

Uro i kredittmarkedene – boligfinansiering ute og hjemme

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Sparebankforeningens årsmøte 11. oktober 2007¹

De siste årene er finansmarkedene i ulike land blitt vevet tettere sammen. Nye aktører har kommet til, samtidig som nye og mer kompliserte produkter er blitt anvendt for å spre risiko – også over landegrensene. Uroen i kreditt- og pengemarkedene nå i høst har vært den første prøven for noen av disse produktene. Problemer i segmentet for boliglån til kunder med lav kredittverdighet i USA utløste turbulensen, som spredte seg raskt til andre deler av finansmarkedene.

Jeg skal forsøke å beskrive drivkreftene bak utviklingen og spredningen til det norske penge- og kredittmarkedet, og drøfte lærdommer vi kan trekke.

Den finansielle uroen

Markedet for lån til kunder med lav kredittverdighet har vokst kraftig i USA de siste årene. Disse boliglånene har ofte lave renter i begynnelsen av lånets løpetid fulgt av høyere renter etter en tid. Slike lån har vært basert på forventninger om at boligprisene vil stige. Kundene kan refinansiere lånet når boligprisene øker og på den måten opprettholde evnen til å betjene gjeld, eller som et alternativ kan de selge boligen med fortjeneste.

I 2006 snudde boligmarkedet i USA, og boligprisene begynte å falle (figur 1). Det trakk vekk teppet under mange investeringer og førte etter hvert til at misligholdet av boliglån økte. Det skulle vise seg å utløse en omfattende uro i penge- og kredittmarkedene.

Det amerikanske markedet for boliglån har etter hvert fått en komplisert struktur med mange aktører. Avstanden kan være lang mellom låntaker og investor.

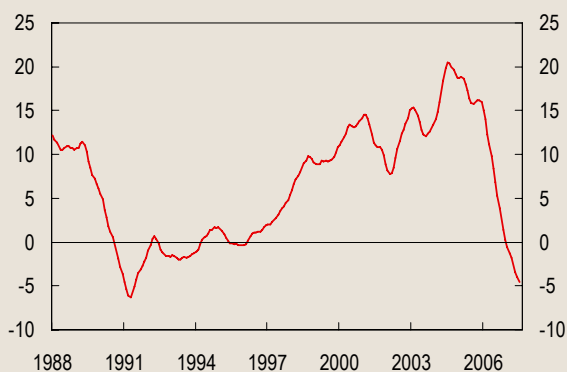
Et stilisert eksempel på en slik struktur er vist i figur 2: Det er en lang kjede av mellomledd. På den ene siden er det en låntaker som ønsker å kjøpe bolig ved opptak av boliglån. Mellom låntaker og långiver er en agent som fungerer som salgskanal. Långiver er en finansinstitusjon som er spesialist på å utstede og følge opp slike boliglån. Det første spesialforetaket kjøper boliglånet og

pakker det sammen med andre boliglån. Lånene finansieres ved at det utstedes transjerte verdipapirer. De middels gode verdipapirene selges til et annet spesialforetak, som pakker papirene på nytt og utsteder nye transjerte verdipapirer. Et tredje spesialforetak investerer i de beste verdipapirene og finansierer seg ved å utstede sertifikater sikret med pant. Sertifikatene kjøpes av et pengemarkedsfond, som i sin tur har fått innskudd fra sparere.

Bankene kan være med i hele kjeden av mellomledd. En bank kan ha eierskap og/eller kredittlinjer til både långiver og flere typer spesialforetak. Oppstår det problemer i ett eller flere av mellomleddene, faller ansvaret lett tilbake på banken. Amerikanske og europeiske banker har også kjøpt verdipapirene som spesialforetakene har utstedt.

En viktig del av prosessen er pakkingen av boliglånene i spesialforetak. De beste verdipapirene som utstedes, har fått høy gradering. Slik har markedet for boliglån med høy risiko fått tilgang til finansiering fra forsikringsselskaper og andre kapitalforvaltere som ellers ikke ville ha investert i dette markedet, og kredittrisikoen knyttet til lånene er blitt spredd ut i de internasjonale finansmarkedene.

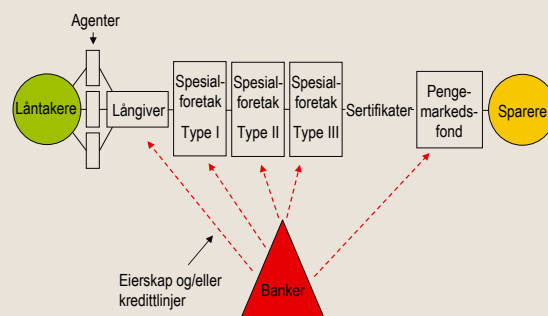
Figur 1 Vekst i boligpriser i USA¹. 12-månedersvekst. Prosent. Jan. 1988 – juli 2007



¹ S&P's Case-Shiller indeks for 20 byområder

Kilde: Reuters (EcoWin)

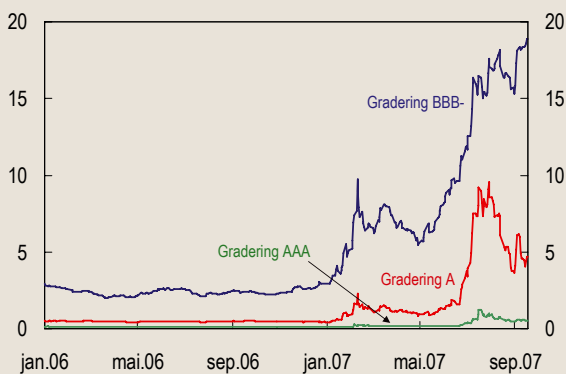
Figur 2 Struktur i det amerikanske markedet for boliglån til kunder med lav kredittverdighet¹



¹ Figuren viser et eksempel på en struktur

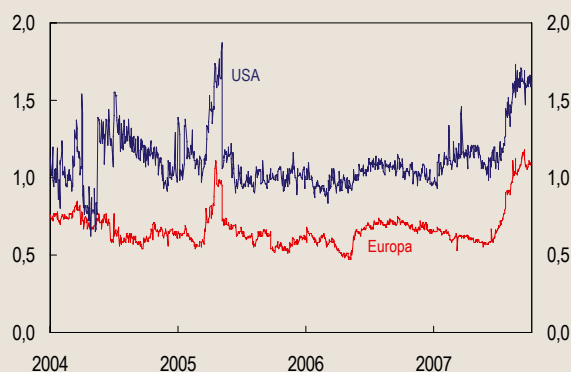
¹ Foredraget ble holdt 11. oktober under Sparebankforeningens årsmøte på Hamar. Det er bare gjort mindre språklige endringer.

Figur 3 Kredittpåslag på verdipapirer med sikkerhet i boliglån til kunder med lav kredittverdighet. Utstedt 1. halvår 2006. Prosentenheter



Kilde: Lehman Brothers

Figur 4 Kredittpåslag på vanlige foretaksobligasjoner¹⁾. Femårs løpetid. Prosentenheter



¹⁾ Obligasjoner med gradering BBB

Kilde: Reuters (EcoWin)

Det økte misligholdet av boliglån førte til sterk stigning i rentedifferansen, eller kredittpåslaget, mellom verdipapirer med sikkerhet i lån til kunder med lav kredittverdighet og amerikanske statsobligasjoner (figur 3).

Uro spredte seg raskt til andre deler av finansmarkedene.

Det oppstod usikkerhet hos bankene som direkte eller indirekte var utsatt for tap ved lån til kunder med lav kredittverdighet. Bankene hadde liten oversikt over egne mulige tap. Det var også uklart hvor mye spesialforetakene ville komme til å trekke på kredittlinjene. Flere oppkjøpselskaper, såkalte «private equity», fikk problemer med å skaffe finansiering i obligasjonsmarkedene til sine oppkjøp. Det førte til at bankene, som hadde garantert midlertidig finansiering til disse selskapene, måtte sitte med lånene lenger enn hva som opprinnelig var planen. Begge disse forholdene førte til at bankene ikke visste hvor mye balansene ville komme til å vokse. Det skapte usikkerhet om behov for egen likviditet.

Bankene ble også usikre på hva tapene kunne bli i andre banker. Det var mangelfull informasjon om hvilke banker som var utsatt for tap i det amerikanske markedet for boliglån. I tillegg var det vanskelig å få grep om den egentlige risikoen i verdipapirene som var basert på slike boliglån. Bankene ble svært tilbakeholdne med å låne penger til hverandre, og renten i pengemarkedene økte kraftig.

Flere fond begynte å tape penger på verdipapirer som var knyttet til det amerikanske boligmarkedet. Det førte til at kunder krevde å få innløst andelene sine. Fondene ble nødt til å selge verdipapirer for å innfri kundenes krav. Siden flere av papirene de satt med, ikke var lett omsettbare, ble de presset til å selge papirer med god kvalitet. Det førte til fall i prisene også på verdipapirer av høy kvalitet.

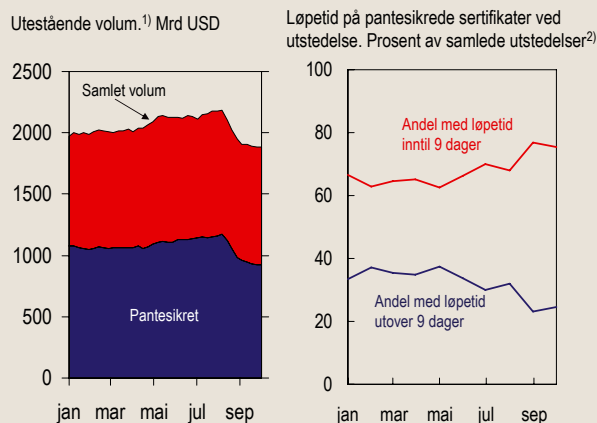
Aksjekursene falt, og kredittpåslagene økte markert i obligasjonsmarkedene (figur 4). Til tross for høy inntjening og lavt mislighold, har kredittpåslaget steget både for amerikanske og europeiske foretaksobligasjoner

med gradering BBB. Kredittpåslaget har også økt for amerikanske obligasjoner med spekulativ gradering, det vil si gradering lavere enn BBB-, selv om det ikke er tegn til mer vidtrekkende problemer i disse markedene. For fremvoksende markeder har kredittpåslaget økt noe, men utslaget av uroen i disse markedene ser så langt ut til å være moderat. Også aksjemarkedene snudde, og har i flere land nå hentet inn tapt mark.

Markedet for sertifikater sikret med pant, er blitt hardt rammet (figur 5). Volumet av utestående sertifikater har falt markert, og andelen utstedelser med kort løpetid har økt. Det skyldes blant annet at flere pengemarkedsfond har trukket seg helt ut av dette markedet. Store tap i slike fond ville ha ført til at kundene flyktet. Derfor må de selge seg ut av markeder som nå blir oppfattet som usikre.

Uroen ligner ikke på hva vi har sett tidligere. Det har vært begrenset utslag i aksjemarkedene og i de fremvoksende økonomiene. Vi har å gjøre med en kreditt- og likviditetsskvis i kjernen av det finansielle systemet. Det påvirker mange aktører, også de store bankene.

Figur 5 Markedet for sertifikater. Utestående volum og løpetid. 2007



¹⁾ Ukestall

²⁾ Månedstall

Kilde: Federal Reserve og Norges Bank

Boliglån til kunder med lav kredittverdighet utgjør i overkant av 6 prosent av det totale volumet av boliglån i USA. Men problemene i dette segmentet sprer seg til andre deler av boligmarkedet. Det skjer både ved at tilbudet av boliger stiger på grunn av økt tvangssalg, og at etterspørselen etter boliger faller fordi det blir vanskeligere for nye låntakere å få boliglån. Det kan føre til ytterligere fall i boligprisene. Det gir igjen formueseffekter som kan virke dempende på husholdningenes konsum.

Bankenes regnskapsførere og revisorer arbeider nå hardt med å skaffe oversikt over tap og svikt i inntekter. Det er viktig også for å begrense de makroøkonomiske virkningene at bankene så raskt som mulig kan legge denne episoden bak seg. Samtidig vet vi – også fra erfaring i de nordiske landene fra 1980- og 1990-tallet – at det er krevende når verdien av pantene er i fall. Det mest realistiske er vel derfor at det kan ta tid før uroen legger seg.

Det er viktige lærdommer å trekke. Det ble avdekket flere svakheter, i første rekke en svikt i markedene selv, men også svakheter ved reguleringen og tilsynet av finansmarkedet.

For det første kom det fram at modellen der bankene selger boliglånene og kvitter seg med kredittrisikoen, har hatt alvorlige svakheter. Tidligere beholdt bankene lånene på sine balanser. De hadde insentiv til å vurdere kredittrisikoen nøye for å unngå tap. Nå er det blitt vanlig at bankene yter lån og selger dem videre i kapitalmarkedet til tradisjonelle investorer i verdipapirer, som pensjonsfond og livsforsikring, men også til spesielle foretak opprettet for dette formålet. Slik har bankene flyttet lånene fra balansen og tilsynelatende blitt kvitt kreditttrisikoen.

Salg av boliglån via verdipapirmarkedet kan spre risiko og gjøre det finansielle systemet mer stabilt og solid. Men risikoen har vist seg å være vesentlig mer konsentrert enn aktørene selv og tilsynsorgan har trodd. Samtidig som bankene solgte lån til spesialforetak, opprettet de kredittlinjer til de samme foretakene. Da foretakene fikk problemer med å finansiere seg, måtte de trekke på kredittlinjene. Kreditttrisikoen kom tilbake på bankenes balanse.

For det andre ble det avdekket reguleringssvikt. Gjennom høye kredittlinjer til spesialforetak hadde enkelte banker store engasjementer med en motpart. Bankene kan ha brukt et smutthull i det gamle regelverket for kapitaldekning, det såkalte Basel I. Ifølge dette regelverket var risikovekten for ubenyttede kredittlinjer i bankenes kapitalkrav satt til null. Hvis det nasjonale regelverket for store engasjementer har vært basert på Basel I, så kan dette forklare hvorfor noen av de kriserammede bankene i Tyskland hadde kredittlinjer som var på mange ganger deres ansvarlige kapital. I det nye regelverket for kapitaldekning, Basel II, må bankene svare kapital for alle slike kredittlinjer.

For det tredje har det vært svikt i markedet for boliglån med høy risiko i USA. En stor andel av disse boliglånene har vært formidlet via agenter, for eksempel eiendomsめglere og rene boliglånsmeglere. Agentenes inntjening har vært basert på høyt utlånsvolum, og de har ikke måttet bære noen risiko for tap på boliglånene. Det oppstår uheldige insentiver når ansvaret for kredittvurderingen blir skilt fra den som bærer risikoen. Dette har ført til at agentene har gitt lån til mange som ikke har tilstrekkelig evne til å betjene lånene.

For det fjerde stilles det spørsmål om de byråene som graderer verdipapirene som spesialforetakene utsteder, er uavhengige nok. En stor del av veksten i inntjeningen til disse byråene har de siste årene kommet fra gradering av slike papirer. Det er bankene som bestiller og betaler for graderingen. Høy gradering av papirene gir salg til flere investorer. Uten høy gradering ville mye av dette markedet falle bort, og byråene ville miste deler av sin inntjening. Det kan ha skapt insentivproblemer. I tillegg kan byråene, som har spesialisert seg på å vurdere foretakspapirer, ha manglet kompetanse til å gradere verdipapirer med sikkerhet i boliglån.

For det femte har det forekommet tilsynssvikt. Som nevnt har enkelte tyske banker tatt stor risiko utenfor balansen. I USA har verken agentene eller låneinstitusjonene vært underlagt føderalt tilsyn, og det statlige tilsynet har variert statene imellom.²

Både tilsynsmyndigheter og banker har undervurdert likviditetsrisikoen. Spesialforetak og banker har investert i langsiktige eiendeler og lånt kortsiktig.

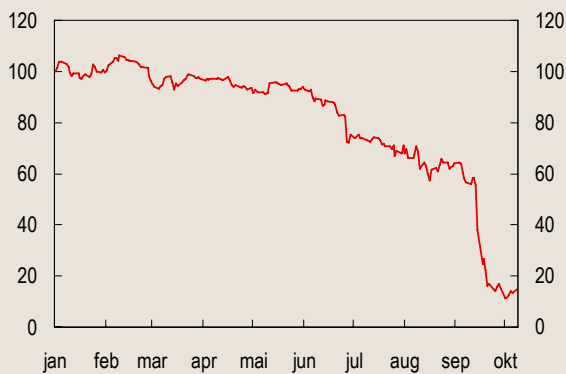
Problemene i det amerikanske markedet for boliglån, og spredningen til andre deler av finansmarkedene, har fått negative konsekvenser for mange finansinstitusjoner og banker. Hittil har én amerikansk bank gått konkurs. Flere av boliglånsinstitusjonene i USA har måttet innstille eller latt seg kjøpe av andre institusjoner. I Europa er den hardest rammede banken blitt kjøpt opp, og det er ventet at flere banker vil bli overtatt av andre finansinstitusjoner i tiden som kommer.

Uroen har gått sterkt utover den britiske banken Northern Rock. Banken, som hadde lave innskudd i forhold til utlån, klarte ikke å fornye sin kortsiktige finansiering i pengemarkedene og måtte be den britiske sentralbanken om hjelp. Da dette ble kjent, skyndte mange kunder seg å ta ut sparepengene. Slike uttak drevet av panikk hadde ikke Storbritannia opplevd siden 1866. Ordningen for å sikre innskuddene var ikke nok til å roe ned bankens innskytere. Det endte med at finansministeren gikk ut og garanterte for innskudd utover sikringsordningen.³ Først da forsvant de lange køene utenfor bankens filialer. Da den verste uroen hadde lagt seg, hadde aksjekursen til Northern Rock falt med over 70 prosent (figur 6).

² Ben S. Bernanke: «Subprime mortgage lending and mitigating foreclosures». Remarks before the Committee on Financial Services, US House of Representatives, Washington DC, 20 September 2007. Hentet fra BIS Review 104/2007.

³ Mandag 17. september kom HM Treasury med følgende uttalelse: «I can announce today that following discussions with the Governor and the Chairman of the FSA, should it be necessary we, with the Bank of England, would put in place arrangements that would guarantee all the existing deposits in Northern Rock during the current instability in the financial markets». Torsdag 20. september presiserte HM Treasury hvilke konti som var dekket av garantien utstedt 17. september. Garantien dekker alle konti i Northern Rock per midnatt onsdag 19. september og alle konti i Northern Rock som ble avsluttet (closed) i tidsrommet 13. september – 19. september, men som på et eller annet senere tidspunkt blir gjenåpnet. Garantien dekker alle fremtidige renteinntekter, bevegelser av midler mellom eksisterende konti og nye innskudd på eksisterende konti. HM Treasury opplyste samtidig at den ville dekke eksisterende og fornyede innskudd («wholesale deposits») og eksisterende og fornyede lån («wholesale borrowings») som ikke var verdipapirisert.

Figur 6 Aksjekurs Northern Rock. Indeks. 1. januar 2007 = 100. 2007



Kilde: Reuters (EcoWin)

Sammenlignet med Storbritannia og andre land, har Norge en sjenerøs ordning for å sikre innskudd. Ordningen dekker innskudd opp til to millioner kroner per innskyter i hver bank som omfattes av ordningen. Medlemskap i ordningen er påbudt for norske banker. Filialer av utenlandske banker i Norge er i utgangspunktet ikke omfattet av ordningen, men noen filialer har valgt å slutte seg til den.

Like viktig som det garanterte beløpet i sikringsordningen, er hvor raskt innskuddene kan utbetales. Det vil blant annet avhenge av hvor mye penger som er spart opp i sikringsfondet. En rask utbetaling forutsetter også gode rutiner i bankenes datasentraler og automatiserte løsninger.

Sentralbankene har flere virkemidler ved slik uro i pengemarkedet som flere land nå har opplevd (se oversikt i egen ramme). Ett av virkemidlene er å tilføre kortsiktig likviditet, slik som flere sentralbanker har gjort. Norges Bank har vært én av dem.

Et annet virkemiddel er å tilføre likviditet med lengre løpetid. Sentralbankene i euroområdet, USA og Storbritannia har brukt dette tiltaket. Bakgrunnen var at flere banker hadde problemer med å få lån med noe lengre løpetid i markedet.

Et tredje virkemiddel er å senke diskontoen. Banker som feilberegner sitt behov for likviditet, har anledning til å ta opp lån i diskonto-vinduet. Normalt har diskontoen et fast påslag over styringsrenten.⁴ Fredag 17. august reduserte den amerikanske sentralbanken dette påslaget og satte ned diskontoen med 0,5 prosentenheter.

Alle lån i sentralbanker gis med sikkerhet i verdipapirer eller annen form for pant. Et fjerde virkemiddel er å godkjenne et bredere spekter av sikkerheter for lån. Sentralbankene i Storbritannia og Australia utvidet spekteret av godkjente sikkerheter under uroen.

Et siste virkemiddel er lån på særskilte vilkår. Sentralbanker kan yte slike lån om en bank får akutte likviditetsproblemer. Den britiske sentralbanken innvilget lån på særskilte vilkår til Northern Rock.

I situasjoner der det oppstår behov for ekstraordinære tiltak, må sentralbankene veie viktige hensyn opp mot hverandre. Hensynet til å sikre finansiell stabilitet på kort

Sentralbankenes virkemidler

Tilføre kortsiktig likviditet	USA, euroområdet, Storbritannia, Australia, Sveits, Canada, Japan, Norge
Tilføre likviditet med lengre løpetid	USA, euroområdet, Storbritannia
Senke diskontoen	USA
Godta bredere spekter av sikkerheter	Storbritannia, Australia
Lån på særskilte vilkår	Storbritannia

sikt må veies mot adferdsrisiko på lengre sikt. Når sentralbankene trer inn og redder aktører som har tatt for stor risiko, kan det ses på som en forsikring mot altfor risikabel adferd – såkalt moralsk hasard. Det kan igjen øke risikoen for at liknende situasjoner oppstår i fremtiden.

Adferdsrisikoen kan være knyttet til enkeltinstitusjoner som tar for stor risiko. Da er den håndterbar. Myndighetenes tiltak blir utformet slik at eiere, ledelse og ansatte, samt trolig også långivere, lider store tap. Myndighetene utsteder slettes ikke fullforsikring.

Det er mer komplisert når bankene tar for høy risiko i flokk. En slik adferd beskrev John M. Keynes i 1931:

«A sound banker, alas, is not one who foresees danger and avoids it, but one who, when he is ruined, is ruined in a conventional way along with his fellows, so that no one can really blame him.»⁵

Merk her at banksjefens ry i så fall kan være inntakt, men ikke hennes jobb og formue. Håndteringen av bankkrisene i de nordiske landene viste også at det er mulig å bruke virkemidler som motvirker adferdsrisiko eller moralsk hasard, det vil si motvirker økt risiko for gjentak av den flokkadferd som ledet til nedturen.

Forventninger om avmatting av konjunktorene som følge av fallende priser i boligmarkedet i USA har gitt en viss økning i kredittpåslagene også i Norge. Aksjekursene på Oslo Børs falt under uroen, men har tatt seg noe opp igjen den siste tiden.

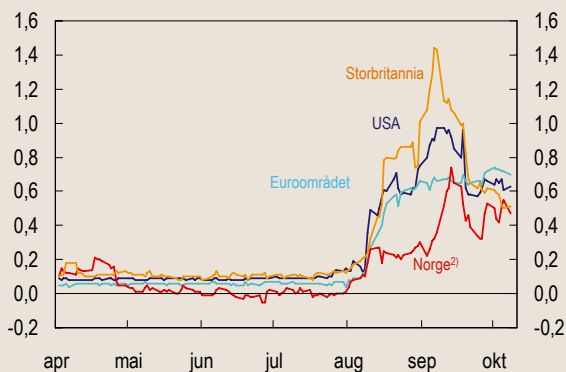
Spredningen av uroen til norske finansinstitusjoner er en ren smitteeffekt. Kredittilsynets undersøkelser viser at norske banker ikke er direkte utsatt for tap knyttet til det amerikanske markedet for boliglån til kunder med lav kredittverdighet. Det er ingen norske banker som opererer på samme måte som britiske Northern Rock, med så stort innslag av lånefinansiering i pengemarkedet.

Smitten har kommet som følge av at en vesentlig andel av norske bankers finansiering i dag hentes fra utlandet. Det europeiske dollarmarkedet har vært en mye brukt kilde til finansiering for norske banker. Det skyldes både at bankene har betydelige utlån i dollar og at dette markedet benyttes til å skaffe likviditet i norske kroner. Det siste skjer ved at bankene låner i dollar for så å bytte valutaen mot norske kroner.

⁴ I Norge har renten for D-lån et påslag på én prosentenheter over styringsrenten.

⁵ John M. Keynes (1931): «The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values», Essays in Persuasion og Wolf, Martin (2007): «Life Could Yet Follow Death for the Idea of Securitisation», Financial Times, 3. oktober 2007

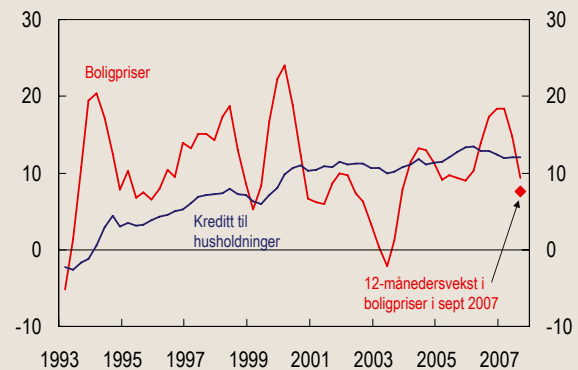
Figur 7 Forskjell mellom pengemarkedsrente og forventet styringsrente¹⁾. Tremåneders løpetid. Prosentenheter. 2007



¹⁾ Forventet styringsrente er målt ved Overnight indexed swap (OIS)
²⁾ Anslag

Kilder: Reuters (EcoWin) og Norges Bank

Figur 8 Vekst i boligpriser og kreditt til husholdninger. 4-kvartalsvekst



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, ECON, Finn.no, Eiendomsmeglerforetakenes forening og Statistisk sentralbyrå

Tidlig på 1990-tallet ble det etablert et marked for ren kronelikviditet – det såkalte NIDR-markedet, men der er det få aktører og lav likviditet.

Siden begynnelsen av august har det europeiske dollarmarkedet fungert dårlig. Det har gitt utslag i det norske pengemarkedet. Forskjellen mellom pengemarkedsrenten og forventet styringsrente har steget en god del, men likevel mindre enn i de store markedene ute (figur 7). Dermed har bankenes innlånskostnader gått opp – i alle fall for en tid. Det vil kunne gi utslag i bankenes lønnsomhet.

Omløpshastigheten på innskudd og lån i interbankmarkedet har samtidig økt, og løpetiden på lån har gått ned.

Norske banker og kredittforetak har også fått mulighet til å utstede obligasjoner med sikkerhet i boliglån. Regelverket for obligasjoner med fortrinnsrett trådte i kraft 1. juni 2007. Norske obligasjoner med fortrinnsrett kan i svært liten grad sammenlignes med amerikanske verdipapirer med sikkerhet i lån med høy kredittrisiko. Regelverket sørger for at norske obligasjoner med fortrinnsrett er et mer oversiktlig og vesentlig sikrere investeringsalternativ. De norske obligasjonene har sikkerhet i lån med en maksimal belåningsgrad på 75 prosent. I tillegg har alle eiere av obligasjoner med fortrinnsrett lik rettighet til all sikkerhet.

Det er flere konklusjoner å trekke av uroen i kreditt- og pengemarkedene. Problemer i markeder langt utenfor Norges grenser kan ha betydning for norske banker selv om de ikke er direkte involvert. Mer internasjonale finansmarkeder og nye og kompliserte instrumenter gjør at uro sprer seg raskt.

Bankene yter langsiktige lån. De bør da være forsiktige med å basere utlånsveksten på kortsiktig finansiering. De bør sørge for en solid lokal innskuddsbasis eller tilgang på langsiktige obligasjonslån for sin ekspansjon.

I gode tider kan det være vanskelig å se og bedømme risiko. Nye produkter som er basert på at bankene eller kundene alltid skal få drahjelp av gode konjunkturer, er ikke levedyktige. De nye produktene må kunne tåle svakere konjunkturer og uforutsette hendelser.

Boligmarkedet i Norge og husholdningenes finansielle stilling

Uroen hadde sitt utspring i boligmarkedet i USA. Det kan da være av interesse også å se på utviklingen i boligmarkedet i Norge og husholdningenes sparing og investeringer.

Veksten i kreditt til husholdninger har vært høy lenge, og har gått hånd i hånd med sterk vekst i boligprisene (figur 8). Økningen i boligformuen har forsterket låneetterspørselen.

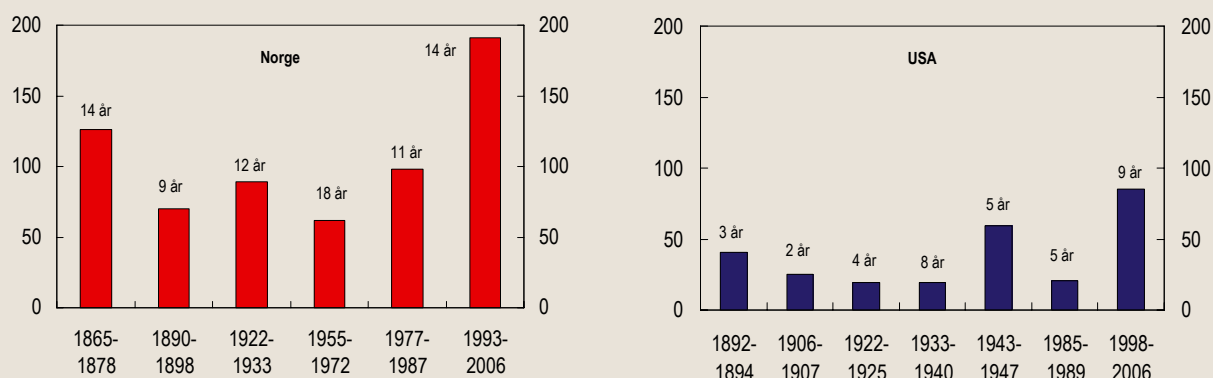
Årsveksten i boligprisene i Norge har vært positiv siden 1992. Reelt regnet er prisene nesten tredoblet. Dette har vært den nest lengste perioden med stigende reelle priser siden 1819. Gjennom fjoråret tiltok veksten i boligprisene, og det kunne se ut som markedet var preget av økt risikotaking og nærmest eufori.

Vi har også i tidligere tider hatt perioder med sterk økning i boligprisene. Boligprisene har steget i mange land. Fram til 2006 opplevde USA den lengste perioden med uavbrutt vekst i boligprisene (figur 9). Denne perioden varte i ni år, mens det i Norge har vært vekst i boligprisene i 14 år. Videre er den samlede økningen i de reelle boligprisene i USA over den siste oppgangsperioden langt lavere enn i Norge. Generelt har boligprisene i oppgangsperiodene økt mer i Norge enn i USA.

Utviklingen i boligprisene er preget av at perioder – gjerne lange – med oppgang avløses av tider med fall. Når boligprisene har falt i Norge, har fallet vært kraftigere enn i periodene med nedgang i USA (figur 10). Det er å vente at svingningene i vårt land er mye større enn i USA, som har mange store lokale markeder. Dessuten fører trolig vårt system med mye bruk av flytende renter på boliglån til større utslag i boligprisene enn i andre land.

De siste månedene har det vært tegn til omslag i boligmarkedet i Norge. Veksten i boligprisene har avtatt. Tilbudet av boliger har økt betydelig i år og var i september på det høyeste nivået siden november 2002. De siste tre månedene har prisene falt når vi korrigerer

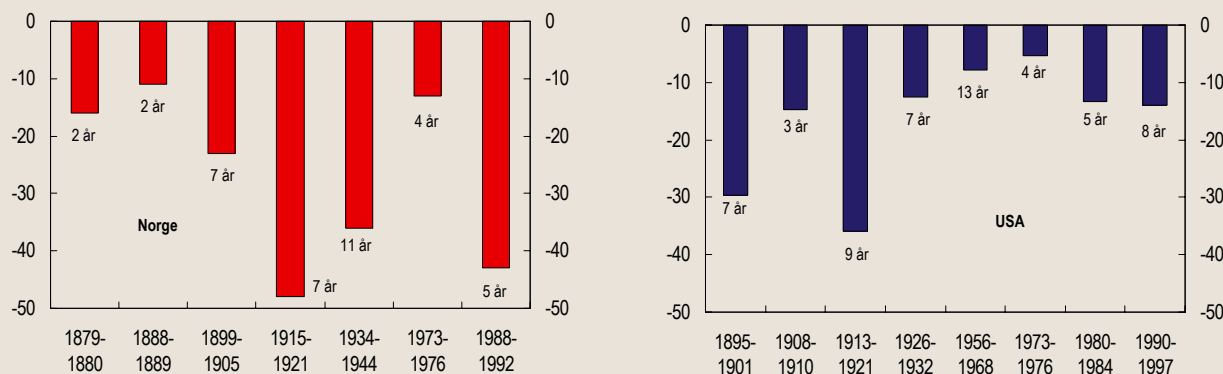
Figur 9 Utvalgte perioder med vekst i reelle boligpriser i Norge (1865-2006) og i USA (1892-2006).¹⁾
Antall år og samlet økning i prosent



¹⁾ De angitte periodene omfatter år med gjennomgående økning i reelle boligpriser. Det kan innen noen perioder forekomme enkelte år med fall i reelle boligpriser.

Kilder: R. Shiller, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 10 Utvalgte perioder med fall i reelle boligpriser i Norge (1865-2006) og i USA (1892-2006).¹⁾
Antall år og samlet fall i prosent



¹⁾ De angitte periodene omfatter år med gjennomgående fall i reelle boligpriser. Det kan innen noen perioder forekomme enkelte år med økning i reelle boligpriser.

Kilder: R. Shiller, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

tallene for normale sesongsvingninger. Vi har likevel ikke sikre holdepunkter for at vi står foran en mer varig nedgang. Etterspørselen etter boliger har hos oss også vært underbygd av sterk økonomisk vekst og en markert stigning i antall husholdninger.

Skjerpet konkurranse om markedsandeler har presset bankenes utlånsmarginer. De siste årene har renten på boliglån ikke steget helt i takt med Norges Banks styringsrente (figur 11).

Innføring av nye kapitaldekningskrav (Basel II) har også påvirket bankenes utlånsmarginer. I Basel II legges det opp til at risikovektene på utlån i større grad skal gjenspeile forskjeller i risiko, blant annet er risikovektene for boliglån kraftig redusert. Det vil føre til en betydelig nedgang i minimumskravene til ansvarlig kapital i norske banker. Det nye regelverket ble innført i Norge i 2007, men det er grunn til å tro at mange banker begynte å ta hensyn til virkningene allerede før det ble innført. Dette har gitt fall i bankenes rentemargin.

Bankenes utlånsmargin på nye lån med pant i bolig er anslått til -0,05 prosentenheter i begynnelsen av oktober (figur 12). Som nevnt ligger pengemarkedsrenten klart

over styringsrenten som følge av problemene i interbankmarkedet. Med en normal rentedannelse i pengemarkedet, gitt vår styringsrente, ville utlånsmarginen vært en 1/2 prosentenheter.

Beregninger i Norges Bank viser hvor lav utlånsmarginen på godt sikrede boliglån kan bli når bankene har et krav om 15 prosent avkastning på egenkapitalen som står bak boliglånene. Utlånsmarginen avhenger av ventet utlånstap, administrasjonskostnader i forbindelse med utlånet, hvor stor andel av utlånet som banken finansierer med egenkapital, og kravet til avkastning på egenkapitalen. I beregningene er det forutsatt at forventet utlånstap og kostnader knyttet til administrasjon utgjør 0,3 prosent av utlånsvolumet. Hvilken metode bankene bruker for å beregne kravet til ansvarlig kapital, vil ha betydning for andelen utlån som finansieres med egenkapital.

Med Basel I er utlånsmarginen på godt sikrede boliglån beregnet til å være 0,9 prosentenheter (figur 12). Med standardmetoden under Basel II vil bankene kunne operere med en utlånsmargin på 0,8 prosentenheter. Bankene som bruker avanserte interne metoder under

Basel II, kan redusere utlånsmarginen mest. Som en illustrasjon har vi forutsatt at andelen egenkapital er 1,5 prosent. Utlånsmarginen på godt sikrede boliglån vil da kunne være 0,5 prosentenheter. Som en oppsummering her må vi kunne si at fallet i utlånsmarginen trolig har kommet til veis ende.

Vi vil heller ikke bli overrasket dersom rentemarginen på utlån stiger noe i tiden fremover. Det er nå trolig flere banker som ikke oppnår en forsvarlig avkastning på sine nye utlån. Bankene kan ha kompensert for dette ved å ha lave innskuddsrenter. Men prisen på innlån har nå som nevnt steget markert. Selv om noe av økningen skulle bli reversert, vil konkurransen om ordinære innskudd måtte øke fremover – også i lys av at mange banker har opplevd større usikkerhet om tilgang på midler i pengemarkedet.

Flere trekk ved husholdningenes tilpasning gjør dem nå mer utsatt for økonomiske forstyrrelser. Husholdningenes gjeld har vokst sterkere enn inntektene siden 1999. Både gjeldsbelastningen og rentebelastningen har økt markert og vil trolig stige noe også i årene fremover (figur 13).

Størstedelen av husholdningenes lån er gitt med flytende rente. Det er kanskje ikke så merkelig. I etterkrigsperioden fram til ut på 1980-tallet spilte Husbanken en vesentlig rolle i boligfinansieringen, og bankenes utlånsrenter var regulerte. Rentenivået for boligkjøpere var politisk bestemt, og de hadde – kanskje overraskende lenge – tillit til at deres interesser ble vel ivaretatt. Spørsmålet om å velge fast eller flytende rente – for i større grad å ivareta egne interesser – ble mer aktuelt etter at kredittmarkedene ble liberalisert på 1980-tallet. Men i nesten hele perioden siden da har det nominelle rentenivået vist en fallende tendens, først som følge av fall i inflasjonsforventningene og etter 2000 som følge av fall i reelle renter. De som har valgt å binde renten, har derfor tapt ved at de ikke har fått fordel av fallende rente i bindingstiden. Det er få gode historier å høre fra folk som har bundet renten. Dette vil trolig kunne endre seg fremover.

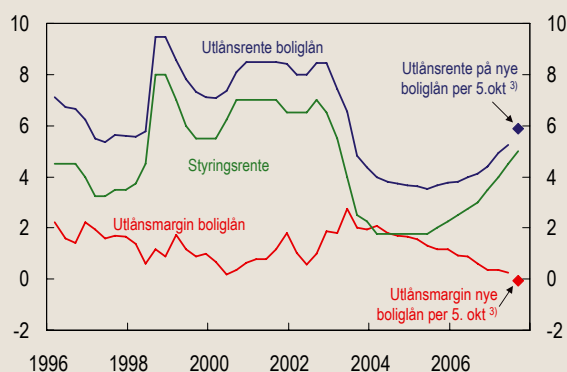
Andelen boliglån med høy belåningsgrad har økt de siste årene, særlig blant unge låntakere. Videre velger flere husholdninger avdragsfrie lån. Muligheten for avdragsfrihet kan være en buffer når det blir krevende å betjene gjelden. For mange husholdninger er denne bufferen allerede brukt.

Økt låneopptak i husholdningene har i liten grad vært motsvart av investeringer i finansielle fordringer. Husholdningenes sparerate har vært fallende siden 2002 og var svært lav i 2006, trolig negativ (figur 14). Også i år ser sparingen i husholdningene ut til å bli i minus. Det betyr at folk i tillegg til fullt ut å finansiere boliginvesteringer med lån også dekker en del av forbruket – kanskje gjerne kjøp av bil og båt – med å øke (netto)gjelden.

Norge har et stort overskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Med en fortsatt høy oljepris vil det kunne vare ved også i årene fremover (figur 15).

Den største delen av overskuddet på driftsbalansen

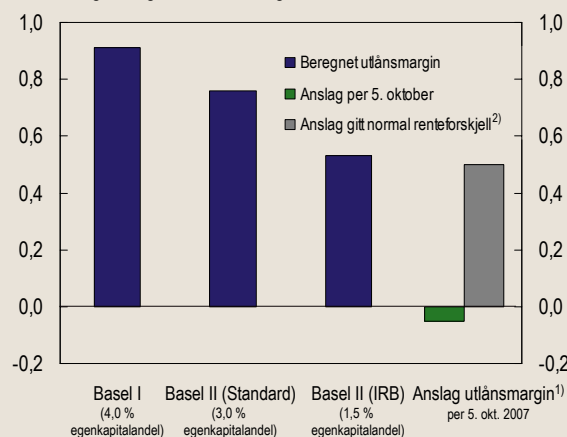
Figur 11 Utlånsrente og utlånsmargin på boliglån¹⁾ og Norges Banks styringsrente²⁾. Prosent og prosentenheter



¹⁾ Nedbetalingslån med pant i bolig. Rammelån med pant i bolig er ikke inkludert
²⁾ Renter ved utgangen av kvartalet
³⁾ Anslag for et utvalg av banker. Lån på 1 million og innenfor 60 prosent av kjøpesummen

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norsk Familieøkonomi, Skandiabanken og Norges Bank

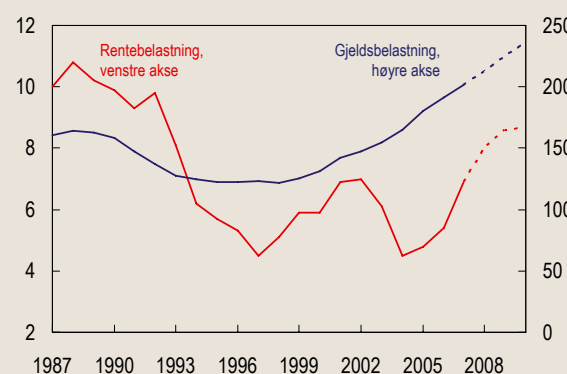
Figur 12 Anslag for utlånsmargin på nye boliglån. Beregnet utlånsmargin for godt sikrede boliglån³⁾. Prosentenheter



¹⁾ Anslag for et utvalg av banker. Lån på 1 million og innenfor 60 prosent av kjøpesummen
²⁾ Forutsatt forskjell mellom tremåneders NIBOR-rente og styringsrenten på 0,35 prosentenheter
³⁾ Forutsatt at administrasjonskostnader og utlånstap utgjør 0,30 prosent av utlån

Kilder: Norsk Familieøkonomi, Skandiabanken og Norges Bank

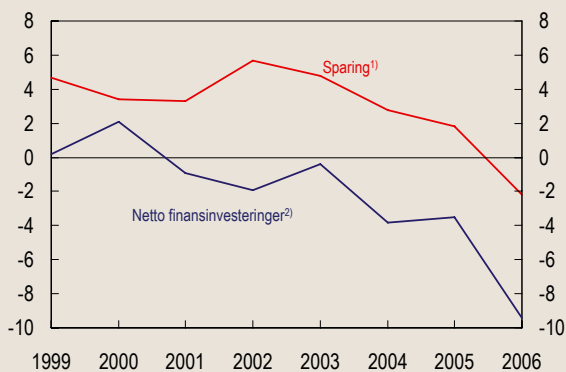
Figur 13 Fremskrivninger av husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾ og rentebelastning²⁾. Prosent



¹⁾ Lånegjeld i prosent av likvid disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte
²⁾ Renteutgifter etter skatt i prosent av likvid disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte pluss renteutgifter

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

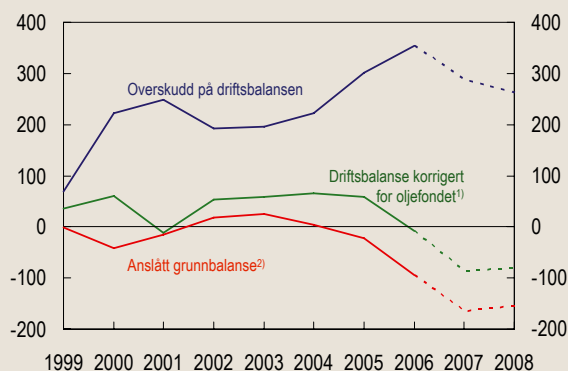
Figur 14 Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer. Prosent av disponibel inntekt



¹⁾ Husholdningenes sparing fra nasjonalregnskapet korrigert for husholdningenes aksjeutbytte fra aksjestatistikken og for anslått reinvestert aksjeutbytte i perioden 2000-2005
²⁾ Netto finansinvesteringer fra kreditmarkedsstatistikken korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i perioden 2000-2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

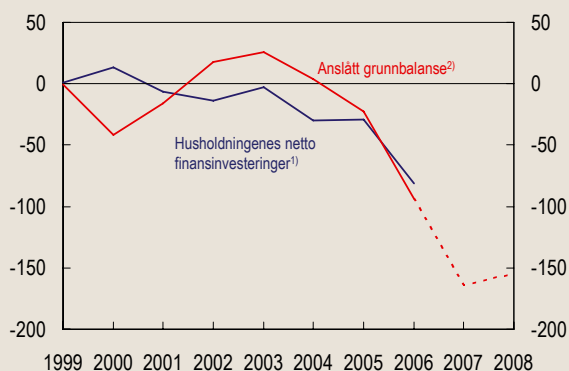
Figur 15 Driftsbalansen og grunnbalansen. Milliarder kroner



¹⁾ Korrigert for årlig avsetning til Statens pensjonsfond – Utland samt rente- og utbytteinntekt i fondet
²⁾ Korrigert for overføringene til pensjonsfondet¹⁾ og den delen av oljeselskapenes valutainntekter som beholdes i valuta

Kilder: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 16 Grunnbalansen og husholdningenes netto finansinvesteringer. Milliarder kroner



¹⁾ Netto finansinvesteringer fra kreditmarkedsstatistikken korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i perioden 2000-2005
²⁾ Korrigert for årlig avsetning til Statens pensjonsfond – Utland samt rente- og utbytteinntekt i fondet og den delen av oljeselskapenes valutainntekter som beholdes i valuta

Kilder: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

motsvares av kapitalutgang fra staten til oppbygging av Statens pensjonsfond – Utland. Korrigert for den utgangen har overskuddet ligget mellom 0 og 70 milliarder kroner de siste årene. Det er også grunn til å anta at oljeselskapene plasserer store deler av sine valutainntekter ute. I figuren har vi brukt betegnelsen grunnbalansen om driftsbalansen korrigert for den beregnede kapitalutgangen fra staten og oljeselskapene. Grunnbalansen har vært negativ de senere årene og er anslått til å falle ned mot minus 150 milliarder i inneværende år og neste år.

Det store underskuddet på grunnbalansen gjenspeiler at fastlandsnæringene og husholdningene til sammen har et betydelig spareunderskudd (figur 16).

Utviklingen i bankenes balanser og kilder til likviditet påvirkes av disse strømmene. En stor del av spareunderskuddet finansieres ved låneopptak i utlandet. Mye av det skjer ved hjelp av bankene. Tilgangen til og prisen på denne finansieringen påvirkes av uroen de siste månedene i pengemarkedene ute.

Situasjonen har likhetstrekk med den midt på 1980-tallet. Også da utviklet det seg et stort spareunderskudd i den private delen av fastlandsøkonomien, mens gode oljeinntekter la grunnlag for overskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Norges Bank bygde opp valutareserver samtidig som bankene finansierte spareunderskuddene i husholdningene og foretakene, dels ved hjelp av låneopptak ute. Fallet i oljeprisen svekket tilliten til norsk økonomi, kapital strømmet ut av landet og ut av bankenes balanser. Norges Bank måtte i stor grad tre inn som långiver til bankene.

Den utviklingen som fulgte etter oljeprisfallet i 1986 vil ikke gjenta seg. I 1986 sviktet tilliten til norsk økonomi samtidig som inflasjonen var høy og økende. Pengepolitikken måtte brukes – gjennom en standhaftig fastkurspolitikk fra sommeren 1986 – til å gjenskape tillit til den nasjonale og internasjonale verdien av norske kroner, det vil si til å få inflasjonen ned.

Norsk økonomi står mye sterkere nå enn i 1986. Likevel vil svingninger i husholdningenes sparing og bedriftenes sparing og investeringer kunne komme til å gi både pengepolitikken og våre banker utfordringer.

Utsiktene fremover

De siste 15 årene har vært en gyllen periode i norsk økonomi. Det må også ha vært et privilegium å få drive bank i Norge i denne perioden.

Det har vært lett å selge lån, det har knapt vært tap, og innskudd og innlån har vært stabile. Når bankene i tillegg har vært usedvanlig dyktige til å ta i bruk ny teknologi og hente ut besparelser, har resultatene blitt gode.

Utlånsveksten må nå trolig ned, og tapene kan øke. Det vil stille økte krav til å holde kostnadene i sjakk og til risiko- og balansestyring. Kanskje vil bankene bruke mer ressurser på å skaffe innskudd og litt færre på å selge utlån.

I alle fall: Pass på inntjeningen.