

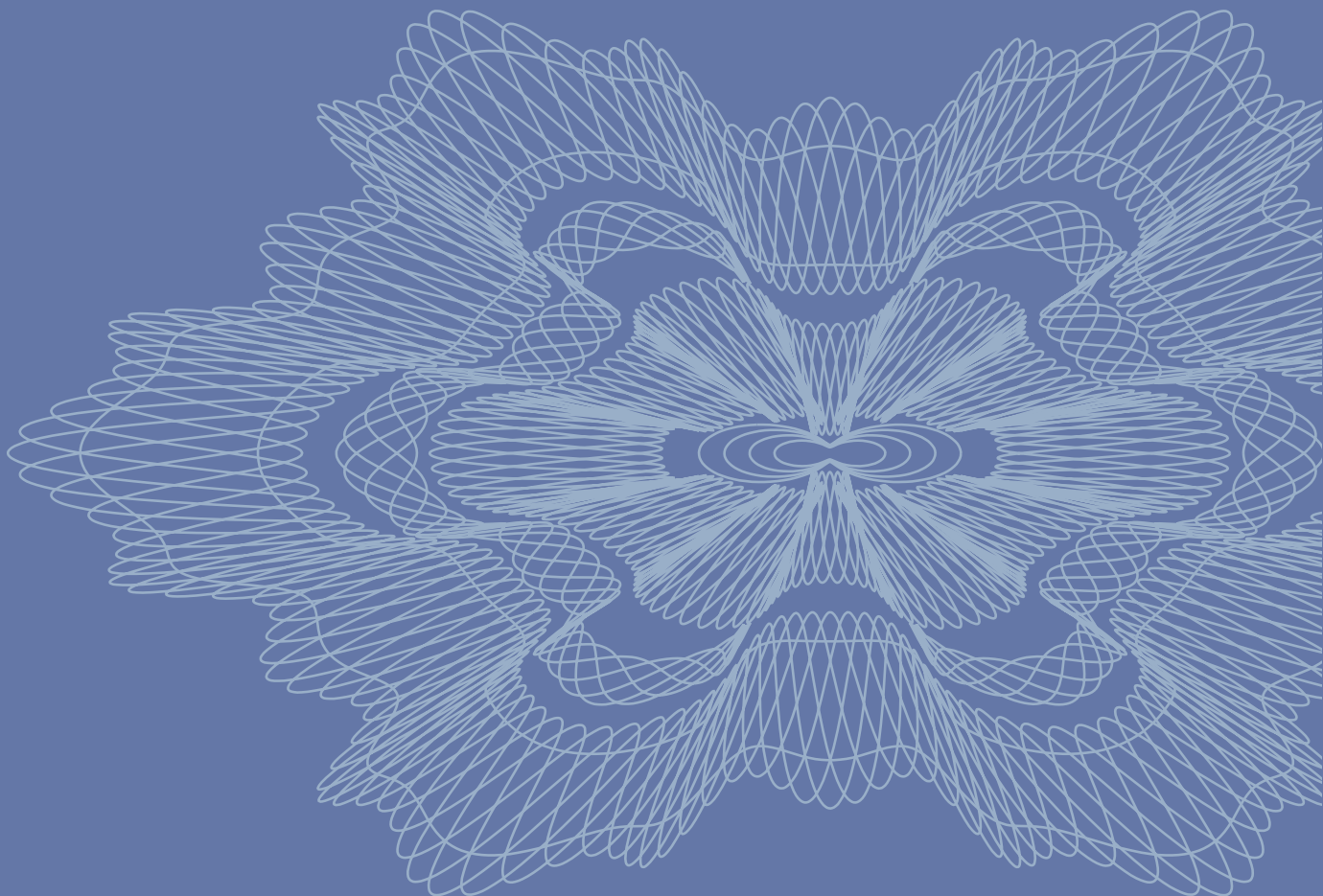
Norges Banks rapportserie  
Nr. 2-2006



# Finansiell stabilitet

1  
06

juni



«Finansiell stabilitet» kommer to ganger i året og utgjør sammen med inflasjonsrapportene Norges Banks rapportserie. Rapporten er også tilgjengelig på internett, under Norges Banks hjemmeside:  
[www.norges-bank.no](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 1/2006

<i>Leder</i> .....	7
<i>Sammendrag</i> .....	8
1. <i>Internasjonal utvikling</i> .....	10
<i>Utdypinger:</i>	
Betydningen for obligasjonsmarkedet av endringer i regelverket for pensjonsfond .....	15
2. <i>Makroøkonomi, husholdninger og foretak</i> .....	16
2.1 Hovedtrekk i norsk økonomi.....	16
2.2 Husholdningene .....	17
2.3 Foretakene .....	27
<i>Utdypinger:</i>	
Langsiktige realrenter og boligpriser .....	22
Husholdningenes bolig- og finansformue.....	23
Husholdningenes finansielle marginer .....	24
3. <i>Finansinstitusjonene</i> .....	31
3.1 Fortsatt gode resultater og god soliditet.....	31
3.2 Risikobildet for bankene .....	34
3.3 Andre finansinstitusjoner .....	36
3.4 Utsikter og utfordringer fremover .....	37
<i>Utdypinger:</i>	
Bankenes prising av utlån til foretak.....	39
Betydningen av Norges Banks styringsrente og konkurranseforhold for bankenes renter.....	41
Verdsettingsindikatorer for aksjemarkedene .....	43
<i>Vedlegg 1: Oversikt over utdypinger 2001-2006</i> .....	45
<i>Vedlegg 2: Annet publisert materiale fra     Norges Bank om finansiell stabilitet</i> .....	46
<i>Vedlegg 3: Tabeller</i> .....	48

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 31. mai 2006



# Leder

## *Ukjent terreng?*

Gode konjunkturer internasjonalt og høye priser på våre eksportvarer har bidratt til sterk vekst i norsk økonomi. Bedriftene oppnår høye overskudd, og husholdningenes inntekter vokser. Oppgangen i norsk økonomi har bidratt til svært lave tap på utlån og sterke resultater i bankene. Gode utsikter for norsk økonomi tilsier lave tap på bankenes utlån også den nærmeste tiden. Faren for en krise i vårt finansielle system de nærmeste årene synes å være liten.

Usikkerheten om utsiktene for finansiell stabilitet i Norge på lengre sikt er imidlertid blitt større. Husholdningenes gjeld og boligprisene har vokst sterkt i mange år, til historisk høye nivåer. Siden årsskiftet har boligprisene fått et ekstra og noe uventet løft. Avbrutt av et fall i mai har aksjekursene steget betydelig siden årsskiftet. Kursene er blitt støttet opp av høy oljepris og forventninger om høy fremtidig inntjening i selskapene. Det er stor optimisme i markedet for næringseiendommer. Bedriftenes investeringer og lånevekst har også økt. Samlet gjeld i Fastlands-Norge i forhold til verdiskapingen har aldri vært høyere. Slik har de økonomiske aktørene beveget seg inn i mer ukjent terreng.

Den lange perioden med sterk vekst i gjeld og formuespriser kan være en kime til senere ustabilitet i økonomien og i bankenes tap og resultater. I oppgangstider som nå, er det derfor en utfordring for långivere og låntakere å vise årvåkenhet og ta høyde for svakere konjunkturer og høyere renter. Banker som i forbindelse med Basel II går over til å benytte egne risikomodeller basert på historiske tap for å beregne kapitaldekningen, bør ta hensyn til at tapene har vært uvanlig lave de siste årene.

Det er kamp om markedsandelene i bankmarkedet. Konkurransen bidrar til mer kostnadseffektive banker, bedre og mer fleksible lånebetingelser og et bredere spekter av produkter. Det kommer kundene til gode. Samtidig er det viktig at bankene priser risiko riktig. Det gir effektiv bruk av kapitalen og fremmer finansiell stabilitet.

*Jarle Bergo*

# Sammendrag

## God vekst internasjonalt

Veksten i verdensøkonomien er sterk. Samtidig er både kortsiktige og langsiktige renter fortsatt lave i mange land. Høy vekst og lave renter gjør at gjeldsbetjeningsevnen til husholdninger og foretak for tiden er god. Det gir lave tap og god soliditet i bankene. Aksjekursene i Europa, USA og Japan er om lag uendret siden årsskiftet, selv om de falt i mai.

Det er likevel flere usikkerhetsmomenter for global finansiell stabilitet. Boligprisene og husholdningenes gjeld fortsetter å øke i mange land. Det gjør husholdningene mer utsatte for svingninger i konjunkturer og renter. Ubalansene i verdenshandelen er historisk høye og økende. Den sterke økningen i prisen på olje og andre råvarer kan bidra til høyere inflasjon og svakere vekst i verdensøkonomien.

## Gode resultater i norske banker

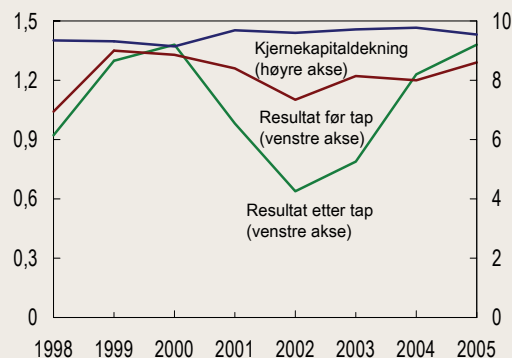
Bankene har oppnådd gode resultater de siste to årene, i hovedsak som følge av svært lave tap og reduserte kostnader. Lave tap gjenspeiler lave renter og god inntektsvekst i bedrifter og husholdninger. Bankenes egenkapitalavkastning er bedret fra 2004 til 2005. Kapitaldekningen har vært nokså stabil de siste par årene. Utsiktene for norsk økonomi tilsier fortsatt lave utlåntap og gode resultater i bankene den nærmeste tiden. På lengre sikt vil en normalisering av renten eller svakere konjunkturer kunne føre til høyere tap på utlån. Med god soliditet og inntjening er bankene trolig rustet til å møte en slik utvikling.

Skjerpet konkurranse har bidratt til lavere rentemarginer og press på netto renteinntektene. Sterk vekst i bankenes utlån de siste par årene har imidlertid bidratt til å holde renteinntektene oppe. Veksten i utlån er sterk både til husholdninger og foretak. Utlån med sikkerhet i eiendom har økt raskere enn totale utlån de siste årene. Bankene er dermed blitt mer utsatt for svingninger i eiendomspriser. Mange år med høy utlånsvekst har gjort at samlet kreditt til Fastlands-Norge er høy i forhold til verdiskapingen. Den voksende kreditten øker potensialet for tap på utlån og gjør det viktigere enn før å overvåke kredittrisikoen i vurderingen av finansiell stabilitet.

## Husholdningene fortsetter å øke gjelden

Husholdningenes finansielle stilling er samlet sett god. Renten er fortsatt lav og inntektene vokser. Bolig- og finansformuen har fortsatt å øke. Arbeidsledigheten har avtatt og er nå lavere enn anslått for et halvt år siden. Husholdningenes gjeldsvekst er fortsatt sterk, og gjelden i forhold til inntektene er høy. Veksten i gjeld må sees i sammenheng med sterk vekst i boligpriser og lave renter. Strukturelle utviklingstrekk har også betydning. Bankene tilbyr nye produkter som gjør det lettere å frigjøre boligkapital. Boligformuen er dermed blitt

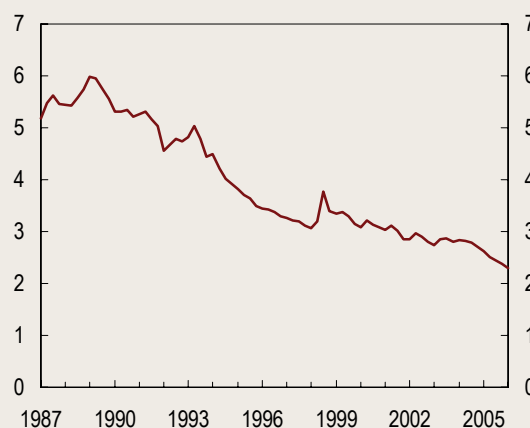
**Figur 1** Bankenes kjernekapitaldekning og resultat før skatt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.<sup>1)</sup> Årstall. 1998 – 2005



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

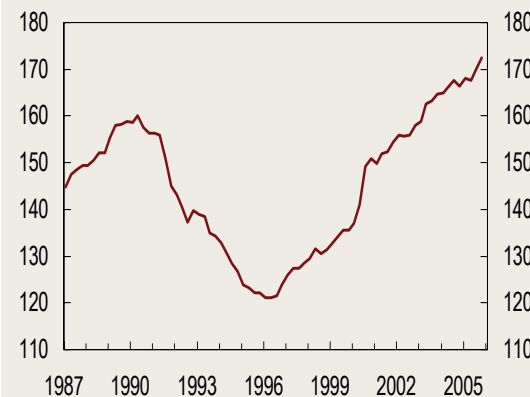
Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Bankenes rentemargin. Prosentpoeng. Kvartalstall. 1. kv. 87 – 1. kv. 06



Kilde: Norges Bank

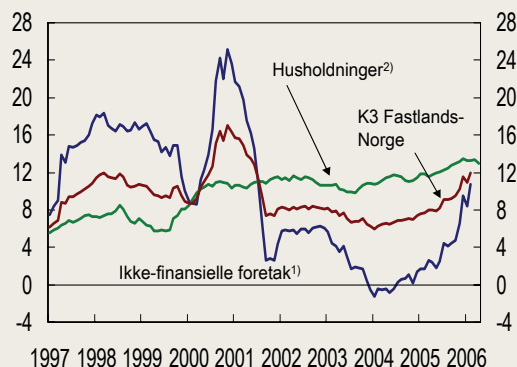
**Figur 3** Kreditt til Fastlands-Norge. Prosent av BNP Fastlands-Norge. Kvartalstall. 1. kv. 87 – 4. kv. 05



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Figur 4** Tolv månedersvekst i kreditt til Fastlands-Norge. Prosent. Månedstall. Jan. 97 — apr. 06

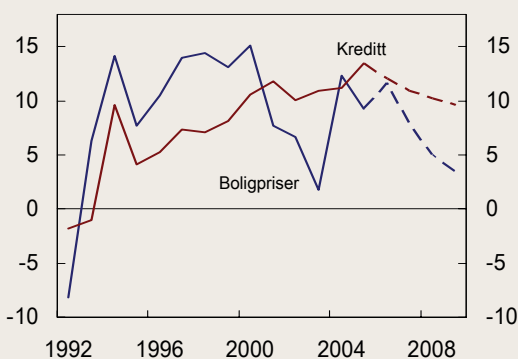


<sup>1)</sup> Det antas at all utenlandsk kreditt til Fastlands-Norge gis til foretakene

<sup>2)</sup> Kreditt fra innenlandske kilder (K2 husholdninger)

Kilde: Norges Bank

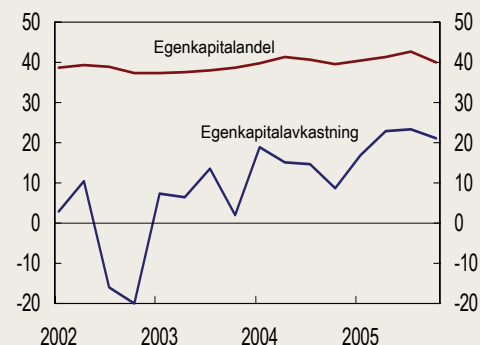
**Figur 5** Boligpriser (årlig vekst) og kreditt til husholdninger (K2, beholdningsendring ved utgangen av året). Prosent. 1992 — 2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivninger for 2006 — 2009

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

**Figur 6** Egenkapitalandel og egenkapitalavkastning før skatt for selskaper notert på Oslo Børs<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 02 — 4. kv. 05



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

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statoil, Hydro og Norges Bank

mer likvid. Låntakerne står friere til å velge avdragsprofil på sine lån. I tillegg kan det tenkes at forventninger om lavere realrenter over tid har gitt et løft i formuespriser og gjeld.

Boligprisene har steget mye de siste årene og kan nå synes noe høye 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 fortsette å øke. De fleste husholdningene har lån med flytende rente og er dermed utsatt for renteendringer på kort sikt. Fortsatt lave renter gjør at rentebelastningen nå er lav, men den vil øke etter hvert som renten normaliseres. Noen flere husholdninger vil dermed kunne få problemer med å betjene gjelden.

### God lønnsomhet i foretakene

Foretakenes finansielle stilling er god. Lønnsomheten i de børsnoterte selskapene var høy i 2005. Markedet har fortsatt forventninger om høy fremtidig inntjening i selskapene, men fallet i aksjekursene i mai kan gjenspeile noe større usikkerhet. Utviklingen i inntjening er drevet av høy oljepris, økt etterspørsel, moderat lønnsvekst og lave renter. Antall konkurser blant norske foretak har fortsatt å falle. Veksten i foretakenes gjeld har økt betydelig det siste året. Låneveksten må sees i sammenheng med økte realinvesteringer. Realinvesteringene i petroleumssektoren har steget kraftig og bidratt til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge.

Lave langsiktige renter har gjort næringseiendom mer attraktivt som investeringsobjekt. Låneveksten i næringseiendom er høy, og gjenspeiler høy aktivitet og stigende eiendomspriser. Avkastningen i eiendomsmarkedet er sårbar for svingninger i renter og aktivitetsnivået i økonomien.

På lengre sikt kan blant annet svekket konkurransevne redusere foretakenes lønnsomhet og evne til å betjene gjelden. I tillegg kan lavere pris på olje og andre eksportvarer svekke inntjeningen i mange næringer. Lavere vekst ute vil også svekke norske bedrifter.

### Samlet sett tilfredsstillende utsikter for finansiell stabilitet

Kredittrisikoen ved lån til husholdninger og foretak vurderes fortsatt som relativt lav. Både likviditetsrisikoen og markedsrisikoen som bankene står overfor vurderes også som relativt lav. Faren for en krise i vårt finansielle system de nærmeste årene synes dermed å være liten. Den sterke veksten i formuespriser og gjeld gjør imidlertid at usikkerheten om utsiktene for finansiell stabilitet på lengre sikt er noe større enn for et halvt år siden. Samlet sett vurderes likevel utsiktene for finansiell stabilitet i Norge som tilfredsstillende.

# 1 | Internasjonal utvikling

Gode konjunkturer, økt globalisering og finansiell innovasjon har styrket stabiliteten i det internasjonale finansielle systemet de senere årene. Høy global vekst og lave lånekostnader har bidratt til god gjeldsbetjeningssevne i foretak og husholdninger. Dette har gitt lave utlånstap og god soliditet i bankene.

Det er likevel flere usikkerhetsmomenter for global finansiell stabilitet. Boligprisene og husholdningenes gjeld fortsetter å øke i mange land. Det gjør husholdningene mer utsatte for svingninger i konjunkturer og renter. Ubalansene i verdenshandelen er historisk høye og økende. Finansmarkedene har så langt sørget for effektiv formidling av kapital fra overskudds- til underskuddsland, men dersom investorenes preferanser endres kan utslagene i markedene bli store. Høye priser på olje og andre råvarer kan bidra til svakere vekst og høyere inflasjon globalt, selv om virkningene til nå har vært små. Det har også vært usikkert hvordan finansmarkedene ville reagere på økninger i de amerikanske styringsrentene. Økningene siden 2004 har imidlertid ikke utløst vesentlige forstyrrelser i finansmarkedene.

## God økonomisk vekst

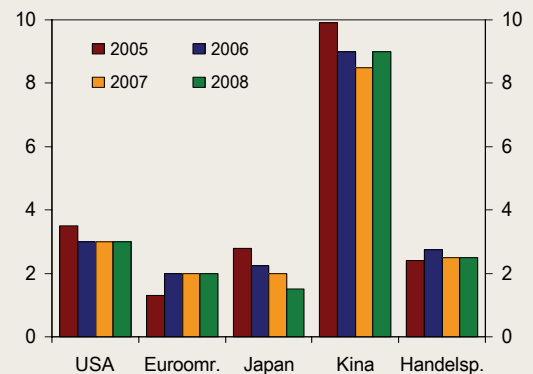
Veksten i verdensøkonomien holder seg oppe, selv om den avtok noe fra 2004 til 2005. I årene fremover ventes fortsatt god økonomisk vekst globalt, se figur 1.1. Særlig Kina og USA bidrar. Veksten i Europa ventes å tilta i år, for så å holde seg stabil. For Norges handelspartnere samlet ventes en noe sterkere vekst i år enn i fjor.

## Solide foretak, men tegn til at gjeldsandelene øker

Konjunkturoppgangen har bidratt til høy inntjening i banker og foretak i de fleste OECD-land de siste årene. Samtidig har foretakenes realinvesteringer vært nokså lave. Dette har bidratt til styrking av deres egenkapital, og gjort dem mer robuste overfor økonomiske forstyrrelser. Rentepåslaget over risikofri rente på foretakenes obligasjonslån er lavt historisk sett. Det kan indikere at investorene mener det er liten sannsynlighet for mislighold.

Det er nå tegn til at styrkingen av foretakenes finansielle stilling har stoppet opp. Omfanget av gjeldsfinansierte investeringer, utbyttebetalinger, tilbakekjøp av aksjer, fusjoner og oppkjøp øker. Samtidig har styringsrentene økt i mange land. Høyere gjeldsgrad og økte gjeldsbetjeningskostnader i foretakene kan på sikt føre til økt mislighold av gjeld, høyere risikopremier og større svingninger i finansmarkedene. Foretakene har imidlertid en sunn finansiell stilling i dag.

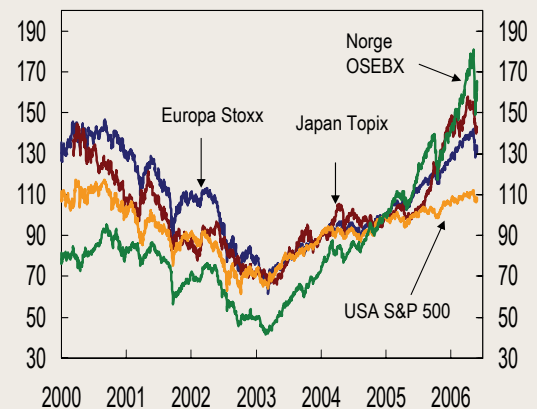
Figur 1.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet<sup>1)</sup>. Prosentvis vekst fra foregående år



1) Anslag fra Norges Banks Inflasjonsrapport 1/06. Oppdaterte anslag kommer i Inflasjonsrapport 2/06.

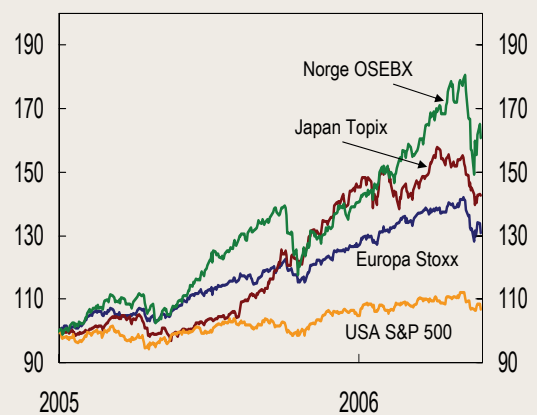
Kilder: IMF, EU-kommisjonen, Consensus Forecasts og Norges Bank

Figur 1.2 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser. 1. jan. 05 = 100. Dagstall. 3. jan. 00 – 30. mai 06



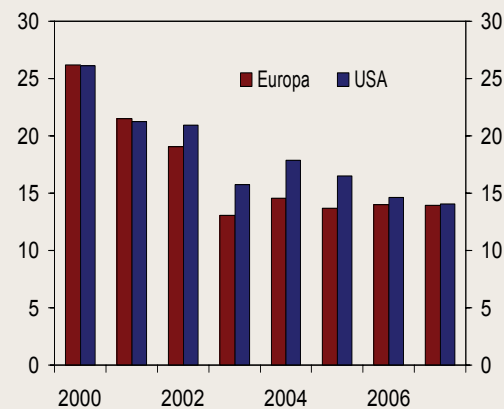
Kilde: Reuters EcoWin

Figur 1.3 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser. 1. jan. 05 = 100. Dagstall. 3. jan. 05 – 30. mai 06



Kilde: Reuters EcoWin

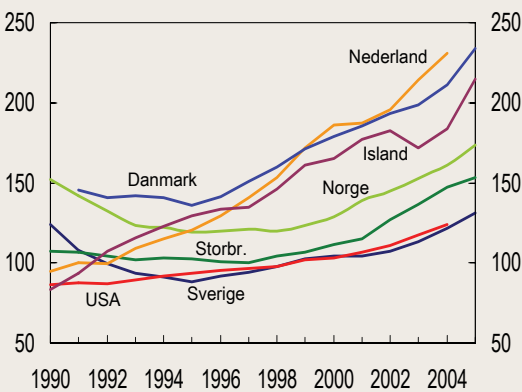
**Figur 1.4** Fremoverskuende P/E<sup>1)</sup> for aksjeindekser i Europa og USA. Årstall. 2000 - 2007



1) Basert på forventet inntjening ved årets begynnelse  
Kilde: Reuters EcoWin

Høy løpende inntjening og forventninger om økt inntjening i de børsnoterte foretakene har bidratt til oppgang i aksjekursene internasjonalt de siste tre årene, se figur 1.2. Siden årsskiftet har aksjemarkedene i USA og Europa steget henholdsvis 2 og 3 prosent, mens det japanske aksjemarkedet har falt 2 prosent. Gjennom mai falt aksjekursene markert i mange land, og særlig i markeder med stort innslag av råvare- og energiselskaper, se figur 1.3. Fallet skyldtes blant annet fall i dollarkursen og frykt for tiltakende inflasjon og flere renteøkninger i USA. Lavere risikoappetitt blant investorer kan også ha bidratt til kursfallet. Aksjekursene i USA og Europa var i slutten av mai likevel henholdsvis 66 og 112 prosent høyere enn da oppgangen startet i mars 2003. Målt etter tradisjonelle verdsettingsindikatorer, som historisk og fremoverskuende *Pris/Inntjening* (P/E), er aksjene nokså normalt priset, se figur 1.4 og utdyping side 43.

**Figur 1.5** Husholdningers gjeld i prosent av disponibel inntekt. Årstall. 1990 – 2004/2005

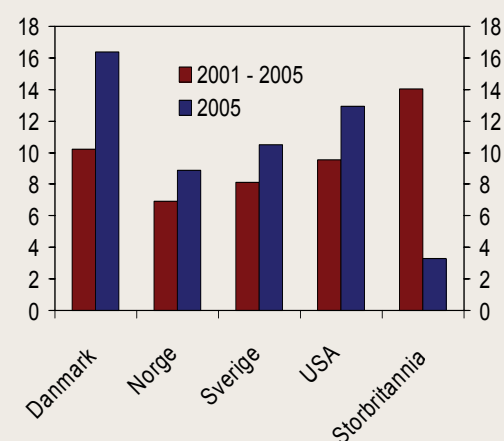


Kilder: OECD, BIS, Bank of England, Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank, Sedlabanki Islands og Norges Bank.

### *Fortsatt gjelds- og boligprisvekst, men tegn til avkjøling i boligmarkedet i USA?*

I mange land er husholdningenes gjeldsbelastning nå historisk høy og økende, se figur 1.5. Lave renter og kraftig og langvarig oppgang i boligprisene har bidratt til gjeldsoppbyggingen. Nye låneprodukter og mer liberal kredittpraksis har gitt husholdninger økte muligheter til å finansiere boligkjøp og andre investeringer. Også grupper med lav inntekt har økt sin belåning. Høyere gjeldsbelastning har ført til at husholdningene er mer utsatte for svingninger i konjunkturer, rentenivå og boligpriser.

**Figur 1.6** Boligprisvekst i ulike land. Årlig gjennomsnittlig vekst i prosent. 2001-2005



Kilde: Reuters EcoWin

Boligprisene vokser fortsatt kraftig i mange land, se figur 1.6. I Storbritannia har høyere renter bidratt til at boligprisveksten har avtatt. Etter sterk prisvekst i 2005 viser indikatorer for aktiviteten i boligmarkedet i USA nå svakere utvikling, se figur 1.7. Boligprisveksten har vært en viktig drivkraft for privat konsum og økonomisk vekst i USA. Fremtidig utvikling i amerikanske boligpriser er derfor viktig for utviklingen i verdensøkonomien og i finansmarkedene.

### *USAs driftsunderskudd øker*

De globale ubalansene i handels- og kapitalstrømmer blir stadig større. USAs underskudd på driftsbalansen er stort og økende, se figur 1.8. Resten av verden har til nå vært villig til å finansiere underskuddet uten å kreve økt risikopremie. Det skyldes blant annet at de amerikanske finansmarkedene er velutviklede, at dollaren er en viktig reservevaluta og at den økonomiske veksten har vært sterkere i USA enn i Europa og Japan. De siste årene har imidlertid avkastningen på aksjer og obligasjoner vært lavere i USA enn i Europa og Japan. Dersom dette påvirker investorenes forventninger til frem-

tidig avkastning, kan det bli vanskeligere for USA å finansiere handelsunderskuddet. Konsekvensene for finansiell stabilitet avhenger av hvor brått investorenes etterspørsel etter amerikanske aktiva i så fall vil endres. En kombinasjon av svakere amerikansk dollar, høyere renter og svakere aksjemarkeder kan svekke finansinstitusjonenes finansielle stilling. Lavere risikoappetitt blant aktørene i finansmarkedene kan forsterke en slik utvikling.

### Lave langsiktige renter

Globalt har langsiktige renter økt noe siden forrige rapport, men i mange land er rentene fortsatt lave historisk sett. Figur 1.9 viser utviklingen i implisitte femårs statsobligasjonsrenter om fem år i et utvalg land. Slike renter kan antas å være lite påvirket av konjunktursituasjonen. Det lave rentenivået kan gjenspeile flere forhold, herunder forventninger om lavere inflasjon og mindre usikkerhet om inflasjonsutviklingen over tid. Også lavere løpetidspremier, som blant annet kan ha sammenheng med at pensjonsfond ønsker lengre løpetid på sine eiendeler, kan bidra til lavere renter, se utdyping side 15.<sup>1</sup> Dersom den langsiktige realrenten blir liggende på et varig lavere nivå, vil det isolert sett bidra til høyere likevektsvekstpriser på formuesobjekter.

### Høye priser på olje og andre råvarer og metaller

Prisen på olje og de mest omsatte metallene på verdensbasis har økt med henholdsvis 70 og 94 prosent siden begynnelsen av 2005, se figur 1.10. I samme periode har gullprisen økt med 49 prosent. Oppgangen i metallprisene de siste årene gjenspeiler blant annet sterk vekst i industriproduksjonen i mange land og høy bygge- og anleggsaktivitet i Kina og USA. Også prisene på sukker, gummi og enkelte andre landbruksvarer har økt. Oppgangen i råvareprisene utgjør en risiko for inflasjon og økonomisk vekst. Finansielle investorer benytter i økende grad markedene for metaller og andre råvarer til å spre risiko og til å ta del i veksten i råvareintensive økonomier som Kina. Råvaremarkedene benyttes i noen grad også som sikring mot en eventuell økning i inflasjonen og svekkelse av dollaren.

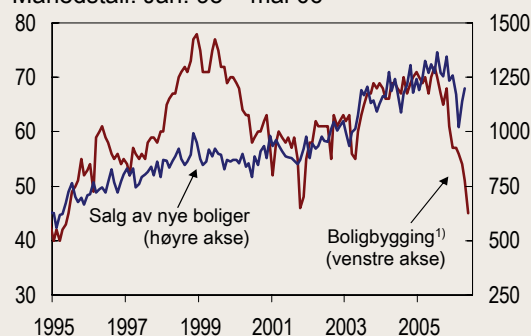
### Økt omfang av komplekse kredittinstrumenter

Fremveksten av nye kredittinstrumenter er viktig for hvordan risiko prises og fordeles mellom ulike aktører. Markedet for kredittderivater og strukturerte kredittinstrumenter som CDOer<sup>2</sup>, har vokst betydelig de siste årene. Ved utgangen av

<sup>1</sup> Se også utdypingen "Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA" i Inflasjonsrapport 1/06, Norges Bank.

<sup>2</sup> En CDO ("Collateralized Debt Obligation") er et gjeldsinstrument med sikkerhet i en portefølje av én eller flere typer verdipapirer eller lån. Porteføljen består ofte av mindre homogene verdipapirer enn ved vanlige pantsikrede verdipapirer.

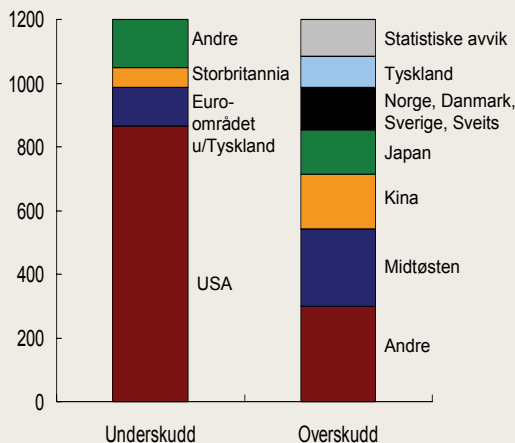
**Figur 1.7** Indikator for boligbygging og årlig salg av nye boliger i USA i tusen enheter. Månedstall. Jan. 95 – mai 06



1) Forventningsindikator fra National Association of Home Builders (NAHB). Høye indeksverdier tilsvarer høye forventninger. 50 tilsvarer nøytrale forventninger.

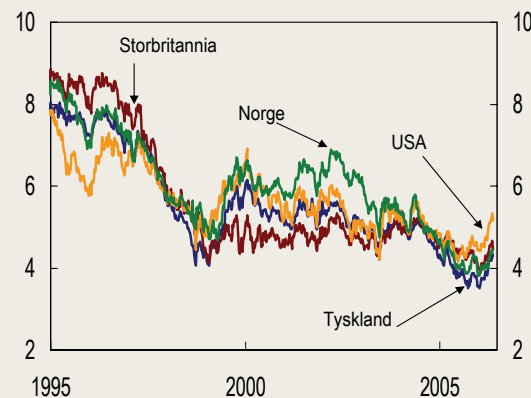
Kilde: Reuters EcoWin

**Figur 1.8** Driftsregnskap overfor utlandet. Anslag for 2006 i milliarder USD



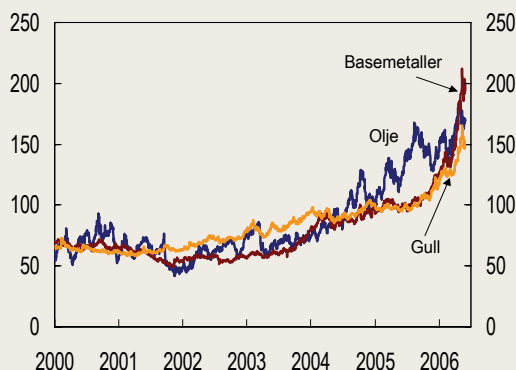
Kilde: IMF

**Figur 1.9** Utviklingen i implisitte 5-års statsobligasjonsrenter om fem år. Ukestall. Prosent. 1. jan. 95 – 26. mai 06



Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

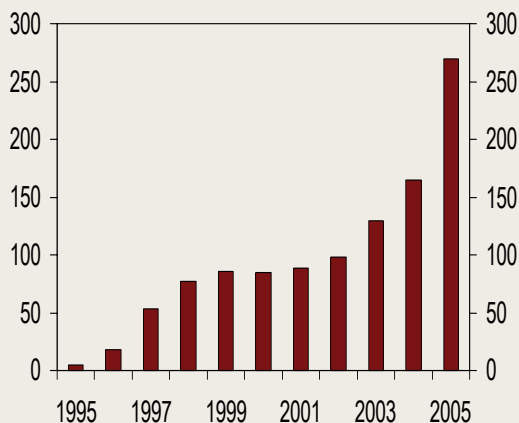
**Figur 1.10** Utvikling i pris på gull, basemetaller<sup>1)</sup> og oljepris (brent). 1. jan. 05 = 100. Dagstall. 1. jan. 00 – 30. mai 06



1) LME. Indeks basert på prisene på seks ulike basemetaller

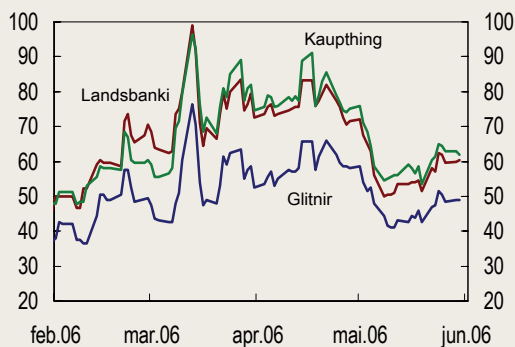
Kilde: Reuters EcoWin

**Figur 1.11** Utstedelse av CDOer. Milliarden USD. Årstall. 1995 - 2005



Kilde: IMF

**Figur 1.12** Pris<sup>1)</sup> på sikring mot kreditthendelser knyttet til lån utstedt av islandske banker. Basispunkter. Dagstall. 1. feb. 06 – 30. mai 06



1) Basert på premien i CDS-kontrakter på obligasjonslån med løpetid 5 år

Kilde: Thomson Datastream

2005 var verdien av utestående kredittderivatkontrakter over 17 000 milliarder dollar på verdensbasis. Det er en firedobling siden 2003. Målt etter utestående verdi er markedet for kredittderivater større enn markedet for private obligasjoner. Samtidig er markedet for CDOer blitt stadig større og utestående verdi var 270 milliarder dollar i 2005, se figur 1.11. Spektret av underliggende verdipapirer i disse markedene utvides stadig og omfatter nå også gjeld fra fremvoksende økonomier, forsikringskontrakter og andre strukturerte produkter. Fremveksten av kredittinstrumenter bidrar til mer komplette markeder og gir investorene bedre muligheter for å tilpasse seg til ønsket avkastnings- og risikoprofil. Det kan fremme finansiell stabilitet.

De nye kredittinstrumentene er kompliserte, og egenskaper og risikoer ved dem er trolig ikke fullt forstått av alle markedsaktører. Kompleksiteten bidrar til høy operasjonell og juridisk risiko. Utviklingen av infrastruktur for bekreftelses-, avregnings- og oppgjør rutiner har ikke holdt følge med den raske markedsveksten. På initiativ fra Federal Reserve Bank of New York og de britiske tilsynsmyndighetene er bekreftelsesrutinene blitt bedre. For ytterligere å redusere operasjonell risiko arbeides det videre med infrastrukturen for kredittderivathandelen i regi av ISDA (International Securities Dealers Association). Det er uvisst hvordan markedene vil fungere hvis de utsettes for store forstyrrelser i form av makroøkonomiske sjokk eller store kursbevegelser i underliggende instrumenter. Den sterke veksten i markedet for kredittderivater kan øke risikoen for at eventuell finansiell uro sprer seg mellom sektorer og markeder.

### Situasjonen på Island

De siste årene har det vært sterk vekst i formuespriser og gjeld og store underskudd i utenriksøkonomien på Island. I februar svekket den islandske kronen seg kraftig og aksjekursene falt. I sentralbankens (Sedlabanki Islands) rapport om finansiell stabilitet fra mai er konklusjonen at landets finansielle system fortsatt er i god stand, men at det er utfordringer i sikte. Sentralbanken har økt renten vesentlig siden 2004 for å dempe prispresset. Bankenes vilkår for finansiering fra utlandet har forverret seg. Bankene har ekspandert kraftig gjennom låneopptak i utlandet. Figur 1.12 indikerer at risikopremien på langsiktig kreditt til de islandske bankene økte vesentlig i februar og mars, men avtok igjen i mai.

Den islandske banken Glitnir kjøpte i 2004-05 Kredittbanken og BNbank. Forvaltningskapitalen i de to bankene utgjør to prosent av samlet forvaltningskapital i norsk banksektor. Prisingen i markedet av BNbanks obligasjoner etter at den finansielle uroen på Island startet, tyder på at banken vurderes på selvstendig grunnlag og at tilliten til banken ikke er svekket.

## *Fugleinfluensa*

Fugleinfluensaviruset har spredd seg til flere land. Dersom viruset utvikler seg slik at det kan overføres mellom mennesker, er det risiko for utbrudd av en pandemi. Myndigheter i mange land arbeider med beredskapsplaner for å kunne være forberedt på en eventuell pandemi. En pandemi kan bidra til lavere produksjon og økonomisk vekst. I tillegg vil funksjonsmåten til finansmarkedene kunne bli forstyrret som følge av fravær av nøkkelpersonell og økt etterspørsel etter likviditet. Systemer for blant annet betalinger, kommunikasjon, omsetning og oppgjør av verdipapirer kan periodevis bli satt ut av funksjon. En alvorlig pandemi kan også ventes å utløse en økning i risikoaversjonen i finansmarkedene. Det kan medføre flukt mot sikre og likvide plasseringer som for eksempel statspapirer og kontanter, og fall i aktivapriser og økte risikopremier.

# Betydningen for obligasjonsmarkedet av endringer i regelverket for pensjonsfond

Langsiktige renter er fortsatt relativt lave historisk sett i mange land. Rentene er lave til tross for internasjonal høykonjunktur og betydelig heving av styringsrenten i USA. Det kan skyldes flere forhold.<sup>1</sup> Et forhold som trolig har bidratt er økt etterspørsel etter obligasjoner fra pensjonsfond som forvalter ytelsesbaserte pensjonsordninger. Pensjonsfond er blant de største aktørene i finansmarkedene i mange land. Tilnærming i regelverket for pensjonsfond i ulike land bidrar til at deres investeringsatferd får klare fellestrekk.

Forskjellen i nåverdi mellom fordringer og forpliktelser bestemmer et pensjonsfonds solvensposisjon. Fordringene verdsettes i stor grad til markedsverdi.<sup>2</sup> I mange land har verdsettingen av forpliktelsene tatt utgangspunkt i en fast diskonteringsrate bestemt av myndighetene. Verdien av forpliktelsene har derfor i mindre grad enn fordringene samvariert med markedsrentene. Dette regelverket har bidratt til at de fleste pensjonsfond har lavere løpetid<sup>3</sup> på fordringene enn på forpliktelsene. Lav løpetid på fordringer som vurderes til markedsverdi har bidratt til å redusere virkningene av endringer i markedsrentene på solvensposisjonen i pensjonsfondene.

Nye regnskaps- og solvensregler, der diskonteringsraten avspeiler endringer i markedsrentene, introduseres nå i flere land. I følge den internasjonale regnskapsstandarden IFRS skal markedsmessige prinsipper legges til grunn ved verdsetting av alle balanseposter, også forpliktelsene. Etter planen skal EUs nye solvensregelverk (Solvency II) iverksettes i 2010-11. Detaljene i det nye solvensregelverket er så langt ikke kjent, men det vil være i samsvar med prinsippene i IFRS.

Overgangen til IFRS og Solvency II gir pensjonsfond insentiver til å øke løpetiden på fordringene, slik at det blir bedre balanse mellom løpetiden på fordringer og forpliktelser. Jo lengre løpetid, desto mer endres verdien ved en eventuell renteendring. Mindre forskjeller i løpetid mellom fordringer og forpliktelser reduserer derfor renterisikoen. Det er en utbredt oppfatning blant markedsaktører at endringene i solvensreglene vil bidra til en vridning fra aksjer til langsiktige obligasjoner i investeringene til pensjonsfondene. Dette skyldes at forfallsprofilen på forpliktelsene anses å ha større likhetstrekk med forfallsprofilen på obligasjoner.

I Storbritannia, Danmark, Nederland og Sverige er overgangen til bruk av markedsverdier allerede kommet relativt langt. Offentliggjøring av informasjon omkring endringer i regelverket har gitt utslag i rentemarkedene. Størstedelen av virkningene skjer imidlertid gradvis etter hvert som selskapene tilpasser seg de nye reglene. Anekdotisk informasjon antyder at regelverksendringer i Danmark (2001) og i Nederland (virkning fra 2007) har hatt innvirkning på langsiktige renter i eurosonen. I Storbritannia har avkastningskurven i den lang-siktige delen av obligasjonsmarkedet vært avtakende i flere år, noe som blant annet kan tilskrives pensjonsfonds etterspørsel etter obligasjoner med lang løpetid.

Når rentene er lave, kan overgang til markedsbasert verdsetting av pensjonsforpliktelsene ha negativ betydning for selskapenes solvensposisjon. Det skyldes at verdien av forpliktelsene i en slik situasjon kan øke mer enn fordringene. Det lave rentenivået kan derfor i seg selv ha økt etterspørselen etter langsiktige obligasjoner.

Gjennomføring av markedsverdidbasert verdsetting og risikobasert solvensberegning gjenstår i mange land. Pensjonsfondenes etterspørsel etter langsiktige obligasjoner vil derfor kunne forbli høy i årene fremover. Det vil isolert sett bidra til å holde langsiktige renter nede.

Også Norge er forpliktet til å implementere Solvency II. Kredittilsynet har foreslått regler som kan gjelde i en overgangsfase frem til Solvency II trer i kraft. Da forslaget ble kjent i markedet falt de langsiktige norske rentene noe. Fordi det norske rentemarkedet er lite, kan endringer i regelverket få betydelig innvirkning på langsiktige norske renter.

<sup>1</sup> Se utdypinger i Inflasjonsrapport 1/05 "Hvorfor er de langsiktige rentene så lave?" og 1/06 "Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA", Norges Bank, og Hoddevik og Snippen: "Risikostyring i norsk livs- og pensjonsforsikring – endringer i europeisk solvensregelverk for forsikring", Praktisk økonomi og finans nr 3/05.

<sup>2</sup> I Norge består rundt 1/3 av forvaltningskapitalen i livsforsikringsselskapene av utlån, obligasjons- og sertifikatfordringer som verdsettes til kostpris. Andelen slike fordringer i pensjonskassene er betydelig lavere.

<sup>3</sup> Med løpetid menes her nåverdiveiet gjennomsnittlig gjenstående løpetid, også betegnet som durasjon.

# 2 | Makroøkonomi, husholdninger og foretak

## 2.1 Hovedtrekk i norsk økonomi

Den økonomiske veksten i Norge har vært sterk siden sommeren 2003. Oppgangen er etter hvert blitt bredt basert. Lav rente har bidratt til at husholdningenes etterspørsel har økt forholdsvis sterkt i hele oppgangsperioden. Samtidig har god vekst internasjonalt gitt økt etterspørsel etter mange norske eksportvarer og høye eksportpriser. Særlig har den høye oljeprisen bidratt til å forbedre vårt bytteforhold overfor utlandet. Realinvesteringene i petroleumssektoren har steget kraftig. Det har bidratt til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge. Etter hvert har også realinvesteringene i Fastlands-Norge steget. Kapasitetsutnyttningen målt ved Norges Banks anslag på produksjons-gapet er nå litt over sitt normale nivå.

Norges Banks styringsrente er økt med 0,5 prosentpoeng, til 2,75 prosent, siden forrige rapport i desember. Den underliggende prisveksten i norsk økonomi er fortsatt lav. Den effektive kronekursen (I44) har styrket seg med tre prosent siden begynnelsen av desember.

Den registrerte arbeidsledigheten har falt de siste månedene, til 2,8 prosent i april, og forventes å holde seg lav de nærmeste årene. Sysselsettingen har økt. Lønnsveksten ser ut til å bli noe høyere i år enn i fjor.

Samlet kreditt til Fastlands-Norge i forhold til verdiskapingen i Fastlands-Norge er på et historisk høyt nivå, se figur 2.1. Gjeldsveksten i både husholdninger og foretak er høy.

Flere av drivkreftene bak oppgangskonjunkturen de siste årene vil fortsette å bidra til sterk vekst i økonomien en tid fremover. Renten er fortsatt lav. Etterspørselen rettet mot varehandelen og tjenesteproduksjonen ventes å holde seg høy. Veksten i internasjonal økonomi anslås å holde seg oppe. Det gir både høy etterspørsel etter våre tradisjonelle eksportvarer og høye priser. Det er utsikter til at høye oljeinvesteringer vil bidra til høy aktivitet i alle årene fram til 2009. Finanspolitikken i 2008 og 2009 vil trolig også bidra til at veksten holder seg oppe. Etter hvert vil økte renter imidlertid føre til at veksten i økonomien avtar noe. I de siste årene i prognoseperioden ventes veksten i BNP for Fastlands-Norge å være nær veksten i produksjonspotensialet.

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

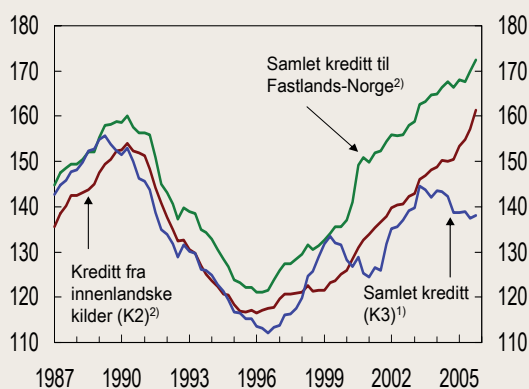
	Anslag fra Inflasjonsrapport 1/06			
	2006	2007	2008	2009
Privat konsum	3¼	3	2½	2¼
Offentlig konsum	2½	1¾	3	3
Bruttoinvesteringer				
Fastlands-Norge	6	4½	2¼	1¼
Tradisjonell eksport	6	5	3¼	3½
BNP Fastlands-Norge	3½	2¾	2½	2¼
Foliorente (nivå)	2¾	3½	4	4¾
Registrert ledighet (rate)	2¾	2¾	2¾	2¾
KPI-JAE <sup>1)</sup>	1¼	1¾	2¼	2½
Årslønn <sup>2)</sup>	4	4½	4¾	4¾

<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

<sup>2)</sup> Inkludert anslåtte kostnader knyttet til innføring av obligatorisk tjenestepensjon

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Aetat Arbeidsdirektoratet, TBU og Norges Bank

**Figur 2.1** Kreditt i prosent av BNP. Kvartalstall. 1. kv. 87 – 4. kv. 05

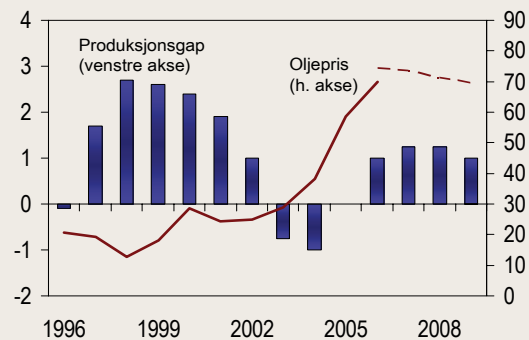


<sup>1)</sup> Prosent av BNP

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

Kilde: Norges Bank

**Figur 2.2** Produksjonsgap<sup>1)</sup> og oljepris<sup>2)</sup>. Årstall. 1996-2009



<sup>1)</sup> Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og potensielt BNP for Fastlands-Norge. Avvik i prosent. Anslag for 2006 – 2009 fra Inflasjonsrapport 1/06

<sup>2)</sup> Dollar per Brent Blend råolje. Spotpris. Tall for 2006 – 2009 er terminpriser på Light Crude olje per 30. mai 2006

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Reuters Ecwin og Norges Bank



## 2.2 Husholdningene

### Fortsatt høy temperatur i boligmarkedet

Aktiviteten i boligmarkedet er fortsatt høy. Prisveksten på brukte boliger har vært sterk siden 2003, se figur 2.3. God vekst i husholdningenes inntekter og lave renter har vært viktige drivkrefter.

Veksten i boligprisene har gått sammen med høyt og økende tilbud av nye boliger de siste par årene. I løpet av de siste tolv månedene fram til mars ble det igangsatt i overkant av 30 000 nye boliger, mot et gjennomsnitt på omtrent 20 000 i perioden 1990-2005. Antall omsatte boliger er høyt, og tiden det tar å selge brukte boliger (formidlingstiden) er lav. Tiden det tar å selge nye boligprosjekter på Østlandet økte noe i 2005 og begynnelsen av 2006, men avtok igjen i april.

Boligprisene deflatert med konsumpriser, byggekostnader og husleier er høye historisk sett, se figur 2.4. En betydelig del av økningen i forholdet mellom boligpris og husleie de siste ti årene kan skyldes tilpasning til forventninger om lavere realrenter over tid, se utdypning side 22. Sett i lys av utviklingen i husholdningenes inntekter har imidlertid boligprisveksten vært moderat det siste tiåret.

Med utgangspunkt i en empirisk modell for boligprisene indikerer tekniske beregninger at boligprisene i fjerde kvartal 2005 var rundt 10 prosent høyere enn utviklingen i fundamentale faktorer som inntekt, rente, arbeidsledighet og boligbygging kan tilsi.<sup>1</sup> Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til slike beregninger.

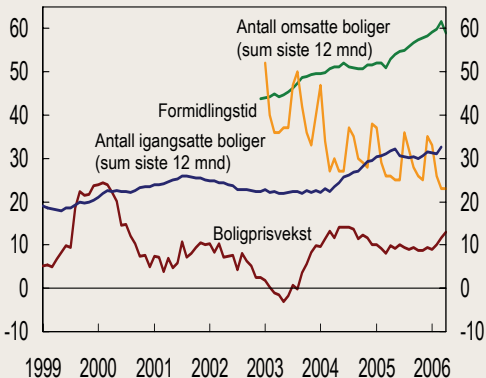
### Høy gjeldsvekst

Utviklingen i boligmarkedet og lave renter siden 2003 har bidratt til sterk vekst i husholdningenes gjeld. Husholdningenes gjeld vokser fortsatt langt raskere enn inntektene. Det siste året har tolv månedersveksten i husholdningenes innenlandske gjeld variert mellom 11,7 og 13,4 prosent, se figur 2.5.

Normalt har veksten i lån med pant i bolig vært en del høyere enn veksten i andre lån, men i 2005 tok veksten i andre lån seg markert opp. Forbrukslån uten sikkerhet og nedbetalingslån med pant i andre formuesobjekter, som for eksempel bil, båt eller finansielle instrumenter, bidrar mest til veksten i andre lån.

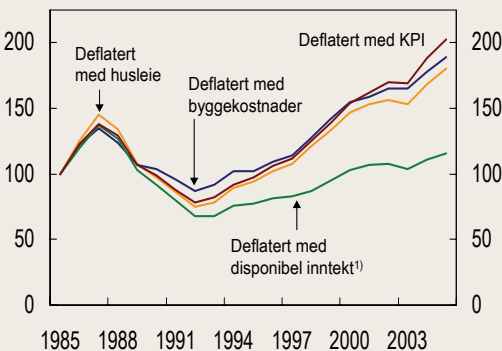
<sup>1</sup> Se utdypningen "Utviklingen i boligprisene" i Finansiell stabilitet 2/05, Norges Bank.

**Figur 2.3** Antall omsatte og igangsatte boliger målt i tusen. Tolvmånedersvekst i boligpris i prosent. Formidlingstid målt i antall dager. Jan. 99 – apr. 06



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

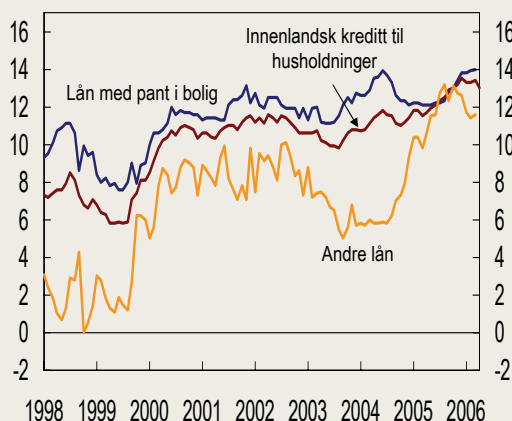
**Figur 2.4** Deflaterte boligpriser. Indekser, 1985=100. Årstall. 1985-2005



<sup>1</sup> Disponibel inntekt er fratrukket anslått reinvestert aksjeutbytte f.o.m 2000

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

**Figur 2.5** Kreditt til husholdningene. Tolvmånedersvekst i prosent. Jan. 98 – apr. 06



Kilde: Norges Bank

En årlig undersøkelse fra Kredittilsynet viser at lån med pant i finansielle instrumenter økte betydelig i 2005. Totale utlån med pant i finansielle instrumenter økte fra 31,3 til 46,8 milliarder kroner fra tredje kvartal 2004 til tredje kvartal 2005. En god del av lånene er til husholdninger.

### Strukturelle trekk – nye låneprodukter og mer fleksible kredittmarkeder

De siste ti årene har husholdningenes gjeld økt markert, se figur 2.6. Den sterke veksten i boligpriser i denne perioden har ført til at økningen har vært størst for boliglån. Andelen av husholdningenes lån med pant i bolig har økt med i underkant av ti prosentpoeng de siste ti årene, til 75 prosent av husholdningenes totale lån.

I perioden fra 1986 til 2003 økte den gjennomsnittlige gjelden i husholdninger med 34 prosent, se tabell 2.2. I samme periode økte antall husholdninger med 25 prosent og andelen husholdninger som tar opp gjeld med 8 prosent. Aldersgruppene med høyest gjennomsnittlig gjeld har vært stabile eller økt som andel av befolkningen de siste årene.<sup>2</sup> Det bidrar også til økt gjeld i husholdningssektoren samlet sett.

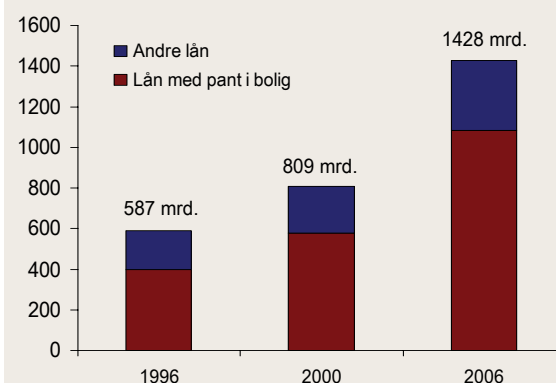
Gjennomsnittsgjelden har økt markert i de fleste aldersgrupper fra slutten av 1990-tallet fram til 2003, se figur 2.7. Fremskrivninger indikerer at denne utviklingen fortsatte til og med 2005. Økningen har vært størst i aldersgruppene med høyest gjennomsnittlig gjeld. Sterk vekst i boligprisene er trolig en viktig forklaringsfaktor for gjeldsveksten, og spesielt for husholdninger i etableringsfasen.

Økt gjeld i aldersgruppene etter etableringsfasen og før pensjonsalder (45-54 år og 55-66 år), kan også gjenspeile en holdningsendring knyttet til gjeld. En undersøkelse utført av Sparebankforeningen viser at 60 prosent av de spurte kunne tenke seg å bruke av boligkapitalen når de ble pensjonister, mot 50 prosent for ett år siden og bare 10 prosent i 1991.

Økt boligformue (se utdyping side 23) sammen med bedre muligheter til å realisere verdiøkningen for andre formål, har bidratt til økt gjeld i husholdningene. De siste årene er det blitt introdusert nye låneprodukter som gir husholdningene bedre mulighet til å frigjøre boligkapital, blant annet rammelån med pant i bolig. Antall banker som tilbyr rammelån med pant i bolig har økt markert det siste året. Lånerammen kan enten disponeres fritt av husholdningene eller bli utbetalt i månedlige beløp. Tilbakebetalingstempo er i stor grad opp til den enkelte kunde, og det blir bare betalt renter for det til enhver tid trukne beløp.

<sup>2</sup> Se artikkelen "Utviklingen i husholdningenes gjeld. En analyse av mikrodata for perioden 1986-2003" av M.D. Riiser og B.H. Vatne i Penger og Kreditt 1/06, Norges Bank.

**Figur 2.6** Husholdningenes lån etter type lån. Milliarder kroner. 1996, 2000 og 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Ved utgangen av mars 2006

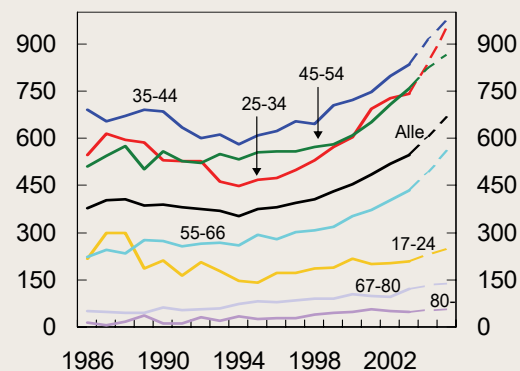
Kilde: Norges Bank

**Tabell 2.2** Faktorer bak husholdningenes gjeldsvekst i perioden 1986-2003

	1986	2003	Vekst fra 1986 til 2003
Total gjeld. Mrd kroner	372	675	81 prosent
Antall husholdninger. 1000	1 708	2 137	25 prosent
Andel av husholdninger med gjeld. Prosent	74,1	80,4	8 prosent
Gjennomsnittlig gjeld i husholdninger med gjeld. Tusen 1986 kroner	294	392	34 prosent

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

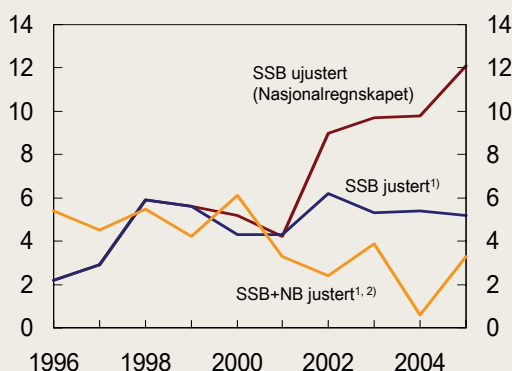
**Figur 2.7** Gjennomsnittlig gjeld per husholdning i husholdninger med gjeld etter aldersgrupper. I tusen 2005-kroner. Årstall. 1986-2005<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2004 og 2005

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.8** Husholdningenes sparerate. Prosent. Årstall. 1996 – 2005



¹) Anslått reinvestert aksjeutbytte f.o.m. 2000 er trukket fra  
²) Norges Banks tall for netto finansinvesteringer er benyttet sammen med Statistisk sentralbyrås tall for realinvesteringer

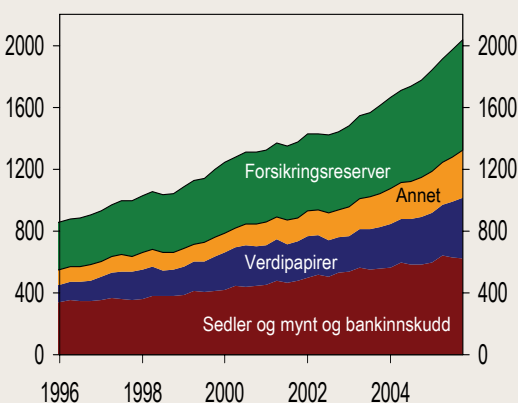
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kredittilsynets boliglånsundersøkelse høsten 2005 viste at gjennomsnittlig løpetid på nye lån har økt og at perioder med avdragsfrihet er mer utbredt. I 2005 ble hvert åttende nye lån omfattet av boliglånsundersøkelsen gitt med avdragsfrihet. Gjennomsnittlig periode for avdragsfrihet er 4-5 år. Lengre løpetid, flere lån med avdragsfrihet og lav rente har gjort det lettere for husholdningene å betjene høyere lån.

### Finansielle fordringer

Husholdningenes finansinvesteringer fortsetter å øke. Korrigert for anslått reinvestert utbytte<sup>3</sup> var likevel finansinvesteringene i 2005 lavere enn gjeldsoptaket for andre år på rad. Det er imidlertid vesentlige forskjeller mellom Norges Banks tall og nasjonalregnskapstallene for finansinvesteringer. Det illustrerer at det er usikkerhet om nivået på husholdningenes samlede sparing, se figur 2.8.

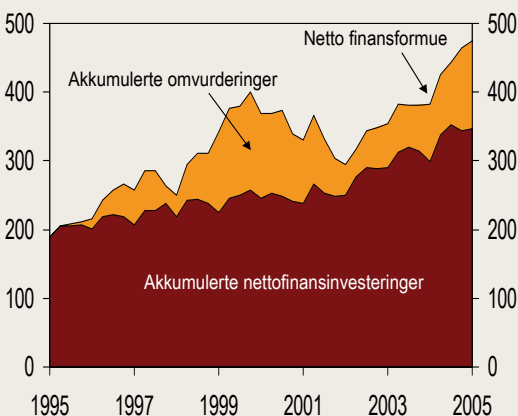
**Figur 2.9** Husholdningenes finansielle fordringer etter finansobjekt. Milliarder kroner. Kvartalstall. 4. kv. 95 – 4. kv. 05



Kilde: Norges Bank

Verdien av husholdningenes finansielle fordringer økte med 257 milliarder kroner i 2005, til 2 034 milliarder ved utgangen av året, se figur 2.9. Av økningen var 210 milliarder kroner finansinvesteringer og 47 milliarder kroner omvurderinger. Forsikringsreserver utgjør omtrent 1/3 av husholdningenes samlede finansielle eiendeler. Forsikringsreserver består hovedsakelig av kollektive forsikringsreserver, som skiller seg ut fra andre fordringer ved at midlene i hovedsak ikke er tilgjengelige på kort og mellomlang sikt. Økningen i forsikringsreserver har vært sterk siden 2002. Det har blant annet sammenheng med at andelen av befolkningen som nærmer seg pensjonsalder øker. Innføringen av obligatorisk tjenstepensjon fra 2006 vil trolig gi enda sterkere vekst i forsikringsreserver fremover. Den mest likvide delen av husholdningenes fordringer er sedler og mynt og bankinnskudd. Disse fordringene utgjorde omtrent 30 prosent av finansielle eiendeler ved utgangen av 2005. Denne andelen av beholdningen i finansielle fordringer har avtatt de siste ti årene.

**Figur 2.10** Husholdningenes netto finansformue. Milliarder kroner. Kvartalstall. 4. kv. 95 – 4. kv. 05



Kilde: Norges Bank

De siste ti årene er en økt andel av husholdningenes finansielle fordringer plassert i verdipapirer. Finansformuen er dermed noe mer utsatt for kurssvingninger. Negative omvurderinger bidro til avtakende netto finansformue i perioden 2000-2002, se figur 2.10.

De senere årene har markedet for strukturerte spareprodukter vokst kraftig. De fleste slike produkter er basert på at avkastningen knyttes til verdiutviklingen i porteføljer eller indekser bestående av finansielle eller ikke-finansielle aktiva. En stor andel av produktene er såkalte garanterte produkter, det vil si at tilbyder garanterer investor å få tilbake hele eller en forhåndsavtalt del av det nominelle investerte beløpet ved forfall. Investeringer i strukturerte produkter kan redusere

<sup>3</sup> Norges Banks anslag for reinvestert aksjeutbytte er i 2002, 2003, 2004 og 2005 henholdsvis 21,5, 36,5, 38,7 og 64,5 milliarder kroner.

tapspotensialet forbundet med investeringer i verdipapirmarkedene. Formue som er plassert i strukturerte produkter er imidlertid lite likvid siden garantien bare gjelder dersom produktet ikke innløses før forfall. I løpet av 2005 økte plasseringer i slike produkter med 27 prosent, til 47,5 milliarder kroner ved utgangen av året.

### Utsiktene fremover

Det er stor usikkerhet om utviklingen i boligprisene fremover, se figur 2.11. God vekst i inntekter og avtakende arbeidsledighet bidrar på den ene siden til fortsatt prisvekst. På den andre siden bidrar økte renter og økt tilbud av nye boliger til å dempe veksten. Erfaringene tyder på at utviklingen i boligprisene er den viktigste drivkraften for husholdningenes gjeldsvekst og at effekten er langvarig. Den markerte 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.

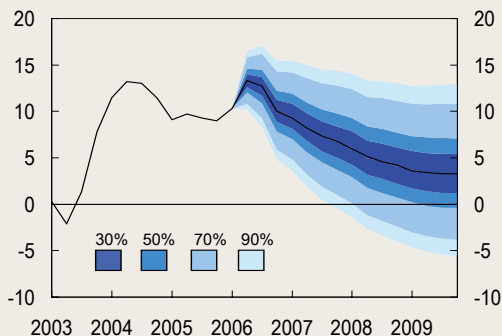
Gjeldsveksten har vært høyere enn veksten i disponibel inntekt siden 1999. Gjeldsbelastningen var ved utgangen av 2005 på 180 prosent, se figur 2.12. Fremskrivinger av husholdningenes gjeldsbelastning basert på referansebanen i Inflasjonsrapport 1/06 samt estimerte relasjoner for boligpriser og husholdningenes gjeld, indikerer en gjeldsbelastning på over 220 prosent ved utgangen av 2009.

Husholdningenes gjeld er tredoblet siden 1987, se figur 2.13. Dersom det blir korrigert for generell prisvekst og økningen i antall husholdninger i samme periode, er imidlertid gjeldsveksten mer moderat. Fremskrivinger basert på anslagene for utviklingen i gjeld, prisvekst og antall husholdninger viser at utviklingen i gjeld korrigert for generell prisvekst og antall husholdninger kan fortsette til utgangen av 2009.

På grunn av det lave rentenivået er husholdningenes rentebelastning samlet sett fortsatt lav, se figur 2.14. Fremskrivinger viser at rentebelastningen vil øke i takt med en normalisering av renten, og at den i 2009 vil være på sitt høyeste nivå siden 1993. Selv med økte renter i referansebanen og sterk gjeldsvekst i fremskrivingsperioden, vil husholdningenes rentebelastning fremdeles være relativt lav sammenlignet med det høye nivået på slutten av 1980-tallet.

Som en illustrasjon har vi også fremskrevet husholdningenes rentebelastning i et scenario der det er antatt at det i tiden fremover blir en betydelig sterkere vekst i produksjonen og inflasjonen enn tidligere lagt til grunn. I disse fremskrivingene møtes denne utviklingen med en vesentlig strammere pengepolitikk for å dempe produksjonen og inflasjonen. Selv om denne utviklingen i renten fremover er

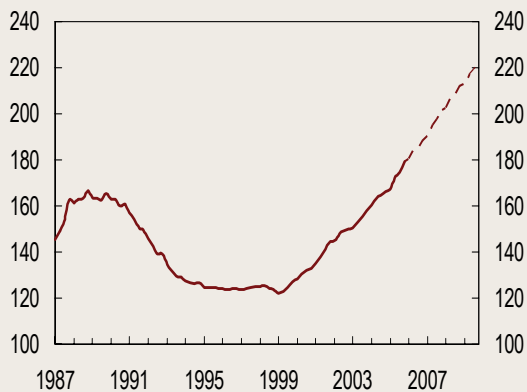
**Figur 2.11** Modellanslag og usikkerhet for boligpriser.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 03 – 4. kv. 09



<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. kv. 90 – 4. kv. 05

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

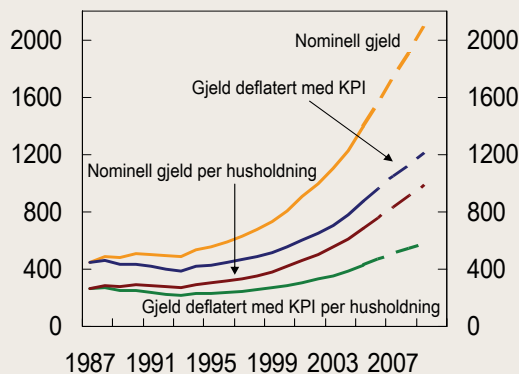
**Figur 2.12** Husholdningenes gjeldsbelastning<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 87 – 4. kv. 09



<sup>1)</sup> Lånegjeld i prosent av likvid disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte

Kilde: Norges Bank

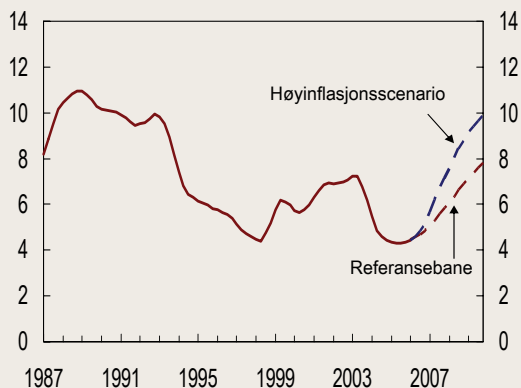
**Figur 2.13** Husholdningenes nominelle og reelle gjeld. Totalt (i milliarder kroner) og per husholdning (i tusen kroner). 1987-kroner. Årstall. 1987-2009<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Fremskrivinger for 2006-2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.14** Husholdningenes rentebelastning. Prosent. Kvartalstall. 1.kv. 87 – 4.kv. 09



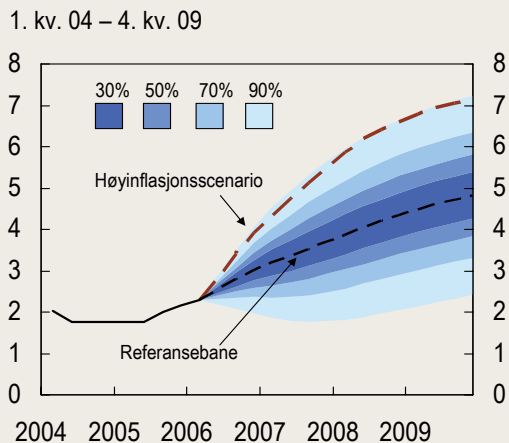
<sup>1)</sup> Renteutgifter etter skatt i prosent av likvid disponibel inntekt korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte pluss renteutgifter

Kilde: Norges Bank

vesentlig annerledes enn i referansebanen, ligger den fortsatt innenfor et bredt usikkerhetsintervall, se figur 2.15. I et slikt scenario dempes veksten i gjelden, men husholdningenes renteutgifter øker likevel betydelig. Den sterke veksten i produksjonen gir samtidig høy kapasitetsutnytting i økonomien og sterkere vekst i husholdningenes lønnsinntekter. Økte inntekter demper dermed økningen i rentebelastningen. Likevel øker rentebelastningen i et slikt scenario til om lag samme nivå som på slutten av 1980-tallet.

Erfaringene viser at finansiell uro gjerne oppstår når lengre perioder med sterk vekst i gjeld, formuespriser og investeringer blir avløst av svakere konjunkturer. Det er trolig først når en periode med kraftig økonomisk oppgang blir avløst av nedgangstider, og inflasjonsforventningene ikke avtar, at den økonomiske situasjonen for husholdningene forverres og stabiliteten i det finansielle systemet svekkes. I en slik situasjon kan renten bli holdt høyere enn hensynet til kapasitetsutnyttingen alene skulle tilsi. Det vil bidra til høye renteutgifter samtidig som inntekter og sysselsetting svikter.

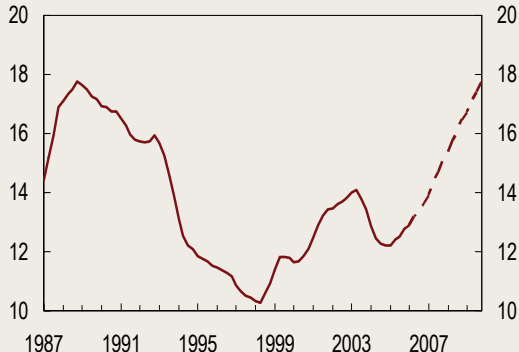
**Figur 2.15** Foliorente i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 4. kv. 09



Kilde: Norges Bank

En grov indikator viser at husholdningenes rente- og avdragsinnbetalinger utgjorde om lag 13 prosent av disponibel inntekt ved utgangen av 2005, se figur 2.16. Fremskrivninger viser at samlet rente- og avdragsbelastning vil bli om lag like høy som på slutten av 1980-tallet ved utgangen av 2009. Mer fleksible kredittmarkeder, blant annet med lengre løpetid på lån og avdragsfrihet, gjør imidlertid at det er lettere å redusere avdragsbelastningen enn på 1980-tallet. Økte renter de kommende årene vil likevel bidra til at en økt andel av husholdningene kan få problemer med å betjene gjelden, se utdyping side 24.

**Figur 2.16** Husholdningenes rente- og avdragsbelastning<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 87 – 4. kv. 09



<sup>1)</sup> Beregnet utgift til avdragsbetaling og renteutgifter som andel av likvid disponibel inntekt korrigeret for anslått reinvestert aksjeutbytte pluss renteutgifter. Avdragsbeløp beregnes som 1/20 av utestående gjeld per år

Kilde: Norges Bank

Selv om husholdningenes finansielle stilling samlet sett er god, har den finansielle sårbarheten økt de siste årene. Andelen av husholdninger med høy gjeld i befolkningen er økende. Samtidig er det stadig færre husholdninger som velger å binde renten på sine lån. Når renten etter hvert normaliseres, vil rentebelastningen bli høyere. Det er usikkert hvordan husholdningene da vil tilpasse sparingen. Økt sparing og lavere forbruk vil kunne svekke foretakenes lønnsomhet og gjeldsbetjeningsevne og etter hvert gi noe høyere tap på finansinstitusjonenes utlån.

# Langsiktige realrenter og boligpriser

Bokostnadene har stor betydning for etterspørselen etter både eierboliger og leieboliger. Ved eie av boligen kan bokostnaden noe forenklet defineres som summen av rentekostnader og slitasje på boligen, fratrukket den forventede verdistigningen på boligen. Rentekostnadene omfatter både renteutgifter på lån og renteinntekter en gir avkall på ved å ha egenkapital plassert i boligen. I likevekt må kostnaden ved å eie boligen være lik kostnaden ved å leie den. Likevekten kan illustreres ved likningen:

$$(1) \quad H/P = B/P [ i (1-\tau) - \pi^e + \delta - \pi^e_B ]$$

Venstresiden i likningen viser årlig reell husleie, der  $H$  angir nominell husleie og  $P$  uttrykker det generelle prisnivået. Høyresiden i likningen viser den årlige realkostnaden ved å eie.  $B$  angir nominell boligpris,  $i$  uttrykker nominell rente,  $\tau$  er skattesatsen for kapitalinntekter og -utgifter,  $\pi^e$  er forventet inflasjon,  $\delta$  angir hvor mye slitasje boligen utsettes for per år og  $\pi^e_B$  viser forventet, reell verdistigning på boligen i løpet av ett år. Vi kan omskrive likning (1):

$$(2) \quad B/H = 1/[ i (1-\tau) - \pi^e + \delta - \pi^e_B ]$$

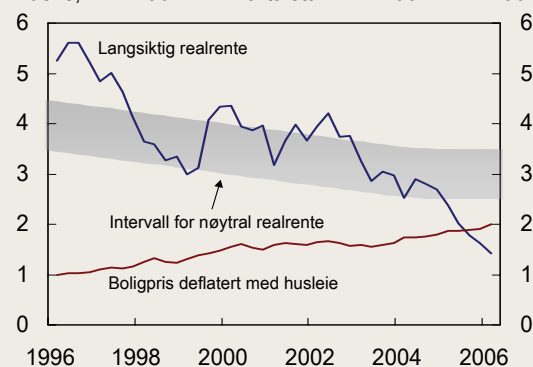
Venstresiden i likning (2) uttrykker forholdet mellom boligpris og husleie. Likningen viser at forholdet mellom boligpriser og husleier, selv der likevekten til enhver tid skulle være oppfylt, vil variere betydelig over konjunktorene ettersom realrenten og forventet boligprisutvikling vil variere med svingninger i den økonomiske aktiviteten.

For å tydeliggjøre skillet mellom konjunkturelle og strukturelle drivkrefter for forholdet mellom boligpriser og husleier, vil vi beregne bokostnaden i en langsiktig likevekt. Endringer i den forventede, årlige bokostnaden på lang sikt vil kun avspeile strukturelle endringer i økonomien.

Den nøytrale realrenten er det nivået på realrenten som samsvarer med stabil inflasjon og normal kapasitetsutnyttelse i økonomien. Analyser på usikkert grunnlag indikerer at den nøytrale realrenten har falt over de siste ti årene, og at den nå er nær 2½ prosent, det vil si i nedre del av intervallet vist i figur 1. I beregningen av forholdet mellom boligpriser og husleier i en langsiktig likevekt, er det relevant å benytte den langsiktige likevektsrenten.<sup>1</sup> Den langsiktige likevektsrenten er imidlertid ikke observerbar. Over tid vil den nøytrale renten sam-

menfalle med den langsiktige likevektsrenten.<sup>2</sup> Dersom realrenten i langsiktig likevekt har falt i takt med våre vurderinger av den nøytrale realrenten, gir det en varig endring i det langsiktige forholdet mellom boligpriser og husleier.

**Figur 1** Langsiktig realrente<sup>1)</sup> og nøytral realrente. Prosent. Boligpris deflatert med husleieindeks i KPI. Indeks, 1. kv. 96 = 1. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 1. kv. 06



<sup>1)</sup> Implisitt 5-års statsobligasjonsrente om 5 år fratrukket langsiktige inflasjonsforventninger

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

Vi antar at boligslitasjen er lik depresieringsraten for boligkapital slik det måles i nasjonalregnskapet, og at forventet, langsiktig vekst i realboligprisene over de siste ti årene har vært lik den langsiktige veksten i husholdningenes realinntekter. I tillegg forutsetter vi at langsiktige inflasjonsforventninger var 2 prosent fra 1996 og frem til 2001, og 2½ prosent fra 2001. Ved å legge til grunn at realrenten i langsiktig likevekt har falt med 1½-2 prosentpoeng over de siste ti årene, vil det langsiktige likevektsforholdet mellom boligpriser og husleier øke med om lag 50-75 prosent over samme periode. Ettersom det faktiske forholdet mellom boligpriser og husleier har økt med 100 prosent siden første kvartal 1996, indikerer analysen at om lag halvparten til tre fjerdedeler av denne økningen skyldes tilpasning til forventninger om lavere langsiktige realrenter.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Vi legger også til en (konstant) utlånsmargin, lik siste 10-års gjennomsnitt av differansen mellom bankenes utlånsrente på nedbetalingslån med pant i bolig og tremåneders pengemarkedsrente.

<sup>2</sup> For en nærmere drøfting, se for eksempel Bernhardsen, Tom (2005): "The neutral interest rate", Staff Memo 1/05, Norges Bank.

<sup>3</sup> Beregningen impliserer *ikke* at forholdet mellom boligpriser og husleier er overvurdert med 25-50 prosent. Det kortsiktige, løpende likevektsforholdet mellom boligpriser og husleie ventes å ha økt mer enn det langsiktige likevektsforholdet.

# Husholdningenes bolig- og finansformue

For å vurdere utviklingen i husholdningenes samlede gjeld og formue, må vi blant annet kjenne størrelsen på deres boligformue. Boligformuen er ikke direkte observerbar, og må derfor beregnes. Utgangspunktet for vår beregning av husholdningenes boligformue er tall for samlet boligmasse målt i kvadratmeter og gjennomsnittlig kvadratmeterpris.

Statistisk sentralbyrå publiserer tall for antall boliger i Norge. Ettersom siste tilgjengelige observasjon for antall boliger er fra januar 2005, legger vi til antall ferdigstilte boliger gjennom fjoråret. Vi kjenner ikke tall for avgang av boliger eller for ombygging av næringslokaler til boliger. Imidlertid virker de to faktorene i ulik retning på boligmassen, og nettovirkningen er trolig liten sammenliknet med byggingen av nye boliger. Statistisk sentralbyrås levekårsundersøkelser gir informasjon om utviklingen i gjennomsnittlig areal per bolig.<sup>1</sup> Med tall for utviklingen i antall boliger og gjennomsnittlig boligareal, beregner vi samlet boligareal.

For å beregne verdien av samlet boligmasse målt i kvadratmeter, må vi benytte en gjennomsnittlig kvadratmeterpris. Eiendomsmeglerbransjen publiserer prisindekser for eneboliger, delte boliger og leiligheter. Ved å vekte sammen disse delindeksene, der vektene er boligtypenes andel av samlet boligmasse, får vi en gjennomsnittlig kvadratmeterpris for den totale boligmassen.<sup>2</sup> Ettersom vi vil beregne husholdningenes boligformue, må vi også anslå hvor stor andel av boligmassen husholdningene eier. Med utgangspunkt i andelen husholdninger

som eier egen bolig og et anslag på andelen husholdninger som eier mer enn én bolig, antar vi at husholdningene eier 83 prosent av samlet boligmasse.

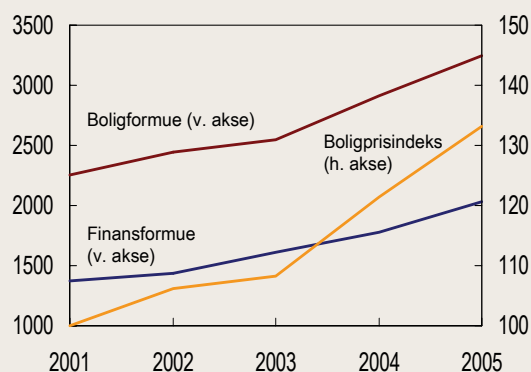
Basert på antall boliger, gjennomsnittlig boligareal, kvadratmeterpris og husholdningenes eierandel, beregnes husholdningenes boligformue til om lag 3 250 milliarder kroner i 2005. Det er en økning på 44 prosent fra 2001. Økningen skyldes i stor grad høy boligprisvekst, se figur 1. Høy boligbygging over de siste to årene har også bidratt til å trekke opp boligformuen.

Husholdningene har også en betydelig finansformue. Husholdningenes finansielle fordringer økte fra 1 375 milliarder kroner i 2001 til 2 034 milliarder kroner ved utgangen av 2005, eller med 48 prosent, se figur 2. I overkant av 1/3 av husholdningenes finansielle fordringer er forsikringsreserver, som er en lite likvid del av den finansielle formuen. Husholdningenes innenlandske gjeld har i samme periode hatt en vekst på 54 prosent, til 1 394 milliarder kroner ved utgangen av 2005.

<sup>1</sup> For analyser av SSBs levekårsundersøkelser, se for eksempel Nordvik, Viggo (2006): "Boligstandard". Kapittel 2 i Gulbrandsen (red.): *Bolig og levekår i Norge 2004*, NOVA Rapport 3/06.

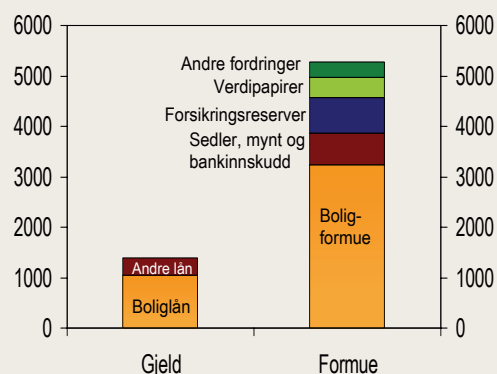
<sup>2</sup> For informasjon om boligtypenes andel av boligmassen se Gulbrandsen, Lars (2003): "Norway". Kapittel 3 i N Gallent, M. Shucksmith og M. Tewdr-Jones (red.): *Housing in the European Countryside: Rural Pressure and Policy in Western Europe*, Routledge, London

**Figur 1** Boligformue og finansformue i milliarder kroner. Boligprisindeks. 2001 = 100. Årstall. 2001 - 2005



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

**Figur 2** Husholdningenes gjeld og formue. Milliarder kroner. Tall for 2005



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

# Husholdningenes finansielle marginer

Det er viktig å følge utviklingen i husholdningenes gjeld av to årsaker. For det første vil økt gjeldsbelastning medføre større risiko for mislighold og tap på bankenes utlån. For det andre kan høy gjeld i husholdningene gi store utslag i etterspørsel etter varer og tjenester ved økonomiske forstyrrelser. Det vil i sin tur også påvirke foretakenes inntjening og evne til å betjene gjeld. Analyser på mikrodata kan belyse hvor mye midler husholdningene har til overs etter at avdrag og renteutgifter er betalt. Med finansielle marginer menes husholdningenes netto inntekt etter at renter, avdrag og alminnelige levekostnader er betalt. Bankene ser på marginene når de vurderer lånesøknader fra husholdningene. Størrelsen på marginene er en indikator på hvor sårbare husholdningene er for en reduksjon i inntektene eller en økning i renteutgiftene. Samlet verdi av positive marginer kan tolkes som husholdningenes samlede frie midler til konsum og sparing utover låneutgifter og alminnelige levekostnader.

## Data

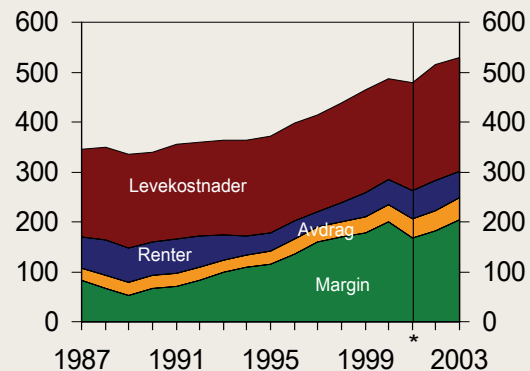
Datamaterialet bygger på mikrodata for perioden 1987 til 2003 fra Inntekts- og formuesstatistikk for husholdningene fra Statistisk sentralbyrå.<sup>1</sup> Vi avgrensner analysen til husholdninger hvor lønnsinntekt er viktigste inntektskilde (ansatte). Disse utgjør i underkant av 60 prosent av husholdningene. I begynnelsen av perioden er det i overkant av to tusen observasjoner i datasettet, i slutten av perioden er det over ti tusen. Statistikken inneholder opplysninger om husholdningenes sammensetning, inntekt etter skatt, renteutgifter og samlet gjeld. Alminnelige levekostnader anslås ut fra husholdningenes sammensetning og standardbudsjettet fra Statens institutt for forbruksforskning.<sup>2</sup> Utgifter til avdrag er beregnet ut fra det observerte gjeldsnivået ved å anta at alle lån nedbetales lineært over tjue år. Utgiftene til avdrag kan derfor være overvurdert.

## Samlede marginer har økt

I figur 1 er husholdningenes samlede inntekt uttrykt i 2003-kroner og fordelt etter utgifter til levekostnader, renter og avdrag. Det grønne feltet viser samlede finansielle marginer. Marginene har mer enn doblet seg fra 1993 til 2003. Årsaken til dette er for det første en vekst i inntektene på nesten 50 prosent. Videre er andelen av samlet inntekt som brukes til å betale alminnelige levekostnader redusert fra

52 til 43 prosent, mens andelen av inntekt brukt til å betale renter og avdrag er redusert fra 21 til 18 prosent. Samlet effekt av disse endringene er at husholdningene i perioden økte sine marginer som andel av netto inntekt fra 27 til 39 prosent.

**Figur 1** Inntekt etter skatt etter anvendelse. Milliarder 2003-kroner. Årstall 1987-2003



\* Standardbudsjettet fra SIFO ble revidert i 2001

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank

## En sjettedel av gjelden ble holdt av husholdninger uten marginer

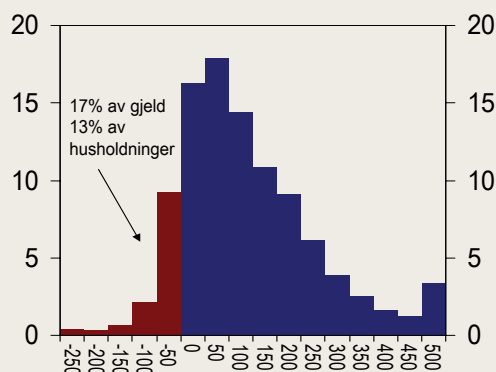
Figur 2 viser andel husholdninger fordelt etter marginer i 2003. Spredningen er stor. Anslagsvis 13 prosent av husholdningene har negative marginer. Disse husholdningene holder 17 prosent av gruppens samlede gjeld. Over halvparten av husholdningene har marginer på over 100 tusen kroner. Husholdninger i lave og midlere inntektsgrupper og i aldersgruppen 25-34 år var i 2003 overrepresentert blant husholdninger uten marginer. Husholdninger uten marginer må enten redusere levekostnadene eller redusere låneutgiftene ved å inngå avtaler om avdragsfrihet, eller forlenget løpetid. De kan også bruke av sin finansformue. Negative marginer betyr derfor ikke nødvendigvis en direkte fare for mislighold. Dersom vi ser bort fra avdrag, blir seks prosent av den samlede gjelden holdt av husholdninger uten tilstrekkelig inntekt til å betale alminnelige levekostnader og renter.

Andelen av samlet gjeld holdt av husholdninger med negative marginer har imidlertid falt i tiårsperioden fram til 2003, se figur 3. Marginene er også skjevare



fordelt enn tidligere. En større andel av husholdningene har høyere marginer. Husholdninger i lave inntektsgrupper har økt sin andel av utsatt gjeld i denne perioden. Husholdninger med hovedinntektstaker i aldersgruppen 35 til 44 år har redusert sin andel av gjelden. Eldre og yngre husholdninger har økt sin andel av den utsatte gjelden.

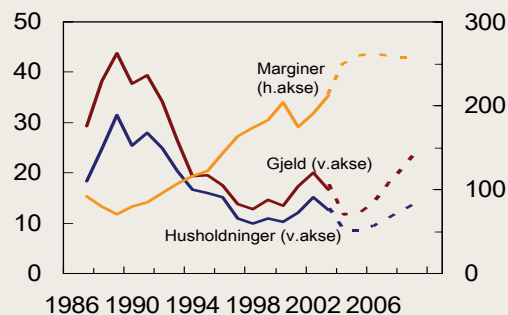
**Figur 2** Andel husholdninger fordelt etter marginer<sup>1)</sup>. Tall fra 2003. Tusen kroner. Prosent



1) Marginer = Inntekt etter skatt – alminnelige levekostnader – renter og avdrag

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank

**Figur 3** Husholdningenes samlede marginer<sup>1)</sup> i milliarder 2003-kroner. Andel husholdninger med negative marginer og tilhørende gjeldsandel<sup>2)</sup>. Prosent. Årstall 1986-2009<sup>3)</sup>



1) Marginer = Inntekt etter skatt – alminnelige levekostnader – renter og avdrag  
2) Med demografi og finansiell situasjon i husholdningene som i 2003  
3) Fremskrivninger for 2004 - 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank

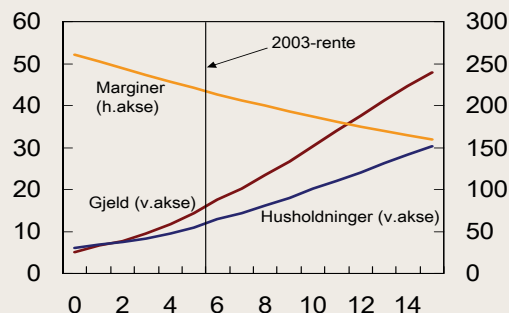
### Effekter av økte renter

Effekten av en renteendring på husholdningenes marginer er avhengig av lånenes bindingstid. De fleste lånene har flytende rente. For disse lånene vil en renteendring ha en tilnærmet umiddelbar effekt, mens effekten på lån med fast rente først inntreffer når lånet skal reforhandles. Bankenes utlånsrente til husholdningene varierer, i hovedsak ut fra hvor godt lånet er sikret. I denne delen av analysen ser vi

på hvilken effekt en renteendring ville ha hvis alle lånetakere fikk den samme nye renten umiddelbart. Den beregnede effekten overdriver derfor den faktiske effekten.

Bankenes utlånsrente var i 2003 om lag seks prosent. Figur 4 viser beregnede effekter av ulike rentenivåer gitt at husholdningenes inntekt og gjeld holdes fast som i 2003. En renteøkning på to prosentpoeng vil medføre at andelen av husholdninger med negative marginer øker fra 13 til 16 prosent. Andelen av gjeld som holdes av husholdninger med negative marginer øker fra 18 til 23 prosent. Marginene reduseres fra 214 til 200 milliarder 2003-kroner. Renteøkningen vil ha størst effekt i midlere til lave inntektsgrupper og for aldersgruppen 25-34 år.

**Figur 4** Effekter av utlånsrente på samlede marginer<sup>1)</sup> målt i milliarder kroner. Andel husholdninger med negative marginer og tilhørende gjeldsandel<sup>2)</sup> i prosent



1) Marginer = Inntekt etter skatt – alminnelige levekostnader – renter og avdrag  
2) Med demografi og finansiell situasjon i husholdningene som i 2003.

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank

### Fremskrivninger

Som et spesialtilfelle endrer vi, med utgangspunkt i husholdningenes finansielle situasjon i 2003, inntekt, gjeld og rentenivå i tråd med faktisk utvikling fram til 2005 og i tråd med Norges Banks referansebane fra Inflasjonsrapport 1/06 fram til 2009. I disse fremskrivningene faller utlånsrenten til 4 prosent i 2005, for så å øke til om lag 6 prosent i 2009, og veksten i gjelden er sterkere enn veksten i inntekten. Vi antar samme vekstrater i alle husholdninger. Resultatene av fremskrivningene er vist med stiplet linje i figur 3. Figuren viser at veksten i de samlede marginene avtar og snur mot slutten av perioden. Andelen av gjeld holdt av husholdninger med negative marginer øker til om lag 25 prosent.

## *Samlet vurdering*

Husholdningenes finansielle marginer økte markert i tiårsperioden fram til 2003. Årsakene til dette var god vekst i inntektene samtidig som en lavere andel av inntekten gikk til leve- og lånekostnader. Likevel ble en betydelig andel av gjelden holdt av husholdninger uten marginer. Fremskrivinger i tråd med Norges Banks referansebane i Inflasjonsrapport 1/06 antyder en utvikling i samlede marginer mot historisk høye nivåer, men at veksten er i ferd med å avta. Fremskrivingene viser også at andelen av husholdninger uten marginer øker noe, og at gjennomsnittlig gjeld blant disse husholdningene øker.

<sup>1</sup> NOS D310 (2004): "Inntekts- og formuesstatistikk for husholdningene 2002" Norges offisielle statistikk D310. Statistisk sentralbyrå, Oslo-Kongsvinger.

<sup>2</sup> SIFO (1987-2003): "Standardbudsjett for forbruksutgifter", [www.sifo.no](http://www.sifo.no).

**Figur 2.17** Nøkkeltall for foretakssektoren<sup>1)</sup>  
Prosent. Årstall. 1989 – 2005<sup>2)</sup>



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

<sup>2)</sup> Prognose for 2005 basert på et utvalg av 9200 tidlig leverte årsregnskap

Kilde: Norges Bank

## 2.3 Foretakene

### *Bedret lønnsomhet og soliditet*

Foretakenes lønnsomhet og soliditet har bedret seg vesentlig siden 2003 i alle næringer. Gjelden i prosent av inntjeningen er historisk sett lav. De børsnoterte selskapene bedret lønnsomheten betydelig i 2005, se figur 6 i sammendraget. Også et mindre utvalg av tidlig leverte årsregnskaper for unoterte aksjeselskaper viser at egenkapital- og totalavkastningen i 2005 var høy, se figur 2.17. Lav rente har bidratt til at den innenlandske etterspørselen har økt sterkt i oppgangsperioden. Høy økonomisk vekst internasjonalt har gitt økt etterspørsel og gode priser på norske eksportvarer. Sammen med moderat kostnadsvekst har dette bidratt til lønnsomhetsbedringen.

### *Lavere konkursrisiko*

Sannsynligheten for at foretakene skal misligholde sin gjeld har avtatt i henhold til KVMs modell<sup>1</sup>, se figur 2.18. Utviklingen i aksjemarkedene og bedret soliditet har bidratt til nedgangen. Risikopremier på obligasjoner utstedt av norske foretak er fortsatt lave historisk sett. Det indikerer at investorene vurderer risikoen for mislighold som lav. Antall åpne konkurser har falt til et historisk lavt nivå, se figur 2.19. Fremskrivninger med en makroøkonomisk modell for konkursutviklingen antyder at konkursraten vil holde seg lav de nærmeste årene. Høy tilvekst av nye foretak i 2005 samt forutsetninger om noe svakere konkurransevne og fremtidige økninger i foretakenes rentekostnader, bidrar likevel til en moderat økning.

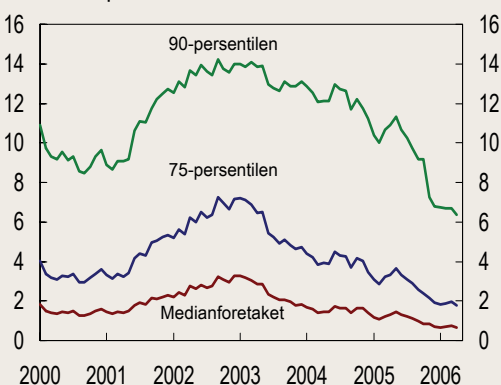
### *Økende kredittvekst og investeringer*

Sterk vekst i oljeinvesteringene har bidratt til høy etterspørsel etter investeringsvarer og har gitt en gunstig ordreutvikling for skipsverft og leverandører til oljeindustrien.

Sterk vekst i investeringene i norsk økonomi har bidratt til at veksten i kreditt til foretakene i Fastlands-Norge har tatt seg vesentlig opp siden 2004, se figur 2.20. Kredittveksten fra utenlandske kilder er fortsatt negativ, mens kreditt fra innenlandske kilder vokser sterkt. Vridningen skyldes trolig at rentenivået i Norge har vært lavt sammenliknet med andre land siden 2004. Samtidig er det særlig foretak innen skjermede næringer som eiendomsdrift, tjenesteyting, samt bygg og anlegg som har økt sin lånevekst, se figur 3.7. Disse næringene har mindre behov for å låne i utenlandsk valuta for å beskytte seg mot valutakurssvingninger enn mange industribedrifter.

<sup>1</sup> Modellen anslår sannsynligheten for at verdien av foretakets egenkapital faller under et kritisk nivå i forhold til gjeldsforpliktelsene innen en spesifisert tidshorisont.

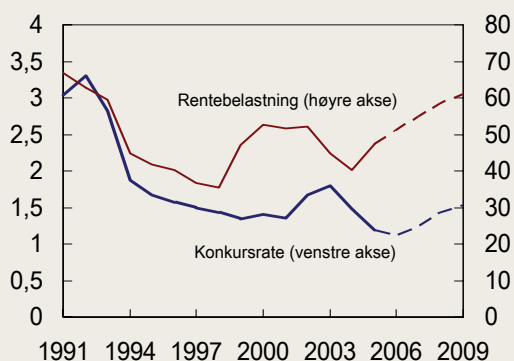
**Figur 2.18** Forventede misligholdssannsynligheter for store foretak<sup>1)</sup>. Prosent. Månedstall. Jan. 00 – apr. 06



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

Kilde: Moody's KVM

**Figur 2.19** Konkursrate og rentebelastning<sup>1)</sup> i ikke-finansielle foretak<sup>2)</sup>. Årstall. 1991 – 2009<sup>3)</sup>



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

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

<sup>3)</sup> Fremskrivninger for 2006 – 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Foretakenes opplåning har delvis skjedd ved utstedelser av obligasjoner. Fra januar til april 2006 var utstedelsene høyere enn i samme periode de siste fem årene. Det er ikke tegn til at veksten i fremmedkapitalfinansiering har gitt utslag i selskapenes finansieringskostnader.

Også foretakenes finansiering i form av egenkapital har økt de siste årene, se figur 2.21. Totalt ble det hentet inn 28,4 milliarder kroner i aksjeemisjoner på Oslo Børs i 2005. Det er mer enn en tredobling i forhold til 2004. Den høye emisjonsaktiviteten har fortsatt i 2006, der det i årets fire første måneder er hentet inn mer kapital enn i hele 2005. Det er særlig selskaper innen oppdrett og oljerelaterte aktiviteter som henter inn penger.

### Lavere utbyttebetalinger

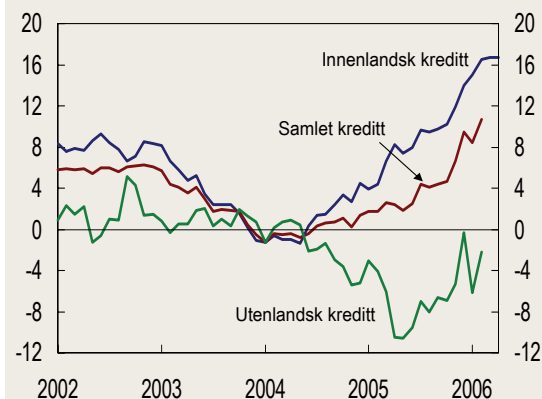
Foretakenes utbyttebetalinger har de senere år vært uvanlig høye, også sett i lys av den gode resultatveksten. De høye utbyttebetalingene kan delvis tilskrives at det innføres skatt på utbytte fra 2006. Deler av utbyttene er blitt ført tilbake til samme bedrift som egenkapital eller lån fra aksjonærene. Ubyttebetalingene har derfor hatt begrenset effekt på selskapenes soliditet. Årsregnskapene til og med regnskapsåret 2004 antyder at det i stor grad har vært foretak med lav konkursrisiko som har gitt utbytter, se figur 2.22. Utbytter regnskapsført for 2005 kan tidligst betales ut i 2006 og omfattes derfor av den nye utbyttebeskatningen. Et utvalg av tidlig leverte regnskap for 2005 antyder at foretakene nå i større grad reinvesterer opptjente midler.

### Høy aktivitet i markedet for næringseiendom

Nærmere 40 prosent av bankenes utlån til foretakssektoren er gitt til foretak innen eiendomsdrift (figur 3.8). Dette er også en næring med høy kredittvekst (figur 3.7). En betydelig del av utlånene til eiendomsdrift representerer trolig en eksponering mot andre næringer. Foretak i alle næringer kan i prinsippet skille ut eierskapet til produksjons- og kontorlokaler i et eget selskap som faller under klassifiseringen eiendomsdrift og som leier lokalene tilbake til foretaket. Bankene har imidlertid også en indirekte eksponering mot næringseiendomsmarkedet via utlån til andre næringer, fordi kontor og produksjonslokaler ofte stilles som sikkerhet for lånene.

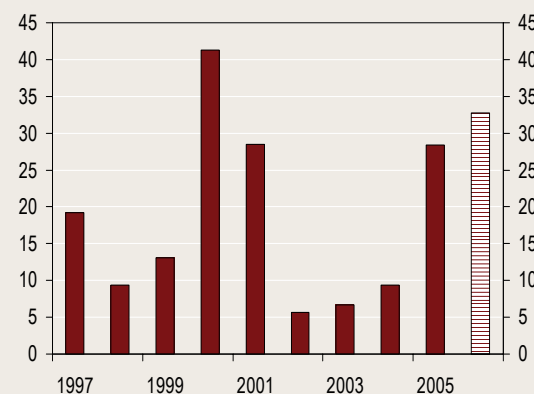
Aktiviteten i markedet for næringseiendom var svært høy i 2005. Omsetningen økte fra 22 milliarder kroner i 2004 til 44 milliarder kroner i 2005, og økte for alle investorgrupper. Omfanget av indirekte investeringer i næringseiendom via syndikeringselskaper og eiendomsfond har fortsatt å øke. Denne utviklingen øker likviditeten i markedet samtidig som nye investorgrupper får tilgang.

**Figur 2.20** Kredittvekst til foretakene i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Månedstill. Jan. 02 – apr. 06



Kilde: Norges Bank

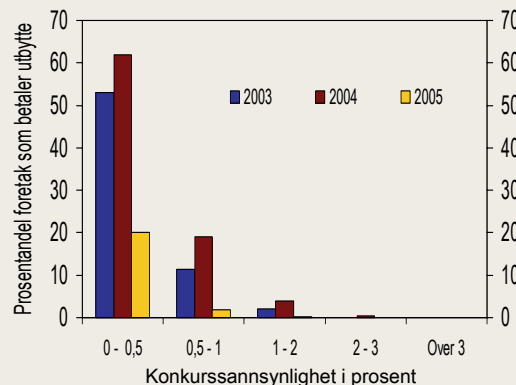
**Figur 2.21** Aksjeemisjoner på Oslo Børs. Milliarder kroner. Årstall. 1997 – 2006<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> 2006 gjelder perioden januar til april

Kilde: Oslo Børs

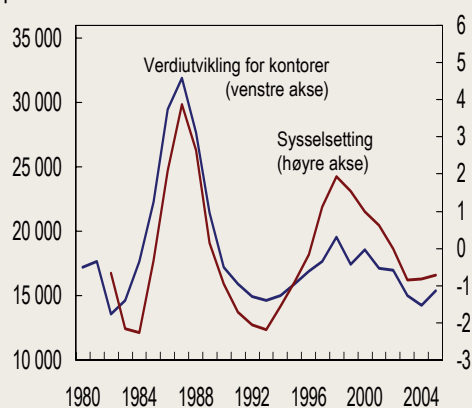
**Figur 2.22** Andel foretak som betaler utbytte fordelt etter konkursansynlighet. Prosent. Årstall. 2003 – 2005<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Prognose for 2005 basert på et utvalg av 9200 tidlig leverte årsregnskap

Kilde: Norges Bank

**Figur 2.23** Verdiutvikling for kontorer i Oslo og sysselsetting. Kvadratmeterpris i faste 2005-priser og prosentvis avvik fra trend. Årstall. 1980-2005

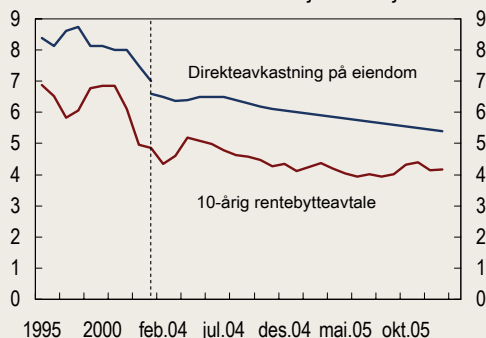


Kilder: OPAK og Norges Bank

Realprisen for kontorareal av god standard og sentral beliggenhet steg i Oslo og Bergen i 2005, men fra et historisk lavt nivå ved årsskiftet 2003/2004. Siste prisnotering gjelder juni 2005 og antyder en reell årsvekst på vel åtte prosent. Anekdotisk informasjon fra markedet kan tyde på at nyere, sentrale bygg i prestisjesegmentet har hatt en noe høyere prisvekst, og at prisveksten generelt kan ha akselerert noe mot slutten av fjoråret. Utviklingen i næringsseidomsmarkedet er erfaringsmessig svært konjunkturavhengig. De siste 25 år har utviklingen i realprisen på kontorlokaler vist høy samvariasjon med sysselsettingen, se figur 2.23.

Leieprisene for kontorareal har i løpet av 2005 begynt å ta seg opp i de største norske byene, med til dels store variasjoner innenfor ulike kvalitets- og lokalitetssegmenter. Prestisjesegmentet i sentrale forretningsstrøk viser sterkest vekst, mens enkelte mindre attraktive områder har tilnærmet uendrede leiepriser. Arealledigheten i Oslo har falt jevnt to år på rad og er per januar 2006 nede i åtte prosent.

**Figur 2.24** Direkteavkastning på eiendom<sup>1)</sup> og rente i 10-årig rentebytteavtale (swap). Prosent. Årstall 1995-2003. Månedstall jan. 04 - jan. 06

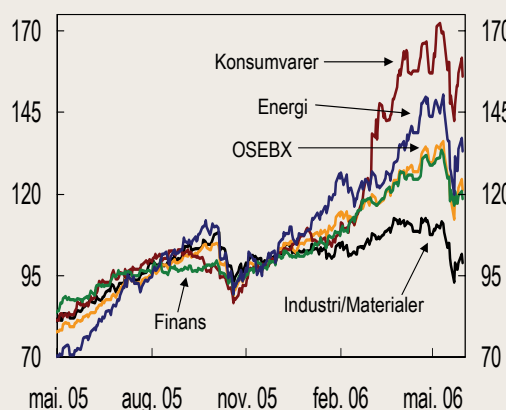


<sup>1)</sup> Direkteavkastning ved investeringer i prestisjesegmentet ifølge Akershus Eiendom (før jan. 04) og DnB NOR Næringsmegling (etter jan. 04)

Kilder: Reuters EcoWin, Akershus Eiendom og DnB NOR

Direkteavkastningen ved investeringer i eiendom, definert som årlige netto leieinntekter dividert med kjøpspris, har i grove trekk fulgt renten ned til historisk lave nivåer, se figur 2.24. Direkteavkastningen er nå lavest i sentrale forretningsområder med korte leiekontrakter. Forventninger om vekst i leiepriser i de nærmeste årene forklarer trolig dette. Også eiendom med lengre leiekontrakter omsettes til priser som gir lav direkteavkastning. Mange investeringer i nærings-eiendom har høy belåningsgrad. Når inntektene er gitt ved en langsiktig leiekontrakt, vil lønnsomheten være følsom for endringer i finansieringskostnadene.

**Figur 2.25** Utvalgte aksjedelindekser på Oslo Børs. 30. nov. 05 = 100. Dagstall. 2. mai 05 – 30. mai 06



Kilde: Reuters EcoWin

### Utsikter

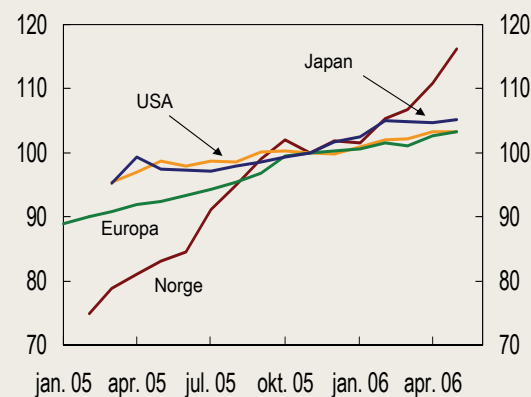
Utviklingen på Oslo Børs tyder på at markedsaktørene fortsatt ser lyst på utsiktene for selskapene. Aksjekursene falt imidlertid tilbake i mai, etter en rekke historiske toppnoteringer. Aksjekursene falt også i de største internasjonale aksjemarkedene i mai. Hovedindeksen på Oslo Børs har likevel økt 21 prosent siden forrige rapport, se figur 2.25. Aksjekursene til selskaper innenfor sektorene energi og finans har bidratt mest til økningen i hovedindeksen. Selskaper innen sektoren konsumvarer har hatt særlig sterk kursoppgang. Flertallet av selskapenes kvartalsresultater har overrasket markedsaktørene positivt. Siden forrige rapport har analytikerne oppjustert forventningene til de norske børselskapenes inntjening i 2007, se figur 2.26.

Selv om forventet fremtidig inntjening har økt, har investorene blitt mer usikre på fremtidig utvikling i aksjekursene. Implisitt volatilitet<sup>2</sup> i aksjemarkedene økte da aksjekursene falt i oktober 2005 og i mai 2006, se figur 2.27.

Foretakenes egen vurdering av hvilken enkeltfaktor som utgjør størst risiko til fremtidig inntjening, gir ifølge Norges Banks regionale nettverk et sammensatt bilde, se figur 2.28. At ingen enkeltfaktor skiller seg klart ut tyder på at rammevilkårene nå generelt sett anses som gode. Risikofaktoren "økt konkurranse" blir i undersøkelsen like ofte trukket frem som "svikt i etterspørsel", "økte rentekostnader" og "økte lønnskostnader". I industrien trekkes "sterkere kronekurs" frem som viktigste risikofaktor for fremtidig lønnsomhet.

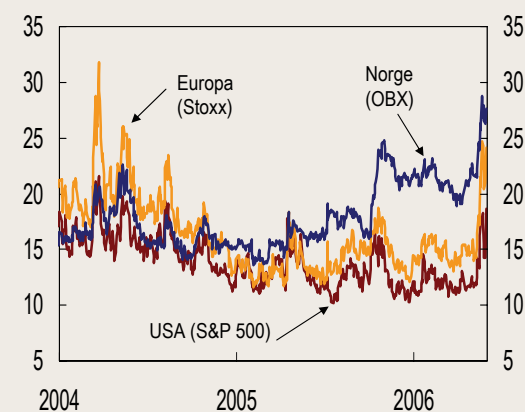
På lengre sikt er det flere usikkerhetsmomenter ved inntjeningen i norske foretak. I første rekke er disse knyttet til utviklingen i priser på olje og andre norske eksportvarer. På den ene siden vil et oljeprisfall redusere overskuddene og investeringene til oljeselskapene. Dette vil etter hvert dempe 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 i andre norske eksportnæringer. Dette vil isolert sett bedre lønnsomheten i foretakene. Dessuten vil lønnsomheten til konkurranseutsatte næringer være avhengig av utviklingen i kronekursen og kostnadsutviklingen. Ytterligere økninger i oljeprisen eller økt bruk av oljeinntekter vil kunne bidra til sterkere kronekurs og svakere konkurransevne overfor utenlandske bedrifter.

**Figur 2.26** Forventet inntjening i børsnoterte selskaper i 2007. 30. nov. 05 = 100. Månedstall. Jan. 05 - mai 06



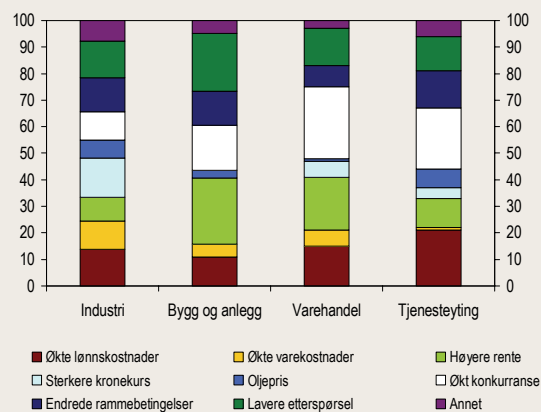
Kilde: Reuters EcoWin

**Figur 2.27** Implisitt volatilitet i ulike aksjemarkeder. Dagstall. 1. jan. 04 – 30. mai 06



Kilder: Reuters EcoWin og Oslo Børs

**Figur 2.28** Foretakenes vurdering av den største risikoen knyttet til fremtidig lønnsomhet<sup>1)</sup>. Prosent



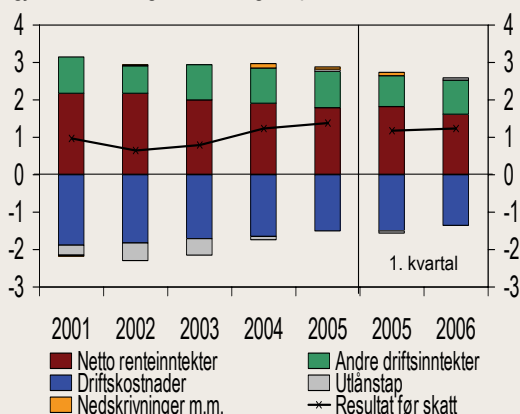
<sup>1)</sup> Utvalgsundersøkelse i regionalt nettverk mars 2006

Kilde: Norges Bank

<sup>2</sup> Implisitt volatilitet utledes av prisene på aksjeopsjoner som omsettes i markedet, og avspeiler forventet variasjon i aksjekursene frem til opsjonene forfaller.

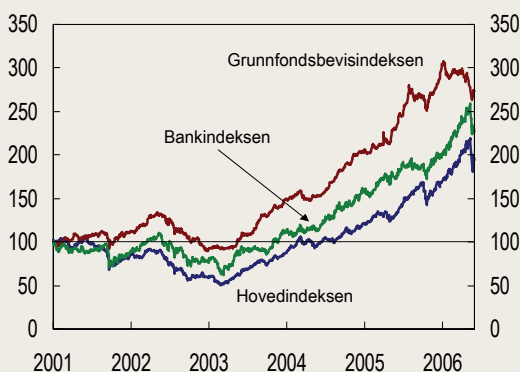
# 3 | Finansinstitusjonene

**Figur 3.1** Bankenes<sup>1)</sup> resultater i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



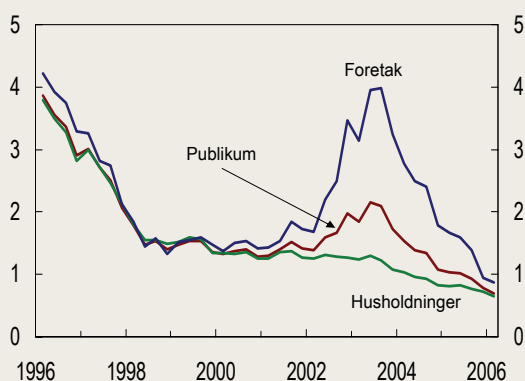
<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske filialer i Norge  
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.2** Utviklingen i hovedindeksen og kursindekser for banker ved Oslo Børs<sup>1)</sup>. 1. jan. 01 = 100. Dagstall. 3. jan. 01 - 30. mai 06



<sup>1)</sup> Gjensidige NOR ble flyttet fra Grunnfondsbevisindeksen til Bankindeksen og kom med i Hovedindeksen fra 13. sep. 02  
Kilde: Reuters EcoWin

**Figur 3.3** Bankenes<sup>1)</sup> beholdning av brutto misligholdte lån per sektor. Prosent av brutto utlån til sektor. Kvartalstall. 1. kv. 96 - 1. kv. 06



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

Det norske bankmarkedet er blitt mer internasjonalt. Markedsandelen til utenlandskeide banker er over 30 prosent, og stigende. Bankene er de siste årene blitt mer sammenvevd med andre finansinstitusjoner. Bankvirksomheten utgjør hoveddelen av de fleste finanskonsernene i Norge (vedleggstabell 11). Hovedvekten i dette kapittelet er lagt på omtale og analyse av bankene. Utviklingen i andre finansinstitusjoner omtales kort.

## 3.1 Fortsatt gode resultater og god soliditet

Fortsatt svært lave utlånstap bidro til gode resultater for bankene i 2005, se figur 3.1. Resultatene bedret seg i forhold til i 2004 til tross for lavere netto renteinntekter i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Dette skyldtes en markert nedgang i driftskostnader og at andre driftsinntekter økte. Netto renteinntekter og driftskostnader har fortsatt å falle i første kvartal 2006. Egenkapitalavkastningen i de største norske bankene økte markert i 2005 og er god sammenlignet med andre nordiske finanskonserner (vedleggstabell 6). De siste fem årene har både avkastningen på sparebankenes grunnfondsbevis og bankenes aksjer vært høyere enn gjennomsnittlig avkastning på Oslo Børs, se figur 3.2. Gjennom mai 2006 falt kursene på bankpapirer om lag like mye som aksjemarkedet som helhet.

Sterk utvikling i både husholdningene og foretakenes økonomi har ført til at andelen misligholdte lån har avtatt markert siden andre kvartal 2003 og er nå på et meget lavt nivå både for lån til foretak og husholdninger, se figur 3.3.

Bankenes rentemargin har falt de siste årene, se figur 3.4.<sup>1</sup> Bankenes høye utlånsvest har kompensert for den fallende rentemarginen, slik at bankenes netto renteinntekter målt i kroner har økt noe. En årsak til nedgangen i rentemarginen er skjerpet konkurranse, både på utlån og innskudd, se utdyping på side 41. På et standardprodukt som boliglån er gjennomsnittlig volumveid lånerente i utenlandskeide banker noe lavere enn i norske banker (figur 3 i utdyping). Utenlandskeide banker tilbyr også noe høyere gjennomsnittlig innskuddsrente. Egenkapitalavkastningen i utenlandskeide banker er imidlertid fortsatt god (vedleggstabell 6).

<sup>1</sup> Rentemarginen er definert som gjennomsnittlig utlånsrente minus gjennomsnittlig innskuddsrente. Rentemarginen viser således hva bankene tjener på utlån når utlånene er finansiert med 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.

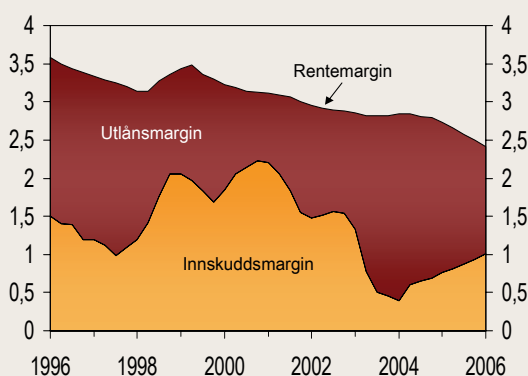
Økt konkurranse har også ført til press på bankenes inntekter fra betalingsformidling. Bankenes samlede inntekter fra betalingsformidling steg med 4 prosent fra 2004 til 2005. Små norskeide banker, definert som norskeide banker med en forvaltningskapital mindre enn 10 milliarder kroner ved utgangen av 2005, hadde imidlertid tre prosent lavere inntekter fra betalingsformidling i 2005 enn året før.

Flere av de store bankene fra andre nordiske land har på et tidligere tidspunkt enn norske banker vært aktive i de nordiske og baltiske nabolandene. Det har ført til oppkjøp av flere norske banker gjennom de siste syv årene. Norske banker har inntil nylig vært lite aktive i kjøp av utenlandske banker og har de senere årene stort sett gjennomført sin utenlands-satsing gjennom filialer. Utenlandske banker har derfor en betydelig høyere eksponering mot det norske bankmarkedet enn norske banker har mot utenlandske bankmarkeder. Ved utgangen av første kvartal 2006 var forvaltningskapitalen i datterbanker eller filialer av utenlandske banker i Norge 747 milliarder kroner. Dette tilsvarer nærmere 33 prosent av den samlede forvaltningskapitalen for banker i Norge.

Norske bankers eksponeringer i utlandet er langt lavere. DnB NOR, som både har filialer og datterbanker i utlandet, står for stort sett hele utenlandseksponeringen til norske banker. DnB NORs utenlandssatsing har vært konsentrert til tjenester og næringer hvor DnB NOR anser seg å ha spesiell kompetanse, som kapitalforvaltning i Norden og utlån til næringene shipping, energi og fisk. I 2005 innledet DnB NOR en noe bredere utenlandssatsing ved opprettelsen av DnB NORD, med aktiviteter i Østersjøområdet, kjøpet av Monchebank, en liten russisk bank med aktiviteter i nordvest-Russland, og satsing på Sverige som nytt hjemmemarked. DnB NORD, som DnB NOR eier sammen med den tyske banken Norddeutsche Landesbank, ble operativ fra begynnelsen av 2006. Banken har sine høyeste markedsandeler i Litauen og Latvia.

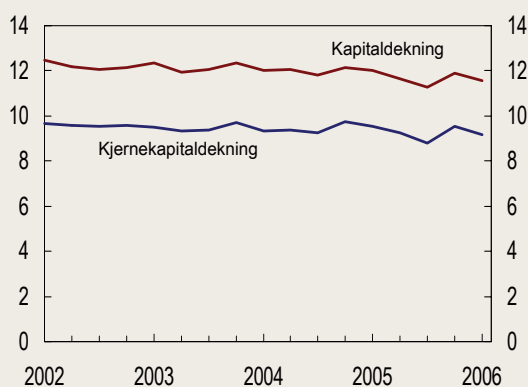
Soliditeten til norske banker er god. Kjernekapitaldekningen for alle norske banker sett under ett avtok litt i løpet av 2005, se figur 3.5. Isolert sett bidrar den kraftige utlånsveksten til å svekke kjernekapitaldekningen. Fra 2007 innføres Basel II-regelverket for bankenes kapitaldekning. Overgangen til dette nye regelverket vil ha stor betydning for hvor mye ansvarlig kapital bankene må holde i fremtiden, se boks 1.

**Figur 3.4** Bankenes<sup>1)</sup> rentemargin og oppdeling i innskudds- og utlånsmargin<sup>2)</sup>. Prosentpoeng. Kvartalstall. 1. kv. 96 - 1. kv. 06



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

**Figur 3.5** Norske bankers<sup>1)</sup> kapitaldekning og kjernekapitaldekning. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 02 - 1. kv. 06



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



## Boks 1. Nye regler for kapitaldekning

Nye regler for kapitaldekning i banker (Basel II) vil gjelde fra 1. januar 2007. Basel II viderefører dagens minstekrav til kapitaldekning på 8 prosent og bygger på tre såkalte pilarer:

- Pilar 1: Minstekrav til ansvarlig kapital
- Pilar 2: Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging
- Pilar 3: Opplysningskrav overfor «markedet»

Under pilar 1 skal det beregnes kapitalkrav for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko. Kapitalkravet for kredittrisiko skal beregnes etter standardmetoden eller etter mer risikofølsomme interne målemetoder. Standardmetoden bygger i stor grad på dagens regelverk (Basel I), som baserer seg på faste risikovekter for ulike typer utlån. De fem største norske bankene har søkt Kredittilsynet om å få benytte interne målemetoder for kredittrisiko. Datterbanker av utenlandske banker søker om godkjenning for sine interne målemetoder via sin morbank, hos tilsynsmyndigheten i morbankens hjemland. Reglene for kapitalkrav for markedsrisiko endres noe i forhold til dagens regelverk. Kapitalkravet for operasjonell risiko er nytt i forhold til dagens regelverk.

Pilar 2 utfyller de generelle kravene i pilar 1. Pilar 2 innebærer blant annet at bankene skal ha en prosess for å vurdere samlet kapitalbehov i forhold til risikoprofil og ha en strategi for å opprettholde et tilstrekkelig kapitalnivå. Tilsynsmyndigheten skal evaluere bankenes vurderinger på dette punktet og treffe tiltak om nødvendig.

Formålet med pilar 3 er å bidra til økt markedsdisiplin gjennom krav til offentliggjøring av informasjon som gjør det mulig for investorer, innskytere og andre interessenter å vurdere bankens risikoprofil og kapitalisering, samt styring og kontroll. Pilar 3 setter konkrete krav til hvilken informasjon som skal offentliggjøres.

Lån med sikkerhet i bolig utgjør om lag 62 prosent av bankenes brutto utlån til publikum i Norge. For norske banker vil derfor lavere risikovekting av boliglån i Basel II-regelverket ha stor betydning for hvor mye ansvarlig kapital de må holde. Ved standardmetoden, som de mindre bankene vil forholde seg til, reduseres risikovekten for godt sikrede boliglån fra 50 til 35 prosent. Dessuten viser de store bankenes interne målemodeller for kredittrisiko at deres ansvarlige kapital kan reduseres betydelig. Overgangsordninger for årene 2007 – 2009 setter imidlertid grenser for hvor raskt den ansvarlige kapitalen kan reduseres. Den ansvarlige kapitalen kan reduseres gradvis, men ikke raskere enn at den ved utgangen av 2009 minst må utgjøre 80 prosent av minimumskravet med dagens regelverk. Nye kapitaldekningsregler medfører at bankene vil ønske å redusere den ansvarlige kapitalen for å avpasse den bedre til risikoen i sin virksomhet og således oppnå en bedre kapitaleffektivitet. En stor reduksjon av den ansvarlige kapitalen kan imidlertid gå ut over kredittvurderingen av bankene og dermed innlånskostnadene. Banker som går over til å benytte interne målemodeller for å beregne nødvendig kapitaldekning, bør ta hensyn til at utlånstapene har vært uvanlig lave de siste årene.

### 3.2 Risikobildet for bankene

Bankene står overfor flere typer risiko, se boks 2. Norske bankers markedsrisiko anses å være relativt lav, da kun en liten del av forvaltningskapitalen består av eiendeler som er direkte utsatte for markedssvingninger. Aksjer holdt som omløpsmidler utgjør under 0,3 prosent av bankenes forvaltningskapital. Aksjekursfallet i mai har dermed små direkte effekter på bankenes resultater. Nedenfor analyseres bankenes tre andre risikotyper; kredittrisiko, likviditetsrisiko og operasjonell risiko.

#### *Kredittrisiko*

Bankenes samlede utlån til publikum utgjør over tre fjerdedeler av den totale forvaltningskapitalen. Kredittrisiko er derfor bankenes største risikokilde. Mange år med høy utlånsvekst har ført til at samlet kreditt til Fastlands-Norge er høy i forhold til verdiskapingen. I analysen av utlånsvekst slår vi sammen banker og kredittforetak som inngår i samme finanskonsern. Konjunkturutviklingen er en annen viktig faktor for utviklingen i bankenes kredittrisiko. Den viktigste faktoren er imidlertid kredittvurderingene bankene gjør av kundene når de yter lån.

Den kraftige veksten i boliglån har ført til at bankene og kredittforetakenes utlånsvekst til personmarkedet har vært høy i flere år. Tolv månedersveksten var 16 prosent i april 2006. Andelen utlån til personmarkedet har økt kraftig siden 2000, men har flatet ut det siste året. Om lag 60 prosent av bankene og kredittforetakenes utlån til publikum er til personmarkedet. Lån til husholdninger som er selvstendige næringsdrivende inngår i næringsmarkedet. Boliglån anses å ha forholdsvis lav risiko for mislighold. Isolert sett har dermed vridningen mot økt andel lån til personmarkedet bidratt til å dempe kredittrisikoen. På den annen side trekker kraftig vekst i utlånsvolum i retning av høyere kredittrisiko.

Husholdningenes finansielle stilling er god, og det er utsikter til fortsatt lav arbeidsledighet og økte inntekter. Høy andel boliglån gjør at verdien av bankenes sikkerheter er utsatt for svingninger i boligprisene. Bankenes kredittrisiko ved utlån til personmarkedet anses likevel å være relativt lav.

Bankene og kredittforetakenes utlånsvekst til næringsmarkedet steg kraftig i løpet av 2005. Denne utviklingen fortsatte i begynnelsen av 2006, og utlånsveksten til næringsmarkedet er nå høyere enn til personmarkedet. I april var tolv månedersveksten i næringslån over 17 prosent, se figur 3.6. Handelsbanken og Fokus Bank, som er henholdsvis tredje og fjerde største bank på næringslån i Norge, har klart høyest utlånsvekst. Utlånsveksten til næringsmarkedet for de to største bankene, DnB NOR og Nordea, har steget kraftig siden begynnelsen av 2005.

### Boks 2. Sentrale risikotyper

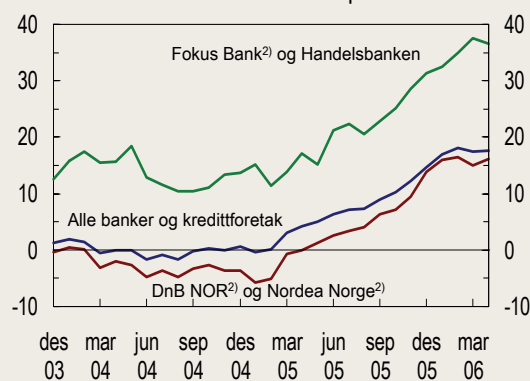
**Kredittrisiko:** Risikoen for tap som følge av at motparter ikke innfrir sine forpliktelser, for eksempel ved at en låntaker ikke betaler renter og/eller avdrag.

**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 motparter 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 utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser.

**Figur 3.6** Bankene og kredittforetakenes<sup>1)</sup> utlånsvekst til næringsmarkedet. Prosent. Tolv månedersvekst. Des. 03 – apr. 06

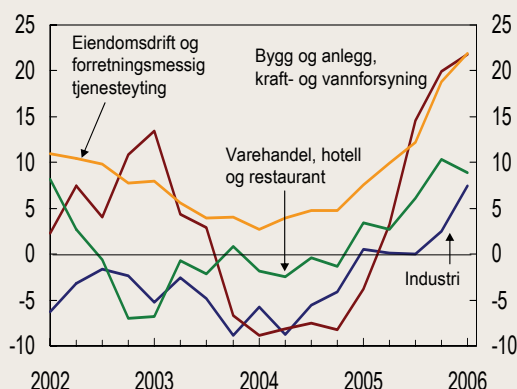


<sup>1)</sup> Alle banker og kredittforetak i Norge

<sup>2)</sup> Inkludert kredittforetak som inngår i samme finanskonsern

Kilde: Norges Bank

**Figur 3.7** Bankene og kredittforetakenes<sup>1)</sup> utlån til utvalgte næringer. Prosent. Firekvartalersvekst. 1. kv. 02 - 1. kv. 06



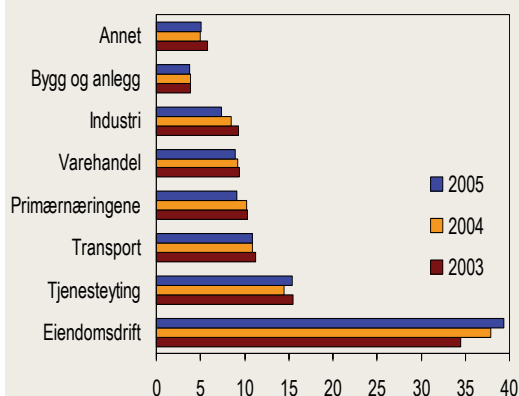
<sup>1)</sup> Alle banker og kredittforetak i Norge  
Kilde: Norges Bank

Utlånsveksten til bygg og anlegg og til eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting har steget meget kraftig det siste året, se figur 3.7. Dette har bidratt til at utlån til eiendomsdrift utgjorde nesten 40 prosent av bankenes beholdning av næringslån ved utgangen av 2005, se figur 3.8.

Næringsmarkedet er langt mer heterogent enn personmarkedet, og kredittrisikoen varierer mye mellom ulike næringer. Bankenes utlånsmarginer til foretak har avtatt markert de siste årene. Analyser tyder likevel på at bankene differensierer mellom ulike grader av kredittrisiko, se utdyping på side 39.

Det er god lønnsomhet i norske foretak, se avsnitt 2.3. Samlet sett vurderes kredittrisikoen ved utlån til næringsmarkedet fortsatt som relativt lav.

**Figur 3.8** Prosentvis fordeling av bankenes<sup>1)</sup> næringslån<sup>2)</sup>. Årlige tall. 2003 - 2005



<sup>1)</sup> Alle banker i Norge  
<sup>2)</sup> Næringslån omfatter også husholdninger som er næringsdrivende  
Kilde: Norges Bank

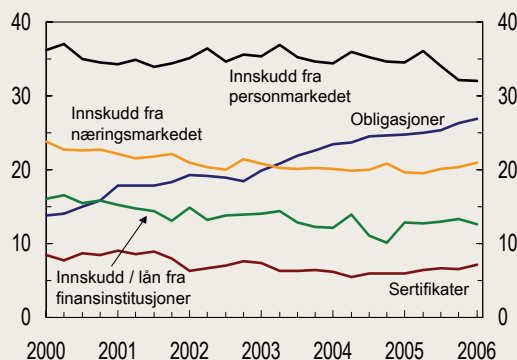
### Likviditetsrisiko

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

Bankenes innskuddsdekning fra personmarkedet falt noe i siste halvår 2005, se figur 3.9. Dette skyldtes både nedgang i innskuddene fra personmarkedet og høy utlånsvekst. Bankenes finansiering fra obligasjonsmarkedet har økt i betydning de siste tre årene. Bedre finansieringsvilkår i form av mindre forskjeller mellom rentene på obligasjonslån og rentebytteavtaler (swaprenter) har bidratt til denne utviklingen.

Likviditetsindikatoren viser at DnB NOR og de små bankene har hatt en god balanse mellom stabile finansieringskilder og lite likvide eiendeler de siste to årene, se figur 3.10.<sup>2</sup> Nivået på likviditetsindikatoren er lavest for de mellomstore bankene, men denne gruppen av banker har hatt en markert forbedring de siste årene. Likviditetsrisikoen for banknæringen samlet sett anses å være relativt lav.

**Figur 3.9** Norske bankers<sup>1)</sup> ulike finansieringskilder. Prosent av brutto utlån. Kvartalstall. 1. kv. 00 - 1. kv. 06



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

Det kan være 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

<sup>2</sup> Likviditetsindikatoren er beregnet som forholdet mellom stabile finansieringskilder og lite likvide eiendeler. En økning i dette forholdet 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 balanseelementene 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>

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 utenlandske markeder. Med unntak av DnB NOR, utgjør kortsiktig utenlandsgjeld en liten del av norske bankers finansiering, se figur 3.11. Ved utgangen av første kvartal 2006 utgjorde DnB NORs utenlandsgjeld med forfall i løpet av de neste 12 månedene i overkant av 23 prosent av brutto utlån. På bakgrunn av sine internasjonale aktiviteter og størrelse, er det naturlig at DnB NOR har høyere kortsiktig utenlandsgjeld enn de andre norske bankene.

### Operasjonell risiko

Operasjonell risiko i bankene kan øke i forbindelse med sammenslåinger, omorganiseringer og store endringer i IKT-systemer. Med det nye kapitaldekningsregelverket (Basel II) vil det bli det satt krav til kapitaldekning for operasjonell risiko. Kravet er nytt, og datagrunnlaget for tap i bankene som skyldes operasjonell svikt er foreløpig svakt. Det er derfor vanskelig å gi en konkret vurdering av nivået på bankenes operasjonelle risiko.

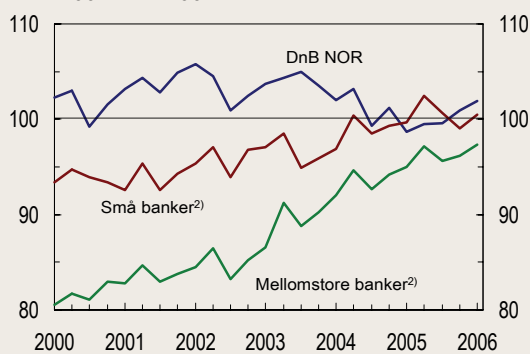
### 3.3 Andre finansinstitusjoner

Kredittforetak yter langsiktige lån. Resultatene har vært stabile over mange år, men var litt svakere i 2005 enn i 2004. Ved utgangen av 2005 sto kredittforetak som inngår i finanskonsern med banker for 24 prosent av kredittforetakenes totale forvaltningskapital. De bankeide kredittforetakene yter hovedsakelig lån til eiendomsmarkedet. I analyser av utlånsvæksten blir kredittforetak som inngår i finanskonsern gruppert sammen med sine respektive banker.

Finansieringsselskapene utgjør en sammensatt gruppe som betjener flere ulike markeder. Hovedmarkedene er leasing og bilfinansiering, kortbaserte utlån og finansiering av forbruk. Utlån fra finansieringsselskapene økte med 18 prosent i 2005. Utlånstypen med høyest kredittrisiko er rene forbrukslån uten sikkerhet. Den høye kredittrisikoen reflekteres i høy effektiv rente. Fordi rene forbrukslån utgjør en svært liten del av finansinstitusjonenes totale utlån til husholdningene, representerer denne typen utlån liten fare i forhold til finansiell stabilitet. Betjeningen av rene forbrukslån kan imidlertid være et problem for enkelte låntakere.

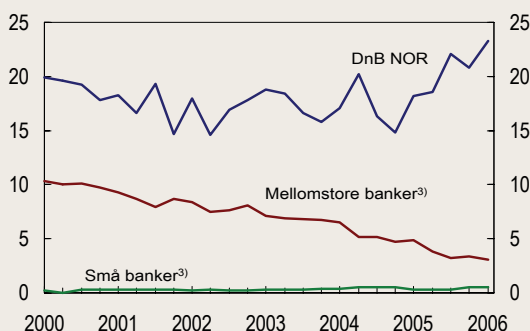
Livsforsikringsselskapene er mer utsatte for markedsrisiko enn bankene, siden de har en langt høyere andel av forvaltningskapitalen plassert i aksjer og obligasjoner. Aksjekursfallet i mai 2006 hadde derfor langt større betydning for livsforsikringsselskapene enn for bankene. Ved

**Figur 3.10** Utviklingen i norske bankers<sup>1)</sup> likviditetsindikator. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 00 - 1. kv. 06



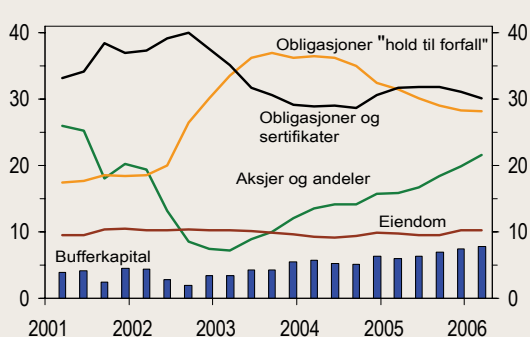
<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske datterbanker og utenlandske filialer i Norge  
<sup>2)</sup> Skillet mellom mellomstore og små banker er satt ved en forvaltningskapital på 10 milliarder kroner ved utgangen av 2005  
 Kilde: Norges Bank

**Figur 3.11** Norske bankers<sup>1)</sup> kortsiktige utenlandsgjeld<sup>2)</sup>. Prosent av brutto utlån. Kvartalstall. 1. kv. 00 - 1. kv. 06



<sup>1)</sup> Alle banker med unntak av utenlandske datterbanker og utenlandske filialer i Norge  
<sup>2)</sup> Certifikatgjeld samt innskudd og lån fra andre finansinstitusjoner  
<sup>3)</sup> Skillet mellom mellomstore og små banker er satt ved en forvaltningskapital på 10 milliarder kroner ved utgangen av 2005  
 Kilde: Norges Bank

**Figur 3.12** Livsforsikringsselskapenes bufferkapital<sup>1)</sup> og aktivsammensetning. Prosent av forvaltningskapital. Kvartalsdata. 1. kv. 01 - 1. kv. 06



<sup>1)</sup> Bufferkapitalen er definert som summen av kursreguleringsfondet, tilleggsavsetninger inntil ett års renteforpliktelser og overskytende kjernekapital  
 Kilde: Kredittilsynet

utgangen av første kvartal 2006 utgjorde renteinstrumenter og aksjer 86 prosent av forvaltningskapitalen i livsforsikringsselskapene, mens eiendom utgjorde 10 prosent (vedleggstabell 10). Kraftig kursstigning i det norske og flere internasjonale aksjemarkeder har bidratt til at aksjeandelen har steget markert de siste årene, se figur 3.12. Ved utgangen av første kvartal 2006 utgjorde utenlandske aksjer 64 prosent av aksjebeholdningen. For en vurdering av verdsettingen av aksjemarkedene, se utdyping på side 43.

Den løpende avkastningen på livsforsikringsselskapenes beholdning av obligasjoner og sertifikater klassifisert som omløpsmidler er relativt lav på grunn av lave renter. Fortsatt lave langsiktige renter kan skape problemer for livsforsikringsselskapenes evne til å overholde sine langsiktige forpliktelser overfor forsikringstakerne, se utdyping på side 15. Andelen obligasjoner klassifisert som «hold til forfall» har sunket de siste årene etter hvert som obligasjoner har forfalt. Gjennomsnittlig rente på de gjenværende obligasjonene i denne kategorien er 5,2 prosent, som er godt over minsteavkastningen livsforsikringsselskapene har garantert sine kunder.

Livsforsikringsselskapenes verdijusterte resultat i 2005 var det høyeste siden 1999, og resultatforbedringen fortsatte i første kvartal 2006. Dette bidro til at bufferkapitalen steg fra 6,4 prosent av forvaltningskapitalen ved utgangen av 2004 til 7,8 prosent ved utgangen av første kvartal 2006.

### 3.4 Utsikter og utfordringer fremover

Bankene har oppnådd gode resultater de siste to årene. God økonomi i husholdningene og foretakene har gitt svært lave utlånstap og sterk vekst i bankenes andre inntekter.

Konkurransen i bankmarkedet vil fortsatt bidra til press på rentemarginer og bankenes underliggende inntjening. Konkurransen øker også på andre områder som betalings-tjenester. For å opprettholde lønnsomheten på lengre sikt, må bankene holde oppmerksomhet på kostnadseffektivitet og riktig prising av risiko på utlån.

Kredittrisiko er den viktigste risikoen banker i Norge står overfor. Den vurderes som relativt lav både for utlån til husholdninger og foretak. Det er utsikter til fortsatt lave utlånstap på grunn av god vekst i inntekter i både foretak og husholdninger. Dersom den makroøkonomiske utviklingen blir om lag i tråd med Norges Banks fremskrivninger, vil bankenes utlånstap og resultater ventelig utvikle seg tilfredsstillende de kommende to-tre årene.

Etter hvert som renten normaliseres må det likevel forventes at bankenes utlånstap vil øke noe. Også en eventuelt sterkere kostnadsvekst i foretakene eller fall i oljeprisen vil svekke

foretakenes inntjening og gjeldsbetjeningsevne slik at bankenes utlånstap øker. Gode resultater og tilfredsstillende kapitaldekning gjør imidlertid at bankene er godt rustet til å møte en utvikling med noe høyere utlånstap.

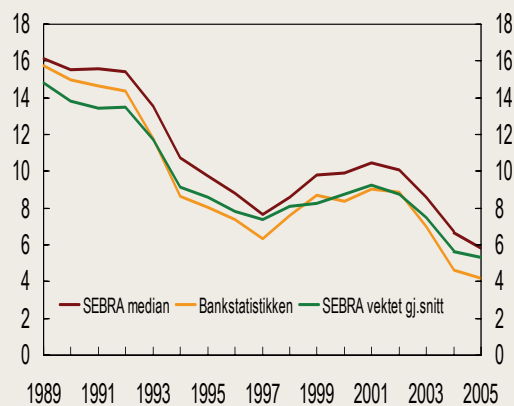
Det er stor usikkerhet knyttet til de realøkonomiske effektene av den sterke veksten i boligpriser og kreditt. Husholdningenes gjeldsbelastning er kommet opp på et historisk høyt nivå. På lengre sikt gir den sterke veksten i boligprisene og oppbyggingen av gjeld risiko for en mindre stabil økonomisk utvikling og økte tap på bankenes utlån.

Når renten gradvis bringes opp mot et mer normalt nivå, venter vi imidlertid at veksten i boligpriser og kreditt etter hvert avtar. Det demper isolert sett risikoen for større svingninger i aktiviteten i norsk økonomi og i bankenes utlånstap og resultater.

# Bankenes prising av utlån til foretak

I denne utdypingen analyserer vi bankenes prising av utlån til foretak de siste 15 årene. Siden vi ikke har informasjon om lånerenten i det enkelte foretak, må renten beregnes ved hjelp av opplysninger fra foretakets årsregnskap. Lånerenten er beregnet som årets rentekostnader dividert med gjennomsnittlig bankgjeld gjennom året. Ved å fjerne ekstremobservasjoner og vekte med utlånets størrelse får vi en gjennomsnittlig lånerente som svarer godt til lånerenten i Norges Banks rentestatistikk,<sup>1</sup> se figur 1. Medianen og det uvektede gjennomsnittet følger samme utvikling som rentestatistikken over tid, men ligger på et noe høyere nivå. Det er fordi beregningsutvalget domineres av små og mellomstore foretak som i gjennomsnitt har høyere lånerente enn de store foretakene.

**Figur 1** Beregnet utlånsrente til ikke-finansielle foretak. Vektet gjennomsnitt. Prosent. Årstall. 1989 - 2005



Kilde: Norges Bank

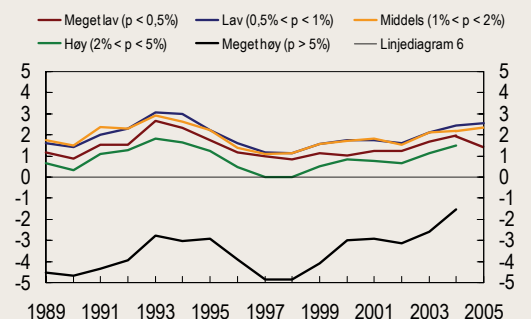
Beregningene indikerer at bankene differensierer mellom høy og lav risiko når de priser sine utlån gjennom hele perioden 1989-2005 (ikke vist i figur). Foretak med høy risiko har i gjennomsnitt betalt en høyere lånerente enn foretak med lav risiko. Denne sammenhengen gjelder for alle år i perioden og for alle risikoklasser.

Et viktig spørsmål er om utlånsrenten er satt høyt nok til å dekke risikoen og andre kostnader knyttet til utlånsvirksomheten. For å vurdere dette nærmere har vi beregnet en utlånspremie til hvert enkelt foretak. Utlånspremien er beregnet som utlånsrenten fratrukket forventet tap, låneadministrasjonskostnader og finansieringskostnader. Premien skal blant annet

dekke eiernes avkastning på utlånsvirksomheten. Vi har analysert utlånspremien til medianforetaket innenfor ulike risikoklasser. Klasseinndelingen er basert på kredittrisikoeffektene fra Norges Banks SEBRA-modell. Utvalget omfatter kun aksjeselskaper som er registrert i SEBRA-basen det enkelte år. Det betyr at utvalget er forskjellig fra bankenes samlede utlånsportefølje.

Den beregnede utlånspremien er positiv for alle risikoklassene bortsett fra den høyeste klassen, se figur 2.<sup>2</sup> Den høyeste risikoklassen består av foretak med meget høy konkurssansynlighet. For å dekke inn hele det forventede utlånstapet knyttet til disse foretakene må utlånsrenten være meget høy. I mange tilfeller vil det være urealistisk for bankene å ta en så høy rente, blant annet fordi det kan bidra til å slå foretaket konkurs. Siden det kan være kostbart å kvitte seg med dårlige lånekunder, vil bankene ofte underprise disse foretakene i forhold til kredittrisikoen.

**Figur 2** Beregnet utlånspremie<sup>1)</sup> i ulike risikoklasser. Fordelt etter konkurssansynlighet (=p). Median. Prosent. Årstall. 1989 - 2005

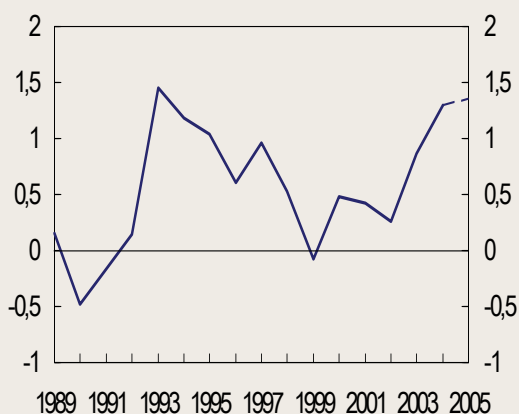


<sup>1)</sup> Utlånspremie =  $r - t - a - (1-e)*f$   
 Hvor: r = beregnet lånerente  
 t = forventet tap (misligholdssansynlighet \* bankgjeld \* 0,45)  
 a = beregnede låneadministrasjonskostnader  
 e = egenkapitalandel  
 f = bankenes finansieringskostnader (vektet gjennomsnitt av innskuddsrente, pengemarkedsrente og obligasjonsrente)  
 Kilde: Norges Bank

Beregningene indikerer videre at utlånspremien til den laveste risikoklassen har vært noe mindre enn til den nest laveste og tredje laveste klassen gjennom hele perioden. En mulig årsak kan være at bankene velger å underprise de beste lånekundene noe i forhold til risikoen fordi de betraktes som en god og stabil inntektskilde.

Det vektete gjennomsnittet av utlånspremien var om lag 1,3 prosent i 2004 og 2005, se figur 3. Dette tilsvarer en beregnet avkastning på bankenes totale egenkapital på vel 20 prosent. For hele perioden 1989-2005 var den beregnede egenkapitalavkastningen på utlån til foretak 9 prosent, mens bankenes totale egenkapitalavkastning i følge bankstatistikken var 7 prosent.

**Figur 3** Beregnet utlånspremie på utlån til foretak. Vektet gjennomsnitt i prosent. Årstall. 1989-2005



Kilde: Norges Bank

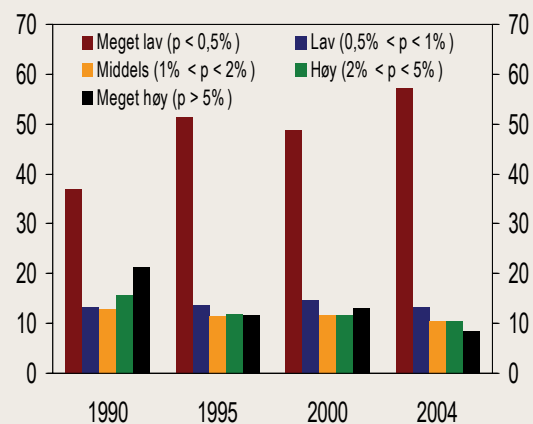
I 1990 og 1991 var utlånspremien negativ. Det skyldes blant annet at bankene ikke klarte å prise inn det forventede tapet til de mest risikoutsatte lånekundene. I denne perioden var det en flytting av lånekunder og utlånsvolum fra de lavere til de høyere risikoklassene. Siden det kan være vanskelig å prise inn hele risikoen knyttet til de mest risikoutsatte lånekundene og det samtidig kan være kostbart å bli kvitt disse kundene, satt bankene igjen med en stor andel utlån som var for lavt priset. Dette var en medvirkende årsak til bankkrisen. Bankenes bokførte utlånstap nådde en topp i 1991, og falt deretter kraftig i 1992 og 1993. Den kraftige økningen i utlånspremien i 1993 skyldes delvis at en relativt stor andel høyrisikoforetak forsvant fra utvalget (pga. konkurs, mv) uten at de ble erstattet med nye foretak (blant annet som følge av få nyetableringer).

Bankenes utlånseksponering overfor foretak med høy risiko har falt de siste årene, se figur 4. I 2000 lå 13,2 prosent av bankenes utlån i den høyeste risikoklassen, mot 8,6 prosent i 2004. I 1990 var tilsvarende andel 21,3 prosent.<sup>3</sup>

Utlånsveksten til foretakene har tatt seg kraftig opp den siste tiden. Økt utlånsvekst er en naturlig konsekvens av den positive konjunkturutviklingen. Men det kan også være under slike vekstperioder at grunnlaget for fremtidige utlånproblemer i bankene legges.

Kredittilsynets samlede risikovurdering av de ni største bankene i 2005 indikerer at utviklingen i bankenes risikoprising går i riktig retning, men at det fortsatt er et stykke igjen før prisingen fremstår som tilfredsstillende.<sup>4</sup> Samlet sett indikerer også vår analyse at bankenes risikoprising er blitt noe bedre de siste årene.

**Figur 4** Andel foretak i ulike risikoklasser. Inndeling etter konkurssansynlighet (=p). Prosent. Årstall.



Kilde: Norges Bank

<sup>1</sup> Rentestatistikken er basert på et vektet gjennomsnitt av bankenes faktiske utlånsrenter.

<sup>2</sup> Tallene for 2005 er basert på et forløpig utvalg av årsregnskap.

<sup>3</sup> Figuren inkluderer kun foretakene som er med i beregningsutvalget.

<sup>4</sup> Se *Tilstanden i finansmarkedet 2005*, Kredittilsynet, februar 2006, side 40.

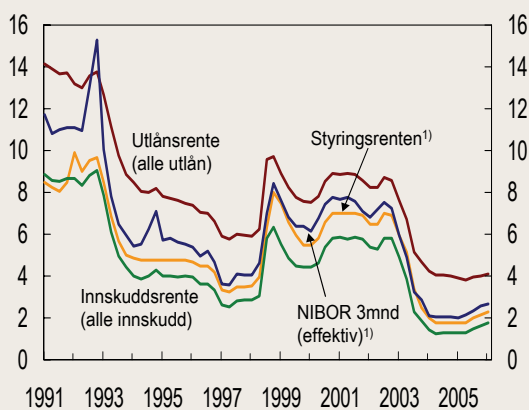


# Betydningen av Norges Banks styringsrente og konkurranseforhold for bankenes renter

Bankene kan både plassere og låne i det kortsiktige pengemarkedet. De kortsiktige pengemarkedsrentene representerer derfor en alternativ avkastning på bankenes aktiva og en alternativ pris på deres finansiering. Siden bankene er avhengige av å prise inn en viss margin for blant annet kredittrisiko og administrasjonskostnader, vil de sette renten på sine utlån høyere enn de korte pengemarkedsrentene. De korte pengemarkedsrentene danner derfor et gulv for bankenes utlånsrenter. For banker som ikke møter et ekstrapåslag i pengemarkedet som følge av høy egen risiko, vil det ikke ha noen hensikt å sette innskuddsrentene høyere enn de korte pengemarkedsrentene. De korte pengemarkedsrentene danner derfor et tak for de fleste bankers innskuddsrenter. Disse forholdene er illustrert i figur 1.

I figur 2 sammenlignes endringene i styringsrenten med endringer i bankenes utlåns- og innskuddsrenter for perioden 2002-2005. Fordi bankenes rentestatistikk bare oppdateres hvert kvartal er det ikke mulig å foreta en nøyaktig sammenligning mellom endringene i styringsrenten og i bankenes renter. Figuren indikerer at utlånsrentene bare i begrenset grad har fulgt økningen i styringsrenten i siste halvdel av 2005. I denne perioden økte styringsrenten med 0,50 prosentpoeng, mens bankene i gjennomsnitt økte boliglånsrenten med 0,23 prosentpoeng og utlånsrenten til ikke-finansielle private foretak med 0,18 prosentpoeng. Dette kan skyldes økt konkurranse om lånekundene.

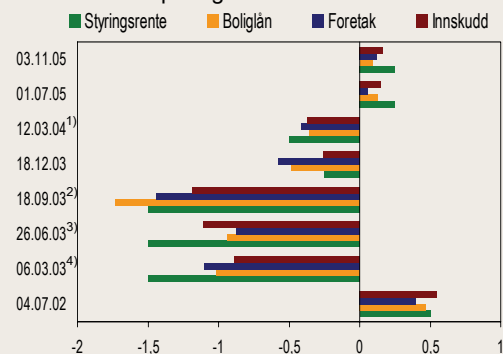
**Figur 1** Bankenes renter, styringsrenten og NIBOR 3mnd. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 91 – 1. kv. 06



¹) Kvartalsvis gjennomsnitt

Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Endringer i styringsrenten og bankenes renter. Prosentpoeng. 2. kv. 02 – 4. kv. 05



¹) Inkluderer endring i styringsrenten 29.1.04 og 12.3.04

²) Inkluderer endring i styringsrenten 14.8.03 og 18.9.03

³) Inkluderer endring i styringsrenten 1.5.03 og 26.6.03

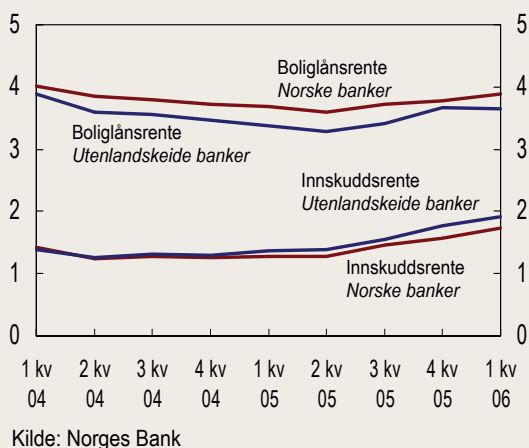
⁴) Inkluderer endring i styringsrenten 12.12.02, 23.01.03 og 6.3.03

Kilde: Norges Bank

De korte pengemarkedsrentene har i stor grad fulgt endringene i Norges Banks styringsrente (foliorenten) de siste 15 årene. Korrelasjonskoeffisienten mellom styringsrenten og tremåneders NIBOR er 0,95, mens den mellom styringsrenten og utlånsrenten er henholdsvis 0,92 og 0,97. Det er imidlertid ikke automatisk i at en gitt endring i styringsrenten fører til en tilsvarende endring i bankenes renter. Bankenes renter påvirkes også av andre forhold, som for eksempel endringer i konkurransesituasjonen mellom bankene og i kredittrisikoen i foretaks- og husholdningssektoren.

De utenlandske bankene har bidratt til både å dempe det gjennomsnittlige nivået på utlånsrentene og øke nivået på innskuddsrentene. Ved utgangen av første kvartal 2006 var de utenlandske bankenes gjennomsnittlige boliglånsrente 0,23 prosentpoeng lavere enn utlånsrenten til de norske bankene, mens innskuddsrenten var 0,17 prosentpoeng høyere, se figur 3.

**Figur 3** Gjennomsnittlige renter på boliglån og innskudd. Norske og utenlandske banker i Norge. Prosent p.a. Kvartalstall. 1. kv. 04 – 1. kv. 06



Fremveksten av ny teknologi har effektivisert produksjonen av standardiserte låne- og spareprodukter. Det har gjort det enklere for mindre banker å konkurrere med de store. Konkurransen mellom bankene har også økt som følge av at det er blitt billigere å bytte bank. Tinglysningsgebyret for eksisterende lån ble redusert fra 1 935 til 215 kroner fra og med 1. januar 2006.

I perioden 2002-2005 sett under ett ble styringsrenten satt ned med til sammen 4,25 prosentpoeng. I samme periode falt renten på bolig- og foretaksutlån med henholdsvis 4,25 og 4,50 prosentpoeng, mens innskuddsrenten (alle innskudd) falt med 3,67 prosentpoeng. En årsak til at innskuddsrentene har falt mindre enn styringsrenten er at de når et gulv når det generelle rentenivået er lavt, som i årene 2004 og 2005.

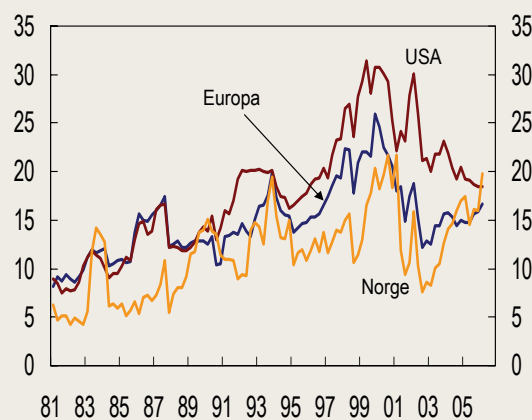
Det at innskuddsrentene har falt mindre enn utlånsrentene, har bidratt til at bankenes samlede rentemargin er blitt redusert (figur 3.4). Til tross for økt konkurranse og reduksjon i rentemarginen har bankene så langt klart å opprettholde en høy egenkapitalavkastning. Det skyldes blant annet lavere driftskostnader og meget lave utlånstap.

# Verdsettingsindikatorer for aksjemarkedene

Aksjekursene på Oslo Børs har steget kraftig og betydelig mer enn aksjekursene internasjonalt de siste årene (figur 1.2). På tross av aksjekursfall i mai i år er Oslo Børs' hovedindeks nå om lag 70 prosent høyere enn toppunktet i 2000. Økt inntjening og økte forventninger til fremtidig inntjening i børselskapene har vært en viktig drivkraft. Også i internasjonale aksjemarkeder har det vært kursoppgang, og europeiske og amerikanske aksjer ble i begynnelsen av mai priset nær deres toppnivåer fra 2000. Kursfall i aksjemarkedene i oktober 2005 og i mai 2006 har bidratt til økt usikkerhet i markedene om fremtidig kursutvikling. Usikkerheten blant investorene, målt ved implisitt volatilitet, har økt og er nå høyere på Oslo Børs enn internasjonalt (figur 2.27). Den kraftige kursoppgangen siden 2003 reiser spørsmål om hvorvidt prisingen i markedet kan opprettholdes. I denne utdypingen ser vi på noen indikatorer for prisnivået i aksjemarkedene.

En mye brukt indikator er forholdet mellom aksjekurs og årlig inntjening i selskapene (P/E). Aksjekursen skal i prinsippet gjenspeile verdien av fremtidige kontantstrømmer fra aksjen. I beregninger av P/E brukes derfor ofte analytikers estimater for fremtidig inntjening. P/E basert på forventet inntjening har vært relativt stabil siden midten av 2003 for norske aksjer, se figur 1. Det skyldes at forventningene til fremtidig inntjening har vokst i takt med aksjekursene. P/E for norske aksjer er nå lavere enn gjennomsnittet for perioden 1995-2006. Europeiske og amerikanske aksjer synes også nokså moderat priset etter denne indikatoren.

**Figur 2** Historisk P/E. Fire kvartalers inntjening. Kvartalstall. 1. kv. 81 – 1. kv. 06

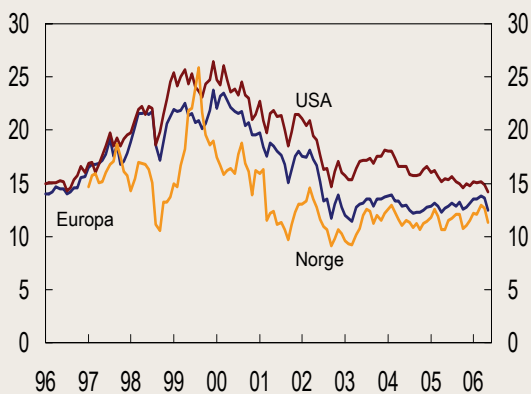


Kilder: Thomson Datastream og Norges Bank

Det kan også være nyttig å studere P/E med historisk inntjening, blant annet fordi inntjeningsforventningene varierer mye over tid. Historisk P/E for norske aksjer er nå høyere enn gjennomsnittet siste 25 år, se figur 2. Målt på samme måte er aksjer i USA og Europa nokså normalt priset.

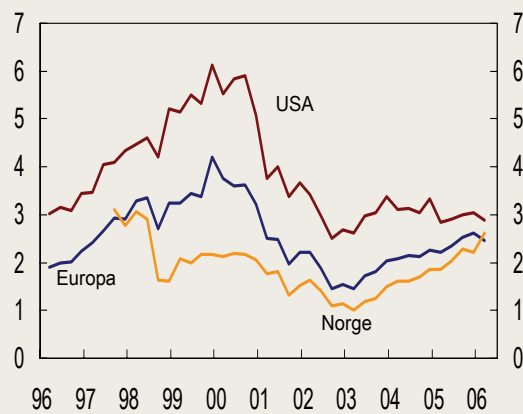
Forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen (pris/bok) for norske selskaper har mer enn doblet seg siden kursoppgangen startet våren 2003, se figur 3. Økningen er langt større enn internasjonalt. Selv om dette indikerer at norske aksjer er høyt priset, må pris/bok ses i sammenheng med den uvanlig høye inntjeningen til selskapene

**Figur 1** Fremoverskuende P/E. Forventet inntjening neste 12 mnd. Månedstall. Jan. 96 – mai. 06



Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

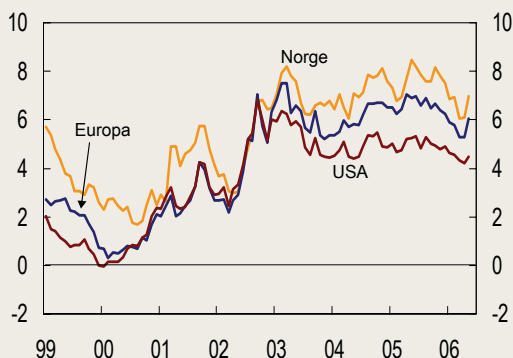
**Figur 3** Pris/bokført verdi av egenkapital. Kvartalstall. 1. kv. 96 – 1. kv. 06



Kilder: Reuters EcoWin og Norges Bank

på Oslo Børs, ikke minst innen oljesektoren. Høy inntjening bidrar til svært høy avkastning på den bokførte egenkapitalen. Samtidig tar det tid før tilbakeholdt overskudd og økte investeringer resulterer i høyere bokført verdi av egenkapitalen.

**Figur 4** Avkastningsgapet<sup>1)</sup> i prosent. Månedstall. Jan. 99 – mai 06



<sup>1)</sup> Avkastningsgapet er beregnet som E/P fratrukket inflasjonsjustert 5-års statsobligasjonsrente.

Kilder: Reuters EcoWin, Consensus Forecasts og Norges Bank

Avkastningsgapet er en annen mye anvendt verdsettelsesindikator. Avkastningsgapet er forskjellen mellom forventet årlig inntjening per aksje (E/P) og en langsiktig risikofri realrente. Høyt avkastningsgap innebærer at investorene får høy kompensasjon for risikoen knyttet til aksjeinvesteringer. Alt annet likt kan dette gjenspeile at aksjene er lavt priset. Både i Norge og internasjonalt økte avkastningsgapet fra 1999 til 2002, se figur 4. Til tross for at avkastningsgapet har avtatt noe igjen det seneste året, fremstår aksjer likevel som relativt lavt priset sammenlignet med obligasjoner.

Samlet sett fremstår internasjonale aksjer som nokså normalt priset historisk sett, mens indikatorene gir et blandet bilde for norske aksjer. Utviklingen i forholdet mellom pris og historisk inntjening, og mellom pris og bokført verdi av egenkapitalen, kan indikere at norske aksjer prises stadig høyere. Samtidig er de nokså moderat priset målt etter fremoverskuende P/E og sammenlignet med langsiktige renter. Forventet inntjening er høy og forutsetter en god økonomisk utvikling.

# Vedlegg 1: Oversikt over utdypinger 2001-2006

1/2006

*Betydningen for obligasjonsmarkedet av endringer i regelverket for pensjonsfond*  
*Langsiktige realrenter og boligpriser*  
*Husholdningenes bolig- og finansformue*  
*Husholdningenes finansielle marginer*  
*Bankenes prising av utlån til foretak*  
*Betydningen av Norges Banks styringsrente og konkurranseforhold for bankenes renter*  
*Verdsettingsindikatorer for aksjemarkedene*

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 konkurrisiko*  
*Norske bankers motpartseksponeeringer*  
*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*  
*Motpartseksponeeringer – 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)*  
*Motpartseksponeeringer*  
*Dekomponering av utlånstap og tapsavsetningspraksis*

# 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 forfatternes regning og kan ikke tillegges Norges Bank.

## ***Equity trading by institutional investors. To cross or not to cross?***

*Journal of Financial Markets* 9 (2006) side 79 - 99

Forfattere: Randi Næs og Bernt Arne Ødegaard

Artikkelen analyserer mulighetene for å redusere transaksjonskostnadene ved aksjehandel ved å benytte såkalte kryssingsnettverk. Et kryssingsnettverk for aksjehandler benytter prisene fra det ordinære børsmarkedet, og gjennomfører handler (kryssinger) kun basert på tilbudt og etterspurt kvantum i de ulike aksjene. Analyser gjennomført på data fra Statens Pensjonsfond - Utland viser at de lave transaksjonskostnadene i kryssingsnettverk har sin motvekt i betydelige kostnader knyttet til ugunstige utvalg i form av at ønskede handler i visse aksjer ikke blir gjennomført fordi det ikke finnes noen motpart i kryssingsnettverket.

## ***Sikkerhet for lån i Norges Bank - nytt regelverk***

*Penger og Kreditt* 4/2005

Forfattere: Bjørn Bakke og Håkon Tretvoll

Norges Bank yter lån til bankene mot pant i verdipapirer. Slike lån blir gitt for å sikre god gjennomføring av betalingsoppgjørene og pengepolitikken. Norges Bank har hittil godtatt et bredt spekter av verdipapirer som pant, og har dermed påtatt seg større risiko enn flere andre sentralbanker. I artikkelen gjøres det rede for Norges Banks tidligere regelverk om sikkerhet for lån, bakgrunnen for at regelverket ble endret, det nye regelverket, og konsekvensene endringene i regelverket vil kunne ha for bankene.

## ***Intradag likviditet og oppgjør av store betalinger: En simuleringsbasert analyse***

*Penger og Kreditt* 4/2005

Forfattere: Asbjørn Enge og Frode Øverli

Interbanksystemer har stor betydning for økonomien og det finansielle systemet. Ved å foreta simuleringer på reelle data fra Norges Banks oppgjørssystem illustrerer artikkelen avveininger mellom betalingsforsinkelser og likviditetsbruk i interbank oppgjørssystemer. Simuleringene viser blant annet hvordan endringer i tilgjengelig likviditet hos oppgjørstakerne påvirker forsinkelser i betalingsoppgjørene. Virkningen av optimeringsrutiner i oppgjørssystemet simuleres også.

## ***Utviklingen i husholdningenes gjeld. En analyse av mikrodata for perioden 1986 - 2003***

*Penger og Kreditt* 1/2006

Forfattere: Magdalena D. Riiser og Bjørn Helge Vatne

Husholdningenes gjeld i Norge har økt betydelig siden 1980-tallet. I artikkelen brukes mikrodata for å analysere utviklingen i husholdningenes gjeld, inntekt og finansformue fra 1986 til 2003. Har strukturelle endringer og demografiske faktorer påvirket husholdningenes gjeld? Hva er fordelingen av gjeld etter inntekt og aldersgruppe? Dette er noen av spørsmålene som artikkelen prøver å besvare.

## ***Finansiell stabilitet og pengepolitikk - teori og praksis***

*Penger og Kreditt 1/2006*

*Forfattere: Kjersti Haugland og Birger Vikøren*

Korleis ein bør vega omsynet til finansiell stabilitet mot omsynet til prisstabilitet i pengepolitiske avgjerder er ikkje opplagt. Ut frå kommunikasjon og pengepolitiske avgjerder i sentralbankar ser det ut til at finansiell stabilitet er i ferd med å få ei meir tydeleg rolle i pengepolitikken. Dette har samanheng med kunnskapen om at finansiell stabilitet har konsekvensar for den framtidige utviklinga i inflasjon og produksjon. I Noreg vert vurderingar om finansiell stabilitet innarbeidde i rådgjevingsprosessen opp mot pengepolitiske avgjerder.

# Vedlegg 3: Tabeller

**Tabell 1** Formue og gjeld i husholdningene. Milliarder kroner

	desember 2004	desember 2005
Obligasjoner og sertifikater	32	37
Aksjer og grunnfondsbevis	188	222
Verdipapirfond	86	137
Forsikringskrav	633	714
Bankinnskudd	545	578
Annet	292	347
<b>Brutto finansformue</b>	<b>1 777</b>	<b>2 034</b>
- Brutto gjeld	1 394	1 558
<b>Netto finansformue</b>	<b>383</b>	<b>476</b>
+ Boligformue <sup>1)</sup>	2 914	3 245
<b>Total netto formue</b>	<b>3 297</b>	<b>3 721</b>

*Memo:*

Brutto finansformue eksklusive forsikringskrav	1 144	1 320
--	-------	-------

<sup>1)</sup> Det er stor usikkerhet knyttet til anslagene for boligformue

Kilde: Norges Bank

**Tabell 2** Strukturen i finansnæringen i Norge per 31. mars 2006

	Antall	Utlån (Mrd. kr.)	Forvaltnings- kapital (Mrd. kr.)	Kjernekapital- dekning (%)	Kapital- dekning (%)
Banker (eksklusive utenlandske filialer i Norge)	140	1 506,7	2 014,0	9,2	11,6
Filialer av utenlandske banker	8	111,9	281,5		
Kredittforetak	12	244,2	409,8	9,3	12,0
Finansieringsselskaper	49	99,3	110,8	9,9	11,2
Livsforsikringsselskaper (eksklusive utenlandske filialer i Norge) <sup>1)</sup>	13	18,9	629,6	8,6	11,2
Filialer av utenlandske livsforsikringsselskaper		0,0	5,1		
Skadeforsikringsselskaper (eksklusive utenlandske filialer i Norge) <sup>2)</sup>	46	1,2	113,2	38,4	38,1
Filialer av utenlandske skadeforsikringsselskaper	16	0,0	25,7		

<sup>1)</sup> Herav 6 unit link-selskaper

<sup>2)</sup> I tillegg inngår samleoppgaver for sjøtrygdslag og brannkasser

*Memo:*

(Milliarder kroner)

Markedsverdi av aksjer og grunnfondsbevis, Oslo Børs	1 695,0
Utestående innenlandsk obligasjons- og sertifikatgjeld <sup>3)</sup>	727,1
Utstedt av offentlig sektor og statlig eide selskaper	319,2
Utstedt av banker	244,9
Utstedt av andre finansinstitusjoner	70,4
Utstedt av andre private foretak	57,0
Utstedt av utlendinger	35,7
BNP Norge, 2005	1 906,1
BNP Fastlands-Norge, 2005	1 411,3

<sup>3)</sup> Tall per 31. desember 2005

Kilder: Oslo Børs, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Tabell 3 Resultatutviklingen og kapitaldeknningen i bankene i enkeltkvartaler <sup>1)</sup>**

	1. kvartal 2005		2. kvartal 2005		3. kvartal 2005		4. kvartal 2005		1. kvartal 2006	
	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK
Rentenetto	7,68	1,83	7,61	1,74	8,00	1,76	8,47	1,80	8,00	1,62
Andre driftsinntekter	3,44	0,82	4,26	0,97	4,10	0,90	5,83	1,24	4,54	0,92
provisjonsinntekter	2,20	0,52	2,38	0,54	2,51	0,55	2,64	0,56	2,56	0,52
verdpapirer, valuta og derivater	1,02	0,25	1,60	0,36	1,28	0,28	2,76	0,59	1,67	0,34
Andre driftskostnader	6,32	1,51	6,47	1,47	6,46	1,42	7,24	1,54	6,65	1,35
personalkostnader	3,46	0,82	3,40	0,77	3,55	0,78	3,84	0,82	3,68	0,74
<b>Driftsresultat før tap</b>	<b>4,79</b>	<b>1,14</b>	<b>5,40</b>	<b>1,23</b>	<b>5,64</b>	<b>1,24</b>	<b>7,05</b>	<b>1,50</b>	<b>5,89</b>	<b>1,19</b>
Tap på utlån og garantier	0,18	0,04	-0,77	-0,18	-0,39	-0,09	-0,10	-0,02	-0,22	-0,05
<b>Resultat før skatt</b>	<b>4,94</b>	<b>1,18</b>	<b>6,21</b>	<b>1,42</b>	<b>6,09</b>	<b>1,34</b>	<b>7,36</b>	<b>1,56</b>	<b>6,19</b>	<b>1,25</b>
Resultat etter skatt	3,72	0,89	4,65	1,06	4,58	1,01	5,58	1,19	4,66	0,94
Kapitaldeknning (%)	12,02		11,63		11,27		11,89		11,57	
Kjernekapitaldeknning (%)	9,56		9,27		8,80		9,54		9,16	

<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 4 Resultatutviklingen og kapitaldeknningen i bankene <sup>1)</sup>**

	2001		2002		2003		2004		2005	
	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK	Mrd. kr.	% GFK
Rentenetto	28,90	2,19	30,72	0,16	30,14	1,99	30,71	1,91	31,75	1,78
Andre driftsinntekter	12,70	0,96	10,21	0,07	14,31	0,94	15,16	0,94	17,63	0,99
provisjonsinntekter	7,03	0,53	7,09	0,04	7,63	0,50	8,82	0,55	9,74	0,55
verdpapirer, valuta og derivater	3,93	0,30	1,95	0,02	5,69	0,37	4,86	0,30	6,66	0,37
Andre driftskostnader	25,02	1,89	25,49	0,14	25,86	1,70	26,56	1,65	26,49	1,49
personalkostnader	13,15	1,00	13,26	0,07	13,81	0,91	13,77	0,86	14,24	0,80
<b>Driftsresultat før tap</b>	<b>16,58</b>	<b>1,26</b>	<b>15,45</b>	<b>0,09</b>	<b>18,59</b>	<b>1,22</b>	<b>19,31</b>	<b>1,20</b>	<b>22,89</b>	<b>1,29</b>
Tap på utlån og garantier	3,62	0,27	6,66	0,02	6,89	0,45	1,25	0,08	-1,08	-0,06
<b>Resultat før skatt</b>	<b>12,88</b>	<b>0,98</b>	<b>8,92</b>	<b>0,07</b>	<b>12,02</b>	<b>0,79</b>	<b>19,78</b>	<b>1,23</b>	<b>24,61</b>	<b>1,38</b>
Resultat etter skatt	11,54	0,87	6,26	0,06	9,41	0,62	14,79	0,92	18,53	1,04
Kapitaldeknning (%)	12,59		12,15		12,36		12,16		11,89	
Kjernekapitaldeknning (%)	9,69		9,60		9,72		9,76		9,54	

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

Kilde: Norges Bank

**Tabell 5 Bankenes<sup>1)</sup> tap på utlån til ulike næringer og utvalgte sektorer i prosent av utlån til de respektive næringene og sektorene**

Næring / sektor	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Jordbruk, skogbruk og fiske	-0,06	0,19	0,29	0,26	0,21	2,73	6,06	1,46	-2,02
Fiskeoppdrett, klekkerier	0,40	-0,14	1,25	0,12	0,16	8,05	22,37	3,90	-9,68
Utvinning av råolje og naturgass	-1,29	-0,08	0,06	0,40	0,08	1,84	1,83	-1,12	-0,03
Industri og bergverksdrift	0,56	0,54	0,64	0,60	0,97	1,65	1,68	0,53	0,87
Kraft- og vannforsyning, bygge- og anleggsvirksomhet	-0,13	0,15	0,41	0,69	0,21	0,46	1,66	0,50	0,26
Bygge- og anleggsvirksomhet	-0,23	0,18	0,68	1,13	0,42	0,50	2,33	0,56	0,22
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	0,13	0,26	0,56	0,61	0,80	0,90	0,95	0,43	0,26
Engroshandel og agenturhandel	0,11	0,27	0,36	0,27	1,05	0,71	0,65	0,27	0,11
Detailhandel	0,08	0,27	0,82	1,39	1,05	0,50	0,96	0,27	0,34
Hotell- og restaurantvirksomhet	0,02	0,23	0,60	0,50	0,74	0,55	1,06	0,85	0,32
Utenriks sjøfart og rørtransport	0,44	0,31	0,22	0,76	1,43	0,76	0,64	-0,04	0,06
Utenriks sjøfart	0,48	0,26	0,19	0,26	0,18	0,68	0,38	-0,09	0,06
Transport ellers og kommunikasjon	-0,16	0,19	0,39	0,37	1,13	1,23	0,71	0,52	0,05
Forretningsmessig tjenesteyting og eiendomsdrift	-0,16	0,07	0,09	0,08	0,37	1,51	0,56	0,04	-0,12
Eiendomsdrift	-0,15	0,04	0,08	0,02	0,12	0,68	0,22	0,08	0,03
Tjenesteytende næringer ellers	-0,10	0,07	0,02	0,81	0,54	1,22	1,57	0,34	0,29
<b>Sum næringsmarkedet</b>	<b>0,02</b>	<b>0,19</b>	<b>0,27</b>	<b>0,41</b>	<b>0,61</b>	<b>1,44</b>	<b>1,50</b>	<b>0,34</b>	<b>-0,10</b>
<b>Personmarkedet</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,12</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,02</b>
<b>Andre<sup>2)</sup></b>	<b>0,04</b>	<b>0,67</b>	<b>0,02</b>	<b>0,21</b>	<b>0,30</b>	<b>0,26</b>	<b>0,16</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,14</b>
<b>Sum utlån</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>	<b>0,31</b>	<b>0,63</b>	<b>0,57</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,03</b>

<sup>1)</sup> I 2005 var utvalgt alle banker i Norge med unntak av utenlandske filialer i Norge

<sup>2)</sup> Finansinstitusjoner, stat og trygdeforvaltning, kommunesektoren og utlandet

Kilde: Norges Bank

**Tabell 6** Rating fra Moody's, <sup>1)</sup> forvaltningskapital, kapitaldekning<sup>2)</sup> og egenkapitalavkastning for nordiske finanskonserner, datterbanker i Norge og norske banker per første kvartal 2006. Konserntall

	Finansiell styrke		Forvaltningskapital (milliarder NOK)	Kjernekapital-dekning (%)	Kapitaldekning (%)	Egenkapitalavkastning			
	Kortsiktig	Langsiktig				2004	2005	1. kvartal 2006	
Nordea Bank	B	P-1	Aa3	2 560,0	6,5	9,2	16,9	18,0	20,0
Danske Bank	A-	P-1	Aa1	2 553,6	7,0	10,0	13,9	18,5	16,8
SEB	B	P-1	Aa3	1 717,0	7,3	10,4	14,7	15,8	19,6
Svenska Handelsbanken	A-	P-1	Aa1	1 515,4	7,0	9,3	16,4	17,8	22,9
DnB NOR	B	P-1	Aa3	1 138,7	7,2	10,2	17,7	18,8	19,2
Föreningssparbanken	B	P-1	Aa3	1 069,2	6,5	9,7	21,8	24,6	16,6
Glitnir	C+	P-1	A1	170,0	9,2	12,1	44	30	42
Nordea Bank Norge	B-	P-1	Aa3	343,0	6,9	9,2	13,7	18,2	16,9
Fokus Bank <sup>3)</sup>	C	P-1	Aa2	103,3	7,4	9,0	10	14	15
SpareBank 1 SR-Bank	C+	P-1	A2	69,9	8,4	11,0	20,2	24,7	21,3
SpareBank 1 Midt-Norge	C	P-2	A3	54,1	8,9	11,0	20,0	24,1	24,7
Sparebanken Vest	C	P-2	A3	53,8	9,7	11,0	11,5	15,4	18,4
SpareBank 1 Nord-Norge	C	P-2	A3	48,5	9,7	11,2	16,9	20,5	22,5

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

<sup>2)</sup> Det varierer i hvilken grad finanskonsernene inkluderer resultatet for første kvartal 2006 i kapitalbasen ved utregningen av kapitaldekningsstallene

<sup>3)</sup> Egenkapitalavkastningsstallene for Fokus Bank omfatter alle Danske Banks bankaktiviteter i Norge

Kilder: Bankenes nettsider og Moody's

**Tabell 7** Balansestruktur i norske banker.<sup>1)</sup> Prosentvis fordeling

	2005	1. kvartal 2005	1. kvartal 2006
Kontanter og innskudd	4,7	4,7	5,1
Verdipapirer (omløpsmidler)	8,5	9,3	8,7
Brutto utlån til publikum	75,4	74,0	74,8
Andre utlån	8,9	9,1	8,9
Samlede tapsavsetninger	-0,7	-0,9	-0,6
Anleggsmidler og øvrige fordringer	3,3	3,9	3,0
<b>Sum aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Kundeinnskudd	45,6	47,2	45,2
Innskudd/lån fra innenlandsk finansinstitusjon	4,5	4,4	3,9
Innskudd/lån fra utenlandsk finansinstitusjon	10,9	9,5	12,2
Innskudd/lån fra Norges Bank	0,7	0,2	0,1
Andre innskudd/lån	2,9	2,6	2,9
Sertifikatgjeld	4,7	4,9	4,9
Obligasjonsgjeld	18,7	18,2	18,9
Annen gjeld	3,1	4,1	3,3
Ansvarlig lånekapital	2,4	2,4	2,4
Egenkapital	6,6	6,6	6,3
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	1 918,5	1 719,2	2 014,0

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

Kilde: Norges Bank

**Tabell 8** Balansestruktur og resultat i kredittforetak

	2005	1. kvartal 2005	1. kvartal 2006
<b>Balanse. Prosentvis fordeling</b>			
Kontanter og innskudd	0,8	1,8	1,0
Verdipapirer (omløpsmidler)	21,0	16,9	20,7
Brutto utlån:			
Nedbetalingslån	77,0	79,6	77,4
Tapsavsetninger	-0,1	-0,1	0,0
Anleggsmidler og øvrige fordringer	1,4	1,8	1,0
<b>Sum aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Sertifikatgjeld	2,3	2,4	3,0
Obligasjonsgjeld	64,0	59,0	63,3
Lån	27,3	32,0	26,4
Annen gjeld	2,1	1,9	3,0
Ansvarlig lånekapital	1,1	1,3	1,1
Egenkapital	3,2	3,5	3,2
<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	0,47	0,49	0,42
Driftskostnader	0,14	0,14	0,13
Tap på utlån og garantier	-0,01	-0,01	-0,01
Resultat før skatt	0,36	0,39	0,28
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	404,0	378,8	409,8

Kilde: Norges Bank

**Tabell 9** Balansestruktur og resultat i finansieringselskaper

	2005	1. kvartal 2005	1. kvartal 2006
<b>Balanse. Prosentvis fordeling</b>			
Kontanter og innskudd	2,8	1,9	1,6
Verdipapirer (omløpsmidler)	0,3	0,2	0,4
Brutto utlån:			
Diskonterings-/ kasse-/ drifts-/ brukskreditt	13,1	13,7	15,6
Andre byggelån	0,0	0,0	0,0
Nedbetalingslån	39,6	40,1	35,0
Leiefinansiering	42,5	41,9	45,1
Tapsavsetninger	-1,1	-1,4	-1,2
Anleggsmidler og øvrige fordringer	2,8	3,4	3,5
<b>Sum aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Sertifikatgjeld	0,1	0,0	0,1
Obligasjonsgjeld	0,2	0,1	0,2
Lån	84,3	83,4	83,5
Annen gjeld	5,1	6,4	5,8
Ansvarlig lånekapital	1,1	1,2	1,0
Egenkapital	9,4	8,9	9,5
<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	4,35	4,18	4,08
Driftskostnader	3,24	3,74	3,18
Tap på utlån og garantier	0,42	0,45	0,34
Resultat før skatt	2,24	1,86	2,07
<i>Memo:</i>			
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	125,7	109,5	110,8

Kilde: Norges Bank

**Tabell 10** Balansestruktur og resultat i livsforsikringselskaper<sup>1)</sup>

	2005	1. kvartal 2005	1. kvartal 2006
<b>Balanse. Utvalgte eiendeler i prosent av forvaltningskapital</b>			
Bygninger og faste eiendommer	10,2	9,8	10,2
Investeringer til varig eie m.m.	32,0	35,6	31,1
herav aksjer og andeler	0,4	0,5	0,5
herav obligasjoner som holdes til forfall	28,3	31,5	28,2
herav utlån	3,2	3,5	3,2
Andre finansielle eiendeler	54,8	51,4	54,5
herav aksjer og andeler	19,9	15,9	21,6
herav obligasjoner	24,4	24,5	24,4
herav sertifikater	6,7	7,2	5,8
<b>Resultat i prosent av GFK (annualisert)</b>			
Premieinntekter	11,27	14,99	14,66
Netto inntekter fra finansielle eiendeler	7,85	5,46	9,97
Resultat før tildeling til kunder og skatt	3,05	2,69	3,08
Verdijustert resultat før tildeling til kunder og skatt	4,57	2,06	6,68
<i>Memo:</i>			
Bufferkapital (prosent av forvaltningskapital)	7,5	6,0	7,8
Forvaltningskapital (milliarder kroner)	573,5	525,2	595,9

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

Kilde: Kredittilsynet

**Tabell 11** Forvaltningskapitalen i norske finanskonserner fordelt på bransjer<sup>1)</sup> per 31. mars 2006.  
Prosent

	Finansierings-				Sum konsern
	Bank	selskap	Kredittforetak	Livsforsikring	
DnB NOR (inkludert Nordlandsbanken)	77,9	2,0	2,8	17,3	100,0
Nordea Norge	83,7	2,1	5,4	8,8	100,0
Sparebank 1-alliansen <sup>2)</sup>	92,9	1,6	0,0	5,4	100,0
Storebrand	16,3	0,0	0,0	83,7	100,0
Fokus Bank og Danske Banks Oslo-filial	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Terra-alliansen <sup>3)</sup>	97,2	0,5	2,3	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 finanskonserner. 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 19 norske eierbanker

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

Kilde: Norges Bank

**Tabell 12** Norske finanskonserners markedsandeler<sup>1)</sup> innenfor ulike bransjer per 31. mars 2006.  
Prosent

	Finansierings-				Sum konsern
	Bank	selskap	Kredittforetak	Livsforsikring	
DnB NOR (inkludert Nordlandsbanken)	37,1	20,9	7,8	33,0	32,4
Nordea Norge	12,9	6,8	4,8	5,3	10,4
Sparebank 1-alliansen <sup>2)</sup>	11,3	4,1	0,0	2,6	8,2
Storebrand	1,4	0,0	0,0	26,8	5,6
Fokus Bank og Danske Banks Oslo-filial	5,9	0,0	0,0	0,0	4,0
Terra-alliansen <sup>3)</sup>	5,5	0,6	0,7	0,0	3,8
Sum finanskonsern	74,1	32,4	13,3	67,7	64,3

<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 finanskonserner. For eksempel er fondsforsikring, verdipapirfond og aktiv forvaltning utelatt

<sup>2)</sup> I Sparebank 1-alliansens markedsandeler inngår finanskonsernet Sparebank 1 Gruppen AS og 19 norske eierbanker

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

Kilde: Norges Bank







**Tabell 13 Nøkkeltall og indikatorer**

	Gjennomsnitt				Fremskrivninger		
	1987-1993	1994-2004	2004	2005	2006	2007	2008-2009
<b>Husholdninger</b>							
Rentebelastning <sup>1)</sup>	9,9	5,9	4,7	4,3	4,6	5,4	6,5
Gjeldsbelastning <sup>2)</sup>	153	135	164	173	185	196	213
Lånerente etter skatt <sup>3)</sup>	8,3	5,0	3,0	2,8	3,2	3,4	4,1
Realrenter etter skatt <sup>4)</sup>	4,0	3,2	2,6	1,8	1,7	1,6	1,6
Netto fordringsrate <sup>5)</sup>	9	49	48	53			
Arbeidsledighet (registrert)	4,5	3,4	3,9	3,5	2¾	2¾	2¾
<b>Foretak</b>							
Rentebelastning <sup>6)</sup>	63	44	40	47	51	55	60
EK-avkastning <sup>7)</sup>	9	13	16				
EK-andel <sup>8)</sup>	26	36	38				
<b>Verdipapirmarkedet</b>							
P/E <sup>9)</sup>	11,5	13,7	15,4	16,0			
Avkastningsgap <sup>10)</sup>		5,0	7,2	7,7			
<b>Banker</b>							
Resultat <sup>11)</sup>	-0,1	1,3	1,2	1,4			
Rentemargin <sup>12)</sup>	5,7	3,3	2,9	2,5			
Tap på utlån <sup>13)</sup>	2,1	0,2	0,1	-0,1			
Misligholdte lån <sup>14)</sup>		2,5	1,3	0,9			
Utlånsvekst <sup>15)</sup>	6,1	9,8	8,8	13,5			
EK-avkastning <sup>16)</sup>		14,9	14,4	17,3			
Kapitaldekning <sup>17)</sup>	8,2	12,2	12,0	11,9			

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

2) Lånegjeld i prosent av likvid disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte

3) Husholdningenes lånerente etter skatt

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 totalkapital. Gjennomsnitt for perioden 1987-1993 er beregnet for perioden 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 5 års norsk statsobligasjonsrente justert for langsiktige inflasjonsforventninger.

Gjennomsnitt for perioden 1994-2004 er beregnet fra og med 1998 grunnet manglende data

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) Prosentpoeng. 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) Misligholdte lån i prosent av brutto utlån til publikum

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

16) Resultat etter skatt i prosent av gjennomsnittlig egenkapital for alle norske banker eksklusiv utenlandske filialer i

Norge og norske bankers filialer i utlandet. Grunnet manglende data på egenkapital frem til 1. kvartal 1990 kan ikke gjennomsnittet for perioden 1987-1993 beregnes

17) Ansvarlig kapital i prosent av beregningsgrunnlaget for alle norske banker eksklusiv utenlandske filialer i Norge og norske bankers filialer i utlandet. Anslag gjort i *Penger og Kreditt 2/89* for årene 1987 og 1988 er benyttet i beregning av gjennomsnitt for perioden 1987-1993

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

# B-blad/Economique

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

