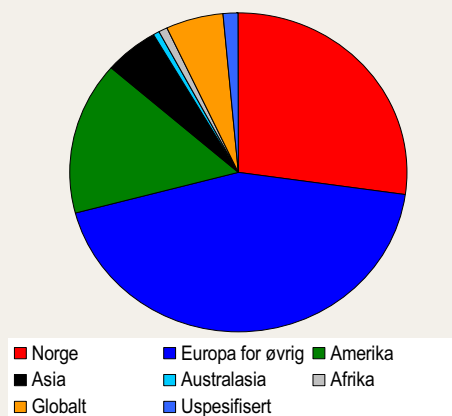
Hvor norsk er Oslo Børs?

Nasjonale markeder for varer, tjenester og kapital blir stadig mer sammenvevd. Dette har betydning for hva som bestemmer utviklingen i de nasjonale finansmarkedene. I denne rammen ser vi nærmere på hvordan globaliseringen påvirker kursutviklingen på Oslo Børs.

En mye benyttet indikator for internasjonaliseringen av Oslo Børs er utviklingen i utlendingers eierskap. Utenlandsandelen har de senere årene ligget nokså stabilt rundt 30 prosent. Et mindre belyst tema er omfanget av de internasjonale aktivitetene i de børsnoterte selskapene. Spørsmålet har blant annet innvirkning på hvordan forhold i internasjonal økonomi påvirker kursutviklingen i det norske markedet. Det kan influere på investorenes valg av investeringssted, noe som igjen kan få betydning for tilgangen på kapital for selskapene som velger notering på Oslo Børs.

Hvor internasjonal en virksomhet er, kan måles på flere måter. Geografisk fordeling av ansatte er én mulig indikator. Ved utgangen av 2003 arbeidet om lag 35 prosent av de ansatte i selskapene som utgjør hovedindeksen¹ på Oslo Børs i Norge. Geografisk fordeling av selskapenes driftsinntekter gir innsikt i avhengigheten av markeder utenfor Norge. Nesten tre fjerdedeler av de børsnoterte selskapenes driftsinntekter i 2003 kom fra utenlandske kunder. Av dette kom om lag 60 prosent fra kunder i andre europeiske land, se figur 1.

Figur 1 Geografisk fordeling av driftsinntekter i selskapene notert på Oslo Børs. 2003. Prosent

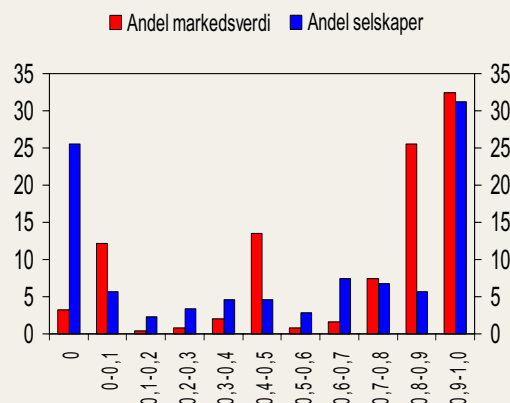


Kilde: Norges Bank

Et særtrekk ved Oslo Børs er at store grupper av selskapene enten er svært nasjonale eller svært internasjonale. De fleste av de største selskapene er også blant de mest internasjonale, se figur 2. Markedsverdi

og andel utenlandssalg er positivt korrelert innenfor alle bransjer. Det kan skyldes at kundemassen er forholdsvis liten i Norge. Dermed er også potensialet for høy omsetning og markedsverdi begrenset.

Figur 2 Børselskapene inndelt etter andel driftsinntekter utenfor Norge i 2003. Markedsverdi og antall selskaper i forhold til totalen. Prosent



Kilde: Norges Bank

UNCTAD² har utarbeidet et mål på enkelt-selskapers multinasjonalitet – den såkalte Transnationality Index (TNI). TNI er gjennomsnittet av utenlandsandelen for salg, eiendeler og ansatte. Av selskapene i OBX-indeksen³ er det teknologi- og shippingselskaper som kan vise til høyest TNI. I motsatt ende av skalaen finner vi finanskonsernene.

Regresjonsanalyse kan belyse i hvilken grad kursutviklingen i selskapene på Oslo Børs kan forklares av utviklingen internasjonalt.⁴ Følsomheten overfor kursbevegelser internasjonalt øker med høyere andel driftsinntekter utenlands. Dette tyder på at omfanget av selskapenes internasjonale aktiviteter reflekteres i aksjekursene. Investorer som ønsker eksponering mot utviklingen i norsk økonomi, må derfor være bevisst hvilke aksjer de velger. Motsatt kan betydelig internasjonal diversifisering oppnås gjennom en portefølje av aksjer notert på Oslo Børs. Dersom geografisk eksponering skal tillegges vekt ved investeringer i aksjer, bør det således tas utgangspunkt i selskapenes virksomhet snarere enn hvilken børs de tilhører.

¹ Hovedindeksen (OSEBX) er en representativ indeks for hele Oslo Børs og består av om lag 50 aksjer.

² United Nations Conference on Trade and Development.

³ OBX-indeksen utgjøres av de 25 mest likvide verdipapirene i OSEBX.

⁴ For en drøfting av metode, se Diermeier og Solnik (2001): «Global pricing of equity», *Financial Analysts Journal*, Vol 57, No 4.

2 | Makroøkonomi, husholdninger og foretak

2.1 Utviklingen i norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi øker. I *Inflasjonsrapport 1/2004* anslås det relativt høy vekst i BNP for Fastlands-Norge i år og de to neste årene sammenlignet med 2003, se tabell 2.1. Også den internasjonale konjunkturoppgangen har fått sterkere feste.

Norges Banks styringsrente er satt ned med 0,75 prosentpoeng siden forrige rapport i november 2003, og med til sammen 5,25 prosentpoeng siden desember 2002. Styringsrenten er nå 1,75 prosent. Det er historisk lavt. Kronekursen svekket seg gjennom fjoråret og i begynnelsen av 2004, men har styrket seg de siste månedene (figur 1.9). Den underliggende prisveksten i økonomien er svært lav.

Det private forbruket vokste med vel 3,5 prosent i både 2002 og 2003. Veksttakten på slutten av fjoråret og inn i inneværende år peker mot en sterkere vekst i 2004. Lav prisvekst og reduserte renteutgifter antas å bidra til høy vekst i husholdningenes disponible realinntekter framover. Sammen med utsikter til en viss bedring på arbeidsmarkedet bidrar dette til at husholdningene fortsatt har et optimistisk framtidssyn, se figur 2.1.

Bruttoinvesteringene i fast realkapital i Fastlands-Norge falt med 4,9 prosent i 2003. Veksttakten tok seg imidlertid opp gjennom året og var positiv på slutten av fjoråret. Oppgangen fant i første rekke sted i tjenesteytende næringer, men også bolig- og industriinvesteringene steg. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer har norske industriledere blitt stadig mer optimistiske i sine vurderinger av utsiktene på kort sikt, se figur 2.2.

Investeringene i oljevirkosomheten vokste sterkt i 2003, i hovedsak drevet av investeringer i landanlegg. Gjennomsnittsprisen på olje var 28,9 dollar i 2003 sett under ett. Dette er den høyeste gjennomsnittlige årsprisen på 20 år. I april i år var gjennomsnittsprisen 33,4 dollar per fat.

Siden juni 2003 har antall arbeidsledige gått gradvis ned. I februar i år var den sesongjusterte AKU-arbeidsledigheten 4,3 prosent, mot 4,6 prosent i gjennomsnitt i andre halvår 2003. Arbeidsledigheten ventes å falle noe de neste årene.

Kreditt til Fastlands-Norge i forhold til BNP er på et historisk høyt nivå, se figur 2.3. Innenlandsk kreditt til husholdningene øker nå med om lag 11 prosent på årlig basis (figur 3 i sammendraget). Veksttakten har vært mellom 9 og 12 prosent de siste fire årene. I februar i år hadde samlet kreditt til foretakene falt med 2,5 prosent de siste tolv månedene. Det er særlig kreditt fra utenlandske kilder som har bidratt til fallet, se figur 2.4.

Tabell 2.1 Makroøkonomiske størrelser. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet framgår)

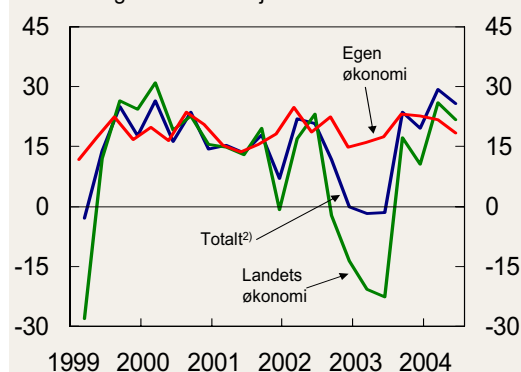
	Anslag Inflasjonsrapport 1/2004 ¹⁾			
	2003	2004	2005	2006
Privat konsum	3,7	5¼ (¼)	4 (½)	2¼
Offentlig konsum	1,3	2¼ (¼)	1½ (0)	1½
Bruttoinvesteringer				
Fastlands-Norge	-4,9	1¼ (¾)	6 (1½)	6
Tradisjonell eksport	2,5	3 (1)	3½ (¼)	3½
Import	1,8	5½ (¼)	3¼ (¾)	1¼
BNP Fastlands-Norge	0,7	3¼ (¼)	3¼ (½)	2¼
BNP handelspartnere ²⁾	1¼	2½ (¼)	2½ (-¼)	2½
AKU-ledighet, rate	4,5	4½ (-¼)	4¼ (-¼)	4

¹⁾ Tall i parentes angir endring i prosentpoeng i forhold til anslag i *Inflasjonsrapport 3/2003*. Anslag med terminrente og terminkurs

²⁾ Veid sum der norsk eksport er brukt som vekter

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.1 Husholdningenes forventningsindikator.¹⁾ Ujusterte tall

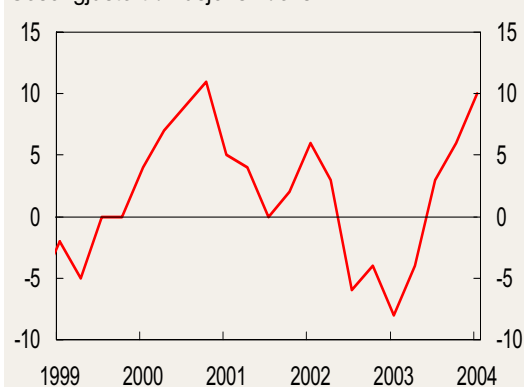


¹⁾ Gir uttrykk for andelen som har en positiv vurdering av dagens situasjon og framtidig utvikling fratrukket andelen som har en negativ vurdering

²⁾ I denne inngår også forventninger om større anskaffelser

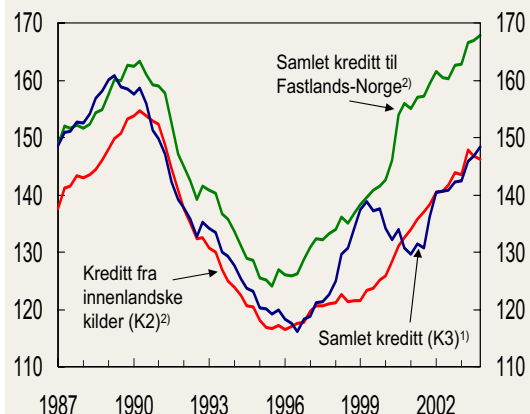
Kilde: TNS Gallup

Figur 2.2 Forventningsindikator for industrien. Sesongjustert diffusjonsindeks¹⁾



¹⁾ Verdier under null innebærer at flertallet av industriledere venter svakere utsikter neste kvartal

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.3 Kreditt i prosent av BNP

¹⁾ Prosent av BNP

²⁾ Prosent av BNP Fastlands-Norge

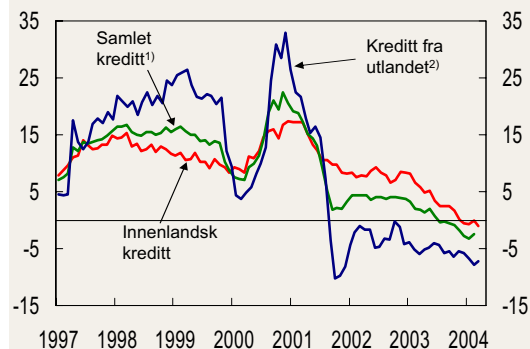
Kilde: Norges Bank

Det er flere usikkerhetsmomenter knyttet til utviklingen i norsk økonomi framover. Vi har liten erfaring med så store og raske lettelser i pengepolitikken som i det siste halvannet året. Økende gjeldsbelastning i husholdningene betyr at privat konsum blir mer følsomt for renteendringer. I tillegg har rentenivået og kronkursen betydning for bedriftenes konkurransevne og inntjening.

2.2 Husholdningene

Fortsatt sterk vekst i både gjeld og fordringer

Husholdningenes gjeldsøkning har i stor grad sitt motstykke i økte finansielle fordringer, se tabell 2.2 og figur 2.5. Fra fjerde kvartal 2002 til fjerde kvartal 2003 økte husholdningenes gjeld med 110 milliarder kroner, mens brutto finansformue økte med 154 milliarder kroner.

Figur 2.4 Kreditt til ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent

¹⁾ Summen av innenlandsk og utenlandsk kreditt

²⁾ Utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge. Det er forutsatt at all utenlandsk kreditt går til ikke-finansielle foretak

Kilde: Norges Bank

For å analysere husholdningenes transaksjoner kan vi se bort fra endring i forsikringskrav i kollektive ordninger, som i stor grad er en tilførsel fra foretakene, og omvurderinger som følge av endringer i verdipapirkurser. Renset for slike forhold, økte husholdningenes finansformue med 80 milliarder kroner i 2003, se figur 2.6. Netto finansinvesteringer eksklusive kollektive forsikringskrav har dermed falt til om lag -30 milliarder kroner på årsbasis i det siste, fra om lag -5 milliarder kroner på slutten av 1990-tallet. Dette innebærer at gjeldsoptaket nå i større grad blir kanalisert til konsum, boliginvesteringer og andre realinvesteringer framfor finansielle investeringer.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til beregningen av husholdningenes netto finansinvesteringer. De utgjorde 3 milliarder kroner i 2003 basert på Norges Banks finansregnskap, mens de ifølge nasjonalregnskapet var om lag 31 milliarder kroner. Finansregnskapets lave tall kan indikere at disponibel inntekt har vært lavere eller at konsum og/eller brutto realinvesteringer i husholdningene har vært høyere enn det som er lagt til grunn i nasjonalregnskapet.² Vurderingen av utviklingen i husholdningenes inntekt og sparing de siste årene er spesielt vanskelig på grunn av store svingninger i aksjeutbytte som følge av fjerning og deretter usikkerhet om gjeninnføring av utbyttebeskatning. Ifølge nasjonalregnskapet steg spareraten i husholdningene fra 4,2 prosent i 2001 til 9,4 prosent i 2002, før den falt igjen til 7,5 prosent i 2003. Dette må blant annet ses i lys av at aksjeutbyttet til husholdningene økte fra 13 milliarder kroner i 2001 til 43 og 35 milliarder kroner i henholdsvis 2002 og 2003 (foreløpige tall). Samlet sparing var henholdsvis 28, 69 og 57 milliarder kroner i de tre årene.

Tabell 2.2 Brutto finansformue, brutto gjeld og boligformue i husholdningene. Milliarder kroner

	des. 02	sep. 03	des. 03
Obl. og sertifikater	23	26	28
Aksjer og gr.fondsbevis	164	186	191
Verdipapirfond	60	76	84
Forsikringskrav	505	539	559
Bankinnskudd	493	518	518
Annet	205	217	225
Brutto finansformue	1451	1562	1605
- Brutto gjeld	1104	1176	1214
Netto finansformue	347	386	391
+ Boligformue ¹⁾	1629	1645	1731
Total netto formue	1976	2032	2122
<i>Memo:</i>			
Brutto finansformue			
ekskl. forsikringskrav	945	1023	1046

¹⁾ Det er knyttet usikkerhet til anslagene for boligformue

Kilde: Norges Bank

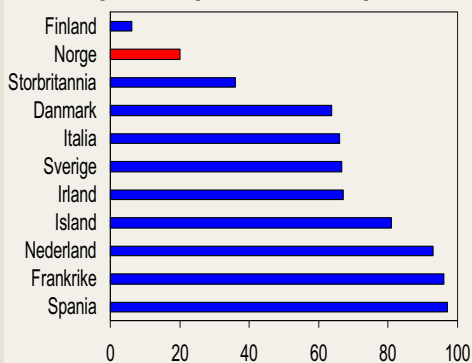
² De store aksjeutbyttene de siste årene skaper også betydelige utfordringer for beregningen av husholdningenes finansinvesteringer i unoterte ikke-finansielle foretak og i utlandet. For en nærmere analyse av forskjeller mellom finansregnskapets og nasjonalregnskapets mål på netto finansinvesteringer, se Bø, Røstadsand og Tørum: «Hvor pålitelige er dagens finansielle makroindikatorer?», *Penger og Kreditt* 3/2003.

Lån med fast rente i husholdningene

En fastrenteavtale innebærer at låntaker binder renten for en tidsperiode. I perioder med økning i det generelle rentenivået kan fastrenteavtaler bidra til finansiell stabilitet, fordi det ikke (umiddelbart) blir mer krevende å betjene lånene. Motsatt vil ikke lånekunder med fastrenteavtaler få glede av rentefall.

Historisk sett har norske husholdninger i liten grad benyttet fastrenteavtaler. I 1994 var 9 prosent av beholdningen av lån til husholdninger gitt med fast rente. En undersøkelse utført av Sparebankforeningen i 2003 anslo at fastrentelån utgjorde 20 prosent av beholdningen av boliglån til husholdninger. Andelen er lav i forhold til andre land, se figur 1. Trenden over tid i Norge er motsatt til den man observerer i Sverige og Danmark. Der har andelen fastrenteavtaler falt, men fra betydelig høyere nivåer.

Figur 1 Fastrenteavtaler på boliglån til husholdninger i utvalgte land. Prosent av beholdningen av boliglån¹⁾ til husholdninger



¹⁾ For Finland fastrenteavtaler totalt i prosent av lån til husholdninger

Kilde: Den europeiske sentralbanken, Danmarks Nationalbank, Finlands Bank, Sedlabanki Islands, Sveriges Riksbank, Sparebankforeningen og The Economist 20.03.2004

Andelen fastrenteavtaler av nye boliglån varierer betydelig fra år til år, se figur 2. Løpetiden på fastrenteavtalene i Norge er ofte mellom 3 og 5 år.

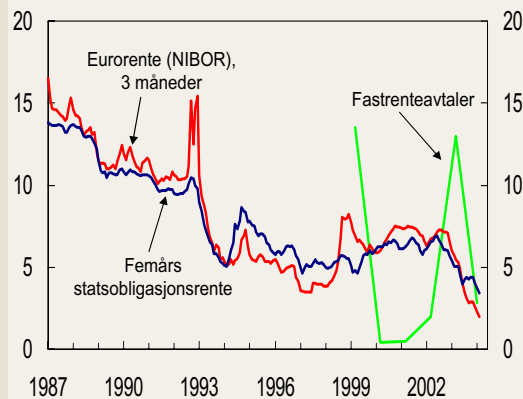
En fastrenteavtale fjerner usikkerheten knyttet til renteutgifter under avtaleperioden og bidrar til forutsigbarhet i låntakers utgifter ("sikkerhetsmotiv"). Både selve nivået på fastrenten og nivået på fastrenten i forhold til renten på flytende lån kan ha betydning for valg av rentebinding ("spesulasjonsmotiv"). Selv om nivået på langsiktige

renter nå er lavt historisk sett, er også differansen mot den flytende renten stor, slik at de to effektene trekker i hver sin retning.

Den forholdsvis begrensede bruken av fastrenteavtaler i Norge kan ha flere årsaker, knyttet til både etterspørsels- og tilbudsforhold:

- Låntakere kan ønske å ha mulighet til å endre nedbetalingsplan og rentebinding. I Norge kan det være kostbart for låntakere å bryte ut av en fastrenteavtale. Til sammenlikning er muligheten for tidligere tilbakebetaling av lån uten ekstra kostnader en standard betingelse i fastrenteavtaler i USA og Danmark.¹
- Privat boligfinansiering i Norge har tradisjonelt vært gitt av banker og ikke kredittforetak. Større innslag av kredittforetak ville ventelig gitt mer fastrentelån fordi disse foretakene finansierer seg i obligasjonsmarkedet.
- Fastrentelån øker bankenes renterisiko dersom bankenes finansiering er kortsiktig. Særlig mindre banker kan ha manglet kompetanse eller finansielle ressurser til å håndtere denne renterisikoen.

Figur 2 Femårs statsobligasjonsrente, Eurorente (NIBOR) tre måneder og fastrenteavtaler som andel av nye boliglån

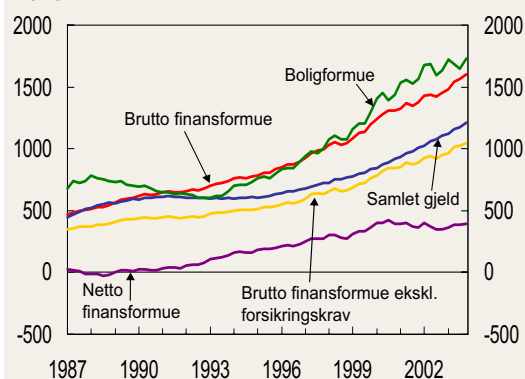


Kilde: Kredittilsynet og Norges Bank

¹ Mercer Oliver Wyman (2003): «Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets», *study commissioned by The European Mortgage Federation*, www.hypo.org og Frankel, Gyntelberg, Kjeldsen og Persson. (2004): «The Danish Mortgage Market», *BIS Quarterly Review*, March 2004.

Boligprisene øker

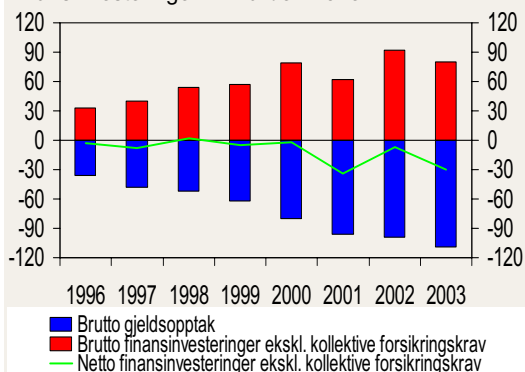
Figur 2.5 Husholdningenes finansformue, gjeld, netto finansformue¹⁾ og boligformue. Milliarder kroner



¹⁾ Brudd i statistikken for alle tidsserier unntatt boligformue i fjerde kvartal 1995

Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Husholdningenes brutto finansinvesteringer¹⁾, brutto gjeldsoptak²⁾ og netto finansinvesteringer. Milliarder kroner

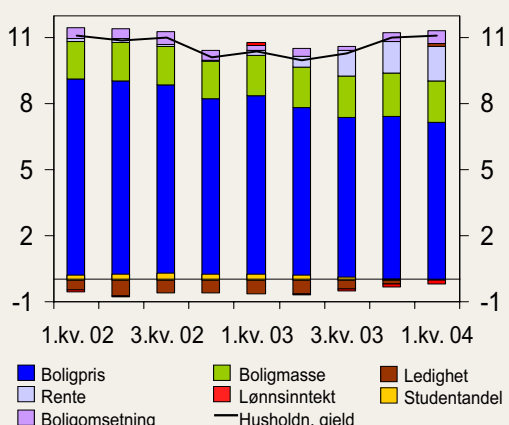


¹⁾ Brutto finansinvesteringer og netto finansinvesteringer eksklusive kollektive forsikringskrav

²⁾ Brutto gjeldsoptak med negativt fortegn

Kilde: Norges Bank

Figur 2.7 Husholdningenes gjeld og beregnede bidrag fra forklaringsfaktorer. Bidrag i prosentpoeng til firekvartalersveksten



Kilde: Norges Bank

Høyere boligpriser er en viktig forklaring på den sterke gjeldsveksten i husholdningene, se figur 2.7.³ Lån med pant i bolig utgjør over 70 prosent av husholdningenes lånopp-tak. Andelen husholdninger som eier sin egen bolig, er høy i Norge sammenlignet med andre land. Etter et visst fall i første halvår 2003, har boligprisene steget med en årsrate på 10 prosent de siste seks månedene (figur 4 i sammendraget). Siden i fjor høst har også tiden det tar å selge en bolig, blitt redusert i forhold til samme periode året før. Drivkrefter for utviklingen i boligprisene drøftes i en egen ramme på s. 22-23.

Boligprisene er høye i historisk sammenheng, se figur 2.8. Sett i forhold til byggekostnader er boligprisene 16 prosent høyere enn i 1987. Deflatert med årslønnsvekst er boligprisene marginalt lavere enn i 1987. Sett i forhold til disponibel inntekt, som i tillegg til lønn påvirkes av blant annet sysselsetting og andre inntekter, er imidlertid boligprisene fortsatt en del lavere enn i 1987.

Økningen i boliglån klart høyere enn boliginvesteringene

Husholdningene kan ta opp lån med sikkerhet i økte boligverdier. Lånene kan også benyttes til andre formål enn boligkjøp og boligforbedringer, som konsum, nedbetaling av gjeld, finansinvesteringer og andre realinvesteringer. Når netto endring i beholdningen av boliglån til husholdningene overstiger boliginvesteringene, kan vi si at husholdninger frigjør boligkapital. Dette har vært utstrakt i blant annet Storbritannia, USA, Australia, Nederland og Danmark. Økte boligverdier, kombinert med lav rente, har ført til en slik frigjøring av boligkapitalen også i Norge de siste årene, se figur 2.9. Frigjøringen av boligkapitalen skjer i Norge trolig i stor grad i forbindelse med boligkjøp og kan derfor øke med antall boligomsetninger. Kredittilsynets boliglånsundersøkelse viser en økende andel lån til refinansiering og andre formål enn boligkjøp, særlig i 2003 etter den kraftige rentenedgangen. En utvalgsundersøkelse fra Kredittilsynet peker også på at veksten i forbrukslån fra finansieringsselskaper avtok i 2002 og 2003. Økte boligverdier har bidratt til bedre lånebetingelser ved refinansiering av boliglån enn optak av nye forbrukslån.

Økende gjeldsbelastning, men fallende rentebelastning

Husholdningenes evne til å bære gjeld avhenger av deres inntekt, størrelsen på gjelden og rentenivået. Husholdningenes gjeldsbelastning, lånegjeld i forhold til disponibel inntekt, økte raskt i løpet av 2003 og begynner å nærme seg de høye nivåene fra slutten av 1980-tallet, se figur 2.10.

³ For en nærmere drøfting, se *Finansiell stabilitet 1/2003*, *Inflasjonsrapport 2/2003* og en kommende artikkel i *Penger og Kreditt 2/2004*.

Det er bare den likvide delen av den disponible inntekten som kan brukes til å betjene gjelden. Tallene for gjeldsbelastningen blir høyere dersom avkastningen på forsikringskrav, som er lite likvide, trekkes fra inntekten. Avkastningen på forsikringskrav har falt som andel av disponibel inntekt siden 1980-tallet, da renten var høy. Avviket mellom gjeldsbelastning og korrigert gjeldsbelastning var derfor størst på 1980-tallet.

Husholdningenes rentebelastning, renteutgifter etter skatt i forhold til likvid disponibel inntekt pluss renteutgifter, har avtatt til tross for den sterke gjeldsveksten, se figur 2.11. Hovedårsaken er den betydelige rentenedgangen. Fra fjerde kvartal 2002 til første kvartal 2004 er rentebelastningen redusert med 2,5 prosentpoeng.

Gjeldsbelastning i ulike grupper husholdninger

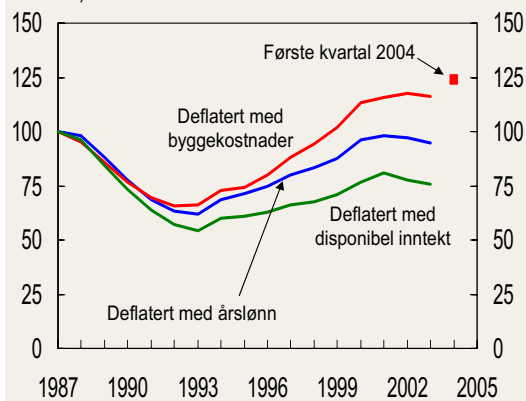
Gjeldsbelastningen har utviklet seg forskjellig i ulike grupper av husholdninger. Det er særlig i husholdninger med lav og middels inntekt (desil 1-6) hvor gjeldsbelastningen har økt i forhold til på 1980-tallet, se figur 2.12. Husholdninger med høyere inntekter (desil 7-9) har den høyeste gjeldsbelastningen. Gjeldsbelastningen i desil 10 var betydelige høyere enn for andre grupper på 1980-tallet, men har falt markert etter det. Én av årsakene er trolig endringer i skattesystemet på slutten av 1980-tallet (reduksjon i skattefradrag for renteutgifter, særlig for høyinntektsgrupper) og i 1992.⁴

Gjeldsbelastningen steg i alle inntektsgrupper i 2002 (siste tilgjengelige data) med unntak av desil 10. Høyt aksjeutbytte bidro til økt inntekt i 2002, spesielt for husholdninger i toppen av inntektsfordelingen, som eier mest aksjer. Det bidro til at gjeldsbelastningen i desil 10 sank i 2002. Fra og med 2003 er gjeldsbelastningen framskrevet med veksten i gjennomsnittlig gjeldsbelastning basert på makrotall (figur 2.10). Aksjeutbyttet var trolig høyt også i 2003. Det kan bidra til lavere vekst i gjeldsbelastningen i 2003 enn i framskrivningene, særlig for gruppene med høyest inntekt.

Fordeling av gjeld etter alder viser at det er i de høyere aldersgruppene (over 55 år) at gjeldsbelastningen har økt siden før bankkrisen. Gjeldsbelastningen er likevel fortsatt lavere i disse gruppene enn i de andre gruppene, se figur 2.13. Stigningen i gjeldsbelastningen i aldersgruppen 25-34 år må ses i sammenheng med at de er i etableringsfasen og at boligprisene har vokst betydelig.

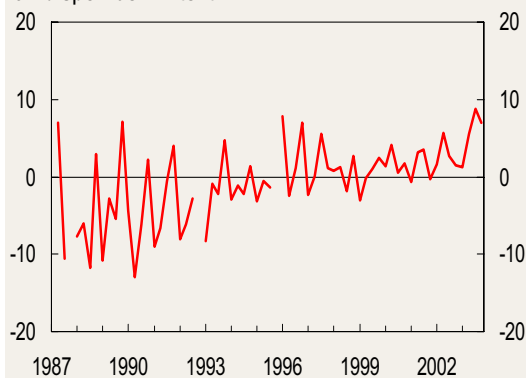
Det kan ha blitt mer vanlig og akseptert å etterlate belånte formuesobjekter til neste generasjon. Økt gjeld i høyere aldersgrupper kan også ha sitt opphav i et ønske om å tilpasse dagens konsum til forventningene til framtidige

Figur 2.8 Boligpris deflatert med byggekostnadsindeks, årslønnsindeks og disponibel inntekt. Indeks, 1987=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

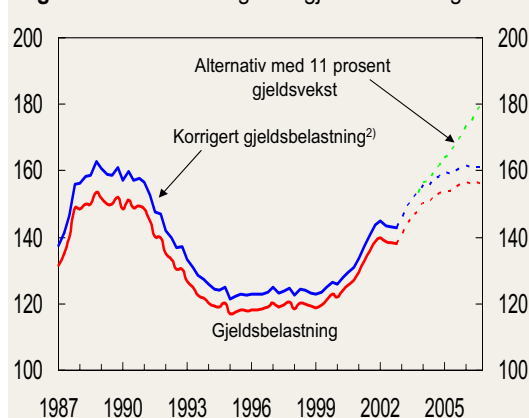
Figur 2.9 Frigjøring av boligkapitalen¹⁾ i prosent av disponibel inntekt



¹⁾ Differansen mellom nettoendring i beholdningen av lån med pant i bolig til husholdninger og boliginvesteringer. Brudd i tidsserien i fjerde kvartal 1987, fjerde kvartal 1992 og fjerde kvartal 1995. Anslag for 2003

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾



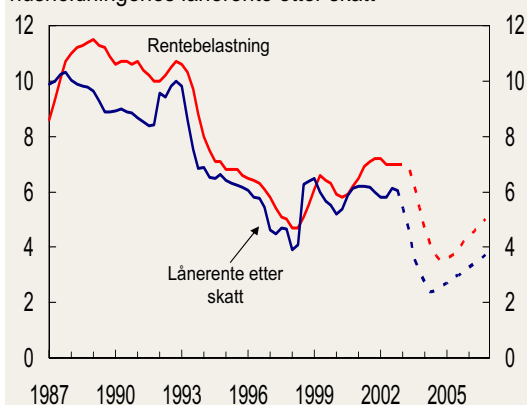
¹⁾ Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt

²⁾ Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt fratrukket avkastning på forsikringskrav

Kilde: Norges Bank

⁴ For en nærmere drøfting, se ramme i *Finansiell stabilitet 1/2002*.

Figur 2.11 Husholdningenes rentebelastning¹⁾ og husholdningenes lånerente etter skatt



¹⁾ Renteutgifter etter skatt i prosent av likvid disponibel inntekt pluss renteutgifter

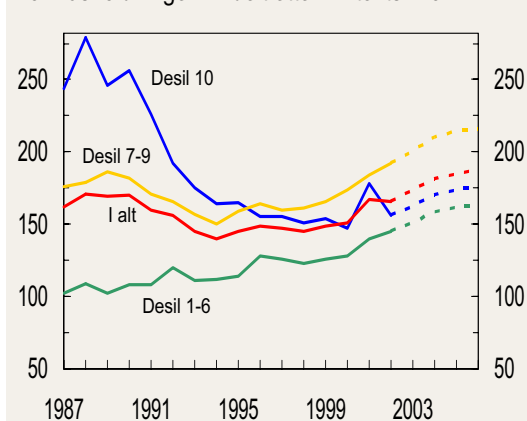
Kilde: Norges Bank

inntekter. De finansielle bufferne, finanskapital i forhold til gjeld, viste også en økning på slutten av 1990-tallet, særlig i aldersgruppen 55-66 år. De finansielle bufferne falt fra 2001 til 2002 i alle aldersgrupper.

Utviklingen framover

Veksten i husholdningenes gjeld har vært høy lenge. I framskrivningene er det lagt til grunn at veksten i husholdningenes gjeld avtar og kommer på linje med veksten i deres disponible inntekt ved utgangen av 2006. For øvrig er forutsetningene i referansebanen i *Inflasjonsrapport 1/2004* benyttet, der blant annet arbeidsledigheten faller noe. Husholdningenes gjeldsbelastning nærmer seg nivået fra slutten av 1980-tallet (under bankkrisen) i 2006. Lav rente bidrar til at husholdningenes rentebelastning forblir nokså lav til tross for den sterke gjeldsveksten.

Figur 2.12 Gjeld i prosent av disponibel inntekt for husholdninger inndelt etter inntektsnivå¹⁾



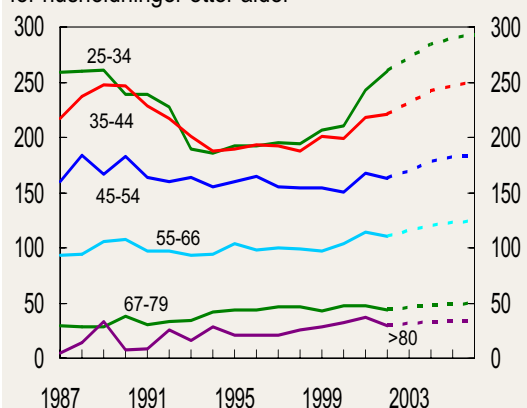
¹⁾ Anslag f.o.m. 2003

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Dersom husholdningenes gjeld fortsetter å vokse i samme takt som i dag, vil deres gjeldsbelastning øke raskt og overstige nivået fra bankkrisen i løpet av 2005 (figur 2.10). Rentebelastningen stiger mer enn i referansebanen, men er forholdsvis lav grunnet lav rente.

For at husholdningenes rentebelastning skal komme opp på samme nivå som på slutten av 1980-tallet, må renten øke med syv prosentpoeng i forhold til referansebanen ved utgangen av 2005. Det er åtte prosentpoeng høyere enn i dag. Som en forenkling er det forutsatt at andre variable som påvirker rentebelastningen, følger referansebanen. I beregningen stiger husholdningenes renteinntekter, men ettersom gjelden i husholdningene er større enn deres rentebærende fordringer, vokser renteutgiftene sterkere.

Figur 2.13 Gjeld i prosent av disponibel inntekt for husholdninger etter alder¹⁾



¹⁾ Anslag f.o.m. 2003

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Samlet sett har rentenedgangen gjort det lettere for husholdningene å betjene sin gjeld. Samtidig er veksten i husholdningenes gjeld fortsatt sterk og langt høyere enn inntektsveksten. Også husholdningenes finansielle formue stiger. Gjeld og formue er imidlertid ulikt fordelt blant husholdningene. I nedgangstider faller ofte verdien av aktiva, mens verdien av gjelden ligger fast. Den høye og voksende gjelden gjør derfor husholdningene mer sårbare for økonomiske forstyrrelser som økt rente, økt arbeidsledighet og fall i boligprisene. Fleksibel inflasjonsstyring i pengepolitikken reduserer imidlertid faren for at husholdningene utsettes for et dobbelt sjokk i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble på begynnelsen av 1990-tallet.

Hva driver boligprisene?

Prisene på boliger har stor betydning for husholdningenes bruttogjeld og -formue. Gjelden er i stor grad sikret med pant i bolig. Et fall i boligprisene kan derfor gi økte utlånstap for bankene. I denne rammen analyserer vi utviklingen i boligprisene ved hjelp av en empirisk modell.

Boligprisene bestemmes av tilbud og etterspørsel. Tilbudet er imidlertid stabilt på helt kort sikt, siden det tar tid å bygge boliger og siden nybyggingen per år er lav i forhold til boligmassen. Prisene på bruktboliger vil derfor fluktuere med etterspørselen på kort sikt.

Etterspørselen etter eierboliger avhenger først og fremst av bokostnadene, husholdningenes inntekter og deres vurdering av framtidig inntektsutvikling. Bokostnadene kan noe forenklet defineres som rentekostnadene fratrukket den forventede verdistigningen på boligen.

Rentekostnadene omfatter renteutgifter på lån og renteinntekter en gir avkall på ved å eie boligen. Økt rente gir økte bokostnader og dermed lavere boliggetterspørsel. Det presser ned boligprisene. Bokostnadene avtar med den forventede verdistigningen på boligen: Dersom boligprisforventningene tar seg opp, blir det relativt mer gunstig å kjøpe bolig nå framfor senere. Det gir økt boliggetterspørsel og -pris i dag. Prisforventningene avhenger av den observerte utviklingen i rente, inntekter og boligpriser samt husholdningenes vurdering av framtidig rentenivå og inntektsvekst i norsk økonomi.

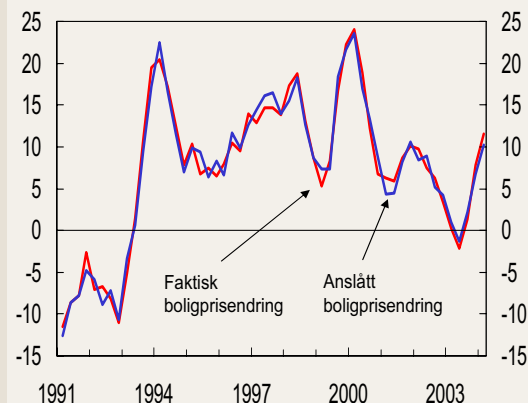
Utviklingen i arbeidsmarkedet er viktig for husholdningenes vurdering av egne og andres framtidige inntekter. Økt arbeidsledighet gir forventninger om lavere lønnsvekst og økt usikkerhet om framtidig inntektsutvikling. Dermed faller etterspørselen etter eierboliger. I tillegg kan bankene bli mer tilbakeholdne med å gi lån når ledigheten øker.

Boligetterspørselen avhenger også av flyttemønsteret og demografiske forhold som samlivsmønster, befolkningens størrelse og antall personer i etableringsfasen. Nettoinnflyttingen til sentrale strøk har vært positiv de siste årene. Det har påvirket de regionale boligprisene i ulik retning, men kan også ha endret den gjennomsnittlige boligprisen for landet som helhet.

Vi har estimert en modell for boligprisene under ett, se nedenfor. Modellen inneholder effekter av boligmassen, arbeidsledighetsraten, bankenes utlånsrente etter skatt, de samlede lønnsinntektene i økonomien og en

indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. Vi finner ikke holdepunkter for at flytting eller demografiske forhold har sterke direkte effekter på boligprisene under ett. Demografiske endringer vil imidlertid påvirke prisene indirekte, ved å påvirke de samlede lønnsinntektene i økonomien. Modellen er estimert på kvartalsdata fra 1990 til første kvartal 2004. Den forklarer prisutviklingen godt, se figur 1.

Figur 1 Faktisk og anslått boligpris. Prosentvis endring over fire kvartaler



Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes Forening, FINN.no, ECON og Norges Bank

Modellen impliserer at boligprisene vil øke med $\frac{1}{2}$ prosent det første året og med $1\frac{3}{4}$ prosent på lang sikt dersom lønnsinntektene øker permanent med 1 prosent og de øvrige forklaringsfaktorene ligger fast. En økning i boligprisene vil imidlertid gi økt nybygging og boligmasse over tid. Boligprisene vil avta med $\frac{1}{4}$ prosent på lang sikt dersom boligmassen, slik den måles i nasjonalregnskapet, øker med 1 prosent. I perioden 1999-2003 økte boligmassen og lønnsinntektene med henholdsvis 2 og 5 prosent per år i gjennomsnitt. Dersom boligmassen og lønnsinntektene vokser i samme takt som i de fem siste årene, vil boligprisene øke med om lag 5 prosent per år for gitt rente og ledighet.

Ifølge modellen vil boligprisene falle med $2\frac{1}{4}$ prosent det første kvartalet og med $3\frac{1}{4}$ prosent på lang sikt dersom bankenes utlånsrente øker med ett prosentpoeng og de øvrige forklaringsfaktorene er uendret. Renten er målt ved utgangen av hvert kvartal. Den sterke korttidseffekten kan derfor avspeile at boliggetterspørselen reagerer på endrede markedsrenter, før utlånsrenten endres. Vi finner ikke signifikante effekter av markedsrenter ut over det som fanges opp av utlånsrenten.

Analysen indikerer at boligprisene vil falle med $10\frac{1}{2}$ prosent over tid dersom ledighetsraten øker fra 4 til 5 prosent. Tilpasningen er relativt treg: Selv om økt ledighet slår raskt ut i husholdningenes forvent-

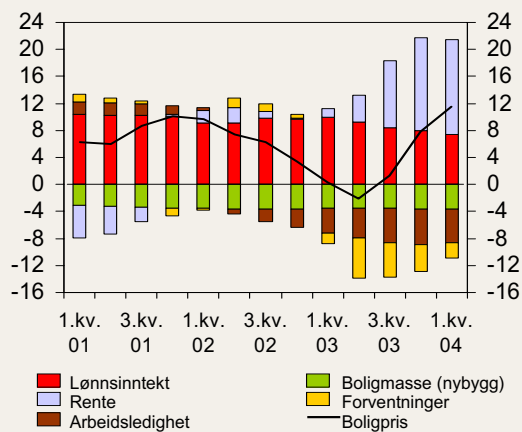
ninger til norsk økonomi, tar det lengre tid før de justerer sine forventninger til egen økonomi.

Renten og ledigheten har stor betydning for husholdningenes forventninger om framtiden. Forventningene kan også skifte som følge av endrede politiske forhold, nye prognoser for norsk økonomi og negative sjokk som krig, terror og børsfall. Modellen fanger opp slike effekter ved at den inkluderer en indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. Indikatoren er beregnet ved å korrigere forventningsindikatoren til TNS Gallup for effekter av rente og ledighet. Den måler derfor skift i forventningene som skyldes andre forhold enn endret rente og ledighet.

Figur 2 dekomponerer veksten i boligprisene i tråd med den estimerte modellen. Beregningene viser at nybygging trakk ned firekvarteralsveksten med 3-4 prosentpoeng i perioden 2001 til første kvartal 2004; vekst i lønnsinntektene trakk opp prisveksten med 9-10 prosentpoeng i de to første årene av perioden. I 2003 og første kvartal 2004 ble boligprisveksten dempet av lavere inntektsvekst, økt ledighet og et negativt sjokk i husholdningenes

forventninger til landets økonomi i første halvdel av 2003 (se figur 2.1 på s. 16). Rentenedgangen siden desember 2002 har trukket opp prisveksten ved å gi lavere rentekostnader, økt optimisme og forventninger om økte boligpriser.

Figur 2 Boligpriser og beregnede bidrag fra lønnsinntekter, boligmasse, arbeidsledighet, rente og forventningsvariabel. Bidrag i prosentpoeng til firekvarteralsveksten



Kilde: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes Forening, FINN.no, ECON og Norges Bank

Modellen omtalt over er gitt ved:

$$\Delta \text{boligpris}_t = 0,12 \Delta \text{inntekt}_t - 3,16 \Delta(\text{RENTE} \cdot (1-\rho))_t - 1,47 \Delta(\text{RENTE} \cdot (1-\rho))_{t-1} + 0,04 \text{FORV}_t$$

(1,94) (7,04) (3,27) (3,09)

$$- 0,12 [\text{boligpris}_{t-1} + 4,47 (\text{RENTE} \cdot (1-\rho))_{t-1} + 0,45 \text{ledighet}_t - 1,66 (\text{inntekt} - \text{boligmasse})_{t-1}].$$

(5,69) (2,54) (3,48) (8,63)

Estimeringsperiode: 2. kvartal 1990 – 1. kvartal 2004. $R^2 = 0,88$. Absolutte t -verdier er oppgitt i parentes under estimatene. Δ er en differensoperator: $\Delta X_t = (X_t - X_{t-1})$.

Variablene er definert ved (små bokstaver angir at variable er målt på logaritmisk skala):

- boligpris* = Prisindeks for brukte boliger. Kilde: NEF, EFF, FINN.no, ECON og Norges Bank
- RENTE* = Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente. Målt på rateform. Kilde: Norges Bank
- ρ = Skattefradrag for gjeldsrenter (0,28 fra og med 1992)
- FORV* = $(E-F) + 100 \cdot (E-F)^3$
- E* = Indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. Målt på rateform, sum over to kvartaler. Kilde: TNS Gallup
- F* = Verdi av *E* som kan forklares av rente, ledighet og sesongvariasjon. Beregnet fra en estimert modell for forventningsindikatoren til TNS Gallup
- ledighet* = Arbeidsledighetsrate. Kilde: AETAT
- inntekt* = Samlet lønnsinntekt i økonomien. Avhenger av lønnsnivå og sysselsetting. Kilde: Statistisk sentralbyrå
- boligmasse* = Boligmassen målt i faste priser. Kilde: Statistisk sentralbyrå

Uttrykket i klammeparentesen måler avvik mellom boligprisen i forrige kvartal og en estimert langtidssammenheng mellom boligprisene, renten, ledighetsraten, lønnsinntektene og boligmassen. Modellen inneholder også et konstantledd og effekter av sesongvariasjon. Verdiene av *RENTE* og *inntekt* for 1. kvartal 2004 er basert på anslag fra *Inflasjonsrapport 1/2004*. Variabelen *FORV* er lik null i perioden hvor vi ikke har forventningsdata fra TNS Gallup.

2.3 Foretakene

Bedret lønnsomhet

De børsnoterte foretakenes årsregnskaper for 2003 indikerer en bedring i foretakssektorens lønnsomhet i forhold til 2002, men det er betydelige forskjeller mellom næringer. Omsetningsvekst, effektivisering og lavere rentekostnader har bidratt til å bedre lønnsomheten. Svekkelsen av kronen gjennom 2003 bidro også positivt for mange foretak.

Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall falt foretakenes brutto renteutgifter med drøyt 11 prosent fra 2002 til 2003, mens netto renteutgifter sank med drøyt 7 prosent. Dette harmonerer nokså godt med den prosentvise nedgangen i rentekostnadene for store børsnoterte selskaper. Dersom all rentebærende gjeld i foretakene var knyttet til flytende kronerente, skulle brutto renteutgifter ha sunket med over 30 prosent. Det kan være flere årsaker, i tillegg til fastrenteavtaler, til at renteutgiftene ikke har sunket så mye. En forklaring er at en betydelig del av de store foretakenes gjeld er i valuta, der rentefallet har vært mindre enn i Norge. Bruk av rentederivater, som gjør det mulig å bytte fra flytende til fast rente på gjelden, kan også ha hatt betydning. Egenkapitalavkastningen før skatt for gjennomsnittsforetaket var 7,8 prosent i 2002. Basert på balansen ved utgangen av 2002, vil en reduksjon av netto rentekostnader med 7 prosent isolert sett ha økt egenkapitalavkastningen med om lag et halvt prosentpoeng i 2003.

Rekordhøyt utbytte

Avsetningen til utbytte i prosent av egenkapital og utbytte var på over 7 prosent i regnskapsåret 2002. Forslaget om innføring av utbyttebeskatning gir grunn til å forvente store utbytteavsetninger også i regnskapsåret 2003. For de børsnoterte selskapene rapporteres det om økning i utbytte til private investorer på om lag 60 prosent fra 2002 til 2003. Bedret lønnsomhet bidrar til at foretakene kan utbetale store utbytter uten å svekke soliditeten. Rekordutbetalingen for regnskapsåret 2002 medførte bare en liten nedgang i samlet egenkapitalandel fra 2001 til 2002.

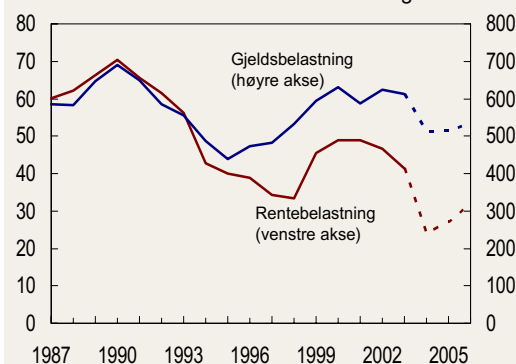
Lavere gjelds- og rentebelastning

Rentefallet i 2003 bidro til lavere rente- og gjeldsbelastning dette året, selv om gjelden nominelt sett var om lag uendret, se figur 2.14. Med en utvikling i norsk økonomi i samsvar med referansebanen i *Inflasjonsrapport 1/2004*, vil gjelds- og rentebelastningen falle markert i inneværende år.⁵

Færre konkurser

Det ble rapportert 17 prosent flere konkurser i 2003 enn i 2002. Antall konkurser (sesongjustert) har imidlertid

Figur 2.14 Gjelds- og rentebelastning i ikke-finansielle foretak eksklusive olje og sjøfart. I prosent av kontantoverskudd¹⁾ eksklusive renteutgifter²⁾

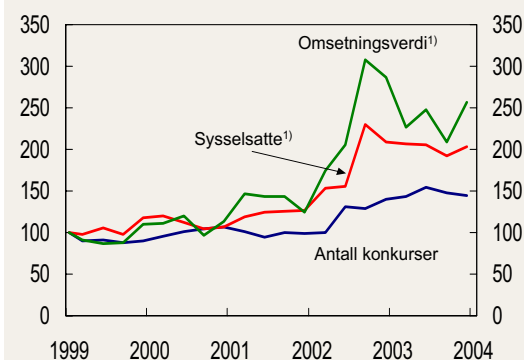


¹⁾ Kontantoverskudd = Bruttoprodukt - lønnskostnader + netto formuesinntekter

²⁾ Årstall, anslag f.o.m. 2004

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

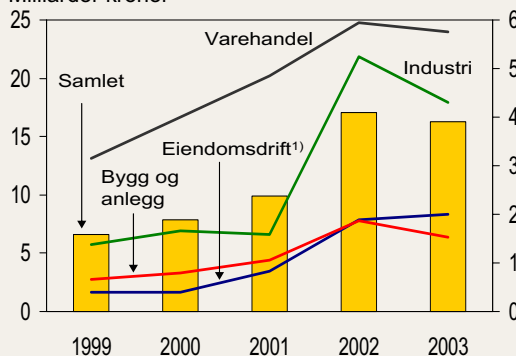
Figur 2.15 Antall konkurser, antall sysselsatte i og samlet omsetningsverdi for konkursenhetene. Sesongjusterte tall. Indeks, 4. kvartal 1998 = 100



¹⁾ Omsetning og sysselsetting i siste normale driftsår

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.16 Omsetningsverdi for konkursforetakene samlet (venstre akse) og for utvalgte næringer (høyre akse). Årlige tall. Milliarder kroner

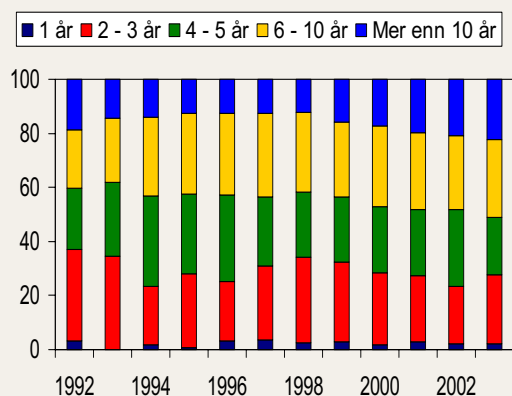


¹⁾ Eiendomsdrift, forretningsmessig tjenesteyting og utleievirksomhet

Kilde: Statistisk sentralbyrå

⁵ Oppjustering av bruttoproduktet for foretakene i de sist publiserte nasjonalregnskapstallene har medført en nedjustering av rente- og gjeldsbelastningen for foretakene i 2001 og 2002 i forhold til i *Finansiell stabilitet 2/2003*.

Figur 2.17 Alder¹⁾ på aksjeselskaper som gikk konkurs i årene 1992 - 2003. Prosentandel



¹⁾ Alder = Konkursår - etableringsår

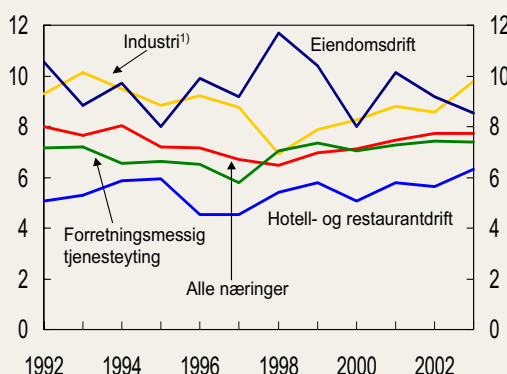
Kilde: Norges Bank

sunket siden toppunktet i andre kvartal 2003, se figur 2.15. CreditInform opplyser at antall konkurser har fortsatt å falle i de fire første månedene i 2004. Målt etter omsetningsverdi og sysselsetting i konkursenhetene ble konkurstoppen nådd i andre halvår 2002. Omsetningsverdien til konkursenhetene sank med drøyt 1 prosent fra 2002 til 2003.

Av de større næringene var det bare i eiendomsdrift at omsetningsverdien til konkursforetakene økte fra 2002 til 2003, se figur 2.16. Omsetningsverdien for personlige konkurser ble over firedoblet fra 2002 til 2003, men utgjorde likevel kun 4 prosent av omsetningsverdien for alle konkursenhetene.

Det er ikke bare nystartede foretak som går konkurs. En analyse av alderen til foretakene som har gått konkurs siden 1992, viser at andelen eldre foretak har økt de senere årene, se figur 2.17.⁶ Etter å ha vært synkende i flere år, steg andelen konkursforetak med mindre enn 4 års levetid i 2003.

Figur 2.18 Gjennomsnittsalder for aksjeselskaper i ulike næringer som gikk konkurs i 1992 - 2003. År



¹⁾ Eksklusive verftsindustri og bergverksdrift

Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittsalderen for konkursforetakene sank fram til 1998, men har senere steget, se figur 2.18. Varehandel er næringen med flest konkurser, og gjennomsnittsalderen for konkursforetakene i denne næringen er så å si identisk med gjennomsnittet for alle næringer. Gjennomsnittsalderen til konkursforetakene innen industri er høyere enn for de fleste andre næringer. Også konkursforetakene i eiendomsdrift kjennetegnes av en høy gjennomsnittsalder. Gjennomsnittsalderen har imidlertid sunket noe de senere årene. Hotell- og restaurantdrift er en av næringene med lavest gjennomsnittsalder for konkursforetakene.

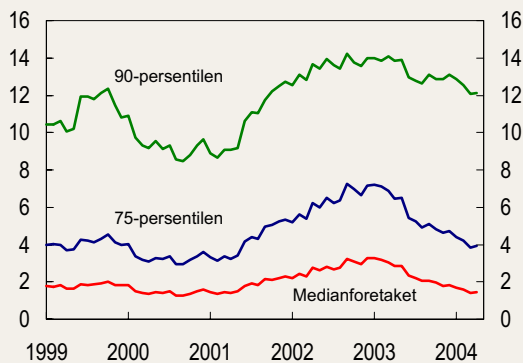
Lavere misligholdssannsynligheter

Sannsynlighetene for at store norske ikke-børsnoterte foretak skal misligholde sine gjeldsforpliktelser sank gjennom 2003 ifølge kredittrisikomodelen Moody's KMV.⁷ Nedgangen har fortsatt i 2004, se figur 2.19. Misligholdssannsynlighetene for de mest utsatte foretakene (90-persentilen) har imidlertid sunket mindre enn for andre foretak. Dette indikerer at tapsrisikoen for lån til denne typen foretak fortsatt er relativ høy.

Misligholdssannsynligheten for medianforetaket i de fleste næringer har falt det siste året, se figur 2.20. I verftsindustrien har misligholdssannsynligheten falt med over 4 prosentpoeng siden utgangen av 2002. I tjenesteytende næringer har det også vært et fall. Lønnsomhetsproblemene innen fiskeoppdrett har ført til høye misligholdssannsynligheter i denne næringen.

Siden utgangen av 2002 har misligholdssannsynligheten for medianforetaket falt markert i de nordiske landene, se figur 2.21. Med unntak av Sverige er misligholdssannsynlighetene nær bunnivået for siste femårsperiode.

Figur 2.19 Forventede misligholdssannsynligheter for store norske ikke-børsnoterte foretak.¹⁾ Månedlige tall. Prosent



¹⁾ Ikke-finansielle foretak med årlig omsetning høyere enn 70 millioner norske kroner. Sannsynlighet for mislighold innen ett år

Kilde: Moody's KMV

⁶ Analysen er basert på Norges Banks SEBRA-database, som inneholder årsregnskaper for aksjeselskaper siden 1988.

⁷ Modellen er kort beskrevet i rammen på neste side. For en nærmere drøfting, se ramme i *Finansiell stabilitet 2/2002*.

Prediksjoner ved to kredittrisikomodeller

I Norges Bank brukes to ulike modeller ved analysene av finansiell utsatthet i foretakssektoren. Norges Banks **SEBRA-modell**¹ predikerer konkurssansynligheter basert på årsregnskapstall for alle norske aksjeselskaper. Ulemper ved SEBRA-modellen er at ny informasjon kun tilflyter én gang i året og at det er en tidsforsinkelse på 9 måneder mellom regnskapsårets avslutning og det tidspunktet regnskapene er tilgjengelige i databasen. Eksempelvis vil SEBRA-modellen per juni 2004 måtte basere seg på regnskapsinformasjon fra 2002. Den modellen Norges Bank benytter fra **Moody's KMV** predikerer misligholdssansynligheter for ikke-børsnoterte foretak i første rekke basert på markedsinformasjon. Modellen tar utgangspunkt i enkelte nøkkelstørrelser fra årsregnskapene, som kombineres med aksjekursutviklingen og volatiliteten til denne for børsnoterte selskaper i henholdsvis samme bransje og samme land som det aktuelle foretaket. Den aktuelle KMV-databasen er begrenset til store ikke-børsnoterte selskaper med en årlig omsetning høyere enn 70 millioner kroner.

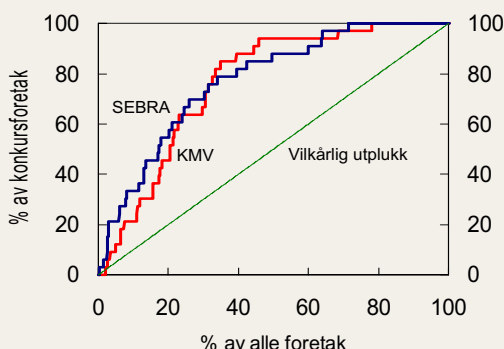
Vi har sammenlignet SEBRA og KMV basert på prediksjonene etter regnskapsårene 1998 - 2001 og konkurser i de tre etterfølgende årene.² Eksempelvis benyttes konkursene i årene 1999 - 2001 til å vurdere kvaliteten av prediksjonene etter regnskapsåret 1998. I hvert av de aktuelle regnskapsårene er det drøyt 3000 ikke-finansielle foretak utenom olje- og gassnæringen som finnes i både SEBRA og KMV. Av foretakene som var representert i begge databaser i regnskapsåret 1998, gikk 100 konkurs i årene 1999 - 2003, hvorav 33 i 1999 - 2001.

SEBRA predikerer sannsynligheten for konkurs, mens KMV predikerer sannsynligheten for at gjeld skal bli misligholdt. Et foretak som misligholder sine gjeldsforpliktelser blir ikke nødvendigvis slått konkurs. Misligholdssannsynligheten for et foretak vil derfor aldri være lavere enn konkurssannsynligheten. I praksis er misligholdssannsynligheten fra KMV vesentlig høyere enn konkurssannsynligheten fra SEBRA. Det er imidlertid god grunn til å anta at rangeringen av foretak basert på henholdsvis konkurs- og misligholdssannsynligheter (risikoutsatthet) er tilnærmet den samme.

Figur 1 viser at SEBRA og KMV er om lag jevnbyrdige i utplukkingen av konkursforetakene og vesentlig bedre enn et vilkårlig utplukk. Med et vilkårlig utplukk vil man eksempelvis forvente å

finne 20 prosent av konkursforetakene blant de 20 prosent først utplukkede foretakene. Blant de 20 prosent av foretakene som SEBRA vurderte som de mest risikoutsatte ved prediksjonene per september 1999, befant snaut 55 prosent av konkursforetakene i perioden 1999 - 2001 seg, mens tilsvarende tall for KMV var drøyt 45 prosent.

Figur 1 Styrkekurve for kredittrisikomodelleens prediksjoner etter regnskapsåret 1998 basert på konkurser i årene 1999 - 2001¹⁾. Prosent



¹⁾ Andel konkursforetak (vertikal akse) i forhold til andel foretak (horisontal akse) når foretakene er rangert fra mest risikoutsatt til minst risikoutsatt

Kilde: Norges Bank og Moody's KMV

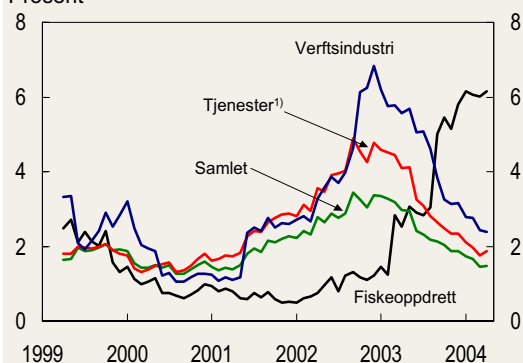
KMV har en fordel i forhold til SEBRA ved at den baserer seg på aktuelle markedsdata. For å vurdere betydningen av markedsdataene har vi sammenlignet K MVs marsprediksjoner (15 måneder etter regnskapsårets slutt) med septemberprediksjonene (9 måneder etter regnskapsårets slutt). Disse to prediksjonene baserer seg på samme regnskapsdata, men marsprediksjonen benytter nyere markedsdata. Totalt sett ser marsprediksjonene ut til å være litt bedre enn septemberprediksjonene, noe som tyder på at aktuell markedsinformasjon forbedrer prediksjonene.

Sammenligningen av SEBRA og K MV viser at begge modellene er gode til å peke ut konkurskandidater blant store ikke-børsnoterte norske aksjeselskaper. SEBRAs bruk av langt flere regnskapsvariable kompenserer for den fordelen K MV har i form av oppdatert markedsinformasjon. Bruk av nyere markedsinformasjon forbedrer imidlertid prediksjonsevnen til K MV-modellen. En ytterligere utvikling av SEBRA-modellen kan derfor være å inkludere enkelte markedsindikatorer.

¹ SEBRA-modellen er beskrevet i Eklund, Larsen, Bernhardsen: «Modell for analyse av kredittrisiko i foretakssektoren», *Penger og Kreditt* 2/2001.

² Kun i de to etterfølgende årene etter regnskapsåret 2001.

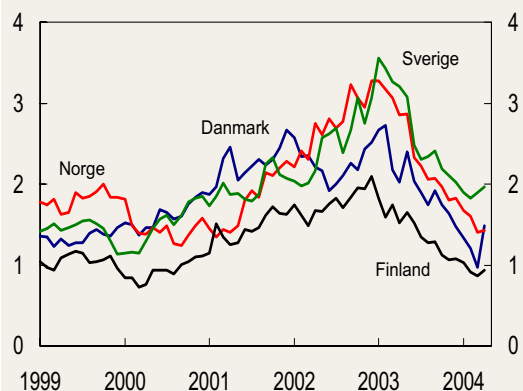
Figur 2.20 Forventede misligholdssansynligheter for store norske ikke-børsnoterte foretak i enkelte næringer. Medianobservasjonen. Månedlige tall. Prosent



¹) Omfatter gruppene transport, telekom, datavirksomhet, forretningsmessig tjenesteyting og reiselivsvirksomhet

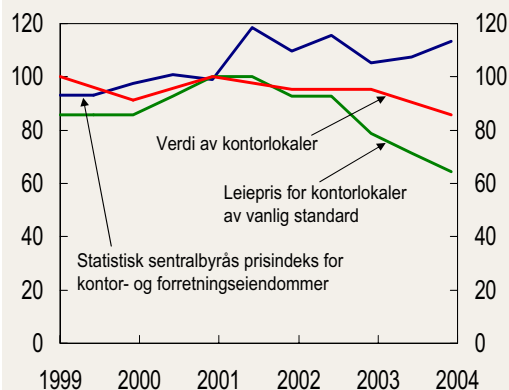
Kilde: Moody's KMV

Figur 2.21 Forventede misligholdssansynligheter for store nordiske ikke-børsnoterte foretak. Medianobservasjonen. Månedlige tall. Prosent



Kilde: Moody's KMV

Figur 2.22 Priser på næringsseiendommer. Verdi av og leiepriser for kontorlokaler sentralt i Oslo. Indeks, 2000 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OPAK

Hovedforklaringen til fallet i misligholdssansynlighetene i modellen til Moody's KMV er at kursstigningen i aksjemarkedene har økt verdien av foretakenes eiendeler. Også lavere volatilitet i aksjemarkedene inntil det siste har bidratt til nedgangen i misligholdssansynlighetene.

Risiko knyttet til eiendomsforetak

Gjeldsandelen i eiendomsforetakene er gjennomgående høyere enn i øvrige foretak. Eiendomsnæringen er også den næringen bankene har mest utlån til. Det kraftige rentefallet siden desember 2002 har bidratt til å redusere rentebelastningen og dermed styrket gjeldsbetjeningsevnen i eiendomsforetakene. Selv foretak med en stor andel fastrentelån har nå begynt å dra nytte av rentefallet.

Statistisk sentralbyrå (SSB) har utarbeidet en prisindeks for kontor- og forretningseiendommer på landsbasis. Prisindeksen oppdateres halvårlig, og de første dataene ble publisert i vår. Fra utgangen av 2002 til utgangen av 2003 steg prisene på kontor- og forretningseiendommer med 8 prosent, se figur 2.22. Indeksen er likevel 4 prosent lavere enn ved toppunktet i første halvår 2001. Eiendomsforetak er en sammensatt gruppe som består av foretak påvirket av utviklingen innen ulike markeder. Fortsatt er situasjonen innen markedet for utleie av kontorbygg svakest. Tall fra OPAK viser at både leieprisene for kontorlokaler og verdien av kontorbygg har fortsatt å falle (figur 2.22). Det er imidlertid store variasjoner i verdiutviklingen avhengig av kvaliteten på leietakerne og kontraktslengden. Nedgangen i leiepriser og verdien av kontorlokaler i 2003 bekreftes av tall fra Investment Property Databank. Det er en markert forskjell i utviklingen for ulike typer næringsseiendommer. Eksempelvis steg butikklokaler i verdi i 2003.

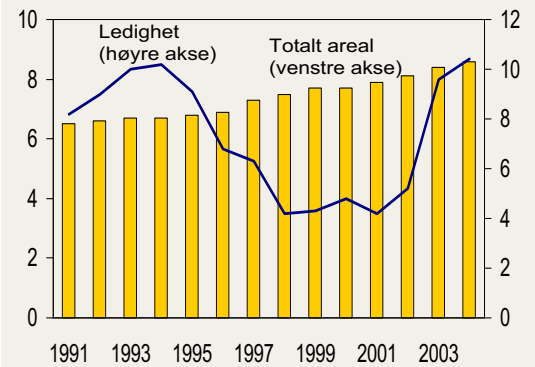
Veksten i arealledigheten innen markedet for utleie av kontorlokaler viser tegn til å avta ifølge Eiendomsspars årlige undersøkelse for Oslo-området, se figur 2.23. Utleid areal (i kvadratmeter) økte i 2003 i motsetning til i 2002. Tall fra SSB viser at igangsatt areal av kontor- og forretningsbygg økte med 6 prosent fra 2002 til 2003, etter å ha falt med 30 prosent fra 2000 til 2002. Dette fallet bidro til at arealet av fullførte kontor- og forretningsbygg sank med 18 prosent fra 2002 til 2003. Eiendomsspars undersøkelse viser at det forventes en sterk reduksjon i ferdigstilte lokaler i 2004 sammenlignet med de siste årene. Sammen med lysere framtidsutsikter for tjenesteytende næringer, som er viktige for etterspørselen etter kontorlokaler, kan dette bidra til bedre markedsbalanse i årene framover.

Eiendomsforetakenes betydelige gjeld kombinert med fortsatt fallende utleiepriser for kontorlokaler gjør deler av næringen finansielt utsatt. Lavt rentenivå, økt vekst i økonomien og reduksjon i sannsynlig nybygging de nærmeste årene bidrar imidlertid til å gjøre situasjonen noe lysere for eiendomsforetakene.

Utviklingen framover

Fallet i rentenivået siden desember 2002 har i betydelig grad redusert rentebelastningen i foretakssektoren. Det har ført til at mange foretak kan betjene gjelden selv med lave driftsmarginer. Foretakenes underliggende inntjening har økt. Sterkere vekst i norsk økonomi vil kunne bidra til ytterligere inntjeningsvekst. Selv om den finansielle utsattheten varierer mellom næringer, vurderer vi den samlet sett som moderat og noe lavere enn for et halvt år siden.

Figur 2.23 Totalt areal kontorlokaler i Oslo, Bærum og Asker (i millioner kvadratmeter) og ledige lokaler i prosent av totalt areal¹⁾

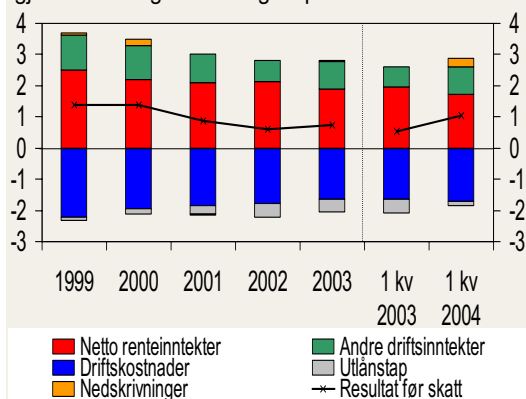


¹⁾ Per februar

Kilde: Eiendomsspar AS

3 | Finansinstitusjonene

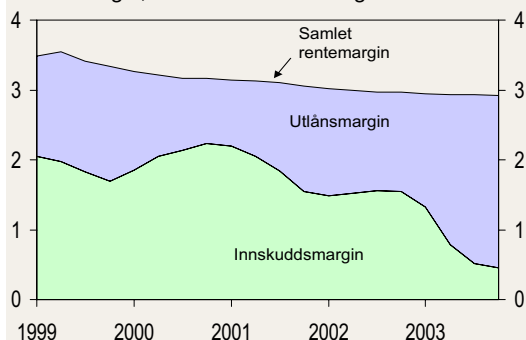
Figur 3.1 Bankenes¹⁾ resultater. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



¹⁾ Eksklusive norske bankers filialer i utlandet. Inklusive utenlandske bankers filialer i Norge

Kilde: Norges Bank

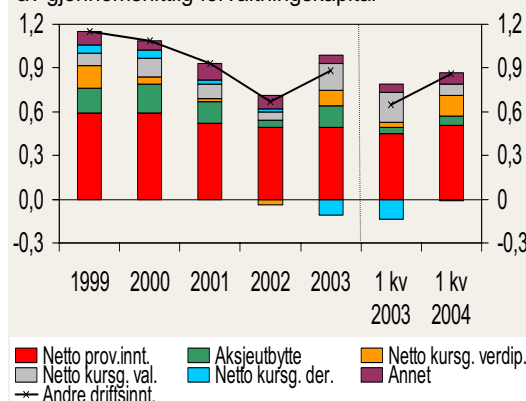
Figur 3.2 Bankenes innskudds- og utlånsmargin, samt totale rentemargin¹⁾. Prosent



¹⁾ Rentemarginen er definert som gjennomsnittet av utlånsrenter (eksklusive nullstilte lån) fratrukket gjennomsnittet av innskuddsrenter. 3 måneders pengemarkedsrente (NIBOR) er benyttet for å dele inn rentemarginen i en utlåns- og innskuddsmargin. Figuren viser et gjeldende gjennomsnitt over fire siste kvartaler

Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Bankenes¹⁾ andre driftsinntekter. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



¹⁾ Eksklusive norske bankers filialer i utlandet. Inklusive utenlandske bankers filialer i Norge

Kilde: Norges Bank

3.1 Utviklingen i bankenes resultater og soliditet

Fallet i rentenivået har bidratt til økt vekst i norsk økonomi. Aksjemarkedet har utviklet seg sterkt det siste året, og bankenes salg av verdipapirrelaterte produkter har økt. Disse forholdene har styrket bankenes inntjening. Deres resultater før skatt (annualisert) steg fra 0,53 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK) i første kvartal 2003 til 1,04 prosent av GFK i første kvartal 2004, se figur 3.1 og tabell 2 og 3 i vedlegg 1⁸. Resultatene i første kvartal i år var preget av lave tap på utlån, særlig i de to største bankene⁹. DnB NORs gevinst ved salg av Elcon Finans og restruktureringskostnader har netto bidratt positivt til resultatet.

Fallet i rentenivået bidro til å redusere bankenes netto renteinntekter fra 1,96 til 1,74 prosent av GFK fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004. Det skyldes for det første redusert regnskapsmessig fordel av at deler av bankenes utlånsaktiviteter er finansiert med netto rentefrie passiva, herunder egenkapital. For det andre skyldes det at bankenes samlede rentemargin falt noe, se figur 3.2. Fallet kom først i fjerde kvartal 2003. Årsaken til dette er at det nedre gulvet på null for innskuddsrentene fikk større betydning enn tidligere, samtidig som konkurransesituasjonen ikke tillot at dette ble kompensert fullt ut med økte utlånsmarginer. Opplysninger fra bankenes kvartalsrapporter indikerer at rentemarginen var under fortsatt press i første kvartal 2004.

Andre driftsinntekter har økt markert som følge av kursgevinster, økte inntekter fra aksjeutbytte og høyere provisjonsinntekter fra verdipapiriromsetning, se figur 3.3. Siden dette er morbanktall, inkluderes ikke den økte inntjeningen fra forsikringselskaper som inngår i bankkonsern. Eksempelvis økte inntekten fra livsforsikringsvirksomheten i DnB NOR-konsernet med 1 milliard kroner (0,15 prosent av konsernets GFK) fra 2002 til 2003. Kraftig bedret resultat i Sparebank 1-Gruppen AS, hvor forsikringsvirksomhet utgjør en stor del, bidro også til bedret resultat for gruppens eierbanker.

Bankene har blitt mer kostnadseffektive de senere årene (figur 3.1). Ifølge nasjonalregnskapstall er finansnæringen blant de sektorene som har sterkest produktivitetsforbedring. Teknologiske endringer, sterk konkurranse og konsolidering har bidratt. Denne utviklingen ventes å fortsette.

Lav økonomisk vekst, Finance Credit-saken og krise innen fiskeri og oppdrett bidro til forholdsvis høye tap på utlån i 2002 (0,46 prosent av GFK). Disse forholdene preget også utlånstapene i 2003, men det har vært en positiv utvikling fra og med tredje kvartal. Dette indikerer en bedring i kredittkvalitet, som også gjenspeiles i et markert fall i brutto misligholdte lån, se figur 3.4. Rentefall og økt økonomisk

⁸ Tallene for første kvartal 2004 er foreløpige.

⁹ For å få sammenlignbare tall er DnB og Gjensidige NOR Sparebank slått sammen i hele perioden som figurene viser. De to bankene ble formelt fusjonert 19. januar i år. Fusjon på holdingnivå skjedde 4. desember 2003. Nordlandsbanken og Postbanken er inkludert i DnB NOR Bank. Nordea Bank Norge er nest største bank.

vekst bidro. Samlet sett falt utlånstapene til 0,14 prosent av GFK i første kvartal 2004. I de to største bankene utgjorde utlånstapene 0,11 prosent av GFK. Reduksjonen i bokførte tap sett i forhold til samme kvartal i 2003 skyldes reduserte tap både på gamle og nye engasjementer, og at de uspesifiserte tapsavsetningene ble holdt uendret, se tabell 3.1.

Det har ikke vært store endringer i bankenes soliditet. I de to største bankene falt kjernekapitaldekningen fra 8,4 til 7,8 prosent fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004. Kjernekapitaldekningen i de øvrige forretningsbankene økte fra 10,3 til 10,9 prosent, og i øvrige sparebanker økte den fra 11,4 til 12,0 prosent. Flere sparebanker har styrket sin kjernekapital ved å utstede fondsobligasjoner, som er et hybridinstrument som har egenskaper til felles med både gjeld og egenkapital.

Den betydelige forbedringen i norske bankers resultater har brakt egenkapitalavkastningen deres opp på linje med store nordiske banker, se tabell 3.2. Nordiske storbanker har lenge hatt svært lave utlånstap og i stor grad klart å opprettholde nivået på netto renteinntekter til tross for lave rentenivåer, se også kapittel 1.2.

3.2 Risikobildet for bankene

Bankene står overfor flere typer risikoer. I det følgende vil vi vurdere bankenes kreditt-, markeds- og likviditetsrisiko, se tekstboks med definisjoner. Utlån til publikum har utgjort 72-74 prosent av forvaltningskapitalen i bankene de senere årene, se tabell 3.3. Dette gjør kredittisiko til bankenes største risikokilde. Markedsrisikoen er lav i bankene, siden de har plassert en forholdsvis liten andel av eiendelene i verdipapirer. Likviditetsrisikoen avhenger blant annet av hvor stor andel av langsiktige utlån og andre illikvide aktiva som er langsiktig finansiert. Bankene kan også ha trekkretigheter mv. hos andre banker som ikke bokføres på balansen, men som har betydning for likviditetsrisikoen.

Risikoene vil bli vurdert separat, men kan samvariere og/eller påvirke hverandre. For eksempel kan et sterkt fall i aksjemarkedene falle sammen med svak økonomisk vekst og økt risiko for tap på utlån. Bankenes tilgang på finansiering kan bli påvirket av hvordan finansieringskildene vurderer bankenes kredittisiko.

Kredittisiko ved utlån til husholdningene

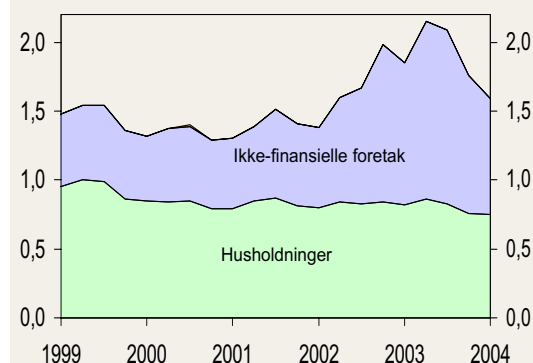
Utlån til husholdninger (inkludert selvstendig næringsdrivende) med pant i bolig økte fra 82 til 83 prosent av brutto utlån til husholdninger fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004, se tabell 3.4. I samme periode økte andelen utlån til husholdninger fra 66 til 69 prosent. Dette gjør at utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne og boligprisutviklingen har fått økt betydning for bankenes kredittisiko.

Tabell 3.1 Bokførte tap i de syv største bankene.

Millioner kroner	2002	2003	1 kv 03	1 kv 04
Konstaterte tap, ikke dekket av tidligere tapsavs.	561	2472	867	253
+ Økte tapsavs. på eksist. engasjementer	478	847	362	277
+ Nye spesifiserte tapsavs.	3471	3296	789	457
- Tilbakef. av spes. tapsavs.	-753	-1371	-727	-638
+ Økning i uspes. tapsavs.	92	-16	35	0
+ Andre korreksjoner	-27	9	-2	12
- Inngått på tidl. konst. tap	-456	-493	-77	-79
= Bokførte tap	3367	4744	1247	281

Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Bankenes¹⁾ beholdning av brutto misligholdte lån til husholdninger og ikke-finansielle foretak. Prosent av brutto utlån til publikum



¹⁾ Eksklusive norske bankers filialer i utlandet. Inklusive utenlandske bankers filialer i Norge

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.2 Egenkapitalavkastning i nordiske bankkonsern. Prosent

	2002	2003	1 kv 2004
Svenska Handelsbanken	14,6	14,9	16,5
Danske Bank	14,0	15,2	15,9
Nordea Bank AB	7,5	12,3	13,9
FöreningsSparbanken	11,0	15,9	16,9
SEB	12,0	12,3	14,0
DnB NOR	8,9	12,7	14,1
Nordea Bank Norge	5,8	3,0	12,0
Fokus Bank	11,2	6,9	6,5
Sp.b. 1 SR-Bank	-1,3	15,2	16,1
Sp.b. 1 Nord-Norge	2,8	9,0	16,3
Sp.b. 1 Midt-Norge	0,4	10,2	15,0
Sparebanken Vest	3,1	11,8	13,7

Kilde: Bankenes års- og kvartalsrapporter

Sentrale risikotyper

Kreditrisiko: Risikoen for tap som følge av at en motpart ikke innfrir sine forpliktelser. I et låneforhold består kredittrisikoen i at låntaker ikke oppfyller låneavtalen.

Markedsrisiko: Risikoen for tap som følge av endringer i renter, valutakurser eller aksjekurser.

Likviditetsrisiko: Risikoen for vesentlige ekstraomkostninger som følge av at en motpart ikke innfrir sine forpliktelser til rett tid.

Tabell 3.3 Balansestruktur i norske banker¹⁾. Prosentvis fordeling

	1 kv 2002	1 kv 2003	1 kv 2004
Kontanter og innskudd	6,6	5,3	4,4
Verdipapirer (omløpsmidler)	8,3	8,3	8,9
Brutto utlån til publikum	72,3	72,6	73,5
Andre utlån	9,3	9,5	10,3
- Samlede tapsavs.	-1,2	-1,5	-1,3
Anleggsmidler og øvrige fordr.	4,7	5,8	4,2
Sum aktiva	100,0	100,0	100,0
Kundeinnskudd	48,9	48,8	47,7
Innsk./lån fra innenl. fin.instit.	3,7	3,8	4,0
Innsk./lån fra utenl. fin.instit.	11,1	9,0	9,3
Innsk./lån fra Norges Bank	0,0	0,5	0,2
Andre innskudd/lån	2,2	2,3	2,4
Sertifkatgjeld	4,6	5,2	4,4
Obligasjonsgjeld	16,0	16,1	18,6
Annen gjeld	3,8	5,0	4,0
Ansvarlig lånekapital	2,4	2,6	2,5
Egenkapital	7,2	6,8	6,9
Sum gjeld og egenkapital	100,0	100,0	100,0
Memo:			
Forvaltningskapital (mrd. kr)	1 386,6	1 481,1	1 578,1

¹⁾ Eksklusive filialer av utenlandske banker

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.4 Bankenes brutto utlån og utlån med pant i bolig etter sektor. Milliarder kroner

	1 kv 2002	1 kv 2003	1 kv 2004
Kommuner	6	4	3
Ikke-finansielle foretak	375	380	372
Husholdninger	673	745	849
Sum publikum	1 054	1 129	1 223
Herav: Utlån med pant i bolig i prosent av brutto utlån			
Kommuner	0,8	2,0	3,3
Ikke-finansielle foretak	5,1	6,1	6,9
Husholdninger	80,7	81,7	83,4
Sum publikum	53,3	56,0	59,9

Kilde: Norges Bank

Bankene har vært villige til å møte husholdningenes høye etterspørsel etter lån. Dette kan skyldes at bankene har vurdert risikoen ved utlån med pant i bolig som forholdsvis lav. Forventninger om lavere kapitalkrav for boliglån som følge av nye kapitalkrav (Basel II) trekker i samme retning. Utviklingen i bankenes utlånsrenter gjenspeiler dette. Gjennomsnittlig rente på nye utlån med pant i bolig har falt like mye som Norges Banks signalrente, se figur 3.5.¹⁰ Gjennomslaget i gjennomsnittrenten på alle lån med pant i bolig, både med fast og flytende rente og nye og gamle lån, har foreløpig vært mindre. Fra utgangen av tredje kvartal 2002 til utgangen av 2003 (siste tilgjengelige tall) viser Norges Banks rentestatistikk at gjennomsnittlig utlånsrente med pant i bolig ble redusert med 4,1 prosentpoeng. Manglende gjennomslag i gjennomsnittrenten på alle boliglån reflekterer at deler av lånemassen har fastrente og at det er tregheter i tilpasningen av renten på eksisterende lån.

Det er særlig boliglån med høy belåningsgrad som innebærer en risiko for bankene. Kredittilsynets seneste boliglånsundersøkelse¹¹ viser at andelen lån (i verdi) med belåningsgrad over 80 prosent har økt markert, se tabell 3.5.

Lav rente bidrar til at husholdningenes rentebelastning er lav, se kapittel 2.2. Risikoen for økte tap på utlån til husholdningene er derfor forholdsvis liten på kort sikt. Som følge av høy gjeldsvekst har imidlertid husholdningene blitt mer sårbare for økonomiske forstyrrelser. En eventuell kraftig renteøkning kan representere en utfordring for gjeldsbetjeningen i deler av husholdningene, og medføre økte tap på utlån for banker som ikke har tatt høyde for en slik utvikling.

Kreditrisiko ved utlån til ikke-finansielle foretak

Lav økonomisk vekst og lav investeringsvilje de senere årene har gjort at foretakenes etterspørsel etter lån har vært liten. Samtidig har bankene benyttet rentefallet til å øke prisingen av risiko, slik at renten på lån til mange bedrifter har falt mindre enn foliorenten og boliglånsrentene (figur 3.5). Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder imidlertid ikke på at bankene samlet sett har blitt mer restriktive med å yte lån til foretak.

Utlån til ikke-finansielle foretak utgjorde 30 prosent av bankenes brutto utlån til publikum ved utgangen av første kvartal 2004 (tabell 3.4). Mislighold i og tap på utlån til næringsmarkedet økte kraftig i 2002 og var høye i første halvår 2003 (figur 3.4).

¹⁰ Kilde er Ciceros utlånsindikator, som viser bankenes gjennomsnittlige utlånsrente på nye førsteprioritets boliglån på 500.000 kroner med 15 års nedbetalingstid og innenfor 80 prosent belåningsgrad. Indikatoren er et vektet snitt av rentene til 50 banker, som representerer om lag 90 prosent av banksektoren målt ved samlet utlån til privatkunder.

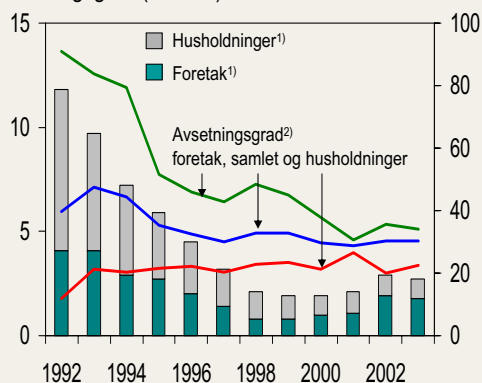
¹¹ Kredittilsynet har siden 1994 gjennomført undersøkelser av bankenes praksis når det gjelder lån med pant i bolig. I den seneste undersøkelse ble 29 banker bedt om å gjennomgå de 100 først utbetalte lån med pant i bolig etter 1. november 2003 (benevnt som 2004-undersøkelsen i tabell 3.5). Tidligere undersøkelser er gjennomført fra 1. mars.

Avsetningsgrad og tap på utlån

Bankenes tap på utlån er i siste instans bestemt av to forhold: størrelsen på lånene som låntakerne ikke kan betjene og hvor stor andel av disse lånene som går tapt. Det siste er bestemt av bankenes sikkerheter og låntakernes framtidige betalingsevne.

Bankenes problemengasjementer består av misligholdte og tapsutsatte lån. Misligholdte lån er lån som ikke er betjent innen 90 dager etter forfall. Tapsutsatte lån er lån som ikke er formelt misligholdt, men hvor bankene etter en nærmere vurdering forventer å bli påført tap. Problemengasjementene falt etter bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet, økte noe igjen i 2002 og ble svakt redusert i 2003, se figur 1. Spesifiserte tapsavsetninger er beregnet tap på problemengasjementer. De siste årene har beregnet tap samlet sett utgjort om lag 30 prosent av problemengasjementene, mot i underkant av 50 prosent i 1993.¹

Figur 1 Problemengasjementer (v. akse) og avsetningsgrad (h. akse) i bankene. Prosent



¹) Problemeng. i prosent av samlede brutto utlån per 31.12
²) Spesifiserte tapsavsetninger i prosent av problemengasjementer

Kilde: Norges Bank

Tapsavsetningene er i gjennomsnitt høyere for næringslivet enn for husholdningene. Avsetningsgraden for foretakene var 34 prosent ved utgangen av 2003, mot om lag 90 prosent i 1992 under bankkrisen. For husholdningene har avsetningsgraden vært relativt stabil rundt 20 prosent.

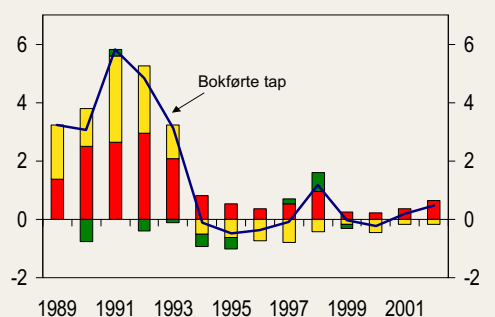
Spesielt for foretakene er det rimelig å forvente en positiv sammenheng mellom omfanget av problemengasjementene og bankenes avsetningsgrad. Fast eiendom blir ofte benyttet som sikkerhet for lån. Høye misligholdstall forekommer vanligvis i en nedgangskonjunktur. Da vil ofte prisene på

nærings- og boligeiendom falle, slik at verdien av bankenes sikkerheter faller.

Mens tapsavsetningene uttrykker hva bankene på et gitt tidspunkt forventer å tape på problemengasjementene, uttrykker tapene i bankenes resultatregnskap (bokførte tap) hvor mye periodens resultat må belastes. Bokførte tap blir i hovedsak bestemt av tapsavsetninger på nye problemengasjementer og korreksjoner av tidligere perioders tapsanslag. Mens tapene på nye problemengasjementer alltid vil være positive, kan revurderinger av tidligere tapsanslag både være positive og negative. En nedvurdering av tapsanslag på enkeltengasjementer vil i regnskapet betraktes som en inntekt.

Bokførte tap for DnB-konsernet for årene 1989-2003 viser effekten av endringer i tapsanslag, se figur 2. Tapene var høyest i bankriseårene med en topp i 1991, mens tap på nye problemengasjementer var høyest i 1992. Revurdering av tapsanslagene bidro til å øke bokførte tap i årene 1990-93, men deretter har revurderinger bidratt til å redusere tapene.

Figur 2 Bokførte tap i DnB¹. Konserntall. Milliarden kroner



■ Spesifiserte tapsavsetninger på nye problemengasjementer
 ■ Korreksjoner (endring spes. tapsavsetninger, kostnadsførte konstaterte tap og inngått på tidligere kostnadsførte tap)
 ■ Endring uspesifiserte tapsavsetninger (92-02) og resultatført endring i avsetninger for latente tap (89-91)

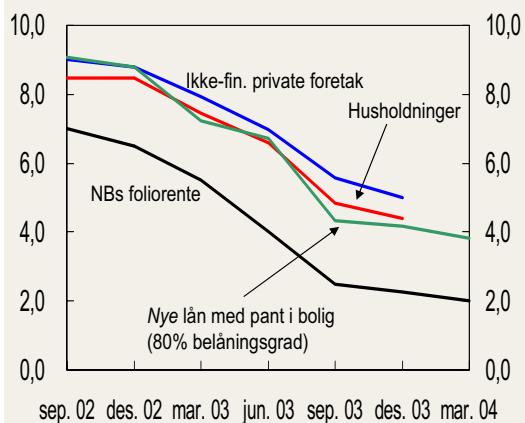
¹) Tapene for 1989 er hentet fra DnBs årsrapport for 1990 og inkluderer DnC og Bergen Bank

Kilde: Regnskaper for DnB

Banktapene vil øke sterkest dersom det inntreffer både en økning i nye problemengasjementer og en økning i avsetningsgraden. Dagens beholdning av problemengasjementer er relativt lav, og effekten på totale banktap av en økning i avsetningsgraden på disse vil derfor være begrenset.

¹ Uspesifiserte tapsavsetninger ble først innført i regnskapsåret 1992. Tallet for 1992 kan være påvirket av bankenes praksis i forbindelse med innføringen av de nye reglene. Avsetningspraksisen varierte trolig mer mellom bankene i første halvdel av 1990-tallet enn den gjør i dag.

Figur 3.5 Utviklingen i bankenes utlånsrenter og Norges Banks foliorente. Prosent



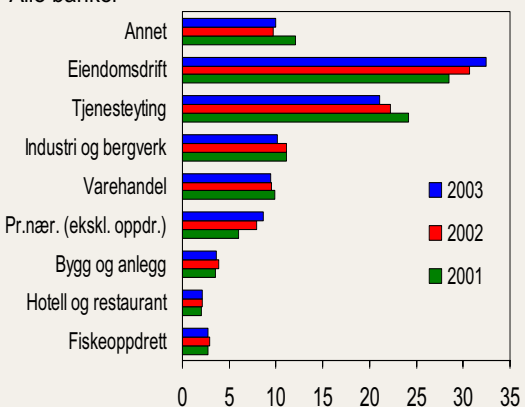
Kilde: Norges Bank og Cicero

Tabell 3.5 Boliglån til husholdningene etter belåningsgrad (andeler etter verdi). Prosent

	2002	2003	2004
Innenfor 60 prosent	38,1	40,9	28,7
60-80 prosent	29,4	29,0	30,4
80-100 prosent	21,9	20,5	27,5
Over 100 prosent	10,5	9,5	13,3

Kilde: Kredittilsynet

Figur 3.6 Prosentvis fordeling av næringslån¹⁾. Alle banker



¹⁾ Næringslån omfatter både utlån til ikke-finansielle foretak og husholdninger som er næringsdrivende

Kilde: Norges Bank

Bankene har størst eksponeringer mot eiendomsdrift. Utlån til denne sektoren utgjorde 32 prosent av næringslånene ved utgangen av 2003, se figur 3.6. Denne andelen har økt de senere årene til tross for den svake utviklingen i deler av eiendomsmarkedet, se kapittel 2.3. Bokførte tap på utlån til eiendomsnæringen har imidlertid ikke vært høyere enn til andre næringer de siste årene, og de falt markert i 2003, se figur 3.7 og tabell 4 i vedlegg 1.

I de øvrige næringene var tapsutviklingen i 2003 blandet. Tapene ved utlån til tjenesteyting falt markert fra 2002 til 2003, mens tapene innen bygg og anlegg økte markert. Utlånstapene til fiskeoppdretts- og fiskeribedrifter økte ytterligere i 2003, og da hovedsakelig i første halvår. Lån til denne næringen utgjorde i underkant av 3 prosent av bankenes næringslån ved utgangen av 2003. Potensialet for nye, store tap er derfor begrenset.

Bankenes tapståleevne

Bankenes evne til å tåle tap på utlån avhenger av deres resultater og kapitaldekning. Vi har vurdert de syv største bankkonsernernes evne til å tåle tap ved å måle hvor store tapene må være over en treårsperiode før den ansvarlige kapitalen kommer under minstekravet. Vi tar utgangspunkt i 2003-regnskapet og forutsetter at bankene ikke henter inn ny egen- eller tilleggs kapital, at balansestørrelsen og -sammensetningen ikke endres, og at bankene ikke deler ut utbytte. I det første eksemplet forutsettes det at bankene har samme resultat som i 2003 i hvert av de tre påfølgende årene. I det andre eksemplet settes resultatet før tap lik null i disse tre årene.

Med resultat før tap som i 2003 vil det mest solide av de syv største bankkonsernene¹² tåle et gjennomsnittlig tap per år over tre år på 3,1 prosent av brutto utlån, se figur 3.8. Dersom resultatet før tap er null i de tre årene, vil dette konsernet tåle et gjennomsnittlig tap på 1,4 prosent av brutto utlån. Den minst solide banken vil tåle et gjennomsnittlig tap over tre år på henholdsvis 1,7 og 0,8 prosent med de to resultatforutsetningene. Tapståleevnen ved nullresultat før tap falt i gjennomsnitt fra 2002 til 2003 (figur 3.8). Dette skyldes at bankkonsernernes kjernekapitaldekning falt noe i 2003. Noe bedre resultater før tap i 2003 enn i 2002 bidro derimot til en bedring i bankenes tapståleevne når det forutsettes at det siste års resultat vedvarer de neste tre årene.

Tap på utlån – referansebane og stresstest

Bankenes tapståleevne må vurderes mot ulike scenarier for bankenes samlede tap på utlån framover. Referansebanen for utlånstapene er basert på referansebanen for den økonomiske utviklingen i *Inflasjonsrapport 1/2004*.¹³ I denne banen faller utlånstapene noe i 2004, og øker til om lag 0,5 prosent av

¹² DnB og Gjensidige NOR er her slått sammen, og det er tatt utgangspunkt i konsernets proforma regnskap.

¹³ Metoden for å beregne bankenes tap på utlån er beskrevet i Frøyland og Larsen: «Hvor sårbare er finansinstitusjoner for makroøkonomiske endringer? En analyse basert på stresstester», *Penger og Kreditt 2/2002*.

brutto utlån i 2006 blant annet som følge av økt rentenivå, se figur 3.9. De største bankkonsernene vil ikke ha noen problemer med å håndtere et slikt tapsnivå.

For å vurdere risikoen for at norske banker skal få soliditetsproblemer, har vi også sammenlignet tapståleevnen med størrelsen på utlånstapene i to scenarier hvor låntakernes gjeldsbetjeningsevne svekkes kraftig. I disse stresstestene ser vi på virkningene av følgende eksogene endringer i forhold til referansebanen i *Inflasjonsrapport 1/2004*:

- Tremåneders pengemarkedsrente øker gradvis til henholdsvis 7,2 prosent¹⁴ og 10 prosent mot slutten av 2005 og holder seg på disse nivåene i 2006.
- Boligprisene er om lag uendret i 2004, men faller med henholdsvis 7 og 10 prosent i hvert av de to påfølgende årene.

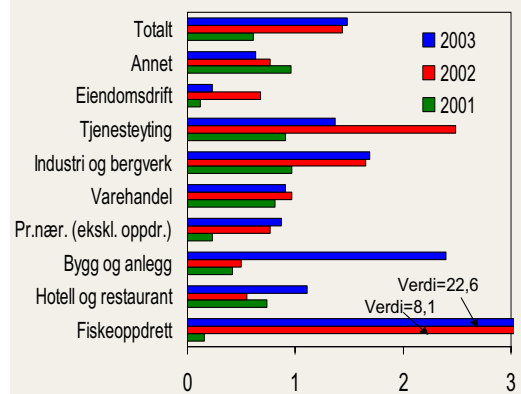
Et meget kraftig oljeprisfall, alvorlig tillitssvikt til norsk økonomi og markert økning i renter i andre land kan være eksempler på forstyrrelser som til sammen kunne utløse slike tenkte scenarier. Stresstestene er gjennomført for de nærmeste årene. Det har tekniske årsaker. Formålet er å analysere sårbarheten til bankene i en situasjon der norsk økonomi og sårbarheten til bankenes låntakere er om lag som i dag.

I stresstestene vil veksten i norsk økonomi avta kraftig og arbeidsledigheten vil øke. Det følger av våre forenklingene forutsetninger at rentenivået ikke reduseres som en respons på denne negative utviklingen. Husholdningenes og bedriftenes rentebelastning øker markert. Fall i bolig- og eiendomspriser reduserer bankenes panteverdier, slik at tap ved mislighold øker.

I det første scenarioet øker utlånstapene gradvis til 1,5 prosent av brutto utlån i 2006 (figur 3.9). Det andre scenarioet innebærer en kraftigere svekkelse både av norsk økonomi generelt og i panteverdier. Utlånstapene øker til 2,4 prosent av brutto utlån i 2006. Det tar tid før svak økonomisk vekst og svekket gjeldsbetjeningsevne slår ut i økte tap. Bankenes utlånstap ville derfor trolig være høye også etter 2006, selv om det ikke oppstod nye negative forstyrrelser.

Med en makroøkonomisk svekkelse som i det første scenarioet, ville de fire svakest stilte bankkonsernene få problemer med å tilfredsstille minstekravet til ansvarlig kapital, dersom vi forutsetter nullresultat før tap i tre år. I det andre scenarioet ville trolig alle de syv bankkonsernene komme under minstekravet med en slik resultatforutsetning. Med resultat før tap som i 2003, vil alle bankkonsernene tilfredsstille minstekravet til ansvarlig kapital i begge scenarioene. Trolig ville resultat før tap ligge et sted mellom de to resultatalternativene. En kraftig økonomisk svekkelse vil ofte føre til svak utvikling i verdipapirmarkedene, og en høy

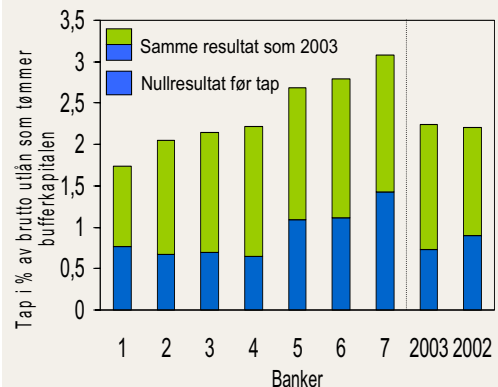
Figur 3.7 Bokførte tap (ekskl. endring i uspesifiserte tap) i prosent av utlån til ulike næringer¹⁾. Alle banker



¹⁾ Næringslån omfatter både utlån til ikke-finansielle foretak og husholdninger som er næringsdrivende

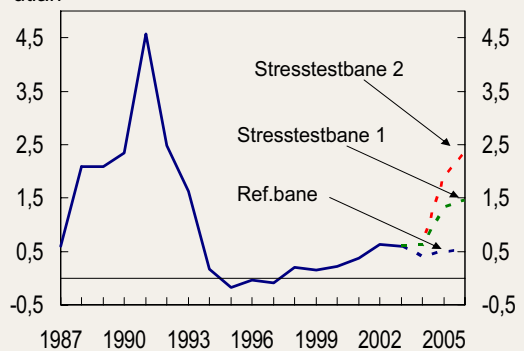
Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 De syv største bankkonsernenes tapståleevne med henholdsvis nullresultat før tap og samme resultat som i 2003, samt gjennomsnitt for disse konsernene i 2003 og 2002. Tap over 3 år



Kilde: Bankenes årsregnskaper og Norges Bank

Figur 3.9 Utviklingen i bankenes tap på utlån til husholdninger og ikke-finansielle foretak. Referanse- og stresstestbane¹⁾. Prosent av brutto utlån

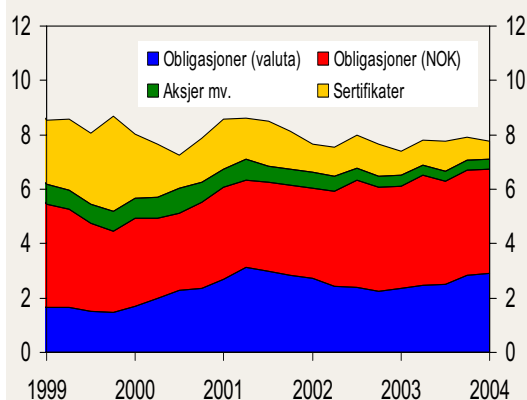


¹⁾ Referansebanen fra *Inflasjonsrapport 1/2004* er lagt til grunn

Kilde: Norges Bank

¹⁴ Rentenivået i tredje kvartal 2002, før perioden med rentesenkninger startet.

Figur 3.10 Bankenes¹⁾ beholdning av verdipapirer klassifisert som omløpsmidler etter objekt. Prosent av forvaltningskapitalen



¹⁾ Eksklusive filialer av utenlandske banker
Kilde: Norges Bank

andel misligholdte lån vil føre til lavere inntektsførte renter på utlån. Under slike omstendigheter kan det også være utfordrende å hente inn ny egen- og tilleggs kapital.

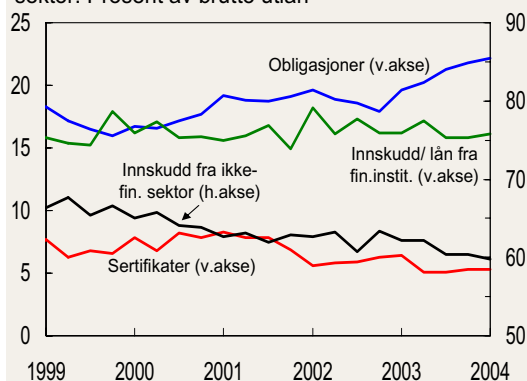
Markedsrisiko

Bankene driver i liten grad egenhandel med verdipapirer. De holder i første rekke rentebærende papirer, fordi disse i stor grad kan benyttes som sikkerheter for intradaglån og F-lån fra Norges Bank, se figur 3.10. Lav andel verdipapirer klassifisert som omløpsmidler bidrar derfor til at markedsrisikoen er lav i norske banker målt på morbanknivå. Den viktigste kilden til markedsrisiko for norske banker oppstår via eierskap i forsikringselskaper.

Likviditetsrisiko

Det lave rentenivået har bidratt til å gjøre banksparing mindre attraktiv i forhold til andre spareformer. Innskuddsveksten har derfor vært lav, og innskudd fra ikke-finansiell sektor har fortsatt å falle i prosent av utlån siden høsten 2002, se figur 3.11. Den økte forskjellen mellom utlån og innskudd er i første rekke blitt finansiert med obligasjoner. Siden både kundeinnskudd og obligasjoner normalt kan ansees som stabil finansiering, har ikke denne forskyvningen i særlig grad påvirket likviditetsrisikoen i bankene sett under ett.

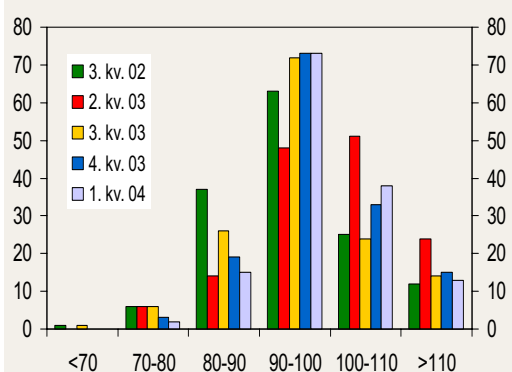
Figur 3.11 Bankenes¹⁾ finansiering i form av obligasjoner, sertifikater, innskudd/lån fra finansinstitusjoner og innskudd fra ikke-finansiell sektor. Prosent av brutto utlån



¹⁾ Eksklusive filialer av utenlandske banker
Kilde: Norges Bank

Det er imidlertid store forskjeller mellom bankene. Fra høsten 2002 og gjennom første halvår 2003 hadde mange mindre banker problemer med å skaffe finansiering til vilkår som ga tilfredsstillende lønnsomhet. Dette skyldtes økte risikopåslag og økte likviditetspremier fra bankenes långivere. Flere banker har blant annet redusert utlånsvæksten kraftig for å tilpasse seg denne situasjonen. Antallet banker med høy verdi på likviditetsindikatoren¹⁵ økte derfor kraftig i første halvår 2003, se figur 3.12. Dette gjaldt i gjennomsnitt for forretningsbankene utenom Nordea Bank Norge og Fokus Bank, se figur 3.13, men også for flere mindre sparebanker. Gjennom andre halvår 2003 og så langt i år har finansieringsproblemene fortsatt for flere av disse bankene. For mange andre små og mellomstore banker førte høy utlånsvækst og lav innskuddsvækst til reduserte verdier på likviditetsindikatoren fra andre til tredje kvartal i 2003. Etter dette økte omfanget av obligasjonsfinansiering, slik at flere av disse bankene igjen fikk en verdi på likviditetsindikatoren over 100. DnB og Gjensidige NOR, som i figur 3.13 er slått sammen i hele perioden, har i gjennomsnitt hatt en indikatorverdi over 100 i flere år.

Figur 3.12 Antall banker¹⁾ fordelt etter nivået på likviditetsindikatoren²⁾



¹⁾ Eksklusive filialer av utenlandske banker
²⁾ Stabil finansiering (kundeinnskudd, egenkapital og obligasjoner) i prosent av illikvide aktiva (utlån og anleggsmidler)

Kilde: Norges Bank

På grunn av den økte forskjellen mellom størrelsen på utlån og innskudd, har det blitt en utfordring for små og mellomstore norske banker å skaffe langsiktig finansiering i kapitalmarkedene. Utviklingen er blitt forsterket av rentenedgangen. Flere av disse bankene har ikke rating fra internasjonale kredittvurderingsbyråer. Dette gjør det kostbart å

¹⁵ En indikatorverdi på 100 betyr at bankene har balansert de illikvide eiendelene med stabile finansieringskilder. En økning i forholdstallet indikerer redusert likviditetsrisiko. Det er ikke tatt hensyn til trekkfasiliteter bankene kan ha.

skaffe finansiering i de internasjonale kapitalmarkedene. Større internasjonale finansinstitusjoner vurderer det heller ikke som lønnsomt å kredittvurdere og yte relativt små lån til norske banker. Når de tyske landesbankene mister sine statsgarantier på nye lån (fra og med 2005), vil dessuten en viktig kilde til finansiering for norske banker kunne bli mer kostbar. Det er imidlertid tegn til at nordiske banker har økt sin aktivitet overfor små norske banker.

Med unntak av DnB NOR har norske banker lavere rating enn de største nordiske bankene, se tabell 3.6. Dette skyldes blant annet forskjeller i bankenes størrelse. Sparebank 1 SR-Bank ble oppgradert av Moody's i november i fjor. Moody's oppgraderte både Danske Bank og Fokus Bank i april i år. Svenska Handelsbanken og SEB ble oppgradert av Moody's tidligere i år.

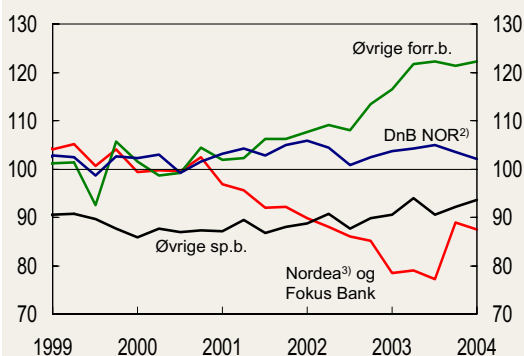
Utenlandskeide datterbanker som Fokus Bank og Nordea Bank Norge har tilgang til finansiering via sine respektive morbanker Danske Bank og Nordea Bank AB. Denne typen finansiering har økt markert de siste årene, se figur 3.14.

For å avhjelpe strukturelle finansieringsproblemer og møte konkurransen fra større norske og nordiske banker, har mindre banker som inngår i Terra-Gruppen planlagt å etablere et kredittforetak så snart forskriftene for særskilt sikre obligasjoner¹⁶ foreligger. Foretaket vil hovedsakelig overta boliglån innenfor 60 prosent av markedsverdi fra bankene. Den enkelte bank vil på denne måten frigjøre kapital og redusere behovet for relativt dyr finansiering i penge- og kapitalmarkedene. Den nylig etablerte Kredittforeningen for Sparebanker (KfS) vil ha et noe annet formål. Ved å ta opp store obligasjonslån i norske og internasjonale kapitalmarkeder, skal kredittforeningen kunne viderefremme langsiktige lån til små og mellomstore sparebanker til gunstigere vilkår enn hver av dem kan oppnå selv. Bankenes utlån vil i dette tilfellet forbli på deres balanser.

For bankene samlet sett vurderes likviditetsrisikoen som relativt lav og om lag uendret siden forrige rapport. Med dagens lave rentenivå vil innskuddsdekningen trolig fortsette å falle noe i de fleste bankene. Det vil være en utfordring å skaffe langsiktig finansiering for små og mellomstore norskeide banker. Etablering av kredittforetak og KfS kan bidra til å redusere eller holde likviditetsrisikoen nede for sparebanker. Innføring av regelverk om særskilt sikre obligasjoner vil trolig føre til at andre banker raskt oppretter og overfører boliglån til kredittforetak. Dette vil i så fall bidra til redusert likviditetsrisiko.

¹⁶ Særskilt sikre obligasjoner innebærer at eierne av obligasjonene gis en pantrett i deler av kredittinstitusjonens aktiva. En slik pantrett trekker isolert sett i retning av at investorene vil kreve lavere kredittrisiko-premie for å kjøpe obligasjonene. Andre finansinstitusjoner, spesielt forsikringsselskaper, vil trolig bli viktige investorer. I den grad plassering i slike obligasjoner gir lavere kapitaldekningskrav, og mulighetene for å plassere i obligasjonene bedres gjennom økte grenser for store engasjementer, vil etterspørselen etter særskilt sikre obligasjoner stimuleres. Dette ville bety lavere finansieringskostnader for kredittforetakene.

Figur 3.13 Utviklingen i bankenes¹⁾ likviditetsindikator



¹⁾ Eksklusive filialer av utenlandske banker
²⁾ Postbanken og Nordlandsbanken er inkludert
³⁾ Økningen i fjerde kvartal 2003 skyldes at Nordeas regnskapsrapportering er endret. Indikatoren for Nordea er mer sammenlignbar med andre banker etter endringen

Kilde: Norges Bank

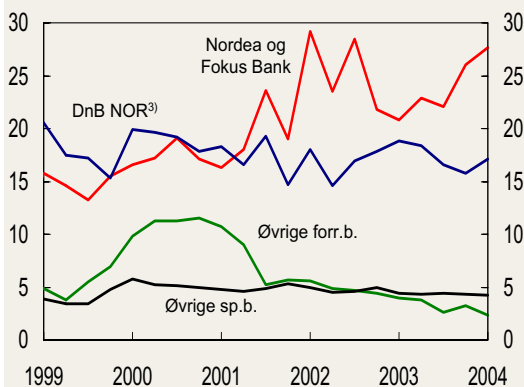
Tabell 3.6 Rating¹⁾ fra Moody's av nordiske bankkonsern per første kvartal 2004

	Finansiell		
	styrke	Kortsiktig	Langsiktig
Svenska Handelsbanken	A-	P1	Aa1
Danske Bank	A-	P1	Aa1
Nordea Bank AB	B	P1	Aa3
FöreningsSparbanken	B	P1	Aa3
SEB	B	P1	Aa3
DnB NOR	B	P1	Aa3
Nordea Bank Norge	B-	P1	Aa3
Fokus Bank	C	P1	Aa2
Sp.b. 1 SR-Bank	C+	P1	A2
Sp.b. 1 Nord-Norge	C	P2	A3
Sp.b. 1 Midt-Norge	C	P2	A3
Sparebanken Vest	C	P2	A3

¹⁾ Ratingskala **finansiell styrke**: A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, C-...
Kortsiktig: P1, P2,... **Langsiktig**: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2,...

Kilde: Moody's og bankenes nettsider

Figur 3.14 Bankenes¹⁾ kortsiktige utenlandsgjeld²⁾. Prosent av brutto utlån



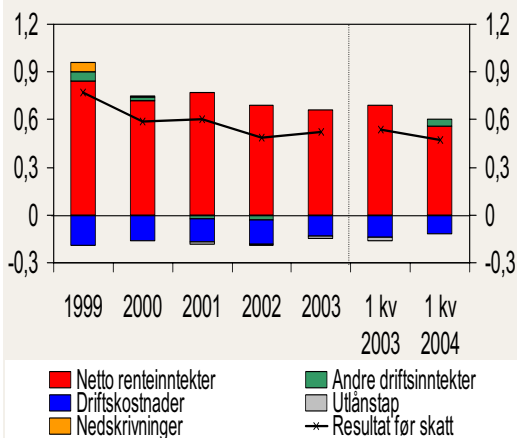
¹⁾ Eksklusive filialer av utenlandske banker
²⁾ Innskudd og lån fra andre finansinstitusjoner og sertifikatgjeld
³⁾ Postbanken og Nordlandsbanken er inkludert

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.7 Balansestruktur i kredittforetak.

Prosentvis fordeling	1 kv 2002	1 kv 2003	1 kv 2004
Kontanter og innskudd	2,0	1,5	1,0
Verdipapirer (omløpsmidler)	20,6	18,6	18,7
Brutto utlån:			
Nedbetalingslån	77,9	78,1	78,3
- Tapsavsetninger	-0,2	-0,1	-0,1
Anl.m. og øvrige fordr.	-0,3	2,0	2,1
Sum aktiva	100,0	100,0	100,0
Sertifkatgjeld	12,4	11,6	9,7
Obligasjonsgjeld	53,4	52,6	52,1
Lån	26,0	28,5	31,8
Annen gjeld	1,5	1,8	1,6
Ansvarlig lånekapital	2,2	1,3	1,2
Egenkapital	4,6	4,2	3,7
Sum gjeld og egenkapital	100,0	100,0	100,0
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (mrd. kr)	255,6	290,7	339,3

Kilde: Norges Bank

Figur 3.15 Kredittforetakenes resultater. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.8 Balansestruktur i finansieringsselskaper.

Prosentvis fordeling	1 kv 2002	1 kv 2003	1 kv 2004
Kontanter og innskudd	2,2	1,8	2,3
Verdipapirer (omløpsmidler)	0,2	0,2	0,2
Brutto utlån:			
Diskonterings-/ kasse-/ drifts-/ brukskreditt	20,1	21,9	21,0
Andre byggelån	0,1	0,1	0,1
Nedbetalingslån	32,3	33,5	35,0
Leiefinansiering	43,6	41,2	39,9
- Tapsavsetninger	-1,8	-1,9	-1,9
Anl.m. og øvrige fordr.	3,3	3,2	3,4
Sum aktiva	100,0	100,0	100,0
Sertifkatgjeld	0,6	0,0	0,0
Obligasjonsgjeld	0,1	0,5	0,5
Lån	83,3	84,5	83,9
Annen gjeld	6,9	5,7	6,1
Ansvarlig lånekapital	1,0	1,1	1,0
Egenkapital	8,1	8,2	8,5
Sum gjeld og egenkapital	100,0	100,0	100,0
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (mrd. kr)	90,1	93,2	103,3

Kilde: Norges Bank

Samlet vurdering av risikobildet for bankene

Det lave rentenivået og økt økonomisk vekst har bidratt til å styrke låntakernes gjeldsbetjeningsevne. På kort sikt er bankenes kredittrisiko knyttet til husholdninger relativt lav og noe redusert siden forrige rapport. Kredittrisikoen ved utlån til foretak varierer mellom næringer, men er samlet sett moderat og noe lavere enn i forrige rapport. Bankenes markeds- og likviditetsrisiko vurderes som om lag uendret i forhold til for et halvt år siden. Bankenes risikobilde er derfor noe bedret på kort sikt. Samtidig har den sterke gjeldsveksten gjort husholdningene mer sårbare for økonomiske forstyrrelser. En eventuell brå gjeldskonsolidering i husholdningene ville svekke inntjeningen og gjeldsbetjeningsevnen i mange foretak. Husholdningenes høye gjeldsvekst kan derfor på sikt berede grunnen for økte utlånstap. Økt sårbarhet i husholdningene er således et usikkerhetsmoment for utviklingen i økonomien og i bankene.

3.3 Andre finansinstitusjoner

Norske banker inngår i allianser eller finanskonsern med andre finansinstitusjoner, se tabell 5 og 6 i vedlegg 1. Utviklingen i andre finansinstitusjoner kan derfor påvirke bankene. I det følgende vurderes utviklingen i kredittforetak, finansieringsselskap og livsforsikringsselskap. Viktigste for mange bankkonsern er utviklingen innen livsforsikring.

Kredittforetakene

Kredittforetakene yter langsiktige pantelån til bedrifter, kommuner og i noen grad personer. Mange kredittforetak har spesialisert seg på utlån til næringseiendom. Fokus Kreditt har fått økt rolle som tilbyder av boliglån innenfor Fokuskonsernet. Mange kredittforetak blir i stor grad finansiert av sine eiere i form av lån, og andelen av denne type finansiering har økt markert de senere årene, se tabell 3.7. Motstykket til dette er at andelen obligasjonsfinansiering har falt.

Kredittforetakenes utlån vokste 16 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av første kvartal i år. Kredittforetakenes resultater, netto renteinntekter og andre driftsinntekter var om lag uendret fra 2002 til 2003 målt i prosent av GFK, se figur 3.15. Det lave rentenivået bidro imidlertid til et fall i netto renteinntekter i første kvartal 2004 sammenlignet med samme kvartal året før. Bokførte tap på utlån har vært meget lave i en årrekke. Som følge av den sterke utlånsveksten falt kjernekapitaldekningen fra 10,2 til 9,4 prosent fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004.

Finansieringsselskapene

Finansieringsselskapene tilbyr kortsiktige lån, factoring og leasing til mange ulike formål, se tabell 3.8. Finansieringsselskapene inngår i større grad enn kredittforetak i finans-

konsern med banker, men de utgjør en liten andel av forvaltningskapitalen i disse. Finansieringsselskapenes eiere er også deres viktigste finansieringskilde. Finansieringsselskapenes utlån vokste 7 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av første kvartal i år.

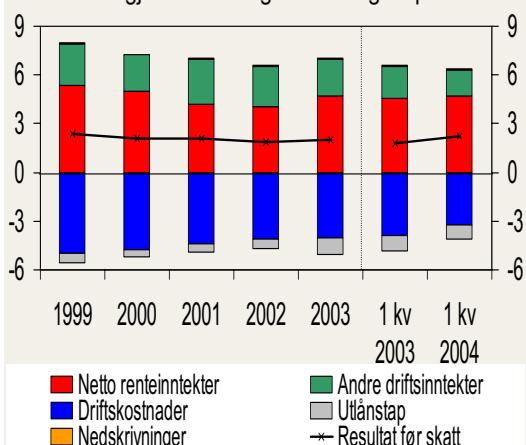
Finansieringsselskapenes resultater økte fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004 på grunn av økte rentemarginer og netto renteinntekter, se figur 3.16. Dette reflekterer at konkurransen på pris trolig er mindre i de markedene som finansieringsselskapene virker innenfor enn innenfor markedet for lån med pant i bolig. Bokførte tap på utlån var om lag uendret på 0,9 prosent av GFK. Kjernekapitaldekningen økte fra 8,9 til 9,2 prosent fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004.

Livsforsikringselskapene

Livsforsikringselskapenes resultater før tildeling til kunder og før skatt styrket seg fra 1,2 prosent til 2,5 prosent av GFK fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004. Det verdijusterte resultatet, som inkluderer endringer i kursreguleringsfondet, økte fra 1,3 til 4,9 prosent av GFK. Resultatforbedringen skyldes i hovedsak positiv utvikling i både aksje- og rentemarkedene. Både aksje- og obligasjonskursene har falt så langt i andre kvartal i år.

Tidligere svekkelser i livsforsikringselskapenes bufferkapital medførte at selskapene gjennom 2001 og 2002 reduserte risikoen i sine eiendeler. Aksjeporteføljen ble redusert og obligasjoner ble omdefinert fra handelsporteføljen til investeringer som holdes til forfall. Slike obligasjoner vurderes til pålydende, og verdien svinger derfor ikke med rentenivået. Oppgangen i aksjemarkedene siden i fjor vår bidro til at livsforsikringselskapene økte aksjeandelen og reduserte andelen av obligasjoner og sertifikater i handelsporteføljen fram til første kvartal i år, se tabell 3.9. Andelen obligasjoner holdt til forfall har økt ytterligere. Livsforsikringselskapenes bufferkapital styrket seg fra 3,4 til 5,7 prosent av forvaltningskapitalen fra første kvartal 2003 til første kvartal 2004.

Figur 3.16 Finansieringsselskapenes resultater. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



Kilde: Norges Bank

Tabell 3.9 Balansestruktur i livsforsikringselskaper.¹⁾ Utvalgte eiendeler i prosent av forvaltningskapitalen

	1 kv 2003	1 kv 2004
Bygninger og faste eiendommer	10,3	9,3
Investeringer til varig eie m.m.	39,7	41,5
-herav aksjer og andeler	0,2	0,5
-herav obligasjoner som holdes til forfall	33,6	36,6
-herav utlån	5,7	4,4
Andre finansielle eiendeler	44,8	45,0
-herav aksjer og andeler	7,2	13,5
-herav obligasjoner	24,6	23,3
-herav sertifikater	10,5	5,8

Memo:

Forvaltningskapital (mrd. kr)	423,2	475,4
-------------------------------	-------	-------

¹⁾ Eksklusive livsforsikring med investeringsvalg

Kilde: Kredittilsynet

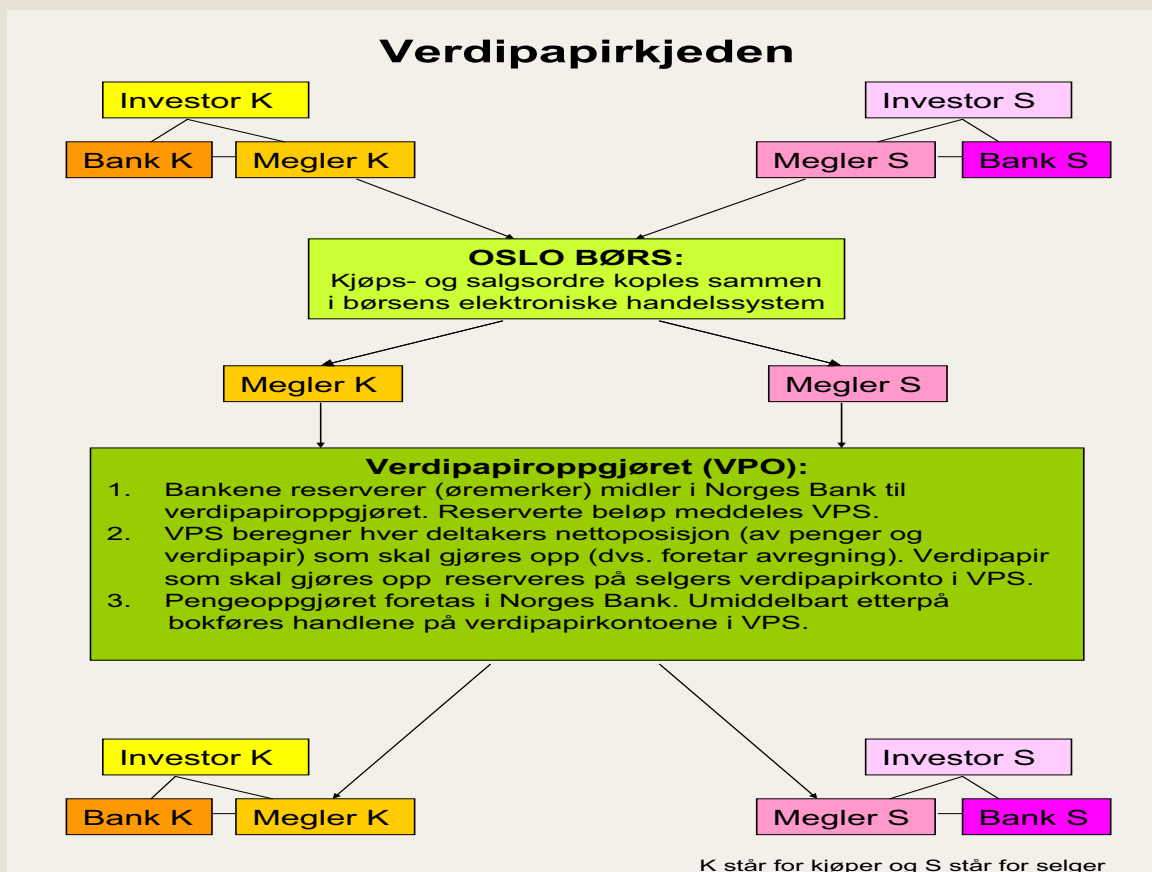
Et mer robust system for verdipapiroppgjør

Verdipapiroppgjør er et system for å gjøre opp mellomværende både i verdipapirer og i penger ved verdipapirhandlere. Dette ansees som et selvstendig betalingssystem. Sentralbankene i G10-landene har publisert veiledende kriterier for å vurdere når et betalingssystem bør ansees som viktig for finansiell stabilitet.¹ Hovedkriteriet er knyttet til volum. Pengeoppgjør knyttet til oppgjør av verdipapirhandlere blir imidlertid typisk ansett for å være viktig for finansiell stabilitet selv når volumet ikke er så stort. En viktig årsak er at et uforutsigbart og ineffektivt verdipapiroppgjør kan skade tilliten til verdipapirmarkedet. Det er utarbeidet flere internasjonale anbefalinger for hvordan verdipapiroppgjør bør innrettes ut fra hensyn til effektivitet og finansiell stabilitet.² Den nye verdipapirregisterloven, som trådte i kraft 1. januar 2003, har brakt det norske systemet mer i samsvar med internasjonale anbefalinger. Verdipapirsentralen (VPS) og Norges Bank har fulgt opp loven og i samarbeid modernisert sine systemer.

I Norge er det et felles oppgjørssystem for egenkapitalinstrumenter, obligasjoner og sertifikater, kalt verdipapiroppjøret (VPO). VPO har i dag 17 banker og 22 meglere som direkte deltakere, i tillegg til Norges Bank. Prosessen som finner sted

fra investor ønsker å foreta en verdipapirhandel og fram til handelen er ferdig gjort opp, kalles verdipapirkjeden. Figuren illustrerer en handel som inngås via meglere på Oslo Børs mellom en kjøpende (K) og selgende (S) investor og gjøres opp i VPO både på verdipapir- og pengesiden.³ Investorer som ønsker å handle verdipapirer på Oslo Børs, må inngå kundeforhold med en megler og en bank, som skissert øverst på figuren. En verdipapirhandel initieres ved at en megler legger inn en handelsordre på Oslo Børs, på egne eller en investors vegne. Etter at en handel er sluttet på børsen, må kjøpende og selgende megler melde inn handelen til oppgjør i VPO.

I figuren framstiller vi for enkelthets skyld prosessen i VPO i tre trinn. I det første trinnet må bankene reservere midler før hvert oppgjør. Meglernes pengeposisjoner i VPO gjøres opp over bankenes kontoer i Norges Bank, basert på avtaler mellom den enkelte bank og megler. I neste trinn avregner VPS hver deltakers posisjon i oppjøret. Mellomværender mellom deltakerne regnes mot hverandre, slik at hver deltaker får en nettoposisjon innen hvert verdipapir og en nettoposisjon i kroner. På pengesiden utgjorde deltakernes samlede nettoposisjoner i VPO i gjennomsnitt ca. 5 milliarder



kroner per dag i første kvartal i år. Samlet omsetning på børsen av egenkapitalinstrumenter, obligasjoner og sertifikater utgjorde vel 20 milliarder kroner i gjennomsnitt per dag i denne perioden. I det siste trinnet i VPO posteres pengeposisjonene i Norges Bank, og VPS bokfører handlene på verdipapirkontoene. Etter at VPO er gjennomført, foretas pengeoppgjør mellom investorer, meglere og banker, som illustrert nederst i figuren.⁴

Under tidligere lovverk ble endringer på verdipapirkonti i VPS foretatt kun én gang per dag. Det ble derfor kun gjennomført ett oppgjør per dag (hver morgen). Den nye loven gir rettigheter i VPS rettsvirkning umiddelbart etter registrering. Dette åpner for oppgjør flere ganger gjennom dagen. VPS og Norges Bank har valgt å innføre to oppgjør per dag (morgen og formiddag). Tidligere ble beregningen av nettoposisjonene til neste dags oppgjør foretatt av VPS uten at VPS hadde informasjon om deltakernes pengedekning. Det var dermed mulig at oppgjøret ikke ble godkjent i dekningskontrollen i Norges Bank neste morgen. Selv om Norges Bank aldri måtte avvise oppgjøret, var det ikke uvanlig at det oppsto forsinkelser fordi meglerne måtte skaffe mer likviditet. Forsinkelsene skapte usikkerhet med hensyn til *om* og *når* oppgjøret ville bli gjennomført. Dette problemet er nå løst ved kravet om at bankene må reservere midler. Hvis noen handler mangler dekning, forskyves de til neste oppgjør. Oppgjørene gjennomføres derfor nå til faste tider. På denne måten har VPO blitt mer forutsigbart og mer i tråd med internasjonale anbefalinger på området.

Det moderniserte VPO viderefører prinsippet om at deltakerne sikres mot kredittrisiko ved at penger kun utbetales dersom verdipapirene er levert og vise versa. All verdipapirhandel innebærer imidlertid en viss markeds- og likviditetsrisiko knyttet til hvorvidt selger har verdipapirer og kjøper har penger på avtalt oppgjørsdag. Bransjestandarden er oppgjør tre dager etter handel. Antall handler som blir gjort opp på avtalt dag i VPO, har økt fra rundt 80 prosent på slutten av 1990-tallet til 97 prosent i dag. I dag vil handler som mangler dekning om morgenen forskyves til formiddagsavregningen, der de får en ny mulighet til å gjøres opp på avtalt

dag. Innføring av formiddagsoppgjøret har gjort det mulig å velge oppgjør på handelsdag. En fordel med dette er at investorene eksponeres for markeds- og likviditetsrisiko i kortere tid enn ved standard oppgjør. En ulempe er at meglerne får tilsvarende kort tid til å skaffe dekning. Uansett har deltakerne i VPO nå flere valgmuligheter, noe som bidrar til høyere effektivitet i oppgjøret.

Siden 1999 har en låneordning for verdipapirer vært tilknyttet VPO. Hensikten med ordningen er at deltakere som mangler verdipapirdekning til oppgjøret, kan låne papirer slik at handlene blir gjennomført til avtalt dag. Hittil har det kun vært utlendinger som har lånt ut verdipapirer i denne ordningen. Det skyldes at norske aktørers utlån av verdipapir er blitt skattlagt på linje med realisering, slik at utlån har vært lite lønnsomt. Disse skattereglene ble endret med virkning fra 1. januar 2004, noe som tilrettelegger for økt likviditet i låneordningen.⁵

Den nye verdipapirregisterloven har også muliggjort modernisering av systemet for pantsetting i VPS. To tredeler av de papirene bankene stiller som sikkerhet for lån i Norges Bank, er pantsatt i VPS. Disse sikkerhetene kan nå endres gjennom dagen med umiddelbar rettsvirkning. Dette gir større smidighet i bankenes lånemuligheter i Norges Bank og mindre fare for likviditetssvikt i bankene.

Samlet sett har de nevnte tiltakene medført at det norske systemet er mer i tråd med internasjonale anbefalinger både når det gjelder forutsigbarhet og effektivitet.

¹ BIS (2001): «Core Principles for Systemically Important Payment Systems», Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS).

² Se spesielt BIS/IOSCO (2001): «Recommendations for securities settlement systems», CPSS/Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

³ Figuren illustrerer også oppgjør i førstehåndsmarkedet, bortsett fra at handelen da skjer mellom utstedere og investorer.

⁴ En nærmere beskrivelse gis av Husevåg og Bjerkeland: «Verdipapiroppgjøret i Norge – Hva betyr utviklingen i Europa for det norske systemet?», *Penger og Kreditt* 3/2003.

⁵ Ot.prp. nr. 42 (2002-2003): *Om lov om endringer i skatteloven mv.*, Finansdepartementet.

Vedlegg 1: Statistikk

Tabell 1 Strukturen i norsk finansnæring. Per 31. desember 2003

	Antall	Utlån (Mrd. kr.)	Forvaltn.kap. (Mrd. kr.)	Kjernekap.dekn. (%)	Kapitaldekning (%)
Banker (ekskl. fil. av utenl. banker)	143	1136,9	1539,5	9,7	12,4
Filialer av utenl. banker	8	59,9	184,1		
Kredittforetak	11	210,5	321,1	9,6	12,2
Finansieringsselsk.	50	90,5	97,4	9,4	10,9
Livsforsikringselsk. (inkl. unit link)	13	20,6	480,3	10,1	15,0
Skadeforsikringselsk.	46	1,3	106,7		
<i>Memo:</i>			(Mrd. kr.)		
Markedsverdi av aksjer, Oslo Børs			689,7		
Utestående innenl. obligasjons- og sertifikatgjeld			662,0		
Utstedt av off. sektor og statlig eide selskaper			322,5		
Utstedt av banker			199,2		
Utstedt av andre finansinstitusjoner			72,2		
Utstedt av andre private foretak			46,9		
Utstedt av utlendinger			21,3		
BNP Norge, 2003			1570,3		
BNP Fastlands-Norge, 2003			1247,3		

Kilde: Norges Bank, Oslo Børs og Statistisk sentralbyrå

Tabell 2 Resultatutviklingen i bankene¹⁾ i enkeltkvartaler²⁾

	1. kv. 2003		2. kv. 2003		3. kv. 2003		4. kv. 2003		1. kv. 2004 ³⁾	
	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK
Rentenetto	7,89	1,96	8,10	1,95	8,22	1,94	7,62	1,76	7,63	1,74
Andre driftsinntekter	2,63	0,65	3,50	0,84	3,24	0,76	5,32	1,23	3,78	0,86
provisjonsinntekter	1,82	0,45	1,90	0,46	2,16	0,51	2,32	0,54	2,25	0,51
verdipapirer, valuta og deriv.	0,57	0,14	1,34	0,32	0,84	0,19	2,63	0,61	1,18	0,27
Andre driftskostnader	6,60	1,64	6,69	1,61	6,51	1,54	7,51	1,74	7,45	1,70
personalkostnader	3,56	0,89	3,56	0,86	3,50	0,83	3,91	0,91	3,70	0,84
Driftsresultat før tap	3,92	0,98	4,91	1,18	4,95	1,17	5,43	1,26	3,96	0,90
Tap på utlån og garantier	1,76	0,44	2,22	0,54	1,65	0,39	1,51	0,35	0,60	0,14
Resultat før skatt	2,14	0,53	2,86	0,69	3,25	0,77	4,13	0,96	4,59	1,04
Resultat etter skatt	1,60	0,40	2,38	0,57	2,44	0,58	3,32	0,77	3,98	0,90
Kapitaldekning (%)	12,35		11,93		12,04		12,36		12,04	
Kjernekapitaldekning (%)	9,48		9,34		9,38		9,71		9,34	

¹⁾ Alle norske forretnings- og sparebanker og filialer av utenlandske banker. Tall for kapitaldekning og kjernekapitaldekning er eksklusive utenlandske filialer, som ikke rapporterer slike data

²⁾ Resultatstørrelsene i prosent av GFK er annualisert

³⁾ Foreløpige tall

Kilde: Norges Bank

Tabell 3 Resultatutviklingen i bankene¹⁾

	1999		2000		2001		2002		2003	
	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK
Rentenetto	26,63	2,34	27,76	2,18	29,65	2,09	32,42	2,13	31,83	1,90
Andre driftsinntekter	11,89	1,05	13,30	1,05	13,46	0,95	10,30	0,68	14,69	0,88
provisjonsinntekter	6,39	0,56	7,55	0,59	7,43	0,52	7,54	0,50	8,20	0,49
verdipapirer, valuta og deriv.	4,52	0,40	4,75	0,37	3,85	0,27	1,46	0,10	5,38	0,32
Andre driftskostnader	23,70	2,08	24,82	1,95	26,32	1,86	26,92	1,77	27,31	1,63
personalkostnader	12,91	1,14	12,91	1,02	13,88	0,98	14,01	0,92	14,54	0,87
Driftsresultat før tap	14,82	1,30	16,24	1,28	16,79	1,18	15,80	1,04	19,21	1,15
Tap på utlån og garantier	1,22	0,11	1,95	0,15	4,09	0,29	6,97	0,46	7,15	0,43
Resultat før skatt	14,27	1,26	16,90	1,33	12,62	0,89	8,96	0,59	12,38	0,74
Resultat etter skatt	11,68	1,03	13,20	1,04	11,33	0,80	6,11	0,40	9,74	0,58
Kapitaldekning (%)	12,02		12,12		12,59		12,15		12,36	
Kjernekapitaldekning (%)	9,31		9,13		9,69		9,60		9,71	

¹⁾ Alle norske forretnings- og sparebanker og filialer av utenlandske banker. Tall for kapitaldekning og kjernekapitaldekning er eksklusive utenlandske filialer, som ikke rapporterer slike data

Kilde: Norges Bank

Tabell 4 Bankenes¹⁾ tap på utlån²⁾ til ulike næringer og sektorer i prosent av utlån til de respektive næringene og sektorene

Næring / sektor	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Jordbruk, skogbruk og fiske	-0,06	0,19	0,29	0,26	0,21	2,73	6,11
Fiskeoppdrett, klekkerier	0,40	-0,14	1,25	0,12	0,16	8,05	22,59
Utvinning av råolje og naturgass	-1,29	-0,08	0,06	0,40	0,08	1,84	1,83
Industri og bergverksdrift	0,56	0,54	0,64	0,60	0,97	1,65	1,69
Kraft- og vannforsyning, bygge- og anleggsvirksomhet	-0,13	0,15	0,41	0,69	0,21	0,46	1,64
Bygge- og anleggsvirksomhet	-0,23	0,18	0,68	1,13	0,42	0,50	2,40
Varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet	0,13	0,26	0,56	0,61	0,80	0,90	0,95
Engroshandel og agenturhandel	0,11	0,27	0,36	0,27	1,05	0,71	0,66
Detaljhandel	0,08	0,27	0,82	1,39	1,05	0,50	0,86
Hotell- og restaurantvirksomhet	0,02	0,23	0,60	0,50	0,74	0,55	1,11
Utenriks sjøfart og rørtransport	0,44	0,31	0,22	0,76	1,43	0,76	0,48
Utenriks sjøfart	0,48	0,26	0,19	0,26	0,18	0,68	0,39
Transport ellers og kommunikasjon	-0,16	0,19	0,39	0,37	1,13	1,23	0,66
Forretningsmessig tjenesteyting og eiendomsdrift	-0,16	0,07	0,09	0,08	0,37	1,51	0,50
Eiendomsdrift	-0,15	0,04	0,08	0,02	0,12	0,68	0,23
Tjenesteytende næringer ellers	-0,10	0,07	0,02	0,81	0,54	1,22	1,59
Sum næringsmarkedet	0,02	0,19	0,27	0,41	0,61	1,44	1,48
Personmarkedet	-0,06	-0,01	-0,01	0,00	0,06	0,12	0,06
Andre³⁾	0,04	0,67	0,02	0,21	0,30	0,26	0,15
Sum utlån	-0,02	0,16	0,11	0,19	0,31	0,63	0,57

¹⁾ Norske forretnings- og sparebanker og utenlandske bankers filialer i Norge. Ikke alle utenlandske filialer er med i alle år.

I 2001 var utvalget alle forretningsbanker og de 35 største sparebankene, samt utenlandsfilialer

²⁾ Bokførte tap ekskl. endringer i uspesifiserte tapsavsetninger

³⁾ Finansinstitusjoner, stat og trygdeforvaltning, kommunesektoren og utlandet

Kilde: Norges Bank

Tabell 5 Forvaltningskapitalen i norske finanskonsern fordelt på bransjer¹⁾ per 31. desember 2003. Prosent

	Finansierings-				Sum konsern
	Bank	selskap	Kredittforetak	Livsforsikring	
DnB NOR	76,3	5,4	2,0	16,4	100,0
Nordea Norge	82,2	1,8	7,2	8,7	100,0
Sparebank 1-alliansen	93,0	1,5	0,0	5,5	100,0
Storebrand	17,2	0,0	0,0	82,8	100,0
Terra-alliansen	99,7	0,3	0,0	0,0	100,0
Fokus Bank	67,7	0,0	32,3	0,0	100,0

¹⁾ Sum konsern tilsvarer summen av forvaltningskapitalen i de ulike bransjene i tabellen. Tabellen viser ikke en uttømmende liste av virksomhetene i norske finanskonsern. For eksempel er fondsforsikring, verdipapirfond og aktiv forvaltning («asset management») utelatt

Kilde: Norges Bank

Tabell 6 Norske finanskonserns markedsandeler¹⁾ innenfor ulike bransjer per 31. desember 2003. Prosent

	Finansierings-				Sum konsern
	Bank	selskap	Kredittforetak	Livsforsikring	
DnB NOR	40,7	50,8	5,7	32,7	35,3
Nordea Norge	13,9	5,5	6,5	5,5	11,2
Sparebank 1-alliansen	11,4	3,3	0,0	2,5	8,1
Storebrand	1,4	0,0	0,0	25,9	5,5
Terra-alliansen	6,7	0,4	0,0	0,0	4,4
Fokus Bank	3,2	0,0	8,2	0,0	3,1
Sum finanskonsern	77,2	59,9	20,4	66,7	67,7

¹⁾ Markedsandelene er basert på forvaltningskapitalen innenfor de ulike bransjene. Sum konsern tilsvarer summen av forvaltningskapitalen i de ulike bransjene i tabellen. Tabellen viser ikke en uttømmende liste av virksomhetene i norske finanskonsern. For eksempel er fondsforsikring, verdipapirfond og aktiv forvaltning («asset management») utelatt

Kilde: Norges Bank

Vedlegg 2: Aktuell forskning i Norges Bank om finansiell stabilitet

Nedenfor presenteres korte sammendrag av artikler om problemstillinger knyttet til finansiell stabilitet som er skrevet av forskere i Norges Bank og publisert i internasjonale tidsskrift med anonym fagfelleevaluering i løpet av 2003 og 2004. Konklusjoner og synspunkter som framkommer i slike artikler står for forfatterens regning og kan ikke tillegges Norges Bank.

Estimating switching costs: the case of banking

Forfattere: Moshe Kim (University of Haifa), Doron Kliger (University of Haifa) og Bent Vale (Norges Bank)
Tidsskrift: Journal of Financial Intermediation 12 (2003), s. 25-56

Her presenteres en empirisk modell for bankadferd når det å bytte bank er forbundet med kostnader for lånekundene. Modellen anvendes på et panel av norske banker for perioden 1991 til 1993. Målsetningen er å estimere størrelsen på byttekostnadene. Byttekostnadene omfatter her alle typer kostnader for kundene ved å bytte bank, herunder tapet av de fordelene kundene regner med å ha bygget opp gjennom et bank/kunde-forhold. Punkttestimatet for den gjennomsnittlige byttekostnaden for en låntaker er 4,1 prosent av den aktuelle beholdningen. Det utgjør omtrent en tredjedel av den gjennomsnittlige utlånsrenten i estimeringsperioden. Estimater er statistisk signifikant. Mer enn en fjerdedel av merverdien for en bank ved å ha en kunde, skyldes eksistensen av disse byttekostnadene. Når en bare ser på bytte mellom de aller største bankene, er ikke lenger estimatet for byttekostnader statistisk signifikant. Rent modellteknisk settes bankenes maksimeringsproblem opp i en flerperiodemodell. Denne modellen inneholder bl.a. kundenes overgangssannsynlighet (sannsynlighet for bytte av bank). Fra denne flerperiodemodellen utledes estimerbare ligninger for bankenes førsteordensbetingelser, markedsandeler (etterspørsel) og kostnadsligninger. Det nye ved dette modelloppsettet er at en kan få fram informasjon om størrelsen på og signifikansen av byttekostnadene fra bankspesifikke aggregerte data som ikke inneholder noen kundespesifikk informasjon.

Banks' buffer capital: how important is risk?

Forfatter: Kjersti-Gro Lindquist (Norges Bank)
Tidsskrift: Journal of International Money and Finance 23 (2004), s. 493-513

De fleste banker har en kapitaldekning langt over minstekravet i henhold til gjeldende kapitaldekningsregler (Basel I). Ved hjelp av paneldata for norske banker testes noen sentrale hypoteser om hva som bestemmer denne kapitalbufferen. De viktigste hypotesene er: (i) kredittrisiko, (ii) bufferen som en forsikring mot dårlig inntjening, (iii) konkurranse med andre banker, (iv) disiplin initiert gjennom inspeksjon av bankene, og (v) økonomisk vekst. Kredittrisiko viser seg å ha en negativ eller ikke-signifikant effekt på størrelsen av bufferen. Dette funnet indikerer at innføring av mer risikosensitive kapitaldekningsregler (Basel II) kan påvirke norske bankers adferd. Hypotesen om at bankene bruker bufferen som en forsikring mot dårlig inntjening, får støtte i data.

Scale economies, bank mergers, and electronic payments: A spline function approach

Forfattere: David B. Humphrey (Florida State University, Tallahassee) og Bent Vale (Norges Bank)
Tidsskrift: Journal of Banking and Finance 28 (2004), s. 1671-1696

I dette arbeidet demonstreres viktigheten av å bruke en fleksibel spesifisering av kostnadsfunksjonen når en skal analysere stordriftsfordeler og estimere kostnadseffekter av bankfusjoner. Den manglende fleksibiliteten ved «translog» kostnadsfunksjoner blir illustrert og resultatene sammenlignet med resultatene fra mer fleksible «spline» og «Fourier» kostnadsfunksjoner. Det gjøres *ex ante* anslag på den gjennomsnittlige kostnadseffekten av bankfusjoner i Norge mellom 1987 og 1998 ved hjelp av et balansert panel av 130 banker. Som et gjennomsnitt predikerer alle modellene en nedgang i gjennomsnittskostnadene ved fusjoner. Det gjøres også *ex post* beregninger av endringene i bankenes gjennomsnittskostnader i forbindelse med fusjonene. Prediksjonene gjort med «spline» og «Fourier» modeller er i hovedsak i overensstemmelse med disse *ex post* beregningene. Totalt sett har de 26 fusjonene som studeres medført lavere gjennomsnittskostnader i bankene. Kostnadsreduksjoner som følge av overgang fra papirbasert til elektronisk basert betalingsformidling, blir også estimert. Disse overskrider kostnadsbeparelsene forbundet med fusjoner.

