

Risiko og vekst i finansnæringa

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Sparebankforeninga sitt årsmøte i Bergen, 27. oktober 2005

Foredraget inneheld ikkje vurderingar av konjunkturane eller den aktuelle rentesetjinga. Med atterhald om endringar under framføringa.

1. Innleiing

Dei siste tiåra har gjeld og finansielle fordringar vakse sterkt globalt. Det finansielle systemet som ligg mellom långjevarar og låntakarar, har auka tilsvarande. Det har blitt langt fleire og dels nye aktørar på desse marknadene, og eit breitt spekter av nye instrument har vakse fram. Vekst i finansmarknadane gir høve til betre og meir effektiv bruk og fordeling av kapital og gjer det mogeleg å styre risiko betre. Utviklinga i finansnæringa har slik medverka til høgare og meir stabil økonomisk vekst i verda dei siste tiåra.

Dei nye instrumenta gir bankane betre høve til å styre risikoen sin, mellom anna kredittrisikoen knytt til utlån. I mange land har veksten i lån til hushald vore høg i fleire år. I Noreg utgjer bustadlån ein stadig større del av bankane sine balansar.

Eg vil no drøfte sider ved dette.

2. Utviklinga i finanssektoren

Omfang og storleik på dei ulike marknadane

Finansmarknadene har vakse sterkt i mange land, mellom anna som ei følge av at mykje av finansreguleringa vart fjerna på 1970- og 80-talet. Teknologiske framsteg minka effekten av reguleringane og har saman med institusjonelle endringar gjort det mogeleg for aktørane i marknaden å tilpasse seg på betre og meir effektive måtar. Den kapitalen kredittinstitusjonane forvaltar har auka sterkt dei seinare åra i alle landa i samanlikninga.

Som del av BNP er ikkje kapitalen bankane forvaltar spesielt høg i Noreg samanlikna med andre land, sjølv om bankane står for storparten av låna til norske hushald og verksemder. Forklaringar kan vere at norske bankar har lite utlån til det offentlege og til utlandet samanlikna med bankar i andre land, og at norske verksemder låner i kredittinstitusjonar i utlandet i større grad enn verksemder i andre land.

Kapitalen bankane forvaltar har auka samstundes som talet på tilsette og talet på timeverk har gått ned. Produktivitetsveksten har vore sterk.

Direkte formidling av gjeld og fordringar gjennom verdipapirmarknaden har òg vakse. Obligasjonar og sertifikat utgjer likevel ikkje meir enn om lag sju prosent av publikum si innanlandske gjeld. Denne delen har vore ganske stabil dei siste åra. Private verksemder i

Noreg låner mindre i den innanlandske obligasjonsmarknaden enn verksemder i andre land. Særleg i USA har dei lang tradisjon for långjeving gjennom slike marknader.

Det finansielle systemet i Noreg er i høg grad dominert av bankar. Bankane har ein marknadsdel på over 50 prosent, medan kredittverksemder og finansieringsselskap til saman har 14 prosent.

Vekst i finansmarknadane gjer det enklare å formidle spareoverskot til dei som har gode investeringsplanar. Det legg òg betre til rette for å spreie risikoen. Begge delar betrar økonomien si vekstevne. Samstundes kan ein større finansiell sektor gjere at dei realøkonomiske konsekvensane av ustabilitet i det finansielle systemet blir større.

Globaliseringa har gjort at gjeld og fordringar er blitt meir spreidd mellom land. Den såkalla heimefavoriseringa har minka. Det har redusert risikoen i det finansielle systemet og gjort tilhøva mellom risiko og avkastning betre. Petroleumsfondet har medverka til ein sterk nedgang i heimefavoriseringa i Noreg. Dei seinare åra har òg norske livselskap plassert meir av kapitalen dei forvaltar ute.

Utvikling mot større einingar og auka grad av konsentrasjon

Nasjonal konsolidering

Dei siste åra har samanslåingar og oppkjøp i eige land vore eit sentralt trekk i europeisk banknæring. Konsentrasjonen, som ein til dømes kan måle med kor store dei fem største kredittinstitusjonane er, varierer vesentleg mellom landa. Det kan likevel sjå ut som om den jamt over er høgare i mindre enn i større land. Konsentrasjonen er ikkje spesielt høg i Noreg, og lågare enn i både Danmark, Finland og Sverige.

Utviklinga i talet på kredittinstitusjonar er eit anna mål på konsolidering i marknaden. Det samla talet på kredittinstitusjonar i euroområdet har blitt kraftig redusert dei siste åtte åra. Talet på kredittinstitusjonar har gått ned frå 29 institusjonar for kvar million innbyggjarar i 1997 til 21 i 2004.

Den høge konsentrasjonen i små land kan vere eit teikn på at det er stordriftsfordelar i finansnæringa. I store land kan sjølv bankar med små marknadsdelar hente ut stordriftsfordelar. Større, samansette kredittinstitusjonar kan òg oppnå breiddefordelar ved at dei kan selje fleire typar produkt til same kunde.

Noreg har fleire bankar jamført med folketalet enn i euroområdet, og talet på bankar har vore nokså stabilt dei siste åra. Ein årsak kan vere at det er bygd opp mange alliansar som gjer stordrifts- og breiddefordelar tilgjengelege også for mindre bankar. Dette skjer mellom anna ved samkøying av teknologi og produktutvikling, og ved deling av kunnskap og kompetanse. Dessutan har fleire utanlandske aktørar etablert seg i Noreg.

Konsentrasjon i banknæringa fører òg til ein konsentrasjon av risiko. Samstundes kan større einingar handsame risikoen betre enn mindre einingar.

Grensekryssande verksemd

I land med høg konsentrasjon kan konkurransen verte svekka ved meir konsolidering. Særleg i små land har det vore naudsynt for bankane å etablere seg i andre land for å hente ut stordriftsfordelar. I Norden har ein dei siste åra fått fellesnordiske finanskonsern, og dei største bankane definerer no heile Norden som sin heimemarknad. Norden ligg langt framme i utviklinga av grensekryssande løysingar.

Utanlandske filialar og dotterbankar har meir enn dobla marknadsdelen sin i den norske bankmarknaden sidan 1999. Delen er vesentleg høgare enn i Sverige og Danmark, men innslaget av utanlandske institusjonar har auka markert også her. Den kraftige auken i Finland skuldast at Nordea i 2004 gjekk frå å vere ein finsk til ein svensk bank.

Grensekryssande verksemd medverkar til auka konkurranse, fleire val for aktørane og spreiking av kompetanse. Med bankar frå fleire geografiske marknader, vert det finansielle systemet òg mindre utsett for konjunkturutviklinga i eitt einskild land.

Vekst i nye, mindre kjende marknader gjer risikovurderinga meir utfordrande. Grensekryssande institusjonar kan vidare medverke til at uro i finansmarknadane i eitt land smittar over til andre land. I tillegg kan ei eventuell krise i ein internasjonalt aktiv institusjon vere meir komplisert å løyse enn i ein nasjonal institusjon.

Konglomerat

Utviklinga i finansmarknaden går i retning av større finanskonsern og alliansar. I tillegg til tradisjonelle banktenester tilbyr slike konsern også andre finansielle tenester. Dei store bank- og finansgruppene i Noreg har vesentlege marknadsdelar i fleire bransjar. Samanlikna med andre nordiske bankkonsern, får norske bankkonsern ein større del av inntektene frå tenester utanfor sjølve banken.

Bankar som veks i andre bransjar vert utfordra i risikostyring, produktkunnskap og kundekjennskap. Bankane står i tillegg overfor endra omdømerisiko ved at problem i ein annan del av konsernet enn bankdelen kan påverke og skade banken sitt omdøme. For stabiliteten i det finansielle systemet kan det likevel vere positivt at bankkonserna har ein spreidd inntektsbase. Det gjeld særleg dersom innteninga frå nye aktivitetar ikkje svingar i takt med innteninga frå tradisjonell bankverksemd. Om det kan det nok likevel vere tvil, jamfør at dei fleste kjeldene til inntekt i bankane svikta under krisa i byrjinga av 1990-talet.

Spreiking av risiko gjennom verdipapirmarknaden

Kreditt som vert formidla direkte gjennom verdipapirmarknaden spreier risiko og avlastar dermed banksystemet. Utviklinga i verdipapirmarknaden har gjort det enklare for bankane å variere finansieringa si. I tillegg har framveksten av fleire kredittkjelder og nye instrument gjort det mogeleg for bankane å kjøpe og selje risiko. Det har dermed òg blitt enklare for bankane å spreie risikoen sin.

Strukturen i det finansielle systemet varierer mykje mellom land. Det kan ein sjå på skilnadene i korleis verksemdar finansierer seg. Dei norske låner nokså lite i obligasjons- og

sertifikatmarknaden. Finansieringa her utgjer ikkje meir enn åtte prosent av den samla finansieringa.

Ulik finansieringsstruktur fører til at risikoen ved å yte kreditt og andre finansielle tenester varierer mellom land. Det er bra for verksemder og andre aktørar i finansmarknaden å ha fleire finansieringskjelder å trekke på. Dersom det oppstår vanskar i delar av det finansielle systemet kan aktørane finne alternative kjelder til kreditt. Stabiliteten i det finansielle systemet ville verte styrka av ein større obligasjonsmarknad. Det gjeld også i Noreg.

Nye instrument for investering og risikostyring

Strukturendringane og den sterke veksten dei siste tiåra har gjort finansmarknadane meir komplette. Det har gjort marknadane meir effektive og betre til å fordele ressursar og risiko mellom aktørar, sektorar, regionar og over tid. Det går føre seg ei rivande produktutvikling i finansmarknadane, og omsetjinga av instrument for overføring av kredittrisiko veks. Auka merksemd kring risikostyring frå bankar og andre aktørar skapar etterspurnad etter slike produkt. Framveksten av nye instrument vert påskunda av auka konkurranse, teknologisk utvikling og nye, meir risikobaserte krav til kapitaldekking.

I mange land har utviklinga gått i retning av å skilje dei som yter lån og som vurderer og prisar risikoen ved dei, og dei som overtek låna og sit med risikoen. Gjennom verdipapirisering kan bankane selje ut heile låneporteføljer til særskilde selskap som skriv ut obligasjonar sikra i låna. Det er dei som kjøper desse obligasjonane som sit med risikoen. Slike særskilde selskap har ikkje kapitalkrav og det vert heller ikkje ført tilsyn med dei. Såkalla særskilt sikra obligasjonar er eit liknande instrument der obligasjonseigarane har sikring i utlån bankane har overført til ei kredittverksemd. Det vert ført tilsyn med og stilt kapitalkrav til kredittverksemder. Det vert arbeidd med å opne for dette også i Noreg. Bruk av slike instrument vil truleg styrke obligasjonsmarknaden og såleis gi betre spreiring og styring av risiko.

Dei siste åra har det kome nye instrument som gjer det mogeleg å selje ut kredittrisikoen til eit lån, men halde sjølve lånet på balansen. Det gjer det lettare å spreie og styre risiko. Såkalla "Credit default swaps" er ei form for gjeldsforsikringskontrakt knytt til eitt eller fleire lån. Kjøparen av kontrakten er sikra ei utbetaling dersom lånet vert misleghalde. Utstedaren av kontrakten må betale.

Sikra gjeldsinstrument, såkalla CDOar, er eit anna mykje brukt instrument¹. Forenkla er dette ofte lån til verksemder som vert skilt ut frå ein bank og delt inn i transjar med ulik risiko. Det vert utsteda gjeldspapir på dei ulike transjane. Dersom lånet vert misleghalde må den minst sikre transjen ta dei første tapa. Ofte er det banken som har skilt ut lånet som sit med denne transjen. Den transjen som tek dei siste tapa vil såleis kunne vere særskilt sikker. Avkastinga i dei ulike transjane vil sjølvsagt stå i forhold til risikoen. På denne måten kan ein skape mange ulike kombinasjonar av risiko og avkastning og skreddarsy dei til einskilde investorar. I såkalla syntetiske CDOar er det ikkje lån, men "credit default swaps" som ligg til grunn for posisjonane. Det gjer det enda enklare å få til den kombinasjonen av risiko og avkastning som investoren vil ha.

I den globale marknaden er bankane netto kjøparar av risikovern, medan forsikringsselskapa er netto seljarar. Flesteparten av handlane går likevel mellom bankar og ikkje mellom bankar og forsikringsselskap.

For stabiliteten i det finansielle systemet er det både fordelar og ulemper med dei nye instrumenta. Mellom anna gjer dei det mogeleg å overføre risiko til aktørar som ønskjer å bære den. Slike aktørar er gjerne spesialiserte og godt eigna til å bære risikoen. Dersom kredittrisikoen vert spreidd til aktørar utanfor banksektoren, reduserer ein risikoen i bankane.

Ulempene knyter seg til om det skjer ein risikokonsentrasjon på kjøparsida i staden for spreieing av risiko. Dersom ein skilde aktørar tek på seg for mykje risiko, kan motpartane deira (mellom anna bankar) bli utsette for tap. Det er alltid ein fare for at kjøparane ikkje kjenner nye produkt godt nok. Det har òg vore eit problem at infrastrukturen i dei nye marknadane ikkje har halde tritt med omsetjinga, slik at den operasjonelle risikoen i systemet har auka.

Risikostyring inneber at investorane tek omsyn til korleis risiko og avkastning samvarierer i ulike plasseringar. Normalt byggjer slike vurderingar på samvariasjonar i normale tider, og det er ei utfordring at samvariasjonane kan bli heilt annleis i ei krise. Nye instrument kan gjere slik risikostyring meir krevjande. Det kan vere låg likviditet i desse marknadane og det kan auke prisutslaga under ei krise og spreie uro mellom marknader.

I hovudsak har dei nye instrumenta for risikostyring og -spreieing truleg ført til sterkare og meir stabil økonomisk vekst. Det har gjort økonomiane meir effektive. Så langt ser det òg ut til at betre høve for risikostyring har ført til ei meir stabil utvikling: Konsekvensane av større finansiell uro, som til dømes då IT-bobla sprakk i 2000, har blitt mindre enn tidlegare. Noreg ligg klårt etter den internasjonale utviklinga på dette feltet, saman med fleire andre europeiske land.

3. Utviklinga i hushalda og i bustadprisane

Dei siste åra har det vore mykje merksemd kring auka bustadprisar og sterk gjeldsvekst i hushalda i mange land, og mellom dei Noreg. Til dømes har det internasjonale valutafondet (IMF) uttrykt uro for at bustadprisane kan vere overvurderte i enkelte land. Kraftig fall i bustadprisar eller andre formueprisar kan utløyse uro i finansmarknaden.

Noregs Bank sine analyser viser at det meste av hushalda sin gjeldsvekst kan forklarast av høge bustadprisar. Sal av nye bustader har òg medverka positivt. Bidraget frå renteendring var høgt i 2003 og 2004, men har minka i det siste. Lågare arbeidsløyse i 2004 og auka bustadomsetjing har trekt gjeldsveksten opp.

Auka bustadprisar påverkar gjelda i lang tid. Endringa i lånegraden til ein bustad er nært knytt til omsetjinga av bustaden, og til ei kvar tid er det berre ein liten del av bustadmassen som blir omsett. Sjølv om bustadprisane stabiliserer seg etter ein kraftig oppgang, vil det i lang tid vere bustader som vert omsette til ein høgare pris enn sist dei vart omsette.

Kva påverkar utviklinga i bustadmarknaden?

Noregs Bank sine utrekningar viser at høge lønsinntekter har drive bustadprisane opp. Bidraget frå renteendringar har også vore høgt dei to siste åra, men har minka noko i det siste. Endringar i renta har ein sterk og rask verknad.

Frå 2004 vart det sett i gang byggjing av fleire nye bustader som følge av høge bustadprisar, låge renter og gode økonomiske utsikter. Særleg i Oslo har nybygginga vore høg. Auka tilbod av bustader vil dempe presset i bustadmarknaden.

Når vi aukar renta, ventar vi at veksten i bustadprisane går ned. Vår rente blei auka med ¼ prosentpoeng sist sommar. Før denne renteauken gjekk bankane si bustadlånrente ned, sjølv om renta vår låg flat. Sterk konkurranse om bustadlån og lågare kapitalkrav for bustadlån når Basel II-regelverket trer i kraft kan ha medverka.

Dei seinare åra har dei nominelle langsiktige rentene falle meir enn inflasjonen. Realrenta har gått ned. Dette treng ikkje berre vere eit uttrykk for konjunkturane, men kan òg spegle lågare normalnivå for realrenta. Lågare normalnivå for realrenta vil gi høgare likevektsprisar på all kapital, også bustader, fordi noverdien av framtidig avkastning aukar.

Utrekningar i Noregs Bank, som mellom anna byggjer på at renta i Noreg gradvis aukar², syner at veksten i bustadprisane går ned fram mot 2008, og at dei deretter vil stabilisere seg. Som figuren syner er det stor uvisse knytt til slike utrekningar, og vi kan òg få sjå at prisane fell.

Hushalda si formue

Høgare bustadprisar har auka hushalda si bustadformue dei siste åra. Det er knytt stor uvisse til kor stor bustadformua er, men eit varsamt overslag tyder på at hushalda si bustadformue er 11 prosent høgare enn finansformua og over 40 prosent høgare enn gjelda.

Hushalda si brutto finansformue har òg auka meir enn gjelda dei siste åra (målt i kroner). Dette finansielle vernet reduserer noko av uroa knytt til gjeldsveksten. Det er likevel usikkert korleis sparinga no utviklar seg. Statistikk frå kredittmarknaden kan tyde på at sparinga har falle ein god del og no er ganske låg når ein korrigerer for at eigarane av verksemder fører dei store utbytta attende som eigenkapital. Nasjonalrekneskapen teiknar eit bilete med høgare sparing.

Samla formue er skeivt fordelt

Utviklinga i gjeld og formue er, naturleg nok, skeivt fordelt mellom ulike grupper av hushald. Samanlikna med 1980-talet har gjeldstrykket auka i hushald med låg og middels inntekt (desil 1-6), ofte yngre hushald i etableringsfasen. Det speglar mellom anna endringar i skattesystemet. Før reforma i 1992 var det svært lønsamt for folk med høge inntekter å låne mykje.

For å få eit betre bilete av korleis gjeld og fordringar er delt mellom hushalda, analyserer Noregs Bank no data for einiskilde hushald frå inntekts- og formuesundersøkinga frå SSB (2003). Heile datamaterialet omfattar 17.000 hushald, og av desse har 14.000 gjeld. Figuren til venstre syner samanhengen mellom inntekt før skatt og gjeld for hushalda med gjeld. Hushalda med høgast gjeld og inntekt er luka ut. For om lag 1.400 hushald er gjelda større enn 3 gonger inntekta. For heile folkemengda vil det vere snakk om snautt 200.000 hushald.

Inntekt vil vere førstelindeforsvaret mot problem med å betene gjeld. Den neste forsvarslina vil vere finansformuen. Figuren til høgre syner samanhengen mellom gjeld og finansformue for dei same hushalda. Svært mange av hushalda har lite finansformue. Til saman 198 milliardar kroner av gjelda er hos hushald som har mindre enn 19.000 kroner i finansformue. Dette utgjer ein firedel av hushalda.

Konsekvensar av utviklinga i hushalda si gjeld

Hushalda sitt rentetrykk, renteutgifter etter skatt i høve til summen av renteutgifter og disponibel inntekt, er låg trass i den sterke gjeldsveksten. Men rentetrykket vil auke når renta kjem opp til eit meir normalt nivå.

Berre fjorten prosent av låna til hushalda er med fast rente. Det er lågt i forhold til andre land, og det gjer hushalda sårbare for ein renteauke som er sterkare enn venta.

Samanlikna med lån til verksemder, var tapa på kreditt til hushald låge under bankkrisa på slutten av 1980-talet og byrjinga av 1990-talet. Trass i høg realrente og inntektssvikt klarte hushalda i stor grad å gjere opp gjelda si. Dei høge renteutgiftene og inntektssvikten førte likevel til at hushalda reduserte forbruket. I neste omgang førte dette til lågare omsetjing i verksemdene, svekka lønsemd og dårlegare evne til å betene gjeld. På denne måten medverka hushalda til at bankane sine tap på lån til verksemder auka. Dess høgare gjeldstrykk er i hushalda, dess sterkare kan ein slik smitte frå hushald til verksemder bli.

4. Stabiliteten i det finansielle systemet

Slik biletet ser ut i dag, er det liten grunn til å vente nokon kraftig auke i bankane sine tap i nær framtid. Det er òg vurderinga til det internasjonale valutafondet som nyleg har gjort ei vurdering av det norske finansielle systemet. Dei konkluderer med at det norske finansielle systemet er solid, godt styrt og lite sårbart på kort sikt. Sjølv med eit kraftig negativt sjokk i økonomien, er tapa forventta å vere langt mindre enn under bankkrisa. Det skuldast nok både den auka utlånsdelen til hushalda, der tapa normalt ikkje er så store, og at verksemdene no står langt sterkare enn dei gjorde på slutten av 1980-talet og byrjinga av 1990-talet.

Lange periodar med sterk vekst i gjeld, formueprisar og investeringar kan vere ein kime til seinare ustabilitet og problem i det finansielle systemet. Det har vi erfart både i Noreg og i andre land. Når optimismen snur til pessimisme, kan det finansielle systemet kome under press. Men det er ikkje mogeleg å fastslå sikkert kva verdiar av gjeld, formueprisar og investeringar som kan utgjere ein uakseptabel risiko i ein slik samanheng.

Den utviklinga vi har hatt i gjeldsopptak i hushalda, kan ikkje haldast oppe over tid. Både låntakarar og långjevarar gjer truleg klokt i å ta inn over seg at det gjerne er i slike tider grunnlaget for seinare problem og krevjande korreksjonar vert lagt.

Takk for at de ville høyre på.

Fotnoter

¹ CDO står for "collateralised debt obligation".

² Se Noregs Bank sin Inflasjonsrapport nr. 2, 2005.

Kjelder

Figur 11: Rajan, Raghuram: Has financial development made the world riskier? Artikkel presentert på konferansen "The Greenspan era: Lessons for the future" i Jackson Hole, Wyoming, USA, 25.-27. august 2005.

[<http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/2005/sym05prg.htm>]

Figur 12: Andresen, Ingrid og Karsten Gerdrup (2004): "Kredittrisikooverføring", Penger og Kreditt, nr. 4, Norges Bank

Figur 14: Jacobsen, Dag Henning og Bjørn E. Naug (2004): "Hva påvirker gjeldsveksten i husholdningene?", Penger og kreditt, nr. 2, Norges Bank

Figur 16: Jacobsen, Dag Henning og Bjørn E. Naug (2004): "Hva driver boligprisene?", Penger og kreditt, nr. 4, Norges Bank