

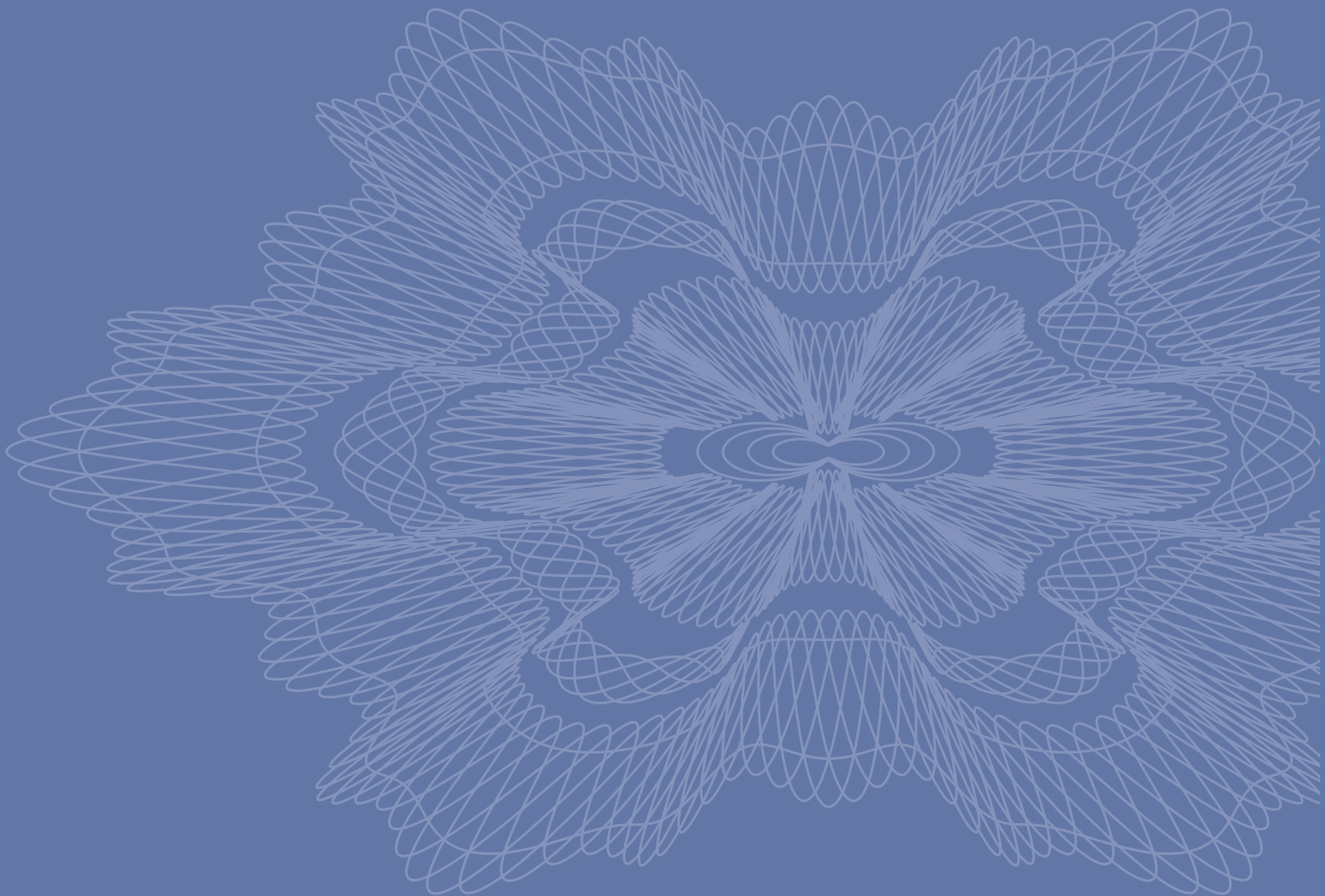
Norges Banks rapportserie  
Nr. 5-2005



# Finansiell stabilitet

2  
05

d e s e m b e r



«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](http://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](http://www.norges-bank.no), under «publikasjoner» eller ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26820 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](mailto: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

**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 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»** drøfter risikoer det finansielle systemet står overfor, spesielt kreditt-, likviditets- og markedsrisiko. I en kvalitativ vurdering av **størrelsen på risikoen** benytter vi betegnelsene lav, relativt lav, moderat, relativt høy og høy risiko. Vi angir også i hvilken retning risikoen har beveget seg siden forrige rapport. Risikovurderingen kan være forskjellig på kort og lang sikt.

Rapporten utgis to ganger i året. Hovedkonklusjonene i rapporten oppsummeres i et eget brev til Finansdepartementet. Brevet behandles i Norges Banks hovedstyre. Norges Banks «Årsrapport om betalingsformidling» gir en bredere oversikt over utviklingstrekk i det norske betalingssystemet.



# Finansiell stabilitet 2/2005

<i>Leder</i> .....	7
<i>Sammendrag</i> .....	8
1. <i>Utviklingen internasjonalt og i verdipapirmarkedene</i> .....	10
1.1 Internasjonalt hovedbilde.....	10
1.2 Utviklingstrekk og risikofaktorer .....	10
1.3 Verdipapirmarkedene i Norge.....	12
<i>Ramme:</i>	
Svinger aksjekursene mer i Norge enn i andre land?.....	14
2. <i>Makroøkonomi, husholdninger og foretak</i> .....	16
2.1 Utviklingen i norsk økonomi .....	16
2.2 Husholdningene .....	17
2.3 Foretakene .....	25
<i>Rammer:</i>	
Utviklingen i boligprisene .....	21
Fordeling av gjeld, inntekt og finansformue i husholdningene .....	23
Makroøkonomiske gapindikatorer.....	29
3. <i>Finansinstitusjonene</i> .....	31
3.1 Gode resultater og god soliditet.....	31
3.2 Risikobildet for bankene.....	33
3.3 Scenarier for bankene .....	35
3.4 Andre finansinstitusjoner .....	36
3.5 Utsikter fremover.....	37
<i>Rammer:</i>	
Utenlandske banker i Norge.....	39
Sikkerhet for lån i Norges Bank: Nytt regelverk .....	41
<i>Vedlegg 1: Oversikt over tidligere rammer</i> .....	42
<i>Vedlegg 2: Annet publisert materiale fra     Norges Bank om finansiell stabilitet</i> .....	43
<i>Vedlegg 3: Tabeller</i> .....	45

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 30. november 2005



# Høye krav til bankenes kredittvurderinger

Lave renter og gode konjunkturer har bidratt til svært lave tap på bankenes utlån de siste par årene. Det har sammen med lavere kostnader ført til gode resultater i bankene. Fremover ser det ut til at husholdningenes reelle inntekter vil fortsette å stige og arbeidsledigheten avta. Høye priser på våre eksportvarer, god vekst ute og høy innenlandsk etterspørsel tilsier at næringslivets lønnsomhet kan fortsette å være god en tid. Risikoen for at tapene på bankenes utlån skal øke vesentlig den nærmeste tiden synes å være ganske lav. Utsiktene for finansiell stabilitet på kort sikt er derfor gode.

Sterk vekst i husholdningenes inntekter og lave renter har bidratt til at boligprisene har fortsatt å stige, men boligprisene ser ut til å ha økt mer enn disse faktorene alene skulle tilsi. Erfaringene viser at økte boligpriser har nokså langvarige virkninger på gjeldsutviklingen. Den høye veksten vi har sett i boligprisene vil dermed kunne bidra til at husholdningenes gjeldsbelastning vil øke de nærmeste årene fra et allerede høyt nivå, selv om veksten i boligprisene fra nå av skulle avta. Det gir risiko for en mindre stabil økonomisk utvikling og økte tap på bankenes utlån på lengre sikt. Når renten gradvis bringes opp mot et mer normalt nivå, venter vi imidlertid at veksten i boligpriser og gjeld etter hvert avtar. Det demper risikoen for større svingninger i aktiviteten i norsk økonomi og i bankenes tap og resultater.

Sammenhengen mellom utviklingen i boligpriser og gjeld forsterkes av at finansinstitusjonene i konkurransen om markedsandeler tilbyr nye låneprodukter som gjør det lettere å frigjøre boligkapital. Slik blir boligformuen mer likvid. Låneproduktene gir låntakere bedre muligheter til å fordele forbruket over livsløpet. De nye låneproduktene stiller imidlertid store krav til bankenes kredittvurderinger og rådgiving overfor kundene. Når renten er uvanlig lav, kan det være en særlig utfordring for låntakere å vurdere egen evne til å betjene lån over tid.

*Svein Gjedrem*

# Sammendrag

*Gode utsikter for finansiell stabilitet globalt på kort sikt, men noe økt usikkerhet på lengre sikt*

På kort sikt synes risikoen for ustabilitet i det globale finansielle systemet liten og noe lavere enn ved publiseringen av forrige rapport om finansiell stabilitet i mai 2005. Veksten i verdensøkonomien er fortsatt sterk. Både foretak og banker oppnår store overskudd. Aksjekursene i de største markedene har økt.

Risikoene på mellomlang og lang sikt er likevel noe mer fremtredende enn i mai. For det første har boligprisene og husholdningenes gjeld økt mye i mange land. En eventuell korreksjon i boligmarkedet kan medføre økt sparing, lavere økonomisk aktivitet og økte utlånstap i bankene. For det andre kan den høye oljeprisen bidra til lavere vekst i verdensøkonomien. Samtidig kan oljeprisen bidra til økte inflasjonsforventninger og høyere renter enn hensynet til kapasitetsutnyttningen skulle tilsi. For det tredje har en lang periode med lave langsiktige renter bidratt til at investorer i økende grad jakter på avkastning der risikoen er større enn i statsobligasjonsmarkedet. Dette har presset opp prisene i disse markedene, og risikoen for tap kan dermed ha økt. For det fjerde har ubalansene i verdenshandelen og kapitalstrømmene mellom land blitt større.

## *Gode resultater i norske banker*

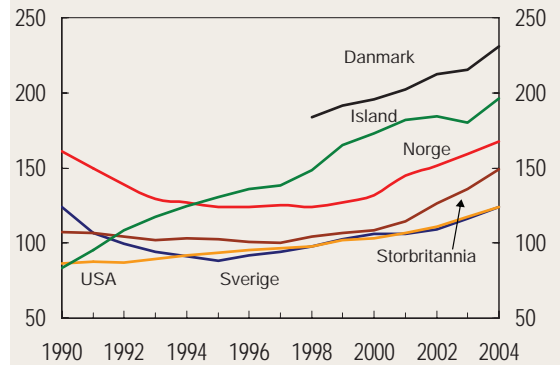
Også i Norge har det vært en tilfredsstillende utvikling i faktorer som har betydning for finansiell stabilitet på kort sikt. Bankenes resultater i de tre første kvartalene i år var gode, i hovedsak som følge av svært lave tap og reduserte kostnader. Lave tap gjenspeiler lave renter og god inntektsvekst i bedrifter og husholdninger. Resultatene før tap i forhold til forvaltningskapitalen har vært nokså stabile de siste par årene. Høy vekst i utlån har bidratt til å dempe fallet i netto renteinntekter i forhold til forvaltningskapitalen og motvirket lavere rentemarginer. Bankenes egenkapitalavkastning er bedret fra 2004 til de første tre kvartalene i 2005. Kapitaldekningen har falt noe det siste året, men soliditeten er likevel god. De makroøkonomiske utsiktene tilsier fortsatt lave tap og gode resultater i bankene den nærmeste tiden.

På lengre sikt vil en normalisering av renten eller svakere konjunkturer kunne føre til noe høyere tap på utlån. Med god soliditet og inntjening er bankene trolig godt rustet til å møte en slik utvikling i en periode. Bankenes rentemarginer vil trolig fortsette å avta. Det setter bankenes inntjening under press. Bankene må i så fall øke andre inntekter eller redusere kostnadene ytterligere for å opprettholde lønnsomheten.

## *Husholdningene fortsetter å bygge opp gjeld*

På kort sikt er husholdningenes finansielle stilling god fordi renten er lav og inntektene vokser. Det er også utsikter til noe lavere arbeidsledighet. Samtidig som gjelden har økt,

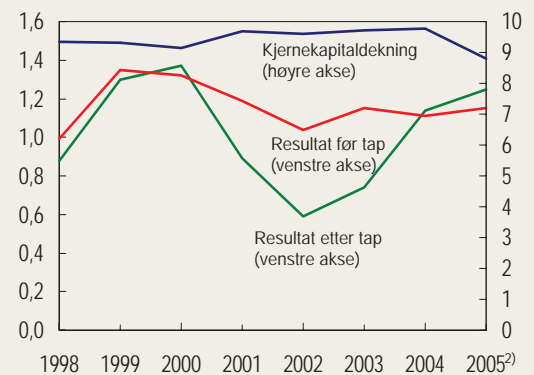
**Figur 1** Husholdningers gjeldsbelastning<sup>1)</sup> i utvalgte land. Årstall. 1990 – 2004



<sup>1)</sup> Gjeld i prosent av disponibel inntekt. For Norge gjeld i prosent av likvid disponibel inntekt

Kilder: OECD, Bank of England, Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank, Sedlabanki Islands og Norges Bank

**Figur 2** Bankenes kjernekapitaldekning og resultat før skatt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.<sup>1)</sup> Årstall. 1998 – 2005

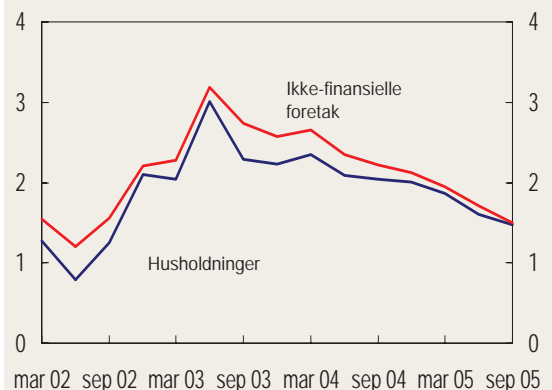


<sup>1)</sup> Eksklusive norske bankers filialer i utlandet

<sup>2)</sup> Per september 2005

Kilde: Norges Bank

**Figur 3** Bankenes<sup>1)</sup> utlånsmargin på lån til husholdninger og ikke-finansielle foretak. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 02 – 3. kv. 05

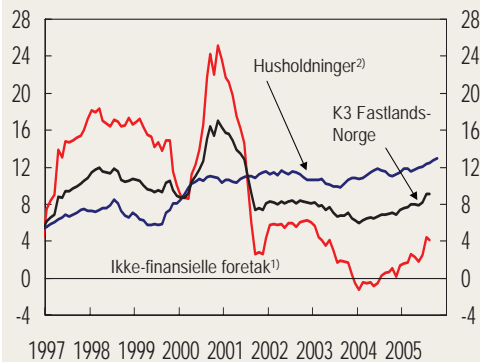


<sup>1)</sup> Alle banker i Norge

Kilde: Norges Bank



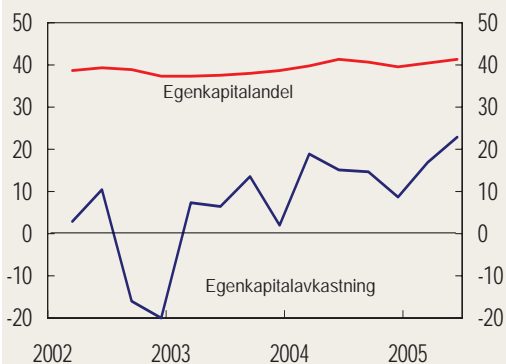
**Figur 4** Tolv månedersvekst i kreditt til Fastlands-Norge. Prosent. Månedstall. Jan. 97 – sep. 05



<sup>1)</sup> Det antas at all utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge gis til foretakene  
<sup>2)</sup> Gjeld fra innenlandske kilder (K2 husholdninger)

Kilde: Norges Bank

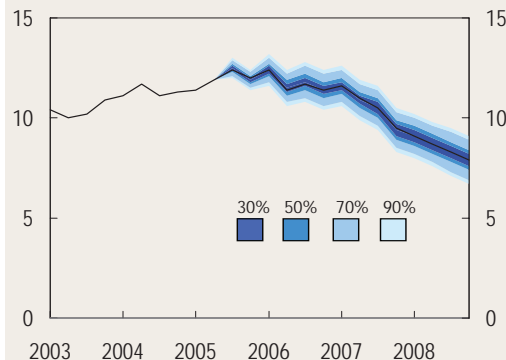
**Figur 5** Egenkapitalandel og egenkapitalavkastning før skatt for selskaper notert på Oslo Børs.<sup>1)</sup> Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 2. kv. 05



<sup>1)</sup> Norskregistrerte selskaper unntatt banker, forsikringselskaper, Statoil og Hydro

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statoil, Hydro og Norges Bank

**Figur 6** Vekst i kreditt til husholdningene. Anslag med usikkerhetsvifte.<sup>1)</sup> Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 03 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for gjeldsutviklingen. Sannsynlighetene er blant annet beregnet med utgangspunkt i avvik mellom anslått og faktisk gjeldsutvikling i perioden 3. kvartal 1994 – 2. kvartal 2005

Kilde: Norges Bank

har husholdningene også satt midler til side de seneste årene. Investeringene i boliger er høye. Husholdningenes netto finansformue som andel av inntekt (nettofordringsraten) har vært nokså stabil de siste årene. En stor del av de finansielle fordringene består av kollektive forsikringskrav. Mesteparten av forsikringskravene er midler som husholdningene ikke kan trekke på når økonomien svekkes. Utenom forsikringskravene har nettofordringsraten falt de seneste årene. Selv om husholdningene samlet sett har bygget opp finansformue, holdes lite av finansformuen av husholdninger med høy gjeldsbelastning.

Gjeldsveksten i husholdningene er fortsatt svært høy, og gjeld i forhold til inntekter er høyere enn på slutten av 1980-tallet. Husholdninger med lave og middels inntekter har økt gjelden mest i forhold til inntekt i denne perioden. Boligprisene har steget mye de seneste årene, og prisnivået kan nå synes noe høyt sett i forhold til utviklingen i inntekter, renter, arbeidsledighet og nybygging. Erfaringene viser at utviklingen i boligmarkedet har stor betydning for veksten i lån, og at virkningene er langvarige. Veksten i husholdningenes gjeld kan derfor forbli sterk i flere år, selv om veksten i boligprisene skulle avta. Gjeldsbelastningen vil i så fall øke til et meget høyt nivå. De fleste husholdningene har lån med flytende rente. Fortsatt uvanlig lave renter gjør at rentebelastningen er lav, men den vil øke etter hvert som renten normaliseres.

### God lønnsomhet i foretakene

Foretakenes finansielle stilling er god. Lønnsomheten bedret seg fra 2003 til 2004 i de fleste næringene. De børsnoterte selskaperenes lønnsomhet har vært god i 2005. Antall konkurser fortsetter å falle. Utviklingen er drevet av høy oljepris, økt etterspørsel, moderat lønnsvekst og lave renter. Veksten i foretakenes gjeld har økt, men den er fortsatt moderat. Høy inntjening har gitt foretakene god tilgang på interne midler til å finansiere investeringer og bidratt til å dempe låneveksten. På lengre sikt kan blant annet svekket konkurranseevne redusere foretakenes lønnsomhet og evne til å betjene gjelden. I tillegg kan lavere pris på olje og andre eksportvarer svekke inntjeningen i mange næringer.

### Tilfredsstillende utsikter for finansiell stabilitet

Høy egenkapitalandel og fortsatt god lønnsomhet i foretakene gjør at kredittrisikoen ved lån til næringsmarkedet vurderes som relativt lav, og noe lavere enn i mai. Risikoen for at tapene på utlån til husholdningene skal øke vesentlig vurderes som relativt lav og uendret fra forrige rapport. Både likviditetsrisikoen og markedsrisikoen som bankene står overfor vurderes fortsatt som relativt lav. Bankenes resultater er bedret. Samlet sett vurderes derfor utsiktene for finansiell stabilitet på kort sikt som tilfredsstillende og litt bedre enn for et halvt år siden. Sterk vekst i boligpriser og gjeld medfører imidlertid risiko for en mindre stabil økonomisk utvikling på lengre sikt.

# 1 | Utviklingen internasjonalt og i verdipapirmarkedene

## 1.1 Internasjonalt hovedbilde

På kort sikt er risikoen for ustabilitet i det globale finansielle systemet liten og noe redusert siden forrige rapport. Det skyldes god inntjening i foretak og banker. De har dermed kunnet styrke sine kapitalbuffere.

Det ventes fortsatt sterk vekst i verdensøkonomien. Anslagene for global BNP-vekst i 2005 er noe oppjustert siden mai i år, se figur 1.1. Vekstutsiktene er betydelig oppjustert for Japan og noe nedjustert for Vest-Europa. I Kina er veksten fortsatt høy, men ventes å avta noe i 2006.

I USA, Europa og Japan har aksjekursene steget henholdsvis 6, 15 og 36 prosent siden forrige rapport, se figur 1.2. Rentene på amerikanske statsobligasjoner har økt noe de siste månedene. Internasjonale langsiktige renter og realrenter er imidlertid fortsatt lave historisk sett.

Lave realrenter og oppgang i aksjekursene gir tilsynelatende et blandet signal om konjunkturutviklingen. Realrentene kan imidlertid være påvirket av andre forhold enn vekstutsikter. Blant annet har høy etterspørsel etter statsobligasjoner bidratt til å holde rentene lave. Samtidig er det ofte liten samvariasjon mellom økonomisk vekst og aksjekurser på kort sikt. På lang sikt er samvariasjonen bedre, se figur 1.3.

## 1.2 Utviklingstrekk og risikofaktorer

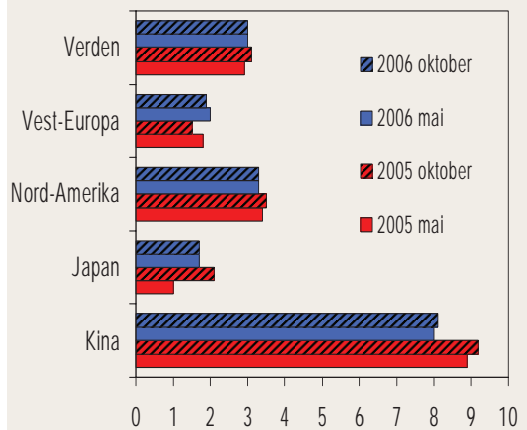
Selv om utsiktene til finansiell stabilitet er gode på kort sikt, kan sårbarheten på lengre sikt ha økt. Nedenfor drøftes noen utviklingstrekk og risikofaktorer for finansiell stabilitet globalt.

### *Høy boligprisvekst og gjeldsvekst i husholdningene*

Boligprisene vokser raskt i mange land, selv om veksttakten har falt noe det siste året. Et viktig unntak er USA, der boligprisveksten fortsatt er sterk og er en viktig drivkraft for boliginvesteringer og privat konsum og dermed for økonomisk vekst. Samtidig har boligprisveksten bidratt til økt gjeld i husholdningene. Andelen av disponibel inntekt som går til betjening av gjeld har økt moderat, og er på et historisk høyt nivå til tross for at gjeldsrentene er svært lave, se figur 1.4. Både andelen boliglån med flytende rente og andelen lån der bare renter og ikke avdrag betales, har økt kraftig. Økt omfang av slike lån gjør det enklere å betjene gjelden i dag, men gjør husholdningene mer sårbare for høyere renter eller inntektssvikt.

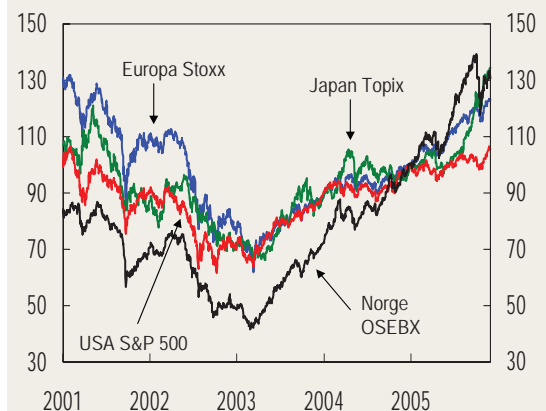
Formuesoppbyggingen gjennom boligprisveksten har bidratt til lav sparing i amerikanske husholdninger. Også i flere andre land synes det å være en negativ sammenheng mellom

Figur 1.1 BNP-vekstslag for 2005 og 2006. Anslag gitt i mai og oktober 2005. Prosent



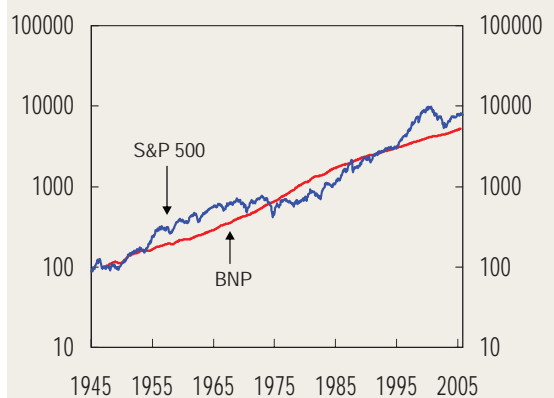
Kilde: Consensus Forecasts

Figur 1.2 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser. 01.01.2005 = 100. Dagstall. 1. jan. 01 – 29. nov. 05



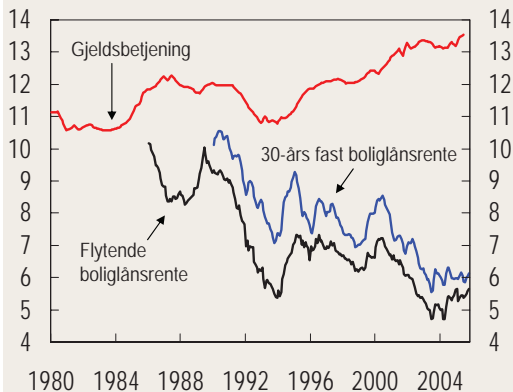
Kilde: EcoWin

Figur 1.3 BNP og aksjekurser (prisindeks) i USA. Logaritmisk skala. 01.01.1947 = 100. Månedstall. Jan. 45 – okt. 05



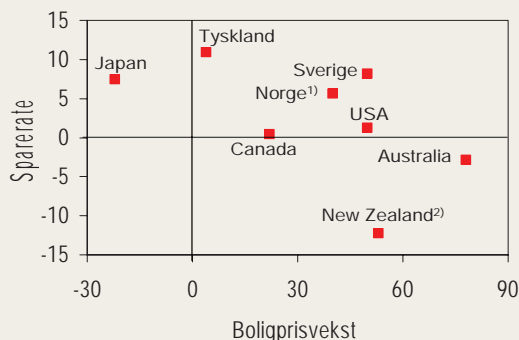
Kilde: EcoWin

**Figur 1.4 USA: Boliglånsrenter i prosent. Renter og avdrag på boliglån i prosent av disponibel inntekt. Månedstall. Jan. 80 – okt. 05**



Kilde: EcoWin

**Figur 1.5 Husholdningenes sparerate i 2004. Samlet boligprisvekst 4.kv. 99 – 4.kv. 04. Hhv. prosent av disponibel inntekt og prosent**

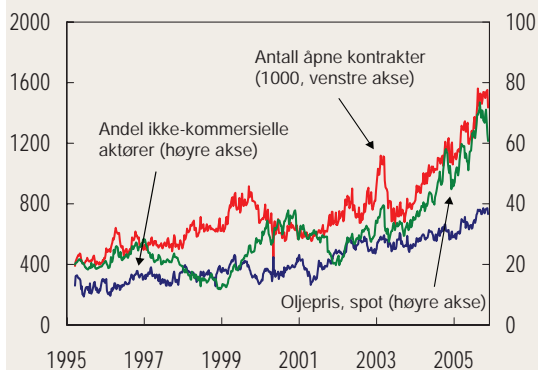


<sup>1)</sup> Anslått reinvestert aksjeutbytte f.o.m. 2001 er trukket fra i spareraten

<sup>2)</sup> Sparerate for regnskapsåret mars 2003 – mars 2004

Kilder: OECD, EcoWin, Statistics New Zealand og Norges Bank

**Figur 1.6 Markedet for råoljederivater (NYMEX). Åpne kontrakter og ikke-kommersielle aktørers andel. Oljeprisindeks. 1.kv 1995=20. Ukestall. Uke 13 1995 – uke 46 2005**



Kilder: CFTC og EcoWin

boligprisvekst og husholdningenes sparerate, se figur 1.5.<sup>1</sup> Lav sparerate kan øke sannsynligheten for og styrken av en fremtidig finansiell konsolidering i husholdningene. Dersom kombinasjonen av høy boligprisvekst, høy gjeldsvekst og lav sparing varer for lenge, kan omslaget i boligmarkedet og privat etterspørsel bli betydelig. Det ville svekke den økonomiske veksten og øke bankenes utlånstap.

### USAs underskudd på driftsbalansen

De store forskjellene i husholdningenes sparerate mellom land reflekteres også i utviklingen i landenes driftsbalanser. USA, Australia og New Zealand har store driftsbalanseunderskudd, mens Japan og Tyskland har overskudd på driftsbalansen. Det amerikanske driftsbalanseunderskuddet er nå rekordstort. Samtidig har sterk økonomisk vekst og positiv rentedifferanse mot andre regioner bidratt til høy kapitalinngang til USA som finansierer driftsunderskuddet. Dersom investorenes tiltro til amerikansk økonomi skulle svikte, kan det imidlertid bli betydelig uro i verdipapir- og valutamarkedene.

### Høy oljepris

Prisen på råolje (både spot og for fremtidig levering) har falt de siste månedene, men er fortsatt høyere enn ved utgivelsen av forrige rapport. Vedvarende høy oljepris kan virke negativt på veksten i verdensøkonomien og dermed på utviklingen i aksje- og foretaksobligasjonsmarkedene. Høy oljepris kan isolert sett også bidra til høyere inflasjon og inflasjonsforventninger, noe som kan trekke rentene opp.

Økningen i oljeprisen de siste årene har bidratt til kraftig vekst i handelen av råoljederivater (futures- og opsjonskontrakter), se figur 1.6. Andelen av kontraktene som er inngått av ikke-kommersielle aktører (finansielle investorer) har vokst kraftig siden 1995. Denne andelen har steget i perioder med stigende oljepris. Det kan derfor synes som om interessen har vært størst for å spekulere i stigende oljepris. Men også interessen for å spekulere i fallende oljepris har økt det siste året. Selv om investorene netto er posisjonert for stigende priser, utgjorde nettoposisjonen pr. 15. november bare 1-2 prosent av antall kontrakter, mot om lag 15 prosent i andre halvår 2004. Det kan tyde på at investorene er mer usikre på oljeprisutviklingen fremover.

### Søken etter alternativ løpende avkastning

Investorer har tradisjonelt oppnådd løpende avkastning gjennom investeringer i statsobligasjoner eller andre aktiva med lav risiko. Løpende avkastning med lav risiko gir investorene mulighet til å foreta øvrige plasseringer i aktiva med høyere risiko og høyere forventet avkastning, som for eksempel aksjer. De siste par årene har lave langsiktige renter bidratt til at løpende avkastning i økende grad dekkes inn ved investeringer i mer

<sup>1</sup> Samtidig påvirkes både boligpriser og sparing av andre faktorer, blant annet rente.

risikable instrumenter som kredittobligasjoner, eiendomsprosjekter, fond med absolutt avkastningsmål (blant annet hedgefond) og strukturerte kredittinvesteringer. Hvis risikoen ved slike investeringer er undervurdert, kan kursene være høyere enn fundamentale forhold tilsier. Det øker i så fall sannsynligheten for store markedsbevegelser.

Investorenes dreining mot mer risikable aktiva for å sikre løpende avkastning kan også bidra til større svingninger i investorenes porteføljer. Kurser på statsobligasjoner og aksjer har negativ samvariasjon i perioder med finansiell uro, se figur 1.7. Noen av aktivaklassene som erstatter statsobligasjoner som instrument for løpende avkastning, har positiv samvariasjon med aksjer i slike perioder. Dette kan bidra til å forsterke eventuelle fall i porteføljens verdi.

### Inntjeningen i bankene

Bankene i USA og Europa har tradisjonelt hatt mye kortsiktige innlån og aktiva med langsiktig avkastning. De har således tjent på høy differanse mellom langsiktige og kortsiktige renter. Siden i fjor vår har forskjellen mellom langsiktige og kortsiktige renter falt kraftig, særlig i USA. Det kan tilsi at rentenettoen vil falle. Samtidig har utlånstapene vært svært lave. Det kan derfor bli utfordrende for bankene å opprettholde den høye inntjeningen. Bankenes soliditet er imidlertid god.

## 1.3 Verdipapirmarkedene i Norge

### Langvarig kursoppgang i aksjemarkedet

Til tross for kursfall i oktober, har hovedindeksen på Oslo Børs steget vel 20 prosent siden forrige rapport og har satt en rekke historiske toppnoteringer i denne perioden (figur 1.2). Per 29. november var hovedindeksen 37 prosent høyere enn toppunktet i 2000. Det er imidlertid forskjeller i markedsstruktur og økonomisk utvikling mellom 2000 og 2005.

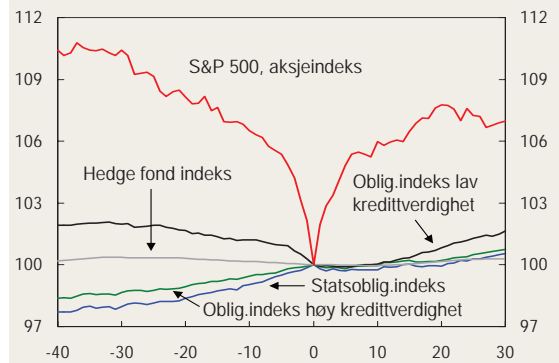
### Oljeprisen er en viktig drivkraft

Utviklingen i oljeprisen har lenge vært en viktig drivkraft for kursutviklingen på Oslo Børs. Empiriske analyser viser positiv samvariasjon mellom oljeprisen og flertallet av delindeksene på Oslo Børs. Samvariasjonen er klart sterkest mellom oljeprisen og energiindeksen.<sup>2</sup> Perioden fra 1998 til 2000 var preget av kraftig kursoppgang på IKT-aksjer, se figur 1.8. Selv om oppgangsperioden fra 2003 til 2005 har vært noe bredere enn forut for toppen i 2000, har oljeprisen trolig blitt en enda viktigere drivkraft for kursutviklingen. Energiselskapene utgjør i dag over halvparten av total markedsverdi på Oslo Børs, mot 13 prosent ved utgangen av 2000,<sup>3</sup> se figur 1.9. Til sammenligning utgjorde IKT-selskapene vel 18 prosent av total markedsverdi ved utgangen av september 2000.

<sup>2</sup> Se *Finansiell stabilitet 1/2005*.

<sup>3</sup> Energiselskapene utgjør om lag 35 prosent av markedsverdien av fritt omsettelige aksjer.

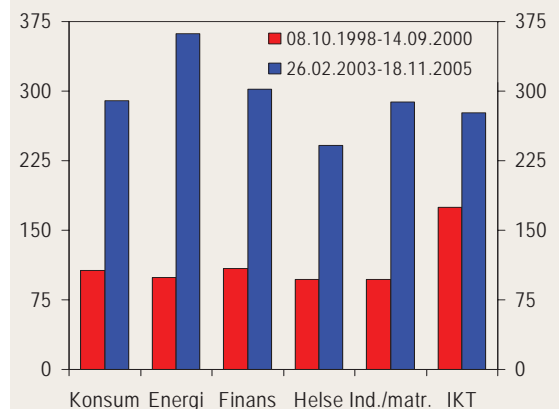
**Figur 1.7** Avkastningsindekser for utvalgte aktivaklasser ved store aksjekursfall 1998-2005.<sup>1</sup> Indeks, bunnpunkt=100. Dager før/etter bunnpunkt



<sup>1</sup> Gj.snitt av 22 perioder med mer enn 5 prosent fall i S&P 500. Indekser for USA, unntatt global hedge fond indeks

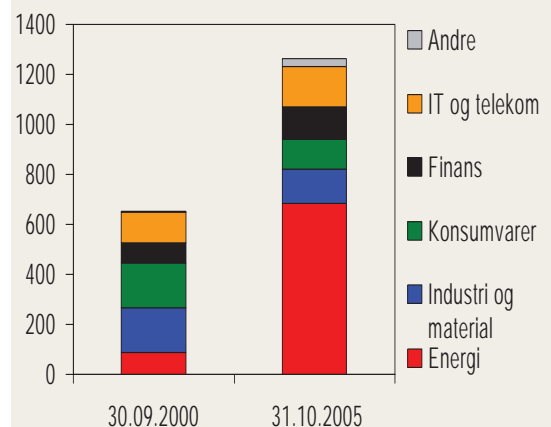
Kilder: EcoWin og Norges Bank

**Figur 1.8** Endring i delindekser på Oslo Børs 1998-2000 og 2003-2005. Dagstall. Prosent



Kilde: EcoWin

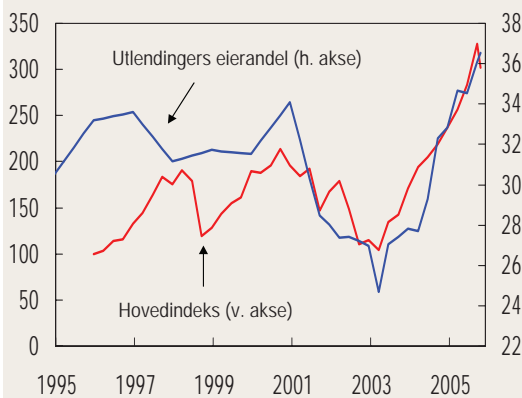
**Figur 1.9** Markedsverdi etter sektor på Oslo Børs. Milliarder kroner



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

## Utlendingenes eierandel øker

**Figur 1.10** Utlendingers eierandel på Oslo Børs og hovedindeksen. Hhv. prosent og indeksert, 31.12.95=100. Månedstall. Des. 94 – okt. 05



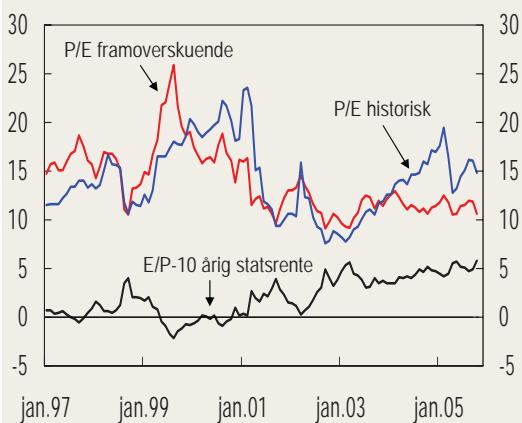
Kilde: EcoWin

Utlendingers eierandel av aksjene på Oslo Børs har økt siden 2000, se figur 1.10. Kombinert med at statens eierandel er høyere,<sup>4</sup> innebærer dette at utlendinger i dag eier en betydelig større andel av de fritt omsettelige aksjene på Oslo Børs. Den utenlandske eierandelen har svingt en del de siste årene, og svingningene følger i noen grad aksjekursene. Utlendingers atferd kan derfor ha bidratt til å forsterke kursbevegelsene.

## Verdsettingsindikatorer

Målt mot obligasjonsmarkedet var aksjemarkedet høyere priset i 2000 enn i 2005, se figur 1.11. Betydelig lavere obligasjonsrenter i dag enn i 2000 bidrar til at avkastningsgapet mot aksjemarkedet er høyere i dag. Sett i forhold til selskapenes inntjening var aksjene på Oslo Børs høyere priset i 2000 enn i dag. Basert på rapportert inntjening siste tolv måneder var P/E-nivået på Oslo Børs historisk høyt rundt årsskiftet 2000-01, mens P/E-verdien basert på forventet inntjening neste tolv måneder var nesten 1,6 ganger høyere i september 2000 enn i dag.

**Figur 1.11** Utvalgte verdsettingsindikatorer for det norske aksjemarkedet. Månedstall. Jan.97 – okt. 05



Kilder: EcoWin, Thomson Financials og Norges Bank

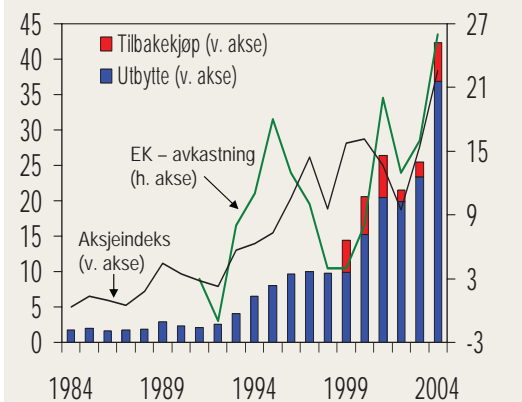
## Økning i utbytter og tilbakekjøp av aksjer

Høy inntjening i norske børsnoterte selskaper de siste par årene har ført til oppbygging av store kontantbeholdninger. Det har bidratt til økning i utbytter og selskapers tilbakekjøp av egne aksjer,<sup>5</sup> se figur 1.12. Utbytteøkningen har også vært motivert av den varslede innføringen av skatt på aksjeutbytte som mottas fra og med 2006.

## Mange nye børselskaper og høy emisjonsaktivitet

Antallet nye selskaper på Oslo Børs har økt jevnt de siste tre årene. Til og med oktober i år er 28 nye selskaper tatt opp til notering, noe som er det høyeste antallet nye selskaper siden 1997. Av de nye selskapene er nesten 40 prosent energiselskaper.

**Figur 1.12** Utbytte og tilbakekjøp av aksjer på Oslo Børs i mrd. kroner. Egenkapitalavkastning i prosent. Aksjeindeks, 1984=5. Årstall. 1984 – 2004



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Fram til utgangen av oktober i år har selskapene på Oslo Børs emittert aksjekapital for nesten 25 milliarder kroner. Hvis dette aktivitetsnivået holder seg ut året, vil verdien av aksjeemisjoner i 2005 bli den høyeste siden 2000. Også emisjoner av private obligasjoner er på sitt høyeste siden 2000.

<sup>4</sup> Statens økte eierandel skyldes børsnotering av selskapene Statoil og Telenor, hvor statens eierandel er høy.

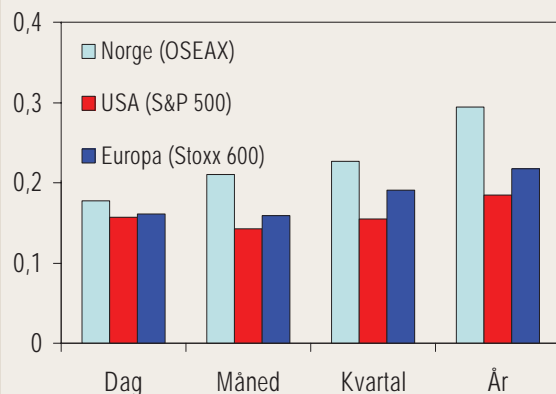
<sup>5</sup> Tilbakekjøp av egne aksjer ble tillatt i Norge da den nye aksjeloven trådte i kraft i 1999. Tilbakekjøp av egne aksjer er et fleksibelt supplement til utbytter, og svinger mye med overskuddet.

# Svinger aksjekursene mer i Norge enn i andre land?

Hvor mye aksjekursene svinger over en bestemt tidsperiode, omtales ofte som volatiliteten i aksjemarkedet. Det er vanlig å anta at aksjekursen gir uttrykk for nåverdien av framtidige kontantstrømmer knyttet til aksjen. Volatiliteten i aksjekursen vil derfor være påvirket av endringer både i investorenes risikopreferanser og forventninger til fundamentale økonomiske forhold som inntjening i selskapene og rentenivå.

Volatiliteten måles ofte ved standardavviket til daglige aksjekursendringer over en historisk tidsperiode. Volatiliteten i aksjemarkedet varierer imidlertid med hvilken tidshorison en måler kursendringene over. Figur 1 viser annualisert volatilitet i aksjemarkedene i perioden 1989-2005, basert på målinger over ulike tidshorisoner. Volatiliteten er høyere på Oslo Børs enn i aksjemarkedene i Europa og USA for alle tidshorisoner. Basert på daglige kursendringer er det små forskjeller, men volatiliteten i det norske aksjemarkedet øker relativt til aksjemarkedene i Europa og USA når tidshorisonen øker.

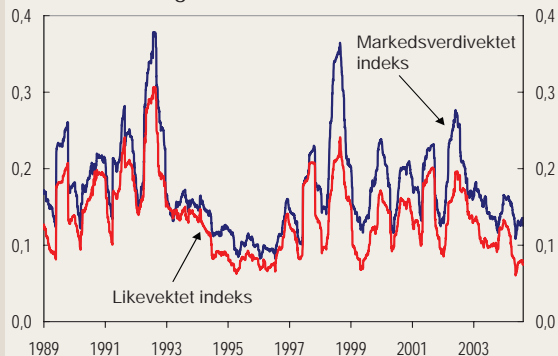
**Figur 1** Volatilitet i aksjemarkedene i USA, Europa og Norge 1989 - 1. halvår 2005. Målt over ulike tidshorisoner. Annualisert. Prosent



Kilder: EcoWin og Norges Bank

Det kan være flere årsaker til at volatiliteten er høyere i det norske aksjemarkedet enn i andre markeder. Det norske aksjemarkedet er forholdsvis lite. Små markeder er ofte mindre likvide og mindre diversifiserte enn større markeder, og det kan bidra til økt volatilitet. Samtidig kan høy volatilitet virke selvforsterkende. Svingninger i investorers risikopreferanser gir større svingninger i investorenes avkastningskrav, og dermed i aksjekursene, jo høyere volatiliteten i markedet er.

**Figur 2** Volatilitet i aksjemarkedet i Norge 1989-2004. Markedsverdivektet og likevektet indeks.<sup>1)</sup> Annualisert. Dagstall. Prosent



<sup>1)</sup> Glidende 100 dagers periode, uvektede observasjoner

Kilder: Norges Bank og Bernt Arne Ødegaard (2005): "Asset Pricing at the Oslo Stock Exchange. A Source Book"

Størrelsen på børselskapene kan også ha betydning for volatiliteten. Små selskaper har ofte færre ulike kilder til inntjening enn store selskaper. Det kan tilsi høyere volatilitet i aksjekursen til små selskaper. De fleste selskaper på Oslo Børs er nokså små i en internasjonal sammenheng. Volatiliteten på Oslo Børs er likevel lavere når alle selskaper vektet likt enn når selskapene gis vekt etter markedsverdi i beregningen, se figur 2. Det kan gjenspeile at kursutviklingen på Oslo Børs domineres av noen få store selskaper, og at indeksen derfor blir mer diversifisert når selskapene vektet likt. Denne effekten er derfor trolig viktigere for volatiliteten på Oslo Børs enn at aksjekursene til små selskaper kan svinge mye.

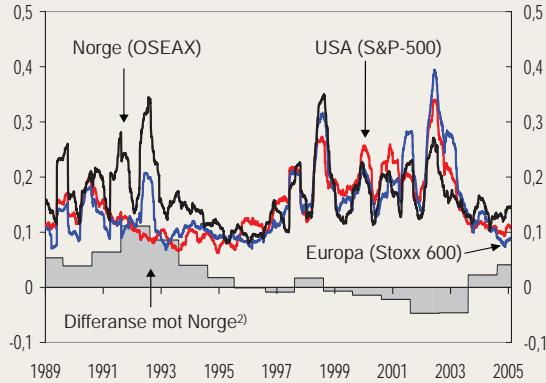
Det er ikke åpenbart hvorfor volatiliteten øker mer i Norge enn i Europa og USA når tidshorisonen øker. Det kan ha sammenheng med at det norske aksjemarkedet har en større andel av såkalte sykliske aksjer enn aksjemarkedene i Europa og USA.<sup>1</sup> Sykliske aksjer kjennetegnes ved at inntjeningen i stor grad avhenger av konjunktursituasjonen, slik at kursutviklingen svinger med konjunktursyklene. Siden konjunkturrelle svingninger vanligvis har en lang periode, vil sykliske aksjer ofte ha høy volatilitet målt over lange tidshorisoner.

Forskjellen mellom Oslo Børs og de store børsene er blitt mindre. Mens den daglige kursvolatiliteten var høyere i Norge enn internasjonalt i 1989-96, har den i 1997-2005 i gjennomsnitt vært noe lavere i Norge, se figur 3. Det kan være flere årsaker til

denne utviklingen. Oslo Børs har fått felles handleplattform med de øvrige nordiske aksjemarkedene gjennom NOREX-samarbeidet.<sup>2</sup> Det kan ha bidratt

i aksjekursene til IKT-selskaper i gjennomsnitt vært høyere enn for andre typer selskaper, se figur 4. Oppbyggingen og deflateringen av IKT-boblen rundt 2000 har bidratt til dette.

**Figur 3** Daglig volatilitet i aksjemarkedet i USA, Europa og Norge 1989 – 1. halvår 2005.<sup>1)</sup> Annualisert. Dagstall. Prosent



<sup>1)</sup> Glidende 100 dagers periode, uvektede observasjoner

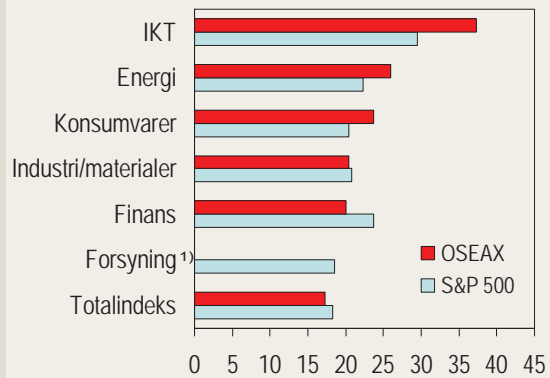
<sup>2)</sup> Årlig gjennomsnitt av differanse mot USA og Europa

Kilder: EcoWin og Norges Bank

til å gjøre markedsplassen mer gjennomskiktig og dermed redusert investorenes usikkerhet. Samtidig har notering av store selskaper som Statoil og Telenor trolig bidratt til å gjøre Oslo Børs mer attraktiv for utenlandske investorer. Dette reflekteres også ved at Oslo Børs har fått flere fjernmedlemmer. Økt antall investorer har trolig bidratt til bedre likviditet og dermed redusert volatilitet.

Forholdsvis lav andel IKT-selskaper på Oslo Børs kan også ha bidratt til å redusere forskjellen i volatilitet mellom børsene.<sup>3</sup> De siste ti årene har volatiliteten

**Figur 4** Daglig volatilitet i utvalgte delindekser i Norge og USA, 1996-2005. Annualisert. Prosent



<sup>1)</sup> Forsyningssektoren (eng. "utilities") er utelatt for Norge pga få selskaper

Kilder: EcoWin og Norges Bank

<sup>1</sup> Det skyldes blant annet at ikke-sykliske selskaper som vannverk, renovasjonsbedrifter og lignende i større grad er børsnoterte i USA og Europa.

<sup>2</sup> NOREX er en allianse mellom børsene i Stockholm, Helsinki, København, Reykjavik og Oslo. Oslo Børs fikk felles indeksklassifisering med de øvrige NOREX-børsene i 2000 og felles handelssystem i 2002.

<sup>3</sup> IKT-selskapenes andel av markedsverdien i S&P 500-indeksen var i gjennomsnitt 23 prosent i perioden 1996-2005, men var nesten 40 prosent ved kurstoppen i 2000. På Oslo Børs var denne andelen hhv 18 og 13 prosent ved toppunktet i 2000 og i oktober 2005 (figur 1.9).

## 2 | Makroøkonomi, husholdninger og foretak

### 2.1 Utviklingen i norsk økonomi

Norsk økonomi er i en oppgangskonjunktur og vokser nå sterkt. Lave renter, høy oljepris og sterk vekst i oljeinvesteringene og høye priser på norske eksportvarer har vært drivkreftene i oppgangen. I *Inflasjonsrapport 3/05* anslås det at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil øke ytterligere i 2005, for så å avta noe i 2006 og utover, se tabell 2.1. Vekstutsiktene er litt oppjustert siden *Finansiell stabilitet 1/05*. Kapasitetsutnyttningen har tatt seg opp de siste to årene og har etter hvert kommet noe over sitt normale nivå. Det har imidlertid ikke oppstått vesentlig knapphet på arbeidskraft i økonomien sett under ett. Arbeidsledigheten registrert hos Aetat har gått ned i løpet av 2005. Registrert ledighet var 3,4 prosent i oktober. Ledighetsraten forventes å gå ytterligere ned til 3¼ prosent i 2008.

Norges Banks styringsrente er økt med ½ prosentpoeng til 2,25 prosent siden forrige rapport. Rentenivået er fortsatt uvanlig lavt, se figur 2.1. Den underliggende prisveksten i norsk økonomi har tatt seg svakt opp siden forrige rapport, men er fortsatt lav. I samme periode har den effektive kronekursen (KKI) styrket seg med 1½ prosent.

Lettelsene i pengepolitikken i 2003 og lav prisstigning har gitt sterk økning i husholdningenes disponible realinntekter. Dette har bidratt til god vekst i privat konsum og boliginvesteringer. Boligprisene har fortsatt å stige, men i lavere takt. TNS Gallups forventningsindikator for fjerde kvartal indikerer at husholdningene fortsatt er optimistiske i synet på egen økonomi. Forventningene til landets økonomi er fortsatt høye, men avtok noe fra tredje til fjerde kvartal.

Oljeprisen har økt siden forrige rapport og var om lag 55 dollar per fat nordsjøolje i slutten av november. Oljeinvesteringene vil vokse betydelig i inneværende år som følge av store, pågående utbygginger både på sokkelen og på land. Det forventes at investeringene i oljesektoren vil falle de neste årene som følge av ferdigstilte prosjekter, men fortsatt være på et høyt nivå.

Realinvesteringene i Fastlands-Norge har steget kraftig. Den sterke veksten i realinvesteringene er etter hvert blitt en viktig drivkraft i konjunkturoppgangen. Moderat lønnsvekst, lav rente og økende etterspørsel har bedret bedriftenes lønnsomhet.

Samlet kreditt til Fastlands-Norge i forhold til BNP er på et historisk høyt nivå, se figur 2.2. Gjeldsveksten i husholdningene er fortsatt svært høy og markert høyere enn gjeldsveksten i foretakene (figur 4 i sammendrag). Tolvmånedersveksten i samlet innenlandsk gjeld har tatt seg opp siden forrige rapport, mens veksten i kreditt fra utenlandske kilder fortsatt er negativ.

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

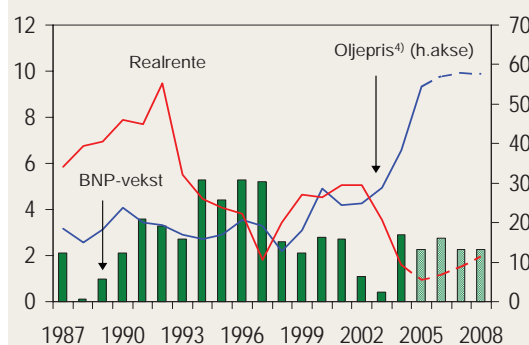
Anslag Inflasjonsrapport 3/2005				
	2005	2006	2007	2008
Privat konsum	3¼	3½	2¾	2
Offentlig konsum	1¾	2	1¾	3
Bruttoinvesteringer				
Fastlands-Norge	7¾	6	3¼	2½
Tradisjonell eksport	3½	3¼	3½	3¼
Import	7¼	4¼	2¼	1¾
BNP Fastlands-Norge	3¾	3¼	2½	2¼
BNP handelspartere <sup>1)</sup>	2¼	2½	2½	2½
Registrert ledighet (rate)	3½	3¼	3¼	3¼
KPI-JAE <sup>2)</sup>	1	1¼	2	2½

<sup>1)</sup> Veid sum der norsk eksport er brukt som vekter

<sup>2)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

Figur 2.1 Vekst i BNP Fastlands-Norge, realrente<sup>1)</sup> og oljepris<sup>2)</sup>. Årstall. 1987-2008.<sup>3)</sup> Prosent



<sup>1)</sup> Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med inflasjonen målt ved KPI-JAE

<sup>2)</sup> Dollar per Brent Blend råolje. Spotpris

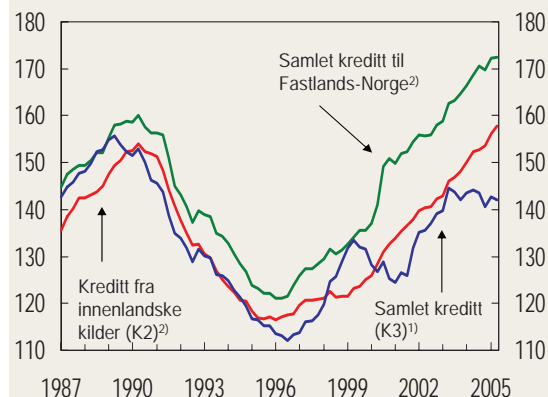
<sup>3)</sup> Anslag for 2005 - 2008

<sup>4)</sup> Tall for 2005 gjelder perioden januar til og med november.

Tall for 2006 - 2008 er terminpris per 28. november 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Kreditt i prosent av BNP. Kvartalstall. 1. kv. 87 - 2. kv. 05



<sup>1)</sup> Prosent av BNP

<sup>2)</sup> Prosent av BNP Fastlands-Norge

Kilde: Norges Bank



## 2.2 Husholdningene

### Høy gjeldsvekst

Husholdningenes gjeld har vokst raskt siden 2000. De siste tolv månedene fram til oktober økte gjelden med 13 prosent, se figur 2.3. Også veksten i lån uten pant i bolig (andre lån) har økt. Andre lån kan være gitt med sikkerhet i andre typer formuesobjekter, som for eksempel bil, båt eller verdipapirer, eller de kan være gitt som usikrede lån. Andre lån utgjør om lag 25 prosent av husholdningenes lån. Om lag en tredjedel av andre lån er lån til personlige foretak, selvstendig næringsdrivende og ideelle organisasjoner. En del av lånene til disse går til næringsvirksomhet.

Kredittilsynet gjennomfører hvert kvartal en undersøkelse av et utvalg finansinstitusjoner som hovedsakelig tilbyr usikrede forbrukslån. De ti selskapene som inngår i undersøkelsen hadde ved utgangen av første halvår 2005 samlet utlån på vel 24 milliarder kroner, en økning på 13 prosent det siste året.

Gjeld i prosent av disponibel inntekt har økt for husholdningene med lav og middels inntekt (desil 1-6), se figur 2.4. Det er særlig yngre husholdninger som har høy og økende gjeldsbelastning. Samtidig har det de siste 15 årene vært en kraftig nedgang i gjeld som andel av inntekt for den høyeste inntektsklassen (desil 10). Det gjenspeiler blant annet endringer i skattesystemet. Før 1992 var det lønnsomt for husholdninger med høye inntekter å låne mye.

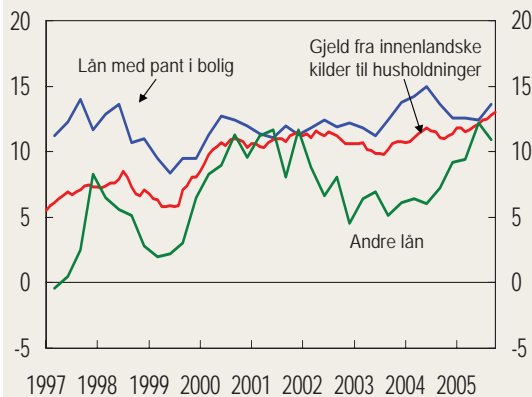
Den sterke gjeldsveksten de seneste årene må ses i lys av utviklingen i boligprisene. Utviklingen i boligprisene har sterke og langvarige virkninger på utviklingen i gjeld.

### Fortsatt vekst i boligprisene

Veksten i priser på brukte boliger har vært høy siden 2003, se figur 2.5. God vekst i husholdningenes inntekter og lave og fallende renter fram til sommeren 2005 har vært viktige drivkrefter, se ramme på side 21. Omsetningen av boliger har vært høy og økende det siste halvåret. Tiden det tar å selge brukte boliger (formidlingstiden) er lav. Etter en sterk oppgang gjennom 2004 har igangsettingen av nye boliger falt noe denne høsten.

En undersøkelse fra ECON analyse viser at det tar lenger tid å selge nye boligprosjekter på Østlandet enn for et halvt år siden. Enkelte utbyggere rapporterer imidlertid om fortsatt godt salg. Ifølge tall fra Prognosesenteret var det i høst tolv prosent færre husholdninger som planla å flytte enn ved samme tid i fjor. Det er et av de laveste tallene registrert i denne undersøkelsen de siste seks årene. Det tyder isolert sett på noe lavere omsetning i boligmarkedet den nærmeste tiden.

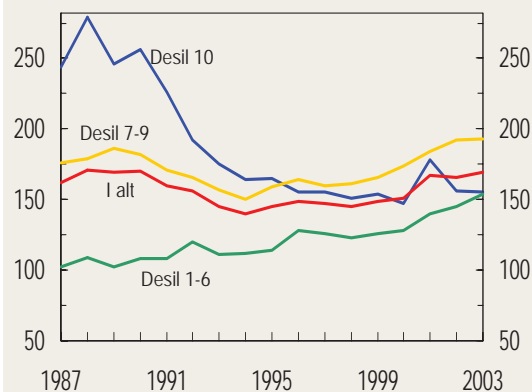
Figur 2.3 Vekst i husholdningenes gjeld.<sup>1)</sup> Prosent. Jan. 97 – okt. 05



<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst i gjeld fra innenlandske kilder. Firekvartalsvekst i lån med pant i bolig og andre lån

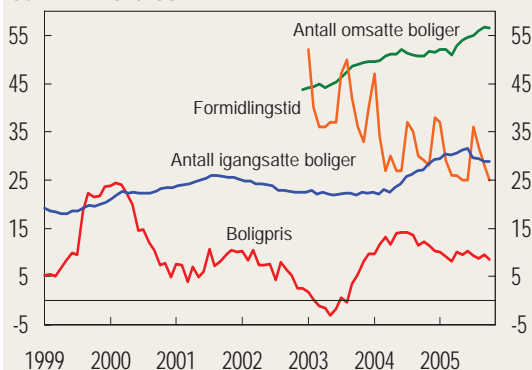
Kilde: Norges Bank

Figur 2.4 Gjeld i prosent av disponibel inntekt for husholdninger inndelt etter desiler for inntekt etter skatt. 1987 – 2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.5 Antall omsatte og igangsatte boliger i tusen. Tolv månedersvekst i boligpris i prosent. Formidlingstid målt i antall dager. Månedstall. Jan. 99 – okt. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå, ECON, FINN.no Norges Eiendoms-meglerforbund (NEF), Eiendomsmeglerforetakenes forening (EFF) og Norges Bank

## Oppbygging av finansielle fordringer

Husholdningene fortsetter å bygge opp finansielle fordringer. På grunn av varslede endringer i beskatningen av utbytte, er det blitt tatt ut ekstraordinært høye aksjeutbytter hvert år siden 2002. Dette gjør det vanskelig å tolke den underliggende utviklingen i den finansielle tilpasningen. Store deler av dette aksjeutbyttet er trolig blitt ført tilbake til foretakene igjen i form av lån eller aksjekapital. Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte<sup>1</sup> har husholdningenes finansinvesteringer vært lavere enn gjeldsoptaket siden utgangen av 2003, se figur 2.6.

På fordringssiden er det særlig innskudd i kollektive forsikringsreserver som har økt. Lave kapitalgevinster i livselskaper og pensjonskasser etter 2000 har krevd økte innbetalinger. I tillegg har andelen av befolkningen som nærmer seg pensjonsalderen økt. Det vil normalt føre til en økning i netto innskudd. Lavere grunnlagsrente for innskudd i livselskaper og pensjonskasser har også gjort det nødvendig med økte innskudd for ytelsesbaserte pensjonsordninger. Mesteparten av forsikringskravene er ikke likvide midler. Husholdningene kan ikke trekke på disse fordringene ved problemer med å betjene gjelden.

Husholdningenes netto fordringer i prosent av disponibel inntekt (nettofordringsraten) har vært noenlunde stabil de siste to årene, se figur 2.7. Dersom det ses bort fra forsikringskravene, er netto fordringsraten negativ og avtakende. Økt oppbygging av forsikringskrav har isolert sett redusert behovet for andre typer investeringer.

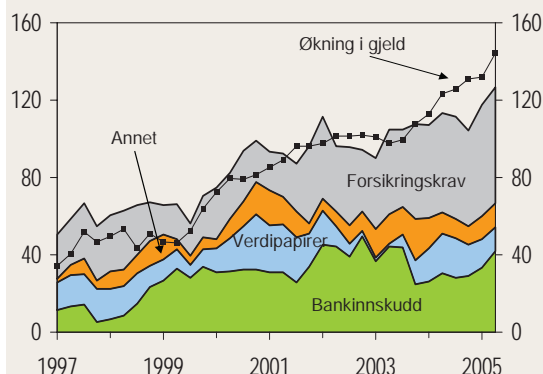
Selv om finansformuen har økt kraftig for husholdningene samlet sett de siste årene, er den svært skjevt fordelt, se ramme på side 23. Inntekts- og formuesundersøkelsen viser at tidelen av husholdningene med høyest finansformue hadde om lag 68 prosent av finansformuen (utenom kollektive forsikringskrav) i 2003. Mesteparten av finansformuen er i husholdninger der hovedinntektstaker er over 55 år, se figur 2.8. De aller fleste husholdninger med høy gjeld har naturlig nok lite finansformue.

Husholdningene kan anvende sparingen til netto finansinvesteringer og netto realinvesteringer, i hovedsak boliginvesteringer. Sparingen, slik den er målt i nasjonalregnskapet, har holdt seg på et høyt nivå de siste årene, også når vi korrigerer for anslått reinvestert aksjeutbytte, se figur 2.9.

Netto finansinvesteringene, slik de er målt i Norges Banks finansmarkedsstatistikk, er imidlertid vesentlig lavere enn i henhold til nasjonalregnskapet. De store forskjellene skaper usikkerhet om den faktiske størrelsen på og sammensetningen av husholdningenes sparing.

<sup>1</sup> Norges Banks anslag for reinvestert aksjeutbytte er i 2001, 2002, 2003 og 2004 henholdsvis 2, 20, 36,5 og 40,8 milliarder kroner.

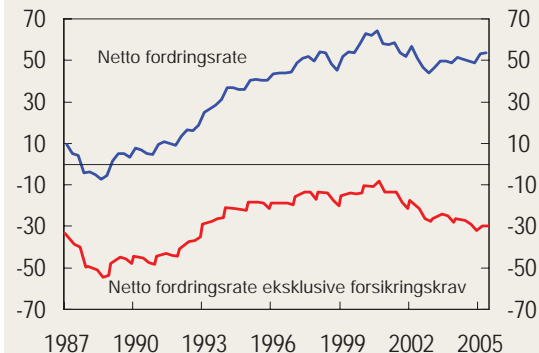
**Figur 2.6** Husholdningenes gjeldsøkning og finansinvesteringer<sup>1)</sup> etter finansobjekt. Sum siste fire kvartaler. Milliarder kroner. Kvartalstall. 1. kv. 97 – 2. kv. 05



<sup>1)</sup> Anslått reinvestert aksjeutbytte f.o.m. 2001 er trukket fra

Kilde: Norges Bank

**Figur 2.7** Husholdningenes netto fordringsrate<sup>1)</sup> med og uten forsikringskrav.<sup>2)</sup> Kvartalstall. 1. kv. 87 – 2. kv. 05

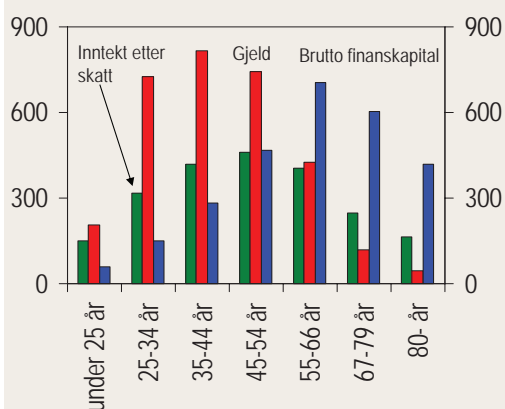


<sup>1)</sup> Netto fordringer i prosent av disponibel inntekt. Anslått reinvestert aksjeutbytte f.o.m. 2001 er trukket fra disponibel inntekt

<sup>2)</sup> Brudd i statistikken fjerde kvartal 1995

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.8** Gjennomsnittlig inntekt etter skatt, gjeld og brutto finanskapital<sup>1)</sup> etter aldersgrupper. 1000 kr. 2003

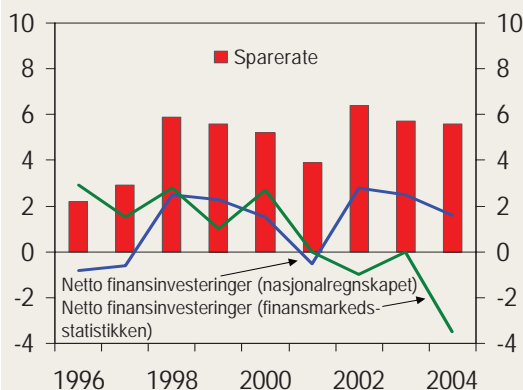


<sup>1)</sup> Brutto finanskapital eksklusive kollektive forsikringskrav

Kilder: Inntekts- og formuesundersøkelsen, SSB

## Høy tilgang på disponible midler

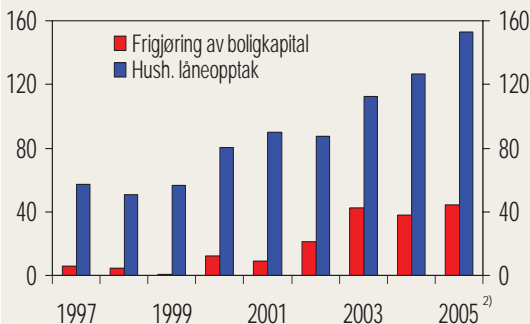
**Figur 2.9** Husholdningenes sparerate og netto finansinvesteringer<sup>1)</sup> i prosent av disponibel inntekt. Årstall. 1996 – 2004



<sup>1)</sup> Anslått reinvestert aksjeutbytte f.o.m. 2001 er trukket fra

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.10** Husholdningenes låneopptak og frigjøring av boligkapital.<sup>1)</sup> Milliarder kroner. Årstall. 1997 – 2005



<sup>1)</sup> Frigjøringen av boligkapital er målt som endring i boliglånsbeholdningen fratrukket boliginvesteringer

<sup>2)</sup> Annualiserte tall på bakgrunn av tall for første halvår 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 2.2** Tall for husholdningene

	1980	1990	2001
Antall husholdninger (mill)	1,52	1,75	1,96
Antall personer pr. husholdning	2,7	2,4	2,3
Hush. med 1 person (andel)	28	34	38

Kilde: Statistisk sentralbyrå

I 2004 økte husholdningenes lån med i underkant av 130 milliarder kroner. Det tilsvarte om lag en sjettedel av disponibel inntekt. God inntekstvekst og høy lånevekst har ført til en betydelig økning i husholdningenes disponible midler de seneste årene. Størrelsen på låneopptaket og anvendelsen av midlene har betydning for den realøkonomiske utviklingen og hvorvidt det bygges opp finansielle ubalanser.

Boligmarkedet spiller en viktig rolle for omfanget av midlene som er i omloop i husholdningene. Omsetning av brukte boliger fører til en omfordeling av midler fra de som kjøper seg opp til de som selger seg ned eller går ut av boligmarkedet. De som går ut av markedet (eller selger seg ned) frigjør boligkapital som kan spares eller brukes.

En annen måte å frigjøre boligkapitalen på er å bruke den som sikkerhet for nye låneopptak, som benyttes til andre formål enn boligkjøp og oppgradering av bolig. Bankene har lansert nye låneprodukter som letter frigjøring av boligkapital. Det er blant annet mulig å få kassekreditt med sikkerhet i bolig eller å øke belåningen på boligen og få dette utbetalt gjennom månedlige utbetalinger. De nye låneproduktene gir økte muligheter til å fordele konsum over livsløpet. De stiller imidlertid store krav til bankenes kredittvurderinger og rådgivning overfor aktuelle husholdninger. Tilbudet av nye produkter kan ses på som en fortsettelse av utviklingen siden 1980-tallet med mer velutviklede kredittmarkeder.

Et mål på husholdningenes samlede frigjøring av boligkapital er endring i boliglånsbeholdningen fratrukket boliginvesteringer. Målt på denne måten har frigjøring av boligkapital økt betydelig siden 2000, til om lag 40 milliarder kroner per år siden 2003, se figur 2.10. Det tilsvarer om lag fem prosent av disponibel inntekt.

Det er ikke mulig å si presist hvordan de frigjorte midlene fra boligkapitalen anvendes. Midlene kan brukes til konsum, nedbetaling av annen gjeld enn boliggjeld, finansinvesteringer og andre realinvesteringer enn boliginvesteringer. Det siste året har imidlertid husholdningenes bankinnskudd økt betydelig, mens andre typer finansinvesteringer har vært moderate. Veksten i privat forbruk har vært god, men på linje med veksten i disponibel inntekt.

Økningen i husholdningenes gjeld kan også ses i lys av andre strukturelle forhold enn mer velfungerende kredittmarkeder. For det første har antall husholdninger økt betydelig de siste tiårene, se tabell 2.2. Antall personer per husholdning har samtidig falt noe, og andelen husholdninger med én person har økt vesentlig. Denne utviklingen har bidratt til et behov for flere boliger, og trolig også økt behovet for boliglån. For det andre falt inflasjonen og de nominelle rentene kraftig fra slutten av 1980-tallet til midten av 1990-tallet. De siste

årene har inflasjonen og rentene vært stabile og lave. Lave renteutgifter i starten av lånets løpetid har gjort det lettere å betjene lån på kort sikt, og trolig bidratt til økt gjeldsbelastning blant nyetablerte i boligmarkedet.

### Utsiktene fremover

Den økonomiske situasjonen i husholdningene samlet sett er god. Veksten i disponible inntekter har vært høy de siste årene. Sterk vekst i boligprisene har gitt husholdningene økt boligformue, men også ført til en høy gjeldsvekst.

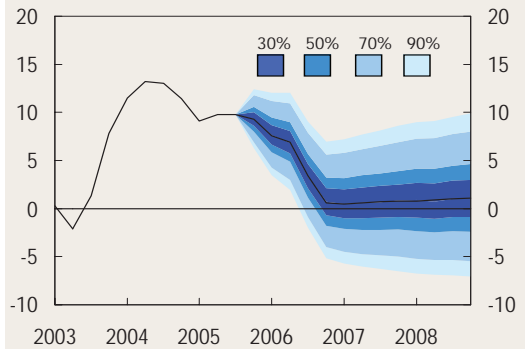
Fremover kan en gradvis normalisering av rentene bidra til å redusere veksten i boligprisene. Høy nybygging og økt tilbud av boliger vil også dempe presset i boligmarkedet. Det er imidlertid stor usikkerhet om boligprisene fremover, se figur 2.11. Etter hvert vil lavere vekst i boligprisene gi seg utslag i svakere vekst i husholdningenes gjeld, men den høye veksten i boligpriser i tidligere år vil likevel bidra til å holde gjeldsveksten oppe i mange år fremover.

Husholdningenes gjeldsbelastning er nå på et historisk høyt nivå. Fremskrivningene av husholdningenes gjelds- og rentebelastning er basert på referansebanen i *Inflasjonsrapport 3/05* og estimerte relasjoner for boligpriser og husholdningenes gjeld. Beregningene bygger ikke på en fullstendig modell for husholdningenes porteføljevalg og spareatferd i samspill med andre sektorer, men på en forenklet analyse av sammenhengene mellom blant annet rente, boligpriser og låneopptak. Fremskrivningene indikerer en gjeldsbelastning på over 200 prosent i 2008, se figur 2.12.

Rentebelastningen er fortsatt meget lav på grunn av det lave rentenivået, se figur 2.13. Rentebelastningen øker i takt med renten og blir noe høyere enn i 2002 i slutten av fremskrivingsperioden. I Norges Banks *Inflasjonsrapport 3/05* skisseres ulike alternativer for utviklingen i inflasjon og fremtidige renter. En utvikling med høyere inflasjon vil kunne gi en høyere rente fremover og høyere rentebelastning.

De fleste har lån med flytende rente. Oppbyggingen av gjeld vil føre til at husholdningenes renteutgifter øker betydelig når renten kommer opp på et mer normalt nivå. Deler av husholdningene kan da få problemer med å betjene gjelden. Høyere renteutgifter vil også kunne føre til lavere etterspørsel etter varer og tjenester og dermed svakere lønnsomhet og evne til å betjene gjeld i foretakene. Det vil kunne gi økte tap i finansinstitusjonene. Jo høyere gjeld i husholdningene, desto sterkere kan en slik virkning fra husholdninger til foretak bli. Den høye gjeldsbelastningen i husholdningene gir dermed økt risiko for finansiell ustabilitet på lang sikt.

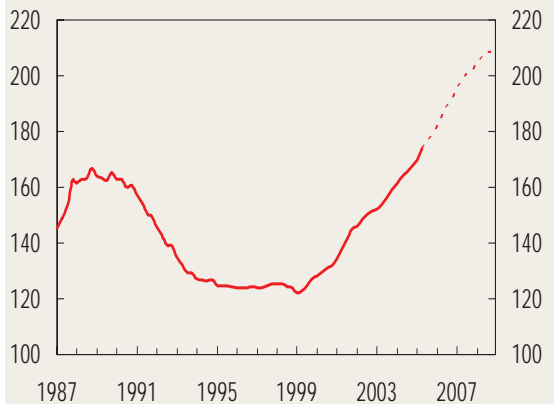
Figur 2.11 Modellanslag og usikkerhet for boligpriser.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 03 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for boligprisutviklingen. Sannsynlighetene er blant annet beregnet med utgangspunkt i avvik mellom anslått og faktisk boligprisutvikling i perioden 2. kvartal 1990 – 2. kvartal 2005

Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes forening, FINN.no, ECON og Norges Bank

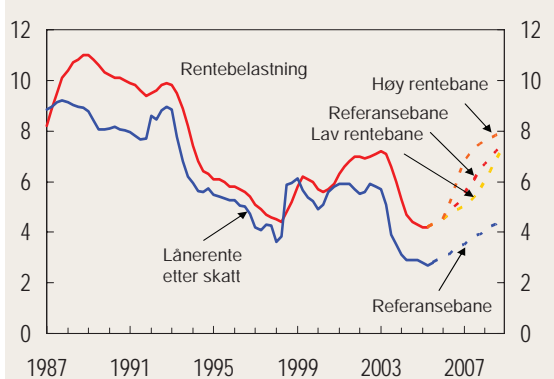
Figur 2.12 Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup> Kvartalstall. 1. kv. 87 – 4. kv. 08



<sup>1)</sup> Lånegjeld i prosent av likvid disponibel inntekt

Kilde: Norges Bank

Figur 2.13 Husholdningenes rentebelastning<sup>1)</sup> og husholdningenes lånerente etter skatt. Kvartalstall. 1. kv. 87 – 4. kv. 08



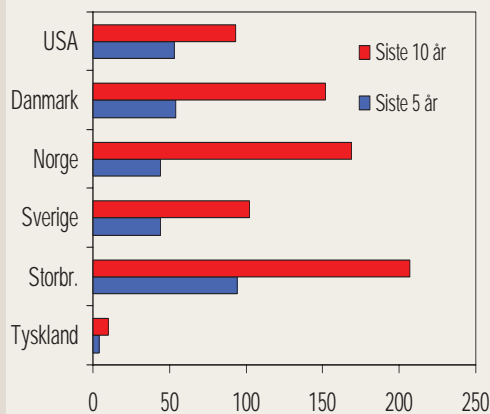
<sup>1)</sup> Renteutgifter etter skatt i prosent av likvid disponibel inntekt pluss renteutgifter

Kilde: Norges Bank

# Utviklingen i boligprisene

Boligprisene har økt betydelig i flere land i senere år, se figur 1. I Norge har boligprisene økt med over 40 prosent de siste fem årene. Høyere boligpriser er en viktig drivkraft for økt gjeld og formue i husholdningene, og gjelden er i stor grad sikret med pant i bolig. Dersom prisene på boliger skulle falle, kan det gi økte utlånstap i bankene. Det er derfor et viktig spørsmål om boligprisene nå er overvurdert i forhold til hva fundamentale faktorer tilsier.

Figur 1 Boligpriser. Prosentvis endring. Siste 10 år og siste 5 år



Kilder: EcoWin, FINN.no, ECON, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF) og Eiendomsmeglerforetakenes Forening (EFF)

Boligprisene bestemmes av tilbud og etterspørsel. Tilbudet er imidlertid nokså stabilt på kort sikt, siden antall nye boliger per år er lav sammenliknet med den totale boligmassen. Boligprisene vil derfor i hovedsak variere med etterspørselen på kort sikt. Etterspørselen avhenger i stor grad av rentekostnader og husholdningenes inntekter, samt forventninger om fremtidig rente- og inntektsutvikling.

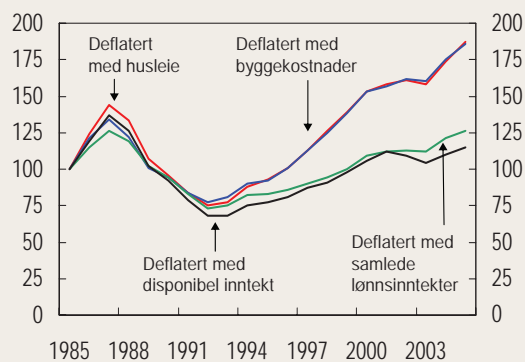
Utviklingen i arbeidsmarkedet har også betydning for etterspørselen etter eierboliger. Lavere arbeidsledighet bidrar til å øke boligprisene, siden det gir forventninger om høyere lønnsvekst og mindre usikkerhet om fremtidig betalingsevne. I tillegg vil boligetterterspørselen avhenge av demografiske forhold som samlivsmønster, befolkningens størrelse og antall personer i etableringsfasen.

Ettersom alternativet til å eie en bolig er å leie, benyttes ofte utviklingen i forholdet mellom boligpriser og husleier til å vurdere om boligprisene er overvurdert relativt til en langsiktig verdi. Dersom boligprisene øker i forhold til husleiene, vil den forventede avkastningen av å kjøpe boliger for

utleie avta, og samtidig blir det relativt billigere å leie fremfor å kjøpe. Det demper etterspørselen etter eierboliger, og bidrar til å presse boligprisene ned og markedsleiene opp. Forholdet mellom boligpriser og husleier kan derfor være stabilt over tid.

Hvis boligprisene øker mer enn bygge- og tomtekostnadene, blir flere boligprosjekter lønnsomme. Det gir økt nybygging, som over tid bidrar til lavere boligpriser og høyere bygge- og tomtekostnader. Forholdet mellom boligpriser og bygge- og tomtekostnader er derfor trolig stabilt på lang sikt.

Figur 2 Boligpris deflatert med husleieindeks i KPI, byggekostnader, husholdningenes disponible inntekt og samlede lønnsinntekter. Indekser, 1985=100. Årstall. 1985-2005<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå, NEF, EFF, FINN.no, ECON og Norges Bank

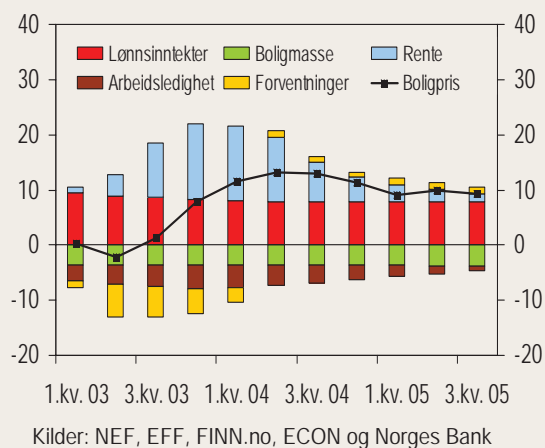
Figur 2 viser boligprisene deflatert med husleier og byggekostnader.<sup>1</sup> Ifølge disse indikatorene er boligprisene nå på et høyt nivå. Figuren viser også forholdet mellom boligpriser og husholdningenes disponible inntekt, samt forholdet mellom boligpriser og de samlede lønnsinntektene i økonomien. Boligprisene er høye også relativt til inntektsstørrelsene, men lavere enn eller nær det forrige toppnivået i 1987.

Indikatorene i figur 2 måler imidlertid ikke om boligprisene er overvurderte relativt til husleie, byggekostnader og inntekter, eller om de er høye som følge av utviklingen i andre fundamentale faktorer. For eksempel er renten og renteforventninger viktige forklaringsfaktorer. Det langsiktige realrentenivået, både i Norge og internasjonalt, har vært på et lavt nivå siden sommeren 2004.<sup>2</sup> Dersom det lave langsiktige realrentenivået skulle vedvare, vil det isolert sett gi et varig høyere boligprisenivå. Det

vil også bidra til at det mulige langsiktige forholdet mellom boligpriser og husleier, og forholdet mellom boligpriser og inntekter, blir høyere.

En alternativ tilnærming til å studere indikatorer, er å estimere en empirisk modell med fundamentale faktorer som forklaringsvariable. En kan deretter, under visse forutsetninger, benytte avviket mellom faktiske og anslåtte boligpriser som mål på hvorvidt de er overvurdert eller ikke i forhold til en beregnet fundamentalverdi.<sup>3</sup> En empirisk modell for boligprisene er tidligere presentert i *Finansiell stabilitet 1/2004*. Modellen var estimert på kvartalsdata fra andre kvartal 1990 til første kvartal 2004. Ifølge denne modellen bestemmes boligprisene av boligmassen, arbeidsledighetsraten, bankenes utlånsrente etter skatt, de samlede lønnsinntektene i økonomien og en indikator for husholdningenes forventninger til egen og landets økonomi. Demografiske endringer har kun indirekte effekter i modellen ved at de påvirker de samlede lønnsinntektene i økonomien.

**Figur 3** Boligpriser og beregnede bidrag fra lønnsinntekter, boligmasse (nybygging), arbeidsledighet, rente og forventningsvariabel. Bidrag i prosentpoeng til firekvartalersveksten



Figur 3 viser de beregnede bidragene fra modellens forklaringsfaktorer til faktisk boligprisvekst.<sup>4</sup> Figuren indikerer at en betydelig del av boligprisutviklingen i senere tid kan forklares av endringer i grunnleggende faktorer som rente, inntekter, ledighet og nybygging. En stor del av perioden vist i figur 3 er imidlertid også del av modellens estimeringsperiode. Hvis vi skal benytte modellen til å vurdere om boligprisveksten i senere tid ikke kan forklares av fundamentale faktorer, bør vi estimere modellen over en kortere periode, og deretter simulere den fremover. Dersom boligprisene nå er overvurderte, vil vi vente at slike modellvarianter *ikke* kan forklare hele prisveksten i senere tid.

Vi har utført en slik analyse, der modellen er estimert over kortere perioder, og deretter simulert over de fem siste årene.<sup>5</sup> Ved slike beregninger er det faktiske boligprisenivået i tredje kvartal i år mellom syv og ti prosent høyere enn nivåene som følger av simuleringene.<sup>6</sup> Avviket kan skyldes at boligprisene har økt mer enn hva fundamentale forhold skulle tilsi, men kan også være forårsaket av endringer i fundamentale forklaringsfaktorer som ikke inngår i modellen. For eksempel vil modellen ikke fange opp en mulig effekt på boligprisene av den markerte økningen i aksjeutbytter siden 2002. I tillegg kan boligprisene ha blitt trukket opp av forventninger om at det lave rentenivået vil vare ved.

Samlet sett indikerer analysen at boligprisene er noe høye i forhold til hva fundamentale faktorer skulle tilsi. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til beregninger av en fundamentalverdi for boligprisene. En gradvis økning i rentenivået vil trolig bidra til lavere boligprisvekst fremover. Det demper faren for en betydelig korreksjon i boligprisene lenger fram i tid.

<sup>1</sup> Husleier er delvis regulert. Det påvirker trolig utviklingen i forholdet mellom boligpriser og husleier, og kan bidra til at indikatoren nå er på et høyt nivå. Vi har ikke tall for utviklingen i tomteknadene. Dersom tomteknadene hadde vært inkludert i byggekostnadene, ville trolig forholdet mellom boligpriser og byggekostnader blitt trukket ned.

<sup>2</sup> For nærmere drøfting, se utdyping i *Inflasjonsrapport 1/2005*: "Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?".

<sup>3</sup> Se for eksempel artikkelen "Hva driver boligprisene?" i *Penger og Kreditt* nr. 4/2004, av D.H. Jacobsen og B.E. Naug. Se også IMF (2004): "The global house price boom". *World Economic Outlook September 2004*, World Economic and Financial Surveys. Washington: IMF.

<sup>4</sup> Verdiene av rente og lønnsinntekter for tredje kvartal i år er basert på anslag fra *Inflasjonsrapport 3/2005*.

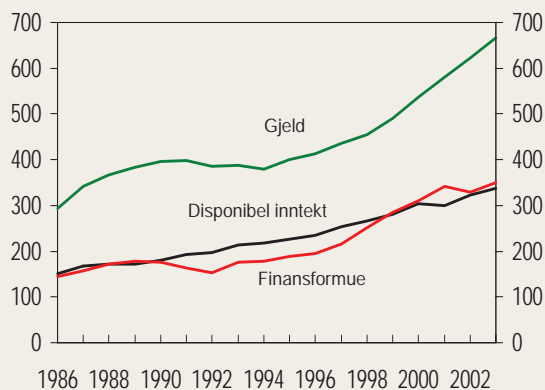
<sup>5</sup> Simuleringen benytter modellberegnete verdier av tilbakedaterte boligpriser og faktiske verdier av forklaringsfaktorene.

<sup>6</sup> I artikkelen "Hva driver boligprisene?" i *Penger og Kreditt* nr. 4/2004, vises også en alternativ modell for boligprisene. Ved tilsvarende simuleringer på den alternative modellen, er det faktiske boligprisenivået i tredje kvartal i år 7-10 prosent høyere enn nivåene som følger av simuleringene.

# Fordeling av gjeld, inntekt og finansformue i husholdningene

Husholdningenes gjeld, disponible inntekt og finansformue har økt kraftig siden årene forut for bankkrisen. I denne analysen ses det bare på gruppen «husholdninger med gjeld». Data fra Inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger fra Statistisk sentralbyrå viser at gjennomsnittlig gjeld i denne gruppen steg med 95 prosent fra 1987 til 2003, se figur 1. I samme periode steg denne gruppens gjennomsnittlige disponible inntekt med 100 prosent og gjennomsnittlig finansformue med 122 prosent. Inntekt vil være førstelinjeforsvaret mot gjeldsbetjeningsproblemer. Den neste forsvarslinjen vil være finansformuen. I rammen ses det på fordelingen av gjeld, inntekt og finansformue i 1987 og 2003. Kollektive forsikringskrav er ikke inkludert i finansformuen i denne statistikken. Datamaterialet for 2003 består av om lag 14 500 husholdninger. For 1987 er det om lag 2 700 observasjoner. Det er derfor større usikkerhet knyttet til vurderingene av husholdningenes finansielle stilling i 1987.

**Figur 1** Utvikling i gjeld, disponibel inntekt og finansformue.<sup>1)</sup> Gjennomsnitt. Husholdninger med gjeld. Tusen kroner. 1986-2003



<sup>1)</sup> Eksklusive kollektive forsikringskrav

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

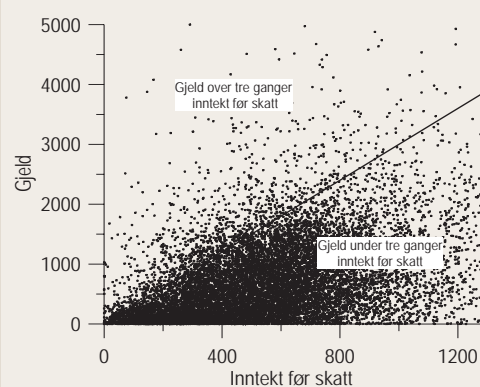
## Utviklingen i gjeld og inntekter

I grove trekk er det en positiv sammenheng mellom gjeld og inntekt. Forskjellene i husholdningenes tilpasning er imidlertid store, se figur 2.

Bankene bruker ofte som tommelfingerregel at husholdningene ikke bør låne mer enn tre ganger inntekt før skatt. Området over den heltrukne linjen består av husholdninger som hadde høyere gjeld enn dette i 2003. Dette tilsvarte 11 prosent av gruppen husholdninger med gjeld.

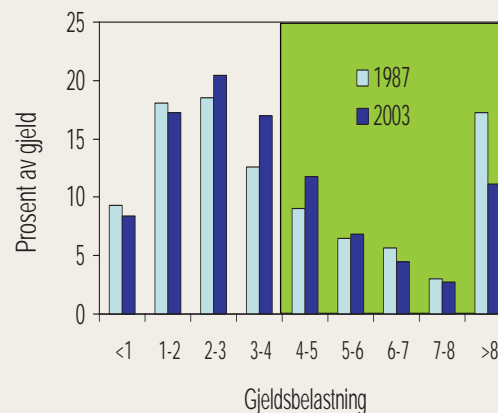
Grensen for lån på tre ganger inntekt før skatt tilsvarer en gjeldsbelastning i intervallet 4–5. Gjeldsbelastning er lån i forhold til disponibel inntekt. Disponibel inntekt er tilnærmet lik inntekt etter skatt fratrukket gjeldsrenter. Andelen av den totale gjelden som ble holdt av husholdninger med gjeldsbelastning over fire, falt fra 41 prosent i 1987 til 37 prosent i 2003, se figur 3. I 1987 var dessuten en langt større andel av gjelden holdt av husholdninger med gjeldsbelastning over åtte. Mye av forskjellene skyldes trolig at skattereglene fram til 1992 gjorde det svært lønnsomt for husholdninger med høy inntekt å låne mye.

**Figur 2** Inntekt og gjeld i husholdninger med gjeld i 2003. 1000 kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3** Andel av gjeld fordelt etter gjeldsbelastning. Prosent. 1987 og 2003

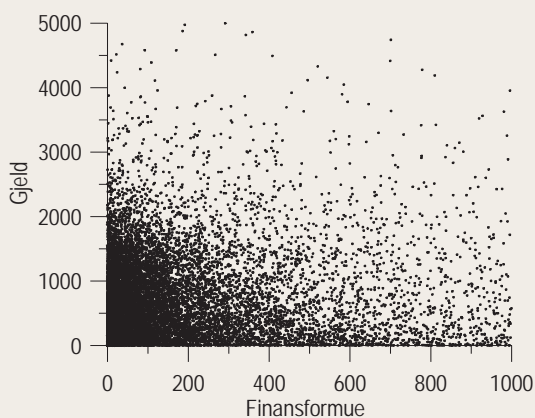


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Utviklingen i gjeld og formue

Figur 4 viser at det ikke er noen klar sammenheng mellom gjeld og finansformue. Finansformuen er skjevt fordelt. Husholdningenes gjennomsnittlige bruttofinansformue var 350 000 kroner i 2003, men om lag 75 prosent av husholdningene hadde en finansformue på under 250 000 kroner. En svært liten andel av husholdningene med høy gjeld hadde høy finansformue.

Figur 4 Gjeld og finansformue i husholdninger med gjeld i 2003. 1000 kroner

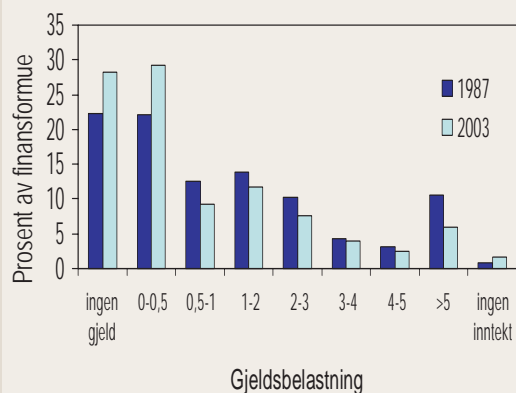


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Andelen av den totale gjelden som ble holdt av husholdninger med små finansielle buffere, økte fra 1987 til 2003. I 1987 var 41 prosent av gjelden holdt av husholdninger hvor finansformuen tilsvarte mindre enn ti prosent av deres gjeld. I 2003 var andelen økt til 50 prosent. Andel av gjeld holdt av husholdninger med både gjeldsbelastning over fire og finansformue under ti prosent av gjelden, økte fra 21 til 24 prosent i denne perioden.

Selv om husholdningene samlet sett har bygget opp finansformue de siste årene, var lite av finansformuen i 2003 holdt av husholdninger med høy gjeldsbelastning, se figur 5. Andelen av finansformuen som ble holdt av husholdninger med gjeldsbelastning over fem, falt fra elleve prosent i 1987 til seks prosent i 2003. Andelen av finansformuen som ble holdt av husholdninger uten gjeld og med gjeldsbelastning under én, økte fra 57 prosent i 1987 til 67 prosent i 2003.

Figur 5 Andel av finansformue fordelt etter gjeldsbelastning. Prosent. 1987 og 2003



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Samlet vurdering

En betydelig andel av gjelden i 2003 ble holdt av husholdninger med høy gjeldsbelastning. Samtidig ble bare en liten del av finansformuen holdt av husholdninger med høy gjeldsbelastning. Veksten i finansformue har derfor bare i begrenset grad redusert risikoen knyttet til den sterke gjeldsveksten.



## 2.3 Foretakene

### Bedret lønnsomhet

Foretakenes lønnsomhet bedret seg kraftig fra 2003 til 2004. Driftsmarginen økte i de fleste næringene. Lave renter resulterte i en klar nedgang i netto finanskostnader i 2004. Dette bidro til en sterk økning i egenkapitalavkastningen, se figur 2.14. Alle næringer hadde en positiv utvikling i lønnsomheten fra 2003 til 2004, se figur 2.15. Spesielt var det høy avkastning innen forretningsmessig tjenesteyting og bygg og anlegg.

Høy oljepris bidro til at lønnsomheten i foretakene innen olje- og gasssektoren bedret seg kraftig fra 2003 til 2004.

De børsnoterte selskapenes resultater for de første tre kvartalene i år viser en fortsatt god lønnsomhetsutvikling i de fleste næringer. Forventninger om gode resultater, blant annet som følge av høy oljepris, har ført til en kraftig stigning i aksjekursene det siste året. Utviklingen i de børsnoterte selskapene gir en sterk indikasjon på at hele Foretaks-Norge bedret lønnsomheten i de første tre kvartalene i år.<sup>1</sup>

Den gode økonomiske utviklingen førte til en ytterligere nedgang i antall konkurser gjennom de tre første kvartalene i 2005.

### Lavere konkurssannsynligheter

Norges Banks konkursprediksjonsmodell anslår sannsynligheten for at et aksjeselskap vil gå konkurs i løpet av de kommende tre regnskapsårene. De predikerte konkurssannsynlighetene etter regnskapsåret 2004 er litt lavere enn året før. Nedgangen er større for de mest utsatte foretakene enn for medianforetaket, se figur 2.16.

Risikovektet gjeld, definert som konkurssannsynlighet multiplisert med bankgjeld, er et grovt anslag på finansinstitusjonenes framtidige tap. Risikovektet gjeld i prosent av bankgjeld uttrykker forventet tap per gjeldskrone ved konkurs og ingen dividende fra boet. Både en nedgang i bankgjelden og lavere sannsynligheter for konkurs i flere sentrale næringer bidro til en reduksjon i den risikovektede gjelden. Bedringen var sterkest i forretningsmessig tjenesteyting, se figur 2.17.

### Økt kredittvekst og høye investeringer

Høy etterspørsel og god lønnsomhet har bidratt til at fastlandsforetakenes realinvesteringer har tatt seg opp de siste kvartalene. Fra andre kvartal 2004 til andre kvartal 2005 var det en økning i realinvesteringene i fastlandsnæringene på vel 15 prosent. Veksten i investeringene har vært høy både innen industri og innen varehandel og tjenesteyting. Som følge av

<sup>1</sup> Se rammen "Sammenhengen mellom resultater for selskapene på Oslo Børs og for hele Foretaks-Norge" i *Finansiell stabilitet 2/2004*.

Figur 2.14 Nøkkeltall for foretakssektoren.<sup>1)</sup> Årstall. Prosent. 1989 – 2004

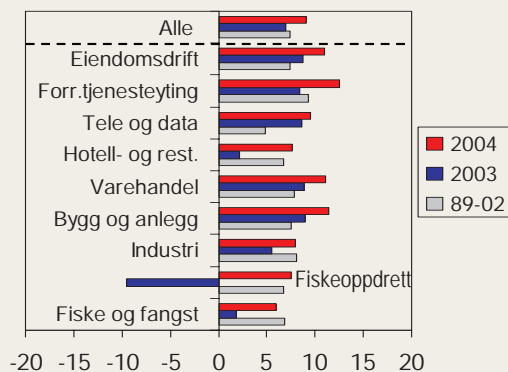


<sup>1)</sup> Aksjeselskaper unntatt foretak i olje- og gassnæringen, finansnæringen og holdingselskaper

<sup>2)</sup> Gjeldsrente er beregnet som forholdet mellom rentekostnader og total gjeld

Kilde: Norges Bank

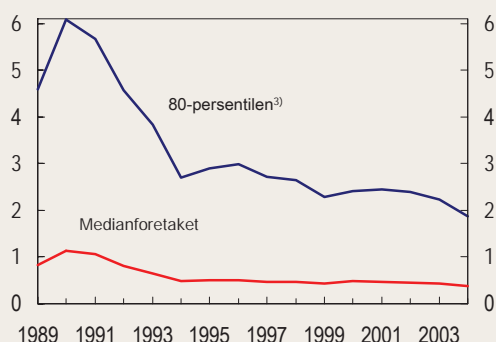
Figur 2.15 Totalkapitalavkastning.<sup>1)</sup> Gjennomsnitt. Prosent



<sup>1)</sup> Aksjeselskaper unntatt foretak i olje- og gassnæringen, finansnæringen og holdingselskaper

Kilde: Norges Bank

Figur 2.16 Predikerte konkurssannsynligheter<sup>1)</sup> for ikke-finansielle foretak.<sup>2)</sup> Prosent. Årstall. 1989 – 2004



<sup>1)</sup> Sannsynligheter for å gå konkurs innen tre år. Nivået på konkurssannsynlighetene i 2004 er justert for manglende regnskaper

<sup>2)</sup> Unntatt foretak i olje- og gassnæringen og holdingselskaper

<sup>3)</sup> Består av foretaket som har høyere konkurssannsynlighet enn 80 prosent av foretakene og lavere konkurssannsynlighet enn 20 prosent av foretakene

Kilde: Norges Bank

store pågående utbygginger, blir veksten i oljeinvesteringene svært høy i 2005. Utsikter til fortsatt høye oljepriser vil kunne bidra til at oljeinvesteringene holder seg oppe også når de pågående utbyggingene ferdigstilles.

Veksten i kreditt til foretakene har etter hvert tatt seg opp. Samlet kredittvekst til fastlandsforetakene siste tolv måneder var på 4,1 prosent ved utgangen av august i år, se figur 2.18. Veksten i kreditt fra innenlandske kilder har økt, samtidig som veksten i kreditt fra utenlandske kilder har vært negativ. Vridningen mot innenlandsk finansiering er i hovedsak drevet av foretakene i Fastlands-Norge. Kredittveksten til foretakene innen olje og sjøfart har økt både fra innenlandske og utenlandske kilder. Fastlandsforetakenes vridning mot innenlandsk finansiering er trolig i stor grad motivert av det lave rentenivået i Norge.

### Foretakenes finansiering og eiendeler

Foretakene bygger opp finansielle aktiva og realkapital, se figur 2.19. Foretakenes behov for å ta opp lån for å finansiere disse investeringene avhenger av beholdningen av likvide interne midler og tilgangen på nye interne midler fra virksomheten. Stigende lønnsomhet i foretakene bidro til at tilgangen på interne midler økte markert fra 2003 til 2004.

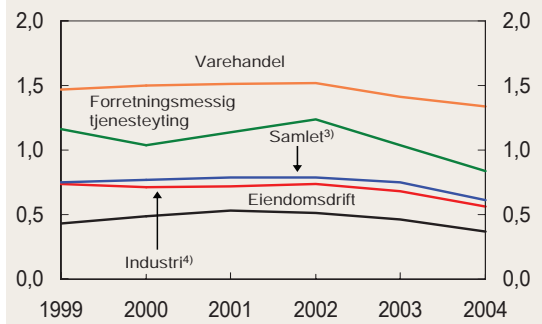
Egenkapitalandelen har i gjennomsnitt økt både samlet og i de fleste næringer de siste årene, se figur 2.20. Bildet er noe annerledes når en ser på spredning innenfor hver næring. Høye utbytter har bidratt til at foretak med middels og høy egenkapitalandel har redusert sin egenkapitalandel. I mange næringer har medianforetaket (fordelt etter egenkapitalandelen) redusert egenkapitalandelen noe. Foretak med lav egenkapitalandel har derimot styrket sin soliditet betydelig.

Utbyttene har vært svært høye de siste årene, trolig som følge av tilpasninger til den vedtatte utbytteskatten fra 2006. I forhold til egenkapitalen har utbyttene økt markert de siste årene, se figur 2.21. En god del av utbyttene blir reinvestert i foretakene. Dette vil skje i form av egenkapitalinnskudd eller ved å yte lån til foretakene.

Banklån har tradisjonelt sett vært foretakenes viktigste kilde til finansiering, se figur 2.22. Foretakene finansierer seg imidlertid også ved lån fra utlandet, obligasjons- og sertifikatgjeld og lån fra andre finansforetak. I perioden fra 1995 til 1999 økte foretakenes gjeld betydelig. Dette var en oppgangsperiode med økte investeringer. De siste fem årene har foretakenes gjeld stabilisert seg. Oppgangen i investeringene i 2004 og 2005 er i stor grad blitt finansiert ved egne midler.<sup>2</sup>

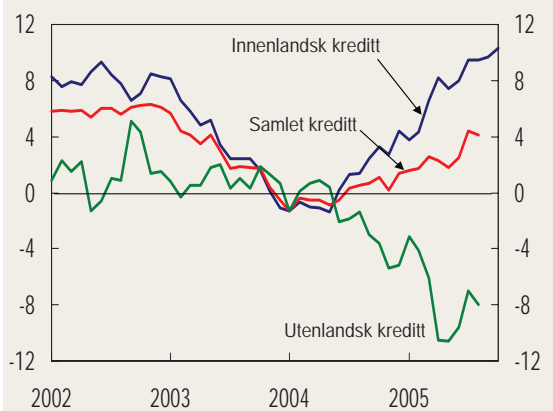
<sup>2</sup> Tallene i figur 2.22 er ikke direkte sammenlignbare med tallene i figur 2.24. Det skyldes i hovedsak at tallene i figur 2.24 er fra en database hvor bare gjeld til andre sektorer inngår. I figur 2.22 inngår også foretakenes gjeld til andre foretak.

Figur 2.17 Risikovektet gjeld<sup>1)</sup> i prosent av bankgjeld i utvalgte næringer og samlet.<sup>2)</sup> Årstall. 1999 – 2004



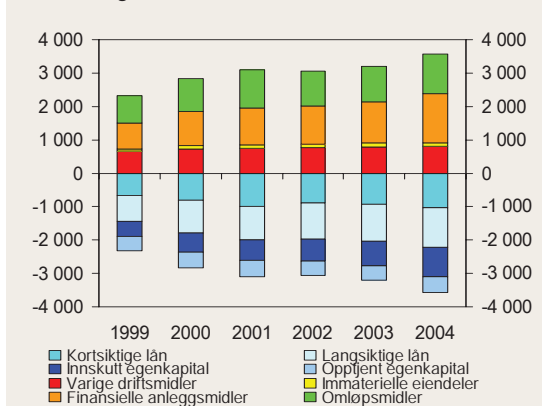
<sup>1)</sup> Risikovektet gjeld er beregnet som konkurssansynlighet multiplisert med bankgjeld for hvert foretak og deretter summert for alle foretak  
<sup>2)</sup> Nivået i 2004 er korrigert for manglende regnskaper  
<sup>3)</sup> Ikke-finansielle foretak unntatt foretak i olje- og gassnæringen og holdingselskaper  
<sup>4)</sup> Unntatt bergverksdrift  
 Kilde: Norges Bank

Figur 2.18 Kredittvekst til foretakene i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstall. Jan. 02 – sep. 05



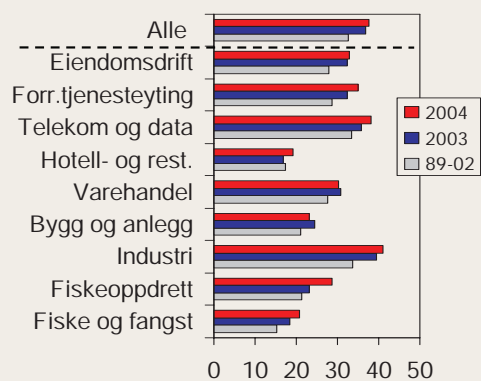
Kilde: Norges Bank

Figur 2.19 Foretakenes eiendeler og finansiering.<sup>1)</sup> Beholdning. Milliarder kroner. Årstall. 1999 – 2004



<sup>1)</sup> Aksjeselskaper unntatt foretak i olje- og gassnæringen, finansnæringen og holdingselskaper  
 Kilde: Norges Bank

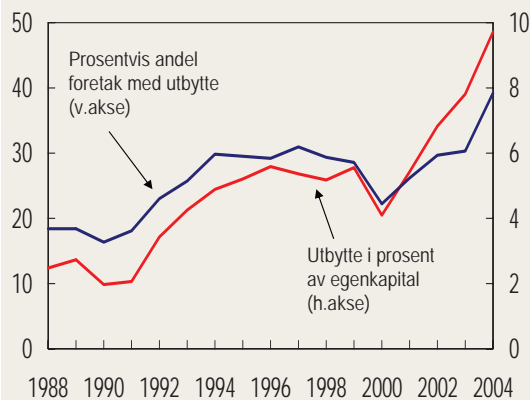
Figur 2.20 Egenkapitalandel.<sup>1)</sup> Gjennomsnitt. Prosent



<sup>1)</sup> Aksjeselskaper unntatt foretak i olje- og gassnæringen, finansnæringen og holdingselskaper

Kilde: Norges Bank

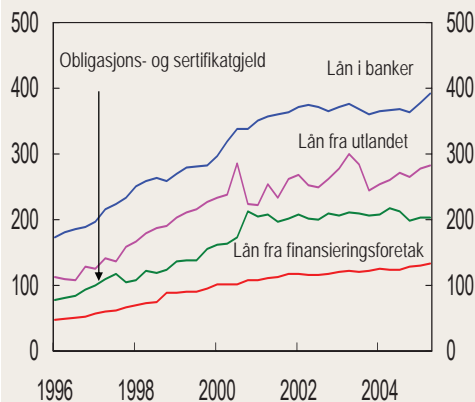
Figur 2.21 Utbytte i ikke-finansielle foretak.<sup>1)</sup> Årstall. 1988 – 2004



<sup>1)</sup> Unntatt foretak i olje- og gassnæringen og holdingselskaper

Kilde: Norges Bank

Figur 2.22 Ikke-finansielle foretaks gjeld til andre sektorer. Beholdning. Milliarder kroner. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 2. kv. 05



Kilde: Norges Bank

## Markedet for næringsseiendom i bedring

Godt over en tredjedel av bankenes utlån til foretakssektoren er til foretak innen eiendomsdrift. Det lave rentenivået har bidratt til en bedring i lønnsomheten til foretak innen eiendomsdrift.

På grunn av lav rente, god likviditet i markedet og relativ høy optimisme, har prisene på næringsseiendommer steget de siste to årene. Fra første halvår 2003 til tilsvarende periode i år steg prisene på kontor- og forretningseiendommer med 24 prosent.

Langsiktige renter har lenge vært lave både ute og hjemme. I jakten på avkastning er næringsseiendom blitt mer attraktivt. Den totale omsetningen av næringsseiendom i Norge ser ut til å bli betydelig høyere i 2005 enn i 2004, se figur 2.23. Imidlertid er det fortsatt langt høyere omsetning av næringsseiendom i Sverige. Den totale omsetningen av næringsseiendom i Sverige var i overkant av 90 milliarder svenske kroner i 2004.

Økt etterspørsel etter næringsseiendom som investeringsobjekt har resultert i en økning i aktiviteten til syndikeringselskaper.<sup>3</sup> De tilrettelegger for institusjonelle og private investorer som ønsker å plassere midler i eiendomsprosjekter. Det har vært gjennomført store slike prosjekter i flere byer det siste året. Syndikeringselskaper sto for 35 prosent av den totale omsetningen av næringsseiendom i 2004, og har stått for 29 prosent av den totale omsetningen av næringsseiendom hittil i år.<sup>4</sup>

De første eiendomsfondene i Norge ble etablert i løpet av 2004. Slike fond gjør det lettere for institusjonelle investorer å plassere midler i eiendom på tvers av landegrensene. Dette tyder på at næringsseiendom er blitt et mer likvid investeringsobjekt i Norge. Eiendomsfond har lenge vært utbredt ellers i Europa.

Prisene i leiemarkedet for kontorlokaler er på vei opp. I sentrumsnære soner har det vært en økning i leieprisene i flere byer, mens utviklingen har vært noe svakere i randsonene. Arealledigheten for kontorlokaler er på vei ned i alle de største byene.

## Utviklingen fremover

God lønnsomhet og lav gjeldsvekst bidro til å trekke gjeldsbelastningen ned i flere næringer i 2004, se figur 2.24. Det forventes at foretakenes kontantoverskudd vil øke mer enn

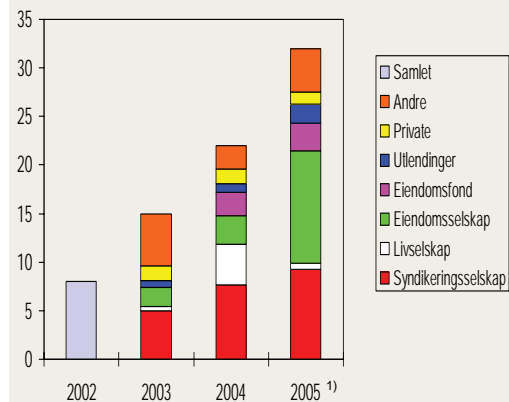
<sup>3</sup> Et syndikeringselskap opererer som en prosjektmegler. Selskapet kjøper en eiendom, oppretter et nytt selskap som skal eie denne eiendommen, og selger deretter selskapsandeler i dette nye selskapet til investorer. Gjennom syndikering får også mindre investorer tilgang til markedet for næringsseiendom.

<sup>4</sup> Kilde: DnB NOR Eiendomsmegling

deres gjeld i 2005, slik at gjeldsbelastningen vil gå ytterligere ned. Den allerede lave rentebelastningen faller ytterligere i innværende år, men vil ifølge våre fremskrivninger kunne øke fram mot 2008, se figur 2.25. Fremskrivninger med en makroøkonometrisk modell for antall konkurser<sup>5</sup> antyder at konkurseraten kan holde seg nokså stabil og på et moderat nivå de neste årene. Bedret soliditet og utsikter til fortsatt god lønnsomhet gjør at foretakene synes å være godt rustet til å tåle en økning i rentebelastningen. Risikoen knyttet til utlån til næringsmarkedet samlet sett er relativt lav og synes på kort sikt noe mindre enn for et halvt år siden.

På lengre sikt er det flere usikkerhetsmomenter. I første rekke er disse knyttet til utviklingen i oljeprisen og andre priser på norske eksportvarer. På den ene siden vil et oljeprisfall redusere overskuddene og investeringene i oljeselskapene. Dette vil etter hvert dempe aktiviteten og lønnsomheten i bedrifter som leverer varer og tjenester til oljeselskapene. På den annen side vil en lavere oljepris kunne føre til sterkere økonomisk vekst ute og dermed økt etterspørsel rettet mot norske eksportnæringer. Dette vil isolert sett bedre lønnsomheten i foretakene. Lønnsomheten i konkurranseutsatte næringer vil også avhenge av kostnadsutviklingen. Ytterligere økninger i oljeprisen eller økt bruk av oljepenger vil kunne bidra til sterkere kronekurs og svakere konkurranseevne overfor utenlandske bedrifter. I tillegg vil innføring av obligatorisk tjenestepensjon øke kostnadene. Dette vil trolig i noen grad motsvares av lavere lønnstillegg.

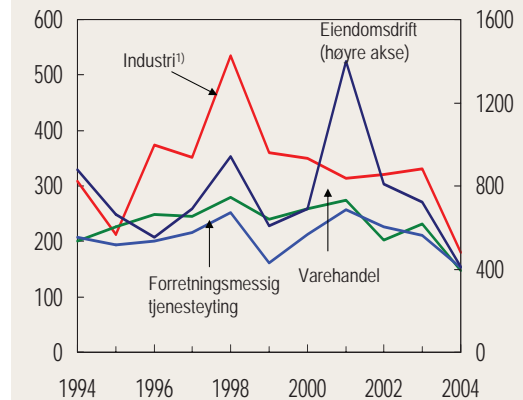
Figur 2.23 Totalomsetning av næringsseidom i Norge fordelt på type investor. Milliarder kroner. 2002 – 2005



<sup>1)</sup> Årsanslag basert på faktiske tall per 3. kvartal 2005

Kilder: DnB NOR Næringsmegling og Norges Bank

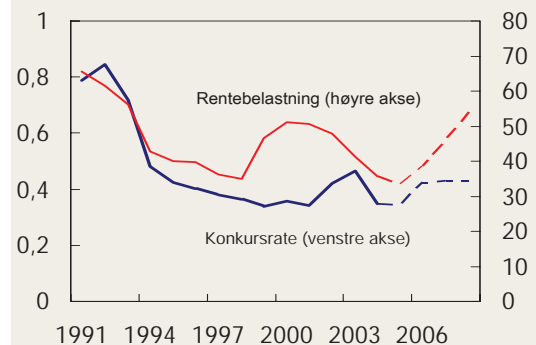
Figur 2.24 Gjeldsbelastning før skatt i utvalgte næringer. Prosent av kontantoverskudd. Årstall. 1994 – 2004



<sup>1)</sup> Unntatt Bergverksdrift

Kilde: Norges Bank

Figur 2.25 Prosentandel av foretakene som går konkurs og rentebelastning<sup>1)</sup> i ikke-finansielle foretak.<sup>2)</sup> Årstall. 1991 – 2008<sup>3)</sup>



<sup>1)</sup> Renteutgifter i prosent av kontantoverskudd. Kontantoverskudd = Bruttoprodukt – lønnskostnader + formuesinntekter

<sup>2)</sup> Utenom olje- og gasssektoren og utenriks sjøfart

<sup>3)</sup> Fremskrivninger for 2005 - 2008

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>5</sup> En gjennomgang av denne modellen er gitt i en egen ramme i *Finansiell stabilitet 1/2005*.

# Makroøkonomiske gapindikatorer

Stor optimisme i oppgangstider kan drive formuespriser og investeringer opp og føre til høy kredittvekst. Dette kan bidra til oppbygging av finansielle ubalanser. Ved negative hendelser i økonomien vil optimismen avta, slik at formuespriser og investeringer faller. Verdien av bankenes sikkerheter for utlån blir forringet. Problemer med å betjene gjelden kan også melde seg, og tapene i bankene kan øke. Makroøkonomiske indikatorer har vist seg å kunne varsle oppbyggingen av finansielle ubalanser.<sup>1</sup>

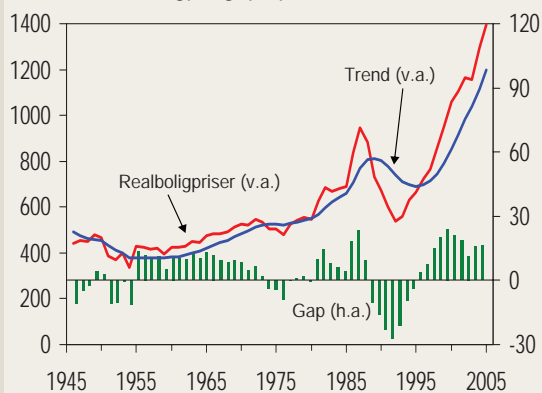
Vi har beregnet avviket mellom faktisk utvikling og trend for realboligpriser, brutto realinvesteringer og kreditt til publikum, de to siste i prosent av brutto nasjonalprodukt.<sup>2</sup> Indikatorene er mekaniske beregninger. Tallene påvirkes av beregningsmetode. Indikatorene kan likevel fungere som en enkel kryssjekk på den øvrige analysen i rapporten.

En analyse på norske data viser at disse historiske indikatorene har økt i forkant av tidligere perioder med finansiell ustabilitet.<sup>3</sup> Analysen avdekker med få unntak et felles mønster for indikatorene, med en økning i gapene fra ett til seks år forut for periodene med finansiell ustabilitet og påfølgende fall. Som regel har minst to av gapindikatorerne hatt høye verdier forut for periodene med finansiell uro. Erfaringene viser at det er flere faktorer og begivenheter som har virket inn når finansiell ustabilitet er blitt utløst. Derfor vil en kombinasjon av indikatorer øke styrken ved analysen. Internasjonale studier viser at liknende indikatorer også har gode prediksjonsegenskaper for en del andre land. Vi har derfor beregnet verdier for indikatorene fram til 2005. Hensikten er å se om indikatorene antyder at ubalanser i boligpriser, kreditt og investeringer er i ferd med å bygges opp.

Figur 1 viser utviklingen i realboligprisgapet. Målt på denne måten er boligprisene nå relativt høye. Realboligprisgapet på 16 prosent er imidlertid noe lavere enn på slutten av 1980-tallet. Indikatoren tar imidlertid ikke hensyn til utviklingen i fundamentale faktorer som er viktige for boligprisene, herunder lave renter.

Figur 2 og 3 viser utviklingen i kredittgapet og investeringsgapet. Utsattheten i ikke-finansiell sektor (husholdninger, ikke-finansielle foretak og kommuner) vil avhenge ikke bare av gjeldsveksten, men også av gjeldsnivået. Sterk kredittvekst i noen år med utgangspunkt i et lavt gjeldsnivå vil ikke nødvendigvis representere noen trussel for gjelds-

Figur 1 Realboligpriser,<sup>1)</sup> indeks 1819=100, og trend<sup>2)</sup>. Realboligprisgap i prosent. 1946-2005



<sup>1)</sup> Boligprisindeks deflatert med konsumprisindeks. Anslag for 2005

<sup>2)</sup> Trend beregnet ved Hodrick-Prescott filter og rekursiv metode på data for perioden 1819-2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

betjeningsevnen. Situasjonen vil være annerledes dersom kredittveksten er sterk og nivået på gjelden er høy i utgangspunktet. For å ta hensyn til slike effekter benytter vi indikatorer for investeringer og kreditt i forhold til BNP framfor vekstrater over et kortere tidsrom.

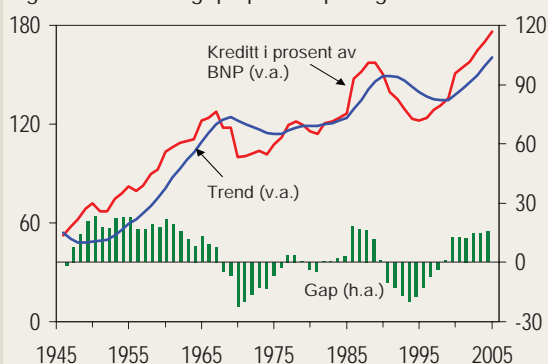
Det beregnede gapet i kreditt for 2005 er relativt høyt, men fortsatt under toppnivåene fra tidligere perioder. Investeringsgapet for 2005 er moderat i en historisk sammenheng.

Vanligvis faller gapene raskt fra sine høye verdier i perioder med finansiell uro. Samtidig kan gapene være vedvarende høye over en lengre periode uten at det fører til finansiell ustabilitet. Det siste kan snarere karakteriseres som unntaket enn regelen. Et eksempel på det var utviklingen på 1950- og 1960-tallet, da både boligprisgapet og kredittgapet var høye uten at det oppstod finansiell uro. Det er

flere forklaringer på det. For det første var bolig- og kredittmarkedet regulert på denne tiden. Internasjonalt var det få bankkriser i denne perioden siden de finansielle markedene var regulert. For det andre var 1950- og 1960-tallet preget av en stabil makroøkonomisk utvikling.<sup>4</sup> For det tredje var boligprisgapet noe lavere enn det vi forbinder med tidligere bankkriser. Og for det fjerde var renten som låntakerne stod overfor i denne perioden, lav.

Ubalanser blir bygget opp over tid. Når det kommer forstyrrelser i økonomien, blir det finansielle systemet satt på prøve. Hvorvidt det er i stand til å motstå presset, avhenger blant annet av kvaliteten på bankenes portefølje og av bankenes kapitaldekning. Analysen av gapindikatorerne må derfor suppleres med en analyse av robustheten i banksektoren. Gapindikatorerne i analysen viser utsattheten i økonomien for øvrig.

**Figur 2** Kreditt i prosent av brutto nasjonalprodukt<sup>1)</sup> og trend<sup>2)</sup>. Kredittgap i prosentpoeng. 1946-2005

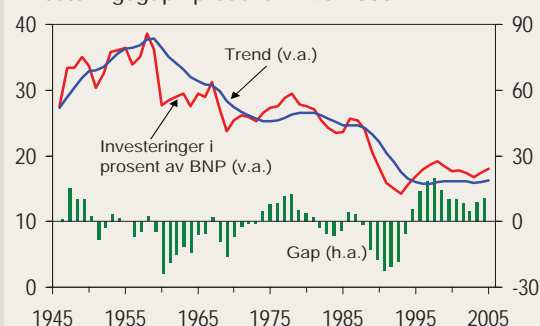


<sup>1)</sup> Samlet kreditt til publikum i prosent av brutto nasjonalprodukt. F.o.m. 1995 samlet kreditt til Fastlands-Norge i prosent av BNP Fastlands-Norge (markedsverdi). Anslag for 2005

<sup>2)</sup> Trend beregnet ved Hodrick-Prescott filter og rekursiv metode på data for perioden 1899-2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3** Brutto investeringer i fast realkapital i prosent av brutto nasjonalprodukt<sup>1)</sup> og trend<sup>2)</sup>. Investeringsgap i prosent. 1946-2005



<sup>1)</sup> Brutto investeringer i fast realkapital eksklusive lagerendringer/statistiske avvik i prosent av brutto nasjonalprodukt. F.o.m. 1970 brutto investeringer i fast realkapital i Fastlands-Norge i prosent av BNP Fastlands-Norge (markedsverdi). Anslag for 2005

<sup>2)</sup> Trend beregnet ved Hodrick-Prescott filter og rekursiv metode på data for perioden 1830-2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Se Borio, Claudio og Philip Lowe (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers* nr.114

<sup>2</sup> Analysen bruker Hodrick-Prescott filter og en rekursiv metode for beregning av trenden. Hodrick-Prescott filter er en enkel, teknisk metode som forutsetter at en tidsserie kan dekomponeres i en trendkomponent og en syklisk komponent. Ved bruk av en rekursiv metode tas det ikke hensyn til utviklingen i variabelen etter året som analyseres. Metoden er den samme som i Borio, Claudio og Philip Lowe (2002).

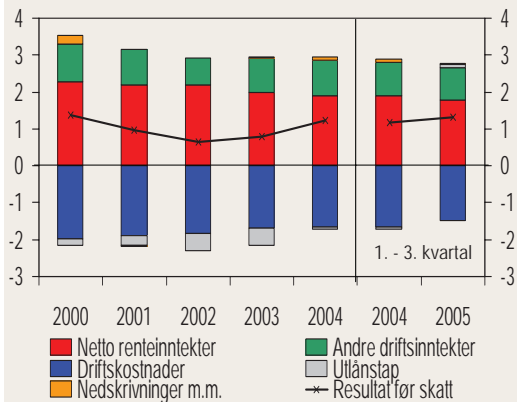
<sup>3</sup> Riiser, Magdalena D. (2005): "Boligpriser, aksjekurser, investeringer og kreditt – hva sier de om bankkriser? En historisk analyse på norske data", *Penger og Kreditt* 2/2005, s. 98-106, [www.norges-bank.no/publikasjoner/penger\\_og\\_kreditt/2005-02/riiser.pdf](http://www.norges-bank.no/publikasjoner/penger_og_kreditt/2005-02/riiser.pdf)

<sup>4</sup> Steigum, Erling (2004): "Financial deregulation with a fixed exchange rate: Lessons from Norway's boom-bust cycle and banking crisis" i Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim og Bent Vale (red): *The Norwegian banking crisis, Norges Banks skriftserie* nr. 33, Oslo, s. 23-76

## 3 | Finansinstitusjonene

Det norske bankmarkedet er de siste årene blitt mer internasjonalt, se ramme på side 39. Bankene er også blitt mer sammenvevd med andre finansinstitusjoner. Bankvirksomheten utgjør hoveddelen av de fleste finanskonsernene i Norge (vedleggstabell 12).

**Figur 3.1** Bankenes<sup>1)</sup> resultater. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Årstill. 2000 – 2005



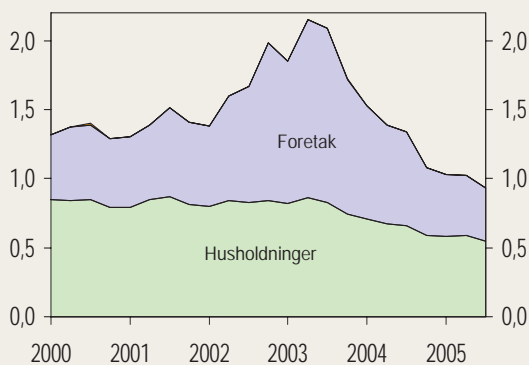
<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske filialer i Norge  
Kilde: Norges Bank

Hovedvekten i dette kapittelet er lagt på omtale og analyse av de norske bankene og datterbanker av utenlandske banker. I analyser av markedsforhold inkluderes også filialer av utenlandske banker. Utviklingen i andre finansinstitusjoner omtales når dette kan ha betydning for bankene og for finansiell stabilitet generelt.

### 3.1 Gode resultater og god soliditet

Bankenes resultater har vært gode hittil i år. Resultatet før skatt er bedre enn i tilsvarende periode i fjor, se figur 3.1. Egenkapitalavkastningen i de største norske bankene har økt det siste året og er fullt på høyde med egenkapitalavkastningen i de store nordiske finanskonsernene (vedleggstabell 7).

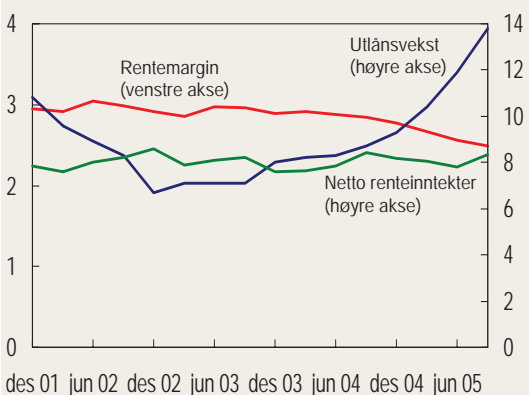
**Figur 3.2** Bankenes<sup>1)</sup> beholdning av brutto misligholdte lån til husholdninger og foretak. Prosent av brutto utlån til publikum. Kvartalstill. 1. kv. 00 – 3. kv. 05



<sup>1)</sup> Alle banker i Norge  
Kilde: Norges Bank

De gode resultatene skyldes i stor grad svært lave utlånstap og lavere driftskostnader. Lavere utlånstap har sammenheng med at andelen misligholdte lån har avtatt markert siden andre kvartal 2003, se figur 3.2. I de første tre kvartalene av 2005 har det vært større tilbakeføringer på eldre tapsengasjementer enn nye utlånstap. Dette har resultert i en netto inntektsføring på posten utlånstap (figur 3.1). Økt bruk av automatiserte tjenester er en viktig årsak til reduserte driftskostnader.

**Figur 3.3** Bankenes<sup>1)</sup> rentemargin og tolv måneders utlånsvekst til publikum i prosent. Kvartalsvise netto renteinntekter i milliarder kroner. 4. kv. 01 – 3. kv. 05



<sup>1)</sup> Alle banker i Norge  
Kilde: Norges Bank

Betydningen av netto renteinntekter har avtatt litt de siste ti årene, men utgjør fremdeles om lag to tredjedeler av bankenes samlede driftsinntekter. Bankenes høye utlånsvekst har kompensert for den fallende rentemarginen, slik at bankene har klart å opprettholde netto renteinntekter målt i kroner, se figur 3.3. Sett i forhold til gjennomsnittlig forvaltningskapital har imidlertid netto renteinntekter falt. Bankenes inntekter fra betalingsformidling og provisjoner har steget noe de siste ti årene, se figur 3.4. Disse inntektene varierer lite fra år til år og har bidratt til et mer diversifisert inntektsgrunnlag for bankene.

Konkurransen i bankmarkedet har gitt press på gebyrer, blant annet på betalingsformidling. Enkelte banker tilbyr gebyrfrie tjenester til alle kunder, mens i noen andre banker er gebyrfrihet forbeholdt fordelskunder. Fordelskundene må imidlertid betale en fast avgift for å være med i fordelsprogrammer. Dette gjør det vanskeligere for kundene å sammenligne prisene på de ulike tjenestene, se også Norges Banks *Årsrapport om betalingsformidling 2004*.

Bankenes rentemargin har falt de siste årene, se figur 3.5.<sup>1</sup> En årsak er den kraftige veksten i utlån til husholdninger. Disse lånene har i gjennomsnitt lavere margin enn utlån til foretak. Forskjellen mellom utlånsmarginen på lån til foretak og husholdninger er imidlertid blitt mindre i løpet av de siste to årene (figur 3 i sammendraget). Nedgangen i utlånsmarginen på foretakslån gjenspeiler skjerpet konkurranse mellom bankene og gode resultater i foretakssektoren.

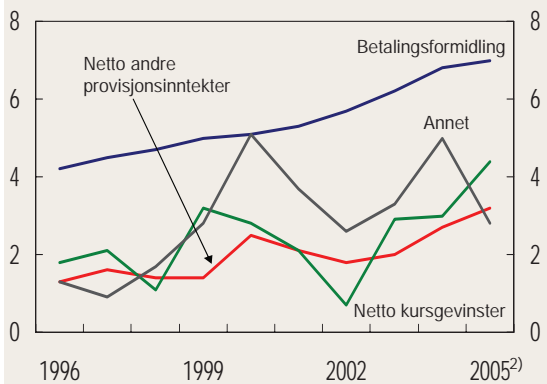
Pengemarkedsrentene falt kraftig fra slutten av 2002 og til et meget lavt nivå våren 2004. En tilsvarende reduksjon av innskuddsrentene ville ført til gjennomsnittlige innskuddsrenter helt ned mot 0 prosent. Det er derfor en nedre grense for innskuddsrentene. Dette bidro til at innskuddsmarginen falt gjennom 2003. På den annen side økte utlånsmarginen betydelig i samme periode. Norges Banks styringsrente var 1,75 prosent fra mars 2004 til juni 2005. I løpet av det siste halvåret er styringsrenten blitt hevet med totalt ett halvt prosentpoeng. I perioder med økende pengemarkedsrenter kan varslingsreglene i finansavtaleloven medføre et midlertidig press på utlånsmarginen. Grunnen er at varslingsfristen for renteendringer på utlån som hovedregel er seks uker.

Bankenes rentemarginer har sunket i alle de skandinaviske landene de siste årene, se figur 3.6. Rentemarginen i norske banker er lavere enn i de største bankene i Sverige, men litt høyere enn i Danmark. I Norge står bankene for en meget stor andel av boliglånene, mens boliglån i Danmark og Sverige i betydelig grad gis av kredittforetak som kalles henholdsvis *realkreditinstitutter* og *bostadsinstitut*. En stor andel av lånene med lav risiko i disse landene er dermed i andre finansinstitusjoner enn banker. Dette skulle isolert sett tilsi at vi kunne vente noe lavere rentemarginer i bankene i Norge enn i de andre skandinaviske landene. Prissettingen på betalingstjenester i Norge tar i større grad hensyn til kostnadene ved å produsere tjenestene enn i Danmark og Sverige. Bankene i disse landene må dekke inn disse kostnadene på andre måter, blant annet gjennom rentemarginen. Dette trekker også i retning av at bankenes rentemargin i Norge kunne være lavere enn i disse landene. Sett i forhold til situasjonen i Danmark tyder dette på at konkurransen kan bidra til å redusere rentemarginen i norske banker ytterligere.

Kjernekapitaldekningen for alle norske banker sett under ett har avtatt noe siden årsskiftet, se figur 3.7. Soliditeten er likevel fremdeles god. Isolert sett bidrar den kraftige utlånsveksten til å svekke kjernekapitaldekningen. På den annen

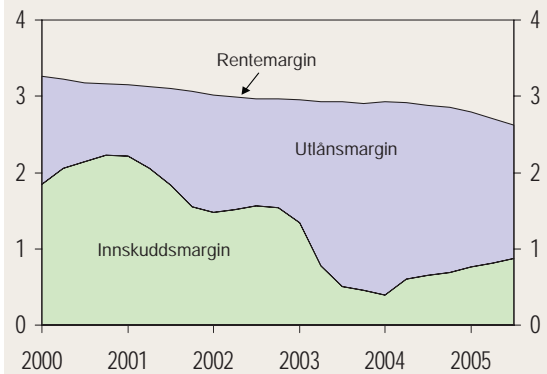
<sup>1</sup> Rentemarginen er definert som gjennomsnittlig utlånsrente minus gjennomsnittlig innskuddsrente. Rentemarginen viser således hva bankene tjener på utlån når utlånene er finansiert ved innskudd. For å dele inn i utlåns- og innskuddsmargin benyttes 3-måneders pengemarkedsrente (NIBOR). Utlånsmarginen er definert som utlånsrente minus pengemarkedsrente, mens innskuddsmarginen er definert som pengemarkedsrente minus innskuddsrente.

Figur 3.4 Bankenes<sup>1)</sup> ulike typer andre driftsinntekter. Milliarder kroner. Årstall. 1996 – 2005



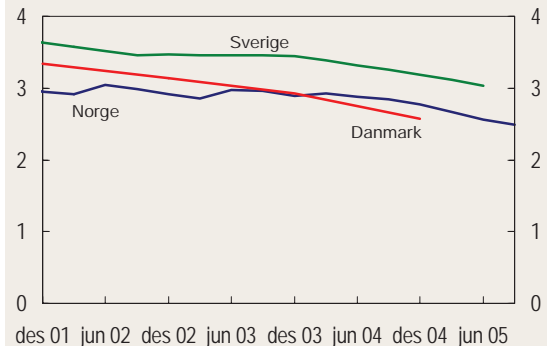
<sup>1)</sup> Alle banker i Norge  
<sup>2)</sup> Tallene per 3. kvartal 2005 er annualiserte  
 Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Bankenes<sup>1)</sup> rentemargin og oppdeling i innskudds- og utlånsmargin.<sup>2)</sup> Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 05



<sup>1)</sup> Alle banker i Norge  
<sup>2)</sup> Glidende gjennomsnitt over siste fire kvartaler  
 Kilde: Norges Bank

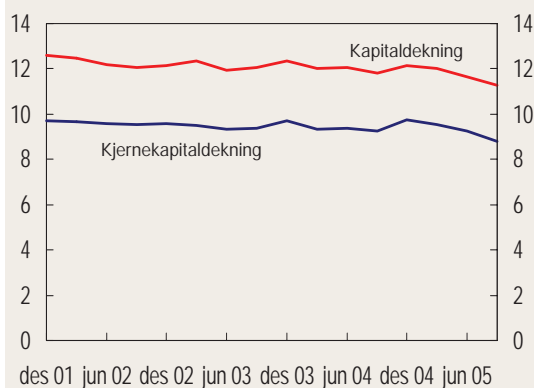
Figur 3.6 Bankenes<sup>1)</sup> rentemarginer i de skandinaviske landene. Prosent. Kvartalstall for Norge og Sverige. 4. kv. 01 – 3. kv. 05. Årstall for Danmark. 2001 – 2004



<sup>1)</sup> Alle banker i Norge. Storbankene i Sverige. De om lag 50 største bankene i Danmark  
 Kilder: Norges Bank, Sveriges Riksbank og Danmarks Nationalbank



**Figur 3.7** Norske bankers<sup>1)</sup> kapitaldekning og kjernekapitaldekning. Prosent. Kvartalstall. 4. kv. 01 – 3. kv. 05



<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske filialer i Norge

Kilde: Norges Bank

### Sentrale risikotyper

**Kredittrisiko:** Risikoen for tap som følge av at en motpart ikke innfrir sine forpliktelser, for eksempel ved at en låntaker ikke betaler renter og/eller avdrag.

**Likviditetsrisiko:** Risikoen for vesentlige ekstrakostnader som følge av bortfall av finansiering, det vil si at bankens långivere ikke lenger kan eller ønsker å yte kreditt til banken, eller at en motpart ikke innfrir sine forpliktelser til rett tid.

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

**Operasjonell risiko:** Risikoen for tap som følge av avbrudd av driftsmessig art, for eksempel feil i IT-systemer eller maskinvare, regelbrudd og bedragerier.

side bidrar bankenes økte andel boliglån til at grunnlaget for kapitalkravet vokser mindre enn forvaltningskapitalen, siden boliglån har lavere risikovekt enn lån til næringsmarkedet. Det nye regelverket for bankenes kapitaldekning, Basel II, skal gradvis tre i kraft fra 2007. Med Basel II vil risikovekten for boliglån bli en god del lavere enn i dag. En forklaring på den noe lavere kapitaldekningen kan derfor være at bankene allerede er i ferd med å tilpasse seg til Basel II.

## 3.2 Risikobildet for bankene

Bankene står overfor flere typer risiko, se boks i margin. Bare en liten del av norske bankers forvaltningskapital består av eiendeler som er direkte utsatte for markedssvingninger, hvorav omløpsaksjer utgjør en veldig liten andel. Norske bankers markedsrisiko anses derfor å være relativt lav. Nedenfor analyseres bankenes kredittrisiko og likviditetsrisiko.

### Kredittrisiko

Bankenes samlede utlån til publikum utgjør over tre fjerdedeler av den totale forvaltningskapitalen. Kredittrisiko er derfor bankenes største risikokilde. Veksten i kreditt til publikum fra innenlandske kilder (K2) har vært høy over flere år. Siden begynnelsen av 2004 har kredittveksten fra banker vært høyere enn veksten i K2. En trolig forklaring er høyere vekst i boliglån, som bankene er den største tilbyder av, enn i andre typer lån.

Bankene låner ut til personmarkedet og næringsmarkedet. Lån til husholdninger som er selvstendige næringsdrivende inngår i næringsmarkedet. Den kraftige veksten i boliglån har ført til at andelen utlån til personmarkedet har økt med nesten ti prosentpoeng de siste fem årene, se figur 3.8.

Kredittrisikoen ved utlån til personmarkedet avhenger av utlånstype. Det er mye mindre risiko forbundet med boliglån med middels belåningsgrad enn med usikrede forbrukslån. Siden forbrukslån i stor grad blir kanalisert gjennom finansieringsselskapene, utgjør boliglån den altoverveiende delen av bankenes utlån til personmarkedet. Som påpekt i kapittel 2.2 er den økonomiske situasjonen i husholdningene samlet sett god. Bankenes kredittrisiko ved utlån til personmarkedet anses derfor å være relativt lav på kort sikt.

Bankenes utlånsvekst til næringsmarkedet har steget mye siden forrige rapport. Det er imidlertid betydelige forskjeller i veksttakten til ulike banker. De to største bankene, DnB NOR og Nordea, har langt lavere prosentvis utlånsvekst enn de tre største mellomstore bankene, se figur 3.9. Samlet sett har DnB NOR og Nordea en markedsandel som er om lag tre ganger større enn den samlede markedsandelen til Fokus Bank, Handelsbanken og SpareBank 1 SR-Bank. Det bidrar til at de to største bankene har en noe høyere volummessig økning i utlån til næringsmarkedet de siste tolv månedene enn de tre sistnevnte bankene.

Bankenes utlån til næringsmarkedet utgjør om lag 36 prosent av samlet utlån til person- og næringsmarkedet (figur 3.8). Utlånene til eiendomsdrift er størst. Utlånsveksten til denne næringen og til bygg og anlegg har tatt seg kraftig opp de siste kvartalene, se figur 3.10. Bankenes utlån til industrien fortsetter å avta.

Det er god lønnsomhet i foretakene (figur 2.15). Næringsmarkedet er langt mer heterogent enn personmarkedet, og kredittrisikoen varierer mye mellom ulike næringer. Norges Banks kredittrisikomodell SEBRA viser at den gjeldsvektede konkurssansynligheten går ned i alle de store næringene og er på et lavt nivå (figur 2.17). Totalt sett vurderes kredittrisikoen ved utlån til næringsmarkedet fortsatt som relativt lav på kort sikt.

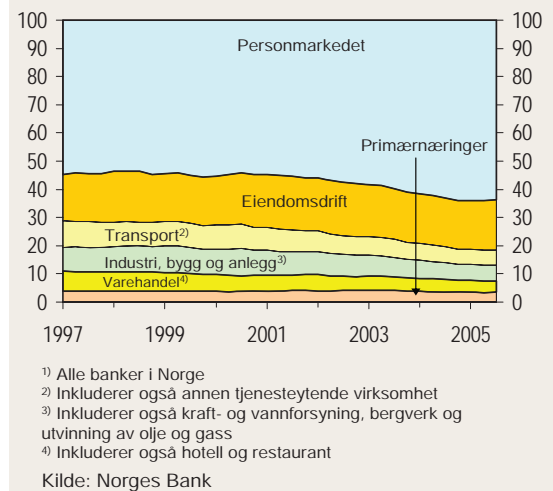
### Likviditetsrisiko

Likviditetsrisikoen i bankenes virksomhet er blant annet knyttet til gjennomføring av betalingsoppgjør og bankenes finansiering.

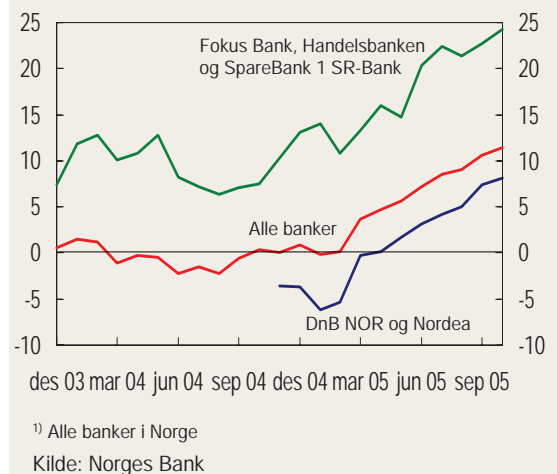
I løpet av de første tre kvartalene av 2005 ble det hver dag i gjennomsnitt gjort opp 155 milliarder kroner mellom bankene som deltar i Norges Banks oppgjørssystem (NBO). I denne perioden hadde bankene i gjennomsnitt 135 milliarder kroner tilgjengelig likviditet i oppgjørssystemet ved dagens start. Dette var sammensatt av låneadgang mot pantsatte verdipapirer på 104 milliarder kroner og innskudd i Norges Bank på 31 milliarder kroner, se figur 3.11. Omsetningen i NBO hittil i 2005 er på om lag samme nivå som i 2004. Bankenes gjennomsnittlige innestående beløp på konto og deres låneadgang er imidlertid noe høyere. Forholdet mellom omsatt beløp og tilgjengelig likviditet er derfor blitt noe romsligere. Det er trolig mulig med et høyere oppgjørsvolum gitt dagens nivå på likviditet, uten at det fører til forsinkelser i oppgjørene. Regelverket for sikkerhet for bankenes lån i Norges Bank er endret, se ramme på side 41.

Det har vært små endringer i bankenes finansiering siden forrige rapport. Finansiering fra obligasjonsmarkedet har økt i betydning de siste par årene, se figur 3.12. Innskuddsdekningen fra både person- og næringsmarkedet er stabil til tross for høy utlånsvekst, og veksten i innskudd er høy selv om rentenivået er lavt. Likviditetsindikatoren tyder på at norskeide banker utenom DnB NOR har bedret

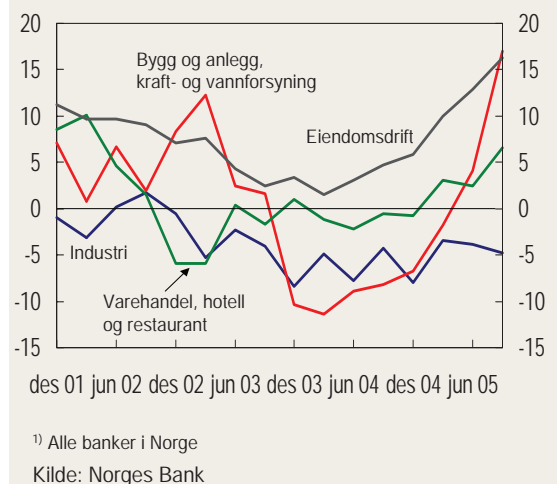
**Figur 3.8** Fordelingen av bankenes<sup>1)</sup> utlån til person- og næringsmarkedet. Prosent av brutto utlån. Kvartalstall. 1. kv. 97 – 3. kv. 05



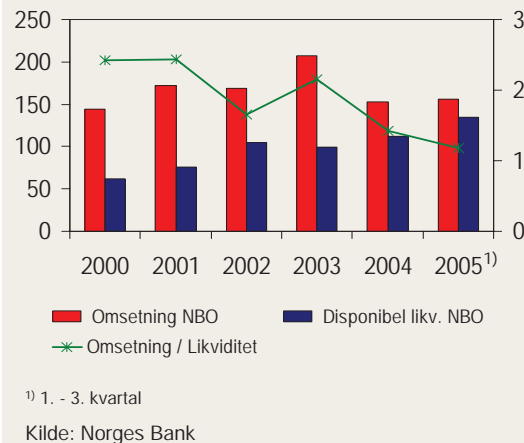
**Figur 3.9** Bankenes<sup>1)</sup> utlånsvekst til næringsmarkedet. Tolvmånedersvekst. Prosent. Månedstall. Des. 03 – okt. 05



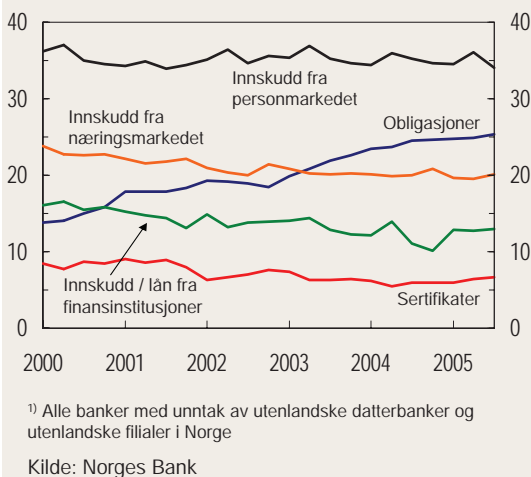
**Figur 3.10** Bankenes<sup>1)</sup> utlån til utvalgte næringer. Firekvartalersvekst. Prosent. 4. kv. 01 – 3. kv. 05



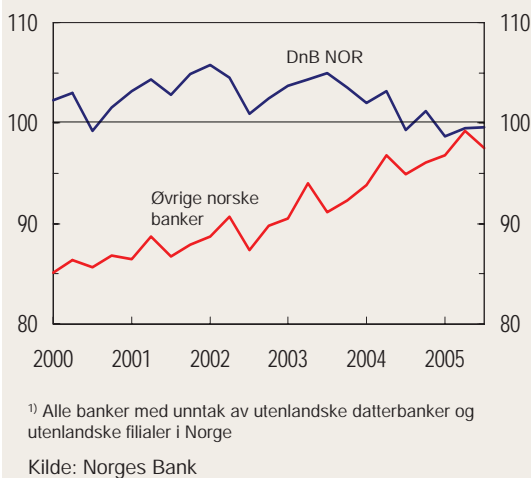
**Figur 3.11** Gjennomsnittlig daglig omsetning og likviditet i Norges Banks oppgjørssystem. Milliarder kroner (venstre akse) og forholdstall (høyre akse). Årstall. 2000 – 2005



**Figur 3.12** Norske bankers<sup>1)</sup> ulike finansieringskilder. Prosent av brutto utlån. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 05



**Figur 3.13** Utviklingen i norske bankers<sup>1)</sup> likviditetsindikator. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 05



sin likviditet de siste årene, se figur 3.13.<sup>2</sup> For DnB NOR er likviditetsindikatoren på et høyt nivå i hele perioden. Likviditetsrisikoen for banknæringen samlet sett er relativt lav.

Det er en risiko for at utenlandske investorer vil redusere finansieringen av norske banker både raskere og i større grad i flokk enn innenlandske investorer ved en eventuell svak utvikling i norsk økonomi og finanssektor. Kortsiktig utenlandsgjeld er derfor regnet for å være en noe mer ustabil finansieringsform. På den annen side vil bankene lettere kunne håndtere perioder med dyre og lite likvide markeder for finansiering dersom de har tilgang til flere ulike finansieringskilder og -markeder. Dette krever at de er kontinuerlig til stede også i det utenlandske markedet. Hittil i år har DnB NOR økt sin kortsiktige utenlandsgjeld, se figur 3.14. Øvrige norske banker har redusert sin kortsiktige utenlandsgjeld ytterligere, til et lavt nivå. Nordea og Fokus Bank er store aktører i det norske bankmarkedet, men er ikke med i figuren da de er utenlandskeide datterbanker. Disse to bankene finansierer seg i betydelig grad gjennom sine respektive finanskonserner.

### 3.3 Scenarier for bankene

Tekniske fremskrivninger kan illustrere mulige konsekvenser for bankenes resultater og kapitaldekning ved ulike utviklingsbaner. Vi har valgt å vurdere to forløp for rentemargin og utlånstap. Analysen omfatter de fem største norske bankene (DnB NOR Bank, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 Midt-Norge og SpareBank 1 Nord-Norge) og bygger på følgende forutsetninger: Samlet utvikling hittil i år trendfremskrives for resten av året. For prognoseperioden 2006 - 2008 vurderes to scenarier for rentemargin og utlånstap. De to scenarioene betegnes her som normalscenarioet og krisescenarioet.

I normalscenarioet antas det at rentemarginen vil fortsette å falle, men at det årlige fallet målt i basispunkter vil være avtakende, se figur 3.15. Utlånstapene antas å øke til 0,3 prosent av brutto utlån. Utlånsveksten ventes å avta gradvis i årene fremover. Alle andre poster er trendmessig fremskrevet basert på gjennomsnittlig vekst de siste fem årene. Det innebærer blant annet at andre driftsinntekter og andre driftskostnader antas å øke med henholdsvis syv prosent og to prosent per år.

<sup>2</sup> Likviditetsindikatoren er definert som forholdstallet mellom stabile finansieringskilder og lite likvide eiendeler. En økning i forholdstallet indikerer lavere risiko for likviditetsproblemer. Innskudd fra publikum, obligasjonslån, ansvarlig lånekapital og egenkapital betraktes som stabil finansiering. Det er ikke tatt hensyn til trekkfasiliteter bankene kan ha. Blant lite likvide eiendeler regnes: Brutto utlån til publikum, øvrige fordringer, eiendeler overtatt ved inndrivelse av fordringer og anleggsmidler. For en oversikt over balanselementene som inngår i de forskjellige kategoriene, og over sektorene som klassifiseres som publikum, se rapporteringsinformasjon på <http://www.norges-bank.no/stat/orbof/veil/veil.html>

Utviklingen i resultat og kapitaldekning i normalscenarioet er sammenfattet i figur 3.16. Resultatet stiger litt gjennom prognoseperioden til tross for fallet i rentemarginen. Dette skyldes forutsetningene om høy vekst i utlånsvolum og i andre driftsinntekter. Kapitaldekningen endres lite i løpet av prognoseperioden og holder seg godt over minstekravet på 8 prosent. Normalscenarioet indikerer dermed at utviklingen i de fem største norske bankene samlet fortsatt vil være gunstig.

I krisescenarioet antas rentemarginen å falle jevnt gjennom prognoseperioden (figur 3.15). Utlånstap som andel av brutto utlån antas å øke til 1,5 prosent i 2006, 2,0 prosent i 2007 og 2,5 prosent i 2008. Dette er noe lavere enn under bankkrisen, hvor gjennomsnittlig tap som andel av brutto utlån var om lag 3 prosent per år for perioden 1990 - 1992. Utøver dette gjøres de samme antagelsene som i normalscenarioet.

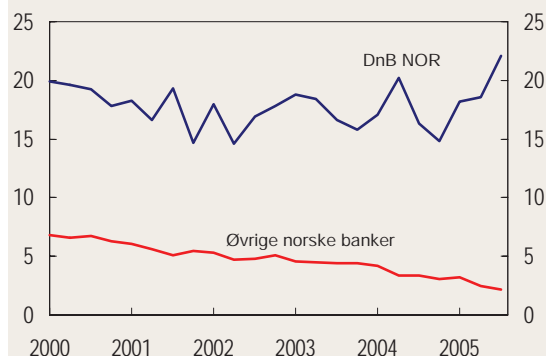
Resultatet faller kraftig i krisescenarioet (figur 3.16). Kapitaldekningen faller også, men for de fem bankene samlet holder kapitaldekningen seg over minstekravet på 8 prosent. En av bankene kommer imidlertid så vidt under kravet i løpet av prognoseperioden. Analysen illustrerer at bankene er nokså godt rustet til å møte en uvanlig dårlig utvikling. Det er imidlertid et par faktorer som peker i retning av at situasjonen i krisescenarioet er mer kritisk enn tallene i figuren viser. Ved en økonomisk utvikling som i krisescenarioet er det tvilsomt om bankene vil være i stand til å hente ansvarlig lånekapital og annen finansiering i samme tempo som de siste par årene. Scenarioene omfatter bare perioden til og med 2008. Med en utvikling som i krisescenarioet er det lite sannsynlig at 2009 vil bli et normalt driftsår. På den annen side vil ikke bankene sitte passivt å følge med på en slik utvikling. Med utlånstap på 1,5 prosent i 2006 er det lite trolig at bankene vil fortsette med store reduksjoner i rentemarginen i 2007.

### 3.4 Andre finansinstitusjoner

Kredittforetak yter langsiktige lån, hovedsakelig til eieningsmarkedet. Ved utgangen av oktober 2005 tilsvarte kredittforetakenes samlede utlån til publikum 17,6 prosent av bankenes samlede utlån til publikum. Tolv månedersveksten i utlån var 14,1 prosent på samme tidspunkt. Kredittforetakenes resultater var noe svakere i de første tre kvartalene i 2005 enn i samme periode i fjor (vedleggstabell 9).

Finansieringsselskapene utgjør en sammensatt gruppe som betjener flere ulike markeder. Hovedmarkedene er leasing og bilfinansiering, kortbaserte utlån og finansiering av forbruk. Ved utgangen av oktober 2005 tilsvarte finansieringsselskapenes samlede utlån til publikum 7,4 prosent av bankenes samlede utlån til publikum. På samme tidspunkt var tolv månedersveksten i utlån 16,9 prosent. Finansieringsselskapene

**Figur 3.14** Norske bankers<sup>1)</sup> kortsiktige utenlandsgjeld.<sup>2)</sup> Prosent av brutto utlån. Kvartalstall. 1. kv. 00 – 3. kv. 05

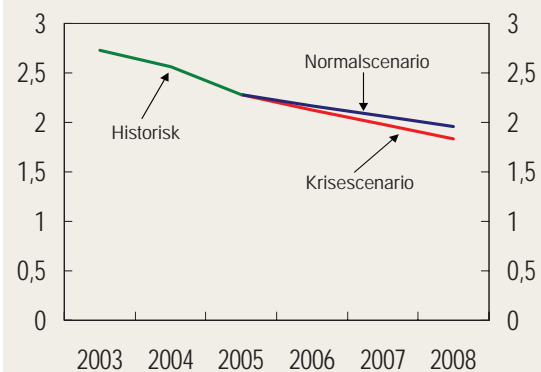


<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske datterbanker og utenlandske filialer i Norge

<sup>2)</sup> Serifikatgjeld samt innskudd og lån fra andre finansinstitusjoner

Kilde: Norges Bank

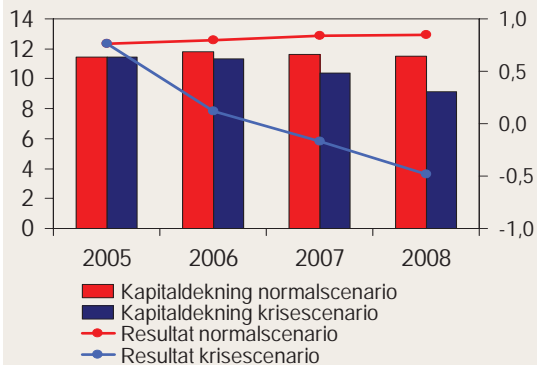
**Figur 3.15** Utviklingen i rentemarginen for de fem største norske bankene<sup>1)</sup> ved to scenarier. Prosent. Årstall. 2003 – 2008



<sup>1)</sup> DnB NOR Bank, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 Midt-Norge og SpareBank 1 Nord-Norge

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.16** Kapitaldekning i prosent (venstre akse) og resultat i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (høyre akse) for de fem største norske bankene.<sup>1)</sup> Årstall. 2005 – 2008



<sup>1)</sup> DnB NOR Bank, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge og SpareBank 1 Midt-Norge

Kilde: Norges Bank

hadde samlet et noe bedre resultat målt i kroner i de første tre kvartalene i 2005 enn i samme periode i fjor. Som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital var resultatet på samme nivå (vedleggstabell 10).

Livsforsikringsselskapene er mer utsatte for markedsrisiko enn bankene. 83 prosent av disse selskaperes forvaltningskapital består av renteinstrumenter og aksjer, mens eiendom utgjør 10 prosent (vedleggstabell 11). En lav aksjeandel, under 16 prosent av forvaltningskapitalen ved utgangen av 2004, kombinert med en utenlandsandel på 67 prosent har bidratt til at livsforsikringsselskapene i begrenset grad har dratt nytte av den sterke kursøkningen på norske aksjer i 2005. Ved utgangen av tredje kvartal 2005 var aksjeandelen 18 prosent, hvorav 63 prosent var plassert i utenlandske aksjer. Over halvparten av livsforsikringsselskaperes forvaltningskapital er plassert i obligasjoner. Obligasjoner klassifisert som «hold til forfall» utgjør 29 prosent av forvaltningskapitalen. Denne andelen har sunket de siste to årene etter hvert som obligasjoner har forfalt. Lave langsiktige renter har medført at det er blitt vanskeligere for livsforsikringsselskapene å oppnå en avkastning som oppfyller den garanterte minsteavkastningen de har lovet sine kunder. Kredittilsynet har imidlertid anledning til å senke grunnlagsrenten på ny pensjonsopptjening, se «Forskrift om premier og forsikringsfond i livsforsikring». Livsforsikringsselskaperes bufferkapital utgjorde 6,9 prosent av forvaltningskapitalen ved utgangen av tredje kvartal 2005, som er 0,5 prosentpoeng høyere enn ved årsskiftet.

### 3.5 Utsikter fremover

Bankene har oppnådd gode resultater de siste to årene. Hovedgrunnen er svært lave tap, blant annet som følge av lav rente og god vekst i foretakenes og husholdningenes inntekter. De gode resultatene og tilfredsstillende kapitaldekning gjør at bankene er godt rustet til å møte en utvikling med noe høyere tap.

Det gjennomsnittlige tapsnivået er trolig blitt noe lavere som følge av økt andel boliglån i bankenes utlånporteføljer. Bedre risikovurdering kan også bidra til at tapene vil holde seg forholdsvis lave. Økte muligheter for risikostyring, for eksempel ved bruk av kredittderivater, kan dempe bankenes kredittrisiko ytterligere på lengre sikt. Lavere gjennomsnittlige tap vil imidlertid ha sitt motstykke i lavere rentemargin fordi boliglån har lavere rente enn andre lån. Skjerpet konkurranse vil trolig også bidra til lavere rentemarginer fremover og press på underliggende inntjening.

Både bankenes likviditetsrisiko og markedsrisiko vurderes fortsatt som relativt lav. Kredittrisiko er den viktigste risikoen banker i Norge står overfor. Den vurderes som relativt lav på kort sikt, både for utlån til husholdninger og foretak.

Foretakene har store overskudd og høy egenkapitalavkastning. Uvanlig høy oljepris og høye priser på flere andre eksportvarer bidrar til positive utsikter for deler av industrien, mens stor optimisme blant husholdningene bidrar til gode utsikter for tjenesteytende foretak.

Etter hvert som renten normaliseres må det forventes at bankenes tap vil øke noe. De makroøkonomiske utsiktene synes imidlertid gode. Det forventes god vekst i produksjonen de kommende årene, og arbeidsledigheten forventes å falle. Uforutsette forstyrrelser vil imidlertid kunne endre dette bildet. For eksempel kan uventede og brå utslag i oljepris eller svakere konkurransevne svekke foretakenes lønnsomhet og gjeldsbetjeningsevne. Antall konkurser kan også øke. Det vil samtidig øke arbeidsledigheten, og bankenes tap på utlån til næringsliv og husholdninger vil i så fall trolig øke.

Husholdningenes gjeldsbelastning er nå historisk høy og fortsatt stigende. Som følge av den unormalt lave renten er rentebelastningen likevel lav. På noe lengre sikt, og med fortsatt oppbygging av gjeld, er det usikkerhet knyttet til hvordan husholdningenes sparing vil påvirkes av en høyere rente eller inntektsbortfall. Dersom husholdningene bruker en større andel av inntekten til å betjene gjelden, kan etterspørselen etter varer og tjenester avta. Dette vil igjen redusere foretakenes lønnsomhet og kan øke risikoen for tap på utlån til næringsmarkedet.

# Utenlandske banker i Norge

**Tabell 1** Markedsandeler for utenlandskeide banker. Prosent av alle banker i Norge

	Antall		GFK <sup>1)</sup>		Innskudd		Boliglån		Næringslån	
	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005	1997	2005
Datterbanker	0,6	2,7	0,1	19,4	0,0	17,3	0,0	13,7	0,0	25,1
Filialer	3,9	5,4	4,9	10,3	1,9	5,6	1,6	10,1	5,9	9,2

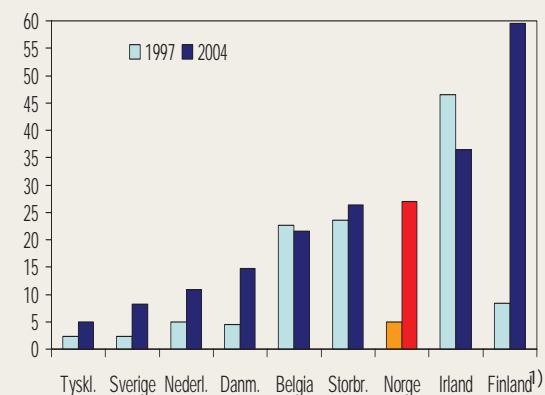
1) Gjennomsnittlig forvaltningskapital

Kilde: Norges Bank

I løpet av det siste tiåret har det vært sterk vekst i utenlandske bankers virksomhet i Norge, se tabell 1. De første ble etablert som datterbanker, men omdannet til filialer etter at det ble åpnet for dette gjennom EØS-avtalen på midten av 90-tallet. EUs aksjonsplan for et felles finansmarked i EØS-området kom i 1999, om lag samtidig som veksten i utenlandskeide banker begynte å øke. I de nordiske landene har det vært betydelige endringer, blant annet gjennom Den Danske Banks kjøp av banker i Sverige og Norge (Fokus Bank) og gjennom dannelsen av Nordea, som nå har virksomhet i Sverige, Danmark, Finland og Norge. Flere andre utenlandske banker har også etablert seg i Norge med datterbanker eller filialer.

Ved utgangen av september 2005 var tolv måneders utlånsvekst for utenlandskeide datterbanker og filialer henholdsvis 17 og 27 prosent. For de norskeide bankene var utlånsveksten elleve prosent. Konkurransen om markedsposisjoner kan føre til at også de etablerte bankene øker sin utlånsvekst og at rentemarginen på utlån avtar. Bankenes *rentemargin* har falt siden slutten av 1990-tallet (figur 3.5 på side 32). Konkurransen fra utenlandske banker og et generelt lavere rentenivå har bidratt til denne reduksjonen. For en utenlandsk bank vil spredningseffekten ved en viss andel norske utlån bidra til å redusere bankens totale risiko. Banken kan derfor prise lån noe lavere.

**Figur 1** Filialer og datterbanker fra andre EØS-land. Prosent av total forvaltningskapital. 1997 og 2004



<sup>1)</sup> Den store endringen i Finland i 2004 skyldes at Nordea gikk fra å være finsk- til svenskregistrert

Kilder: ESB og Norges Bank

Ved utgangen av andre kvartal 2005 var det 139 norskregistrerte banker i Norge. Av disse var fire utenlandskeide. I tillegg var det etablert åtte utenlandske filialer. Utenlandskeide banker og filialer hadde nesten 30 prosent markedsandel målt ved forvaltningskapital ved utgangen av andre kvartal 2005, (tabell 1). Disse bankene har opparbeidet betydelige markedsandeler i både person- og næringsmarkedet.

Den økte konkurransen kan bidra til mer effektiv og kundetilpasset bankdrift, med et bredere spekter av tjenester, flere nisjebanker og lavere priser for låntakere og innskytere. Konkurransen vil trolig tilta som følge av at internett og elektronisk bankvirksomhet har gjort det rimeligere å etablere banker som henvender seg til personmarkedet. Det er også opprettet banker som sikter seg inn mot spesifikke kundesegmenter, såkalte nisjebanker. Nisjebanker kan være kostnadseffektivt både for utenlandske banker og andre aktører som ønsker å nå bestemte kunder.

Erfaringer fra finanskriser i de senere år viser at uro kan spres raskt mellom land i internasjonale finansmarkeder. Det kan i verste fall føre til at utenlandske banker ikke lenger ønsker eksponering i land med svak økonomisk vekst eller andre problemer. Konsekvensene er lavere kredittilgang for disse landene. Siden den utenlandskbaserte markedsandelen er relativt høy i Norge, se figur 1, er vi eksponert for at utenlandskeide banker reduserer virksomheten i Norge. Fordelen med en diversifisert portefølje, kostnader ved markedsbearbeiding og omdømmerisiko taler imidlertid for at utenlandskbaserte banker opprettholder virksomheten også i markeder hvor det oppstår problemer. Kriser i hjem-

landet kan også føre til redusert virksomhet ute. For eksempel førte bankkrisen i Japan til at japanske banker på begynnelsen av 1990-tallet reduserte virksomheten kraftig i utlandet. Tilsvarende reduserte norske banker sin utenlandsaktivitet under bankkrisen for 15 år siden.

Norge har et relativt stort innslag av utenlandsk eierskap i banksektoren. Dette gjør det viktig å sikre like konkurransevilkår ved at regelverket for bankene i Norge er mest mulig likt regelverket i andre land. For å sikre like konkurransevilkår og forebygge finansiell uro, siktes det mot felles internasjonal regulering og samordnet tilsyn på tvers av landegrensene. Baselkomitéen for banktilsyn<sup>1</sup> er en viktig pådriver i arbeidet med å utvikle internasjonale standarder for regulering og tilsyn av banker.

Medlemslandene i EU har innført harmonisert regulering på en rekke områder som ledd i etableringen av et felles indre marked. Norsk finanslovgivning er som følge av EØS avtalen i svært stor grad på linje med lovgivningen i EU-landene. Norske banker er imidlertid pålagt en langt høyere innskuddsgaranti enn det som ellers er vanlig. I Norge er garantien 2 millioner kroner per innskyter, mens EUs minimumsnivå er 20 000 euro, som utgjør rundt 160 000 kroner.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Basel-komiteen for banktilsyn består av representanter for sentralbankene og banktilsynene i G10-landene.

<sup>2</sup> Se drøfting i Norges Banks brev av 30. september 2004 til Finansdepartementet: "Høring – Forskrift om medlemskap i det norske banksikringsfondet for filialer i Norge av utenlandske kredittinstitusjoner med hovedsete i annen EØS – stat".



# Sikkerhet for lån i Norges Bank: Nytt regelverk

Norges Bank yter lån til bankene mot pant i verdipapirer. Slike lån blir gitt i forbindelse med gjennomføringen av betalingsoppgjørene og pengepolitikken. Et forholdsvis lite obligasjonsmarked i Norge har ført til at Norges Bank har godtatt et bredt spekter av verdipapirer som pant. Norges Bank har dermed påtatt seg større risiko ved sine lån til bankene enn flere andre sentralbanker.

De senere årene har bankenes disponible midler i Norges Bank – innskudd på foliokonto og ubenyttet låneadgang – økt mer enn lånebehovene. Det har gitt Norges Bank mulighet til å tilpasse regelverket for sikkerhetsstillelse i retning av det som er vanlig i andre land.

## *Endringene i regelverket*

Det nye regelverket trådte i kraft 24. oktober 2005 og inneholder fire viktige endringer. For det første skal markedsverdien av et pantsatt verdipapir – og ikke lenger pålydende verdi – brukes til å beregne en banks låneadgang. Samtidig er avkortingssatsene redusert.

For det andre er kravet om kredittvurdering innført også for norske foretaksobligasjoner. Kravet er imidlertid satt lavere enn for utenlandske obligasjoner. For norske foretaksobligasjoner er det dessuten tilstrekkelig med kredittvurdering av utstedende institusjon, mens det for utenlandske obligasjoner kreves kredittvurdering av det enkelte verdipapir. Videre er det gjort unntak for obligasjoner utstedt av norske banker. Slike papirer kan stilles som pant selv om det ikke foreligger kredittvurdering.

For det tredje er kravet om at obligasjoner med private norske utstedere skal ha et utestående volum på minst 300 millioner kroner gjort gjeldende også for obligasjoner utstedt av norske banker og kredittforetak eid av norske banker. Det gjelder også kravet om at obligasjonene skal være registrert på børs eller alternativ markedsplass.

For det fjerde er det strammet inn på bankenes mulighet til å benytte obligasjoner og sertifikater utstedt av banker og kredittforetak eid av banker som sikkerhet for lån i Norges Bank. En bank kan med de nye reglene ha inntil 35 prosent av sin samlede sikkerhetsstillelse i slike papirer. Obligasjoner som betegnes som *særskilt sikre* vil imidlertid ikke lenger belaste denne kvoten. I det nye regelverket er det åpnet for at en bank kan pantsette særskilt sikre obligasjoner, selv om den eier kredittforetaket som har utstedt obligasjonene.

Kravet om kredittvurdering av særskilt sikre obligasjoner utstedt av norske kredittforetak, samt kravet om minstevolum for obligasjoner utstedt av banker og kredittforetak, innføres 1. november 2007.

## *Konsekvenser*

Regelverket for sikkerhet for lån i Norges Bank er fortsatt nokså liberalt. Bankene kan benytte et stort antall verdipapirer utstedt av både private og offentlige låntakere i Norge og resten av verden som pant. Endringene i regelverket vil derfor neppe få særlig innvirkning på bankenes låneadgang på lengre sikt. Den umiddelbare virkningen ved overgangen til de nye reglene 24. oktober var at bankenes samlede låneadgang økte med 10-15 prosent.

Endringene i regelverket kan imidlertid påvirke kostnadene ved å låne i sertifikat- og obligasjonsmarkedet. Enkelte verdipapirer vil ikke lenger godkjennes som pant i Norges Bank, og det kan føre til at etterspørselen etter slike papirer blir noe lavere. Dette gjelder særlig papirer utstedt av foretak med lav eller manglende kredittvurdering og bankpapirer med lavt utestående volum. Utslaget i lånekostnadene begrenses imidlertid av at bankenes pantsettelse av slike papirer i gjennomsnitt bare tilsvarer 10 til 15 prosent av papirenes utstedte volum. For mange foretak vil det dessuten være mulig å oppnå en tilfredsstillende kredittvurdering. En kredittvurdering medfører enkelte kostnader, men vil kunne åpne for at obligasjonene fortsatt kan benyttes som pant.

# Vedlegg 1: Oversikt over rammer 2001-2005

2/2005

*Svinger aksjekursene mer i Norge enn i andre land?*

*Utviklingen i boligprisene*

*Fordeling av gjeld, inntekt og finansformue i husholdningene*

*Makroøkonomiske gapindikatorer*

*Utenlandske banker i Norge*

*Sikkerhet for lån i Norges Bank: Nytt regelverk*

1/2005

*Risikopremier i aksjemarkedet*

*Hva påvirker konkursutviklingen?*

*Små foretak er mer risikoutsatte enn store*

*Andre lån til husholdningene enn boliglån*

*Risikoen ved bankers utlån til ulike næringer*

*Bankenes økonomi er mer robust i dag enn før bankkrisen*

2/2004

*Derivatmarkedene vokser*

*Bruk av sentral motpart i oppgjør av finansielle instrumenter*

*Er det en sammenheng mellom boligpriser og bankkriser?*

*Sammenhengen mellom resultater for selskapene på Oslo Børs og for hele Foretaks-Norge*

*Hvordan sikrer foretakene seg mot svingninger i valutakursen?*

*Risikoen ved lån til mindre selskap og det nye kapitaldekningsregelverket*

*Norges Banks rolle ved likviditetskriser I finansiell sektor*

1/2004

*Hvor norsk er Oslo Børs?*

*Lån med fast rente i husholdningene*

*Hva driver boligprisene?*

*Prediksjoner ved to kredittrisikomodeller*

*Avsetningsgrad og tap på utlån*

*Et mer robust system for verdipapiroppgjør*

2/2003

*Boligpriser og kredittvekst internasjonalt*

*Markedsbaserte indikatorer for bankenes finansielle stilling*

*Virkninger på foretakene av et fall i husholdningenes konsum*

*Fusjon mellom DnB og Gjensidige NOR – virkning på finansiell stabilitet?*

*Nordisk avtale om håndtering av finansielle kriser*

*Inkludering av den norske kronen i CLS*

*Økonomiske sjokk, pengepolitikk og finansiell stabilitet*

1/2003

*Virkning av aksjekursfallet på pensjonsordninger*

*P/E for det norske aksjemarkedet*

*Indikatorer for prisnivået i boligmarkedet*

*Baselkomiteens arbeid med operasjonell risiko*

*Bankenes kredittrisiko ved lån til næringslivet*

*Bankkriser i Norge har kommet etter perioder med høy gjeldsvekst*

2/2002

*Enkelte ringvirkninger av aksjekursfallet i finansiell sektor*

*Markedet for næringseiendom*

*Markedsverdier og konkursrisiko*

*Norske bankers motpartseksponeringer*

*Risikoprisingen i norske banker*

1/2002

*Konkursen i Enron og ettervirkninger*

*Japanske banker stadig mer sårbare*

*De ulike husholdningsgruppene gjeldsbelastning*

*Hvor sårbare er finansinstitusjonene for makroøkonomiske endringer*

*Motpartseksponeringer – overvåking av systemrisiko*

*Trendmessig utvikling i bankenes likviditet*

2/2001

*Terrorangrepene mot USA – umiddelbare virkninger på finansiell sektor*

*Indikatorer for prisnivået i aksjemarkedet*

*Foretakenes investeringer og finansiering*

*Operasjonell risiko*

*Continuous Linked Settlement (CLS)*

*Motpartseksponeringer*

*Dekomponering av utlånstap og tapsavsetningspraksis*

1/2001

*Nordisk finansiell stabilitet*

*Markedets syn på fremtidig usikkerhet – informasjon fra opsjonspriser*

*Beskrivelse av kredittrisikomodellen*

*Rentemarginer ved utlån – et mål på konkurranseintensitet?*

*Nytt kapitaldekningsregelverk*

# Vedlegg 2: Annet publisert materiale fra Norges Bank om finansiell stabilitet

Nedenfor presenteres korte sammendrag av artikler og bøker om problemstillinger knyttet til finansiell stabilitet som er skrevet av forskere og ansatte i Norges Bank og som er blitt publisert siden forrige rapport om *Finansiell stabilitet*. Konklusjoner og synspunkter som fremkommer i signerte artikler står for forfatterens regning og kan ikke tillegges Norges Bank.

## ***Boligpriser, aksjekurser, investeringer og kreditt – hva sier de om bankkriser? En historisk analyse på norske data***

*Penger og Kreditt 2/2005*

*Forfatter: Magdalena D. Riiser*

Gapet mellom faktisk observasjon og trend for variablene realboligpriser, realaksjekurser, investeringer og kreditt kan brukes som et signal om oppbygging av finansielle ubalanser. Indikatorene viser med få unntak et felles mønster, med en økning i gapene fra ett til seks år forut for bankkrisene, og påfølgende fall. Indikatorverdiene som kan forbindes med en bankkrise, de såkalte kritiske verdier, kan være noe høyere i Norge enn i tilsvarende internasjonale studier.

## ***Er uventede utlånstap mindre for små enn for store bedrifter?***

*Penger og Kreditt 2/2005*

*Forfattere: Kai Larsen og Kristin M. Bjerkeland*

Uventede tap har vært lavere ved lån til små og mellomstore bedrifter (SMB) enn til store foretak i om lag 2/3 av perioden som analyseres. I resten av perioden, blant annet i to av årene under bankkrisen, var de uventede tapene ved SMB-lån høyere. I de nye kapitaldekningsreglene fra Basel-komiteen (Basel II) innføres det lavere kapitalkrav for lån til SMB. Det tas ikke konkret stilling til denne «SMB-rabatten». Resultatene fra analysen indikerer imidlertid at den ikke uten videre kan avvises.

## ***Borte bra, men hjemme best i verdipapirmarkedet. Problemstillinger rundt hjemmefavorisering***

*Penger og Kreditt 2/2005*

*Forfattere: Jon Bergundhaugen og Tom A. Fearnley*

At investorer holder en høyere andel verdipapirer utstedt i hjemlandet enn rasjonell økonomisk adferd skulle tilsi, har lenge stått uforklart i finansteorien. Markeds- og nasjonalregnskapsdata brukes her for å belyse fenomenet i noen land. Analysen viser blant annet at hjemmefavoriseringen i aksjer er klart fallende, men fortsatt vesentlig. Artikkelen inneholder også en gjennomgang av teorigrunnlaget og relevant litteratur.

## ***IMFs stresstesting av norsk finansiell sektor***

*Penger og Kreditt 3/2005*

*Forfattere: Jan Hagen, Arild Lund, Kjell Bjørn Nordal og Emil Steffensen*

Etter en grundig gjennomgang av Norges finansielle system har IMF konkludert med at systemet er solid og under god styring. Sårbarheten er på kort sikt liten. Konklusjonen er blant annet basert på såkalte stresstester av det finansielle systemet, utført av IMF, Norges Bank og Kredittilsynet. I artikkelen beskrives testene, og det drøftes mer generelt hva stresstester er og kan brukes til.

## ***Hva påvirker konkursutviklingen?***

*Penger og Kreditt 3/2005*

*Forfattere: Dag Henning Jacobsen og Thea Birkeland Kloster*

Antall konkurser økte markert i 2002 og 2003, men falt igjen i fjor og i første halvår i år. Faktorer bak konkursutviklingen analyseres med utgangspunkt i en empirisk modell. Fortjenestemarginer, konkurranseevne, realrente og konjunktursvingningene i norsk og internasjonal økonomi, har vært blant de viktigste drivkreftene siden 2002. Endringer i konkurranseevnen forklarer en stor del av konkursutviklingen gjennom de siste 3½ årene.

# Vedlegg 3: Tabeller

Tabell 1 Balanse for foretakssektoren<sup>1)</sup>

	Milliarder kroner		I prosent av totalbalanse	
	2003	2004 <sup>2)</sup>	2003	2004
Immaterielle eiendeler	136	114	3,4	2,6
Varige driftsmidler	1 171	1 213	29,6	27,9
Finansielle anleggsmidler	1 451	1 680	36,7	38,7
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>2 759</b>	<b>3 007</b>	<b>69,8</b>	<b>69,2</b>
Varer	158	165	4,0	3,8
Fordringer	687	779	17,4	17,9
Bankinnskudd, kontanter og kortsiktige investeringer	351	392	8,9	9,0
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1 195</b>	<b>1 336</b>	<b>30,2</b>	<b>30,8</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>3 954</b>	<b>4 343</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Innskutt egenkapital	891	1 021	22,5	23,5
Opptjent egenkapital	538	568	13,6	13,1
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1 429</b>	<b>1 589</b>	<b>36,1</b>	<b>36,6</b>
Avsetninger og forpliktelser	241	256	6,1	5,9
Langsiktige lån i kredittinstitusjoner og obligasjonslån	409	414	10,3	9,5
Øvrig langsiktig gjeld	781	833	19,8	19,2
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>1 431</b>	<b>1 504</b>	<b>36,2</b>	<b>34,6</b>
Kortsiktige lån i kredittinstitusjoner og sertifikatlån	80	72	2,0	1,7
Leverandørgjeld	177	187	4,5	4,3
Betalbar skatt og skyldige offentlige avgifter	137	159	3,5	3,7
Utbytte	112	181	2,8	4,2
Annen kortsiktig gjeld	588	651	14,9	15,0
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>1 094</b>	<b>1 250</b>	<b>27,7</b>	<b>28,8</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>3 954</b>	<b>4 343</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>1)</sup> Aksjeselskaper unntatt foretak i finansnæringen og offentlig virksomhet

<sup>2)</sup> Ikke justert for manglende årsregnskaper i 2004

Kilde: Norges Bank

**Tabell 2 Ulike nøkkeltall for aksjeselskaper i utvalgte næringer.<sup>1)</sup> Prosent**

	Andel bankgjeld <sup>2)</sup>		Driftsmargin <sup>3)</sup>		Total kapital-avkastning <sup>4)</sup>		Egenkapitalandel <sup>5)</sup>		Predikert konkurssannsynlighet <sup>6)</sup> Median		80-persentil <sup>7)</sup> i prosent av bankgjeld <sup>8)</sup>		Risikovektet gjeld i prosent av bankgjeld <sup>8)</sup>	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Jakt, jord- og skogbruk	0,3	0,4	4,5	5,9	11,9	12,5	45,3	47,9	0,5	0,5	3,7	2,6	1,5	1,2
Fiske og fangst	3,1	3,2	3,8	13,1	1,8	6,7	18,5	20,2	1,3	0,9	6,0	3,9	2,0	1,5
Fiskeoppdrett	2,2	2,0	-10,5	2,9	-9,5	8,5	23,1	27,6	1,5	1,2	5,9	5,0	2,1	1,5
Gruvedrift og bergverk	0,5	0,4	10,6	18,8	12,7	18,0	40,9	42,6	0,4	0,4	2,1	2,2	0,6	0,6
Industri	13,7	13,0	3,9	4,7	5,5	8,7	39,6	41,7	0,5	0,4	2,6	2,1	0,7	0,6
Kraft- og vannforsyning	3,8	4,2	12,0	13,2	6,3	7,0	47,2	49,2	0,1	0,1	0,8	0,6	0,1	0,1
Bygg og anlegg	2,2	2,5	3,6	4,9	9,0	10,9	24,4	22,5	0,5	0,5	2,8	2,5	2,1	1,6
Varehandel	8,9	8,8	2,8	3,5	8,9	11,1	30,7	29,1	0,6	0,5	3,2	2,8	1,4	1,3
Hoteldrift, restaurandrift og reise	1,5	1,4	0,9	2,1	2,2	7,3	16,9	18,0	1,6	1,4	9,5	8,8	2,7	2,7
Innenriks sjøtransport	4,7	4,4	10,2	5,3	5,8	4,3	40,1	41,2	0,3	0,3	1,7	1,0	0,1	0,1
Utenriks sjøfart	7,6	6,7	4,8	6,7	6,0	11,3	51,0	47,1	0,4	0,3	1,2	1,0	0,3	0,1
Annen transport	3,8	3,9	4,4	5,8	4,5	5,6	26,6	27,2	0,4	0,4	1,7	1,6	0,6	0,4
Telekom og datavirksomhet	0,6	0,6	8,3	10,1	8,6	9,5	35,7	37,7	0,6	0,5	2,9	2,5	1,5	1,6
Eiendomsdrift	39,3	40,4	33,8	37,4	8,7	11,4	32,4	32,7	0,2	0,2	0,9	0,7	0,5	0,4
Forretningsmessig tjenesteyting	7,7	7,9	4,8	7,3	8,4	12,1	32,4	32,5	0,3	0,3	1,7	1,4	1,0	0,8
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>9,7</b>	<b>36,8</b>	<b>37,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>

<sup>1)</sup> Korrigeret for manglende regnskaper i 2004

<sup>2)</sup> Næringsens andel av total bankgjeld i de utvalgte næringene

<sup>3)</sup> Driftsresultat i prosent av omsetning

<sup>4)</sup> Samlet avkastning før skatt og gjeldsrenter i prosent av totalkapitalen ved årets slutt

<sup>5)</sup> Egenkapital i prosent av sum eiendeler

<sup>6)</sup> Predikerte konkurssannsynligheter i prosent fra Norges Banks konkursprediksjonsmodell SEBRA

<sup>7)</sup> 80-persentilen representerer foretaket som er posisjonert slik at 20 prosent av foretakene har høyere konkurssannsynlighet og 80 prosent av foretakene har lavere konkurssannsynlighet

<sup>8)</sup> Risikovektet gjeld per næring (konkurssannsynlighet multiplisert med bankgjeld for hvert foretak summert over alle foretakene i næringen) i prosent av bankgjelden i næringen. Kan tolkes som gjeldsvektet konkurssannsynlighet

Kilde: Norges Bank

**Tabell 3** Finansformue og gjeld i husholdningene.  
Milliarder kroner

	juni 2004	juni 2005
Obligasjoner og sertifikater	30	31
Aksjer og grunnfondsbevis	172	205
Verdipapirfond	82	93
Forsikringskrav	597	670
Bankinnskudd	561	603
Annet	247	276
<b>Brutto finansformue</b>	<b>1 689</b>	<b>1 878</b>
- Brutto gjeld	1 301	1 446
<b>Netto finansformue</b>	<b>388</b>	<b>432</b>
<i>Memo:</i>		
Brutto finansformue eksklusive forsikringskrav	1 092	1 208

Kilde: Norges Bank

**Tabell 4** Strukturen i finansnæringen i Norge.<sup>1)</sup> Per 30. september 2005

	Antall	Utlån (mrd. kr.)	Forvaltnings- kapital (mrd. kr.)	Kjernekapital- dekning (%)	Kapital- dekning (%)
Banker (ekskl. utenlandske filialer i Norge)	139	1 371,1	1 882,1	8,8	11,3
Filialer av utenlandske banker	9	92,4	204,2		
Kredittforetak	13	248,5	404,2	9,7	12,5
Finansieringsselskaper	48	108,5	118,6	9,0	11,0
Livsforsikringsselskaper	11*	17,6	583,5	9,4	12,5
Skadeforsikringsselskaper	46	1,4	128,9	36,1	36,4

<sup>1)</sup> herav 5 unit link-selskaper

<i>Memo:</i>	(milliarder kroner)
Markedsverdi av aksjer og grunnfondsbevis, Oslo Børs	1 361,3
Utestående innenlandsk obligasjons- og sertifikatgjeld	714,1
Utstedt av offentlig sektor og statlig eide selskaper	318,0
Utstedt av banker	250,4
Utstedt av andre finansinstitusjoner	65,4
Utstedt av andre private foretak	53,0
Utstedt av utlendinger	27,4
BNP Norge, 2004	1 688,0
BNP Fastlands-Norge, 2004	1 306,6

<sup>1)</sup> Filialer av utenlandske finansinstitusjoner i Norge er inkludert der ikke annet er spesifisert

Kilder: Norges Bank, Oslo Børs og Statistisk sentralbyrå

**Tabell 5 Resultatutviklingen og kapitaldekningen i bankene i enkeltkvartaler<sup>1)</sup>**

	3. kvartal 2004		4. kvartal 2004		1. kvartal 2005		2. kvartal 2005		3. kvartal 2005	
	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK
Rentenetto	8,09	2,01	7,84	1,93	7,68	1,83	7,61	1,74	7,98	1,75
Andre driftsinntekter	3,35	0,83	4,59	1,13	3,44	0,82	4,26	0,97	4,10	0,90
provisjonsinntekter	2,28	0,57	2,38	0,59	2,20	0,52	2,38	0,54	2,51	0,55
verdipapirer, valuta og derivater	0,76	0,19	1,91	0,47	1,02	0,25	1,60	0,36	1,28	0,28
Andre driftskostnader	6,41	1,59	6,82	1,68	6,32	1,51	6,47	1,47	6,46	1,42
personalkostnader	3,38	0,84	3,68	0,90	3,46	0,82	3,40	0,77	3,55	0,78
<b>Driftsresultat før tap</b>	<b>5,02</b>	<b>1,25</b>	<b>5,61</b>	<b>1,38</b>	<b>4,79</b>	<b>1,14</b>	<b>5,40</b>	<b>1,23</b>	<b>5,62</b>	<b>1,24</b>
Tap på utlån og garantier	0,25	0,06	0,25	0,06	0,18	0,04	-0,77	-0,18	-0,39	-0,09
<b>Resultat før skatt</b>	<b>4,93</b>	<b>1,22</b>	<b>5,76</b>	<b>1,42</b>	<b>4,94</b>	<b>1,18</b>	<b>6,21</b>	<b>1,42</b>	<b>6,07</b>	<b>1,34</b>
Resultat etter skatt	3,89	0,96	4,44	1,09	3,72	0,89	4,65	1,06	4,56	1,00
Kapitaldekning (%)	11,81		12,16		12,02		11,63		11,27	
Kjernekapitaldekning (%)	9,27		9,76		9,56		9,27		8,80	

<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske filialer i Norge. Resultatstørrelsene i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK) er annualiserte

Kilde: Norges Bank

**Tabell 6 Resultatutviklingen og kapitaldekningen i bankene<sup>1)</sup>**

	2002		2003		2004		1. - 3. kvartal 2004		1. - 3. kvartal 2005	
	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK
Rentenetto	30,72	2,19	30,14	1,99	30,71	1,91	22,87	1,91	23,26	1,77
Andre driftsinntekter	10,21	0,73	14,31	0,94	15,16	0,94	10,57	0,88	11,80	0,90
provisjonsinntekter	7,09	0,51	7,63	0,50	8,82	0,55	6,43	0,54	7,09	0,54
verdipapirer, valuta og derivater	1,95	0,14	5,69	0,37	4,86	0,30	2,95	0,25	3,91	0,30
Andre driftskostnader	25,49	1,82	25,86	1,70	26,56	1,65	19,74	1,65	19,25	1,47
personalkostnader	13,26	0,95	13,81	0,91	13,77	0,86	10,09	0,84	10,40	0,79
<b>Driftsresultat før tap</b>	<b>15,45</b>	<b>1,10</b>	<b>18,59</b>	<b>1,22</b>	<b>19,31</b>	<b>1,20</b>	<b>13,70</b>	<b>1,14</b>	<b>15,81</b>	<b>1,21</b>
Tap på utlån og garantier	6,66	0,47	6,89	0,45	1,25	0,08	1,00	0,08	-0,98	-0,07
<b>Resultat før skatt</b>	<b>8,92</b>	<b>0,64</b>	<b>12,02</b>	<b>0,79</b>	<b>19,78</b>	<b>1,23</b>	<b>14,02</b>	<b>1,17</b>	<b>17,23</b>	<b>1,31</b>
Resultat etter skatt	6,26	0,45	9,41	0,62	14,79	0,92	10,35	0,86	12,93	0,99
Kapitaldekning (%)	12,15		12,36		12,16		11,81		11,27	
Kjernekapitaldekning (%)	9,60		9,72		9,76		9,27		8,80	

<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske filialer i Norge

Kilde: Norges Bank



**Tabell 7** Rating fra Moody's, <sup>1)</sup> forvaltningskapital, kapitaldekning<sup>2)</sup> og egenkapitalavkastning<sup>3)</sup> for nordiske finanskonserner per tredje kvartal 2005

	Finansiell styrke		Kortstiktig	Langstiktig	Forvaltningskapital (milliarder NOK)	Kjernekapital-dekning (%)	Kapitaldekning (%)	Egenkapitalavkastning	
								2004	1. - 3. kvartal 2005
Danske Bank	A-	P-1	Aa1	Aa1	2 532,3	6,5	9,4	17,4	17,8
Nordea Bank AB	B	P-1	Aa3	Aa3	2 522,1	7,0	9,9	16,9	18,6
SEB	B	P-1	Aa3	Aa3	1 544,4	7,8	10,1	14,7	16,5
Svenska Handelsbanken	A-	P-1	Aa1	Aa1	1 256,1	7,4	9,9	16,6	17,1
FöreningsSparbanken	B	P-1	Aa3	Aa3	979,4	6,5	9,9	21,8	27,3
Nordea Bank Norge	B-	P-1	Aa3	Aa3	323,7	8,2	10,6	13,1	18,6
Fokus Bank <sup>4)</sup>	C	P-1	Aa2	Aa2	96,1	7,2	8,9	10	14
DnB NOR	B	P-1	Aa3	Aa3	1 040,7	7,4	10,4	17,7	19,5
SpareBank 1 SR-Bank	C+	P-1	A2	A2	65,8	8,4	11,4	20,1	23,8
Sparebanken Vest	C	P-2	A3	A3	52,7	9,0	11,1	12,0	15,7
SpareBank 1 Midt-Norge	C	P-2	A3	A3	50,2	8,8	11,2	20,0	22,8
SpareBank 1 Nord-Norge	C	P-2	A3	A3	46,3	8,8	10,3	16,8	19,3

<sup>1)</sup> Moody's ratingskalaer: Finansiell styrke: A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, C-,.... Kortstiktig: P-1, P-2,... Langstiktig: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2,....

<sup>2)</sup> Det varierer i hvilken grad finanskonsernene inkluderer resultatet for de første tre kvartalene i kapitalbasen ved utregningen av kapitaldekningstallene

<sup>3)</sup> Egenkapitalavkastningen for de tre første kvartalene i 2005 er ikke for alle konsernene direkte sammenlignbar med egenkapitalavkastningen for 2004 på grunn av endringer i regnskapsreglene fra og med regnskapsåret 2005 (IFRS)

<sup>4)</sup> Egenkapitalavkastningstallene for Fokus Bank omfatter alle Danske Banks bankaktiviteter i Norge

Kilder: Bankenes nettsider og Moody's

**Tabell 8** Balansestruktur i norske banker.<sup>1)</sup> Prosentvis fordeling

	2004	3. kvartal 2004	3. kvartal 2005
Kontanter og innskudd	3,8	3,4	6,0
Verdipapirer (omløpsmidler)	9,5	9,5	9,1
Brutto utlån til publikum	75,7	75,9	72,9
Andre utlån	8,3	8,4	9,3
Samlede tapsavsetninger	-1,1	-1,2	-0,8
Anleggsmidler og øvrige fordringer	3,8	4,1	3,5
<b>Sum aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Kundeinnskudd	49,0	48,2	46,1
Innskudd/lån fra innenlandsk finansinstitusjon	3,6	3,9	3,8
Innskudd/lån fra utenlandsk finansinstitusjon	7,9	8,1	11,8
Innskudd/lån fra Norges Bank	0,1	0,1	-
Andre innskudd/lån	2,5	2,6	3,0
Sertifikatgjeld	4,6	4,7	5,1
Obligasjonsgjeld	18,7	18,8	18,0
Annen gjeld	3,9	4,1	3,2
Ansvarlig lånekapital	2,4	2,4	2,4
Egenkapital	7,3	7,2	6,5
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	1 632,8	1 599,4	1 882,1

<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske filialer i Norge

Kilde: Norges Bank

**Tabell 9** Balansestruktur og resultat i kredittforetak

	2004	3. kvartal 2004	3. kvartal 2005
<b>Balanse. Prosentvis fordeling</b>			
Kontanter og innskudd	0,6	1,3	2,0
Verdipapirer (omløpsmidler)	16,4	18,5	18,7
Brutto utlån:			
Nedbetalingslån (> 1 år)	81,4	78,9	77,8
Tapsavsetninger	-0,1	-0,1	-0,1
Anleggsmidler og øvrige fordringer	1,6	1,4	1,6
<b>Sum aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Sertifikatgjeld	2,0	7,6	1,7
Obligasjonsgjeld	58,8	53,0	60,9
Lån	32,7	33,0	31,4
Annen gjeld	1,5	1,4	2,1
Ansvarlig lånekapital	1,4	1,3	1,2
Egenkapital	3,6	3,7	3,6
<b>Samlet gjeld og egenkapital</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Resultat. Prosent av GFK (annualisert)</b>			
Netto renteinntekter	0,54	0,55	0,47
Driftskostnader	0,12	0,14	0,13
Tap på utlån og garantier	-0,02	0,00	-0,01
Resultat før skatt	0,43	0,44	0,37
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	360,2	352,2	404,2

Kilde: Norges Bank

**Tabell 10** Balansestruktur og resultat i finansieringselskaper

	2004	3. kvartal 2004	3. kvartal 2005
<b>Balanse. Prosentvis fordeling</b>			
Kontanter og innskudd	2,2	2,1	1,8
Verdipapirer (omløpsmidler)	0,1	0,2	0,2
Brutto utlån:			
Diskonterings-/ kasse-/ drifts-/ brukskreditt	15,4	16,4	13,4
Andre byggelån	0,1	0,2	0,1
Nedbetalingslån (> 1 år)	39,3	38,3	40,0
Leiefinansiering (> 1 år)	41,7	41,6	42,9
Tapsavsetninger	-1,5	-1,8	-1,2
Anleggsmidler og øvrige fordringer	2,9	3,1	2,8
<b>Sum aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Sertifikatgjeld	0,0	1,0	2,0
Obligasjongjeld	0,6	0,6	0,2
Lån	83,9	83,3	84,0
Annen gjeld	5,4	5,8	5,0
Ansvarlig lånekapital	1,2	1,3	1,1
Egenkapital	8,9	9,0	9,6
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Resultat i prosent av GFK (annualisert)</b>			
Netto renteinntekter	4,28	4,28	4,37
Driftskostnader	3,64	2,98	3,72
Tap på utlån og garantier	0,58	0,61	0,35
Resultat før skatt	2,04	2,12	2,35
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	108,3	104,1	118,6

Kilde: Norges Bank

**Tabell 11** Balansestruktur og resultat i livsforsikringselskaper<sup>1)</sup>

	2004	3. kvartal 2004	3. kvartal 2005
<b>Balanse. Utvalgte eiendeler i prosent av forvaltningskapital</b>			
Bygninger og faste eiendommer	9,9	9,4	9,6
Investeringer til varig eie m.m.	36,8	39,4	35,2
herav aksjer og andeler	0,5	0,6	0,5
herav obligasjoner som holdes til forfall	32,5	35,0	29,0
herav utlån	3,7	3,8	3,3
Andre finansielle eiendeler	48,2	45,5	53,9
herav aksjer og andeler	15,7	14,2	18,4
herav obligasjoner	24,0	24,1	24,5
herav sertifikater	6,7	4,6	7,5
<b>Resultat i prosent av GFK (annualisert)</b>			
Premieinntekter	11,77	11,51	11,79
Netto inntekter fra finansielle eiendeler	6,64	5,86	7,82
Resultat før tildeling til kunder og skatt	2,45	2,31	2,73
Verdijustert resultat før tildeling til kunder og skatt	3,17	2,33	4,43
<i>Memo:</i>			
Bufferkapital (prosent av forvaltningskapital)	6,4		6,9
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	509,0	498,5	555,9

<sup>1)</sup> Eksklusive livsforsikring med investeringsvalg

Kilde: Kredittilsynet

**Tabell 12** Forvaltningskapitalen i norske finanskonserner fordelt på bransjer<sup>1)</sup> per 30. september 2005. Prosent

	Finansierings-				Sum konsern
	Bank	selskap	Kredittforetak	Livsforsikring	
DnB NOR (inkludert Nordlandsbanken)	79,1	2,0	1,7	17,1	100,0
Nordea Norge	84,5	1,9	5,6	8,0	100,0
Sparebank 1-alliansen <sup>2)</sup>	93,1	1,5	0,0	5,4	100,0
Storebrand	16,3	0,0	0,0	83,7	100,0
Fokus Bank/Danske Banks Oslo-filial	74,1	0,0	25,9	0,0	100,0
Terra-alliansen <sup>3)</sup>	98,6	0,5	0,9	0,0	100,0

<sup>1)</sup> 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

<sup>2)</sup> I Sparebank 1-alliansens markedsandeler inngår finanskonsernet Sparebank 1 Gruppen AS og 18 norske eierbanker

<sup>3)</sup> I Terra-alliansens markedsandeler inngår finanskonsernet Terra Gruppen AS og 80 eierbanker

Kilde: Norges Bank

**Tabell 13** Norske finanskonserners markedsandeler<sup>1)</sup> innenfor ulike bransjer per 30. september 2005. Prosent

	Finansierings-				Sum konsern
	Bank	selskap	Kredittforetak	Livsforsikring	
DnB NOR (inkludert Nordlandsbanken)	38,4	18,0	4,6	32,5	32,3
Nordea Norge	14,3	5,9	5,0	5,1	11,2
Sparebank 1-alliansen <sup>2)</sup>	11,5	3,3	0,0	2,5	8,2
Storebrand	1,4	0,0	0,0	26,6	5,6
Fokus Bank/Danske Banks Oslo-filial	4,8	0,0	8,6	0,0	4,2
Terra-alliansen <sup>3)</sup>	5,7	0,5	0,3	0,0	3,8
Sum finanskonsern	76,0	27,7	18,4	66,7	65,2

<sup>1)</sup> 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 utelatt

<sup>2)</sup> I Sparebank 1-alliansens markedsandeler inngår finanskonsernet Sparebank 1 Gruppen AS og 18 norske eierbanker

<sup>3)</sup> I Terra-alliansens markedsandeler inngår finanskonsernet Terra Gruppen AS og 80 eierbanker

Kilde: Norges Bank

Tabell 14 Nøkkeltall og indikatorer

	Gjennomsnitt				Fremskrivinger		
	1987-1993	1994-2004	2004	2. kv 2005	2005	2006	2007-2008
<b>Husholdninger</b>							
Rentebelastning <sup>1)</sup>	9,9	5,9	4,7	4,2	4,3	4,9	6,5
Gjeldsbelastning <sup>2)</sup>	153	135	165	174	175	187	203
Lånerente etter skatt <sup>3)</sup>	8,3	5,0	3,0	2,7	2,8	3,2	4,0
Realrenter etter skatt <sup>4)</sup>	4,0	3,2	2,6	1,7	1,8	1,4	1,7
Netto fordringsrate <sup>5)</sup>	9	49	48	51			
Arbeidsledighet (registrert)	4,5	3,4	3,6	3,4	3½	3¼	3¼
<b>Foretak</b>							
Rentebelastning <sup>6)</sup>	63	43	36		34	39	51
EK-avkastning <sup>7)</sup>	9,1	12,6	17,9				
EK-andel <sup>8)</sup>	26,1	35,7	37,6				
<b>Verdipapirmarkedet</b>							
P/E <sup>9)</sup>	12,6	16,0	15,8	19,0			
Avkastningsgap <sup>10)</sup>	-2,1	-0,4	2,0	1,7			
<b>Banker</b>							
Resultat <sup>11)</sup>	-0,1	1,3	1,2	1,3			
Rentemargin <sup>12)</sup>	5,7	3,3	2,9	2,6			
Tap på utlån <sup>13)</sup>	2,1	0,2	0,1	-0,1			
Utlånsvekst <sup>14)</sup>	6,1	9,8	8,8	12,3			
EK-avkastning <sup>15)</sup>		14,9	14,4	17,4			
Kapitaldekning <sup>16)</sup>	8,2	12,2	12,0	11,6			

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

2) Lånegjeld i prosent av likvid disponibel inntekt

3) Husholdningenes lånerente i prosent

4) Husholdningenes lånerente etter skatt deflatert med underliggende inflasjon (KPI-JAE fra og med 3. kvartal 2000)

5) Husholdningenes totale fordringer fratrukket total gjeld som andel av disponibel inntekt

6) Renteutgifter i prosent av kontantoverskudd for ikke-finansielle foretak utenom olje- og gassnæringen og utenriks sjøfart

7) Foretakenes resultat etter skatt i prosent av gjennomsnittlig egenkapital. Gjennomsnitt for perioden 1987-1993 er beregnet for perioden fra og med 1. kvartal 1988 grunnet manglende data

8) Egenkapital i prosent av total kapital. Gjennomsnitt for 1987-1993 er beregnet fra og med 1. kvartal 1988 grunnet manglende data

9) Verdien av et utvalg av selskap på Oslo Børs dividert med estimat for inntjening siste år

10) E/P-raten for Oslo Børs hovedindeks fratrukket 10-års norsk statsobligasjonsrente

11) Resultat før skatt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. For perioden 1987-1989 er utenlandske filialer i Norge og norske bankers filialer i utlandet inkludert. Dette gjelder ikke de andre periodene

12) Gjennomsnittlig utlånsrente minus gjennomsnittlig innskuddsrente for alle banker i Norge

13) Tap på utlån i prosent av brutto utlån for alle norske banker eksklusiv utenlandske filialer i Norge og norske bankers filialer i utlandet

14) Årlig prosentvis vekst i utlån til nærings- og personmarkedet fra alle norske banker i Norge. Gjennomsnitt for 1987-1993 er beregnet fra og med 1. kvartal 1988 grunnet manglende data

15) Resultat etter skatt i prosent av gjennomsnittlig egenkapital for alle norske banker eksklusiv utenlandske filialer i Norge og norske bankers filialer i utlandet.

16) Ansvarlig kapital i prosent av beregningsgrunnlaget for alle norske banker eksklusiv utenlandske filialer i Norge og norske bankers filialer i utlandet.

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Datastream, EcoWin, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

# B-blad/Economique

Returadresse:  
Norges Bank  
Postboks 1179 Sentrum  
N-0107 Oslo  
Norway

