

OMRÅDE II

Avdeling for finansiell analyse og struktur

Finansiell stabilitet

2. halvår 1996



NORGES BANK

Innholdsfortegnelse:

1. Sammendrag	s.1
2. Konjunktursituasjonen	s.4
3. Prisutviklingen på boligmarkedet	s.5
4. Kredittutviklingen	s.6
4.1 Hovedtrekk ved kredittutviklingen	
4.2 Utlån til husholdningssektoren	
4.3 Utlån til foretakssektoren	
5. Finansiell utsatthet i foretakssektoren	s.11
5.1 Alle foretak	
5.2 Nærmere om børsnoterte foretak - Utviklingen i 1996	
6. Finansiell utsatthet i husholdningssektoren	s.18
7. Finansiell utsatthet i banksektoren	s.21
7.1 Resultatutviklingen	
7.2 Soliditets- og tapsutviklingen	
7.3 Utviklingen i misligholdte lån og tap på utlån	
7.4 Bankenes utlånsvest: Finansiering	
8. Strukturelle utviklingstrekk	s.28
8.1 Effektivitet	
8.2 Markedskonsentrasjon	
8.3 Kapasitet	
8.4 Strategiske valg og posisjoner	
9. Verdipapirmarkedet - Institusjonelle investorer	s.31
<i>Utdyping:</i>	
-Konjunkturfølsomheten i de største bankenes næringslånporteføljer	s.10
-Finansiell utsatthet i foretakssektoren	s.17
-Er det grunn til å være bekymret over utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet?	s.35

1. Sammendrag

Både forretnings- og sparebankenes soliditet er tilfredsstillende, og inntjeningen er god som følge av lave tap. Med normale tap ville inntjeningen vært lavere enn det som er ønskelig over tid. Flere faktorer av betydning for bankenes rentemarginer utvikler seg negativt. For å møte utfordringene og opprettholde tilfredsstillende inntjening, må bankene redusere kostnadene ved bedre effektivitet. De store aktørene velger i hovedsak samme strategi. I stor grad er konklusjoner like både med hensyn til viktigste utviklingstrekk og nødvendige tiltak. Relativt få banker er eller vil komme i en posisjon, som skjermer for konkurranse.

Den økonomiske stillingen i foretak- og husholdningssektoren er god, og mye tyder på at den finansielle utsattheten vil være lav frem mot århundreskiftet. Dette bidrar trolig til forholdsvis lave tap i banksektoren også de nærmeste årene. Det er imidlertid stor usikkerhet omkring utviklingen i kredittveksten og boligprisene. Med for sterk utlåns- og boligprisvekst kan økonomien bevege seg vekk fra en stabil likevektsbane. I en slik situasjon vil det være større sårbarhet for renteøkning og andre sjokk.

Konjunktursituasjonen: Den økonomiske veksten i Norge har holdt seg forholdsvis sterk gjennom 1996. I følge de makroøkonomiske fremskrivningene vil veksten vedvare, men på et moderat nivå. Det er imidlertid stor usikkerhet omkring utviklingen i olje- og aksjemarkedene internasjonalt. Også etableringen av den økonomiske monetære union kan skape uro og få betydning for utviklingen i norsk økonomi. I tillegg vil en for ekspansiv finanspolitikk kombinert med høy reallønnsvekst kunne føre til sterk innenlandsk etterspørsel, prisstigning og svekket konkurransevne. En slik utvikling vil på sikt kunne svekke den finansielle stabiliteten i husholdnings- og foretakssektoren.

Boligpriser: Boligprisene har økt den siste tiden. Veksten har vært sterkest i Oslo-området. De reelle boligprisene er likevel fremdeles 20 prosent under nivået fra midt på 1980-tallet. De makroøkonomiske fremskrivningene antyder en boligprisvekst på vel 8 prosent nominelt neste år, mens anslagene for 1998-2000 er noe lavere. Det eksisterer kun begrenset informasjon om prisutviklingen i annenhåndsmarkedet for næringsseiendommer, men det er grunn til å tro at disse prisene også har økt klart den siste tiden. Bolig- og næringsseiendomsprisene kan i årene fremover, komme til å øke til et nivå høyere enn nybyggingsprisene (som er det teoretiske langsiktige likevektsnivået). Dersom prisene i en slik situasjon korrigeres, enten som følge av en renteøkning eller andre faktorer, vil bankenes pantesikkerhet svekkes. Kombineres prisfallet med en samtidig svekkelse i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, vil trolig bankenes tap på utlån øke.

Kredittutviklingen: Den årlige utlånsveksten fra bankene har vært på noe over 10 prosent hittil i 1996. De nominelle vekstratene er de høyeste på 1990-tallet, men er fortsatt moderate i forhold til midt på 1980-tallet. Kredittøkningen må sees i sammenheng med konjunktur- og renteutviklingen og nedgang i kreditten fra statsbankene, livsforsikring og pensjonskasser. Utlånsveksten fra sparebankene til husholdningssektoren den siste tiden er i stor grad sikret med pant i bolig innenfor 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag. Forretningsbankenes pantesikkerhet er i gjennomsnitt blitt noe svakere den siste tiden. En må imidlertid være varsom med tolkningen av tallmaterialet. Utvalgsundersøkelser indikerer at andelen av låntakere som fullfinansierer boligkjøp er økende. De fleste forretnings- og sparebankene synes å være forholdsvis godt diversifisert over ulike næringer, selv om konjunkturfølsomheten varierer mellom bankene. Den systematiske risikoen i bankenes porteføljer av næringslån er forholdsvis lavere i forretningsbankene enn i sparebankene, og er redusert noe for begge bankgruppene på 90-tallet.

Finansiell utsatthet i foretakssektoren: Etter en mangeårig oppgang i foretakssektoren, skjedde det et fall i inntjeningen og en tilsvarende negativ risikoutvikling i 1995. De største foretakene utviklet seg imidlertid fortsatt positivt. Av næringene var det bare bygg- og anlegg som hadde en klart positiv utvikling i 1995. På grunn av den positive utviklingen i de største foretakene er foretakenes samlede langsiktige gjeld blitt mindre risikoeksponert. Den langsiktige gjelden som ble tatt opp i 1995, hadde en bedre risikoprofil enn den som ble tatt opp i 1994. En gjennomgående høyere gjeldsandel av foretakenes nyinvesteringer i 1995 enn i 1994 kan indikere økt risikovilje i kredittinstitusjonene. Den høyeste gjeldsfinansieringen av nyinvesteringer finnes blant de mest utsatte foretakene. For de børsnoterte foretakene som det er registrert delårsregnskap for, har risikoutviklingen i første halvdel av 1996 vært negativ, etter en positiv utvikling i 1995. Foretak med høy og moderat driftsrisiko sto for en markert høyere andel av gjelden ved midten av 1996 enn ved utgangen av 1995. Et slikt skift i retning høyere risiko vil ikke nødvendigvis virke negativt på finansinstitusjonenes lønnsomhet på kort sikt. Dersom den negative utviklingen vedvarer, vil den imidlertid på noe lengre sikt kunne bidra til høyere tap i finansinstitusjonene.

Finansiell utsatthet i husholdningssektoren: De finansielle indikatorene for husholdningene vil utvikle seg relativt stabilt over fremskrivningsperioden (1996 - 2000) og vil ligge på et gunstigere nivå enn på slutten av 80-tallet. God gjeldsbetjeningsevne vil trolig føre til at bankene kan regnskapsføre forholdsvis lave tap på utlån til personmarkedet. Det er imidlertid indikasjoner på at rente- og gjelds eksponeringen til husholdningene har økt og at prisene i boligmarkedet igjen er begynt å skyte noe fart i forhold til utviklingen i disponibel inntekt. Det er knyttet relativt stor usikkerhet til utviklingen i husholdningenes låneetterspørsel. Dersom vekstratene for utlån til husholdninger blir høyere enn i referansebanen f eks som følge av lavere renter og høyere boligpriser, øker husholdningenes finansielle utsatthet. Sektoren vil da være svakere posisjonert for eventuelle renteøkninger.

Resultat/kapitaldekning/mislighold: Den gunstige tapsutviklingen for bankene har fortsatt inn i 1996, selv om bankene ikke har tilbakeført tapsavsetninger i like stor grad som i fjoråret. Volumet av misligholdte lån er betydelig redusert de siste tre årene. Det kan se ut som om nivået på misligholdte lån er i ferd med å stabilisere seg og at den positive virkningen på bankenes inntjening av redusert mislighold i fremtiden derfor vil være begrenset. Våre beregninger viser at bankenes egenkapitalrentabilitet ville blitt noe lavere med "normale" tap. Netto renteinntekter stabiliserte seg i tredje kvartal, trolig som følge av at nedgangen i rentemarginen fra andre til tredje kvartal var begrenset (0,08 prosentpoeng). Rentenettoen for årets tre første kvartaler var klart svakere enn for samme periode i fjor. Kostnadsutviklingen så langt i år er positiv sammenlignet med fjorårets tre første kvartaler. Trolig skyldes dette at flere av bankenes effektiviseringstiltak har hatt en gunstig virkning.

Likviditet: Utlånsveksten i bankene det siste året har vært vesentlig større enn veksten i innskudd fra kunder. Differansen er i hovedsak finansiert i obligasjons- og sertifikatmarkedene og av innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner. En stor del av veksten i forvaltningskapitalen de siste tolv månedene er finansiert kortsiktig. Dette innebærer en viss økning i likviditetsrisikoen. Andelen av innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner ved utgangen av tredje kvartal 1996 er likevel ikke markert høyere enn tidlig på 90-tallet. Veksten i innskudd generelt og i innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner følges av en samtidig økning i bankenes likviditetsreserver. Den sterke økningen i valutainnskuddene er valutakurssikret i terminmarkedet. Som en følge av uroen i valutamarkedet i 1985/86, brøt eurokronemarkedet sammen tidlig i 1986 og frem mot forsommeren. Det gjeldende valutakursregimet og appresieringspress snarere enn depresieringspress, gjør det mindre sannsynlig med funksjoneringssvikt i eurokronemarkedet nå enn på midten av 80-tallet. I tillegg kommer at

bankene er relativt solide og at utviklingen i økonomien fra et finansielt stabilitetssynspunkt er relativt god.

Struktur: I rapporten for juni ble det pekt på flere utviklingstrekk som kan bidra til å svekke inntjeningen i banknæringen og som representerer store utfordringer for bankene. Det er arbeidet videre med enkelte av disse problemstillingene: I en økonometrisk analyse av skandinaviske data konkluderes det med at svenske og danske banker er mer effektive enn norske og finske banker. Dersom dette er riktig, vil norske banker kunne bli utsatt for relativt sterk konkurranse fra svenske og danske banker. Enkle beregninger kan tyde på at det er relativt store effektivitetsforskjeller mellom de norske bankene. Dette gjør det enklere for nye aktører å etablere bankvirksomhet enn dersom bankene i gjennomsnitt er effektive, og det er lite spredning rundt gjennomsnittet.

Den finansielle kapasiteten (ledig utlånskapasitet) til bankene er relativt stor. Kjernekapitaldekningen gir grunnlag for sterk vekst i utlånsvolumet. Trolig er den fysiske kapasiteten stor nok til å håndtere et betydelig høyere utlånsvolum. Stor fysisk og finansiell kapasitet i forhold til etterspørselen etter banktjenester, kan gi grunnlag for sterk konkurranse og redusert inntjening i næringen.

De største finanskonsernene og allianser av små og mellomstore banker velger i hovedtrekk samme strategi. Aktørene tilbyr et bredt spekter av finansielle tjenester. I stor grad trekkes de samme konklusjonene både med hensyn til viktigste utviklingstrekk og nødvendige tiltak. Disse bankenes tilpasninger innebærer at de vil møte hverandre kontinuerlig på felles konkurranseflater. Det er relativt få banker som er eller vil komme i en posisjon, som skjermer for konkurranse.

Verdipapirmarkedet: Det har vært en betydelig vekst i forvaltningskapitalen til institusjonelle investorer både internasjonalt og i Norge de siste årene. Demografisk utvikling, deregulering og liberalisering av finansmarkedene og økt finansiell sparing er blant de faktorene som bidrar til å forklare veksten. I Norge er livselskapene dominerende. Verdipapirfondene har hatt de største vekstratene, men fra et lavt nivå. Fondssparingen har økt konkurransen om innskuddsmidlene, men utgjør fortsatt en liten andel av husholdningenes samlede finansielle aktiva.

En økende andel av forvaltningskapitalen til norske institusjonelle investorer plasseres i verdipapirmarkedet. Det innebærer at selskapene, og dermed også sparerne, er mer utsatt for markedsrisiko. Utenlandsandelen i verdipapirporteføljene er relativt lav, men har økt noe de siste årene. Sparernes avkastning påvirkes dermed i noe større grad direkte av den internasjonale utviklingen. Institusjonelle investorers plasseringer er konsentrert i likvide statspapirer og bidrar i liten grad til å finansiere private foretak.

De siste årene har aksjekursene i USA steget betydelig, og det er fra ulike hold uttrykt bekymring for et nærstående børskrakk. Veksten i det amerikanske aksjemarkedet har de siste to årene vært vesentlig sterkere enn i andre store internasjonale aksjemarkeder. Oslo Børs totalindeks har også hatt en sterk vekst. Et børskrakk i USA vil trolig også få store konsekvenser for aksjemarkedene i andre land, herunder Norge. Et krakk kan få betydelige konsekvenser for forsikringssektorens resultater, det kan også medføre lavere konsum og investeringsnivå i økonomien generelt. I USA er P/E-ratio lavere nå enn tidligere på 90-tallet, og gir ikke klare indikasjoner på at aksjekursene er overvurderte. Tobins' Q ligger på et historisk sett høyt nivå, noe som tyder på at aksjekursene er overvurderte. Det er stor usikkerhet knyttet til tolkningen av disse indikatorene.

2. Konjunktursituasjonen

Foreløpige tall fra det kvartalsvise nasjonalregnskapet og et bredt sett av ledende indikatorer tyder på relativt sterk økonomisk vekst. BNP for fastlands-Norge for de tre første kvartalene i år var 3,3 prosent høyere enn for tilsvarende periode i fjor, hovedsakelig pga. økt konsum i husholdningene og økt eksport av tradisjonelle varer. Norges Bank anslår fortsatt betydelig vekst i BNP for fastlands-Norge i 1997, jf tabell 1, men avdemping i innenlandsk etterspørsel og noe svakere eksportvekst ventes å gi noe lavere vekstrater i årene etter.

Tabell 1. Hovedtall for norsk økonomi. Prosentvis volumendring fra samme periode året før.

	1995	1.kvartal 1996	2.kvartal 1996	3.kvartal 1996	1996*	1997*	1998-2000*1)
Privat konsum	2,6	5,6	3,4	3,9	4 1/2	3 1/2	2 1/4
Offentlig konsum	0,2	3,1	3,0	1,7	2	1	1 3/4
Bruttoinvestering i alt	9,6	0,9	-2,7	3,6	2 1/2	7	-2 1/4
Fastlands-Norge	13,5	3,9	2,4	4,0	4 1/2	5 1/2	1 1/2
Boliginvesteringer	12,7	-6,1	-6,1	-0,8	-2 1/4	9 3/4	2 3/4
Eksport av tradisjonelle varer	4,1	9,2	11,6	8,8	9 3/4	6 3/4	4 1/2
Import av tradisjonelle varer	9,1	7,5	5,0	6,5	6	5	2
Etterspørsel fra fastlands-Norge	3,8	4,7	3,1	3,4	4	3 1/4	2
Bruttonasjonalprodukt	3,3	5,7	5,5	5,1	5 1/2	3 1/2	2 1/4
Fastlands-Norge	2,7	4,0	3,3	2,8	3 1/2	3	2

* Anslag

1) Gjennomsnittlig årlig vekst

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De økonomiske rammebetingelsene for husholdningssektoren har vært gunstige i 1996. Både sysselsettingen og den disponible realinntekten har økt sterkt, samtidig som lånerentene for mange husholdninger har blitt lavere. For 1996 anslås veksten i privat konsum til 4½ prosent, hvorav økningen i bilkjøpene utgjør omtrent ett prosentpoeng. For 1997 ventes en vekst i privat konsum på 3½ prosent. Igangsettingen av boliger har tatt seg opp den siste tiden etter å ha vært uventet lav i 1995 og i begynnelsen av 1996. Boliginvesteringene anslås å øke de neste årene. For 1997 ventes en økning på 9¾ prosent. I følge sesongjusterte tall fra AKU utgjorde arbeidsledigheten 4,3 prosent av arbeidsstyrken ved utgangen av tredje kvartal i år. Arbeidsledigheten har sunket noe mindre enn den sterke sysselsettingsveksten alene skulle tilsi. Ledigheten anslås til 4 prosent mot slutten av 1997, og forventes å avta jevnt og moderat mot årtusenskiftet

Foretakssektoren i fastlands-Norge har hatt en betydelig produksjonsvekst de siste årene. Investeringene har også økt vesentlig, men forholdet mellom investeringer og produksjon har vært noe lavere enn midt på 1980-tallet. Dette kan være en indikasjon på at veksten er mer balansert nå. Investeringsveksten har vært sterkest i næringene industri, samferdsel og bygg og anlegg. Investeringene i fastlands-Norge anslås å øke med 5½ prosent i 1997, men noe mindre i de neste årene.

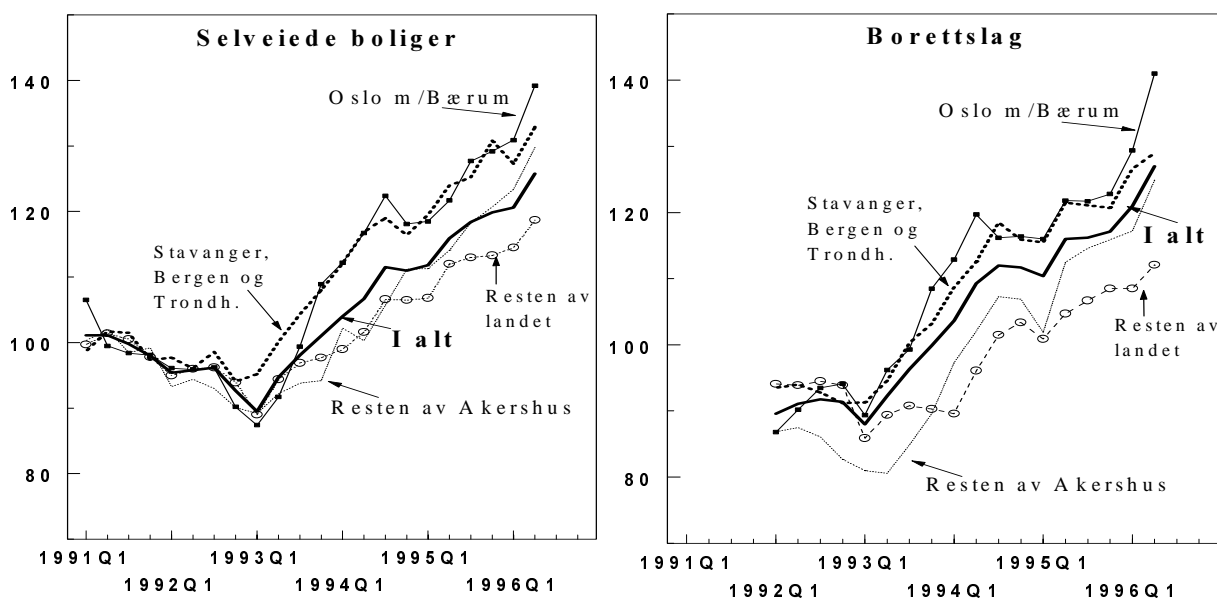
Etter en periode med lavkonjunktur er det indikasjoner på at den økonomisk veksten i flere av landene på kontinentet kan øke i tiden fremover. Veksten hos Norges viktigste handelspartnere ventes å øke fra 1¾ prosent i år til 2½ prosent neste år. Usikkerheten er imidlertid stor fordi flere land samtidig har strammet til finanspolitikken. Den lave aktiviteten i de europeiske landene har ført til en gradvis mer ekspansiv pengepolitikk og lavere renter. Selv om det ikke er ventet at konjunkturutviklingen på kontinentet fører til vesentlige renteøkninger de nærmeste årene, kan negative sjokk utløse renteøkninger som begrenser den økonomiske veksten og svekker gjeldsbetjeningsevnen til norske husholdninger og foretak. Utviklingen på olje- og aksjemarkedet og prosessen mot etablering av en europeisk monetær union er sentrale usikkerhetsmoment.

3. Prisutviklingen i boligmarkedet

Prisene i annenhåndsmarkedet for boliger har økt klart den siste tiden, jf figur 1. Prisindeksen for selveide boliger økte på landsbasis med 8,5 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år, og for borettslag med 9,5 prosent. Bruktboligprisene økte mest i Oslo-området. Indeksen for selveide boliger og borettslag i Oslo m/Bærum økte med henholdsvis 14,4 og 15,8 prosent i den samme perioden. Tall fra OBOS/EXACT kan tyde på at prisveksten i Oslo-området har fortsatt utover høsten. ECON's prisindeks for hele landet viste imidlertid en svak nedgang i gjennomsnittlig kvadratmeterpris fra andre til tredje kvartal i år. De reelle boligprisene er fremdeles 20 prosent under nivået fra midten av 1980-tallet.

Prisstigningen fra første til andre kvartal i år var betydelig. På landsbasis økte indeksene for selveide boliger og borettslag med henholdsvis 4,3 og 5,0 prosent. Noe av veksten i andre kvartal beror trolig på sesongeffekter, slik at de høye tallene ikke nødvendigvis skyldes at boligmarkedet har "tatt av" den siste tiden.

Figur 1. Prisutviklingen for selveide boliger og borettslag. 1991=100.



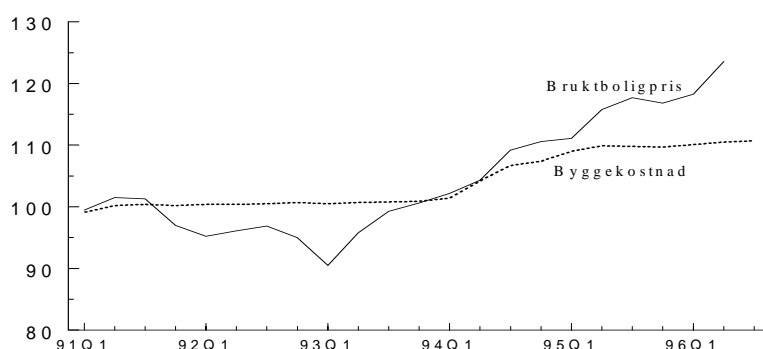
Figur 1 illustrerer prisutviklingen på brukte boliger i ulike regioner av landet og totalt sett. Bruktboligprisene har økt vesentlig i hele landet siden 1993. Det har vært en kraftig økning de siste tre årene. Dette har trolig sammenheng med nedgangen i realrenten etter skatt, økt disponibel inntekt og en viss egendynamikk i prisdannelsen, som kan skyldes at aktørene har homogene forventninger og opptrer i flokk.

Makroøkonomiske fremskrivninger foretatt i Norges Bank tyder på at prisstigningen i annenhåndsmarkedet for boliger vil vedvare de nærmeste årene. I løpet av 1997 ventes bruktboligprisene å øke med vel 8 prosent, mens det for årene 1998 til 2000 anslås noe lavere prisøkning. En viktig forutsetning for disse fremskrivningene er at utlånsrenten ikke endres i vesentlig grad fra dagens nivå. Dessuten er anslagene betinget i den forstand at likningen for husholdningenes låneopptak i noen grad er overstyrt. Uten overstyring viser simuleringene en prisvekst som er et par prosentpoeng høyere enn referansebanen. Ved en slik kraftig vekst, vil den realøkonomiske dekningen for boligprisene kunne svekkes og pantesikkerheten til bankene bli mer usikker. Et negativt sjokk der rentene øker, kan da føre til et vesentlig fall i boligprisene samtidig som rentebelastningen for husholdningene blir høy. Kombinasjonen av dårlig gjeldsbetjeningsevne

og kraftig boligprisfall vil kunne gi en økning i bankenes tap.

En måte å vurdere hvor god realøkonomisk dekning det er for boligprisveksten, kan være å følge utviklingen i forholdet mellom prisen på brukte boliger og byggekostnadene, jf figur 2. Figuren må tolkes varsomt fordi byggekostnadsindeksen, i motsetning til bruktboligprisene, ikke inneholder tomtekostnader og basisåret ikke nødvendigvis representerer likevekt. Figuren viser at bruktpreisene for eneboliger har økt klart mer enn byggekostnadene i løpet av de siste to årene.

*Figur 2. Bruktpris og byggekostnad for eneboliger. 1991=100.
Kilde: SSB.*



Foreløpig er det ingen konkrete tegn til prisbobler i boligmarkedet. Den klare vekstforskjellen mellom bruktboligprisene og byggekostnadene kan nok i noen grad tilskrives knapphet på tomter. Videre kan en peke på at realprisen på boliger fremdeles er lavere enn midt på 1980-tallet. For det tredje er det foreløpig ingen klar ubalanse mellom boligprisene og forholdet mellom disponibel inntekt, husholdningenes lån og verdien av boligkapitalen.

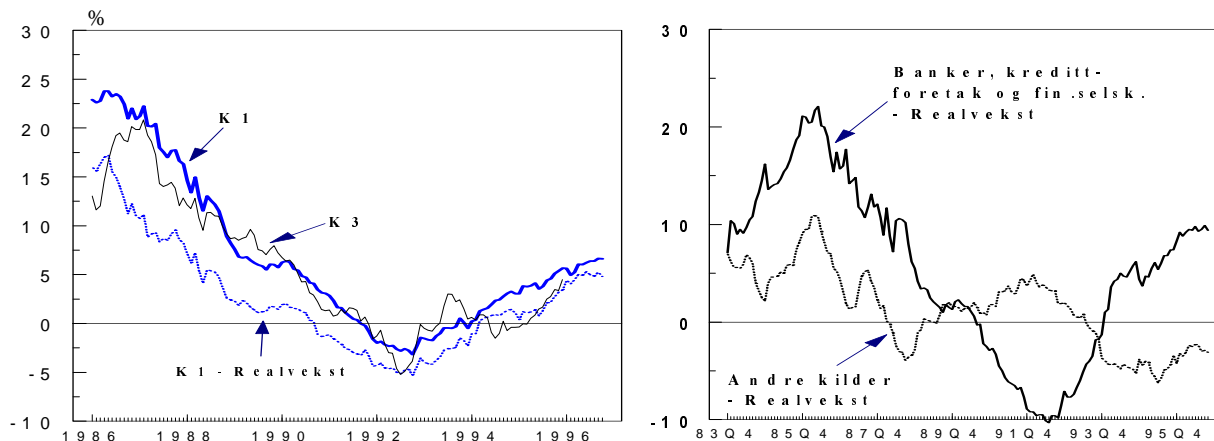
4. Kredittutviklingen

4.1 Hovedtrekk ved kredittveksten

Tolv månedersveksten i publikums bruttogjeld i kroner (K1) var på 6,6 prosent pr 31. oktober i år. Det siste halvåret har de årlige vekstratene ligget på omtrent seks prosent, jf figur 1. Bankene og finansieringsselskapene finansierer en stadig større andel av K1, mens andelen til statlige låneinstitutt, livsforsikring og pensjonskasser har gått klart ned det siste året. Den årlige veksten i kreditten i norske kroner fra de private finansinstitusjonene var på 11,2 prosent pr 31 oktober.

Den årlige veksten i K1 deflatert med konsumprisindeksen har hittil i år ligget rundt fem prosent, som er vesentlig lavere enn midt på 1980-tallet. Det er ikke bare vekstratene som er lavere, men også lengden på oppgangen er så langt kortere. Den akkumulerte kredittveksten er med andre ord foreløpig lav i forhold til midt på 1980-tallet.

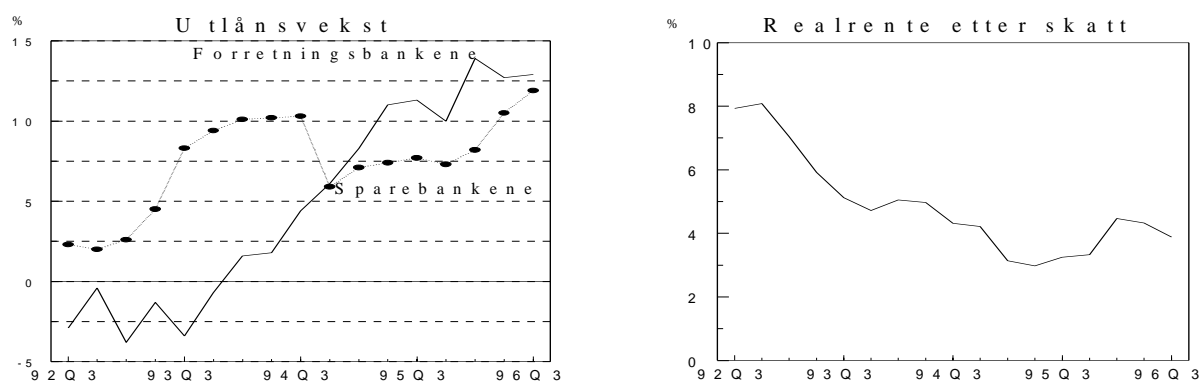
Figur 1. Årlig vekst i K1. Alle kilder (venstre). Private finansinst. og andre kilder (høyre).



4.2 Utlån til husholdningssektoren

Den årlige økningen i forretnings- og sparebankenes utlån til personkunder var på henholdsvis 12,9 og 11,9 prosent ved utgangen av september i år, jf figur 2. Nedgangen i realrenten etter skatt¹ har gitt lavere brukerpris på bolig og økt husholdningenes etterspørsel etter konsum av boligtenester. Boligkjøpene har i stor grad vært lånefinansiert. Sterk økning i sysselsettingen og i husholdningenes disponible realinntekt har også bidratt til økt låneetterspørsel.

Figur 2. Bankenes utlån til husholdningssektoren og husholdningenes realrente etter skatt.



Figur 3 illustrerer årlig vekst i bankenes utlån med pant i bolig fordelt på lån gitt innenfor og utenfor 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag. Tallene i denne figuren er hentet fra kapitaldekningsoppgavene. Forretnings- og sparebankenes utlån innenfor 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag utgjorde i gjennomsnitt 86 og 88 prosent av samlede utlån med pant i bolig i perioden fra 1991 til utgangen av tredje kvartal 1996. Av figur 3 fremgår det at andelen lån som er pantesikret utover 80 prosent av boligens forsvarlige verdigrunnlag har økt i forretningsbankene de to siste kvartalene, mens den er blitt lavere i sparebankene den siste tiden.

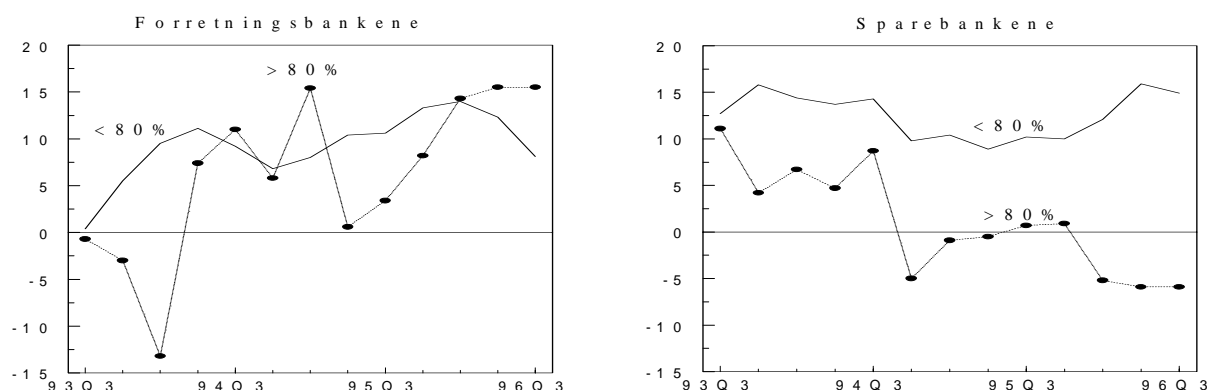
Tallene i figur 3 bør imidlertid tolkes varsomt fordi økningen i boligprisene de siste årene trolig har ført til reklassifisering av utlånene. To utvalgsundersøkelser² viser at omtrent 40 prosent av selvere som flyttet inn i perioden 1992 til 1995 fullfinansierte boligkjøpet. Det var kun små

¹Utlån til husholdningssektoren er her definert som bankenes utlån til personkunder. Realrenten etter skatt er definert som rente på utlån multiplisert med en gjennomsnittlig inntektsskattesats. Deretter er årlig inflasjon trukket fra.

²Jf. Barlinthaug, R. (1996). "Boliger belånes til pipa". *Samfunnsspeilet* 4/96. s.9-14.

endringer i låneandelen gjennom perioden, men andelen var høyest i 1994. Et viktig fellestrekk ved undersøkelsene var at andelen innflyttere som fullfinansierte har vært økende siden 1983.

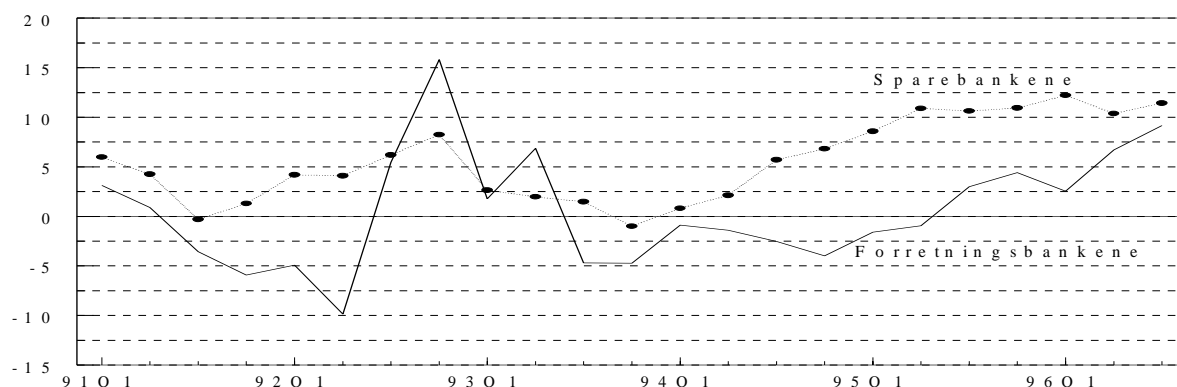
Figur 3. Vekst i bankenes utlån med pant i bolig innenfor (<80%) og utenfor (>80%) 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag.



4.3 Utlån til foretakssektoren

Forretningsbankenes næringslån har økt forholdsvis moderat den siste tiden, mens vekstratene til sparebankene har vært på noe over 10 prosent siden andre kvartal³ i fjor, jf figur 4. Næringslånenes andel av samlede utlån i sparebankene har økt den siste tiden, noe som trolig innebærer at sparebankenes kredittrisiko har økt noe. Vi har nedenfor analysert diversifiseringen av bankenes næringslånporteføljer.

Figur 4. Årlig vekst i bankenes brutto utlån til foretakssektoren. Forretningsbankene omfatter ikke Postbanken eller utenlandskeide banker.

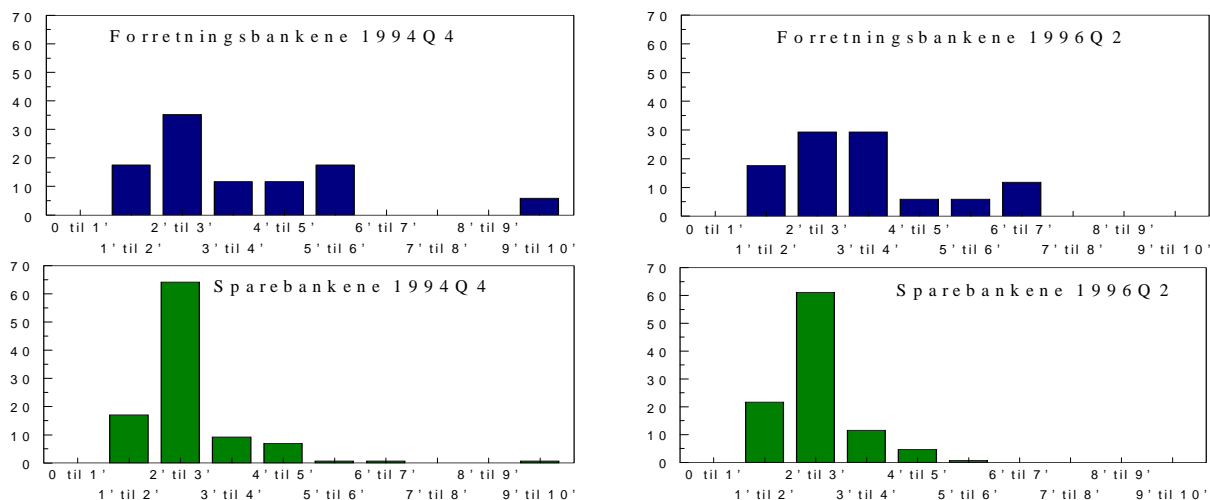


For forretnings- og sparebankene som grupper er næringslånene spredt forholdsvis jevnt over ulike næringer. Figur 5 illustrerer de enkelte bankgruppers fordeling av utlån på ulike næringer. Langs de horisontale aksene vises intervaller for spredningsmålet⁴, mens de vertikale aksene angir prosentandelen av bankene som befinner seg i de ulike intervallene. Banker med en lite diversifisert næringslånportefølje er lokalisert til høyre på den horisontale aksene.

³Rundt 60 prosent av sparebankenes utlånsøkning i fjor kan føres tilbake til Sparebanken NOR.

⁴For hver institusjon er andelen (i prosent) av lån til de ulike næringene beregnet. Deretter er andelen kvadrert og en har summert disse for hver institusjon. En institusjon som kun har en næring i sin portefølje får verdi 10000. Minimumsverdien er 1562 fordi det er 8 næringer. Indeksen kalles en Herfindahl-indeks. $x' = x^2 \cdot 10000$.

Figur 5. Spredning over næringer for bankenes lån til foretakssektoren.



Hovedinntrykket er at de fleste forretnings- og sparebankene er forholdsvis godt diversifisert over næringer. Det er ingen vesentlige forskjeller mellom situasjonen ved utgangen av 1994 og utgangen av andre kvartal 1996. Ut fra et diversifiseringssynspunkt er det hensiktsmessig med en viss spredning av utlånene over ulike næringer. Kredittrisikoen i utlånsporteføljen vil også avhenge av samvariasjonen – over konjunktursyklusen – mellom de næringene som inngår i porteføljen. Banker med et begrenset geografisk nedslagsfelt vil typisk være dårligere diversifisert og mer avhengig av utviklingen i enkelt næringer enn banker som betjener et bredere geografisk område.

Ved utgangen av andre kvartal 1996 var det fire banker som hadde indeksverdi på over 5000. I disse bankene er minst 70 prosent av lånene gitt til en næring. I tre av bankene (BNbank, Strømmen spb og Finansbanken) er den største andelen av næringslånene gitt til foretak i tjeneste/eiendom næringen, mens den fjerde banken (Chase) har høyest andel næringslån i foretak knyttet til utenriks sjøfart. Indeksverdiene i DnB, CBK og Sparebanken NOR var på henholdsvis 2217, 1909 og 2382.

Den finansielle utsattheten i foretakssektoren er analysert i avsnitt 5. Der fremgår det at en betydelig del av den langsiktige gjelden i næringene varehandel/hotell og tjeneste/eiendom er knyttet til foretak som kommer dårlig ut i risikoklassifiseringen. For 1995 var den langsiktige gjelden i foretakene i de tre dårligste klassene på henholdsvis 54 og 63 prosent av samlet langsiktig gjeld i de to næringene. For de andre næringene var andelen av samlet langsiktig gjeld i de tre laveste risikoklassene på omtrent 30 prosent. Andelen av langsiktig gjeld i de tre laveste risikoklassene i de ulike næringene varierer noe over de tre årene vi har data for. Varehandel/hotell og tjeneste/eiendom har imidlertid hvert år høyest andel av samlet langsiktig gjeld i foretakene som scorer lavest på risikoklassifiseringen. DnB, NOR, CBK og BNbank hadde høyest utlån til begge de to næringene ved utgangen av andre kvartal i år.

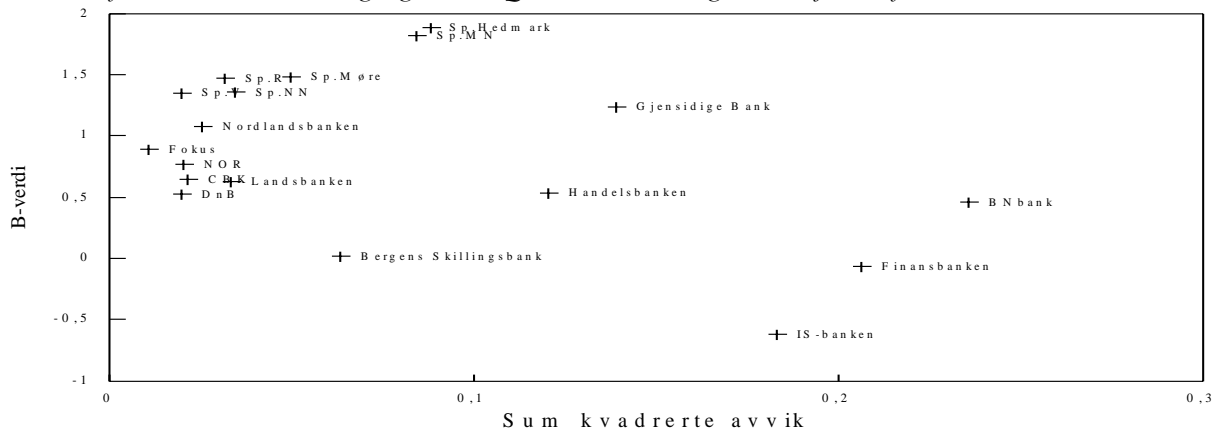
RAMME 1: Konjunkturfølsomheten i de største bankenes næringslånporteføljer.

I figur 6 vises resultatet av beregninger over konjunkturfølsomheten til et utvalg av banker. I utvalget inngår de bankene som har høyest utlån til foretakssektoren, totalt 18 banker. For hver bank beregnes avviket mellom den enkelte næringsandel av bankens næringslånportefølje og andel av bruttonasjonalproduktet⁵. Deretter kvadreres avvikene og summeres over næringene. Banker med skjev fordeling av næringslånene relativt til næringenes andel av BNP vil ligge til høyre på den horisontale akse i figur 6. Bankene til venstre har en næringslånportefølje som kjennetegnes av lav usystematisk risiko, fordi porteføljen trolig vil gjenspeile utviklingen i næringslivet generelt og variere omtrent som fastlands-Norge. Banker til høyre er mer utsatt for usystematisk risiko fordi utlånsporteføljen ikke er tilpasset slik at diversifiserbar risiko er fjernet. De er dermed mer utsatt for utviklingen i enkelt næringer enn bankene til venstre i diagrammet.

For å vurdere virkningen av næringenes samvariasjon over konjunktursyklusen er det beregnet β -verdier⁶ for de enkelte bankenes næringsporteføljer. β -verdiene er estimert over en periode der norsk økonomi har gått fra lav- til høykonjunktur. Beregningenes utsagnskraft er begrenset av at tallene ikke inkluderer den motsatte syklusen. Det understrekes at β -verdiene er relative risikomål. Den vertikale akse i figur 6 angir β -verdiene til bankene. Høy β -verdi (>1) innebærer at bruttoproduktet til næringene i utlånsporteføljen har større systematisk variasjon enn bruttoproduktet for fastlands-Norge. Størrelsen på β kan derfor trolig tolkes som en proxy-variabel for kredittrisikoen i utlånsporteføljen. En β -verdi nær null kan innebære liten variasjon i kredittrisikoen over konjunktursyklusene.

Figur 6 viser at de fleste bankenes portefølje-andeler er forholdsvis like næringenes andeler av BNP. Av de største bankene er det BNbank sin portefølje som avviker mest. En stor andel av denne bankens lån er gitt til foretak i tjeneste/eiendom-næringen. BNbanks utlånsportefølje har en β -verdi på omtrent 0,5, noe som betyr at banken er ensidige eksponert overfor en næring som er relativt stabil over ulike konjunkturfaser. Den ensidige eksponeringen på tjeneste/eiendomsnæringen motvirkes av næringens lave systematiske variasjon. Den usystematiske risikoen, dvs. den delen av variasjonen i næringens bruttoprodukt som ikke forklares av variasjonen i BNP, kan likevel være høy.

Figur 6. Lån til foretakssektoren ved utgangen av 96Q2: Bankenes beregnede konjunkturfølsomhet.



Hovedinntrykket fra figur 6 er at de største bankene har en tilfredsstillende nærings sammensetning i porteføljen av lån til foretakssektoren. β -verdien til enkelte banker synes imidlertid å være forholdsvis høy. I utvalget er det sparebankene som har de høyeste β -verdiene. En årsak til dette kan være at sparebankenes lån til foretakssektoren er svært avhengig av næringsstrukturen i distriktet den er lokalisert i. I tabellen nedenfor vises utviklingen over tid i β -verdien til de to bankgruppene porteføljer av lån til foretakssektoren. Av tabellen fremgår det at sparebankenes næringslån er mer konjunkturfølsomme enn forretningsbankenes. Dersom vi hadde beregnet β -verdiene til de to bankgruppene for samlede utlån ville forskjellen mellom de to bankgruppene trolig vært mindre. Dette skyldes at sparebankene har en langt høyere andel av samlede lån til husholdningssektoren, som trolig er mindre konjunkturfølsom enn næringslånporteføljene i de to bankgruppene. Med ett unntak har β -verdiene i begge bankgruppene vært fallende eller uendret på hele 1990-tallet, noe som kan indikere at bankenes utlånsporteføljer er blitt mindre følsomme for systematisk risiko.

	90Q 4	91Q 4	92Q 4	93Q 4	94Q 4	95Q 4	96Q 2
Sparebankene	1,45	1,37	1,37	1,42	1,42	1,38	1,33
Forretningsbankene	0,60	0,58	0,52	0,52	0,50	0,50	0,55

⁵ Næringen "olje- og gassutvinning" er utelatt. Vi har benyttet kvartalsvise nasjonalregnskapstall for perioden 1992Q1 til og med 1996Q2.

⁶ β -verdien er definert ved $\beta = Cov(x,y)/Var(x)$, der $Cov(x,y)$ er kovariansen mellom de årlige vekstene til bruttoproduktet i en næring og til BNP. $Var(x)$ er variansen til de årlige vekstene i BNP.

5. Finansiell utsatthet i foretakssektoren

5.1 Alle foretak

5.1.1 Datagrunnlag

Tidligere regnskapsanalyser har vært basert på SND's kundemasse, og har hatt visse svakheter med representativitet. Analysen i dette avsnittet bygger i hovedsak på en 3-års serie av aksjeselskapenes regnskaper sendt til Brønnøysund, registrert av Dun & Bradstreet.

Analysen i det neste avsnittet av utviklingen i de børsnoterte selskapene bygger på data fra de fleste ikke-finansielle selskapene (konsern) som noteres på Oslo Børs' hovedliste samt en del selskaper fra SMB-listen. Datafilen inneholder årsregnskapsdata for 1994 og 1995, samt tertial og halvårstall for 1996. Det foreligger delårstall for 1996 fra ca 70 prosent av selskapene.

5.1.2 Metode

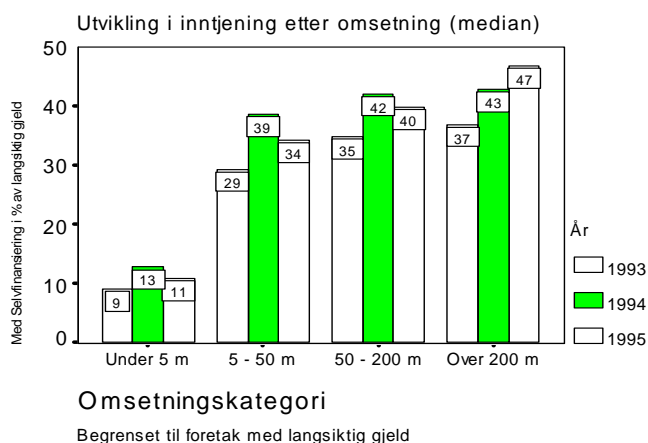
Analysen anvender Norges Banks modell for risikoklassifisering. Den forenklede modellen som anvendes bygger på en kombinasjon av to forholdstall, selvfinansiering i prosent av langsiktig gjeld, og egenkapital i prosent av total kapital. Klassifiseringen reflekterer driftstrisikoen, dvs. risikoen for at foretaket ikke skal være i stand til å innfri sine forpliktelser ved forfall. Modellen har i flere tester vist seg å rangere foretakene godt opptil flere år før tap.

Utviklingen for enkelte forholdstall er i stor grad beskrevet med medianverdier. Medianen er lite påvirket av forholdstallenes store og til dels assymetriske variasjonsområder, den er robust for ustabilitet i tilgangen på regnskap det enkelte år, og man unngår problemer knyttet til veiing. Kombinert med størrelsesinndeling⁷, gir den en pålitelig representasjon av stilling og utvikling i sentrale forholdstall i foretakssektoren. I tillegg kommenteres også i en viss utstrekning 1. og 3. kvartil for å gi et bilde av spredningen, og endringer i denne.

For de børsnoterte foretakene, som er en liten gruppe foretak, har vi valgt en noe annen form for beskrivelse, med inndeling i intervaller på de ulike forholdstallene for å vise utviklingen i nivå og spredning.

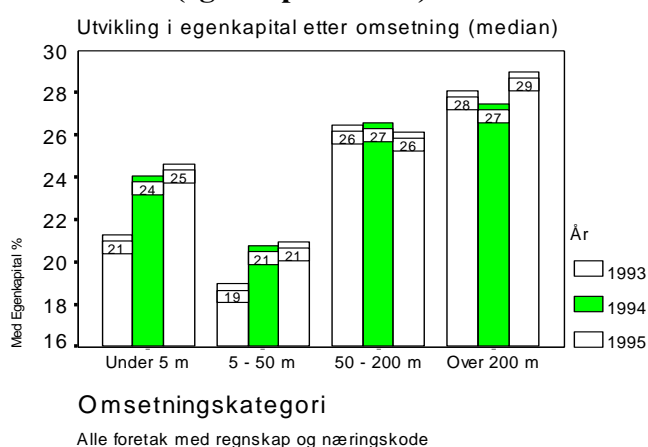
⁷ Foretak med under 5 mill kroner i omsetning i 1995 sto for 9.8 prosent av realinvesteringene. Kategorien 5 - 50 mill representerte 17 prosent, og kategorien 50 - 200 mill 15.2 prosent. De største foretakene, med omsetning over 200 mill kroner, representerte 57.1 % av realinvesteringene.

5.1.3 Inntjening



Figuren viser at medianverdien for inntjening målt i forhold til langsiktig gjeld falt i foretak med omsetning under 200 mill. kr fra 1994 til 1995, etter en klar bedring fra 1993 til 1994. Det var fortsatt en viss bedring innen bygg og anlegg og eiendomsdrift m.v. Også inntjeningen i forhold til total gjeld ble svekket for samtlige fastlandsnæringer med unntak av bygg og anlegg. Spredningstallene viser at foretaksmassen innen den enkelte omsetningskategori kategori i stor grad utviklet seg i samme retning.

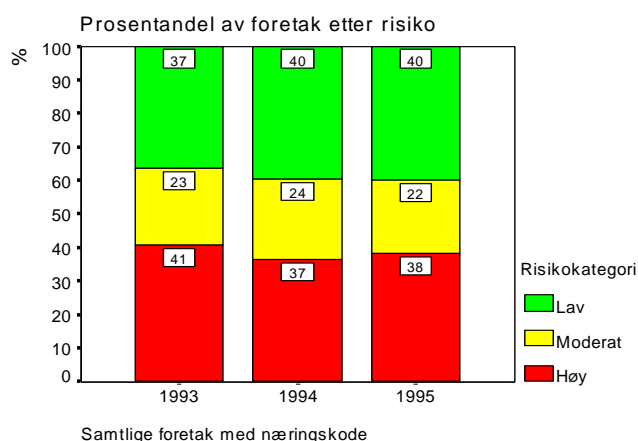
5.1.4 Soliditet (egenkapitalandel)



Selv om inntjeningen i 1995 ble noe svekket for foretak med omsetning under 200 mill kroner, vokste egenkapitalandelen likevel i de fleste omsetningskategorier. Unntaket var foretak med omsetning mellom 50 mill og 200 mill kr. Foretak med omsetning under 50 mill kr hadde kraftigst egenkapitalvekst i 1994, men fikk en svakere vekst i 1995. I de største foretakene økte imidlertid egenkapitalandelen klart i 1995. Egenkapitalen øker såfremt overskudd holdes tilbake. Målt i andel av totalkapitalen vil egenkapitalandelen imidlertid falle hvis det

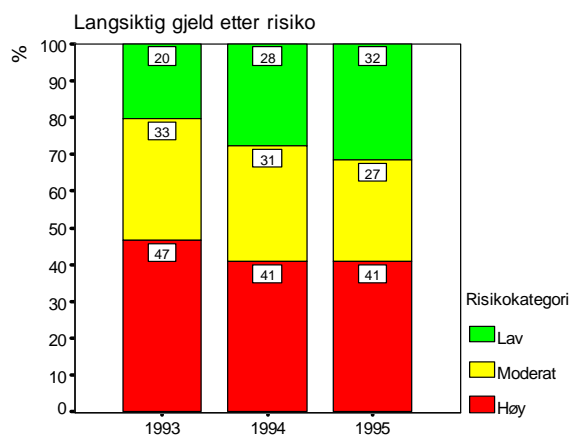
gjøres større investeringer med relativt høy gjeldsandel. I tillegg viser tallene at spredningen i egenkapitalandel er blitt noe mindre i perioden, og verdien for første kvartil er steget med 4.1 prosentpoeng. Dette skyldes først og fremst utviklingen i de minste foretakene.

5.1.5 Risikoutvikling, antall foretak



Risikoklassifiseringen av foretakene gir en viss indikasjon på noe økt driftsrisiko fra 1994 til 1995, ved at prosentandelen av antall foretak i høyrisikoklassene er økt. Andelen foretak med negativ inntjening (framgår ikke av diagrammet) økte samtidig.

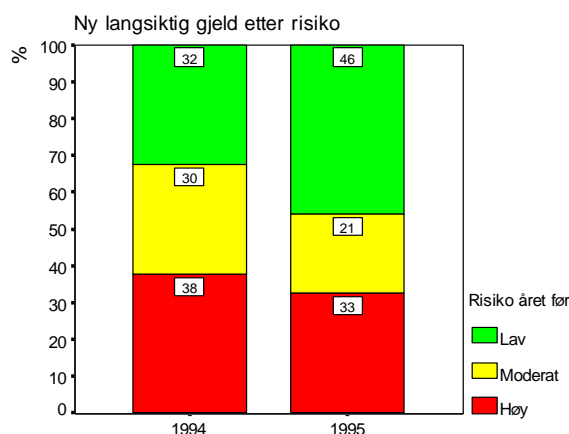
5.1.6 Risiko, langsiktig gjeld



Vi har risikoklassifisert i alt 502, 473 og 459 mrd kroner i langsiktig gjeld for henholdsvis 1993, 1994 og 1995. Utviklingen i risiko er generelt positiv i perioden. I 1993 var 47 prosent av gjelden knyttet til foretak klassifisert i høyrisikokategorien, mens det tilsvarende tallet for 1994 og 1995 var 41 prosent. I 1995 befant en større andel av gjelden seg i lavrisikoforetak, og en mindre andel av gjelden i foretak med moderat risiko enn i 1994. Det største skiftet skjedde fra 1993 til 1994, men også i 1995 skjedde en viss forbedring. Andelen av langsiktig gjeld i foretak i høyrisikokategorien var uforandret fra 1994 til 1995. Andelen av gjeld til foretak med

moderat risiko er redusert gjennom perioden. Den klare bedringen i risikoprofil totalt skyldes den positive utviklingen i de største foretakene.

5.1.7 Ny langsiktig gjeld



Ny langsiktig gjeld er beregnet netto ved å sammenstille balansene påfølgende år. Låneopptaket er derfor trolig noe høyere. Normalt vil det være finansinstitusjoner som er kreditor for den langsiktige gjelden i foretakene, men det kan også være andre ikke-finansielle foretak, som f.eks. investerer i obligasjonslån. Ved å inkludere bare de foretakene som økte sin langsiktige gjeld fra ett år til det neste, har vi klassifisert nyopptatt langsiktig gjeld på henholdsvis 53,6 og 63,7mrd. kroner for 1994 og 1995.

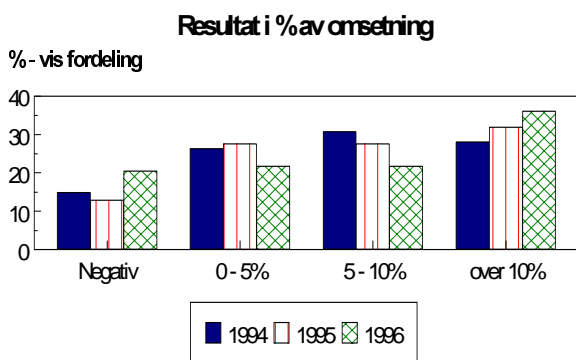
Siden langsiktig gjeld er en sentral størrelse i risikoklassifiseringsmodellen, vil gjeldsopptak i seg selv ofte gi endret risikoklassifisering. Dessuten vil kapasitetsøkninger som ofte følger av investeringsprosjekter sjelden gi full inntjenings effekt før etter en tid. Det tas derfor utgangspunkt i risikoklassifiseringen året før låneopptaket. Andelen ny langsiktig gjeld som ble tatt opp av høyrisikoforetak og foretak med moderat risiko gikk ned fra 1994 til 1995, slik at andelen som ble tatt opp av lavrisikoforetak steg fra 32 prosent til 46 prosent.

5.2 Nærmere om børsnoterte foretak - utviklingen i 1996

I analysen fokuseres det på utviklingen i resultatgrad (resultat før ekstraordinære poster og skatt i prosent av driftsinntekter), inntjening, soliditet, investeringsutvikling og egenkapitalrentabilitet. I tillegg risikoklassifiseres den langsiktige gjelden til foretakene.

For 1995 foreligger det data (konserntall) fra 116 foretak, og for 1994 fra 114 foretak. Disse foretakene hadde i 1995 samlet en omsetning på om lag 286 mrd. kroner. Det foreligger delårstall for 1996 fra 84 foretak.

5.2.1 Resultat i prosent av omsetning

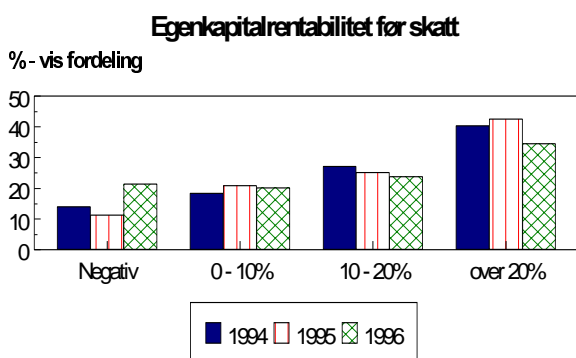


114 foretak 1994
116 foretak 1995
83 foretak 1996

Figuren viser fordelingen av selskaper etter resultatgrad (resultat før ekstraordinære poster og skatt i prosent av driftsinntekter). Resultatgradprofilen for foretakene bedret seg gjennom 1995. Færre foretak gikk med underskudd og en større andel av foretakene oppnådde en meget god resultatgrad (over 10 prosent). De foretakene som oppnådde en resultatgrad større enn 10 prosent sto for vel 44 prosent av selskapenes samlede omsetning.

Utviklingen hittil i 1996 tyder på at en større andel av foretakene går med underskudd enn i 1995. Samtidig har andelen av selskaper med meget god resultatgrad økt markant. Mer enn hvert tredje selskap hadde i 1996 en resultatgrad på over 10 prosent. Disse hadde 50 prosent av omsetningen.

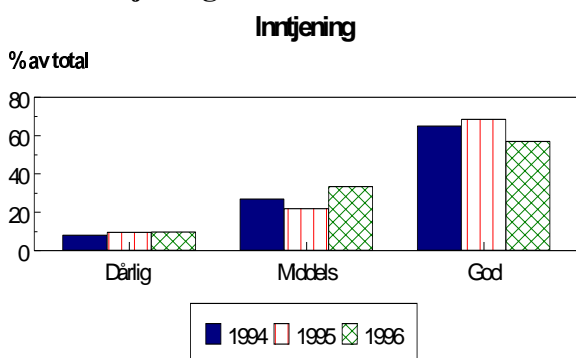
5.2.2 Egenkapitalrentabilitet før skatt



114 foretak 1994
115 foretak 1995
84 foretak 1996

Selskapenes egenkapitalrentabilitet bedret seg gjennom 1995. Mer enn 40 prosent av selskapene hadde i 1995 en egenkapitalrentabilitet før skatt som var høyere enn 20 prosent. Delårsregnskapene for 1996 tyder på en svikt i egenkapitalrentabiliteten ved at færre foretak oppnår en avkastning større enn 20 prosent, og en markert høyere andel av foretakene har negativ rentabilitet.

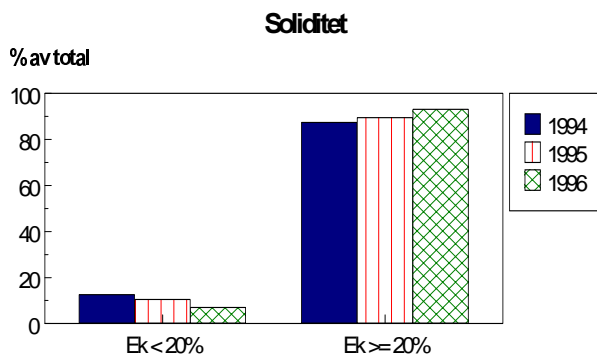
5.2.3 Inntjening



111 foretak 1994
114 foretak 1995
78 foretak 1996

Selskapenes inntjening er i hovedsak uendret gjennom 1995. Om lag 70 prosent av foretakene hadde god inntjening, mens kontantinntjeningen var negativ i om lag 10 prosent av foretakene. Tall for 1996 tyder på en viss reduksjon i andelen foretak med god inntjening og en økning i andelen foretak med middels inntjening.

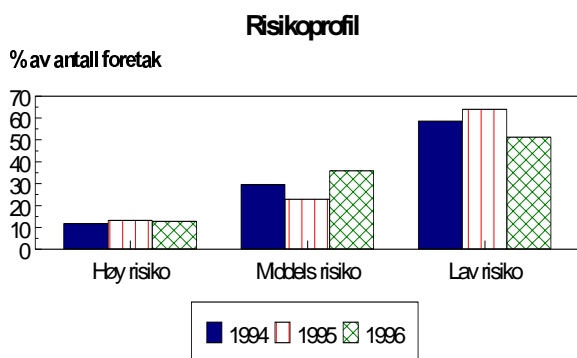
5.2.4 Soliditet



111 foretak 1994
114 foretak 1995
78 foretak 1996

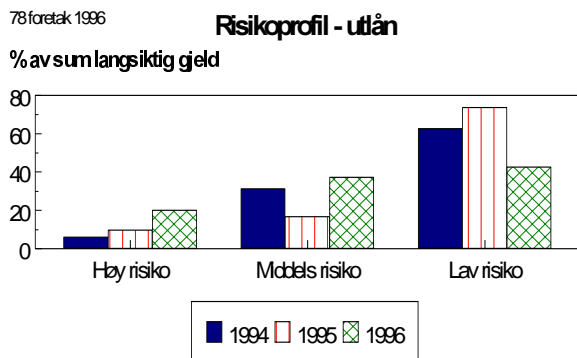
Soliditetsprofilen, der skillet er satt ved 20 prosent egenkapitalandel, viser små endringer siden 1994, men utviklingen er positiv. En stadig større andel av foretakene har en egenkapitalandel over 20 prosent.

5.2.5 Risikoprofiler - antall foretak og utlån



111 foretak 1994
114 foretak 1995
78 foretak 1996

Utviklingen i 1995 tyder ikke på vesentlige endringer i de børsnoterte foretakenes risikoprofil, men utviklingen er i retning lavere risiko. To av tre foretak oppnår klassifiseringen lavrisiko. I 1996 er det en viss forverring ved at andelen foretak med lav driftsrisiko reduseres og andelen foretak med middels risiko øker. I et utvalg på 74 foretak som kan risikoklassifiseres både i 1995 og 1996 observeres samme utvikling.



102 mrd kr 1994
111,8 mrd kr 1995
83,6 mrd kr 1996

For 1995 viser klassifiseringen av foretakenes langsiktige gjeld en noe bedre profil. Om lag 3/4-deler av den langsiktige gjelden til foretakene ved utgangen av 1995 var tatt opp av foretak med lav driftsrisiko.

Utviklingen i 1996 tyder på økt kredittrisiko. Foretak med høy og middels driftsrisiko sto ved midten av 1996 for en klart høyere andel av samlede utlån enn ved utgangen av 1995.

5.2.6 Netto realinvesteringer



23,1 mrdkr 1995
14 mrdkr 1996

I 1995 var netto realinvesteringer på om lag 23 mrd kroner (i Norge og utenlands), og den alt vesentlige del av disse ble foretatt av selskaper med lav driftsrisiko. Delårstallene for 1996 tyder på at selskapene vil foreta vesentlig høyere samlede investeringer i 1996 enn i 1995. I 78 foretak var de samlede netto realinvesteringene på 14 mrd kroner så langt i 1996. Under forutsetning av at investeringene fordeler seg jevnt gjennom året og at de øvrige selskapene har hatt en investeringsaktivitet i samme relative omfang som de selskapene vi har data for, ligger det an til en vekst i

investeringene på mer enn 50 prosent for selskapene samlet.

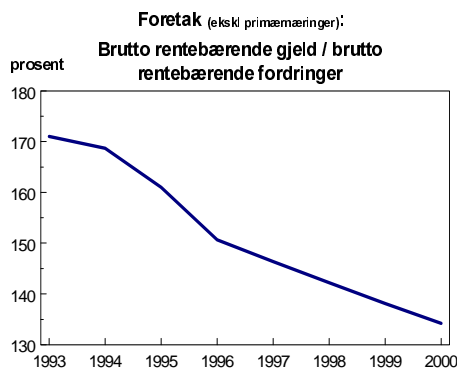
Det er verdt å merke seg at de foretatte investeringene så langt i 1996 i all hovedsak er gjennomført av selskaper med høy driftsrisiko. Dette skiftet i risikoklassifiseringen av investeringer fra 1995 til 1996 kan i hovedsak tilskrives ett enkelt konsern, Kværner. Dette selskapet sto for om lag 80 prosent av investeringene hittil i 1996 og selskapet fikk endret sin klassifisering fra lav risiko i 1995 til høy risiko i 1996.

RAMME 2: Finansiell utsatthet i foretakssektoren

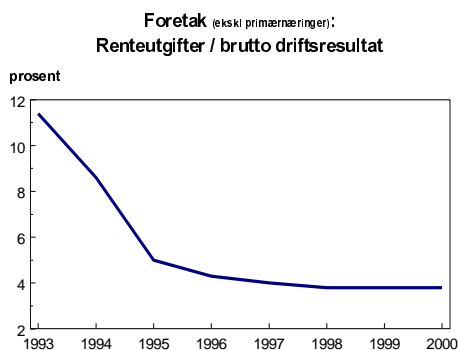
Det er nå innarbeidet enkelte finansielle indikatorer for foretakssektoren i **RIMINI**. Primærnæringene er holdt utenfor beregningene. Det er ikke korrigert for olje- og sjøfartsnæringene. I referansebanen medfører god inntjening og positive netto finansinvesteringer en stabil utvikling for foretakene. Det arbeides videre med denne tilnærmingen til analyse av foretakssektoren.

Brutto driftsresultat er definert som bruttoproduktet i basisverdier fratrukket lønnskostnader. Bruttoproductet i basisverdier er et produksjonsmål som er det nærmeste en kan komme sektorens faktorinntekt. Nettogjelden er definert som differansen mellom rentebærende fordringer og rentebærende gjeld. I rentebærende fordringer inngår bankinnskudd og obligasjoner, mens rentebærende gjeld består av brutto obligasjonslån og lån. Nettogjelden er en eksogen variabel i beregningene, men konsistent med anslaget for netto finansinvesteringer for landet som helhet og for husholdningene. Rentene på

rentebærende fordringer og rentebærende gjeld er modellert separat.

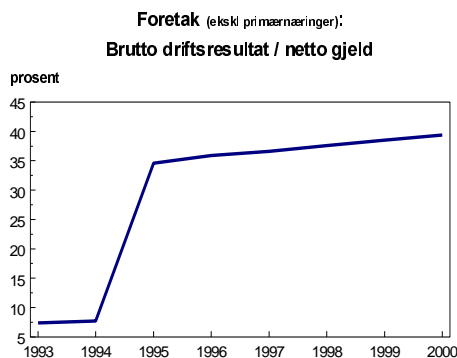


Brutto rentebærende gjeld / brutto rentebærende fordringer: Forholdstallet er eksogent bestemt. Dersom indikatoren er større enn 100 prosent, vil en økning indikatoren trolig være et tegn på økt renterisikoeksponering. En renteøkning bidrar i en slik situasjon til å svekke inntjeningen (og med mer enn ved et lavt (men større enn 100 prosent) nivå på forholdstallet). Et rentefall bidrar til å øke inntjeningen når indikatoren er større enn 100 prosent (og med mer enn ved et lavt nivå på indikatoren). Positive netto finansinvesteringer gir en forholdsvis sterk nedgang i indikatoren. Med mindre konjunktorene snur, tyder dette på at sektorens renteeksponering avtar. I dette ligger at en renteøkning vil svekke inntjeningen, men ikke i like stor grad som ved inngangen til fremskrivningsperioden. God inntjening gjør med andre ord sektoren mindre finansielt utsatt.



Renteutgifter / brutto driftsresultat: Dersom netto renteutgifter er store i forhold til driftsresultatet, tåler sektoren mindre renteøkninger enn dersom den i utgangspunktet har relativt lave renteutgifter. Sektoren vil også være mer følsom for svekket omsetning og økte driftskostnader.

Rentekostnadene som andel av brutto driftsresultat er stabile over hele fremskrivningsperioden. Gjeldsøkning medfører økte rentekostnader, men dette motsvares av bedret driftsresultat.



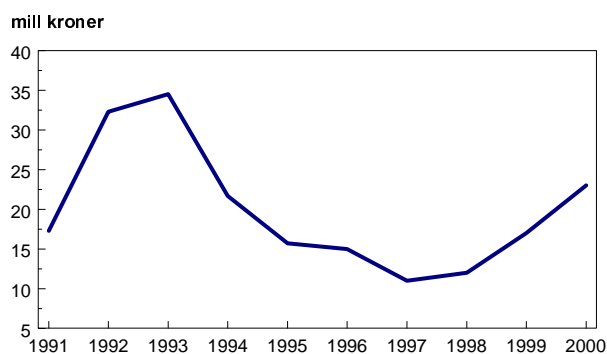
Brutto driftsresultat / netto gjeld: Stort driftsresultat relativt til netto rentebærende gjeld indikerer god evne til å betale renter og avdrag. En reduksjon i forholdstallet indikerer svekket gjeldsbetjeningsevne. Forholdstallet øker svakt i fremskrivningsperioden. Dette indikerer at økningen i nettogjelden ikke er i utakt med utviklingen i inntjeningen og at gjeldsbetjeningsevnen bedres noe.

6. Finansiell utsatthet i husholdningssektoren

I Norges Banks kvartalsmodell RIMINI beregnes enkelte finansielle indikatorer for husholdningene. Nedenfor drøftes forløpet i referansebanen for de makroøkonomiske fremskrivningene. Tilsvarende analyse ble gjennomført for ett år siden, og utviklingen i enkelte av indikatorene i de siste fremskrivningene sammenholdes med resultatene i fjor.

Ligningene i RIMINI estimeres fra historiske data. Det betyr at koeffisientene i ligningen for endring i husholdningenes gjeld reflekterer det utlåsmiljøet som karakteriserte 80-tallet. I de makroøkonomiske fremskrivningene antas det at husholdningene og bankene lærte av de feilene som ble gjort i denne perioden. En har derfor valgt å legge til grunn en lavere gjeldsvekst i husholdningene enn det RIMINI genererer. En relevant følsomhetsanalyse for indikatorene er å vise utviklingen i enkelte av indikatorene uten overstyring av ligningen for husholdningenes låneopptak.

Husholdningenes netto finansinvesteringer

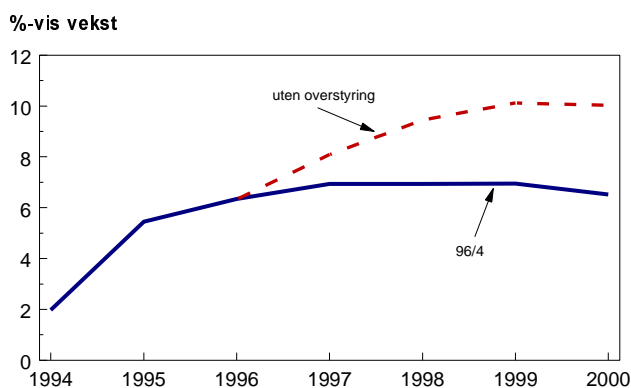


Husholdningenes netto finansinvesteringer:

For 1996 ventes netto finansinvesteringer på om lag 15 mrd kroner, mens anslagene for 1997 og 1998 er lavere. For resten av fremskrivningsperioden anslås stigning i netto finansinvesteringer til om lag 23 mrd kroner i 2000. Positive netto finansinvesteringer innebærer at husholdningenes fordringer øker mer enn gjelden. Det er betryggende i en periode med forholdsvis store boliginvesteringer. Vi har imidlertid ikke informasjon om fordelingen av fordrings- og gjeldsøkningen mellom ulike husholdningsgrupper. Trolig er det ikke de

samme gruppene som investerer og lånefinansierer boliger som har positiv finanssparing. Dersom dette er riktig kan rente- og gjeldseksposeringen til grupper av befolkningen ha økt.

Vekst i husholdningenes lånegjeld



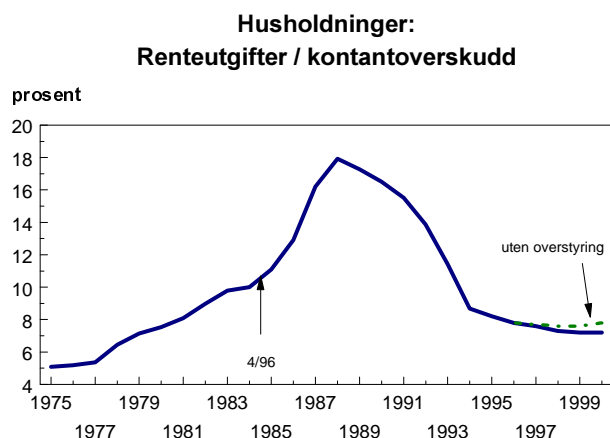
Vekst i husholdningenes lånegjeld:

Husholdningenes gjeld har økt de siste årene, jf avsnitt 4. I de makroøkonomiske fremskrivningene er som nevnt ligningen for husholdningssektorens låneopptak overstyrt. For perioden 1996 - 2000 anslås vekstrater mellom 6,3 og 7,0 prosent. For de to første årene er dette om lag på nivå med nominell vekst i BNP, mens vekstratene for lånegjelden er høyere enn vekstraten for nominelt BNP i siste del av perioden. For perioden sett under ett må anslagene kunne betegnes som forholdsvis moderate. Uten overstyring anslås vekstratene for husholdningenes lånegjeld til

noe over 10 prosent i 1999 og 2000. Gjeldsutviklingen til husholdningene representerer et betydelig usikkerhetsmoment. Det er vanskelig å vurdere om den antatte endringen i husholdningenes og bankenes atferd er varig eller om den sterke norske økonomien med store overskudd på driftsbalansen og statsbudsjettet bidrar til å redusere forsiktigheten i husholdningenes finansielle

tilpasning og bankenes kredittgivning.

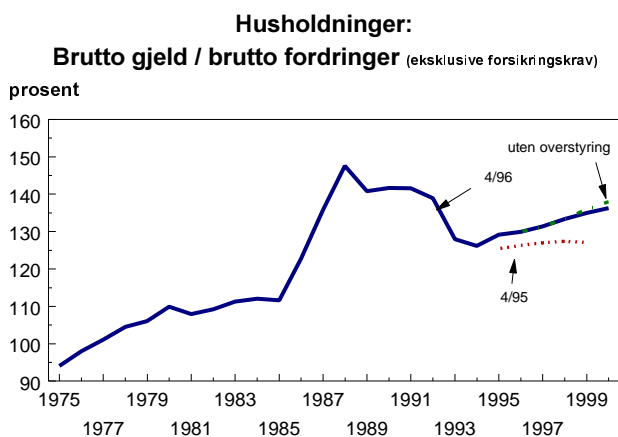
Renteutgifter / kontantoverskudd: Kontantoverskuddet er definert som summen av disponibel inntekt og gjeldsrenter og er et mål på husholdningenes likviditetstilførsel gjennom året. Et høyt nivå på forholdstallet "renteutgifter/kontantoverskudd" innebærer at en betydelig del av likviditetstilførselen går med til å dekke gjeldsrenter. En mindre del blir da igjen til å dekke husholdningenes kjøp av varer og tjenester og avdrag på gjeld.



I følge de makroøkonomiske fremskrivningene (referansebanen) faller gjeldsrentene i prosent av kontantoverskuddet fra et gjennomsnitt på 8,2 i 1995 til 7,2 i 2000, jf figur. Dette er vesentlig lavere enn toppnivået på 18 prosent i 1988. Anslaget for 1999 er noe lavere nå enn det fremskrivningene fra fjerde kvartal 1995 ga som resultat. Forskjellene er imidlertid små. Sterkere gjeldsoppbygging enn i referansebanen (RIMINI uten overstyring) fører til en svak økning i indikatoren.

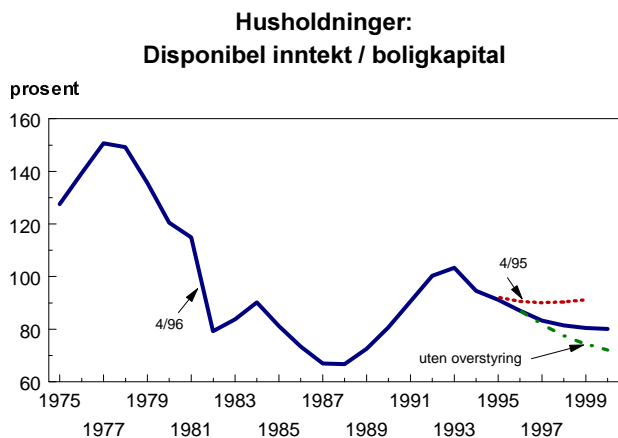
Renteutgifter / renteinntekter (eksklusive fremmede renter): Husholdningene har gjennom hele perioden vi har tall for hatt betydelig høyere renteutgifter enn renteinntekter. Dette gjenspeiler at husholdningene har høyere rentebærende gjeld enn rentebærende fordringer og at gjennomsnittlig gjeldsrente er noe høyere enn gjennomsnittlig rente på finansielle fordringer.

Det at husholdningenes rentebærende gjeld øker raskere enn rentebærende fordringer fremgår av figuren, som viser forholdstallet "*brutto gjeld / brutto fordringer eksklusive forsikringskrav*". Forsikringskrav er fordringer som er vanskelig å realisere på kort sikt og som i mange sammenhenger fremstår som bunden kapital. Indikatoren sier derfor noe om forholdet mellom gjeld og fordringer som faktisk fører til ut- og innbetalinger i form av renter gjennom året.



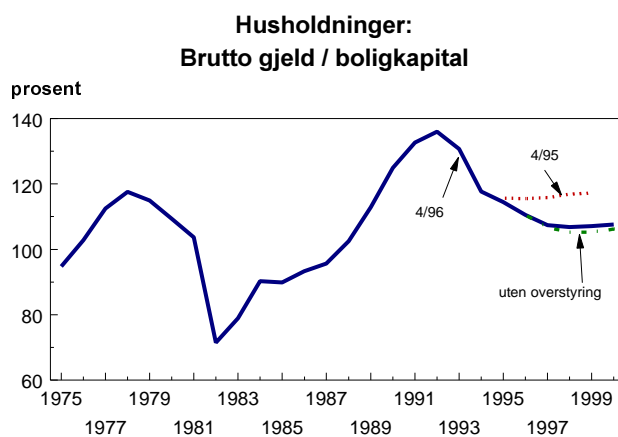
Trolig kan en konkludere med at husholdningenes renteesponering har økt noe fra 1993 og vil fortsette å øke fremover mot årtusenskiftet. Dette innebærer at den negative effekten av en renteøkning er større nå enn i 1993 og at forskjellen vil øke fremover mot slutten av fremskrivningsperioden. Ved årtusenskiftet er anslaget på indikatoren relativt høyt. Oppheving av overstyringen av utlånsveksten fører til en mindre økning i forholdstallet. Årsaken er at merøkningen i gjelden er relativt liten i forhold til husholdningenes samlede gjeld.

Disponibel inntekt / boligkapital: På slutten av 80-tallet var forholdet mellom disponibel inntekt og verdien av boligkapitalen lavt i forhold til nivået på 70-tallet. Det indikerer trolig at den sterke prisstigningen i boligmarkedet ikke reflekterte en tilsvarende stigning i inntektsgrunnlaget. Det er verdt å merke seg at boligprisindeksen før dereguleringen av boligmarkedet neppe gir et godt bilde av likevektsprisen i en uregulert økonomi.



lavere verdi i denne fremskrivningsomgangen (4/96) enn i forrige (4/95), noe som i hovedsak skyldes oppjustering av prisene i boligmarkedet. Uten overstyring faller forholdstallet ytterligere og nærmer seg nivået i 1987 og 1988.

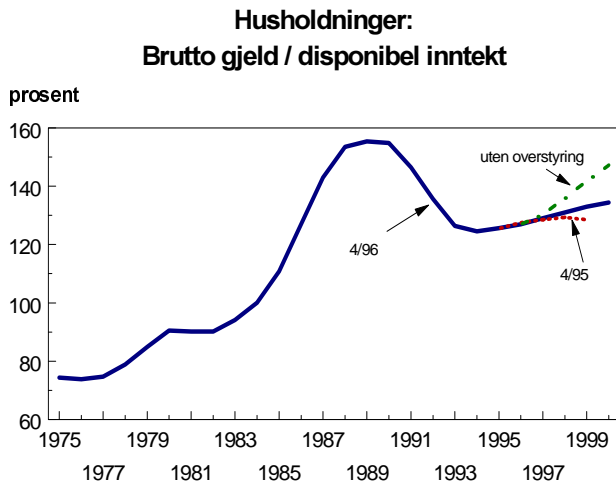
Brutto gjeld / boligkapital: Indikatoren gir trolig informasjon om hvor god sikkerhet finansinstitusjonene har for utlånene til husholdningene i boligmassen. En økning i forholdstallet indikerer svekket sikkerhet for bankene og kan være et tegn på økt kredittfinansiert konsum.



Etter sterk økning fra 1988 til 1993 ble forholdstallet redusert noe frem til 1996. Dette reflekterer den sterke boligprisøkningen etter 1993. I fremskrivningsperioden faller forholdet mellom inntekten og verdien av boligformuen til et nivå som fortsatt er høyere enn på slutten av 80-tallet. Dette kan være en indikasjon på at utviklingen i boligprisene på 90-tallet er bedre fundert i inntektsutviklingen til husholdningene enn på slutten av 80-tallet, men at prisnivået i boligmarkedet igjen er begynt å skyte noe fart i forhold til utviklingen i disponibel inntekt. Indikatoren har en noe

I referansebanen er forholdet mellom brutto gjeld og boligkapital stabilt over hele fremskrivningsperioden og vesentlig lavere enn i perioden 1990-93. Den sterke gjeldsøkningen på 80-tallet førte til stigning i forholdstallet, en stigning som tiltok etter hvert som boligprisen begynte å falle. Den finansielle konsolideringen fra slutten av 80-tallet kombinert med oppgangen i boligmarkedet fra 1993 førte til en sterk reduksjon i forholdstallet. I fremskrivningsperioden stabiliseres forholdstallet på et vesentlig lavere nivå enn rundt 1990.

Brutto gjeld / disponibel inntekt: Det er begrenset hvor stor gjeld husholdningene kan betjene for gitte nivå på den disponible inntekten. Desto høyere forholdstallet er, desto vanskeligere vil det trolig være, alt annet like, å betale avdragene i tråd med vilkårene i lånekontraktene. Den sterke økningen i gjeldsbelastningen utover på 80-tallet fremgår klart i figuren. Under den finansielle konsolideringen på 90-tallet avtok forholdstallet betydelig.



I fremskrivningsperioden stiger indikatoren noe og er mot slutten av perioden på høyde med nivået i 1986. Med mindre nedbetalingstiden på gjennomsnittslånet er vesentlig lengre på 90-tallet enn på 70-tallet og tidlig på 80-tallet, er trolig avdragsbelastningen større nå. På 70-tallet var det imidlertid kredittrasjonering, og forholdet mellom gjeld og disponibel inntekt var trolig lavere enn det som ville vært tilfelle uten kredittrasjonering. Uten overstyring øker indikatoren relativt mye og nærmer seg nivået i 1988-89. Dette understreker nødvendigheten av å motvirke for sterk gjeldsøkning i husholdningene.

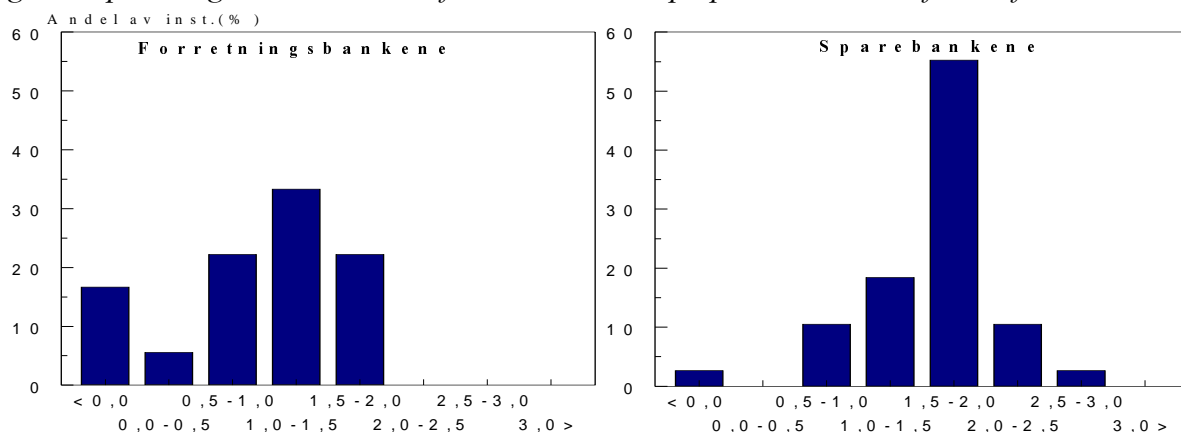
7. Finansiell utsatthet i banksektoren

7.1 Resultatutviklingen

Forretningsbankenes⁸ resultat av ordinær drift etter tap og skatt for årets tre første kvartal var betydelig svakere enn for samme periode i fjor. De to viktigste årsakene til dette var nedgang i rentenettoen og lavere tilbakeføring av tapsetninger. I motsatt retning trakk kostnadsutviklingen. Sparebankenes resultat av ordinær drift etter tap og skatt for de tre første kvartalene i år var betydelig svakere enn i fjor, noe som hovedsakelig skyldtes nedgang i rentenettoen.

I figur 1 vises spredningen i driftsresultatet etter tap i forhold til GFK for årets tre første kvartaler i forretnings- og sparebankene. Langs den horisontale aksene er det avtegnede intervaller for driftsresultatet, mens den vertikale aksene viser andelen av bankene innenfor hvert intervall. Av figuren framgår det at spredningen er større blant forretningsbankene enn blant sparebankene. Over halvparten av sparebankene har et driftsresultat etter tap som ligger mellom 1,5 og 2,0 prosent av GFK. Det var til sammen fire banker som hadde negativt driftsresultat etter tap; tre av disse er forretningsbanker (IS-banken, og de to filialene SE-banken og Citibank).

Figur 1. Spredningen i bankenes driftsresultat etter tap i prosent av GFK for tre første kv. 1996.

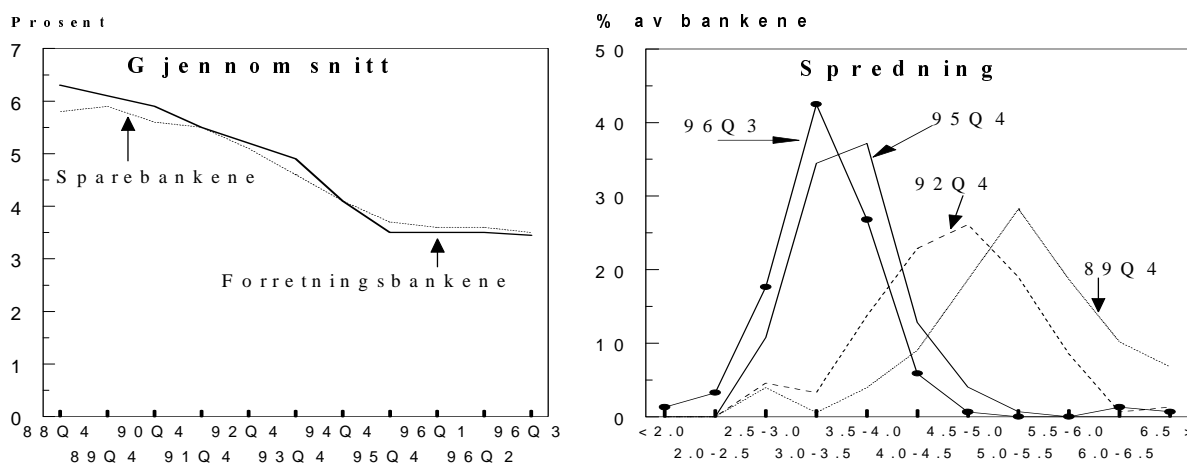


⁸Med forretningsbankene menes alle forretningsbanker inkludert de utenlandske bankenes filialer i Norge og datterbanker. Til sammen utgjør gruppen 18 institusjoner. Sparebankene omfatter de 30 største institusjonene.

De siste årene har inntektene fra den tradisjonelle innskudds- og utlånsvirksomheten blitt lavere. Rentenettoen har med få unntak avtatt hvert kvartal siden årsskiftet 1993/4. Denne utviklingen har kommet på tross av nedgang i bankenes nullstilte lån. Hovedårsaken er den markante nedgangen i bankenes rentemargin, som igjen er et resultat av at konkurransen i utlåns- og innskuddsmarkedene er sterk.

Selv om det var tegn til bedring i bankenes rentenetto i tredje kvartal, ventes den fallende tendensen å vedvare som følge av fortsatt press på rentemarginen. Både forsikringsselskap og verdipapirfond tilbyr en forventet avkastning som gjør det vanskelig for bankene å unngå at marginen på innskudd avtar. I tillegg har flere av bankene finansiert en betydelig del av den relativt sterke utlånsøkningen den siste tiden med innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner, jf avsnitt 4. Kostnaden ved denne type innskudd er trolig høyere enn den gjennomsnittlige finansieringskostnaden.

Figur2. Rentemarginen i forretnings- og sparebankene. Gjennomsnitt og spredning.



Figur 2 illustrerer utviklingen i gjennomsnittlig rentemargin og spredning i marginen for forretnings- og sparebankene. Figuren til venstre viser at den gjennomsnittlige rentemarginen har sunket betydelig siden kredittmarkedet ble deregulert på 1980-tallet. Rentemarginen i både forretnings- og sparebankene falt med 0,08 prosentpoeng fra andre til tredje kvartal i år. Langs den horisontale akse på figuren til høyre vises intervaller for rentemarginen, mens den vertikale akse viser andelen av bankene som har en rentemargin som ligger innenfor de ulike intervallene. Spredningen rundt gjennomsnittet har blitt vesentlig mindre de siste årene, noe som indikerer at konkurransen er skjerpet.

En rekke banker gjennomfører for tiden relativt omfattende omstillingsprosesser for å møte konkurransen. Det innføres ny teknologi og det settes i verk tiltak som på sikt skal bidra til redusert bemanning. Tiltakene ventes å gi produktivitetsgevinster som skaper et grunnlag for reduserte driftskostnader. Mange av forretningsbankene opererer med eksplisitte måltall for bemanningsreduksjoner.

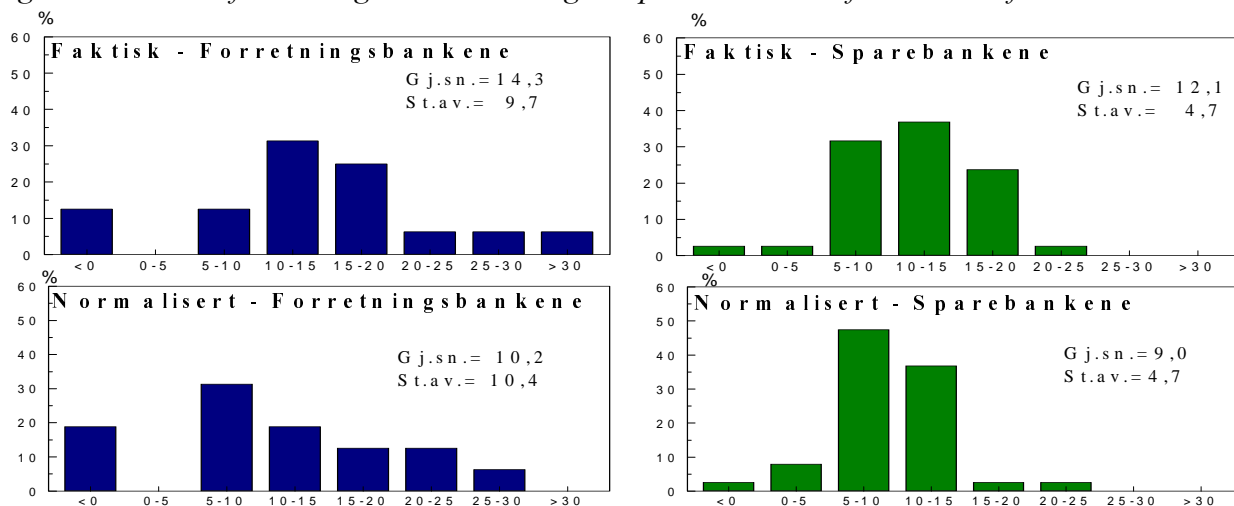
Blant sparebankene er det nylig inngått samarbeidsavtaler bla. for å realisere stordriftsfordeler i distribusjon, produksjon og innkjøp. En vellykket gjennomføring av disse avtalene vil trolig bidra til et lavere kostnadsnivå. Som i flere forretningsbanker, er det også i en del sparebanker utarbeidet planer om bemanningsreduksjoner.

7.2 Soliditets- og tapsutviklingen

De lave tapene i 1994 og 1995 har fortsatt inn i 1996. Hittil i år har forretnings- og sparebankene bokført negative tap på henholdsvis -0,11 og -0,02 prosent av GFK. Figur 3 illustrerer egenkapitalrentabiliteten⁹ i forretnings- og sparebankene slik tallene faktisk er etter de tre første kvartalene av 1996, og slik de ville ha vært med "normale tap". Langs de horisontale aksene vises intervaller for egenkapitalrentabiliteten. De vertikale aksene viser prosent-andelen av bankene i hvert intervall. I beregningene er det ikke tatt hensyn til at forretningsbankene har en større andel av lån til foretakssektoren enn sparebankene.

Av figuren fremgår det at forretningsbankenes egenkapitalrentabilitet i gjennomsnitt ville synke fra 14,3 prosent til 10,2 prosent, mens de tilsvarende tallene i sparebankene ville ha vært henholdsvis 12,1 og 9,0 prosent. Spredningen innenfor hver gruppe ville øke noe. Det viktigste resultatet ved beregningene er at de ikke tyder på noen vesentlig svekkelse i bankenes inntjening, selv om egenkapitalrentabiliteten avtar. Antall forretningsbanker med negativt resultat ville økt med en. I sparebankene ville antallet vært uendret. Dersom vi hadde vektet med andelen lån til husholdnings- og foretakssektoren når vi beregnet normale tap, ville nedgangen i gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet trolig vært større i forretningsbankene enn i sparebankene.

Figur 3. Bankenes faktiske og normaliserte egenkapitalrentabilitet for årets tre første kvartaler.



Kapital- og kjernekapitaldekningen i forretningsbankene var på henholdsvis 10,9 og 7,5 prosent ved utgangen av tredje kvartal. Sammenlignet med tilsvarende tidspunkt for ett år siden er soliditeten noe bedret. Sparebankenes kapital- og kjernekapitaldekning var på henholdsvis 13,0 og 10,1 prosent.

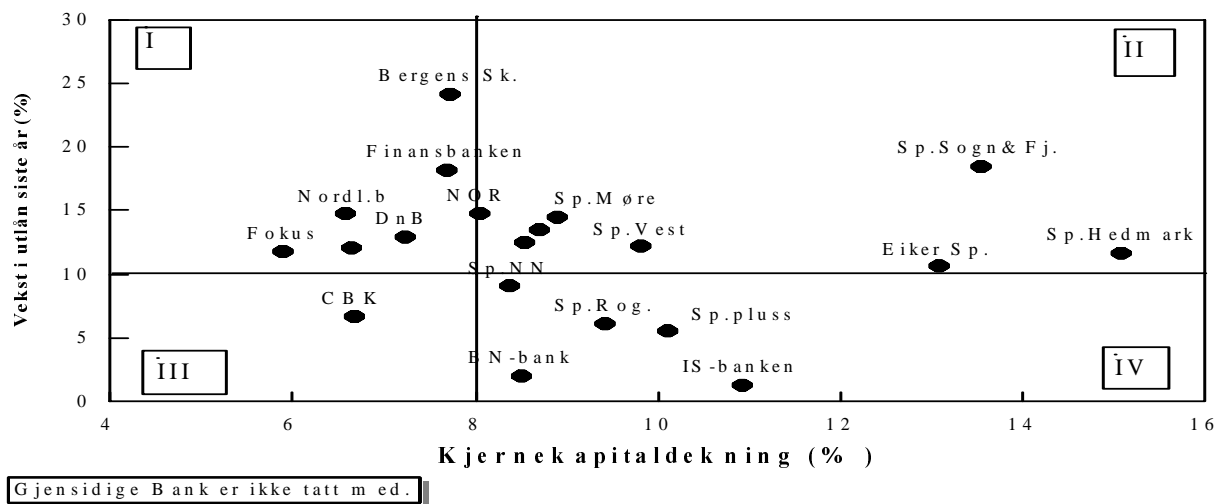
I figur 4 vises kjernekapitaldekningen ved utgangen av tredje kvartal og utlånsveksten¹⁰ det siste året i de tyve største forretnings- og sparebankene. Den ideelle formen til punktskyen ligger langs en linje som går fra origo og mot nordøst, fordi dette ville innebære at de bankene som hadde høyest utlånsvekst var de bankene som hadde best soliditetsmessig dekning for veksten. Bankene i område

⁹Egenkapitalrentabilitet er her definert som resultat av ordinær drift etter tap og skatt i forhold til kjernekapital. Normale tap er definert som 0,5 prosent av brutto utlån. Ved beregning av normalisert egenkapitalrentabilitet er skattene justert for endringer i driftsoverskuddet. Det er kjernekapitalen ved utgangen av tredje kvartal, og ikke gjennomsnittlig kjernekapital, som er benyttet. Andre driftsinntekter er forutsatt konstante. Gruppen sparebankene omfatter her de 38 største institusjonene. Postbanken er ikke inkludert.

¹⁰For kommentarer til utlånsveksten vises det til avsnitt 4.

[I]¹¹ har høy utlånsvekst, men ikke mer enn tilfredsstillende kjernekapitaldekning. Område [II] er kjennetegnet av både høy vekst og høy kjernekapitaldekning. I område [III] er utlånsveksten relativt moderat og kjernekapitaldekningen ikke mer enn tilfredsstillende. Bankene i område [IV] har god kjernekapitaldekning og lav utlånsvekst. Det er vanskelig å spore noen klar tendens i figuren på sammenhengen mellom utlånsvekst og kjernekapitaldekning ved utgangen av tredje kvartal. De tre største bankene har kjernekapitaldekning på 7 til 8 prosent, mens utlånsveksten varierer fra noe over 5 til omtrent 15 prosent. De fire bankene som er dårligst plassert i figuren er Bergens Skillingsbank, Finansbanken, Nordlandsbanken og Fokus Bank, men ingen av bankene med lavest kjernekapitaldekning hadde ekstrem utlånsvekst.

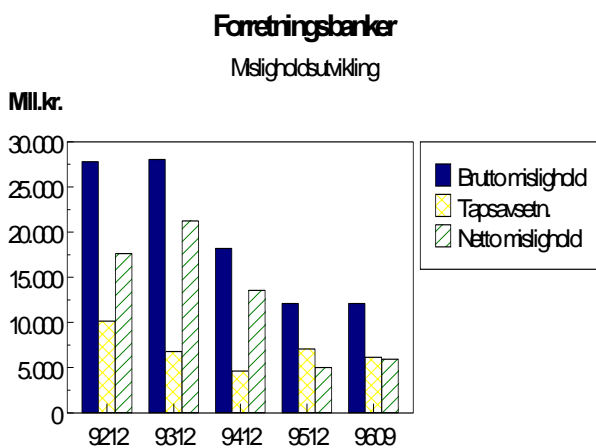
Figur 4. Utlånsvekst og kjernekapital i de 20 største bankene ved utgangen av 3. kvartal 1996.



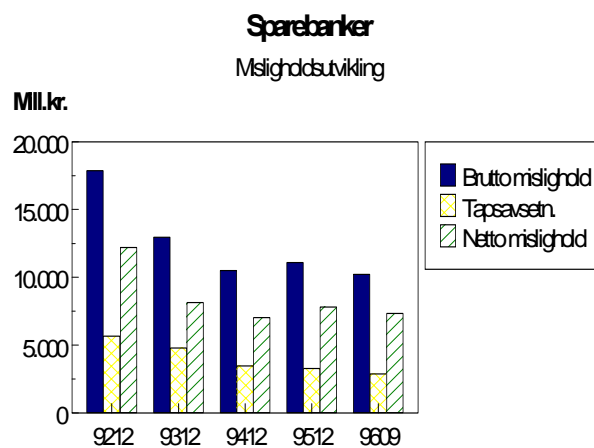
7.3 Utviklingen i misligholdte lån og tap på utlån

I løpet av de siste 3 årene har misligholdsnivået i forretnings- og sparebankene blitt kraftig redusert. Nedgangen har vært størst i forretningsbankene. Andelen av nullstilte engasjement er også redusert. Dette har gitt positive effekter på bankenes resultater, gjennom reversering av tapsavsetninger og mindre belastning på rentenettoen. Dette er en viktig bakgrunn for priskonkurransen og marginpresset den senere tiden. Det er sannsynlig at misligholdet vil bli redusert ytterligere i framtiden, men i begrenset grad, slik at de positive virkningene på bankenes inntjening vil være begrenset. Løpetidsfordelingen av misligholdet er noe forskjellig mellom de to bankgruppene. Sparebankene har hatt en jevnere fordeling enn forretningsbankene, noe som kan skyldes at omløpshastigheten på misligholdsporteføljen har vært større i sparebankene. Utviklingen i de fire siste kvartalene viser at både forretnings- og sparebankene har hatt en nedgang i konstaterte tap. I tre av de fire siste kvartalene har bokførte tap vært negative for begge bankgruppene. Tap fordelt på sektorer viser en positiv utvikling for bedrifts- og personmarkedet de siste tre årene for begge bankgruppene og i 1995 hadde forretningsbankene relativt lavest tap.

¹¹Områdeinndelingen er til en viss grad vilkårlig valgt.



Figur 1



Figur 6

7.4 Bankenes utlånsvekst: Finansiering

Det siste året har utlånsveksten i de private bankene vært betydelig større enn veksten i innskudd fra kunder. Forskjellen mellom utlånsveksten og kundeinnskuddsveksten i kroner, finansieringsgapet, er i hovedsak dekket gjennom økte innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner (hovedsaklig banker), annen kortsiktig finansiering og gjennom obligasjonsemisjoner. Dette øker den gjennomsnittlige finansieringskostnaden, noe som igjen bidrar til å redusere rentenettoen. Samtidig kan det argumenteres for at endringen i finansieringsstruktur har bidratt til å øke likviditetsrisikoen i bankene. Det motvirkes i noen grad av økte plasseringer i innskudd og verdipapirer. Utlånsveksten den siste tiden har enkelte paralleller med utviklingen i 1985 og 1986, og endringen i finansieringsmønsteret har paralleller med utviklingen som kulminerte i november 1985.

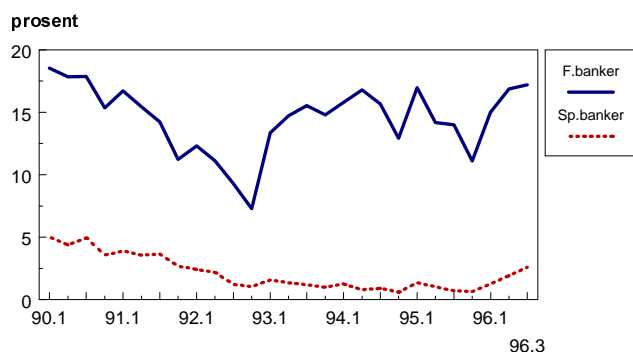
7.4.1. Generelt om forretnings- og sparebankene

Forretningsbanker: Fra 30 september 1995 til 30 september 1996 økte forvaltningskapitalen med om lag 64 mrd kroner, og netto utlån med 49 mrd kroner. Om lag 38 prosent av økningen i forvaltningskapitalen, dvs 24 mrd kroner, er finansiert av utenlandske banker i form av innskudd. Om lag 15 prosent av økningen i forvaltningskapitalen ble finansiert gjennom innskudd fra kunder (ikke-finansinstitusjoner). Ytterligere 12 prosent av økningen i forvaltningskapitalen er finansiert ved sertifikater.

Ved inngangen til 1990 utgjorde innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner om lag 18 prosent av forvaltningskapitalen. Bunnpunktet ble nådd i fjerde kvartal 1992 da andelen var redusert til om lag 7 prosent, jf figuren. I den etterfølgende perioden har andelen variert mellom 13 og 17 prosent. Nivået ved utgangen av tredje kvartal 1996 er vesentlig høyere enn ved utgangen av fjerde kvartal 1995, men ikke særlig mye høyere enn i 1993, 1994 og store deler av 1995.

En betydelig del av veksten i forvaltningskapitalen de siste tolv månedene er finansiert relativt kortsiktig. Dette innebærer trolig en viss økning i likviditetsrisikoen. På den annen side er ikke andelen innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner ved utgangen av tredje kvartal 1996 høy relativt til gjennomsnittet på 90-tallet.

Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner i prosent av FVK



Sparebanker: Forvaltningskapitalen økte med 27 mrd kroner i tolv månedersperioden frem til 30 september 1996. Utlånene økte med 29 mrd kroner. Økte innskudd fra ikke-finansiell sektor dekket om lag 30 prosent av økningen i forvaltningskapitalen, og innskudd fra utenlandske banker om lag 22 prosent. Nettoemisjoner av sertifikater dekket 31 prosent av økningen.

Ved utgangen av første kvartal 1990 utgjorde innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner om lag 5 prosent av forvaltningskapitalen, for deretter å avta frem til desember 1995. Etter dette har andelen økt noe, men er fremdeles lavere enn ved inngangen til 90-tallet.

Som for forretningsbankene er også mye av økningen i sparebankenes forvaltningskapital finansiert relativt kortsiktig, men heller ikke for sparebankene er andelen innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner høy sammenlignet med gjennomsnittet på 90-tallet.

Forholdene mellom de samme aktivapostene kontanter, innskudd og sertifikater og hhv passivapostene innskudd og innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner er også relativt stabile på 90-tallet. Veksten det siste året i innskudd generelt og i innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner følges dermed av vekst i bankenes "likviditetsreserver". Dette bidrar til å redusere en eventuell økning (som antydnet foran) i likviditetsrisikoen.

Både for forretnings- og sparebankene utgjør valutainnskuddene en større andel av forvaltningskapitalen enn innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner. Det skyldes at også norske aktører har valutainnskudd i bankene. Valutapassiva inkluderer i tillegg til valutainnskudd også obligasjons- og sertifikatgjeld i valuta. Obligasjonsgjeldens andel av forvaltningskapitalen er redusert gjennom hele 90-tallet slik at valutapassiva nå er tilnærmet lik valutainnskuddene. Det tyder på at valutafinansieringen har vesentlig kortere løpetid nå enn ved inngangen til perioden. Valutainnskuddenes andel av forvaltningskapitalen har økt svakt på 90-tallet.

I perioden fra 31 desember 1995 til 30 september 1996 økte bankenes gjeld til utlandet med 36 mrd kroner, og nesten 34 mrd kroner av dette ble plassert i bankene som innskudd på ordinære vilkår. Av dette var 27,5 mrd kroner innskudd i utenlandsk valuta. For å dekke valutarisikoen på innskuddene i utenlandsk valuta, kjøpte bankene valuta på termin for 23 mrd kroner. Bankene har dermed hedget valutakurseksponeringen knyttet til valutainnskuddene og i praksis konvertert utenlandsfinansieringen til kronefinansiering. Vi har ingen informasjon om renterisikoeksponeringen til bankene.

Fra 1980 var bankene underlagt den såkalte nullposisjonsreguleringen. Fra 1983 og fremover til slutten av 1985 økte bankenes beholdning av kjøpte terminkontrakter i samme takt som bankenes netto spotposisjon. Mot slutten av 1985 og tidlig i 1986 ble det stadig vanskeligere for norske banker å kjøpe valuta på termin ved å betale i norske kroner. Dette skjedde fordi utlendingene (og innlendinger) naturlig nok var lite interessert i å sitte med en kronefordring som kunne bli vesentlig mindre verdt ved en devaluering. Når bankene ikke lenger kunne bruke eurokronemarkedet

(swapmarkedet) til å dekke det løpende likviditetsbehovet (og den pågående utlånseksponeringen), måtte Norges Bank for å unngå renteøkning erstatte opplåningen i swapmarkedet og finansiere ytterligere utlånsvest.

Også den siste tiden har valutainnskuddene og terminposisjonene økt relativt mye. Det er derfor relevant å vurdere likheten i finansieringsmønsteret på 80-tallet med utviklingen det siste året.

7.4.2. Vurderinger

Det er rimelig å konkludere med at forretningsbankene i løpet av tolv månedersperioden frem til utgangen av september 1996 er blitt mer avhengig av kortsiktig og utenlandsk finansiering. En kan trolig konkludere med at sparebankenes finansiering av aktivitetsøkningen første halvår i år er 'sunnere' enn forretningsbankenes. Veksten er likevel dekket av kortsiktig og kanskje noe "flyktigere" finansiering enn tilfellet var for totalaktiviteten ved inngangen til året. Beholdningen av likvide midler har imidlertid også økt i begge bankgruppene, noe som bidrar til å redusere likviditetsrisikoen.

Både lengden på vekstperioden og vekstratene på 80-tallet var vesentlig større enn det som er tilfellet så langt på 90-tallet. Nivået på innskudd fra utenlandske banker er også lavere enn ved utgangen av 1986. Det kan synes som om status for forretningsbankene er bedre nå enn i 1986, men at utviklingen i finansieringsmønsteret de siste tolv månedene har bidratt til å øke likviditetsrisikoen noe.

Store deler av den sterke veksten i bankenes valutainnskudd i 1996 er sikret ved terminkjøp av valuta. I et flytekursregime er det mindre sannsynlig med sterk depresiering på et gitt tidspunkt enn det er i et fastkursregime der markedsaktørene gjør et ensidig veddemål på at valutakursen blir devaluert. Det er derfor trolig mindre sannsynlig at terminmarkedet skulle opphøre å eksistere i et flytekursregime enn i et fastkursregime. I et noe mindre rent regime vil en sterk økning i terminrabatten på norske kroner som følge av at markedsaktørene forventer en svekket krone, innebære en betydelig økning i bankenes finansieringskostnad. Bankene vil nå kunne møte sine økte kostnader med rentepåslag. Det var ikke tilfellet i 1986. Med mindre det inntreffer sjokk som i betydelig grad svekker norsk økonomi, er det imidlertid ikke grunnlag for å forvente en slik utvikling.

Soliditeten og inntjeningen i forretnings- og sparebankene er god. Våre beregninger viser at bankene i en situasjon med normale tap fortsatt har positiv inntjening, men noe lav egenkapitalrentabilitet. Det er grunn til å tro at det realøkonomiske fundamentet bak bankenes utlånsvest den siste tiden er bedre enn etter dereguleringen på 80-tallet. Sikkerheten bak bankenes utlån til boligformål er etter all sannsynlighet mer betryggende nå enn på 80-tallet. Sannsynligheten for at inntjenings- eller soliditetsmessige forhold de nærmeste årene vil påføre bankene likviditetsproblemer av betydning er forholdsvis lav med mindre stabiliteten svekkes av f.eks. et sterkt oljeprisfall.

8. Strukturelle utviklingstrekk

Rapporten om finansiell stabilitet fra juni 1996 inneholdt bl a en strategisk analyse av banknæringen. Det ble pekt på flere utviklingstrekk som kan bidra til å svekke inntjeningen i næringen og som representerer store utfordringer for bankene. Det ble arbeidet videre med enkelte spørsmålsstillinger fra denne analysen, og resultatet er i sin helhet dokumentert i eget notat, jf "Fimnotat 53". Nedenfor gjengis i sammenfattet form resultatene av arbeidet med effektivitet, markedskonsentrasjon, kapasitet og strategiske valg og posisjoner.

8.1 Effektivitet

Dersom bankene er relativt lite effektive eller det er stor spredning i effektiviteten, er det trolig slik at det er enklere for nye aktører å etablere bankvirksomhet enn dersom bankene i gjennomsnitt er effektive og det er lite spredning rundt gjennomsnittet. Kunnskap om spredningen gjør det enklere for potensielle inntrengere å velge hvilke banker/segmenter de bør konkurrere mot/i.

Økonometriske analyser på særlig amerikanske data viser stor spredning i effektivitet også for banker med om lag samme størrelse og aktiviteter. Forskjellene er ofte større mellom like store banker enn mellom små og store banker. Analyser på skandinaviske data fra 1990 viser at de største danske og svenske bankene er mer effektive enn finske og norske banker. Dersom dette er tilfelle, vil norske banker kunne bli utsatt for relativt sterk konkurranse fra svenske og danske banker.

Nivået på kostnadene i forhold til GFK inneholder trolig noe informasjon om effektiviteten i forvaltningen av kapitalen. Stor spredning mellom bankene i forholdstallet kan imidlertid like gjerne reflektere ulik virksomhet som forskjellig kostnadseffektivitet. Dersom en antar at forholdet mellom kostnader og GFK gir et visst uttrykk for effektiviteten i forvaltningen av kapitalen, viser tallmaterialet at det er stor spredning i effektiviteten både innad i forretningsbankgruppen, innad i sparebankgruppen og mellom gruppene. Beregningene viser også at det er stor spredning mellom bankene når en måler kostnadene i forhold til inntektene. Det kan argumenteres for at forholdet mellom kostnader og inntekter gir uttrykk for om bankene er effektive nok gitt inntektsgrunnlaget. Et lavt forholdstall kan skyldes monopoltendenser i utlåns- og innskuddsmarkedene.

8.2 Markedskonsentrasjon

En vanlig antakelse er at konkurransen avtar med økende markedskonsentrasjon og at lav konsentrasjon innebærer sterkere konkurranse enn høy konsentrasjon. Tallmaterialet tyder på at konsentrasjonen i det norske utlåns- og innskuddsmarkedet er forholdsvis lav. Herfindahl-indeksen for utlån til både person- og næringsmarkedet lå ved utgangen av annet kvartal 1996 på verdier som amerikanske konkurransemyndigheter betegner som lite konsentrert, jf tabell 1. Videre har indeksen avtatt klart i løpet av det meste av 1990-tallet. De store bankenes andeler av samlede utlån ble betydelig redusert som følge av bankkrisen, og foreløpig har ikke disse bankene gjenfunnet andelene. Beregningene indikerer at personmarkedet for utlån i Norge er lite konsentrert. I næringsmarkedet har konsentrasjonen i hele perioden 1990-96 ligget på et akseptabelt nivå. Indeksen har falt betydelig i perioden og konsentrasjonen nærmer seg grensen for å bli karakterisert som "unconcentrated". Selv om tallene indikerer at markedskonsentrasjonen for utlån til næringslivet har blitt lavere på 1990-tallet, var det flere regioner med høy Herfindahl-indeks ved utgangen av 1994. I første rekke gjaldt dette Nord-Norge og det sentrale Østlandsområdet. Det kan også være grunn til å merke seg at de to nordligste regionene var de eneste som ikke hadde klar nedgang i konsentrasjonsgrad. Sammenlignet med de nordiske landene fremstår det norske utlånsmarkedet som lite konsentrert.

Tabell 1. Herfindahl-indeksen for person- og næringslånmarkedet.^{12 13}

	1990Q4	1991Q4	1992Q4	1993Q4	1994Q4	1995Q4	1996Q2
Personmarkedet	885	832	760	732	717	729	735
Næringsmarkedet	1676	1545	1418	1367	1199	1123	1044

Konsentrasjonen på innskuddsmarkedet er blitt lavere i løpet av 1990-tallet, og kan karakteriseres som lav. De største norske bankenes andel av markedet var betydelig lavere enn respektive andeler i Sverige, Danmark og Finland.

Det finnes lite detaljert statistikk over utviklingen i aktiviteten i valuta- og rentederivatmarkedene, og spesielt for handelen utenfor børs. Mangel på statistikk innebærer at det er vanskelig å vurdere konkurransesituasjonen i de ulike delmarkedene. Beregning av markedsandeler og Herfindahl-indeks viser at konsentrasjonen i flere segmenter av valutamarkedet ligger tett oppunder grensen for det som defineres som *høy*. I swapmarkedet er konsentrasjonen betydelig lavere, men det forekommer en viss grad av "spesialisering" i ulike segmenter av markedet. Beregningene indikerer at konsentrasjonen i markedet for FRAer i norske renter er redusert i løpet av første halvåret 1996, og at de største bankenes markedsandeler varierer, men at det har vært en utvikling i retning av at det er flere store aktører.

8.3 Kapasitet

Dersom kapasiteten i banknæringen er stor i forhold til etterspørselen etter banktjenester, vil trolig konkurransen være sterkere og inntjeningen for den enkelte bank lavere enn om kapasiteten er lav. Fra 1987 har det vært sterk nedgang i både antall ansatte og antall filialer i forretnings- og sparebankene. Vi har oppdatert de kapasitetsmålene som Davis International Banking Consultants beregnet i sin rapport til Finansdepartementet. Davis-rapportens gjennomgang av disse forholdstallene for 1991 konkluderte med at norske banker kom godt ut i sammenligningen med andre land. For 1994 kommer norske banker vel så godt ut. Det har fra flere hold vært hevdet at det er overkapasitet også i norsk banknæring. Forholdstallene indikerer imidlertid at en eventuell overkapasitet synes å være mindre i Norge enn i de andre landene. Det er viktig å være klar over at den raske teknologiske utviklingen både når det gjelder lagring, behandling og prosessering av data øker bankenes kapasitet. Våre beregninger av bankenes finansielle kapasitet (ledig utlånskapasitet) viser at bankene kan øke utlånene relativt mye i perioden frem mot år 2000. Forretningsbankene har betydelig ledig finansiell kapasitet gitt en kjernekapitaldekning på 6-7 prosent, og kan øke det risikovektede beregningsgrunnlaget med hele 43 prosent i 1996 dersom en legger til grunn en målsetting om 6 prosent kjernekapitaldekning. Beløpsmessig representerer dette en utlånsvekst med risikovekt på 100 prosent på 146 mrd. kroner. I praksis vil imidlertid et slikt vekstscenario være lite realistisk ut fra gitte rammebetingelser, herunder konkurranseforhold, makroøkonomiske forhold og tilgang på øvrige produksjonsfaktorer. Med høyere kjernekapitaldekning er vekstpotensialet lavere, men fortsatt relativt høyt. Også sparebankene har betydelig ledig finansiell kapasitet. Denne gruppen har vesentlig høyere kjernekapitaldekning enn forretningsbankene, men har også trolig som målsetting å opprettholde en høyere kapitaldekning. Videre viser beregningene våre at egenkapitalrentabiliteten etter skatt vil kunne bli noe lav frem mot årtusenskiftet. Lav egenkapitalrentabilitet kan være en indikasjon på for stor kapasitet i bransjen.

¹²Postbanken er ikke medregnet.

¹³Dersom de tre største livselskapenes utlån til personkunder inkluderes i 1995 blir Herfindahl-indeksen 632. Indeksen for 1995 blir 914 når Husbankens utlån inkluderes i tillegg til livselskapene.

8.4 Strategiske valg og posisjoner

Det kan synes som om de største finanskonsernene velger samme strategi; totalleverandør av finansielle tjenester. I stor grad trekker finansinstitusjonene de samme konklusjonene både med hensyn til viktigste utviklingstrekk i miljøet og hvilke tiltak som må iverksettes for å møte utfordringene. De skiller seg imidlertid fra hverandre i måten de søker å nå målene på. Både dannelse av løse og tette allianser, nyetableringer og oppkjøp av små og store selskaper har funnet sted. Bankenes tilpasninger innebærer at de møter hverandre på de samme konkurranseflatene også i fremtiden. Det er således relativt få banker som er i en posisjon som skjærmer for konkurranse.

De tre største bankene (DnB, CBK og NOR) konkurrerer bredt, men fremstår pr i dag verken som lavkostnadsprodusenter eller med utpreget differensierte produkter. Flere av de store finanskonsernene er imidlertid i ferd med å organisere virksomheten for å kunne opptre som lavkostnadsprodusenter innenfor enkelte virksomhetsområder og tilbydere av differensierte produkter innenfor andre områder blant annet ved å utvikle spesialkompetanse for ulike produkter og tjenester. Generelt kan en vel hevde at ingen finansielle institusjoner i Norge som konkurrerer bredt, er vesentlig mer kostnadseffektiv eller tilbyr en vesentlig større merverdi enn konkurrentene. De store forretningsbankene og de største sparebankene har pr i dag ikke en strategisk posisjon som beskytter inntjeningen over tid.

En stor del av sparebankene konkurrerer i regionalt avgrensede områder med tradisjonelle bankprodukter. Disse bankene er ikke utpreget lavkostnadsinstitusjoner og tilbyr primært enkle standardiserte produkter. Noen banker (som Storebrand Bank, BN-Bank) tilbyr standardiserte produkter ut fra en lavkostnadsbase til relativt fokuserte markedssegment. Disse institusjonene er relativt små. Enkelte andre banker (Citibank, Chase Manhattan) tilbyr differensierte produkter til et smalt kundesegment. Begge disse typene av institusjoner har valgt en nisjestrategi og søker å oppnå meravkastning på egenkapitalen enten ved å holde et lavt kostnadsnivå eller ved å tilby kundene en merverdi utover det andre aktører kan tilby til samme pris.

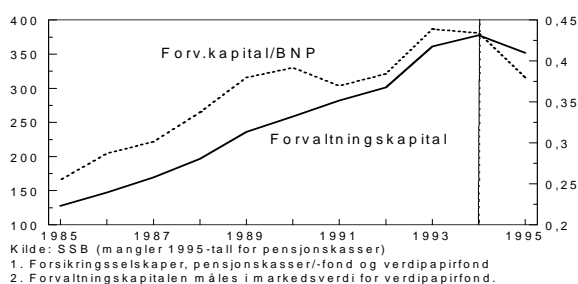
Alle de store og mellomstore aktørene, også partene i samarbeidskonstellasjonene, tar sikte på å tilby et nær komplett produktspekter av finansielle tjenester; herunder lån, innskudd, forvaltning, valuta- og kapitalmarkedsprodukter, betalingstjenester, livs- og pensjonsforsikringsprodukter og finansiell rådgivning. Samtlige aktører venter og tilpasser virksomheten til en fremtid der telebank og telefon som distribusjonskanal for personmarkedet vil øke i betydning. Det antas at relativt store kostnader knyttet til teknologiutvikling vil følges av store kostnadsbesparelser. Det satses på et utvidet samarbeid med butikker og bensinstasjoner, og filialnettene endres fra dagens tradisjonelle virksomhet til i større grad rådgivende virksomhet og salg. De fleste banker arbeider med å innføre en standardorganisasjon for filialer, og det legges et grunnlag for ytterligere effektivisering av arbeidsoppgavene gjennom innføring av nye teknologiske hjelpemidler. Bankene organiseres i økende grad etter kundenes behov. For å møte endret kundeatferd tilpasses nye kontaktformer (telefonbank, PC-bank og nye kontorformer) og nye produkter (telegiro, avtalegiro etc). Samtlige banker antar at det er et betydelig potensiale for effektivisering i ekspedisjonsnettet. Støttefunksjonene sentraliseres og felles produksjon og bankteknisk driftsstøtte søkes effektivisert.

9. Verdipapirmarkedet - Institusjonelle Investorer

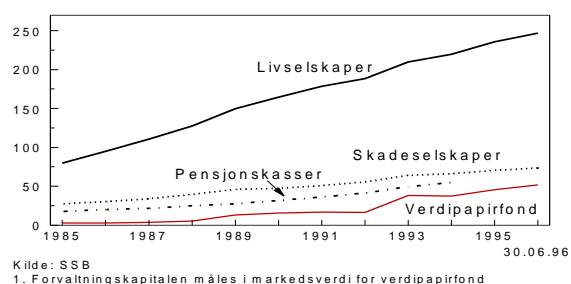
Institusjonelle investorer forvalter deler av sparemidlene til husholdninger, foretak og offentlig sektor. Her skilles mellom tre typer institusjonelle investorer; forsikringsselskaper, pensjonskasser og forvaltningsselskap for verdipapirfond.

De senere årene har internasjonal oppmerksomhet rettet mot institusjonelle investorer økt, noe som i hovedsak skyldes den betydelige veksten i forvaltningskapitalen. Veksten er interessant for myndighetene fordi den har betydning for kapitalkanaliseringen. Endringer i sparemønstret har betydning for kapitalallokeringen og for den finansielle utsattheten til ulike sektorer.

Figur 1. Samlet forvaltningskapital for norske institusjonelle investorer¹ målt i mrd. kr (venstre akse) og målt som andel av BNP (høyre akse). Bokført verdi².



Figur 2. Institusjonelle investorer i Norge. Forvaltningskapital i milliarder kroner. 1985-30.06.1996. Bokført verdi¹.



Den store veksten i sektoren institusjonelle investorer er et internasjonalt fenomen. Ved utgangen av 1995 hadde norske institusjonelle investorer en samlet forvaltningskapital på 352 mrd. kr, jf figur 1. Veksten i forvaltningskapitalen til institusjonelle investorer i OECD-området var i perioden 1981-91 vesentlig høyere enn i Norge, men noe lavere i årene 1991-94.

Det har også vært en klar vekst i institusjonelle investorer forvaltningskapital målt som andel av BNP. Sammenliknet med en del andre OECD-land er andelen relativt lav i Norge (43 prosent i 1994). Det er imidlertid store forskjeller mellom OECD-landene, og målt i forhold til BNP har Storbritannia og USA størst institusjonell sektor. Samlet for OECD-området var andelen i underkant av 100 prosent ved utgangen av 1994. Den årlige veksten i andelen i perioden 1991-94 var imidlertid tilnærmet like stor i Norge som i OECD-området.

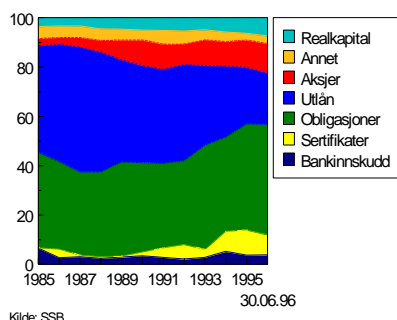
Figur 2 viser utviklingen i forvaltningskapitalen til ulike typer av institusjonelle investorer. Med en andel på 58 prosent (i 1994) av samlet forvaltningskapital fremstår livselskapene som dominerende i Norge. Verdipapirfondene har den høyeste vekstraten i perioden, men fra et lavt nivå. Livselskapene er den største gruppen av institusjonelle investorer også i OECD-området samlet, men er mindre dominerende enn i Norge. Ved utgangen av 1994 forvaltet livselskapene i underkant av 30 prosent av institusjonelle investorer samlede aktiva i OECD-landene, mens pensjonsfond og verdipapirfond forvaltet henholdsvis ca. 25 og 21 prosent.

Det er flere faktorer som har bidratt til økt institusjonalisering av sparing. I Norge har husholdningenes sparing tradisjonelt skjedd via boliginvesteringer, mens den finansielle sparingen har vært svært lav eller negativ. Etter 1990 har husholdningene hatt positive netto finansinvesteringer. Samtidig er bedrifter og husholdninger blitt mer sofistikerte investorer og søker alternativer til vanlig banksparing. Sparernes avkastning er dermed i større grad knyttet opp mot institusjonelle investorer kapitalforvaltning.

Den demografiske utviklingen har også stor betydning for pensjonssparingen. Det blir en større andel eldre slik at presset på de offentlige trygdeordningene øker, og flere ønsker å sikre fremtiden via ulike pensjonssparingsprodukter. Høy statlig pensjonsdekning (Folketrygden) og lav statsgjeld kan være noe av årsaken til at den private pensjonssparingen er relativt lav i Norge.

Dereguleringen av kreditt- og verdipapirmarkedene har sammen med opphevingen av restriksjoner på internasjonale kapitalbevegelser bidratt til økte muligheter for internasjonal diversifisering, samt økte finansieringsmuligheter for store internasjonale selskaper. I tillegg har en liberalisering av institusjonelle investorers aktiviteter, utviklingen innen kommunikasjons- og informasjonsteknologi og økt bruk av profesjonelle porteføljeforvaltere (internasjonalt) bidratt til økt produktinnovasjon som har gitt mer konkurransedyktige produkter rettet mot et bredere publikum.

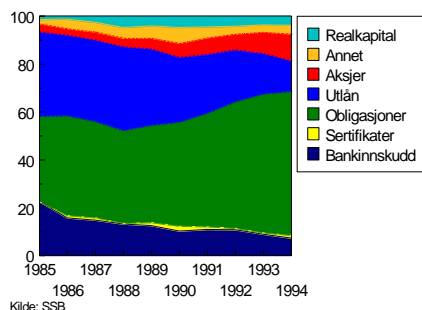
Figur 3. Aktivastruktur i livselskapene. Prosent av forvaltningskapital.



Aktivastruktur

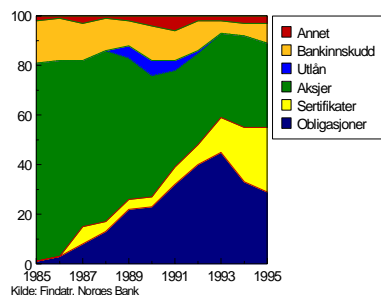
Det viktigste felles utviklingstrekket i aktivastrukturen til forsikringsselskapene og pensjonskassene er en betydelig økning i plasseringer i verdipapirmarkedet på bekostning av utlån til kunder. Selskapene er dermed generelt blitt mer sårbare for verdisvingninger i verdipapirmarkedet. Det innebærer at også sparerne er mer utsatt for markedsrisiko.

Figur 4. Aktivastruktur i pensjonskasser/-fond. Prosent av forvaltningskapital.



Livselskapene forvalter i utgangspunktet langsiktig sparing for kundene. Fordi avkastningsgarantien skal oppfylles hvert enkelt år, og overskuddet skal tildeles kundene med endelig virkning ved hvert årsskifte, er selskapene imidlertid utsatt for *renterisiko* både på kort og lang sikt. Selskapene har de siste årene i økende grad investert i sertifikater, som generelt er mindre følsomme overfor renteendringer enn langsiktige obligasjoner. Samtidig er en større andel av den totale obligasjonsbeholdningen klassifisert som anleggsmidler. Den beregnede verdiendringen, som følge av en prosentvis renteendring, på obligasjoner klassifisert som omløpsmidler var ved utgangen av tredje kvartal 1996 3,4 prosent, som er omtrent det samme som ved utgangen av 1995¹⁴. Selv om det innebærer en økning fra utgangen i 1994 synes det ikke å gjenspeile noen spesiell trend. Renterisikoen i obligasjonsporteføljen må imidlertid ses i sammenheng med volatilitet i markedsrentene.

Figur 5. Aktivastruktur i verdipapirfond. Prosent av forvaltningskapital.



Livselskapene har tradisjonelt hatt en forsiktig utlånspolitikk og har vanligvis hatt relativt lav *kredittrisiko*. Selskapene har de siste årene i større grad flyttet midler fra ordinær utlånsvirksomhet til verdipapirmarkedet, hvorav en betydelig økning i andelen statspapirer. Dette er et resultat av et ønske om å øke

14

Kilde: "Rapport for finansinstitusjoner", Kredittilsynet.

likviditeten i porteføljene, og innebærer også at kredittrisikoen i livselskapenes porteføljer fortsatt er lav. Livselskapenes aksjebeholdning har siden 1990 ligget rundt 10 prosent av forvaltningskapitalen, men har økt noe de siste to årene. Selskapene er således blitt noe mer sårbare for svingninger i aksjemarkedet. En relativt lav aksjeandel kan ha sammenheng med regler for avkastningsgaranti og overskuddsdeling.

Pensjonskassene har i likhet med livselskapene langsiktige forpliktelser, men det stilles ikke krav om årlig avkastningsgaranti. Det innebærer at pensjonskassene kan ha en mer langsiktig investeringshorisont enn livselskapene og kan bedre bære kortsiktige verdisvingninger i verdipapirmarkedet. Ved utgangen av 1994 var nesten 73 prosent av midlene plassert i verdipapirmarkedet, hvorav 60 prosent i obligasjoner og 11 prosent i aksjer. Selv om aktivastrukturen i større grad synes å gjenspeile langsiktighet, vet vi imidlertid ikke noe om durasjonen i obligasjonsporteføljen. Tatt i betraktning at pensjonskassene i hovedsak har langsiktige forpliktelser, og at aksjer antas å gi mer-avkastning over tid, plasseres en relativt liten andel av forvaltningskapitalen i aksjer.

Verdipapirfondene er 100 prosent eiet av andelseierne. Verdipapirfondloven pålegger forvaltningsselskapet visse krav til risikospredning som i første rekke tar sikte på å hindre at andelseierne eksponeres for diversifiserbar risiko. Fondssparemarkedet tilbyr investorene fondsvarianter med ulike markedsrisikoprofiler. Siden 1985 er andelen av midlene som plasseres i aksjefond redusert til fordel for obligasjons- og pengemarkedsfond. Fondssparerne er således mindre utsatt for verdisvingninger i aksjemarkedet. De siste tre årene har pengemarkedsfondenes andel økt betydelig på bekostning av obligasjonsfond. Det innebærer at renterisikoen knyttet til sparing i verdipapirfond er redusert.

Internasjonal diversifisering

Opphevingen av restriksjoner på kapitalbevegelser mellom land har økt mulighetene for internasjonal diversifisering. Så lenge verdier på utenlandske og norske verdipapirer ikke svinger helt i takt vil en internasjonalt diversifisert portefølje ha lavere risiko for gitt forventet avkastning enn en diversifisert portefølje av norske papirer. Utenlandske plasseringer innebærer imidlertid valutarisiko.

Etter forskrift om kapitalforvaltning skal det være et visst samsvar mellom forsikringsselskapenes og pensjonskassenes aktiva og passiva i den enkelte valuta. Livselskaper og pensjonskasser har i liten grad forsikringsmessige forpliktelser i utenlandsk valuta, og det vesentligste av selskapenes plasseringer i utenlandske papirer er valutakurssikret. Valutarisiko er derfor neppe noen stor risikokomponent for disse selskapene. De siste årene har mellom 10 og 20 prosent av *livselskapenes og pensjonskassenes* aksje- og obligasjonsporteføljer vært plassert i utenlandske papirer. Andelen av utenlandske sertifikater har variert betydelig i perioden.

Verdipapirfondene plasserer mindre av sin forvaltningskapital i utenlandske papirer enn livselskaper og pensjonskasser, men viser en tendens til økt internasjonal diversifisering. Utenlandsandelen er betydelig større for aksjeporteføljen enn for porteføljene av rentebærende papirer. Dette kan henge sammen med at gevinstene ved internasjonal diversifisering antas å være større i aksjemarkedene enn i obligasjons- og pengemarkedene. Forvaltningsselskapene har ikke adgang til å valutasikre fondenes midler, og valutarisiko kan være en svært viktig del av markedsrisikoen knyttet til rentebærende papirer.

Verdiutviklingen på norske verdipapirer vil til en viss grad være påvirket av utviklingen på utenlandske markeder. Institusjonelle investorers økte plasseringer i verdipapirer innebærer derfor

indirekte at sparerne avkastning i større grad påvirkes av internasjonal utvikling. Foreløpig plasserer norske institusjonelle investorer en relativt liten andel av sin forvaltningskapital i utenlandske papirer. *Direkte* inntekts- og formueseffekter av internasjonal utvikling er derfor antakelig relativt moderate.

Betydning for banksektoren

I motsetning til finansinstitusjoner plasserer institusjonelle investorer betydelige midler i verdipapirmarkedet. Økt kapitalkanaliserings gjennom institusjonelle investorer skulle derfor bety at det blir lettere for foretak å skaffe finansiering i disse markedene. Norske institusjonelle investorer er imidlertid i dag ikke spesielt viktige som finansieringskilde for private foretak. Andre kredittinstitusjoner og utlandet sto for nesten 60 prosent av total finansiering ved utgangen av 1995, mens tilsvarende andel for forsikringselskaper og verdipapirfond var 8 prosent. Økt aktivitet av institusjonelle investorer i verdipapirmarkedene bidrar i seg selv til bedre likviditet i markedene, men samtidig er god likviditet en forutsetning for institusjonelle investorers plasseringer i verdipapirer. Forsikringselskaper og pensjonskasser plasserer derfor i hovedsak i likvide statspapirer. Det innebærer at den økte sparingen gjennom norske institusjonelle investorer i mindre grad har kommet næringslivet til gode.

Ved å samle midler fra mange små investorer og plassere disse i ulike kapitalinstrumenter oppnår sparerne risikoreduksjon gjennom diversifisering og økte investeringsmuligheter både med hensyn til konsumpreferanser og ønsket risiko/avkastningsprofil. Ved sparing i fond vil avkastning og verdi av andelen følge verdiutviklingen på fondets plasseringer. I motsetning til sparing i bank kan andeler i et verdipapirfond derfor gi investoren negativ nominell avkastning. Kjøp av andeler i verdipapirfond er heller ikke underlagt innskytergaranti. Det eksisterer altså en forskjell i risiko ved plassering i fond sammenliknet med ordinære bankinnskudd.

Husholdningenes fondssparing har økt fra 1990 til 1995, men utgjør fortsatt en svært liten andel av deres samlede finansielle aktiva (4 prosent). Andelen som plasseres i bankinnskudd er noe redusert i samme perioden, mens forsikringskravene utgjør en større andel. Verdipapirfondenes andel av tilveksten i sparing for første halvår 1996 var 17,5 prosent.

RAMME 3: Er det grunn til å være bekymret over utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet?

De siste årene har aksjekursene i USA steget betydelig, og det er fra ulike hold uttrykt bekymring for at kursene generelt ikke har dekning i fundamentale forhold. På bakgrunn av dette er det naturlig å se nærmere på utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet for å vurdere sannsynligheten for et nærstående betydelig fall i aksjekursene. Den amerikanske aksjeindeksen Dow Jones Industrial steg med 67 prosent fra utgangen av 1994 til slutten av november 1996 og med 26 prosent fra utgangen av 1995 til slutten av november 1996. Tilsvarende tall for totalindeksen på Oslo Børs var hhv 41 og 26 prosent. Veksten i det amerikanske aksjemarkedet har vært betydelig sterkere enn i de andre store internasjonale aksjemarkedene de siste to årene, men også veksten i Oslo Børs Totalindeks har vært sterk.

Pris/fortjeneste-forholdet (P/E-ratio) viser forholdet mellom aksjekursen og bokført resultat i et selskap. En høy P/E tolkes ofte som at aksjen er høyt priset i forhold til inntjeningen i selskapet, men det kan også være et tegn på at det forventes en sterk vekst i selskapets inntjening. I oktober 1996 var P/E i USA ca 22, gjennomsnittet for perioden 1989 - 1996 er ca 21. Dette er likevel langt under toppnivået i november 1992 da den var over 36. Ifølge P/E-ratio er amerikanske aksjer nå 'billigere' enn de var i 1992 og 1993.

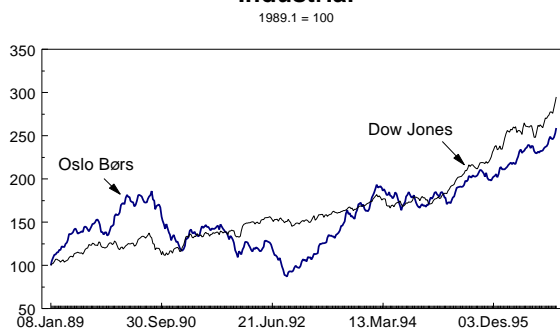
Tobin's Q måler under visse forutsetninger forholdet mellom aksjeverdien av selskapet og verdien av selskapet til gjenanskaffelseskostnad og brukes til å vurdere om aksjekursene avspeiler det enkelte verdipapirs underliggende verdi. Når markedsverdien av selskapet er større enn verdien av selskapet til gjenanskaffelseskostnad, dvs Q større enn 1, kan det tyde på at aksjene er overpriset. Amerikanske undersøkelser viser at Tobin's Q har nådd et meget høyt nivå så langt på 90-tallet og at den i 1995 lå rundt 1,5. Gjennomsnittet for perioden 1925 - 1995 var 0,7. Det er likevel svakheter ved Tobin's Q bl a fordi det er vanskelig å beregne selskapers reelle gjenanskaffelseskostnad.

Det er naturlig å tenke seg at et betydelig kursfall i USA vil medføre betydelige kursfall også i andre lands aksjemarkeder. Mange av de norske børsnoterte selskapene er internasjonalt rettet, og resultatene påvirkes av internasjonale konjunkturer. Amerikanske investorer er også store aktører på europeiske børser. Dersom de er usikre på utviklingen i USA kan de trekke seg ut av mer marginale markeder. Pr 30.9.96 eide utenlandske investorer 32,5 prosent av beholdningen av aksjer registrert i VPS, hvorav omlag en tredel er eid av amerikanske institusjonelle investorer. Det er derfor sannsynlig at dersom amerikanerne trekker seg ut av det norske aksjemarkedet så vil dette få betydelige konsekvenser for det norske aksjemarkedet. Figur 1 viser at Oslo Børs Totalindeks og Dow Jones Industrial-indeksen har fulgt omlag samme trend, men det har likevel vært betydelige forskjeller i perioder. Det fremgår av figur 2 at det er positiv korrelasjon mellom avkastningene på Oslo Børs og børsen i New York. Korrelasjonen har ikke økt betydelig i perioden 1989-1996.

Et betydelig fall i aksjekursene påvirker den økonomiske utviklingen gjennom flere kanaler. Effekten på konsum og investeringer er usikker og avhenger av flere forhold, bl a hvilke grupper av investorer som sitter på store aksjebeholdninger og hvordan deres konsum og investeringsatferd avhenger av endringer i finansielle formuer. Husholdninger, som pr 30.9.96 eide i underkant av 10 prosent av aksjene registrert i VPS, vil få reduserte formuer som følge av kursfall, noe som kan medføre lavere konsum. Det er sannsynlig at mesteparten av husholdningene som sitter på store aksjebeholdninger er høyinntektsgrupper med lav marginal konsumtilbøyelighet. Alt i alt er det naturlig å tro at aggregerte effekter på husholdningers konsum av et børskrakk vil være for små til å ha vesentlig betydning for den finansielle stabiliteten.

Betydelige aksjekursfall vil svekke inntjening og soliditet i finansinstitusjonene. Konsekvenser for bankene vil være begrenset fordi deres beholdninger av aksjer ikke kan overstige 4 prosent av forvaltningskapitalen. Forsikringsselskaper kan ha opp til 20 prosent av forvaltningskapitalen plassert i aksjer. Skadeforsikringsselskapene og livselskapene hadde i gjennomsnitt hhv ca 15 og 11 prosent av forvaltningskapitalen plassert i aksjer ved utgangen av tredje kvartal 1996. Betydelige kursfall kan således få store konsekvenser for forsikringsselskapenes resultater. Store finansielle tap i finansinstitusjonene vil svekke deres rolle i kredittformidlingen. Lavere aksjekurser kan også føre med seg en generell pessimisme. På disse måtene kan både tilbud av og etterspørsel etter risikokapital reduseres og bidra til redusert investeringsnivå.

Figur 1. Oslo Børs Totalindeks og Dow Jones Industrial



Figur 2. Korrelasjon mellom prosentvis vekst i Oslo Børs Totalindeks og Dow Jones Industrial

