



**FINANSTILSYNET**

THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY

# FINANSIELT UTSYN

JUNI 2021



## Finansielt utsyn

Finanstilsynet analyserer og vurderer stabiliteten i det norske finansielle systemet. Disse vurderingene blir offentliggjort i rapporten *Finansielt utsyn*, som gis ut to ganger per år, i juni og desember.

# FINANSIELT UTSYN JUNI 2021

OPPSUMMERING	2
KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER	5
Internasjonal økonomi	5
Norsk økonomi	9
KAPITTEL 2 BANKER	17
Bedret lønnsomhet i bankene	17
Bankenes soliditet er styrket	22
Lave risikopåslag på obligasjonsgjeld	24
Redusert utlånsvolum i forbrukslånsmarkedet	26
KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON	30
Livsforsikring og pensjon	30
Skadeforsikring	36
KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE	41
Sterk kursutvikling i aksjemarkedene	41
Renter og likviditet	42
Mange husholdninger sparer mer under pandemien	47
Bedriftenes kapitalinnhenting og noteringsmarkedet i 2021	49
KAPITTEL 5 STRESSTEST AV NORSKE BANKER	52
Bakgrunn for soliditetsstresstesten	52
Utviklingen i norsk økonomi	53
Utfallet av stresstesten for norske banker	56
Samlet vurdering av stresstestresultatene	60
NOTER	62

Redaksjon avsluttet 1. juni 2021.

Figurdata oppdatert per 31. mai 2021.

# OPPSUMMERING

Siden mars 2020 har utviklingen i norsk og internasjonal økonomi vært preget av koronapandemien og tiltak for å begrense smitte. Næringer berørt av nedstengninger opplevde kraftig fall i produksjon og sysselsetting. Nedgangen i BNP var historisk stor, men mer moderat i Norge enn i mange andre land. Omfattende myndighetstiltak har dempet nedgangen. Aktiviteten i norsk økonomi tok seg relativt hurtig opp i mange næringer, men avtok i første kvartal i år.

Vaksinasjon av befolkningen bidrar til at smitteverntiltak etter hvert kan trappes ned og dermed til økt aktivitet i næringer som er omfattet av myndighetenes restriksjoner. Det er likevel betydelig usikkerhet om den videre utviklingen i pandemien og dens effekt på realøkonomien. Høy global vaksinasjonsgrad er viktig for å forebygge nye mutasjoner og brudd i verdikjeder som følge av nedstengninger, men tilgangen til vaksiner varierer betydelig mellom land. Langtidsbeskyttelsen av vaksiner, herunder mot nye mutasjoner, er også usikker.

Høy gjeldsbelastning i husholdningene og høye boligpriser utgjør en betydelig risiko for norsk økonomi. Prisveksten i det norske boligmarkedet har vært høy under pandemien, og veksten i utlån til husholdninger har tiltatt. Husholdningenes gjeld vokser raskere enn inntektene, og andelen husholdninger med høy gjeldsgrad har økt de siste årene. Mange husholdninger er sårbare ved betydelig renteøkning, boligprisfall eller inntektsreduksjon.

Prisene på næringseiendom har økt mye over mange år. Høye næringseiendomspriser utgjør en betydelig sårbarhet for finansiell stabilitet i Norge. Endringer i forbruksmønstre og andre langtidseffekter av pandemien kan gi redusert etterspørsel og verdifall i ulike deler av markedet. Norske finansforetak har stor eksponering mot næringseiendom.

Norske banker har historisk tapt vesentlig mer på utlån til norske ikke-finansielle foretak enn på utlån til husholdninger. En analyse gjort av Finanstilsynet basert på regnskapsdata for norske foretak tyder på at en økende andel av utestående gjeld er i foretak med svak betjeningsevne. Antall konkurser avtok i 2020, men vil kunne øke etter hvert som myndighetenes støttetiltak avvikles.

Prisene på aksjer og obligasjoner i norske og internasjonale finansmarkeder steg raskt etter markedsuroen og det kraftige prisfallet i mars 2020. Aksjeprisene har i 2021 nådd nye toppnoteringer i mange land. Flere børser opplever et historisk sterkt marked for nye børsnoteringer, ofte i tomme oppkjøpselskap (Special Purpose Acquisition Company – SPAC). Risikopremiene på bank- og foretaksobligasjoner er nå i mange tilfeller lavere enn før pandemien, og verdsetningen er høy i flere markeder. Utviklingen må ses i lys av omfattende finans- og pengepolitiske stimulanser i mange land, herunder sentralbankers obligasjonskjøp.

Mange lands statsfinansielle stilling er svekket som følge av omfattende støttetiltak og lavere skatteinngang. Gjeldsnivået i foretak er også høyt i mange land. Høy gjeld utgjør en risiko for internasjonal økonomi og det finansielle systemet.

Den siste tiden har prisene på viktige råvarer økt kraftig. Det rapporteres om økende mangel på innsatsfaktorer, og fraktkostnader har steget. Kapasitetsskranke i viktige markeder og økt inflasjon kan gjøre det nødvendig å stramme inn den økonomiske politikken raskere enn ventet. Risikopremier kan også øke fra dagens svært lave nivå og føre til kraftig prisfall på aksjer, obligasjoner og fast eiendom.

Bankenes resultat og egenkapitalavkastning gikk ned i 2020, men lønnsomheten var fortsatt god. For 2020 under ett var de bokførte utlånstapene de høyeste siden bankkrisen på 1990-tallet, men likevel lavere enn fryktet tidlig i pandemiforløpet. Tapene var særlig høye på utlån til bedrifter i olje- og offshoresektoren, som på grunn av stor overkapasitet og svak

lønnsomhet var tapsutsatt også før pandemien. I tillegg økte tapene på utlån til sektorer som ble spesielt hardt rammet av smitteverntiltak, som reiseliv og servering, men bankenes samlede eksponering mot disse sektorene er relativt lav. Tap og mislighold på utlån til varehandelsbedrifter avtok, trolig som følge av stengte grenser. Bankenes innskuddsmarginer falt i 2020 og bidro til redusert inntjening fra kjernevirksomheten. Nedgangen var særlig kraftig for banker med høy andel innskuddsfinansiering, som i praksis ofte er mindre banker. Tall for første kvartal 2021 viser økt inntjening som følge av lavere bokførte utlånstap.

Norske bankers kapitaldekning økte i 2020 som følge av tilbakeholdte overskudd. Finansdepartementet har på bakgrunn av en anbefaling fra Det europeiske systemrisikorådet bedt norske banker om å være tilbakeholdne med å dele ut utbytte som følge av fortsatt stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Departementet uttrykte en forventning om at bankene ut september 2021 holder samlede utdelinger for resultatårene 2019 og 2020 innenfor 30 prosent av kumulert årsresultat i disse to årene. Bankene har i første halvår 2021 holdt utbyttebetalingene innenfor denne rammen. I mange banker har styret samtidig fått fullmakt til å foreta ytterligere utdelinger i fjerde kvartal 2021.

Markedsuroen våren 2020 påvirket prisen på bankenes markedsfinansiering. I en kort periode var risikopremiene like høye som under finanskrisen. Positiv markedsutvikling etter iverksettelsen av omfattende finans- og pengepolitiske tiltak førte imidlertid til at risikopremiene raskt falt tilbake til nivået fra før pandemien inntraff. Norges Bank har avsluttet flere av de ekstraordinære likviditetstiltakene.

Finanstilsynets stresstest for 2021 viser at mange banker kan bli hardt rammet ved et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi. I stressscenarioet forutsettes at globale kapasitetsproblemer på tilbudssiden og oppdemmet etterspørsel som følge av nedstengningstiltakene fører til økt inflasjon og høyere styringsrenter internasjonalt. Dette medfører økt

inflasjon og rente også i Norge. Pengemarkedsrenter og risikopremier stiger, og verdipapir- og eiendomspriser faller kraftig. Prisstigningen forblir høy, og rentenivået avtar først mot slutten av framskrivingsperioden. Dette fører til kraftig nedgang i den økonomiske aktiviteten og betydelige utlånstap. Stresstesten viser viktigheten av at bankene opprettholder soliditeten som er bygget opp de siste årene.

Etter flere år med sterk vekst har omfanget av forbrukslån falt de siste par årene. Myndighetstiltak, blant annet forskriftsregulering av utlånspraksis og etablering av gjeldsregistre, har bidratt til nedgangen. Kvaliteten på bankenes forbrukslånsporteføljer er imidlertid kraftig forverret, og andelen misligholdte forbrukslån var høy ved utgangen av første kvartal 2021. Andelen har økt markert de siste årene til tross for at bankene har solgt misligholdte lån til inkassoselskaper. Det er fare for økte tap på forbrukslån i årene framover.

Smitteverntiltakene har påvirket husholdningenes finansielle stilling ulikt. Mens noen har opplevd inntektsbortfall, har begrensninger i mulighetene til konsum ført til økt sparing hos mange. Husholdningenes finansielle sparing steg betydelig fra 2019 til 2020. En lignende trend er sett i mange andre land. Både i Norge og internasjonalt er det et stigende antall husholdninger som investerer direkte i aksjemarkedene. Økningen er særlig sterk blant de yngre. Som et resultat av økte aksjeinvesteringer, pensjonssparing og tegning i aksjefond er norske husholdningers aksjeeksponering doblet siden 2015.

Det siste året har en vesentlig andel av noteringene i det norske markedet vært gjennomført av relativt nyetablerte foretak på handelsplattformen Euronext Growth, som er en uregulert handelsplass knyttet til Oslo Børs. Slike noteringer kan bidra til å øke disse foretakenes tilgang på risikokapital, men det er betydelig risiko forbundet med investeringer i nystartede selskaper. Tilretteleggere, handelsplass og andre profesjonelle aktører bærer derfor et stort ansvar for å sikre at relevant risiko er formidlet til mulige investorer. Investorbeskyttelsen er særlig

## OPPSUMMERING

viktig for forbrukere, som ikke har de samme forutsetninger for å vurdere investeringsrisikoen som profesjonelle investorer.

Livsforsikringsforetak og pensjonskasser har store verdipapirporteføljer, og det var betydelig variasjon i avkastningen gjennom 2020. Til tross for at mye av fallet i aksjemarkedet våren 2020 var hentet inn ved utgangen av året, falt avkastningen på kundenes midler i kollektivporteføljene i 2020. Samtidig fikk mange pensjonsforetak svekket finansiell stilling fordi nedgangen i rentene øker nåverdien av framtidige forpliktelser på produkter med garantert avkastning. Så langt i 2021 har rentene økt noe igjen, men rentenivået er fortsatt betydelig lavere enn gjennomsnittlig garantert avkastning. Samlet sett er foretakenes solvenskapitaldekning, etter fullt innfasert Solvens II, noe svekket sammenlignet med før pandemien.

Skadeforsikringsforetakene er også påvirket av koronapandemien. Finansinntektene falt i 2020, men resultatet av forsikringsdriften økte. Dette har til dels sammenheng med nedgang i biltrafikk, hurtig avverging av vann- og brannskader grunnet økt tilstedeværelse i hjem og fritidsbolig, og redusert reisevirksomhet.

Klimaendringene og overgangen til et lavutslipps-samfunn innebærer en betydelig omstilling av økonomien, med økonomiske tap i næringer og virksomheter som påvirkes negativt av endringene. Det kan også påføre finansforetakene tap. Finanstilsynet forventer at finansforetakene i sine risikostyringssystemer dekker alle vesentlige risikoer, herunder klimarisiko. Flere av bankene har inkludert generelle betraktninger om bærekraft og klimarisiko i sine styringsdokumenter. Bankene har derimot ikke kommet veldig langt i arbeidet med å vurdere klimarisiko i utlånsporteføljen. Finanstilsynet vil videreutvikle tilsynet på dette området.

En viktig funksjon for finansforetakene og verdipapirmarkedene er å allokere kapital til lønnsomme prosjekter. Manglende enhetlig informasjon om klimaeffektene ved ulike

investeringsprosjekter og om foretaks eksponering mot klimarisiko svekker finansmarkedenes muligheter til å prise klimarisiko riktig og kan føre til redusert effektivitet i kapitalallokeringen. EU publiserte i april 2021 de første tekniske kriteriene for å definere bærekraftige aktiviteter. Taksonomien legger ikke opp til nasjonale valg i gjennomføringen og vil gjelde for bedrifter og finansnæringen i hele EØS. Finanstilsynet har det siste året gjennomført kartlegginger av hvordan foretak arbeider med klimarisiko og bærekraft. Selv om mange foretak har styrket dette arbeidet vesentlig, er det et hovedinntrykk at arbeidet må intensiveres for å etterleve nye EU-krav som forventes å bli gjennomført i norsk rett innen kort tid.

Koronapandemien har økt tempoet i digitaliseringen av finansielle tjenester. Dette gir store gevinster for brukere og samfunnet, men fører også til nye sårbarheter. Omfanget av digitale angrep øker år for år, men har så langt ikke ført til større hendelser hos foretak i den norske finanssektoren. Det er likevel avdekket alvorlige sårbarheter hos enkelte foretak. Det er viktig at foretakene arbeider kontinuerlig med å styrke forsvarsverket, slik at angrep kan avverges før de får alvorlige konsekvenser.

## KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER

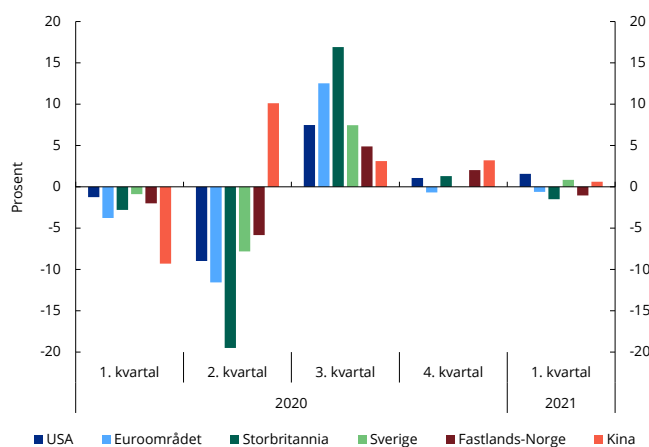
Koronapandemien førte i 2020 til at norsk økonomi gikk inn i den dypeste nedgangskonjunkturen siden andre verdenskrig. Omfattende finanspolitiske støttetiltak, rentekutt og periodevis gjenåpning har bidratt til at den økonomiske aktiviteten delvis har hentet seg inn igjen. Aktivitetsnivået er imidlertid fortsatt lavere enn det var før pandemien. Det er stor spredning mellom næringene, og arbeidsledigheten er høyere enn før pandemien. Gjelden i norske foretak har økt, og en større andel av gjelden er i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne. Boligprisene har økt vesentlig siden sommeren 2020, og husholdningenes gjeld øker igjen raskere enn inntektene. Vaksinerings har ført til bedre utsikter for verdensøkonomien, men det er betydelige forskjeller i tilgangen til vaksiner mellom land og regioner. Usikkerheten rundt utviklingen framover er stor i både norsk og internasjonal økonomi.

### INTERNASJONAL ØKONOMI

#### Veksten i verdensøkonomien øker

Veksten i verdensøkonomien tok seg opp gjennom 2020 og var særlig sterk i tredje kvartal. Utover høsten steg imidlertid antall smittede personer i store deler av verden, og nye nedstenginger bidro til at BNP-veksten avtok mot slutten av året. Så langt i 2021 har pandemien utviklet seg i mer negativ retning enn IMF og OECD la til grunn ved årsskiftet. Mer smittsomme mutasjoner førte i vinter til at smitteverntiltakene ble skjerpet i flere europeiske land. Tilbakeslag i vaksinasjonen har også svekket veksten i verdensøkonomien. Mens USA og Storbritannia hadde vaksinert en betydelig andel av befolkningen ved utgangen av mai, var andelen vesentlig lavere i EU.

#### 1.1 BNP utvalgte land, vekst fra foregående kvartal



Kilder: Refinitiv og Statista

Etter betydelig oppgang i arbeidsledigheten har ledigheten avtatt i takt med økt aktivitet. Nivået er likevel fortsatt høyere enn før pandemien i de aller fleste land. Arbeidsledigheten har særlig rammet grupper med lav utdannelse og inntekt.

Konsumprisveksten i avanserte økonomier sett under ett har tatt seg opp så langt i 2021, mens den har vært svakt avtakende i framvoksende økonomier.

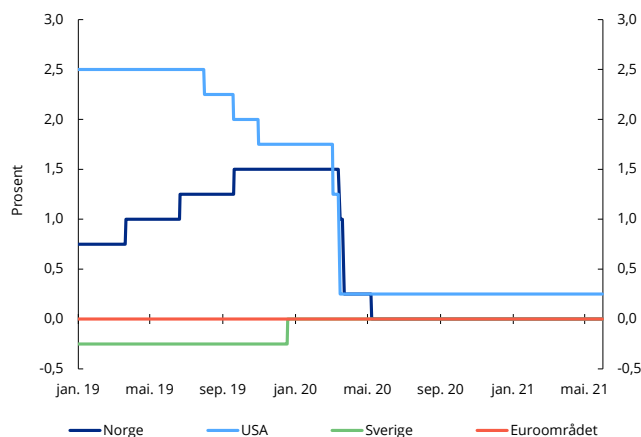
#### Store forskjeller mellom land

Det er betydelige forskjeller mellom land, og veksten var svak hos de fleste av Norges viktigste handelspartnere mot slutten av fjoråret, se figur 1.1. I euroområdet og Sverige falt produksjonen i fjerde kvartal. Nedgangen fortsatte i første kvartal 2021 i euroområdet, mens det var oppgang i svensk BNP. I 2020 var nedgangen i britisk økonomi større enn noen gang siden andre verdenskrig som følge av omfattende smitte i befolkningen, men også usikkerhet rundt Brexit bidro til den negative utviklingen. Nedgangen fortsatte i første kvartal 2021, med fall i BNP på 1,5 prosent fra foregående kvartal. Kina har hatt oppgang i produksjonen de siste fire kvartalene. Veksten har imidlertid avtatt og var lav i første kvartal 2021.

#### Internasjonal handel er tilbake på samme nivå som før pandemien

Internasjonal handel falt brått og kraftig i mars 2020. Utviklingen snudde relativt raskt, og siden sommeren har handelen økt hver måned. Større etterspørsel etter

### 1.2 Styringsrenter, utvalgte land



Kilde: Refinitiv

medisinsk utstyr og elektronikk som følge av pandemien har bidratt til økt eksport fra og import til Kina. Oppgang i husholdningenes varekonsum har også bidratt til økt handel mellom land, mens tjenestekonsumet fortsatt er lavt. Internasjonal handel var i første kvartal 2021 tilbake på samme nivå som før pandemien. Kapasitetsproblemer i skipsfarten kan dempe veksten i internasjonal varehandel framover.

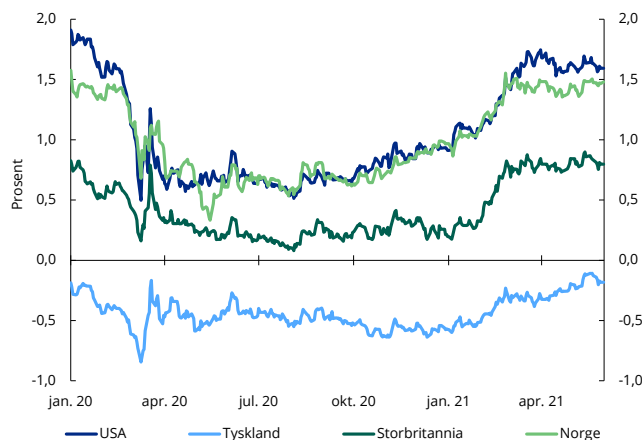
#### Kraftige økonomiske tiltak

IMF anslø i april 2021 at de samlede finanspolitiske tiltakene som er annonsert de siste tolv månedene for å dempe effekten av pandemien, utgjør nær 16 prosent av globalt BNP. Tiltakene omfatter garantier, lån, økte offentlige utgifter og skattelettelser. Stimulansene er størst i de avanserte økonomiene og de store framvoksende økonomiene. Stimuleringstiltakene i 2021 er anslått til rundt 6 prosent av BNP i de avanserte økonomiene, men det er store forskjeller mellom landene. I USA ble det i mars vedtatt en finanspolitisk tiltakspakke som tilsvarer drøyt 8,5 prosent av BNP. I mange framvoksende økonomier og utviklingsland er det finanspolitiske handlingsrommet begrenset.

#### Fortsatt rekordlave styringsrenter, men økning i statsobligasjonsrentene

Pengepolitikken er fortsatt svært ekspansiv. Sentralbanker i flere land senket styringsrentene raskt våren 2020 som svar på den økonomiske nedgangen, se figur 1.2. Prisingen i terminmarkedet indikerer nå

### 1.3 Renter, 10-årige statsobligasjoner



Kilde: Refinitiv

forventninger om at styringsrentene i flere land vil øke rundt årsskiftet 2022/2023.

Gjennom pandemien har massive kvantitative lettelser fra flere sentralbanker tilført betydelig likviditet i markedene og bidratt til å drive opp prisene på blant annet statsobligasjoner. Statsobligasjonsrentene falt markant i mars og forble lave gjennom siste halvår av 2020, se figur 1.3. Så langt i 2021 har rentene på blant annet amerikanske, tyske og britiske statsobligasjoner økt, og rentenivået er nå som før pandemien. Renteoppgangen kan skyldes forventninger om både høyere vekst og høyere inflasjon.

#### Oppgang i aksjemarkedene

Koronautbruddet førte til et umiddelbart og kraftig fall i aksjemarkedene, se figur 1.4. Markedene hentet seg relativt raskt inn igjen. Aksjekursene har så langt i 2021 økt ytterligere i de avanserte økonomiene. I Kina var det et betydelig fall i aksjekursene i første kvartal i år, men kursene er fortsatt høyere enn før pandemien. Prisene i det amerikanske aksjemarkedet har i gjennomsnitt steget mye og er betydelig høyere enn før pandemien. I Europa er aksjemarkedet nå tilbake på samme nivå som før fallet fra mars 2020. Se kapittel 4 for nærmere omtale av verdipapirmarkedene.

#### Økte råvarepriser

Prisene på viktige norske eksportvarer har økt det siste halvåret. Gode vaksinenyheter og økt vekst i Asia bidro til at oljeprisen ble doblet fra november 2020 til



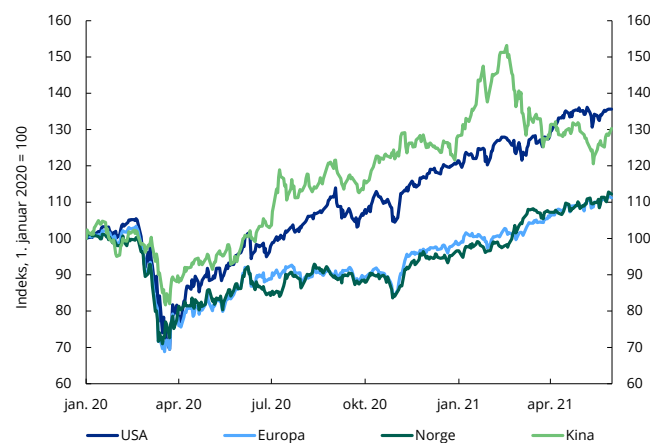
mars 2021. De to siste månedene har prisen vært relativt stabil, og ved utgangen av mai var oljeprisen nær 70 dollar per fat. Mens det særlig er prisene på energivarer som har steget som følge av forventet høyere økonomisk vekst, har også prisene på metaller økt betydelig siden mars i fjor. Siden bunnpunktet våren 2020 har prisen på aluminium steget med hele 72 prosent og er 38 prosent høyere enn før pandemien. Prisen på fersk laks falt kraftig høsten 2020 og holdt seg lav store deler av vinteren. Gjennom våren har det vært en oppgang i lakseprisen, som ved utgangen av mai 2021 lå på om lag samme nivå som i mars 2020. Også øvrige matvarepriser har økt og er betydelig høyere enn før pandemien. Økte råvarepriser og en dobling av fraktratene siden inngangen til 2021 bidrar til økte kostnader og kan føre til høyere konsumprisvekst framover.

### Stor usikkerhet om utviklingen framover

Det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i verdensøkonomien. IMF peker på at den videre utviklingen vil påvirkes av pandemiens forløp og eventuelle endringer i de politiske tiltakene som er iverksatt for å dempe de økonomiske konsekvensene. I tillegg vil utviklingen i finansmarkedene og råvareprisene ha vesentlig betydning. I mange land økte smitten ved årsskiftet og inn i 2021. Det er også betydelig variasjon i utsiktene for vaksinasjon av utsatte grupper. IMF legger til grunn at massevaksinasjon av befolkningen i de fleste av de avanserte og i noen av de framvoksende økonomiene vil være gjennomført i løpet av sommeren 2021. For øvrige land antas det at størstedelen av befolkningen ikke vil være vaksinert før ved utgangen av 2022. Mange uvaksinerte i store regioner kan føre til asymmetrisk innhenting i verdensøkonomien. IMF peker på at risikoen er særlig stor dersom normalisering av den økonomiske politikken gir økte renter og påfølgende kapitalstrøm fra framvoksende til avanserte økonomier.

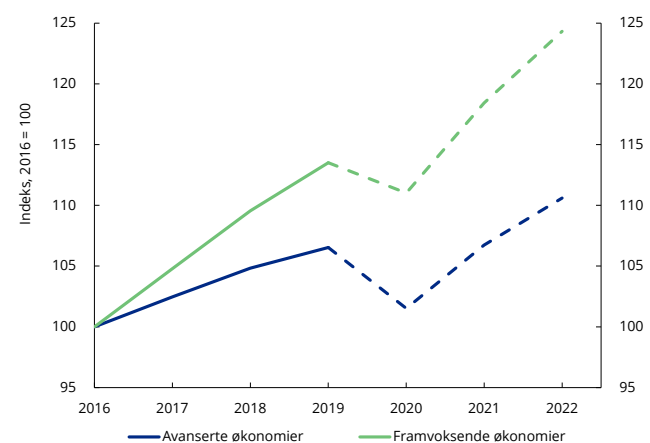
IMF og OECD anslår at verdens BNP falt med nær 3,5 prosent i 2020. Nedgangen er noe mindre enn anslått høsten 2020 som følge av høyere vekst mot slutten av året. Begge institusjonene venter at veksten

### 1.4 Aksjer, totalavkastningsindekser, utvalgte land



MSCI-Indekser. Kilde: Refinitiv

### 1.5 Utviklingen i verdensøkonomien (BNP)



Kilder: IMF og Refinitiv

globalt tar seg opp til mellom 5,8 og 6 prosent i 2021, og at den blir 4,4 prosent i 2022. Mens produksjonen krympet i alle land med unntak av Kina i 2020, ventes det nå positiv vekst i alle land i inneværende år. Det ligger imidlertid an til store forskjeller mellom ulike land og regioner, se figur 1.5. Blant de avanserte økonomiene er det ventet mye høyere vekst i USA enn i euroområdet. Det forventes særlig kraftig vekst i framvoksende økonomier. Dette anslaget drives i betydelig grad av høy forventet vekst i India, men må anses som meget usikkert på grunn av den store sykdomsspredningen i landet den siste tiden.

OECD har som følge av den store usikkerheten laget to alternative utviklingsbaner for veksten i global økonomi. Raskere vaksinasjon kan dempe

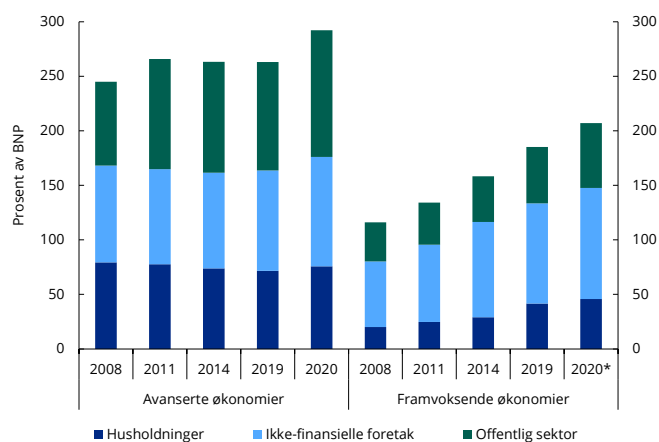
smitteverntiltakene og gi optimisme i bedrifter og husholdninger. I et scenario med hurtigere gjenåpning og nedgang i sparingen anslår OECD at veksten i verdensøkonomien vil øke med 0,7 prosentpoeng i inneværende år og 1,5 prosentpoeng i 2022. WHO anslår at over 80 prosent av vaksinene hittil har blitt kjøpt av høyinntektsland som har en liten andel av verdens befolkning. Det er sannsynlig at lav vaksineringsgrad globalt vil føre til at pandemien varer lenger. OECDs beregninger viser at dersom vaksineringen trekker i langdrag, kan veksten bli nær 0,8 prosentpoeng lavere enn antatt i 2021 og opp mot 1,5 prosentpoeng lavere i 2022. Dersom dette scenarioet inntreffer, vil det ta lengre tid før produksjonen er tilbake på samme nivå som før krisen, og faren for langvarige negative effekter av pandemien vil øke.

### Fare for "arrdannelser" i økonomien

Varigheten av pandemien og håndteringen av den vil ha vesentlig betydning for utviklingen i verdensøkonomien på mellomlang sikt og i hvor stor grad det oppstår såkalte arrdannelser i økonomien. Pandemien har i betydelig grad rammet unge arbeidstakere med lav utdanning og svak tilknytning til arbeidsmarkedet. Det er fare for at mange av disse vil falle ut av arbeidsmarkedet permanent, noe som vil gi økt strukturell ledighet som følge av gap mellom arbeidstakernes kvalifikasjoner og bedriftenes behov.

Gjenoppblussingen av pandemien i begynnelsen av 2021 har økt usikkerheten og kan føre til redusert konsum i husholdningene og lavere investeringer i foretakene. Strukturelle endringer forårsaket eller framskyndet av pandemien kan etter hvert gi opphav til flere konkurser og høyere arbeidsledighet. Selv om strukturelle endringer er nødvendige for å få ny oppgang i økonomien på sikt, kan overgangen føre til en langvarig periode med lavere vekst. Sårbarheter bygget opp gjennom de senere årene, som høy gjeld i både offentlig og privat sektor i flere land, kan bidra til å dempe økonomisk vekst og forlenge omstillingsperioden. Politiske spenninger og handelsrestriksjoner mellom land kan også bidra til lavere vekst enn forventet i lang tid.

### 1.6 Global gjeld



\*Per tredje kvartal. Kilde: Bank for International Settlement (BIS)

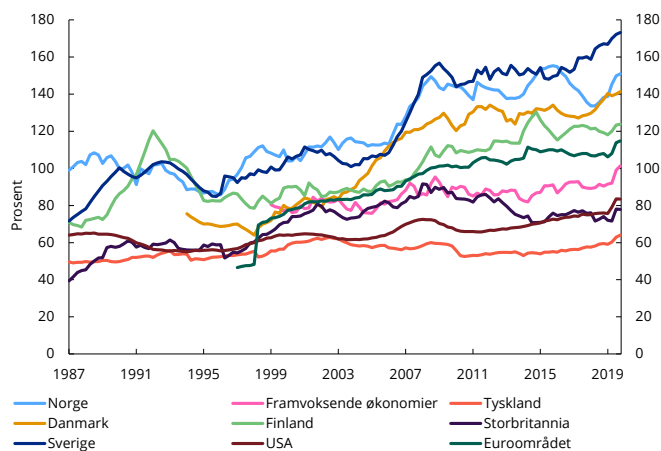
### Pandemien har bidratt til økt risiko for finansiell ustabilitet

Ekstraordinære finanspolitiske tiltak, nullrente og betydelig likviditetstilførsel fra sentralbanker har dempet tilbakeslaget i global økonomi. Det har også bidratt til betydelig oppgang i aksjemarkedene og lave risikopremier. ECB og IMF mener at en tilsynelatende frikobling mellom realøkonomi og finansmarkeder utgjør en viktig risikofaktor som har blitt forsterket det siste halvåret. Større tro på økonomisk oppgang har ført til økte renter på lange statsobligasjoner, særlig i USA. Ifølge IMF kan ytterligere renteøkning kombinert med eventuelle negative hendelser føre til et omslag i investorsentimentet og sterk prisnedgang i aksjemarkedene, høy volatilitet og vanskeligere tilgang til finansiering for ikke-finansielle foretak. Forsikringsforetakene vil også kunne påvirkes negativt gjennom verdifall i aksje-, obligasjons- og eiendomsporteføljer, og bankenes finansieringskostnader kan øke.

### Gjeldsnivået øker i mange land

Flere land hadde store budsjettunderskudd og høy gjeld før koronapandemien rammet. Mange land har også betydelige langsiktige utfordringer som følge av en aldrende befolkning. De finanspolitiske stimulerings tiltakene økte den offentlige gjelden kraftig i 2020, se figur 1.6. Dette reiser spørsmål om de offentlige finansene i enkelte land er bærekraftige. I euroområdet utgjorde gjelden i offentlig forvaltning ifølge IMF nær 97 prosent av samlet BNP i 2020, og det

### 1.7 Gjeld i prosent av brutto nasjonalprodukt (BNP). Kvartalstall 1987-2020. Ikke-finansielle foretak



Kilde: Bank for International Settlement (BIS)

er ventet ytterligere noe økning i 2021. Det er imidlertid store forskjeller mellom landene. Gjeld i offentlig forvaltning utgjør i underkant av 70 prosent av BNP i Tyskland, mens tilsvarende tall for Italia er 155 prosent. Også Hellas, Portugal og Spania har høy gjeld. I USA har den offentlige gjeldsandelen økt med over 21 prosentpoeng siden 2017, og IMF anslår at gjelden vil øke ytterligere og utgjøre nær 133 prosent av BNP i 2021. Utviklingen må ses i lys av de store finanspolitiske stimuleringspakkene.

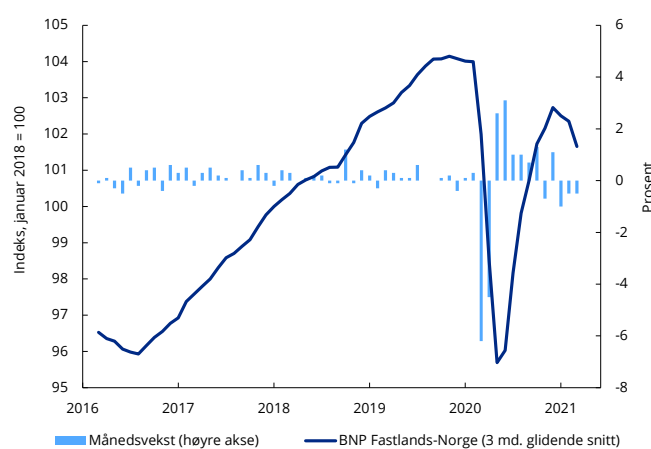
#### Vedvarende risiko knyttet til høy husholdningsgjeld i flere land

Det er fortsatt en betydelig risiko forbundet med høy husholdningsgjeld i flere land. Særlig gjelder det Kina, men også i land som Danmark, Nederland, Sveits, Canada og Australia har husholdningene høy gjeld. Ulike støttetiltak under pandemien og fortsatt prisvekst i boligmarkedene har hjulpet husholdningene gjennom perioder med nedstenging, men IMF påpeker at gjeldsbetjeningssevnen hos mange husholdninger er forverret som følge av økt gjeldsopptak, herunder for å dekke opp for inntektstap.

#### Kraftig oppgang i private foretaks gjeld

Stimuleringstiltak har i mange land bidratt til å forhindre konkurser i ikke-finansielle foretak, men har ikke bidratt til å redusere gjeldsbyrden i mange foretak. I flere land var gjelden i ikke-finansielle foretak i utgangspunktet på et høyt nivå og

### 1.8 BNP Fastlands-Norge, månedstall



Sesongjustert. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

har økt ytterligere under pandemien, se figur 1.7. Høy og økt gjeld innebærer at mange foretak vil være svært utsatt ved redusert etterspørsel, høyere rente eller andre forhold som svekker gjeldsbetjeningssevnen. ECB påpeker at omfanget av mislighold og konkurser kan øke vesentlig i de mest utsatte næringene og føre til vanskeligheter for en allerede presset banksektor i flere land, særlig i Europa, der inntjeningen i lengre tid har vært svak og misligholdet allerede er høyt.

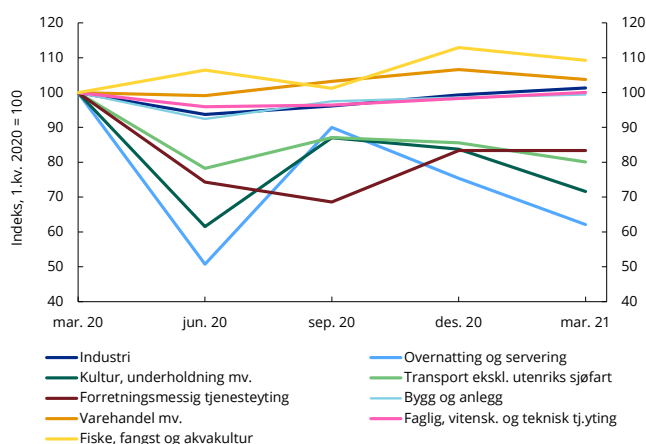
## NORSK ØKONOMI

### Norsk økonomi er fortsatt preget av pandemien

I Norge har den økonomiske aktiviteten delvis hentet seg inn etter det kraftige fallet i mars og april 2020. Aktivitetsnivået er likevel fortsatt lavere enn det var før pandemien, se figur 1.8. I starten av 2021 førte økt smitte og nye restriksjoner til at den økonomiske aktiviteten igjen avtok. BNP for Fastlands-Norge falt med 1 prosent fra fjerde kvartal 2020 til første kvartal 2021. Ved utgangen av mars 2021 var produksjonen rundt 3 prosent lavere enn før pandemien rammet økonomien.

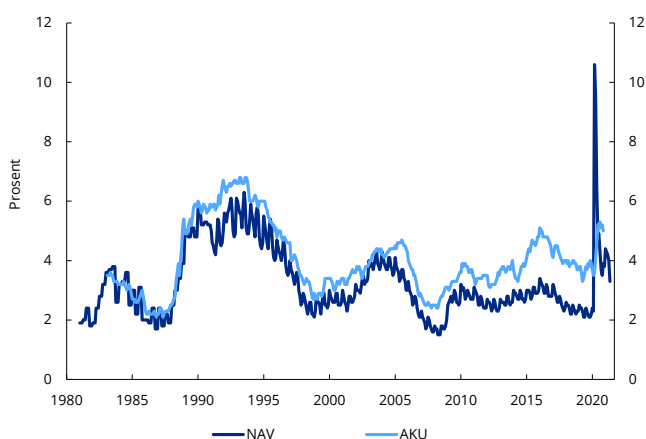
Mange tjenestenæringer har vært hardt rammet av nedstenginger og restriksjoner det siste året. Det er særlig tjenester knyttet til underholdning, overnatting og servering som har falt mye, se figur 1.9. Varehandel, industriproduksjon og bygg- og anleggsvirksomhet har derimot holdt seg på et høyt nivå gjennom pandemien.

### 1.9 Bruttoproduksjon, utvalgte næringer



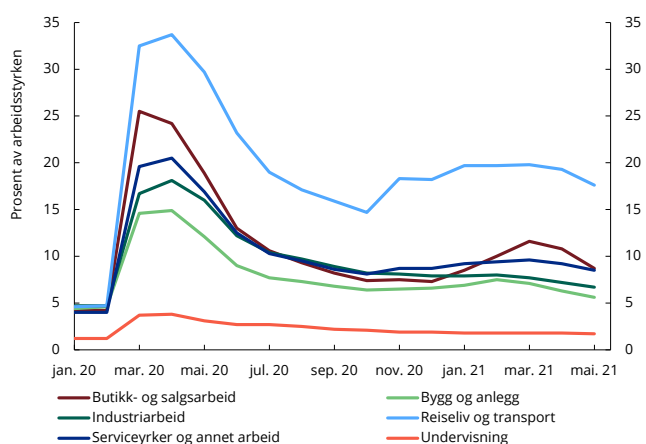
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

### 1.10 Arbeidsledighet, helt ledige



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Refinitiv

### 1.11 Helt eller delvis ledige, utvalgte yrker



Kilde: NAV

Som følge av økt vaksinerings og gjenåpning av økonomien ventes veksten i norsk økonomi å ta seg klart opp i 2021 og 2022. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til vaksinens effekt mot påviste og framtidige virusmutasjoner, og til vaksinens varighet. Selv med økte leveranser vil det ta noe tid før en oppnår tilstrekkelig vaksinedekning, spesielt dersom barn og ungdom ikke vaksineres. Selv om smitteverntiltakene nå gradvis bygges ned, har helsemyndighetene varslet at en del restriksjoner vil være nødvendige i lang tid framover. Dermed vil det også kunne ta lang tid før arbeidsledigheten og den økonomiske aktiviteten er tilbake på et mer normalt nivå.

### Fortsatt mange permitterte

Arbeidsledigheten har sunket betraktelig siden toppen våren 2020, men er fortsatt klart høyere enn før koronakrisen, se figur 1.10. Mesteparten av økningen skyldes at det fortsatt er mange helt eller delvis permitterte. Finanspolitiske tiltak og målrettede støtteordninger har bidratt til å dempe økningen i ledigheten og samtidig holdt husholdningenes inntekter oppe. Langvarig ledighet kan føre til at sårbare arbeidstakere varig faller utenfor arbeidsmarkedet. Dette kan øke sannsynligheten for og konsekvensene av økonomisk arrdannelse, som omtalt i første del av dette kapittelet.

Arbeidsledigheten i ulike yrker gjenspeiler de sektorvise forskjellene i den økonomiske aktiviteten. Andelen ledige har steget særlig mye innen reiseliv og transport, butikk- og salgsarbeid og andre serviceyrker, se figur 1.11. I mai var andelen helt eller delvis arbeidsledige innen reiseliv og transport på nesten 18 prosent av arbeidsstyrken i sektoren. Arbeidsledigheten har steget minst innen undervisning og akademiske yrker samt helse, pleie og omsorg.

### Høy gjeldsbelastning i husholdningene

Gjeldsbelastningen i norske husholdninger er høy, både historisk og sammenlignet med andre land. Lave renter har stimulert husholdningenes låneetterspørsel, og andelen husholdninger med høy gjeldsgrad har økt de siste årene. Mange husholdninger er dermed sårbare for renteøkning, inntektsbortfall og prisfall på boliger. Husholdningenes samlede gjeld anslås å

tilsvare 125 prosent av Fastlands-BNP og 236 prosent av husholdningenes disponible inntekt, se figur 1.12.

Det lave rentenivået har bidratt til at husholdningenes gjennomsnittlige rentebelastning, målt som renteutgifter i prosent av disponibel inntekt utenom renteutgifter, har falt til et historisk lavt nivå. Norges Bank har signalisert at styringsrenten mest sannsynlig vil bli satt opp i løpet av andre halvår 2021 og legger til grunn en noe raskere renteoppgang enn tidligere kommunisert, se figur 1.13. Kun en svært liten andel av husholdningenes gjeld har fast rente. Økt rentenivå vil derfor raskt slå ut i økte renteutgifter.

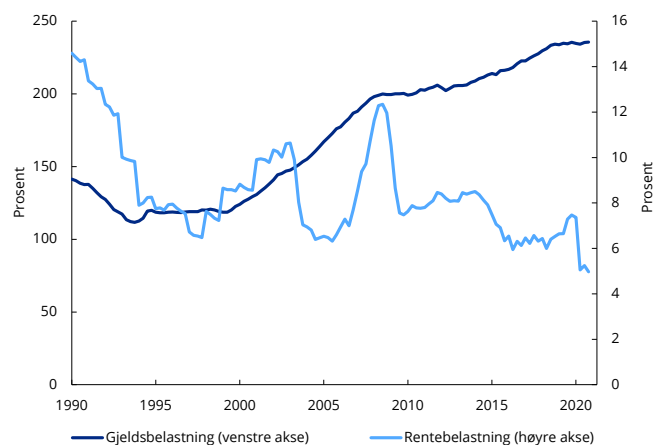
Utviklingen i husholdningenes gjeld er nært forbundet med utviklingen i boligprisene. Høyere boligpriser fører til stigende boligformue og dermed mulighet til å ta opp større lån med pant i bolig. Den økte kreditttilgangen gir mulighet til å kjøpe enda dyrere boliger, og den gjensidige avhengigheten har over tid bidratt til sterk vekst i både gjeld og boligpriser, se figur 1.14.

I en rapport om norsk økonomi i april 2021 gjentok IMF tidligere advarsler om at høy gjeldsbelastning i husholdningene og høye boligpriser er blant de viktigste risikofaktorene for finansiell stabilitet i Norge. IMF mener videre at boligprisveksten bør dempes gjennom pengepolitiske, skattepolitiske og strukturelle tiltak samt spesifikke tiltak rettet mot finanssektoren for å bedre balansen mellom tilbud og etterspørsel. I rapporten framheves det at dersom boligprisveksten ikke avtar og andre målrettede tiltak ikke iverksettes, bør myndighetene vurdere å stramme inn utlånsforskriften.

### Sterk boligprisvekst

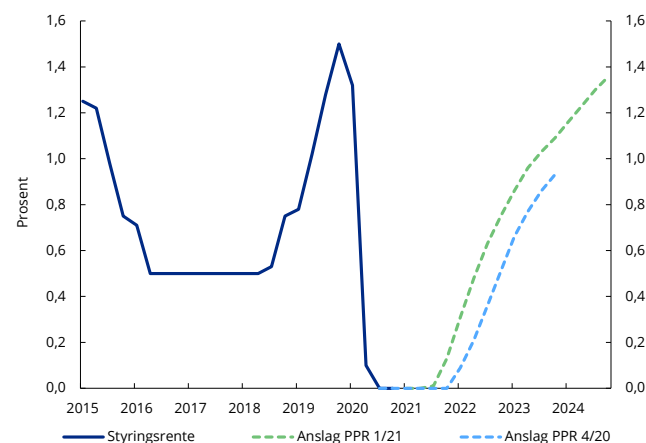
Boligprisene i Norge har økt mye over lang tid og betydelig mer enn disponibel inntekt per innbygger, se figur 1.15. Rentenedsettelsen våren 2020 har trolig stimulert etterspørselen i boligmarkedet ytterligere. Ved utgangen av april 2021 var tolv månedersveksten 12,2 prosent.

### 1.12 Husholdningenes gjeldsbelastning og rentebelastning



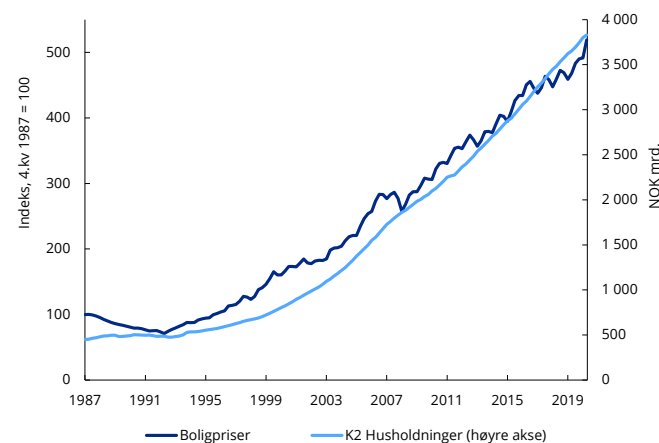
Siste observasjon fjerde kvartal 2020. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

### 1.13 Norges Banks rentebane



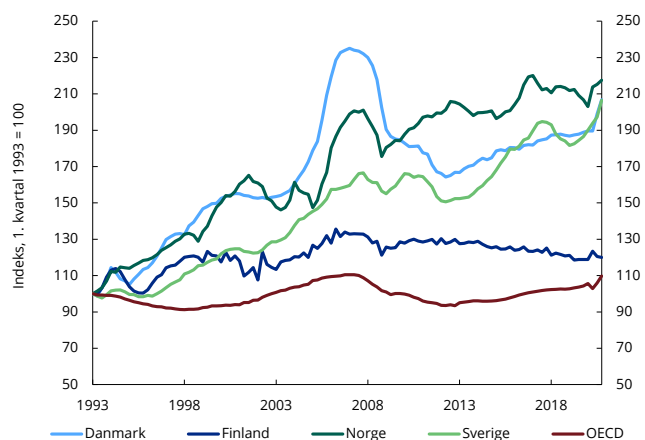
Kilde: Norges Bank

### 1.14 Boligpriser og husholdningers gjeld (K2)



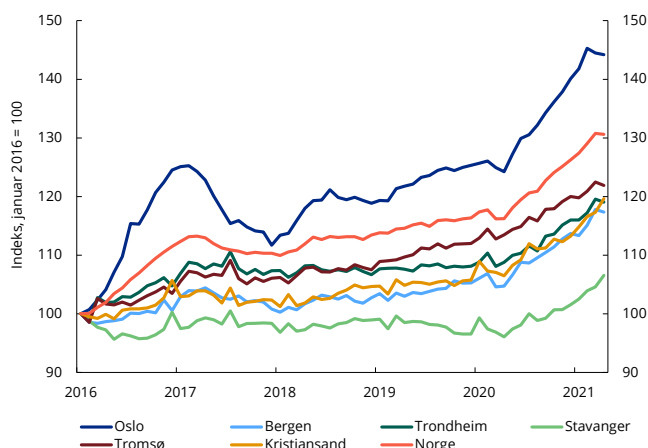
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

### 1.15 Boligpriser deflatert med disponibel inntekt per innbygger



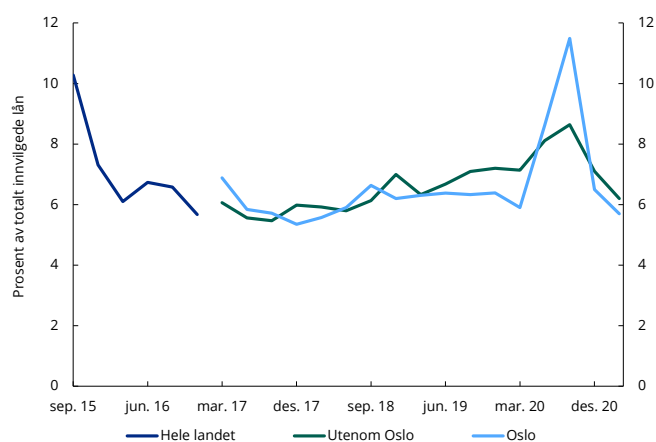
Kilde: OECD

### 1.16 Boligpriser, utvalgte byer



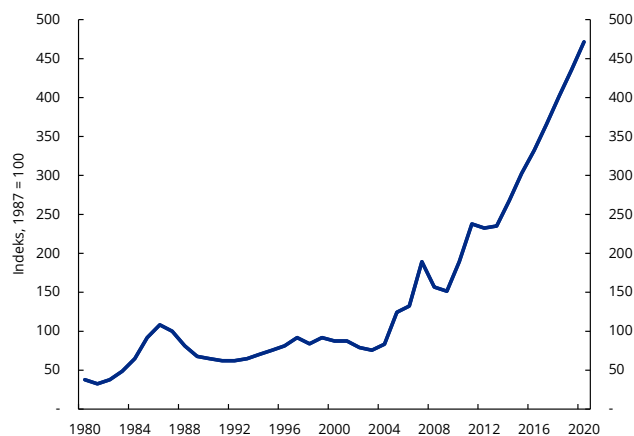
Kilder: Eiendom Norge, Finn.no, Eiendomsverdi og Refinitiv

### 1.17 Innvilgede lån utover kravet i boliglånforskriften



Kvartalsdata. Kilde: Finanstilsynet

### 1.18 Prisindikator for næringseiendom



Basert på kontoreiendom med høy standard sentralt i Oslo. Kilder: OPAK, Dagens Næringsliv, Entra og Finanstilsynet

Boligprisene har steget betydelig i alle de største byene, se figur 1.16. Veksten har vært aller sterkest i Oslo, hvor årsveksten i april 2021 var 15,7 prosent. Dette til tross for at det i Oslo ble registrert netto utflytting i 2020 for første gang siden 2000.

For å gi bankene økt rom for å gi utsatte husholdninger avdragsutsettelse i nye låneavtaler ble fleksibilitetskvotene i boliglånforskriften midlertidig økt til 20 prosent i andre og tredje kvartal 2020. Rapporter fra de største finansforetakene og filialer av utenlandske foretak viser at andelen innvilgede boliglån som gikk utover kravene i boliglånforskriften, økte markant i løpet av denne perioden, se figur 1.17. Økningen var spesielt stor i Oslo. I første kvartal 2021 var disse andelen redusert til 6,2 prosent for lån med pant i bolig utenfor Oslo og 5,7 prosent for lån med pant i bolig i Oslo.

### Høye priser for næringseiendom

Prisene på næringseiendom har økt mye over mange år. Finanstilsynets prisindikator for næringseiendom viser at prisene fortsatte å stige også i 2020, se figur 1.18. Prisindikatoren er basert på kontoreiendom med høy standard sentralt i Oslo, hvor prisene nå ligger på et historisk høyt nivå etter å ha steget sammenhengende siden 2013. Dette segmentet er en viktig indikator for den sårbarheten som næringseiendom utgjør for det finansielle systemet, ettersom bankene har særlige store utlån med pant i kontoreiendom i Oslo.

Meldinger fra bransjen tyder også på at leieprisene jevnt over har holdt seg bedre oppe enn utviklingen i realøkonomien kunne tilsi. Det har trolig sammenheng med at flere av bransjene som er blant de største brukerne av kontorlokaler, har klart seg relativt godt gjennom krisen. For foretak som ble hardt rammet, har støttetiltakene bidratt til å opprettholde evnen til å betjene løpende faste kostnader, som husleie og gjeldsbetjening.

Statistikk fra eiendomsmeidlerne viser at både antallet transaksjoner og gjennomsnittlig pris per transaksjon falt markert i første halvår 2020. Nedgangen ble imidlertid mer enn hentet inn igjen i andre halvår 2020. Samlet var transaksjonsvolumet i 2020 det høyeste som er rapportert siden 2007, se figur 1.19.

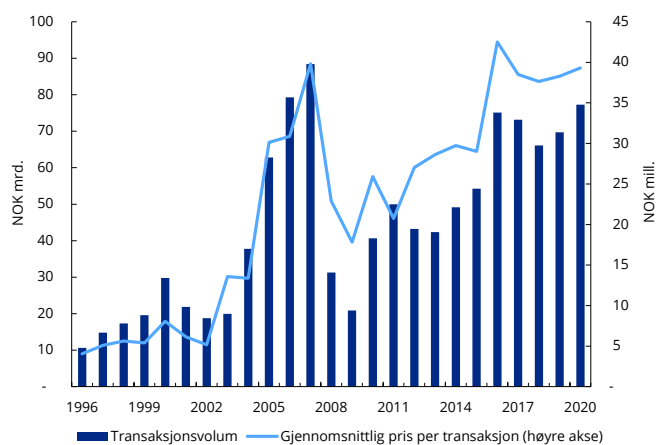
Høye næringseiendomspriser utgjør en betydelig sårbarhet for finansiell stabilitet i Norge. Mange av de største bankene er sterkt eksponert mot næringseiendomsselskaper, som står for den største andelen av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak. IMF peker i sin siste gjennomgang av norsk økonomi på at pandemien har økt risikoen innen næringseiendom ettersom framtidig etterspørsel etter kontor- og butikklokaler, samt hoteller, kan bli varig svekket. Også forsikringsforetakene har betydelige investeringer i næringseiendom. Utviklingen i markedet for næringseiendom, og i selskapene som opererer innen næringseiendom, er dermed viktig for inntjeningen og soliditeten i en rekke finansforetak, se nærmere omtale i kapittel 2 og 3.

### Gjeldsbetjeningsevnen har svekket seg kraftig i flere næringer etter koronapandemien

Historisk har størsteparten av bankenes utlånstap kommet på utlån til ikke-finansielle foretak. Utviklingen i ikke-finansiell sektor er derfor viktig. Deler av næringslivet i Norge har blitt hardt rammet av koronapandemien.

Finanstilsynet har analysert næringslivets gjeldsbetjeningsevne med utgangspunkt i 2020-regnskapene til de norske børsnoterte selskapene og brukt dette til å framskrive utviklingen til de ikke-børsnoterte selskapene i samme næring. Beregningene indikerer

### 1.19 Næringseiendom, transaksjonsdata



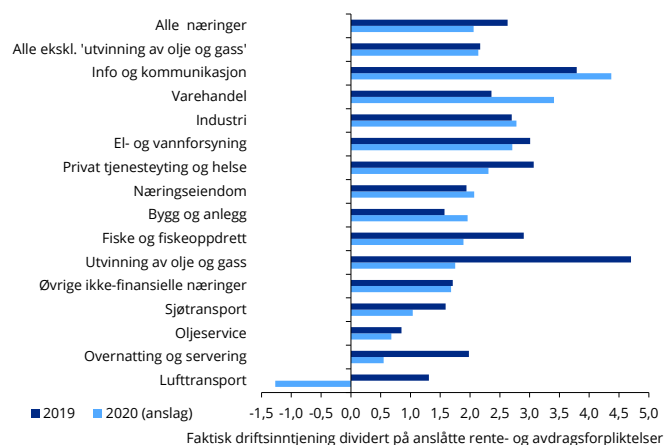
Kilde: Finanstilsynet

at driftsinntjeningen, målt som salgs- og andre driftsinntekter minus driftskostnader eksklusive av- og nedskrivninger (EBITDA), svekket seg kraftig i flere næringer i 2020 sammenlignet med 2019.

Svekkelsen var størst i 'lufttransport', 'overnatting og servering', 'utvinning av olje og gass', 'sjøtransport' og 'oljeservice'. Utviklingen var imidlertid todelt. I 'varehandel', 'informasjon og kommunikasjon', 'bygg og anlegg' og 'industri' forbedret driftsinntjeningen seg i 2020. Det er betydelig usikkerhet knyttet til tallene for 'bygg og anlegg' og 'varehandel' ettersom de børsnoterte selskapene i disse næringene utgjør en liten andel av næringene samlet sett.

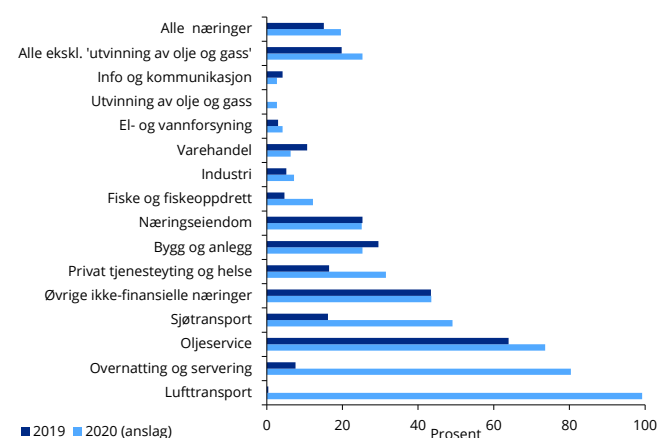
Driftsinntjeningen til de norskregistrerte selskapene notert på Oslo Børs innenfor 'utvinning av olje og gass', 'oljeservice' og 'fiske og fangst' forbedret seg i første kvartal innværende år sammenlignet med fjerde kvartal 2020. Forbedringen skyldes blant annet høyere pris på olje og laks. 'Oljeservice' hadde fortsatt mye gjeld i forhold til driftsinntjening ved utgangen av første kvartal. I de fleste øvrige hovednæringer svekket driftsinntjeningen seg i første kvartal sammenlignet med foregående kvartal. Andre kvartal har så langt også vært preget av nedstenginger og strenge smitteverntiltak. I lys av den gradvise gjenåpningen i Norge og enkelte andre land, er det ikke urealistisk å anta at inntjeningen i flere av næringene forbedrer seg noe i andre kvartal sammenlignet med første kvartal.

**1.20 Gjeldsbetjeningsindikator\*. Norskregistrerte aksjeselskap**



\* Faktisk driftsinntjening (EBITDA) dividert på anslåtte rente- og avdragsforpliktelse. Høyt forholdstall indikerer god betjeningsevne og vise versa. Indikatoren bør over tid være betydelig større enn 1. Kilde: Finanstilsynet

**1.21 Sum total gjeld i foretak med gjeldsbetjeningsindikator lavere enn 1 som andel av sum total gjeld i næringsen. Norskregistrerte aksjeselskap**



Kilde: Finanstilsynet

Et sentralt spørsmål er i hvilken grad svekkelsen i driftsinntjeningen har påvirket foretakenes gjeldsbetjeningsevne. Driftsinntjeningen dividert på netto rentekostnader og anslåtte avdragsforpliktelse er én indikator på gjeldsbetjeningsevnen.<sup>1</sup> Basert på Finanstilsynets anslag svekket gjeldsbetjeningsindikatoren seg i de fleste næringer i 2020, se figur 1.20. I 'lufttransport', 'overnatting og servering' og 'oljeservice' var gjeldsbetjeningsindikatoren lavere enn 1, som innebærer at driftsinntjeningen ikke var

stor nok til å dekke renter og normale avdrag, mens den kun var marginalt større enn 1 i 'sjøtransport'.

Gjeldsbetjeningsindikator lavere enn 1 betyr ikke automatisk at selskapet misligholder sine betalingsforpliktelse. Bruk av likvide midler og utsettelse av betalingsforpliktelse kan innebære at selskapet unngår mislighold på kort og kanskje mellomlang sikt. På lengre sikt må imidlertid driftsinntjeningen tilfredsstillende kravet til driftsinntjening.<sup>2</sup> Vedvarende utsettelse av betalingsforpliktelse kan skape såkalte "zombie"-selskap.<sup>3</sup> En slik utvikling kan bidra til å svekke produktivitet, innovasjonstakt og konkurransekraft i næringslivet.

**En større andel av gjelden er i foretak med svak gjeldsbetjeningsevne**

Næringslivet i Norge har tidligere vist god omstillingsevne. Selv om omstillinger innebærer nye utfordringer, er det realistisk å anta at de fleste sterke og middels sterke foretak enten opprettholder god betjeningsevne eller forbedrer betjeningsevnen når pandemien etter hvert kommer under kontroll. Mange av de svakeste selskapene går imidlertid usikre og utfordrende tider i møte, også etter at pandemien er tilbakelagt. Samlet gjeld i selskaper (utenom 'utvinning av olje og gass') med gjeldsbetjeningsindikator mindre enn 1 (svak gjeldsbetjeningsevne) som andel av samlet gjeld i alle selskap, økte fra om lag 19 til 25 prosent i 2020, se figur 1.21. Det utgjør om lag 200 mrd. kroner i total gjeld. Som vist i figuren er det store næringsvise forskjeller.

**Gjeldsbetjeningsevnen har svekket seg i mange næringer, også internasjonalt**

IMF har nylig publisert en analyse som blant annet viser at mer enn 60 prosent av de europeiske bankenes utlån er til næringer som er hardt rammet av pandemien.<sup>4</sup> En analyse fra OECD indikerer at gjeld i ikke-finansielle foretak med svak betjeningsevne har økt markant i mange land de siste årene, og at koronapandemien har bidratt til ytterligere forverring.<sup>5</sup> OECD-analysen inneholder også en stresstest av foretakene som indikerer at en ytterligere reduksjon i



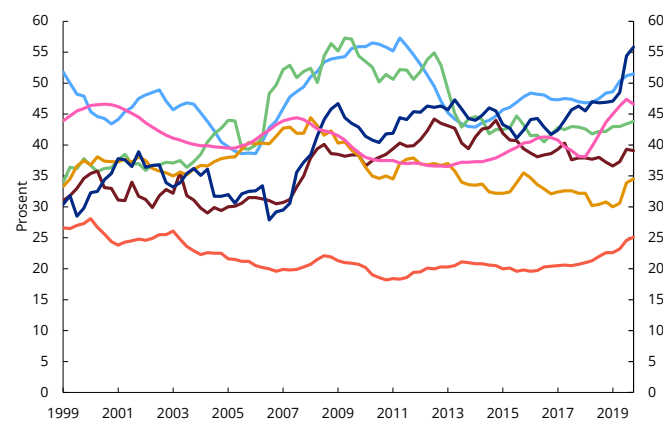
driftsinntjeningen (EBITDA) og økning i lånerenten vil være dramatisk for de mest belånte foretakene, spesielt i USA, Kina og de framvoksende økonomiene.

### Norske ikke-finansielle foretak har høy rente- og avdragsbelastning

Hverken IMF- eller OECD-analysen publiserer separate tall for Norge. BIS har imidlertid etablert en database som gjør det mulig å sammenligne indikatorer for gjeldsbetjeningssevne og gjeld i forhold til verdiskaping i mange land, herunder Norge.<sup>6</sup> Til tross for at BIS har forsøkt å harmonisere tallene, er det fortsatt usikkerhet knyttet til sammenligninger mellom land. Ifølge BIS-tallene kan det synes som om norske ikke-finansielle foretak har høy rente- og avdragsbelastning sammenlignet med foretak i mange land det er naturlig å sammenligne seg med, se figur 1.22.<sup>7</sup> Det indikerer at norske ikke-finansielle foretak generelt er mer følsomme for svekkelser i driftsinntektene og økninger i rentenivået enn foretak i mange andre land. Det er uklart hvorfor de norske foretakene tilsynelatende har relativt mye gjeld i forhold til verdiskaping og inntjening. En mulig årsak kan være at norsk næringsliv, med noen næringsvise unntak, har gått svært godt i mange år, og at optimismen generelt har vært sterk. Beslutninger om å innvilge lån blir ofte tatt med bakgrunn i historisk og forventet utvikling. I mange andre land har næringslivet hatt mer varierende utvikling, som kan ha bidratt til at banker og andre långivere i perioder har vært mer forsiktige med å yte lån.

Næringslivet i Norge er relativt sterkt avhengig av oljesektoren, som innebærer utfordringer knyttet til klima og omstillingen til et lavutslippssamfunn.<sup>8</sup> Sårbarheten til det ikke-finansielle næringslivet i Norge kan forsterkes ytterligere av at norske husholdninger har mer gjeld i forhold til disponibel inntekt enn husholdningene i de fleste andre land, samtidig som det meste av gjelden er til flytende rente. En renteøkning påvirker dermed de ikke-finansielle foretakene både direkte i form av høyere kostnader og indirekte i form av redusert privat konsum og boliginvesteringer.

### 1.22 Gjeldsbetjeningsindikator\*. Ikke-finansielle foretak



\*Kvartalstall. Kilde: Bank for International Settlement (BIS)

### Digitalisering og finansiell infrastruktur

Digitaliseringen av finansielle tjenester gir store gevinster for brukere og samfunnet, men også nye sårbarheter som kan ha konsekvenser for finansiell stabilitet. Omfanget av digitale angrep øker år for år, men har så langt ikke ført til større hendelser hos foretak i den norske finanssektoren. Hendelser i 2020 avdekket imidlertid alvorlige sårbarheter hos enkelte foretak. Foretakene arbeider kontinuerlig med å styrke forsvarsverket, og angrep avverges hovedsakelig før de får alvorlige konsekvenser. Se [Finanstilsynets Risiko- og sårbarhetsanalyse 2021](#) for nærmere omtale.

### Klimarisiko vil kreve betydelige omstillinger

Klimaendringene og overgangen til et lavutslippssamfunn vil innebære en betydelig omstilling av økonomien, med økonomiske tap i næringer og virksomheter som påvirkes negativt. Det vil også påføre finansforetakene tap. Samtidig har finansforetakene og verdipapirmarkedene en viktig funksjon ved å kanalisere kapital til investeringer i klimavennlig produksjon. Dette er nødvendig for en vellykket omstilling, men krever risikobærende evne hos långivere og investorer.

Mangel på enhetlig informasjon om de reelle klimaeffektene ved ulike investeringsprosjekter og om foretaks eksponering mot klimarisiko svekker finansmarkedenes muligheter til å prise klimarisiko riktig og dermed til å kanalisere kapital på en god

## KAPITTEL 1 ØKONOMISK UTVIKLING OG RISIKOOMRÅDER

måte. EU publiserte i april i år de første tekniske kriteriene for å definere bærekraftige aktiviteter. Taksonomien legger ikke opp til nasjonale valg i gjennomføringen og vil gjelde for bedrifter og finansnæringen i hele EU/EØS-området, se boks 6 i kapittel 4.

Finanstilsynet forventer at finansforetakene i sine risikostyringssystemer dekker alle vesentlige risikoer, herunder risikoer knyttet til effekten av klimaendringer og overgang til et lavutslippssamfunn. Bærekraft og klimarisiko har vært tema ved tilsyn med en rekke foretak. Finanstilsynet har inntatt bærekraftsrisiko og klimarisiko i sitt rammeverk for vurdering av styring og kontroll av kredittrisiko. Ved stedlig tilsyn er bankenes håndtering av bærekraftsrisiko, med særlig vekt på klimarisiko, et tema. Finanstilsynet observerer at flere av bankene har inkludert generelle betraktninger om bærekraft og klimarisiko i sine styringsdokumenter. Bankene har derimot ikke kommet veldig langt i arbeidet med å vurdere klimarisiko i utlånsporteføljen. Finanstilsynet vil videreutvikle tilsynsmetodikken på dette området.

Eksponeeringsanalyser, sensitivitetsanalyser og stresstester av klimascenarioer er verktøy som kan gi økt innsikt i finansforetakenes og det finansielle systemets eksponering mot klimarisiko. Finanstilsynet publiserte i 2021 en undersøkelse av forsikringsforetakenes eksponeringer mot antatt klimasensitive næringer, se omtale i kapittel 3. Finansdepartementet og Klima- og miljødepartementet har i 2021 invitert norske finansforetak til å teste et verktøy for å vurdere klimarisiko i investeringsporteføljer og utlånsporteføljer.

Finanstilsynet har det seneste året gjennomført kartlegginger av hvordan norske fondsforvaltere og noterte foretak arbeider med klimarisiko og bærekraft. En kartlegging av fondsforvaltere viste at det er store forskjeller i hvor langt foretakene har kommet i arbeidet med bærekraft. Flere foretak inkluderer nå informasjon om bærekraft i prospekter som en tilpasning til krav i offentliggjøringsforordningen som trådte i kraft i EU i mars 2021. Hovedinntrykket er

likevel at foretakene må intensivere forberedelsene for å kunne være klare til å etterleve de nye kravene som forventes gjennomført i norsk rett innen kort tid. En kartlegging av noterte foretaks bærekraftsrapportering viste at mange foretak har en bærekraftstrategi som er forankret i styret og ledelsen. Foretakene gir imidlertid i liten grad opplysninger om vurderinger knyttet til risiko og vesentlighet. Rapporteringen av klimarisiko er begrenset og i liten grad tallfestet, og få foretak opplyser om finansielle konsekvenser av risikoer knyttet til bærekraft og klimaendringer. Med utgangspunkt i disse resultatene har Finanstilsynet våren 2021 fulgt opp med en kartlegging av foretakenes vurderinger av såkalte strandede eiendeler, det vil si eiendeler som har redusert eller ingen verdi som følge av risikoer knyttet til klimaendringer eller klimatilpasning.

## KAPITTEL 2 BANKER

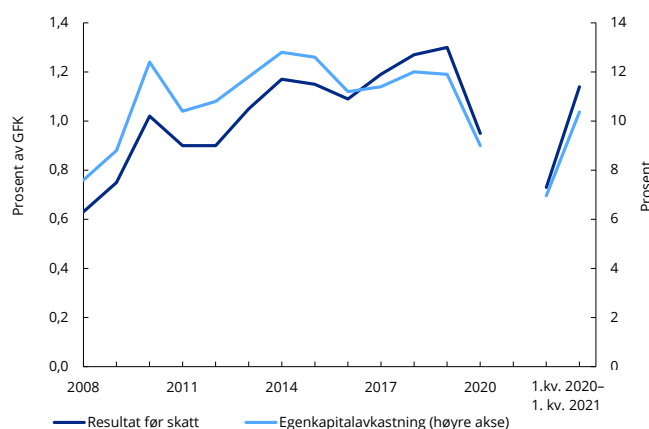
De norske bankene har så langt klart seg relativt godt etter pandemiutbruddet og det påfølgende økonomiske tilbakeslaget. Lønnsomheten i 2020 var likevel svakere enn i de foregående årene, i hovedsak som følge av reduserte netto renteinntekter og økte tap på utlån. De omfattende myndighetstiltakene for å begrense pandemiens virkninger på norsk økonomi har bidratt til å begrense bankenes utlånstap. Betydelig markedsur i starten av pandemien førte til kraftig økte risikopåslag på bankenes finansiering i verdipapirmarkedet, men risikopåslagene ble raskt redusert og var ved utgangen av første kvartal 2021 lavere enn før pandemien. Både likviditetsreservene og andelen stabil, langsiktig finansiering er på historisk høye nivåer. Bankenes resultater i første kvartal 2021 viser tegn til normalisering, med lave tap på utlån. Tilbakeholdte overskudd har bidratt til å holde bankenes kapitaldekning godt over gjeldende krav. –

God soliditet gir bankene et godt grunnlag for å kunne yte lån til kredittverdige kunder selv i en situasjon med økte tap. Det er betydelig usikkerhet om utviklingen framover. Etter hvert som de kraftige tiltakene i penge- og finanspolitikken trappes ned, vil svekket gjeldsbetjeningsevne hos utsatte låntakere kunne komme til syne. Som omtalt i kapittel 1 kan myndighetstiltakene for å dempe de økonomiske konsekvensene av pandemien også ha bidratt til å øke risikoen for finansiell ustabilitet.

### BEDRET LØNNSOMHET I BANKENE

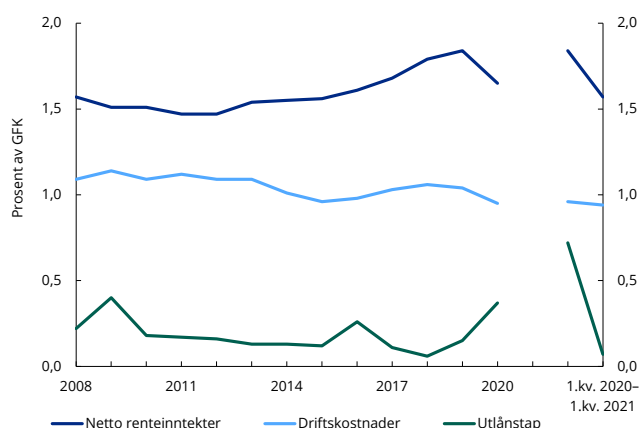
Bankenes resultater ble negativt påvirket av utbruddet av koronapandemien i 2020. Egenkapitalavkastningen for året sank til 9 prosent for norske banker samlet, som var nær 3 prosentpoeng lavere enn året før og det laveste nivået siden 2009, se figur 2.1. I første kvartal 2021 bedret resultatene seg og ga samlet en egenkapitalavkastning på 10,4 prosent (annualisert).

### 2.1 Resultat og egenkapitalavkastning



Kilde: Finanstilsynet

### 2.2 Netto rente, driftskostnader og utlånstap

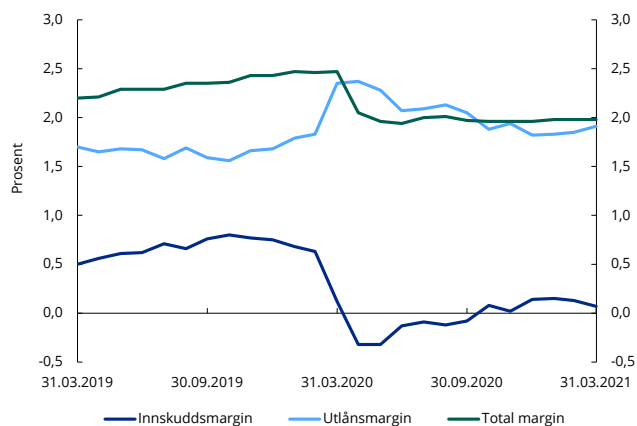


Kilde: Finanstilsynet

Pandemiutbruddet i mars 2020 innebar økt tapsrisiko i bankenes utlånsporføljer og førte dermed til økte tapsavsetninger allerede i første kvartal. Tapsnivået for bankene samlet økte ytterligere som følge av at flere av de største bankene økte tapsavsetningene på eksponeringer mot offshorerelaterte næringer. Dette var engasjementer som var tapsutsatt også før pandemien. De sterke finans- og pengepolitiske tiltakene som ble satt inn for å håndtere konsekvenser av pandemien og lettelser i smitteverntiltakene, bidro til at utlånstapene for norske banker avtok utover i 2020. Tapsnivået for året under ett var likevel det høyeste siden den norske bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Tapene i første kvartal 2021 var 90 prosent lavere enn i samme periode året før og tilsvarte 0,1 prosent av gjennomsnittlige utlån.

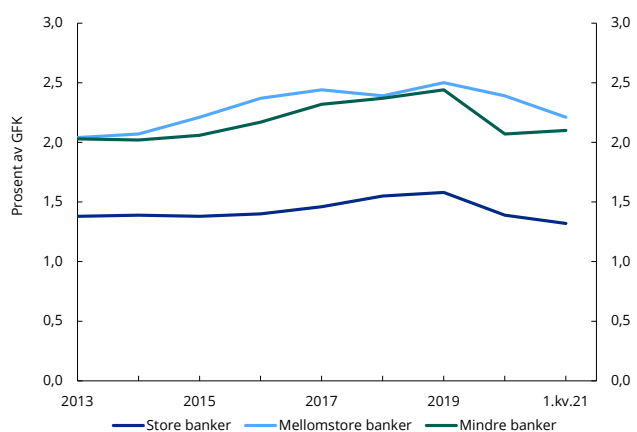
## KAPITTEL 2 BANKER

### 2.3 Rentemarginer



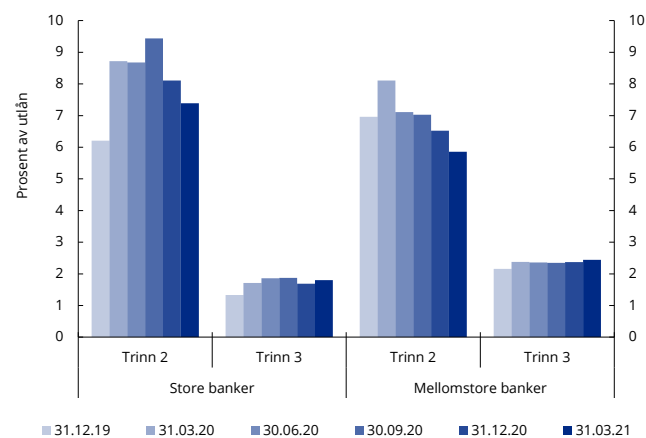
Kilde: Statistisk sentralbyrå

### 2.4 Nettorente i grupper av banker



Kilde: Finanstilsynet

### 2.5 Andel utlån med økt kredittrisiko



Kilde: Finanstilsynet

Resultatnedgangen i 2020 var også en følge av en betydelig reduksjon i bankenes netto renteinntekter, se figur 2.2. Netto renteinntekter utgjør den klart viktigste andelen av norske bankers driftsinntekter, med over 75 prosent av totale inntekter de siste årene. Reduserte markedsrenter etter pandemiutbruddet, førte til et fall i bankenes netto renteinntekter etter flere år med vekst. Nedgangen i netto renteinntekter skyldtes i hovedsak et fall i innskuddsmarginen. Som følge av finansavtalelovens generelle bestemmelse om to måneders varslingsfrist for reduksjon i innskuddsrenter, dersom annet ikke er nedfelt i avtalen med kunden, kunne bankene ikke redusere innskuddsrentene like raskt som utlånsrentene. Innskuddsmarginen, differansen mellom pengemarkedsrente og innskuddsrente, ble dermed negativ i andre kvartal 2020. I de påfølgende kvartalene har bankene kunnet øke innskuddsmarginen noe, men ved utgangen av mars 2021 var marginen fremdeles betydelig lavere enn ett år tidligere, se figur 2.3. Det lave rentenivået fører også til fortsatt press på innskuddsmarginen siden det markedsmessig er utfordrende å tilby kundene negative innskuddsrenter.

Som det framgår av figur 2.4, er det særlig gruppen av mindre banker som har hatt en markert reduksjon i netto renteinntekter det siste året. En viktig årsak til dette er at denne gruppen banker har en betydelig høyere andel innskuddsfinansiering enn de store og mellomstore bankene. For gruppen av mindre banker utgjør innskudd over 70 prosent av den totale finansieringen, mens tilsvarende for gruppene av store og mellomstore banker er hhv. 44 og 50 prosent. Svekkelsen av innskuddsmarginen i første halvår 2020 ga derfor størst utslag i netto renteinntekter i banker med høy andel innskuddsfinansiering.

### KREDITTKVALITETEN ER REDUSERT

Bankene vurderer utlånsporteføljene etter regnskapsstandarden IFRS 9. Porteføljene skal etter denne standarden deles inn etter vurdert kredittrisiko. Trinn 1 består av utlån hvor det ikke har vært vesentlig økning i kredittrisiko siden førstegangs innregning. Trinn 2 omfatter utlån med vesentlig økt kredittrisiko, mens trinn 3 omfatter utlån som er vurdert å være kredittforringet. I første kvartal 2020

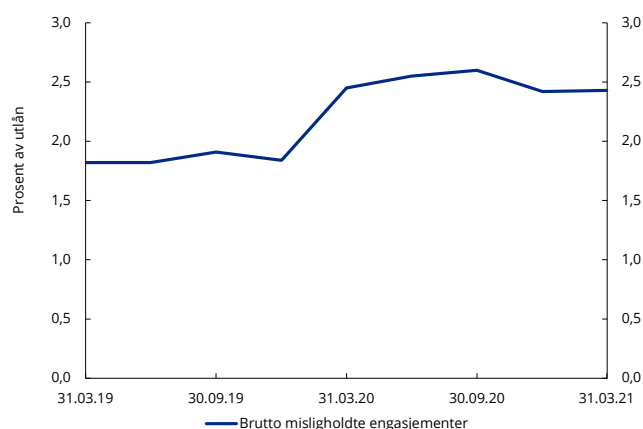
økte andelen utlån i trinn 2 betydelig, se figur 2.5. Andelen har sunket de etterfølgende kvartalene. Ved utgangen av første kvartal 2021 skiller gruppen av mellomstore banker seg ut, med en betydelig lavere andel lån vurdert til å ha vesentlig økt kredittisiko enn før pandemien.

Misligholdte utlån<sup>9</sup> økte markert etter pandemiutbruddet, men fra et lavt nivå. Ved utgangen av første kvartal 2021 utgjorde misligholdte utlån 2,4 prosent av utlånsvolumet, etter en svak reduksjon det siste halvåret, se figur 2.6. I overkant av en tredjedel av totalt mislighold utgjøres av utlån hvor det er over 90 dager siden forfall. I personmarkedet var andelen misligholdte utlån 1,2 prosent av utlån, hvor det særlig er forbrukslån som har en høy andel mislighold, jf. omtale nedenfor. Utlån med pant i bolig utgjør hoveddelen av bankenes utlån til personkunder, og ved utgangen av fjoråret var mislighold på slike lån kun 0,2 prosent. For utlån til bedriftskunder var 4,2 prosent av utlånene misligholdt ved utgangen av første kvartal. Utlån merket med betalingslettelser utgjorde 1,9 prosent av utlånsmassen i første kvartal 2021, som er 0,5 prosentpoeng høyere enn ett år tidligere.

## ØKTE TAP OG MISLIGHOLD I MANGE NÆRINGER I 2020

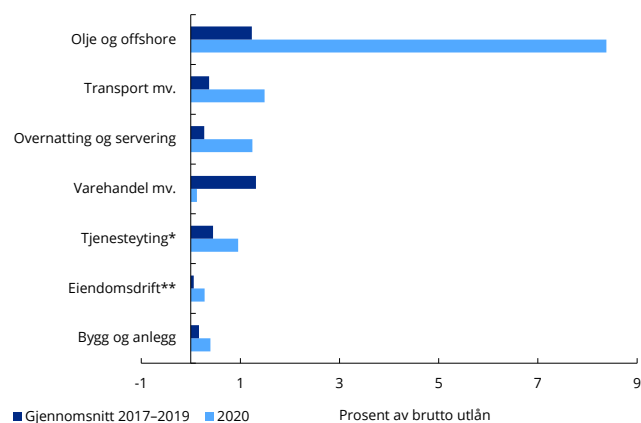
Norske banker bokførte betydelig høyere tap på utlån til enkelte næringer i 2020 sammenlignet med årene før, se figur 2.7. Olje- og offshore relaterte næringer ble rammet av oljeprisfallet som fulgte med pandemien. Tap som andel av brutto utlån til disse næringene var nesten sju ganger så høye i 2020 sammenlignet med gjennomsnittet for årene 2017–2019 og sto for over halvparten av samlede utlånstap i norske banker. Tapene økte også markant på utlån til flere andre næringer som ble hardt rammet av pandemien, som overnattings- og serveringsvirksomhet og transport. Bankenes tap på utlån til bedrifter i næringen eiendomsdrift har vært svært lave de siste årene, men økte til 0,3 prosent av utlånsvolumet i 2020. Utlån til denne næringen utgjorde om lag 41 prosent av bankenes samlede utlån til bedrifter ved utgangen av året.

## 2.6 Misligholdte utlån, samtlige banker



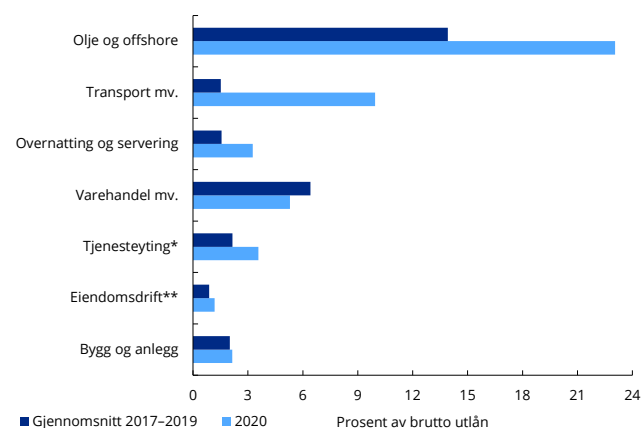
Kilde: Finanstilsynet

## 2.7 Tap på utlån til enkelt næringer



\* Faglig, finansiell og forretningsmessig tjenesteyting. \*\* Omsetning og drift av fast eiendom. Kilde: Finanstilsynet

## 2.8 Misligholdte utlån i enkelt næringer



\* Faglig, finansiell og forretningsmessig tjenesteyting. \*\* Omsetning og drift av fast eiendom. Kilde: Finanstilsynet

I 2020 økte andelen misligholdte utlån i mange næringer, se figur 2.8. Om lag 23 prosent av bankenes utlån til olje- og offshorerelaterte næringer var misligholdt ved utgangen av året, som er 9 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittlig nivå i 2017–2019. Både salg og konvertering av gjeld til egenkapital relatert til enkelte større misligholdte lån innen offshorenæringen i 2020 bidro til lavere misligholdsandel på gjenværende lån. I transportnæringen, som har blitt hardt rammet av kanselleringer og redusert etterspørsel under pandemien, var andelen misligholdte lån 10 prosent ved utgangen av 2020. Dette er mer enn 8 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet de tre foregående årene. For varehandel ble derimot andelen misligholdte lån redusert i 2020, til rundt 5 prosent ved utgangen av året. Selv om deler av denne næringen har blitt hardt rammet av smitteverntiltak, har konsumet økt innen enkelte varegrupper. Innenlands handel har også økt som følge av betydelig redusert grensehandel.

### **Boks 1: EU-strategi for å håndtere misligholdte lån i banknæringen**

Så langt i pandemien har misligholdet i europeiske banker vært relativt stabilt på i underkant av 3 prosent av utlån.\* Betydelig vekst i utlånsvolum og salg av problemporteføljer har bidratt til denne utviklingen, på tross av tegn til synkende kredittkvalitet. Myndighetene åpnet også for at lån hvor det ble innvilget betalingsutsettelse gjennom moratorieordninger ikke automatisk skulle medføre rapportering som misligholdt dersom låntakers manglende betalingsevne kunne anses som midlertidig. Som ledd i myndighetstiltakene for å motvirke de negative effektene av koronapandemien la EU-kommisjonen i desember 2020 fram en [strategi](#) for å forebygge sterk økning i volumene av misligholdte lån i bankene. Bakgrunnen var uro for at økt mislighold ville medføre press på bankenes inntjening og kapitalgrunnlag og dermed redusere bedrifters og husholdningers tilgang til finansiering. Strategien skal blant annet

bidra til et fungerende marked for problemlån, reformere konkurs- og gjeldsinnendringslovverk samt støtte opp under etablering av og samarbeid mellom nasjonale "bad banks", dvs. foretak som kan overta problemporteføljer fra det ordinære bankvesenet. Strategien bygger på en tiltakspakke EU vedtok i 2017 for å håndtere problemlån i banker. Som del av denne pakken ble det i 2019 vedtatt en endringsforordning til kapitalkravsforordningen om tapsdekning for misligholdte engasjementer ((EU) 2019/630). Pakken inneholdt også [direktivforslag](#) som skal bidra til at långivere lettere kan realisere sikkerhetsverdier knyttet til problemlån, samt legge til rette for et fungerende annenhåndsmarked for problemlån.

Formålet med tiltakene er at banker, ved å løfte problemporteføljer ut av egen balanse, skal kunne redusere risikoen for framtidige tap og frigjøre kapital for å være bedre i stand til å yte lån til kredittverdige kunder. Kjøpere av problemlån kan være spesialiserte foretak med mer kompetanse på inndrivning enn tradisjonelle banker, noe som kan redusere totale tap. Slike transaksjoner kan for den enkelte bank være økonomisk rasjonelle, men reduserer ikke i seg selv det samlede omfanget av mislighold i økonomien. Porteføljekjøpselskapene finansieres av egenkapital, gjennom banklån og lån fra morselskapet.

Den europeiske kapitaldekningsreguleringen CRR fastsetter kapitalkrav for kredittinstitusjoner som kan ta imot tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten. Etter norsk lovgiving er all utlånsvirksomhet konsesjonspliktig og underlagt like kapitalkrav, slik at også finansieringsforetak i Norge er underlagt de samme kapitalkravene som banker.

\*<https://www.esma.europa.eu/document/joint-esa-report-risks-and-vulnerabilities-in-eu-financial-system-no-1-2021>

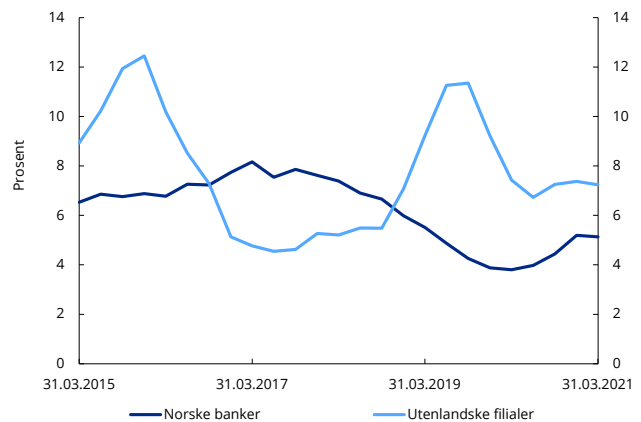
## UTLÅNSVEKSTEN TIL PERSONKUNDER ØKTE I 2020

Den samlede utlånsveksten i norske banker har sunket det siste året, til dels påvirket av sterkere kronekurs, som reduserer kroneverdien av utlån i valuta. Veksten i utlån til personkunder var imidlertid tiltagende gjennom 2020, men gikk noe ned i første kvartal 2021, se figur 2.9. Utviklingen i utlån til personkunder henger tett sammen med utviklingen i boligmarkedet, hvor det har vært høy aktivitet og sterk prisvekst det siste året. Se kapittel 1 for omtale av boligmarkedet og gjeldsbelastningen i husholdningene.

I bedriftsmarkedet er tolv månedersveksten i bankenes utlån betydelig redusert siden utgangen av mars 2020. Filialene av utenlandske banker har redusert sin utlånsvekst til bedrifter særlig kraftig, og utlånsvolumet ved utgangen av første kvartal 2021 var lavere enn ett år tidligere, se figur 2.10. De utenlandske bankenes utlånsaktivitet overfor bedriftskunder har historisk vært mer volatil enn de norske bankenes.

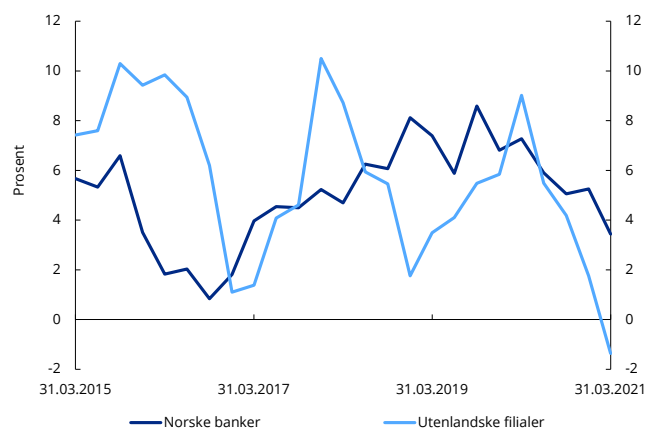
Både for norske banker og filialer av utenlandske banker utgjør utlån til eiendomsdrift den klart største andelen av utlån til bedriftskunder, med henholdsvis 41 prosent og 47 prosent. Utlånsveksten til eiendomsdrift, for banker og filialer samlet, avtok noe i 2020. Veksten var likevel høyere enn den totale veksten i lån til bedriftskunder. For næringer særlig påvirket av pandemiltak har det vært en til dels betydelig forskjellig utvikling det siste året, hvor utlån til både varehandel og transport/lagring ble redusert i 2020, se figur 2.11. For næringsgruppen "Transport, lagring mv." påvirkes tallene av en betydelig reduksjon i utlån til offshorerelatert virksomhet. Også for utlån til øvrige transporttjenester var det imidlertid en markert reduksjon i utlånsvolumet, med en nedgang på 7 prosent i 2020. For utlån til overnattings- og serveringsvirksomhet var det en høy vekst siste år, om enn noe lavere enn året før. Veksten i 2020 er her påvirket av økt lånebehov i enkelte av de store hotellkonsernene som følge av redusert reise- og overnattingsaktivitet under pandemien. Utlån til denne næringen utgjør i overkant av 1 prosent av bankenes utlån til bedriftskunder.

### 2.9 Vekst i utlån til personkunder



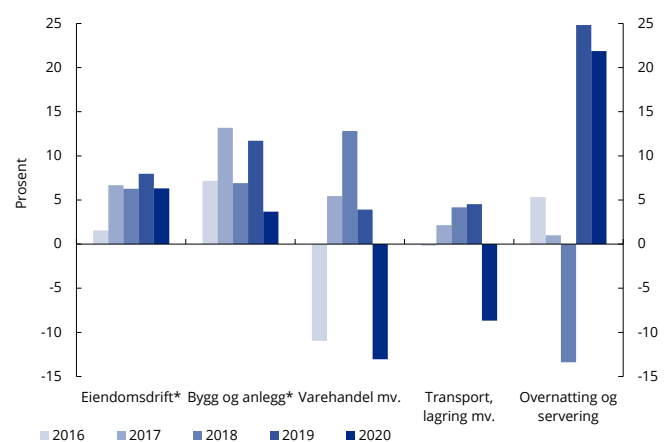
Kilde: Finanstilsynet

### 2.10 Vekst i utlån til bedriftskunder



Kilde: Finanstilsynet

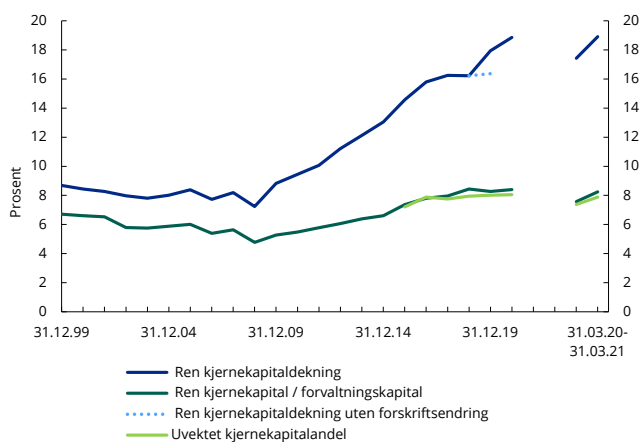
### 2.11 Utlånsvekst enkelt næringer



\*Bygg og anlegg inkl. også utvikling av byggeprosjekter. \*\*Omsetning og drift av fast eiendom. Kilde: Finanstilsynet

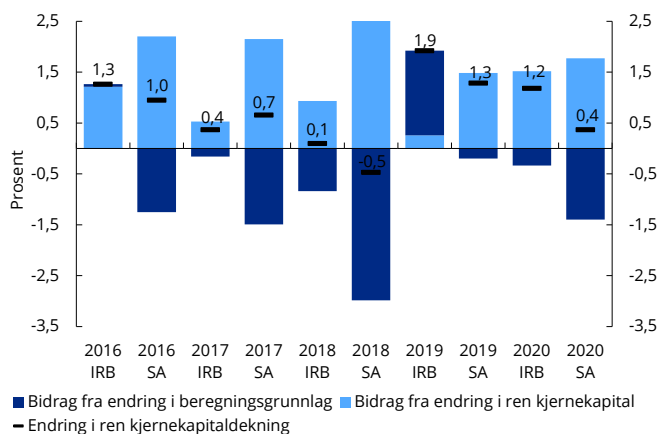
## KAPITTEL 2 BANKER

### 2.12 Kjernekapitaldekning



Kilde: Finanstilsynet

### 2.13 Endring i ren kjernekapitaldekning, IRB-banker vs. standardmetodebanker (SA)

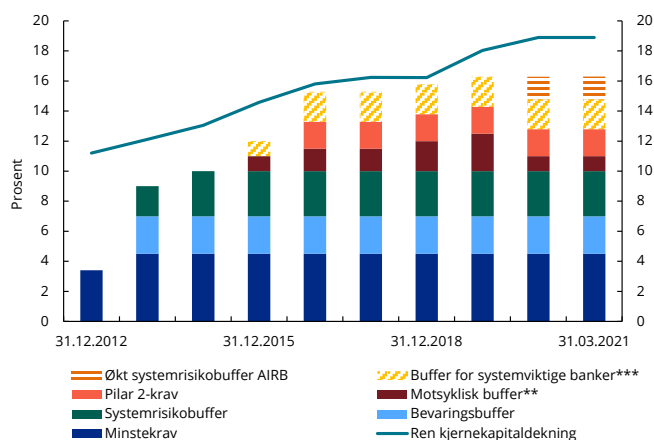


\*Økningen i ren kjernekapital og beregningsgrunnlag i 2018 er påvirket av utvidet konsolidering for eierforetak i samarbeidende grupper. Kilde: Finanstilsynet

### BANKENES SOLIDITET ER STYRKET

Ved utgangen av første kvartal 2021 var ren kjernekapitaldekning i norske banker på 18,9 prosent, som var uendret fra utgangen av 2020, men 1,5 prosentpoeng høyere enn ett år tidligere, se figur 2.12. Økningen i ren kjernekapitaldekning skyldes i hovedsak tilbakeholdt resultat, se figur 2.13. De siste ti årene har økt bruk av interne målemetoder for kredittrisiko (IRB) og høyere vekst i utlån til personmarkedet enn til bedriftsmarkedet bidratt til økt ren kjernekapitaldekning. Over tid har risikovektet beregningsgrunnlag økt mer for banker som benytter standardmetoden, enn for banker som benytter interne målemetoder for beregning av kredittrisiko.

### 2.14 Kapitalkrav og faktisk kapitaldekning for norske banker\*



\* Vektet pilar 2-krav for de sju store bankene. \*\* Motsyklisk kapitalbufferkrav er satt til norsk sats.\*\*\* Av norske banker er kun DNB Bank underlagt kravet om buffer for systemviktige banker. Kilde: Finanstilsynet

Innlemmelsen av det europeiske soliditetsregelverket i EØS-avtalen i 2019 innebar blant annet bortfall av Basel 1-gulvet for IRB-banker og innføring av SMB-rabatten for beregning av kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter. Disse to regelendringene påvirket ikke bankenes reelle soliditet, men bidro som følge av redusert beregningsgrunnlag til økt ren kjernekapitaldekning ved utgangen av 2019.

Bankenes uvektede kjernekapitalandel (leverage ratio) var på 7,9 prosent ved utgangen av første kvartal 2021, som er 0,5 prosent høyere enn ett år tidligere, men 0,2 prosent lavere enn ved utgangen av 2020. Uvektet kjernekapitalandel defineres som kjernekapital (teller) som andel av foretakenes eksponeringer før risikovekting (nevner). Økningen i ren kjernekapitaldekning gjenspeiles ikke i en tilsvarende økning i uvektet kjernekapitalandel. Det skyldes blant annet en reduksjon i annen godkjent kjernekapital, i form av innløst hybridkapital, fra utgangen av 2019 til utgangen av 2020. Samtidig er økningen i bankenes eksponeringsmål før risikovekting betydelig høyere enn økningen i risikovektet beregningsgrunnlag i samme periode.

Med virkning fra utgangen av 2020 økte systemrisikobuffersatsen fra 3 til 4,5 prosent for foretak som benytter avansert IRB, se figur 2.14. Foretak som



benytter standardmetode eller grunnleggende IRB for beregning av kredittrisiko og ikke er systemviktige, har fremdeles krav til systemrisikobuffer på 3 prosent ut 2022. Kravet til systemrisikobuffer skal dekke risiko knyttet til strukturelle sårbarheter og systemrisiko i Norge og gjelder derfor kun for bankenes engasjementer i Norge. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble satt ned fra 2,5 prosent til 1 prosent i mars 2020. Ved utgangen av 2020 oppfylte alle banker gjeldende kapitalkrav med god margin.

### UTBETALING AV UTBYTTE OG ANDRE UTDELINGER

Det europeiske systemrisikorådet ESRB offentliggjorde 18. desember 2020 en anbefaling til nasjonale myndigheter i EØS om å be banker og forsikringsforetak å avstå fra utbyttebetaling og andre utdelinger fram til 30. september 2021, med mindre det utvises særlig forsiktighet og utdelingene ikke overskrider konservative grenser fastsatt av nasjonale tilsynsmyndigheter. ESRBs anbefaling rettet seg mot alle finansforetak uavhengig av deres økonomiske situasjon. Innen 30. september vil ESRB<sup>10</sup> på bakgrunn av makroøkonomisk utvikling og hensynet til finansiell stabilitet avgjøre om anbefalingen skal videreføres.

Finanstilsynet sendte i desember 2020 brev til Finansdepartementet om oppfølging av ESRBs anbefaling. Basert på soliditeten og inntjeningen i norske banker ved utgangen av tredje kvartal 2020 anbefalte Finanstilsynet en øvre grense for eventuelle utdelinger på 25 prosent av kumulert årsresultat for 2019 og 2020, der grensen på 25 prosent inkluderer enhver form for utdeling som allerede er utbetalt eller besluttet i 2020, og utdelinger som utbetales eller besluttet fram til 30. september 2021. Finansdepartementet ba i januar bankene om å være tilbakeholdne med å dele ut utbytte som følge av fortsatt stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen.<sup>11</sup> Departementet uttrykte en forventning om at bankene holder samlede utdelinger innen 30 prosent av kumulert årsresultat for 2019 og 2020. I begrunnelsen vises det til at norske banker er lønnsomme og godt kapitaliserte, og at en stor andel av utdelingene fra norske sparebanker går til allmenntilgode formål der behovet under pandemien kan være stort.

Finanstilsynet ba i januar banker om orientering dersom de planla å betale utbytte eller andre utdelinger. Ved utgangen av mai 2021 hadde om lag 25 banker orientert Finanstilsynet om samlet utdeling tett oppunder 30 prosent av samlet resultat for 2019 og 2020. Ingen banker har meldt om høyere utdeling, men i en rekke banker har styret fått fullmakt til å foreta ytterligere utdelinger i fjerde kvartal 2021.

### REGULATORISKE ENDRINGER

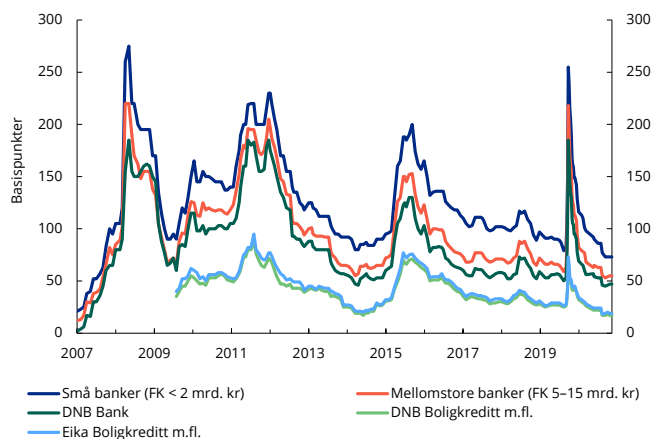
Våren 2019 ble det vedtatt endringer i EUs kapitalkravsregelverk og krisehåndteringsregelverk ("bankpakken"). Endringene omfatter blant annet minstekrav til uvektet kjernekapitalandel (leverage ratio), krav om stabil finansiering (NSFR) og større fleksibilitet for nasjonale myndigheter til å gjennomføre tiltak for å håndtere ulike former for systemrisiko, herunder økte kapitalbufferkrav og minstekrav til risikovektning av utlån med pant i eiendom. Endringene i kapitalkravsregelverket (CRR2) vil gjelde fra 28. juni 2021 i EU, men vil ikke gjennomføres i EØS-avtalen på samme tidspunkt. Finansdepartementet har varslet at det vil komme tilbake til når nye regler forventes å kunne tre i kraft i Norge.

Endringene i bankpakken vil blant annet påvirke ren kjernekapitaldekning gjennom en utvidelse av den såkalte SMB-rabatten. Ifølge CRR reduseres kapitalkravet for utlån til små og mellomstore bedrifter (SMB)<sup>12</sup> med 23,8 prosent for alle utlån under 1,5 mill. euro. I CRR2 utvides denne rabatten til å gjelde utlån opp til 2,5 mill. euro. I tillegg reduseres kapitalkravet for utlån over 2,5 mill. euro med 15 prosent. Effekten av utvidet SMB-rabatt<sup>13</sup> anslås å øke ren kjernekapitaldekning i de større bankene med mellom 0,3 og 0,8 prosentpoeng. For enkelte mindre banker vil effekten være større.

I tillegg til den utvidede SMB-rabatten inneholder CRR2 reduserte kapitalkrav for utlån til foretak som driver eller finansierer infrastrukturprosjekter. Kapitalkravet for utlån til infrastruktur reduseres med 25 prosent. Bestemmelsen angir en rekke kriterier for hvilke utlån som omfattes. Effekten av infrastruktur-rabatten er derfor vanskeligere å beregne.

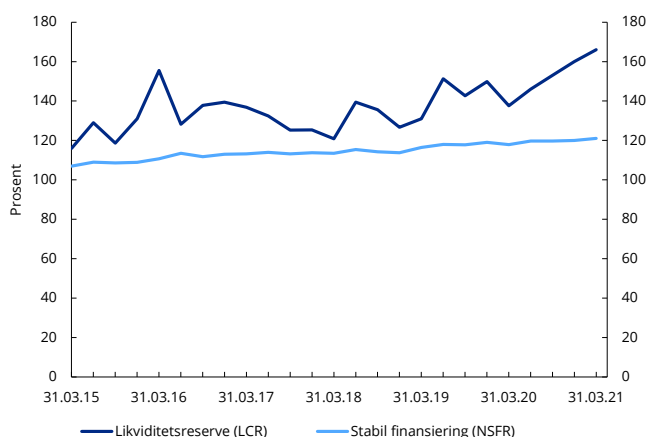
## KAPITTEL 2 BANKER

### 2.15 Risikopåslag på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)



Kilde: DNB Markets

### 2.16 Likviditetsreserve og stabil finansiering



Kilde: Finanstilsynet

CRR2 innebærer også endringer i minstekravet til uvektet kjernekapitalandel (leverage ratio), som gjelder i tillegg til de risikovektede kravene til ren kjernekapitaldekning. Fra 2015 har bankene i EU måttet beregne og offentliggjøre sin uvektede kjernekapitaldekning. I Norge har det siden 2017 vært et bindende krav for de fleste finansforetak til uvektet kjernekapitaldekning på 3 prosent av foretakets eksponeringsmål. Alle norske banker skal i tillegg ha en uvektet kjernekapitalandelsbuffer som utgjør minst 2 prosent av eksponeringen. For systemviktige banker skal den uvektete kjernekapitalandelsbufferen være på minst 3 prosent. Bufferkravet i CRR / CRD IV gjelder dermed ikke for kredittforetak. Av CRR2 følger det et bindende krav til finansforetak om å ha en uvektet

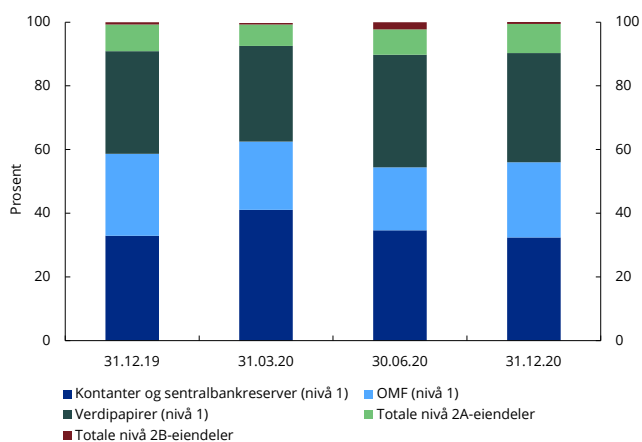
kjernekapital på minst 3 prosent. Videre skal globalt systemviktige foretak fra 1. januar 2022 i tillegg ha en uvektet kjernekapitalandelsbuffer som i prosent tilsvarer halvparten av foretakets risikovektede bufferkrav for global systemviktighet (G-SII buffer). I CRR2 er det bare bufferkrav for globalt systemviktige foretak, noe som innebærer at bufferkravet på 2 prosent for norske banker faller bort. Tilsynsmyndigheten kan imidlertid fastsette individuelle pilar 2-krav og forventning til margin.

Med CRR2 innføres et minstekrav til andelen stabil og langsiktig finansiering, NSFR, på 100 prosent. Alle norske banker har i dag en NSFR over 100 prosent. Beregningen av NSFR endres noe sammenlignet med dagens beregningsmetode. Noen eiendeler vil få en mer lempelig behandling enn i dagens beregning, herunder obligasjoner med fortrinnsrett som kvalifiserer som nivå 1 i likviditetsreserven (LCR), mens andre vil få en noe strengere behandling, herunder andeler i fond. Den samlede effekten av nytt regelverk vil avhenge av sammensetningen av foretakenes balanse.

### LAVE RISIKOPÅSLAG PÅ OBLIGASJONGJELD

Utbruddet av koronapandemien førte i mars 2020 til stor markedsuro og økte risikopremier. I midten av mars 2020 var risikopåslagene på om lag samme nivå som under den globale finanskrisen høsten 2008, se figur 2.15. Markedene hentet seg imidlertid relativt raskt inn igjen. Ved utgangen av oktober var risikopåslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) tilbake på samme nivå som før økningen i mars, mens de fortsatt var noe høyere for seniorobligasjoner. Mot slutten av 2020 var også disse risikopåslagene tilbake på samme nivå som før utbruddet av pandemien. Til tross for nye smittebølger og negative vaksinenyheter har volatiliteten vært lav så langt i 2021, og risikopåslagene er lavere enn på mange år.

### 2.17 Likviditetsreserven i norske banker



Kilde: Finanstilsynet

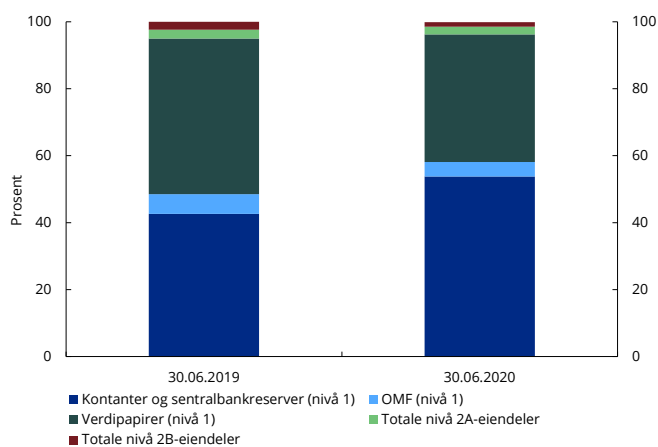
### ØKTE LIKVIDITETSRESERVER

Bankene er pålagt å ha tilstrekkelige likviditetsreserver til å kunne innfri sine forpliktelser i en kortere periode med begrenset tilgang på ny finansiering. Likviditetsreserven, målt ved LCR, skal utgjøre minst 100 prosent av netto likviditetsutgang i en gitt stressperiode på 30 dager, både på totalnivå og i signifikante valutaer. Norske banker har økt likviditetsreservene siden minstekravet til LCR ble innført, se figur 2.16. Kombinert med økt grad av stabil og langsiktig finansiering, målt ved NSFR, bidro dette til at norske banker klarte seg godt gjennom perioden med markedsuro våren 2020. Samlet for bankene var total-PCR 166 prosent ved utgangen av første kvartal 2021, som er 6 prosentpoeng høyere enn ved utgangen 2020. Dette er det høyeste nivået på PCR siden innføring av rapporteringen i 2014.

### REDUSERT ANDEL SENTRALBANKINNSKUD I NORSKE BANKER

Om lag 90 prosent av norske bankers samlede likviditetsreserve (LCR) består av såkalte nivå 1-eiendeler. Slike eiendeler er i regelverket definert som eiendeler med svært god likviditet og kredittkvalitet, herunder innskudd i sentralbanker (sentralbankreserver), statspapirer og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) med god rating. Ellers består norske bankers samlede likviditetsreserve av det som i regelverket kalles nivå 2A- og 2B-eiendeler, definert som eiendeler med god likviditet og kredittkvalitet. I norske bankers nivå 2A-eiendeler inngår i hovedsak obligasjoner med

### 2.18 Likviditetsreserven i europeiske banker



Kilde: EBA Risk assessment of the European banking system, December 2020

fortrinnsrett (OMF), men også verdipapirer med risikovekt 20 prosent, som obligasjoner utstedt av norske kommuner. Norske banker har få 2B-eiendeler, som eksempelvis aksjer, i likviditetsreservene.

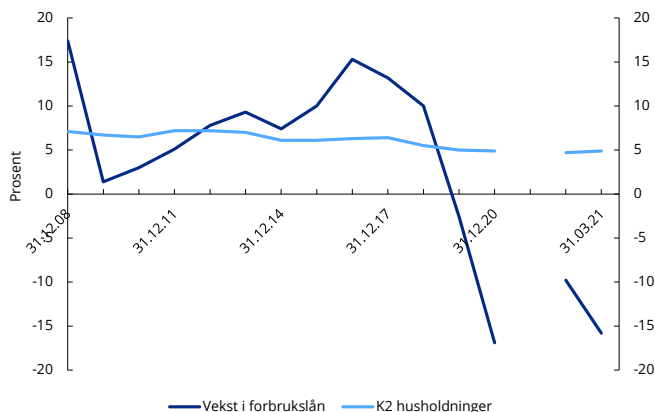
De siste årene har sammensetningen av norske bankers likviditetsreserver vært relativt stabil. I mars 2020 økte imidlertid sentralbankreserver som andel av bankenes totale likviditetsreserve, mens obligasjoner med fortrinnsrett ble redusert, se figur 2.17. For å sikre likviditet i det norske pengemarkedet under pandemien tilbød Norges Bank ekstraordinære F-lån med lengre løpetid enn vanlig og innførte midlertidige lettelse i retningslinjene for bankenes sikkerhetsstillelse for lån i Norges Bank. Det siste ekstraordinære F-lånet ble tilbudt 11. desember 2020, og lettelsene i retningslinjene for sikkerhetsstillelse ble opphevet 1. februar 2021.<sup>14</sup> I desember 2020 var sentralbankreserver og obligasjoner med fortrinnsrett som andel av bankenes totale likviditetsreserve tilbake på nivået fra før utbruddet av pandemien.

### HØY ANDEL SENTRALBANKRESERVER I EUROPEISKE BANKER

Europeiske banker har samlet en høyere andel nivå 1-eiendeler i sine likviditetsreserver enn norske banker, se figur 2.18. Nivå 1-eiendelene til europeiske banker består i hovedsak av statspapirer og sentralbankreserver, mens obligasjoner med fortrinnsrett utgjør en relativt liten andel. I euroområdet har bankene i

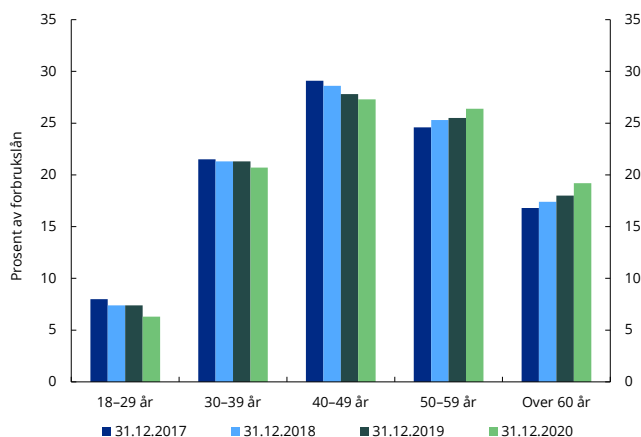
## KAPITTEL 2 BANKER

### 2.19 Tolv månedersvekst i norsk marked for forbrukslån og husholdningenes innenlandsgjeld (K2)



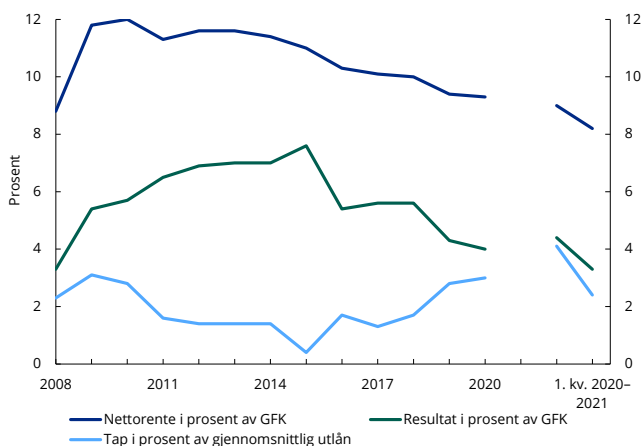
Kilder: Finanstilsynet og Statistisk sentralbyrå (K2)

### 2.20 Forbrukslån i Norge fordelt på aldersgrupper



Kilde: Finanstilsynet

### 2.21 Resultatutvikling forbrukslån\*



\* Inkl. norske foretaks utlån i utlandet. Annualisert.

Kilde: Finanstilsynet

lengre tid vært tilbudt likviditetsstøtte via ECBs såkalte TLTRO-program. Dette har vært et sterkt bidrag til at europeiske bankers likviditetsreserver er høye. Likviditetsstøtten fra ECB ble forsterket som følge av markedsuroen i mars 2020 og førte til ytterligere økning i andelen sentralbankreserver i europeiske bankers likviditetsreserver. EBA uttrykte i sin [risikorapport](#) i desember 2020 bekymring for at europeiske banker venner seg til billig sentralbankfinansiering.

### REDUSERT UTLÅNSVOLUM I FORBRUKSLÅNSMARKEDET

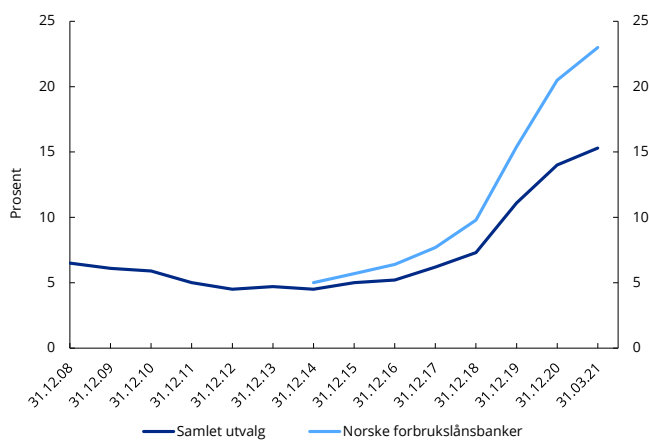
Utlånsvolumet i det norske forbrukslånsmarkedet har falt kraftig det siste året. Nedgangen ble forsterket under koronapandemien, og flere foretak melder om redusert etterspørsel etter forbrukslån det siste året.

For de 33 foretakene som inngår i Finanstilsynets utvalgsundersøkelse av forbrukslån, falt de samlede forbrukslånene i det norske markedet fra 104,4 mrd. kroner ved utgangen av første kvartal 2020 til 87,9 mrd. kroner ved utgangen av første kvartal 2021, som gir en nedgang på 16 prosent, se figur 2.19. Justert for salg av porteføljer av misligholdte lån til finansieringsforetak var nedgangen 14 prosent.

Det har vært en reduksjon i volumet av forbrukslån blant alle aldersgrupper det siste året. Ved utgangen av 2020 hadde låntakere over 40 år 73 prosent av forbrukslånene i Norge, om lag 2 prosentpoeng høyere enn ett år tidligere, se figur 2.20. Låntakere mellom 40 og 49 år sto for 27 prosent av gjelden. For aldersgruppene over 50 år har det vært en gradvis økning i andelen de siste fire årene. Andelen av forbrukslån tatt opp av personer mellom 18 og 29 år har sunket noe, og var 6,3 prosent ved utgangen av 2020.

Høy utlånsrente på forbrukslån gir fortsatt betydelige renteinntekter for foretakene, selv om utlånsvolumet er redusert. Spesialiserte forbrukslånsbanker har høy grad av innskuddsfinansiering, og lavere innskuddsrente har bidratt til reduserte rentekostnader for disse bankene. Lønnsomheten for foretakene i utvalget er samlet sett noe redusert de siste årene, i hovedsak som følge av lavere netto renteinntekter, se figur 2.21.

## 2.22 Mislighold over 90 dager i prosent av forbrukslån\*



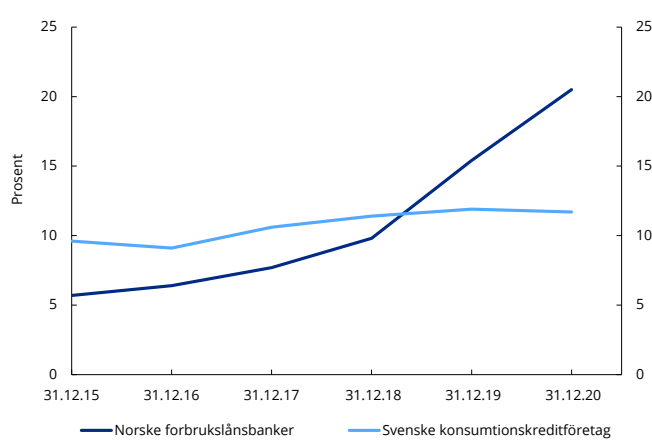
\*Inkl. norske foretaks utlån i andre land. Kilde: Finanstilsynet

Tapsnivået for forbrukslån er høyt sammenlignet med pantsikrede lån. For det samlede utvalget utgjorde tapene 2,4 prosent (annualisert) av utlån i første kvartal 2021, som er 1,7 prosentpoeng lavere enn i tilsvarende periode i fjor, se figur 2.21. For norske banker som har spesialisert seg på forbrukslån, utgjorde tapene 3,3 prosent, en nedgang på 2,1 prosentpoeng fra første kvartal i fjor. Til sammenligning var tapene på samtlige bankers totale utlån 0,1 prosent (annualisert) i første kvartal 2021.

For foretakene i utvalget utgjorde volumet av misligholdte forbrukslån i alt 22,5 mrd. kroner ved utgangen av første kvartal 2021, mot 21,1 mrd. kroner ett år tidligere. Andelen misligholdte forbrukslån har fortsatt å øke, til tross for salg av porteføljer med misligholdte lån, se figur 2.22. Ved utgangen av første kvartal 2021 lå misligholdet på 15,3 prosent for det samlede utvalget (inkludert de norske foretakenes utlån i utlandet), mot 14,0 prosent ved utgangen av 2020 og 5,0 prosent ved utgangen av 2015. Norske forbrukslån banker<sup>15</sup> hadde en misligholdsandel på 23,0 prosent ved utgangen av første kvartal 2021, mot henholdsvis 20,5 prosent og 5,7 prosent ved utgangen av 2020 og 2015.

Misligholdsandelen for norske forbrukslån banker er høy sammenlignet med tilsvarende andel i svenske foretak med forbrukslån som hovedvirksomhet (konsumtionskreditforetak), som var 11,7 prosent ved

## 2.23 Misligholdsandel forbrukslån, Norge og Sverige\*

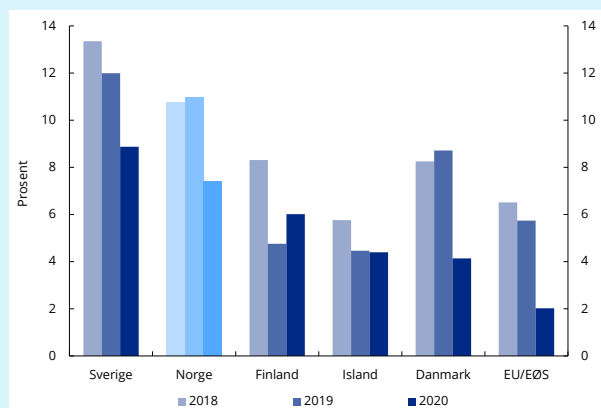


\* Inkl. foretakenes utlån i andre land. Kilder: Finanstilsynet og Finansinspektionen

utgangen av 2020.<sup>16</sup> Andelen misligholdte lån i svenske foretak lå mellom 9 og 12 prosent i perioden 2015 til 2020, se figur 2.23.

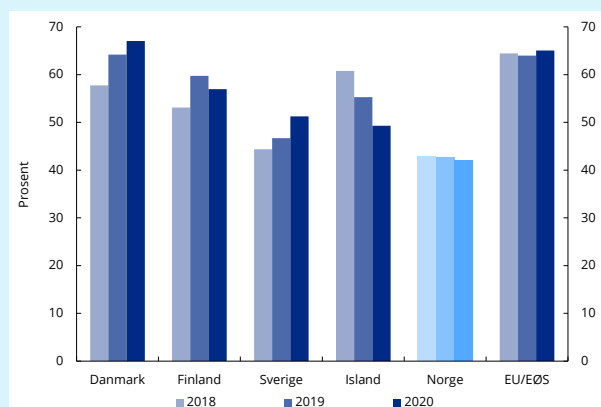
Finanstilsynet utarbeider hvert halvår rapporter om utviklingen i forbruksgjeld. I rapportene gis det en bred omtale av forbrukslånsmarkedet, herunder foretakenes etterlevelse av utlånsforskriften. Rapportene beskriver også utviklingen i forbruksgjeld som går til inkasso. Misligholdt forbruksgjeld utgjorde nær halvparten av inkassoforetakenes misligholdte hovedstol (opprinnelig gjeld) til inndrivelse ved utgangen av 2020. I tillegg omtales utviklingen i gjeld registrert i gjeldsinformasjonsforetak. [Rapportene](#) publiseres på Finanstilsynets nettsted.

### 2.A Egenkapitalavkastning



Kilde: EBA Risk Dashboard

### 2.B Kostnad/inntektsforhold



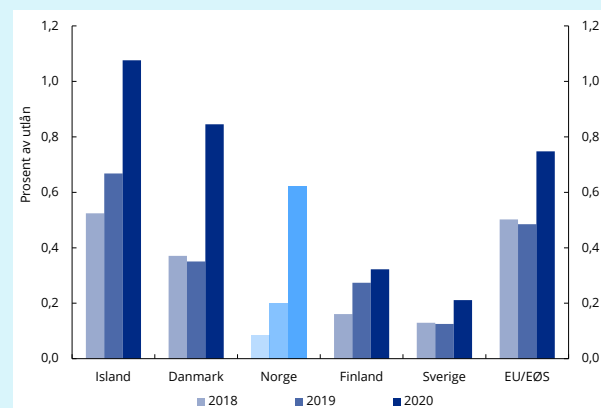
Kilde: EBA Risk Dashboard

### Boks 2: Koronapandemien og banker i Norge, Norden og EØS-området

Pandemiutbruddet i 2020 fikk betydelige konsekvenser for banker i alle europeiske land, men i noe ulik grad. Tall fra det europeiske banktilsynet EBA for de største bankene i hvert enkelt land og i EØS-området samlet\* viser en særlig sterk reduksjon i lønnsomhet for de danske bankene, se figur 2.A, mens utviklingen i Sverige var om lag som for de norske bankene. De store finske bankene skiller seg ut med en økning i samlet egenkapitalavkastning fra 2019 til 2020, påvirket av flere negative engangseffekter i regnskapet for 2019.

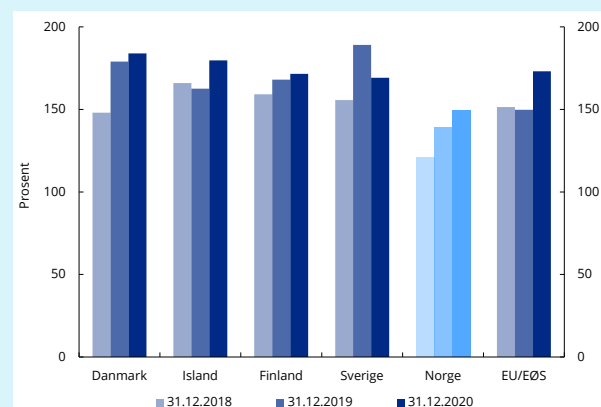
I årene før pandemien var lønnsomheten i de norske bankene relativt god sammenlignet med

### 2.C Tap på utlån



Kilde: EBA Risk Dashboard

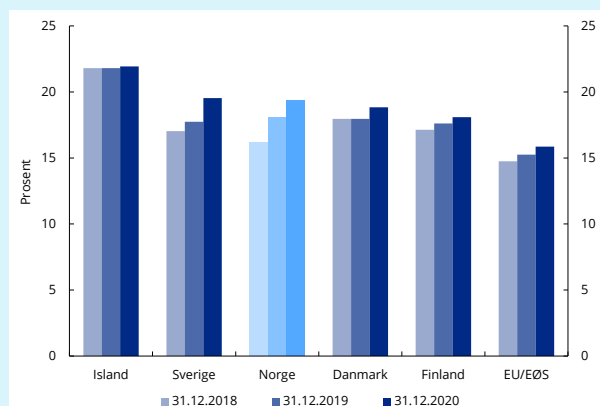
### 2.D Likviditetsreserve (LCR)



Kilde: EBA Risk Dashboard

banker i andre nordiske land. Det skyldtes blant annet lave utlånstap og relativt lave driftskostnader. Forholdet mellom kostnader og inntekter avtok ytterligere for de norske bankene i 2020, til tross for moderat inntektsutvikling, se figur 2.B. Tapsnivået på utlån i norske banker har vært lavere enn i de fleste andre land i flere år. Usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen førte til en sterk økning i utlånstap i de fleste land i 2020. Økningen for de norske bankene i utvalget forklares i stor grad av at alle de tre bankene i EBAs utvalg har eksponeringer mot oljerelatert sektor, hvor overkapasitet og svak lønnsomhet i enkeltsegmenter førte til betydelige tapsavsetninger. Flere av de store nordiske bankene gjorde også tapsavsetninger på oljerelaterte eksponeringer. Dette påvirket særlig tapsnivået og bidro

## 2.E Ren kjernekapitaldekning

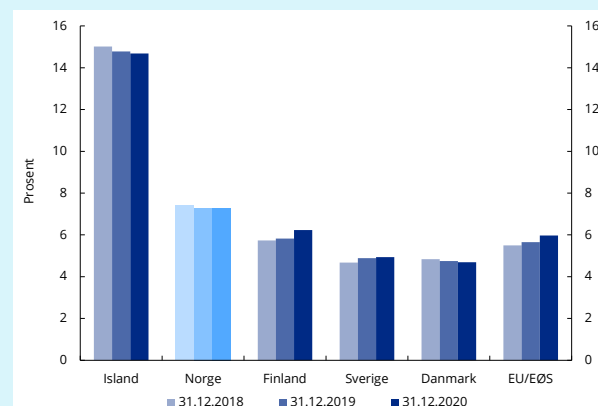


Kilde: EBA Risk Dashboard

til redusert lønnsomhet for de danske bankene, se figur 2.C.

Likviditetsreserven, LCR, er gjennomgående høyere i de andre nordiske landene og EU/EØS-landene samlet enn i norske banker, se figur 2.D. Dette er blant annet påvirket av tilgang til likvide eiendeler (både mengde og pris) i de ulike landene. I eurolandene er det i stor grad de ekstraordinære sentralbanktiltakene som har ført til høye LCR-verdier. I Norge iverksatte Norges Bank ekstraordinære tiltak i mars 2020, men disse er nå opphevet. Det er også et større statspapirmarked i de andre landene sammenlignet med Norge. Utvalget av foretak som inngår i sammenstillingen, påvirker også tallene. Bare de tre største norske bankene er inkludert. De største norske bankene har høy andel markedsfinansiering, noe som isolert sett gir lavere LCR enn banker som har høy grad av innskuddsfinansiering, slik mange av de europeiske bankene har. Ser man på gjennomsnittet for mellomstore og mindre banker i Norge var LCR samlet sett henholdsvis 248 og 204 prosent ved utgangen av 2020.

## 2.F Uvektet kjernekapitalandel



Kilde: EBA Risk Dashboard

Som omtalt ovenfor fikk norske banker ved gjennomføringen av det europeiske kapitaldekningsregelverket i EØS-avtalen fra 31. desember 2019, en betydelig økt ren kjernekapitaldekning uten at dette reflekterte en reell bedring av soliditeten. Fra å ligge noe lavere enn bankene i andre nordiske land har dette bidratt til at de norske bankene nå ligger på nivå med, eller noe over, de store bankene i Sverige, Danmark og Finland, se figur 2.E. Norske banker har hatt noe høyere uvektet kjernekapitalandel enn de øvrige nordiske bankene, utenom de islandske bankene, som har vesentlig høyere dekning, se figur 2.F.

\* Norge er representert med DNB Bank, Sparebank1 SR-Bank og Sparebank1 SMN i [EBAs Risk Dashboard](#).

## KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

Pensjonsinnretningene hadde et svakere resultat i 2020 enn året før. Aksjeprisfallet våren 2020 var hovedårsaken til svekkelsen. Rentenedgangen i 2020 bidro til å svekke deres finansielle stilling målt ved solvenskapitaldekningen uten overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger.

Så langt i 2021 har det vært oppgang i aksjemarkedene og i rentenivået. Livsforsikringsforetakenes resultater økte i første kvartal 2021 sammenlignet med samme kvartal i 2020, og den finansielle stillingen i foretakene ble bedret.

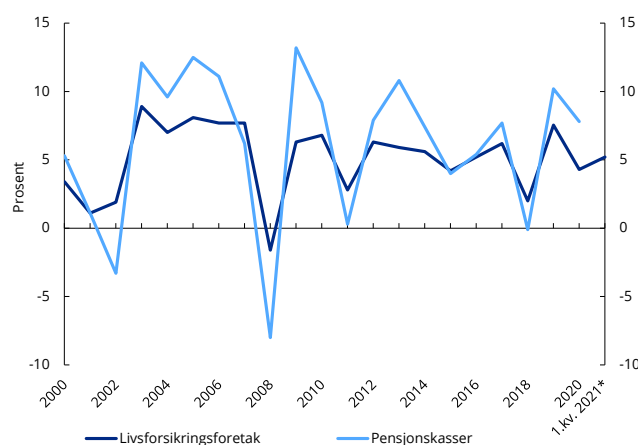
Skadeforsikringsforetakene hadde et sterkere resultat i 2020 enn i 2019 når man ser bort fra engangseffekter av Gjensidiges salg av Gjensidige Bank i 2019. Resultatet i første kvartal 2021 var også sterkere enn i samme kvartal i 2020. Skadeforsikringsforetakenes soliditet bedret seg noe i første kvartal 2021.

Det fortsatt lave rentenivået gjør det krevende for foretakene å oppnå avkastning over den garanterte renten i ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger. Et nytt rentefall, ny uro i finansmarkedene med fall i aksjekurser og økte risikopremier, eller et tilbakeslag i norsk økonomi med verdifall på næringsseidendom, vil ha negativ effekt på pensjonsinnretningenes og skadeforsikringsforetakenes resultater og soliditet.

### LIVSFORSIKRING OG PENSJON LØNNSOMHET OG SOLIDITET

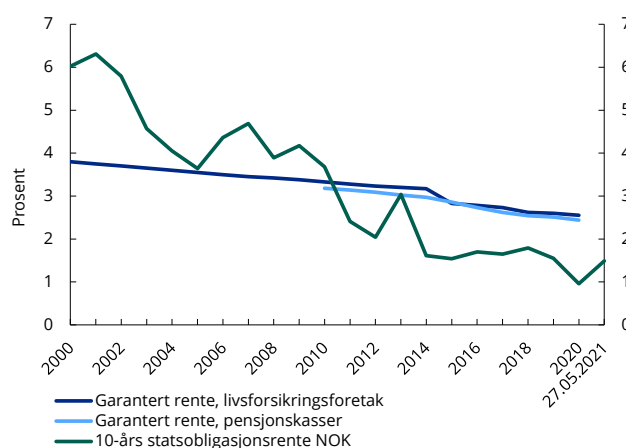
Aksjemarkedene falt kraftig i første kvartal 2020, men hentet seg i stor grad inn i løpet av året. Verdifall på aksjer var likevel hovedårsaken til nedgangen i pensjonsinnretningenes avkastning og resultater fra 2019 til 2020, se figur 3.1. Oppgang i aksjemarkedene og økte investeringsinntekter bidro til bedre resultater i livsforsikringsforetakene i første kvartal 2021 enn i

### 3.1 Verdijustert avkastning i kollektivporteføljen



\* Annualisert. Kilde: Finanstilsynet

### 3.2 10-års statsobligasjonsrente og gjennomsnittlig garantert rente



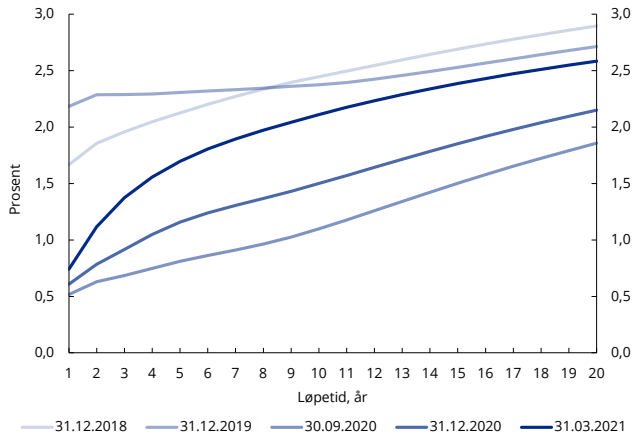
Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

samme kvartal i 2020. For en nærmere omtale av resultatene i livsforsikringsforetakene og pensjonskassene, se Finanstilsynets [resultatrapporter for finansforetak](#).

I 2020 falt den risikofrie markedsrenten, representert ved 10-års norsk statsobligasjonsrente, fra et allerede lavt nivå. Renten tok seg imidlertid noe opp mot slutten av året og har økt så langt i 2021, se figur 3.2. Nivået er fortsatt betydelig lavere enn gjennomsnittlig rentegaranti i de ytelsesbaserte pensjonsordningene i pensjonsinnretningene. Den risikofrie rentekurven som benyttes som diskonteringsrente for beregning av forsikringsforpliktelsene i Solvens II, har hatt en tilsvarende utvikling, se figur 3.3.



### 3.3 Rentekurve i norske kroner i Solvens II med volatilitetsjustering



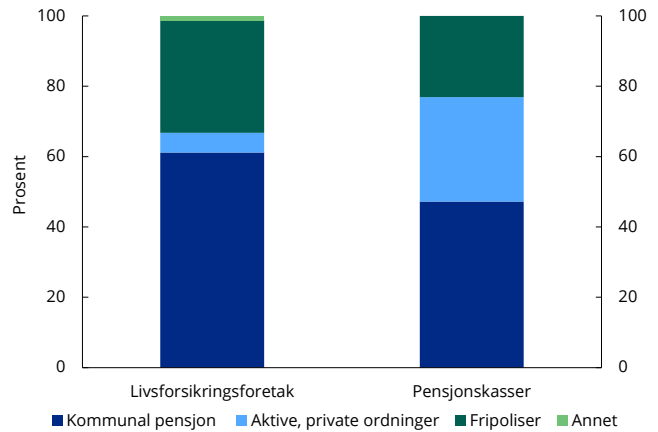
Kilde: EIOPA

Et lavt rentenivå øker nåverdien av framtidige forpliktelser og gjør det mer krevende å oppnå meravkastning for pensjonsinnretninger med garanterte produkter. Foretakenes avkastning de siste årene har oversteget garantert rente, blant annet som følge av avkastning på aksjer og eiendom og renteinntekter fra utlån.

Til tross for at innskuddsordninger har økt i betydning de senere årene, utgjorde ytelsesordninger 71 prosent av livsforsikringsforetakenes forsikringsforpliktelser i Solvens II ved utgangen av 2020. Figur 3.4 viser fordelingen av pensjonsinnretningenes forsikringsforpliktelser i ytelsesordningene.

Solvenskapitaldekningen i livsforsikringsforetakene er noe bedret de siste årene, men avtok i første kvartal 2021. Ved utgangen av 2020 var solvenskapitaldekningen 244 prosent i livsforsikringsforetak og 183 prosent i pensjonskasser, se figur 3.5. Reglene for beregning av solvenskapitaldekning inneholder en overgangsregel for forsikringstekniske avsetninger som delvis motvirker effekten av lavere rente i solvensberegningen. Overgangsregelen innebærer at verdien av forsikringsforpliktelsene delvis beregnes etter gammelt regelverk fram til 2032 og slik at vektningen av gammelt regelverk avtar i perioden. Uten bruk av overgangsregelen var livsforsikringsforetakenes solvenskapitaldekning 198 prosent per 31. desember 2020, ned fra 218 prosent ved årsslutt 2019.

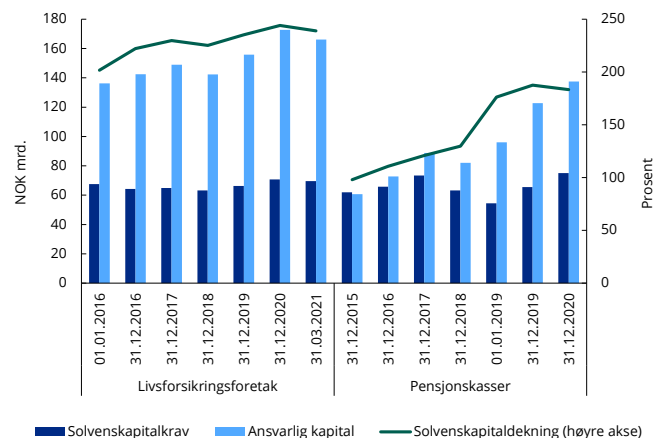
### 3.4 Regnskapsmessige forsikringsforpliktelser uten investeringsvalg i ytelsesordningene per 31. desember 2020



I "Annet" inngår hybridpensjon med en andel på 0,9 prosent.

Kilder: [Finans Norge](#) og Finanstilsynet

### 3.5 Soliditet i livsforsikringsforetak og pensjonskasser\*

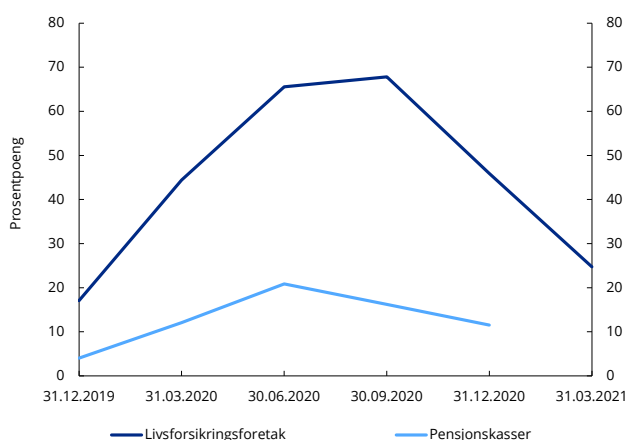


\*Krav om en dekningsprosent over 100 for pensjonskassene ble innført 1. januar 2019. Grunnlaget for beregningene ble også endret. Kilde: Finanstilsynet

Overgangsregelen har stor betydning for livsforsikringsforetak. Som følge av lavere rente var effekten særlig stor per 30. juni og 30. september 2020, da solvenskapitaldekningen med overgangsregelen var nesten 70 prosentpoeng høyere enn uten bruk av overgangsregelen, se figur 3.6. Økt rentenivå i første kvartal 2021 bidro til at effekten av overgangsregelen ble redusert. Per 31. mars 2021 var livsforsikringsforetakenes solvenskapitaldekning med og uten overgangsregelen henholdsvis 239 prosent og 214 prosent.

## KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

### 3.6 Effekt på solvenskapitaldekningen av overgangsregelen for forsikringstekniske avsetninger



Kilde: Finanstilsynet

For nærmere omtale av soliditeten i livsforsikringsforetak og pensjonskasser, se Finanstilsynets [soliditetsrapporter](#).

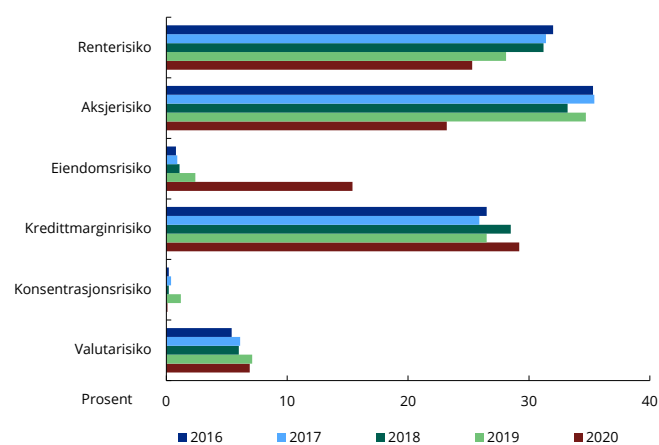
### Markedsrisiko

Pensjonsinnretningene er eksponert mot markedsrisiko både gjennom forsikringsforpliktelsene og gjennom sine investeringer i blant annet obligasjoner og aksjer. Markedsrisiko utgjør den største risikokomponenten i solvenskapitalkravet for både livsforsikringsforetakene og pensjonskassene, henholdsvis 60 prosent og 84 prosent av samlet risiko (før fradrag for diversifiseringsgevinster).

Kredittmarginrisiko utgjorde det største bidraget til markedsrisiko for livsforsikringsforetakene ved utgangen av 2020, etterfulgt av renterisiko, se figur 3.7.

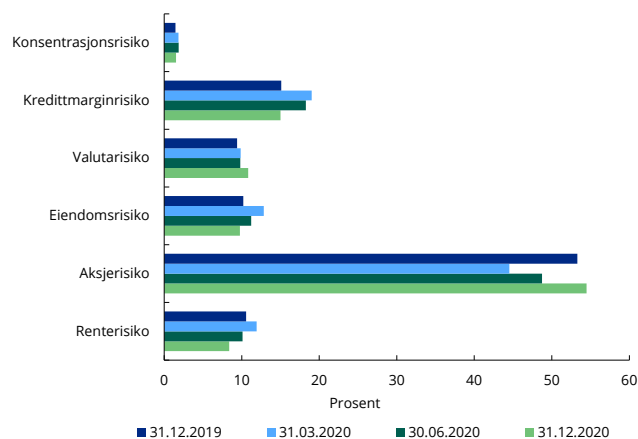
Endringer i regelverket fra og med andre kvartal 2020 innebar at investeringer i tilknyttede eiendomsselskaper ikke lenger behandles som aksjer i beregningen av solvenskapitalkravet for forsikringsforetakene, men som eiendomsrisiko. Denne metodeendringen er hovedårsaken til at eiendomsrisikoen det siste året økte med 13 prosentpoeng som andel av samlet markedsrisiko, til 15 prosent ved utgangen av 2020, mens aksjerisikoen ble redusert med 12 prosentpoeng til 23 prosent i samme periode. I solvenskapitalkravet for pensjonskassene stresses allerede investeringer i tilknyttede eiendomsselskaper som eiendom.

### 3.7 Bidrag til solvenskapitalkravet for markedsrisiko for livsforsikringsforetakene samlet\*



\* Før fradrag for diversifiseringsgevinster. Kilde: Finanstilsynet

### 3.8 Bidrag til solvenskapitalkravet for markedsrisiko for pensjonskassene samlet\*



\* Før fradrag for diversifiseringsgevinster. Kilde: Finanstilsynet

Den europeiske tilsynsmyndigheten for forsikring og tjenestepensjon (EIOPA) la fram [forslag til endringer](#) i Solvens II-regelverket for forsikringsforetak i desember 2020. EIOPA foreslår blant annet at det skal forutsettes større renteendring (høyere stressfaktor) i beregningen av renterisiko og begrunner dette med at gjeldende metode ikke tar tilstrekkelig høyde for den faktiske renterisikoen når rentenivået er lavt. Dersom regelverket endres i tråd med EIOPAs forslag, vil det gi høyere kapitalkrav for renterisiko og en betydelig svekkelse av solvenskapitaldekningen i norske livsforsikringsforetak som har stor andel forpliktelser med rentegaranti. Finanstilsynet vil i lys av eventuelle endringer i Solvens II-regelverket vurdere om det skal

gjøres tilpasninger i det forenklede solvenskapi-  
talkravet for pensjonskassene.

Aksjerisiko utgjør det største bidraget til markeds-  
risiko for pensjonskassene med 54 prosent, se figur  
3.8.

## LIVSFORSIKRINGSFORETAKENES INVESTERINGER

### Økt aksjeandel i investeringsvalgporteføljen

Livsforsikringsforetakenes investeringer var på 1 831 mrd. kroner ved utgangen av 2020. Av dette var 461 mrd. kroner (25 prosent) i investeringsvalgporteføljen der kunden velger allokering og bærer investeringsrisikoen. Ved utgangen av 2019 utgjorde investeringsvalgporteføljen 23 prosent av livsforsikringsforetakenes investeringer. I 2020 økte andelen aksjer inkludert aksjefond i investeringsvalgporteføljen med 2 prosentpoeng, til 60 prosent, se figur 3.9. Andelen investert i obligasjoner inkludert fond var stabil på om lag 33 prosent. I investeringsvalgporteføljen er fondsandelen stor, særlig andelen investert i aksje- og obligasjonsfond.

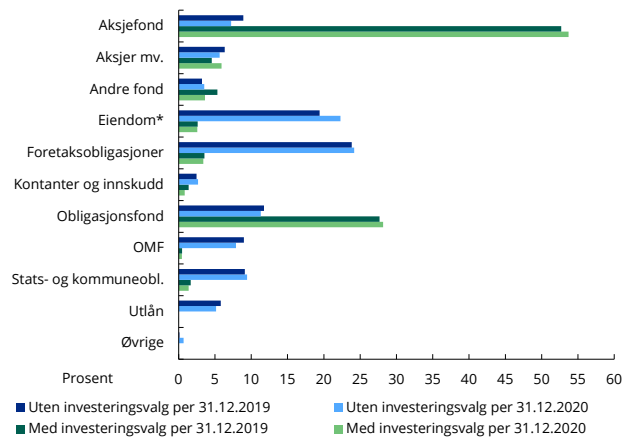
Pensjonsmidler med fondsvalg utgjorde 18 prosent av forvaltningskapitalen til norske fondsforvaltere ved utgangen av 2020, se figur 3.10.<sup>17</sup>

### Investeringene i kollektiv- og selskapsporteføljen

I livsforsikringsforetakenes kollektiv- og selskapsportefølje er obligasjoner den største eiendelskategorien med en andel på 53 prosent, etterfulgt av eiendomsrelaterte investeringer med 22 prosent, se figur 3.9. Obligasjonsandelen ble redusert med 1 prosentpoeng fra 2019 til 2020. Livsforsikringsforetakene er mest eksponert mot foretaksobligasjoner i sektorene finans og eiendom, med henholdsvis 58 prosent og 14 prosent av foretaksobligasjonene i kollektiv- og selskapsporteføljen.

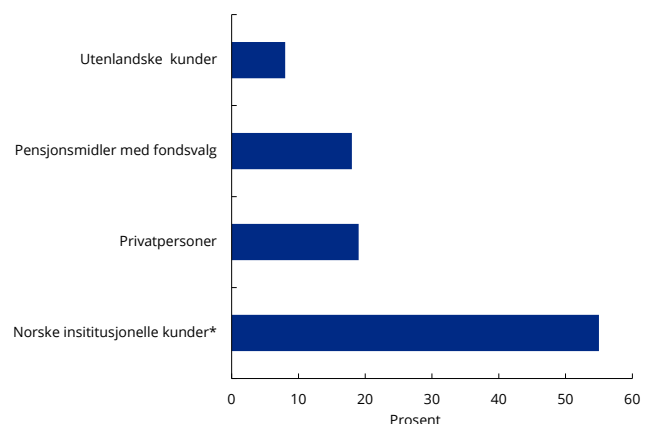
Aksjeandelen i livsforsikringsforetakenes kollektiv- og selskapsportefølje ble redusert fra 15 til 13 prosent i 2020. Livsforsikringsforetakenes investeringer har en relativt begrenset eksponering mot klimarisiko, se boks 3 senere i kapitlet.

## 3.9 Livsforsikringsforetakenes investeringer



\* Eiendom inkluderer fast eiendom, eiendomsrelaterte aksjer, eiendomsfond, eiendomseksposering relatert til sikrede verdipapirer og utlån med sikkerhet i fast eiendom samt eiendomsobligasjoner og andre eiendeler med sektorkode eiendom. Kilde: Finanstilsynet

## 3.10 Fordeling av forvaltningskapitalen til norske fondsforvaltere



\*Her inngår blant annet forsikringsforetak, pensjonskasser, kommuner og banker. Kilde: Verdipapirfondenes forening

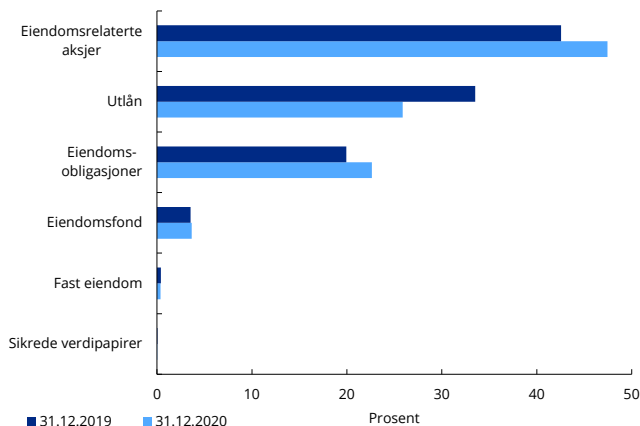
### Eiendomsinvesteringene

Livsforsikringsforetakenes eiendomsrelaterte investeringer i kollektiv- og selskapsporteføljen var på 305 mrd. kroner per 31. desember 2020. En stor andel av disse investeringene er i næringseiendom.

Eiendomsrelaterte aksjer utgjorde den største andelen av livsforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer med 47 prosent, se figur 3.11.

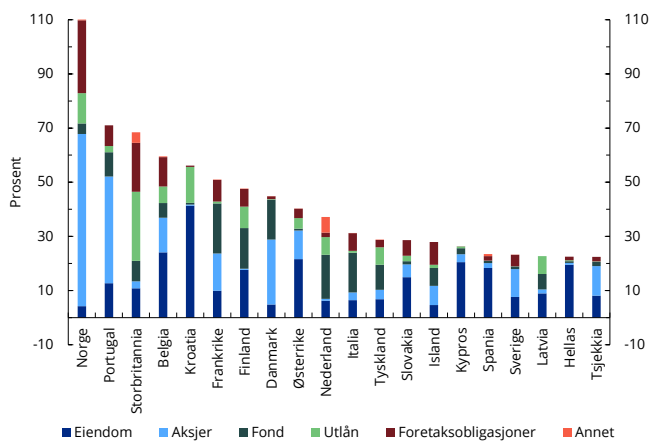
## KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

### 3.11 Livsforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer i kollektiv- og selskapsporteføljen



Kilde: Finanstilsynet

### 3.12 Forholdet mellom næringsseiendomsinvesteringer og egenkapitalen, forsikringsforetak i europeiske land

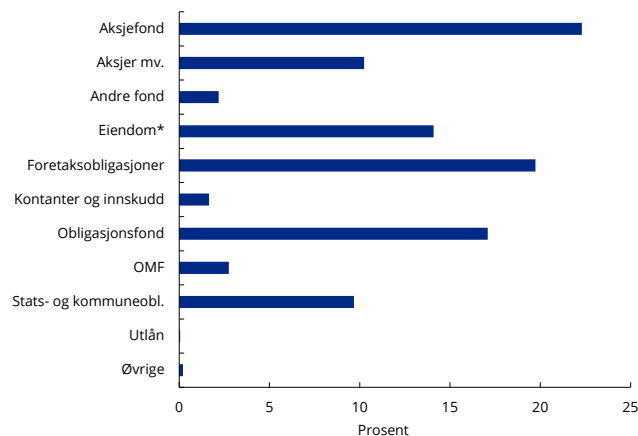


Kilde: EIOPA

Aksjeinvesteringene er i all hovedsak knyttet til datterforetak som eier og drifter næringsseiendom. Investeringene i næringsseiendom er størst innenfor segmentet kontorbygg mv., som utgjorde om lag 60 prosent av de tre største livsforsikringsforetakenes samlede eiendomsinvesteringer ved utgangen av 2020, etterfulgt av kjøpesentre mv. med 14 prosent og hoteller med 13 prosent. Flere av de øvrige livsforsikringsforetakene har også betydelige investeringer i næringsseiendom.

Markedet for næringsseiendom er påvirket av koronakrisen gjennom blant annet nedstengninger og redusert reisevirksomhet. Enkelte livsforsikrings-

### 3.13 Pensjonskassenes investeringer per 31. desember 2020



\* Eiendom inkluderer fast eiendom, eiendomsrelaterte aksjer, eiendomsfond, eiendomseksponering relatert til sikrede verdipapirer og utlån med sikkerhet i fast eiendom samt eiendomsobligasjoner og andre eiendeler med sektorkode eiendom. Kilde: Finanstilsynet

foretak skrev ned verdien på sine eiendommer i 2020, men i relativt moderat omfang. Et kraftig tilbakeslag i økonomien kan gi betydelig verdifall på næringsseiendom. Strukturelle endringer i kjølvannet av pandemien kan også påvirke deler av eiendomsmarkedet.

Risikoen for verdifall på næringsseiendom trekkes også fram av EIOPA, som framhever at eiendomssektoren er påvirket av covid-19, og at et verdifall på næringsseiendom vil svekke forsikringsforetakenes soliditet.<sup>18</sup> Ifølge EIOPA har norske forsikringsforetak klart høyest eksponering mot næringsseiendom blant de landene som inngår i oversikten<sup>19</sup>, se figur 3.12.

EIOPA har også sett på 205 europeiske enkeltforetak som hadde investert mer enn 500 mill. euro i næringsseiendom per andre kvartal 2020. Blant disse var den høyeste andelen næringsseiendomsinvesteringer på 282 prosent av egenkapitalen, og ni foretak hadde en andel på over 200 prosent.

### PENSJONSKASSENES INVESTERINGER

Ved utgangen av 2020 var de 23 største pensjonskassenes investeringer på 326 mrd. kroner. Obligasjoner utgjorde den største andelen med 49 prosent, etterfulgt av aksjer med 33 prosent og eiendom med 14 prosent, se figur 3.13. Av de samlede

investeringene i eiendom var 29 prosent i eiendomsrelaterte aksjer. Deretter følger eiendomsobligasjoner med 28 prosent, se figur 3.14.

### USIKKERHET OM UTVIKLINGEN FRAMOVER

I en [felles uttalelse](#) 31. mars 2021 fra de europeiske tilsynsmyndighetene EBA, EIOPA og ESMA framheves både det svært lave rentenivået, volatiliteten i finansmarkedene og risikoen for nedgraderinger av obligasjoner blant risikoene pensjonsinnretningene står overfor.

De norske pensjonsinnretningene har i all hovedsak investert i obligasjoner med god kredittkvalitet, men omfattende nedgraderinger av obligasjoner vil påvirke pensjonsinnretningene negativt. Andelen av livsforsikringsforetakenes investeringer i obligasjoner med laveste kredittvurdering innenfor "investment grade" (BBB) økte fra 13 prosent ved utgangen av 2019 til 18 prosent per 31. desember 2020. For pensjonskassene økte den tilsvarende andelen fra 22 til 28 prosent i samme periode. Livsforsikringsforetakenes BBB-obligasjoner er i første rekke innenfor næringen finans, etterfulgt av kraftproduksjon, eiendom, energiintensiv produksjon samt informasjon og kommunikasjon.

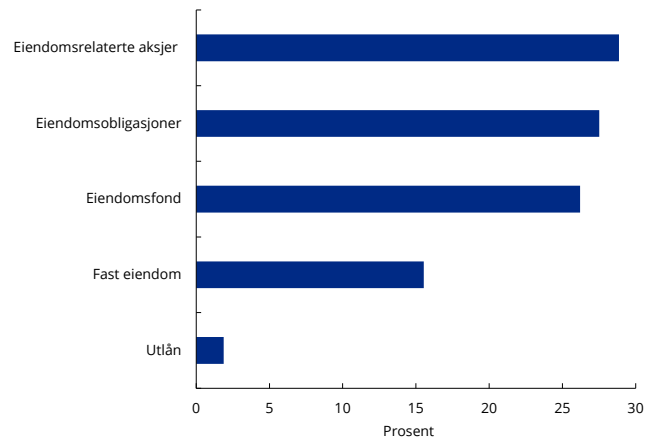
Ved utgangen av 2020 var hhv. 18 prosent og 27 prosent av livsforsikringsforetakenes og pensjonskassenes obligasjonsinvesteringer i obligasjoner uten kredittvurdering.

### EIOPAs stresstest av forsikringsgrupper i 2021

I 2021 skal EIOPA gjennomføre en stresstest av europeiske forsikringsgrupper. Stresstesten dekker både soliditet (markeds- og forsikringsrisiko) og likviditetsrisiko. Fra Norge deltar KLP, Storebrand ASA og Gjensidige Forsikring ASA.

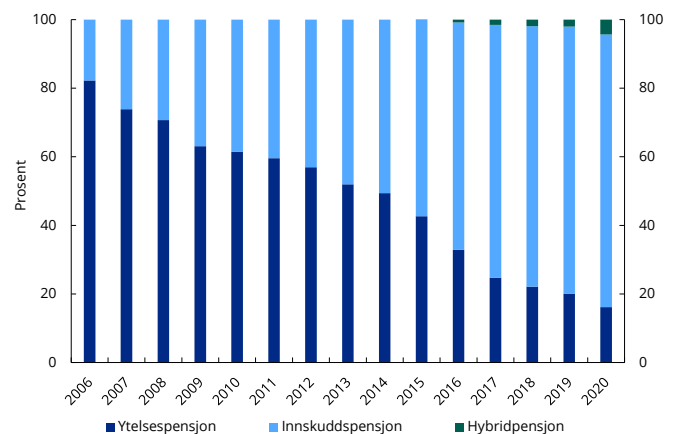
Markedsrisikosjokkene i stresstesten er utformet og kalibrert av EIOPA i samarbeid med Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). I stresstesten tas det utgangspunkt i et scenario der den økonomiske situasjonen forverres som følge av koronapandemien og tillitskrisen denne utløser. I etterkant av stresstesten vil EIOPA publisere en rapport med

### 3.14 Pensjonskassenes eiendomsinvesteringer per 31. desember 2020



Kilde: Finanstilsynet

### 3.15 Forfalt bruttopremie i privat kollektiv pensjon – livsforsikringsforetak



Kilde: Finans Norge

aggregerte data. I tillegg vil det publiseres individuelle data forutsatt at den enkelte gruppe tillater det.

## ENDRINGER I INNSKUDDSPENSJONSMARKEDET

Innskuddsordninger har fått økt betydning de senere årene. Mange bedrifter i privat sektor har erstattet sin ytelsesordning med en innskuddsordning. Innenfor privat kollektiv pensjon økte innskuddsordningenes andel av forfalte premier fra 18 prosent i 2006 til 80 prosent ved utgangen av 2020, se figur 3.15. Hybridpensjon, som har elementer fra både innskudds- og ytelsespensjon, utgjorde 4 prosent av forfalte premier.

## KAPITTEL 3 FORSIKRING OG PENSJON

Innskuddsordningenes andel av forsikringsforpliktelsene har også økt og utgjorde 49 prosent av forsikringsforpliktelsene i privat, kollektiv pensjon ved utgangen av 2020. Forsikringsforpliktelser knyttet til innskuddsordninger utgjorde 24 prosent av livsforsikringsforetakenes forsikringsforpliktelser ved utgangen av 2020.

[Ifølge Finans Norge](#) hadde livsforsikringsforetakene 223 mrd. kroner i forsikringsforpliktelser knyttet til aktive innskuddsordninger og 131 mrd. kroner i pensjonskapitalbevis ved utgangen av 2020. Pensjonskapitalbevis utstedes når noen slutter hos en arbeidsgiver med innskuddsordning. Andelen pensjonskapitalbevis forventes å avta som følge av innføringen av egen pensjonskonto fra 1. januar 2021.

### EGEN PENSJONSKONTO FRA 1. JANUAR 2021

De nye reglene om egen pensjonskonto omfatter om lag 1,5 millioner arbeidstakere. Med egen pensjonskonto samles innskuddspensjon fra tidligere og nåværende arbeidsgiver. Pensjonskapitalbevis blir flyttet til nåværende arbeidsgivers aktive innskuddspensjonsordning i løpet av 2021 med mindre arbeidstaker reserverte seg mot dette innen 1. mai 2021.

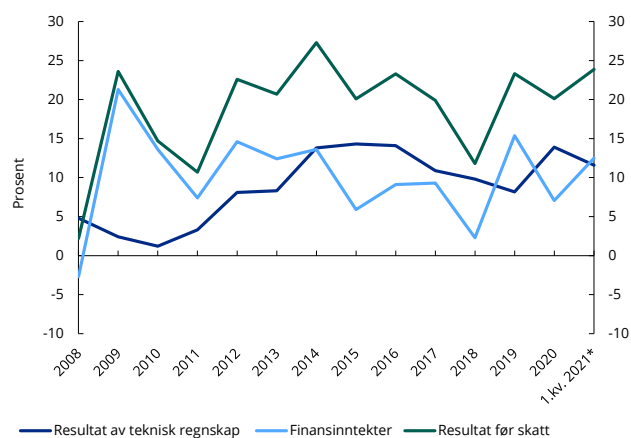
[Ifølge Finans Norge](#) ble 6 500 pensjonskapitalbevis reservert mot flytting innen reservasjonsfristen. 39 000 hadde valgt pensjonsleverandør selv.

I forbindelse med innføringen av egen pensjonskonto skal om lag 75 mrd. kroner flyttes mellom ulike pensjonsleverandører i perioden 1. mai til 31. desember 2021.<sup>20</sup> [En bransjeavtale](#) om egen pensjonskonto ble vedtatt 23. desember 2020 og utvidet 25. januar 2021. Avtalen regulerer blant annet hvordan de involverte aktørene skal håndtere operasjonelle og finansielle risikoer i forbindelse med flyttingen.

### SKADEFORSIKRING LØNNSOMHET OG SOLIDITET

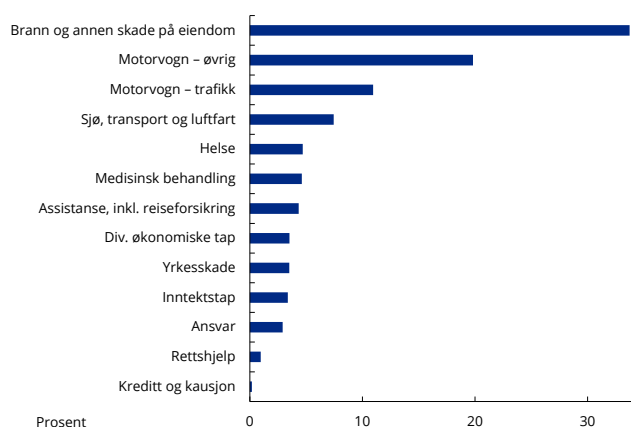
Skadeforsikringsforetakene hadde et sterkere resultat før skatt i 2020 enn i 2019 når man ser bort fra en bokført gevinst på 3,1 mrd. kroner fra Gjensidiges salg av Gjensidige Bank i 2019. Både samlet skadeprosent

### 3.16 Resultater i skadeforsikringsforetakene samlet, i prosent av premieinntekter f.e.r.\*



\*Premieinntekter for egen regning (f.e.r.). Finansresultatet og resultatet før skatt i 2019 påvirkes av Gjensidiges salg av Gjensidige Bank som ga en ekstraordinær inntekt på 3,1 mrd. kroner.  
Kilde: Finanstilsynet

### 3.17 Skadeforsikring etter bransje. Prosent av opptjente bruttopremier. 2020

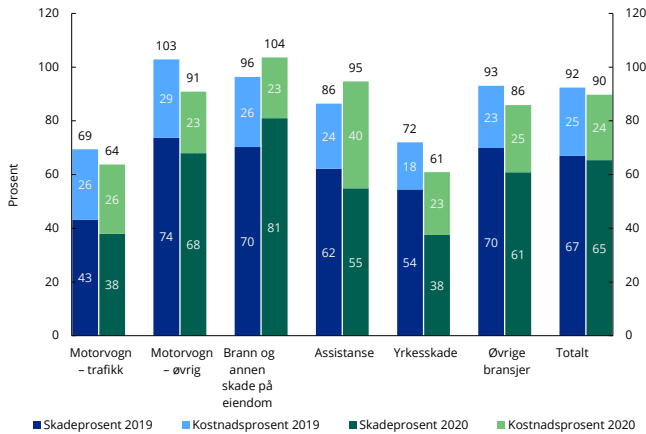


Kilde: Finanstilsynet

og samlet kostnadsprosent ble bedret sammenlignet med 2019 etter en ikke ubetydelig premievekst. En mild vinter i store deler av landet og redusert aktivitetsnivå i befolkningen som følge av koronapandemien bidro til å dempe veksten i erstatningskostnadene. Aksjekursfallet våren 2020 førte imidlertid til lavere finansinntekter i skadeforsikringsforetakene i 2020 enn i 2019, se figur 3.16.

Skadeforsikringsforetakene hadde også et sterkere resultat i første kvartal 2021 enn i samme kvartal i 2020. Det var en betydelig bedring i finansresultatet.

### 3.18 Kombinertprosent f.e.r. for skadeforsikringsforetakene samlet. Utvalgte bransjer, aggregert



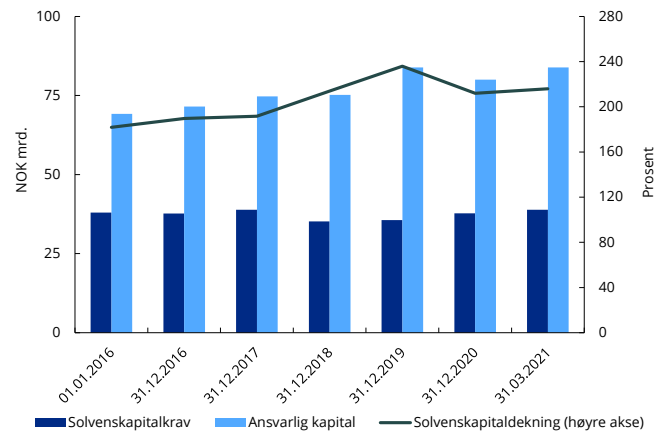
Kilde: Finanstilsynet

Redusert reisevirksomhet i befolkningen som følge av koronapandemien førte til økt lønnsomhet i forsikringsvirksomheten. For en nærmere omtale av resultatene i skadeforsikringsforetakene, se Finanstilsynets [resultatrapporter for finansforetak](#).

'Brann og annen skade på eiendom' er den største bransjen innenfor skadeforsikring, se figur 3.17. Skadeprosenten for denne bransjen økte fra 2019 til 2020, se figur 3.18, i hovedsak som følge av brannen på Equinors anlegg på Melkøya i september 2020. Flere bransjer har hatt bedring i lønnsomheten fra 2019 til 2020. Dette har til dels sammenheng med redusert reisevirksomhet og at folk har vært mye hjemme. Skadeforsikringsforetakenes resultater ble påvirket av leirskredet i Gjerdrum. Finans Norge har anslått at skredet medførte erstatningskostnader på omkring 900 mill. kroner. Det meste av erstatningskostnadene håndteres via Norsk Naturskadepool.

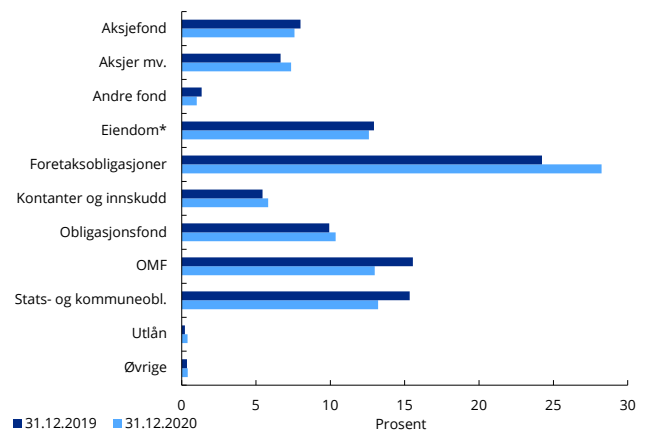
Solvenskapitaldekningen for skadeforsikringsforetakene samlet ble redusert med 23 prosentpoeng i 2020, til 212 prosent per 31. desember 2020, se figur 3.19. Hovedårsaken til nedgangen i solvenskapitaldekningen er foretakenes utbetalte og planlagte utbytter. Skadeforsikringsforetakenes soliditet bedret seg noe fra 31. desember 2020 til 31. mars 2021. For nærmere omtale av soliditeten i skadeforsikringsforetak, se Finanstilsynets [soliditetsrapporter](#).

### 3.19 Soliditeten i skadeforsikringsforetakene



Kilde: Finanstilsynet

### 3.20 Skadeforsikringsforetakenes investeringer



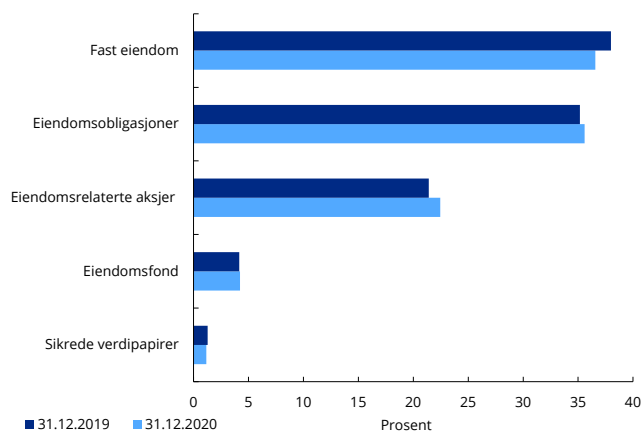
\* Eiendom inkluderer fast eiendom, eiendomsrelaterte aksjer, eiendomsfond, eiendomseksposering relatert til sikrede verdipapirer og utlån med sikkerhet i fast eiendom samt eiendomsobligasjoner og andre eiendeler med sektorkode eiendom.

Kilde: Finanstilsynet

## SKADEFORSIKRINGSFORETAKENES INVESTERINGER

For skadeforsikringsforetakene var de samlede investeringene på 143 mrd. kroner ved utgangen av 2020. Obligasjoner utgjorde den største eiendelskategorien med 65 prosent. Andelen investert i obligasjoner var uendret i 2020, men det var en del endringer i sammensetningen av obligasjonsporteføljen, se figur 3.20. Aksjeandelen var stabil på 15 prosent. Eiendom utgjorde 13 prosent av investeringene. Eiendomsinvesteringene var størst

### 3.21 Skadeforsikringsforetakenes eiendomsinvesteringer



Kilde: Finanstilsynet

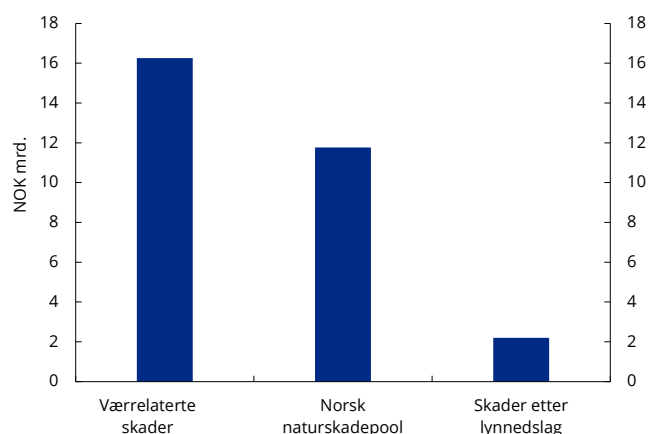
innenfor fast eiendom, eiendomsobligasjoner og eiendomsrelaterte aksjer, se figur 3.21.

### KLIMARISIKO I SKADEFORSIKRING

Finanstilsynet har over en periode hatt møter med totalt ni skadeforsikringsforetak om klimarisiko. Hensikten med møtene har vært å kartlegge hvordan klimaendringer påvirker skadeforsikringsforetakenes risiko, hvordan foretakene vurderer at risikoen vil påvirke dem framover og hvordan de styrer risikoen. Erfaringen så langt er at skadeforsikringsforetak med kunder som produserer, storforbruker eller transporterer fossil energi, har kommet lengst i arbeidet med å avdekke og styre klimarisiko. Samtidig er inntrykket at arbeidet med klima og bærekraft vil få økt oppmerksomhet i de fleste skadeforsikringsforetakene framover.

Naturskader knyttet til blant annet storm, stormflo, flom og skred dekkes av naturskadepoolen. En del andre natur- og klimarelaterte skader, som for eksempel vanninntrengning utenfra, dekkes ikke gjennom naturskadepoolen. Ifølge Finans Norge har norske forsikringsforetak de siste ti årene utbetalt erstatninger på over 30 mrd. 2021-kroner for vær- og naturskader på bygning og innbo, se figur 3.22. Av dette var i underkant av 12 mrd. kroner erstatninger som dekkes av naturskadepoolen. Alle skadeforsikringsforetak som tilbyr brannforsikring, er medlem av ordningen.

### 3.22 Erstatninger, naturskader siste ti år



Kilder: Finans Norge og Norsk Naturskadepool

EIOPA har publisert et "[pilot dashboard](#)" for å se på manglende forsikringsdekning (insurance protection gap) mot naturkatastrofer. Hensikten er å belyse årsakene til den manglende dekningen for å identifisere tiltak som kan redusere samfunnets tap ved naturskadehendelser. Interessenter kunne komme med innspill til dette arbeidet innen 31. mars 2021.

### Behandling av klimaendringer i kapitalkravet for katastroferisiko

EIOPA publiserte i desember 2020 [et diskusjonsnotat](#) om hvordan klimaendringer eventuelt kan hensyntas i beregningen av kapitalkravet for katastroferisiko i Solvens II. Diskusjonsnotatet var på høring til utgangen av februar 2021, og EIOPAs endelige rapport vil foreligge i juni 2021. I diskusjonsnotatet gis det ikke noe konkret forslag til kalibrering av katastroferisikomodulen etter standardmetoden, men det foreligger en kvalitativ vurdering av hvilke risikoer som kan være relevante for enkelte land eller geografiske områder i EØS ved framtidig kalibrering.

Etter standardmetoden i gjeldende regelverk må skadeforsikringsforetak som tilbyr forsikring mot naturkatastrofe i Norge kun beregne solvenskapitalkrav for naturkatastrofe knyttet til stormrisiko. I diskusjonsnotatet vurderes disse foretakene å kunne være eksponert mot katastrofemeldelser knyttet til flom og hagl, i tillegg til storm. Blant andre risikoer som ikke er en del av katastroferisikomodulen per i



dag, kan skogbrann også være aktuelt for skadeforsikringsforetak i Norge.

### Pandemiforsikringer

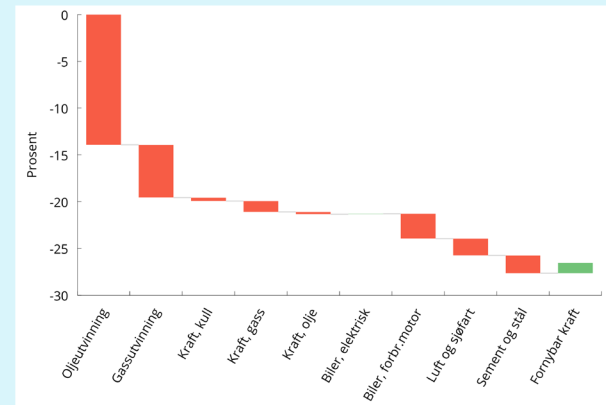
I juli 2020 publiserte EIOPA [råd om pandemiforsikringer](#) og fulgte opp temaet i et "staff paper" i februar 2021. Forsikring mot avbrudd knyttet til pandemier er lite utbredt. Det er også uklart om gjenforsikringsforetak vil dekke denne typen forsikring framover. EIOPA stiller spørsmål ved om avbruddsrisiko knyttet til pandemier er forsikringsbar etter tradisjonelle forsikringsmodeller. Ifølge EIOPA er det nødvendig med et samarbeid mellom næringen og myndigheter hvis slike forsikringer skal tilbys framover.

### Boks 3: Klimarisiko i forsikringsforetak: PACTA-modellen

Forsikringsforetak er gjennom sine forsikringsforpliktelser eksponert mot klimarisiko i form av fysisk risiko fra høyere temperaturer og mer ekstremvær som nedbør, vind og ras. Skadeforsikringsforetak har lang erfaring med å håndtere fysisk risiko. Risikoen vil imidlertid øke etter hvert som de fysiske konsekvensene av temperaturøkningene gjør seg gjeldende. Foretakenes eiendeler er samtidig eksponert mot endringer i politikk, teknologi og markedsforhold som følge av omstilling til et lavutslippssamfunn. PACTA-modellen, som er utviklet av den uavhengige tenketanken 2° Investing Initiative (2DII), er blant annet utformet for å belyse overgangsrisiko i verdipapirporteføljer. I PACTA klassifiseres investeringer i næringer som antas å bli særlig påvirket av klimaomstillingen, som klimasensitive.

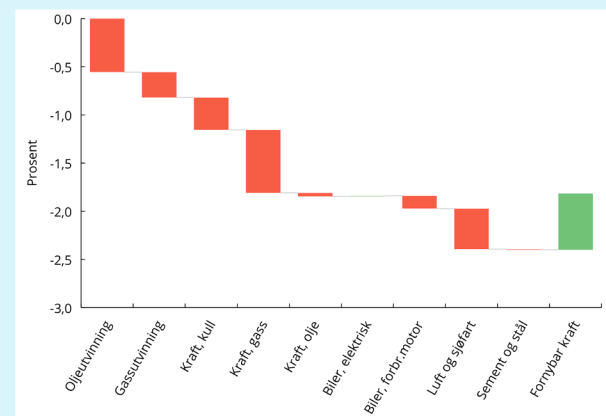
I Finanstilsynets analyse basert på PACTA-modellen klassifiseres om lag 6 prosent av norske livsforsikrings- og skadeforsikringsforetaks aksje- og obligasjonsinvesteringer som klimasensitive, se rapporten [Klimarisiko i forsikring](#). Det er på nivå med gjennomsnittet for europeiske forsikringsforetak.\* Om lag 2 prosent av

### 3.A Verdiendringer aksjer. Andel av markedsverdi på reprimerte aksjer ved utgangen av 2019



Kilder: Finanstilsynet, PRA og 2DII

### 3.B Verdiendringer obligasjoner. Andel av markedsverdi på reprimerte obligasjoner ved utgangen av 2019



Kilder: Finanstilsynet, PRA og 2DII

forsikringsforetakenes investeringer er eksponert mot fornybar energi, i hovedsak vannkraft, mens vel 4 prosent er eksponert mot produksjon og bruk av fossile energikilder. Norske foretak har en noe lavere eksponering mot fossil energi og noe høyere andel eksponering mot fornybar energi enn gjennomsnittet for europeiske forsikringsforetak.

Ved en brå klimaomstilling kan verdien av klimasensitive eksponeringer bli betydelig endret. Effekten av en slik brå klimatilpasning kan, på usikkert grunnlag, illustreres med

utgangspunkt i den beregnede eksponeringen basert på PACTA-modellen samt anslåtte utslag i aksje- og obligasjonskurser. Med tilsvarende verdiendringer som ble lagt til grunn i en stresstest i regi av finanstilsynet i Storbritannia (PRA) i 2019, faller verdien på klimasensitive aksjer i norske forsikringsforetak med over 25 prosent og verdien på klimasensitive obligasjoner med nær 2 prosent, se figur 3.A og 3.B. Det største negative bidraget er fra investeringer i selskaper innenfor olje- og gassutvinning.

Det gjennomsnittlige verdifallet utgjør om lag 0,5 prosent av foretakenes samlede verdipapirporteføljer, som er moderat sammenlignet med observasjoner i perioder med stor markedsuro.

Enkelte norske forsikringsforetak har imidlertid klart høyere eksponering enn gjennomsnittet. Deler av disse foretakenes porteføljer vil kunne falle betydelig i verdi ved en brå klimatilpasning. Analysen fanger ikke opp all risiko knyttet til overgangen til en lavutslippsøkonomi. En uordnet og brå klimatilpasning kan gi økt usikkerhet og svekke den økonomiske veksten. Det vil også ramme andre næringer og sektorer enn de som er inkludert i analysen. Statsobligasjoner eller eksponeringer mot eiendom er eksempelvis ikke klassifisert som klimasensitive i analysen, men vil være sensitive for brå klima. EIOPA gjennomførte i 2020 en PACTA-analyse av verdipapirinvesteringene til europeiske forsikringsforetak, se EIOPA rapporttilpasninger og makroøkonomiske sjokk.

\* EIOPA gjennomførte i 2020 en PACTA-analyse av verdipapirinvesteringene til europeiske forsikringsforetak, se [EIOPA rapport](#).

## KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE

**Finansmarkedene hentet seg raskt inn igjen etter markedsuroen som fulgte utbruddet av koronapandemien våren 2020. Aksjemarkedene i flere land har nådd nye toppnoteringer, og risikopremiene i verdipapirmarkedene er lavere enn på mange år. Lavt rentenivå og rikelig tilgang på likviditet har økt etterspørselen etter relativt risikable investeringer, transaksjonsvolumet har vært høyt og prisene på både tradisjonelle og mindre tradisjonelle finansielle instrumenter har økt. Norske husholdninger har de senere årene plassert betydelige midler i verdipapirmarkedet, både direkte i aksjer og mer risikable verdipapirer og indirekte gjennom innskuddspensjonsordninger. Husholdningene bærer dermed i vesentlig større grad enn tidligere selv risikoen for verdifall i verdipapirmarkedene. Dette kan forsterke husholdningenes finansielle konsolidering i en framtidig krise.**

**Bare tre børser i Europa hentet inn mer ny aksjekapital enn Oslo Børs i første kvartal 2021. Det siste året har en vesentlig andel av nyoteringene i det norske markedet vært gjennomført av relativt nyetablerte foretak på handelsplattformen Euronext Growth, som er en uregulert handelsplass knyttet til Oslo Børs. Det er stor risiko forbundet med investeringer i nystartede selskaper. Tilretteleggere, handelsplass og andre profesjonelle aktører bærer derfor et stort ansvar for å sikre at relevant risiko er tilstrekkelig belyst overfor investorene.**

### STERK KURSUTVIKLING I AKSJEMARKEDENE

De internasjonale aksjemarkedene hentet seg raskt inn igjen etter det første kraftige fallet i mars 2020, se omtale i kapittel 1. Omfattende penge- og finanspolitiske tiltak fra myndighetene har bidratt til oppgangen.

Våren 2021 nådde børsene i USA, Europa og Norge stadig nye toppnoteringer. I flere markeder, særlig i USA, men også i Norge, er verdsettingen nå høy sett i forhold til selskapenes inntjening, se figur 4.1.

#### Teknologisektoren leder an

Gjennom det siste året har teknologisektoren verden over hatt en særlig sterk aksjekursutvikling. Også i Norge har teknologiaksjer steget mye, se figur 4.2. Pandemien har bidratt til økt etterspørsel etter en rekke digitale tjenester og teknisk utstyr, og det har oppstått betydelige forsinkelser i microchip-leveranser. Markedet for hjemmeunderholdning har også økt kraftig, men i første kvartal 2021 var veksten svakere enn ventet.

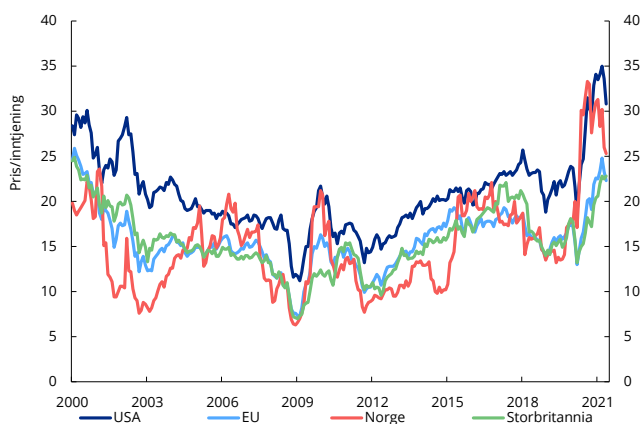
I energisektoren har inntjeningen og aksjekursutviklingen globalt det siste året vært langt svakere enn i aksjemarkedet generelt. Lavere økonomisk aktivitet og redusert mobilitet som følge av pandemien har bidratt til å dempe energibehovet. Oljeprisen har imidlertid steget siden høsten 2020 og er nå på om lag samme nivå som før koronakrisen.

Utviklingen i finansaksjer var relativt svak gjennom store deler av 2020, men siden november har også prisene på finansaksjer økt mye, se figur 4.3. Utviklingen har vært særlig god i Norge, Sverige og USA. I Kontinental-Europa har utviklingen vært mer blandet. Prisen på bankaksjer i Storbritannia har så langt økt moderat, noe som trolig har sammenheng med Brexit.

I flere land er nå forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi (P/B) av børsnoterte banker betydelig lavere enn i årene før finanskrisen. Det kan skyldes forventninger om lav inntjening fra kjernevirksomheten og/eller frykt for store tap i eksisterende utlånsporteføljer. Se nærmere omtale i boks 4.

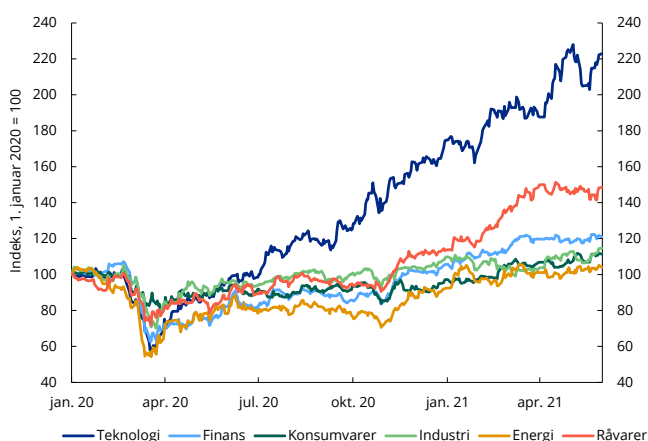
## KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE

### 4.1 P/E utvalgte aksjemarkeder



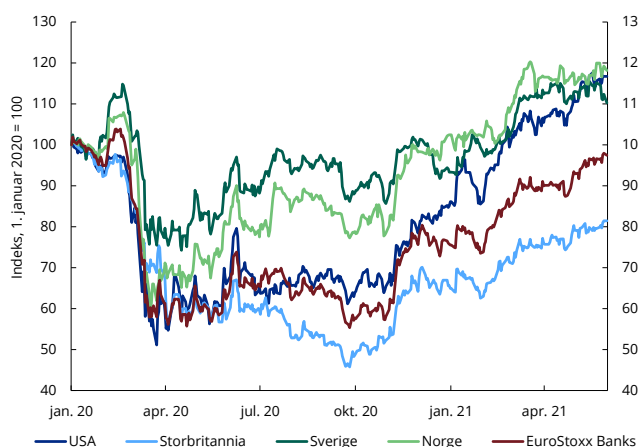
Månedssdata. Basert på inntjening siste 12 md. Kilde: Refinitiv

### 4.2 Totalavkastning Oslo Børs, utvalgte sektorer



Kilde: Refinitiv

### 4.3 Utviklingen i bankaksjer



FTSE-indeks dersom ikke annet er oppgitt. Kilde: Refinitiv

## RENTER OG LIKVIDITET

Utbruddet av koronapandemien førte i mars 2020 til stor markedsuro og økte risikopremier på obligasjoner. Risikopåslagene var i midten av måneden på om lag samme nivå som under den globale finanskrisen høsten 2008. Markedene hentet seg imidlertid relativt raskt inn igjen, og risikopåslagene på obligasjoner er nå lavere enn på mange år. ECBs pandemiprogram PEPP (pandemic emergency purchase programme), der ECB blant annet kjøper obligasjoner, og tilsvarende støtteprogrammer fra andre sentralbanker har bidratt til dette.

Lave styringsrenter og omfattende obligasjonskjøp fra flere sentralbanker har økt likviditeten i finanssystemet og holdt de korte pengemarkedsrentene stabilt lave. Rentene på lange statspapirer var også lave gjennom mesteparten av fjoråret, men begynte å stige i fjerde kvartal 2020. De lange rentene fortsatte å øke i de første månedene av 2021. Renteoppgangen kan blant annet reflektere økte inflasjonsforventninger etter de kraftige støttepakken i USA og forventninger om høyere økonomisk vekst som følge av økt vaksinerings. Usikkerhet om utviklingen i renter og inflasjon har bidratt til betydelig volatilitet i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet.

Lavt rentenivå og rikelig tilgang på likviditet har økt etterspørselen etter relativt risikable investeringer. Dette har bidratt til å drive opp handelen i og prisene på både tradisjonelle og mindre tradisjonelle verdipapirer. Både i antall og verdi har børsnoteringer av nye selskaper så langt i 2021 vært rekordhøye i mange markeder, blant annet i USA og Skandinavia, og betydelig høyere enn i den forrige rekordperioden i månedene fram mot dotcom-krisen i 2000. Det har vært et høyt antall noteringer av "special purpose acquisition companies" (SPAC), særlig i USA. Dette er selskaper som utsteder verdipapirer for å kjøpe opp eller fusjonere med andre selskaper. Kursvingningene på kryptovalutaer, som bitcoin og ethereum, har vært store så langt i år. I Norge har det vært et stort antall nye noteringer på Euronext Growth, og andelen handler utført av ikke-profesjonelle investorer har steget.

#### Boks 4: Pris/bok, avkastningskrav og egenkapitalrentabilitet i børsnoterte banker og ikke-finansielle foretak

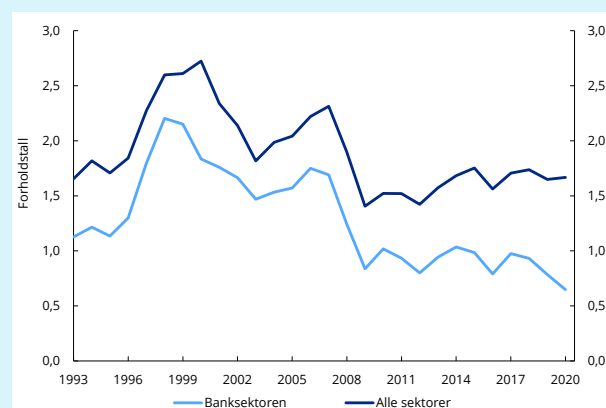
Pris-bok (P/B) er forholdet mellom markedsverdien av aksjene i et selskap og bokført verdi av egenkapitalen. Et forholdstall mindre enn 1 kan indikere at selskapet vurderes å ha begrensede framtidige inntjeningsmuligheter, mens et forholdstall høyere enn 1 kan være et tegn på at selskapet vurderes å ha gode investeringsmuligheter og vekstpotensial. P/B-forholdet påvirkes primært av utviklingen i lønnsomhet (egenkapitalrentabilitet) og aksjonærenes avkastningskrav, som igjen påvirkes av utviklingen i rentenivå og risikopremier.

Ifølge IMF gir analyser av utviklingen i nøkkeltall basert på verdsettingen i aksjemarkedet, som P/B, bedre informasjon om problemer i banksektoren enn regulatoriske kapitaldekningsmål.\* Det vises blant annet til at nøkkeltall som P/B i forkant av den internasjonale finanskrisen ga bedre signaler om tilstanden i bankene enn utviklingen i regulatoriske kapitalmål. ECB har pekt på at P/B mindre enn 1 indikerer at investorene er bekymret for verdien på aksjene, og at bekymringen gir utslag i høyere avkastningskrav.

BIS drøfter i en analyse om P/B påvirker størrelsen på utbyttebetalinger i banker. Resultatene indikerer at banker med lav P/B er tilbøyelige til å betale mer i utbytte enn banker med høy P/B. Hypotesen er at aksjonærer i banker med lav P/B mener de kan realisere verdier knyttet til investeringene gjennom økte utbytter. For bankledelsen vil økte utbyttebetalinger og lavere egenkapitalandel gjøre det lettere å nå egenkapitalrentabilitetsmål. Analysen peker på at insentivet til å øke utbyttebetalingene når virksomheten går relativt dårlig, er god grunn til å ha regulatoriske begrensninger på utbyttebetalinger.

I internasjonale børsnoterte banker er forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi av

#### 4.A Pris/bok – globalt gjennomsnitt



Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

egenkapitalen lavere nå enn i årene før den internasjonale finanskrisen, se figur 4.A. For norske banker er nedgangen mindre enn for banker i flere andre land. Lønnsomheten i norske banker falt noe i 2020, men det er også indikasjoner på at avkastningskravet er redusert som følge av nedgangen i det generelle rentenivået.

P/B var i perioden 2016–2020 betydelig lavere enn 1 i banker i flere land, se tabell 4.a. Det kan være tegn på at investorer forventer lav inntjening fra kjernevirksomheten (utlån og innskudd) og frykt for mulige store tap i eksisterende utlånsportefølje. Nedgangen har over tid vært stor for børsnoterte banker blant annet i Storbritannia, USA, Tyskland, Frankrike, Spania og Italia. For Norge utgjør dette en risikofaktor for finansiell stabilitet. Internasjonal uro kombinert med lav lønnsomhet i flere lands banksektorer kan smitte over til norsk økonomi blant annet gjennom økte risikopremier og fall i aksje-, obligasjons- og eiendomspriser internasjonalt.

I en analyse fra BIS (2018) konkluderes det med at reduksjonen i P/B i banksektoren skyldes andre forhold enn regulatoriske reformer innført etter den internasjonale finanskrisen.\*\* I artikkelen argumenteres det for at P/B i hovedsak

**Tabell 4.a Pris/bok i utvalgte markeder**

Pris/bok	Alle sektorer	Banker	Alle sektorer	Banker
	2016–2020	2016–2020	1993–2020	1993–2020
Storbritannia	1,1	0,7	2,1	1,6
USA	3,1	1,2	3,0	1,7
Sverige	2,1	1,4	2,1	1,5
Norge	1,7	1,0	1,7	1,1
Tyskland	1,7	0,4	1,8	0,9
Frankrike	1,7	0,6	1,9	1,0
Spania	1,5	0,7	1,9	1,7
Italia	1,1	0,5	1,5	1,1
Japan	1,3	0,5	1,5	1,0
Australia	1,9	1,5	2,2	1,9
Canada	1,7	1,6	2,0	1,8
Hong Kong (HK)	1,5	1,1	2,0	5,0
Korea	1,0	0,5	1,2	0,9
Sveits	2,0	0,2	2,5	0,6
Globalt snitt	1,7	0,8	1,9	1,5
Globalt snitt ekskl. HK	1,7	0,8	1,9	1,3

Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

drives av utviklingen i egenkapitalrentabilitet og misligholdte lån og endring i immaterielle verdier knyttet til utlåns- og innskuddsrelasjoner.

P/B er også redusert for ikke-finansielle børsnoterte foretak, men nedgangen har ikke vært like stor som i banksektoren, se figur 4.A. Gjennomsnittlig P/B for banksektoren globalt var 1,8 i femårsperioden 1996–2000 og 0,8 i femårsperioden 2016–2020, se tabell 4.b\*\*\* Nedgangen var forholdsvis jevnt fordelt over tid, se de avmerkede femårsperiodene i tabellen. For ikke-finansielle foretak falt P/B fra 2,4 til 1,7, se tabell 4.c.

Økt forskjell i gjennomsnittlig P/B mellom ikke-finansielle foretak og banker kan henge sammen med at nedgangen i egenkapitalrentabilitet i ikke-finansielle foretak har vært mindre enn i bankene, se tabell 4.b og tabell 4.c og figur 4.B. Gjennom-

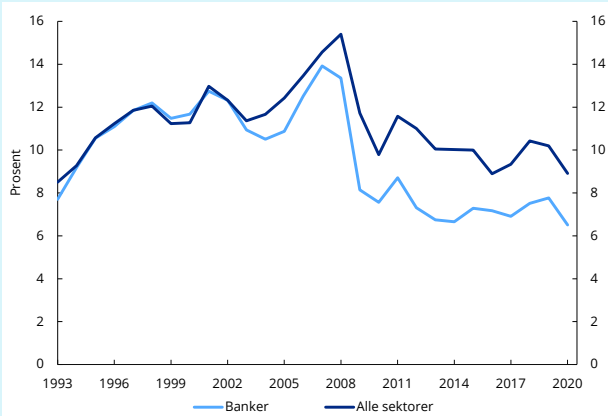
**Tabell 4.b Pris/bok, egenkapitalrentabilitet og nominelt avkastningskrav, internasjonale banker\***

Banker	1996–2000	2001–2005	2006–2010	2011–2015	2016–2020	1996–2020
Pris/bok	1,8	1,6	1,3	0,9	0,8	1,3
Egenkapitalrentabilitet	11,4	11,5	11,1	7,3	7,2	9,7
Nominelt avkastningskrav	8,6	9,3	11,0	9,1	10,2	9,6
Risiko-premie	3,0	5,5	7,6	7,5	9,6	6,6
Statsobligasjonsrente	5,6	3,8	3,4	1,7	0,6	3,0
Inflasjon	1,8	1,9	1,9	1,4	1,2	1,6
Realrente	3,8	1,9	1,5	0,3	-0,6	1,4

\* Nøkkeltallet inntjening per aksje (Earnings/Price) er et mål på selskapenes løpende inntjening relativt til markedsprisen. Inntjening (earnings) er selskapets bokførte overskudd etter finanskostnader og skatt siste tolv måneder. E/P-forholdet benyttes til ulike formål. Et av disse er å anslå den langsiktige realavkastningen i aksjemarkedet, som så benyttes som estimat på investorenes gjennomsnittlige realavkastningskrav. Nominelt avkastningskrav er beregnet ved å summere E/P og realisert inflasjon for hvert enkelt land og for hvert enkelt år. Risikopremien er beregnet som forskjellen mellom nominelt avkastningskrav og renten på femårige statsobligasjoner. Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

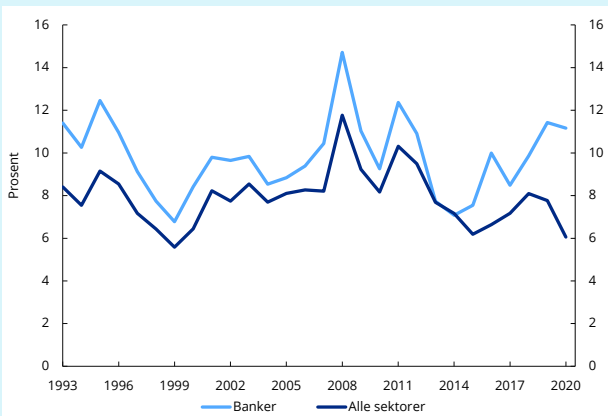
snittlig P/B i ikke-finansielle foretak var høyere, og til dels vesentlig høyere, enn i børsnoterte banker i samtlige land i siste femårsperiode, se tabell 4.a. Gjennomsnittlig P/B for norske ikke-finansielle foretak siste femårsperiode var på om lag samme nivå som i årene før den internasjonale finanskrisen. For norske banker falt P/B fra om lag 1,2 til 1,0. Gjennomsnittlig beregnet avkastningskrav for internasjonale banker var med unntak av et par år høyere enn for ikke-finansielle foretak i perioden 1993–2020, se tabell 4.b og 4.c og figur 4.C. Det er indikasjon på at forskjellen i avkastningskrav har økt de siste årene. Utviklingen kan sannsynligvis forklares med svært dårlige resultater og store problemer i banksektoren i forbindelse med den internasjonale finanskrisen i 2008 og den statsfinansielle gjeldskrisen i Europa som inntraff mot slutten av 2009, som begge rammet internasjonale banker hardt.

#### 4.B Egenkapitalrentabilitet – globalt gjennomsnitt



Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

#### 4.C Avkastningskrav – globalt gjennomsnitt



Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

For børsnoterte banker har avkastningskravet holdt seg oppe, mens lønnsomheten har falt markant etter finanskrisen, se figur 4.C. De ti siste årene har avkastningskravet i gjennomsnitt vært om lag 2 prosentpoeng høyere enn egenkapitalrentabiliteten. Høyere avkastningskrav på bankaksjer enn på aksjer generelt er konsistent med at bankaksjer er mer risikable enn aksjemarkedet samlet og med lavere P/B i banksektoren enn i aksjemarkedet generelt. Økt forskjell i avkastningskrav kan også være en årsak til at P/B har falt mer i banksektoren enn i aksjemarkedet generelt.

\* IMF Working Paper (WP/19/180), Finding the bad apples in the barrel: using the market value of equity to signal banking sector vulnerabilities, Will Kerry, August 2019.

Tabell 4.c Pris/bok, egenkapitalrentabilitet og nominelt avkastningskrav, alle sektorer

Alle sektorer	1996–2000	2001–2005	2006–2010	2011–2015	2016–2020	1996–2020
Pris/bok	2,4	2,1	1,9	1,6	1,7	1,9
Egenkapitalrentabilitet	11,6	12,2	13,3	10,8	9,6	11,5
Nominelt avkastningskrav	6,8	8,1	9,1	8,2	7,1	7,9
Risikopremie	1,2	4,2	5,7	6,5	6,6	4,8

Kilder: Finanstilsynet og Refinitiv

\*\* BIS Quarterly Review, March 2018, The ABCs of bank PBRs: What drives bank price-to-book ratios?

[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1803h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803h.htm). Analysen er basert på globale tidsserier/paneldata.

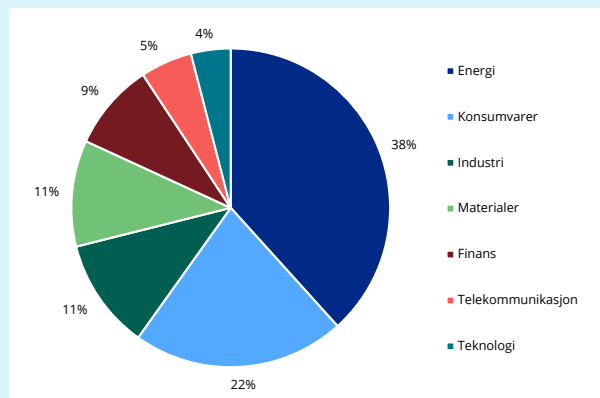
\*\*\* Korrigert for Hong Kong.

#### Boks 5: Shortsalg i det norske aksjemarkedet

Bekymring for at omfattende shorthandel av aksjer kunne forsterke markedsuroen våren 2020 førte til at flere land innførte generelle forbud i midten av mars 2020. Også i det norske markedet økte shortposisjonene noe etter covid-19-utbruddet, men Finanstilsynet vurderte at et generelt forbud mot shortsalg ikke var nødvendig. Etter beslutninger i den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten ESMA og EFTAs overvåkingsorgan ESA ble terskelen for hvilke transaksjoner som må rapporteres til myndighetene, midlertidig senket. Finanstilsynet mottok dermed mer informasjon om shortposisjonene i det norske markedet. Kravet ble opphevet 19. mars 2021.

Finanstilsynets shortsalgregister inneholder data om korte nettoposisjoner (shortposisjoner) i noterte aksjer. Registeret bidrar til åpenhet og informasjon til markedsaktørene og benyttes i Finanstilsynets markedsovervåking. Det er stor interesse knyttet til shortsalgregisteret, og det ble registrert i overkant 2 700 oppslag per handelsdag i 2020. Shortposisjoner er rapporterings-

### 5.A Gjennomsnittlig vektet shortandel\* fordelt på sektor i 2019–2020



\* Netto shortposisjon som andel av utstedt aksjekapital  
Kilde: Finanstilsynet

pliktige dersom de utgjør mer enn 0,2 prosent (0,1 prosent i perioden 16. mars 2020 til 19. mars 2021) av aksjekapitalen. I registeret offentliggjøres imidlertid kun shortposisjoner som er større enn 0,5 prosent av aksjekapitalen. Finanstilsynets rapport [Kartlegging av shortsalg i det norske aksjemarkedet](#) fra 2021 omtaler trender og utviklingstrekk.

#### Fordeling av posisjoner

Ved utgangen av 2020 var det 483 posisjonsholdere i shortsalgregisteret. De fleste av disse var fra USA og Storbritannia. Shortposisjonenes levetid var i gjennomsnitt kort, og 10 prosent hadde en levetid på kun én dag. De mest shortede bransjesektorene var energi- og konsumvarer, særlig petroleums- og sjømatelskaper, se figur 5.A. Det kan ha sammenheng med at inntjeningen i slike selskaper avhenger av prisene på olje og laks, som historisk har variert mye. I sektorer med relativt sett mer stabil inntjening, som for eksempel eiendom og telekommunikasjon, har shortposisjonene som andel av utstedt aksjekapital vært lave.

#### Utvikling i shortposisjoner 2019–2020

Selskapene i OBX-indeksen, som består av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs, utgjør om lag 65 prosent av markedsverdien til Oslo Børs' tre

### 5.B Shortandeler sammenlignet med OBX-indeksen 2019–2020\*



\* Shortandelen til hver enkelt aksje er beregnet fra prosentandelen av shortsalg i det enkelte selskapet multiplisert med forholdstallet mellom selskapets markedsverdi og indeksens markedsverdi. Grønn linje viser utviklingen for rapporteringer inkludert posisjoner fra og med 0,1 prosent, jf. midlertidig rapporteringsterskel i perioden 16. mars 2020–19. mars 2021. Kilder: Finanstilsynet og Oslo Børs

markedsplasser. Disse aksjene er de mest shortede i både antall og markedsverdi. Den største aggregerte shortposisjonen i en enkeltaksje i OBX-indeksen i perioden 2019–2020 var 13,3 prosent. I mindre selskaper, som ikke inngår i OBX-indeksen, var største registrerte samlede shortposisjon i en enkeltaksje i perioden 14,1 prosent. I november 2017 var største enkeltposisjon så høy som 24,1 prosent.

Shortposisjoner kan inngås både som sikring mot fallende aksjekurser og til spekulasjon. Dette kan tilsi at shorthandelen tar seg opp både i perioder med markedsure og i perioder der aksjekursene har steget mye og risikoen for kursfall vurderes som høy. Figur 5.B viser andelen av shortede aksjer i OBX-indeksen sammenlignet med verdiutviklingen i indeksen.

Shortandelen økte noe gjennom 2019 og i begynnelsen av 2020. Etter det kraftige kursfallet i mars 2020 økte shortposisjonene ytterligere, men oppgangen kom først noe etter at markedet hadde falt. Shortandelene økte særlig i oljerelaterte aksjer etter det kraftige fallet i oljeprisen



i perioden. Gjennom sommeren ble en stor andel shortposisjoner redusert eller lukket, slik at shortandelene ble redusert til et vesentlig lavere nivå enn før oljeprisfallet og pandemien. Reduserte shortandeler kan skyldes gevinstrealisering og indikere økt tro på markedsoppgang som følge av vaksinerings og gjenåpning av økonomien. Den lave shortandelen holdt seg ut 2020 og var betydelig lavere ved utgangen av 2020 enn per 21. februar 2020 selv om OBX-indeksen var på omtrent samme nivå.

### MANGE HUSHOLDNINGER SPARER MER UNDER PANDEMIEN

Smitteverntiltak innført under pandemien har rammet husholdningene i svært ulik grad. Personer som ikke er blitt permittert eller arbeidsledige, har i mange tilfeller opplevd bedring i sin personlige økonomi. Årsakene kan være flere, men lavere rente og restriksjoner som begrenser utenlandsreiser og forbruk av tjenester, er nærliggende forklaringsfaktorer. I perioden etter mars 2020 har det riktignok vært en til dels betydelig økning i kjøp av varer til blant annet oppussing, elektroniske underholdningsprodukter og sportsutstyr, men for husholdningene samlet er denne økningen mindre enn nedgangen i kjøp av tjenester. Husholdningenes finansielle sparing økte fra om lag 27 mrd. kroner i 2019 til 167 mrd. kroner i 2020. I flere andre land har sparingen økt mer enn i Norge, og Moody's anslår at husholdningenes finansielle sparing (netto finansinvesteringer) globalt ved utgangen av 2020 var om lag 5 400 mrd. USD høyere enn normalt.

Verdiutviklingen i finansmarkedene i 2020 var positiv for de viktigste aktivaklassene. Sammen med økt finanssparing har dette bidratt til at den finansielle formuen til mange husholdninger har økt betydelig siden utbruddet av pandemien. Midlene er investert i ulike formuesobjekter. Sterk boligprisvekst i mange land har også bidratt til økt boligformue og større økonomisk frihet for mange husholdninger, som kan ha bidratt til økt risikovilje. Svært lave renter på bankinnskudd og obligasjoner med høy sikkerhet kan ha trukket i samme retning.

### Husholdningenes investeringer i aksjer øker

I henhold til oversikter fra Euronext VPS økte antallet privatpersoner som eier aksjer notert på Oslo Børs, med 24 prosent i 2020, til nær en halv million personer. I første kvartal 2021 økte antallet med 38 000. I aldersgruppen 18–29 år ble antall aksjonærer nesten doblet, mens økningen i aldersgruppen 30–39 år var 44 prosent. Verdien av personkundes aksjebeholdning økte med 23 prosent i 2020, til om lag 142 mrd. kroner. Det betyr at hver aksjonær i gjennomsnitt eier aksjer for ca. 300 000 kroner, men de yngre eier i gjennomsnitt mindre enn de eldre. Sammenlignet med tidligere år er investeringene noe mer diversifiserte, men så mye som 45 prosent av personlige aksjonærer eier aksjer i kun ett foretak.

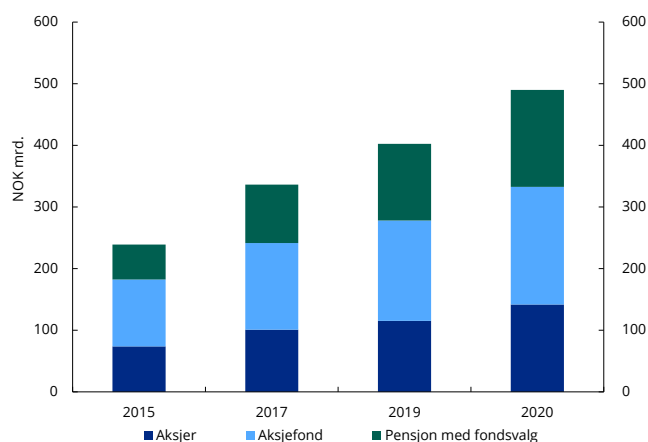
De fleste privatpersonene som har investert i det norske markedet det siste året, har handlet på både Oslo Børs og Euronext Growth, men handelsvolumet på Oslo Børs har vært vesentlig større enn på Euronext Growth. Det meste av aksjehandelen foregår fortsatt i de største selskapene på Oslo Børs.

I de internasjonale aksjemarkedene har det under pandemien vært en sterk økning i antall husholdninger som deltar i børsnotering av tomme blankosjekkselskap, såkalte SPAC (Special Purpose Acquisition Company). I 2020 var flertallet av børsnoteringene globalt i SPAC-er. Bakgrunnen for den sterke veksten er at noteringsprosessen, spesielt i USA, er dyr og tidkrevende. Bruk av SPAC-er bidrar til å redusere tid og kostnader. I Norge er flere selskaper klare til å tas opp til handel på Euronext Growth, men notering forutsetter godkjenning av Oslo Børs. Finanstilsynet vurderer enkelte prinsipielle forhold knyttet til slike noteringer, blant annet forholdet til AIF-regelverket og graden av investorbeskyttelse, og har lagt til grunn at Oslo Børs ikke tar opp SPAC-er til handel før disse vurderingene er gjennomført.

SPAC-er gir småinvestorer mulighet til å plassere midler tidlig i oppstartsselskaper, som ellers ofte er forbeholdt private equity-fond rettet mot profesjonelle investorer. Kostnadene ved slike investeringer er imidlertid ofte høye, og informasjon om og innflytelse på investeringene i SPAC-er er meget begrenset.

## KAPITTEL 4 VERDIPAPIRMARKEDENE

### 4.4 Norske personkunders eksponering mot aksjer

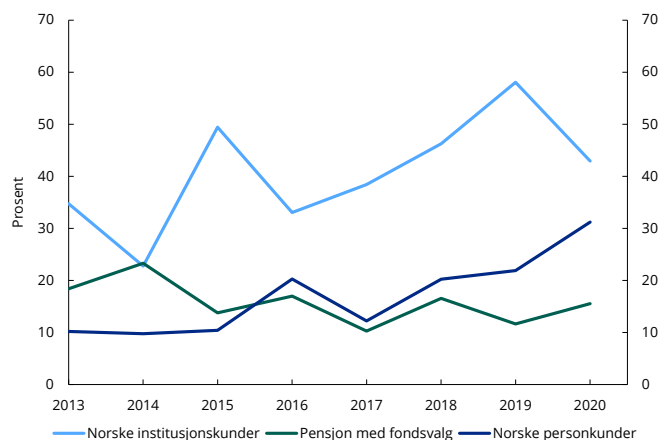


Kilder: Euronext/VPS, Verdipapirfondenes forening og Finanstilsynet

Mange SPAC-er har også vansker med å finne et passende operativt selskap å fusjonere med og forblir tomme skall i lengre tid. Tilsynsmyndigheter i flere land følger derfor utviklingen nøye for å sikre at alle investorers interesser ivaretas.

Det siste året har en vesentlig andel av noteringene i det norske markedet vært gjennomført av relativt nyetablerte foretak på handelsplattformen Euronext Growth, som er en uregulert handelsplass knyttet til Oslo Børs. Mens det i 2020 ble notert fem nye selskaper på Oslo Børs' regulerte markeder, ble det notert 49 nye foretak til handel på Euronext Growth. Denne utviklingen har fortsatt inn i 2021. Norske ikke-profesjonelle investorer har investert betydelige midler i disse selskapene til tross for relativt kort historikk, begrenset likviditet i aksjene og høy verdsetting i forhold til bokførte verdier, inntjening og salg. Antallet private investorer på Euronext Growth ble seksdoblet i 2020, til om lag 60 000. Det er betydelig risiko forbundet med investeringer i nystartede selskaper. Tilretteleggere, handelsplass og andre profesjonelle aktører bærer derfor et stort ansvar for å sikre at relevant risiko er formidlet til mulige investorer. Investorbeskyttelsen er særlig viktig for forbrukere, som ikke har de samme forutsetninger for å vurdere investeringsrisikoen som profesjonelle investorer.

### 4.5 Nytegning i indeksfond som andel av samlet nytegning av den aktuelle kundegruppen



Kilder: Verdipapirfondenes forening og Finanstilsynet

En betydelig andel av aksjene på norske handelsplasser, særlig på Euronext Growth, har begrenset likviditet. Dersom mange investorer ønsker å selge seg ned på samme tid, kan nedsalget gi store kursutslag som kan lede til selvforsterkende nedadgående prisspiraler.

Husholdningenes aksjeinvesteringer må ses i sammenheng med øvrige formuesobjekter, som også inkluderer bankinnskudd, rentefond, eiendom og aksjefond. I 2020 var norske husholdningers nettotegning i aksjefond forvaltet av norske foretak 17 mrd. kroner. Netto-tegning og verdistigning på allerede investert kapital bidro til å øke husholdningenes samlede plasseringer i aksjefond med 17 prosent til 190 mrd. kroner, se figur 4.4. I tillegg økte investeringene i aksjefond knyttet til pensjonsprodukter, der kunden selv velger allokering, med 27 prosent til 157 mrd. kroner.

Norske husholdningers eksponering mot aksjer, både direkte og gjennom verdipapirfond, er mer enn doblet siden 2015. Økningen kan delvis tilskrives overgang fra ytelsesordninger til innskuddsordninger i privat sektor, som kan bidra til økt forventet avkastning på husholdningenes pensjonsmidler. Samtidig fordrer dette god informasjon om risikoen ved ulike investeringsvalg. Når husholdningene øker sparingen i risikable aktiva og bærer en større del av risikoen knyttet til pensjonssparing, vil de i større grad enn tidligere rammes av verdifall i aksjemarkedene.

Husholdningenes finansielle konsolidering vil dermed også kunne bli sterkere i en framtidig krise enn tidligere og medføre økt risiko for finansiell ustabilitet.

### Norske personkunder kjøper mer indeksfond, men andelen er fortsatt lav for pensjonssparing

I det norske fondsmarkedet har personkundernes plasseringer i indeksfond ved nytegning økt fra 10 prosent i 2015 til 31 prosent i 2020, se figur 4.5.

Institusjonelle investorer plasserer imidlertid fortsatt en betydelig høyere andel i passive fond enn personkunder. Andelen indeksfond er spesielt lav for pensjonssparing med fondsvalg. Dette er langsiktige midler som er låst til pensjonsalder og dermed ikke kan tas ut av markedet annet enn i form av omvekting mellom aksjer og rentepapirer eller mellom sektorer/land. Dette er faktorer som kan gjøre indeksfond spesielt godt egnet for pensjonssparing.

Andelen indeksfond i personkundernes porteføljer er lav til tross for at indeksfond har lave kostnader og i gjennomsnitt minst like høy avkastning etter kostnader som aktivt forvaltede fond. En forklaring kan være at tilbydernes standardiserte allokering-alternativer inneholder langt flere aktivt forvaltede enn passivt forvaltede fond.

### Søken etter avkastning øker risikoen

Høy sparing og lave renter har trolig bidratt til økt etterspørsel etter risikable aktiva. Kryptovaluta, edle metaller, børsnoterte fond med svært smalt investeringsunivers, digital kunst mv. har det siste året fått mye oppmerksomhet. Kurssvingningene har til dels vært svært store, og personkunder som velger å plassere midler i slike investeringer, må ha et realistisk forhold til risikoen og finansiell evne til å tåle eventuelle tap. Risikoen for svindel er høyere enn ved investering i tradisjonelle aktiva gjennom etablerte og konsesjonspliktige aktører. Finanstilsynets [virksomhetsregister](#) omfatter samtlige foretak som er underlagt tilsyn eller er registrert hos Finanstilsynet.<sup>21</sup> Ekstra forsiktighet bør utvises dersom man mottar investeringsanbefalinger eller inviteres til å investere gjennom foretak som ikke er oppført i Finanstilsynets virksomhetsregister.

### BEDRIFTENES KAPITALINNHEMTING OG NOTERINGSMARKEDET I 2021

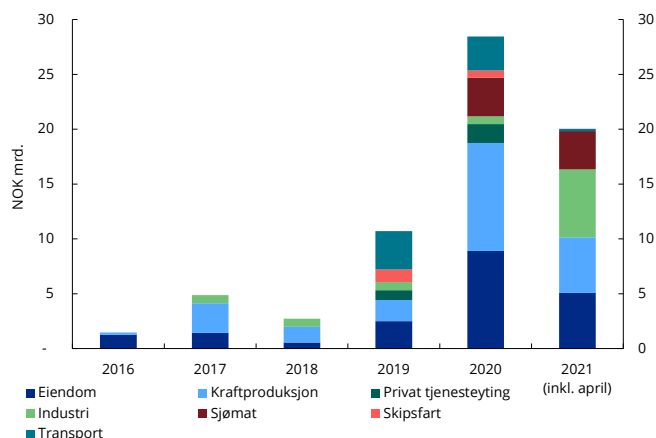
Emittering av aksjer og obligasjoner varierer mye over tid og avhenger i stor grad av de rådende forholdene i andrehåndsmarkedet. I økonomiske nedgangstider og i perioder med stor markedsuro vil innhenting av kapital normalt begrenses eller tørke ut, slik som under finanskrisen. Under markedsuroen våren 2020 falt aktiviteten i markedet kraftig, men tok seg forholdsvis raskt opp igjen og var relativt høy i andre halvår 2020.

I første kvartal 2021 var Oslo Børs det fjerde største noteringsmarkedet i Europa, målt etter innhentet kapital. Ved utgangen av april 2021 hadde aksjeselskaper hentet inn 15,9 mrd. kroner på Euronext Growth i forbindelse med opptak til handel, mens selskaper på Oslo Børs hadde hentet inn 0,8 mrd. kroner.

I løpet av de fire første månedene av 2021 ble det hentet inn 37,3 mrd. kroner i det norske aksjemarkedet, som er vesentlig mer enn de 7 mrd. kronene som ble hentet inn i tilsvarende periode i 2020. Det er betydelige forskjeller mellom emisjonsvolumet på Oslo Børs og på Euronext Growth. Mens selskapene tatt opp til handel på Euronext Growth kun utgjør 6,6 prosent av total markedsverdi på Oslo Børs, sto disse selskapene for 68 prosent av kapitalinnhenting på alle markeds plassene på Oslo Børs i perioden januar til april 2021. I tilsvarende periode i 2020 var det kun 3,4 prosent av kapitalen som var emittert av slike selskaper.

På bakgrunn av den kraftige økningen i antall foretak notert på Euronext Growth har Finanstilsynet igangsatt et tilsyn for å vurdere om verdipapirhandellovens regler etterleves i forbindelse med opptak til handel på den multilaterale handelsfasiliteten. Tilsynet retter seg mot verdipapirforetak som bistår selskapene i forbindelse med opptak til handel, revisorene som reviderer regnskapene til selskapene som tas opp, samt Oslo Børs, som driver markeds plassen Euronext Growth og er noteringsmyndighet. Tilsynets rapport vil bli offentliggjort senere i 2021.

**4.6 Utstedelser av grønne obligasjoner i det norske obligasjonsmarkedet**



Kilder: Finanstilsynet og Stamdata

Ikke-finansielle foretak emitterte 38 mrd. kroner i det norske obligasjonsmarkedet i de fire første månedene av 2021. Det er en økning på 56 prosent sammenlignet med tilsvarende periode året før. Det er fortsatt foretak innenfor eiendom, kraftforsyning og industri som er de største utstederne i det norske obligasjonsmarkedet.

Utstedelser av grønne obligasjoner har økt betydelig de senere årene. Normalt er grønne obligasjoner såkalte "use of proceeds"-obligasjoner. Det innebærer at kapitalen som hentes inn ved utstedelse, skal anvendes til finansiering av investeringer som defineres som bærekraftige eller "grønne". I det nordiske markedet har nær samtlige utstedere av grønne obligasjoner benyttet uavhengige tredjepartsvurderinger som verifiserer obligasjonslånene. Vurderingene offentliggjøres, og utsteders rapporteringsforpliktelser offentliggjøres gjennom børsmeldinger. EUs klassifiseringssystem for bærekraftige økonomiske aktiviteter vil danne grunnlag for en europeisk standard for grønne obligasjoner og vil få betydning for norske foretaks kapitalinnhenting i dette markedet, se boks 6 om klassifiseringssystemet.

I 2020 utstedte ikke-finansielle foretak grønne obligasjoner for nesten 30 mrd. kroner, som var nær en tredobling sammenlignet med 2019. Veksten ser ut til å fortsette i 2021, se figur 4.6. Selskaper innen kraftproduksjon og eiendomsselskaper har i flere år

vært de største aktørene i dette markedet. Dette er etablerte selskaper, og mange er offentlig eid og har god kredittvurdering. I 2021 har også selskaper innen fornybar kraft, avfallshåndtering og sjømat utstedt grønne obligasjoner. Enkelte av disse selskapene er nyetablerte, har lavere kredittvurdering og utsteder derfor høyrenteobligasjoner. Samlet har andelen grønne obligasjoner av totale utstedelser fra ikke-finansielle foretak økt fra 2 prosent i 2016 til 21 prosent i 2020 og videre til over 30 prosent i de fire første månedene av 2021.

**Boks 6: EUs taksonomi for bærekraftig aktivitet**

Finansmarkedene og finansinstitusjonene har en sentral rolle i omstillingen til et lavutslippssamfunn ved å kanalisere privat kapital til bærekraftige prosjekter. Manglende enhetlig informasjon om de reelle klimaeffektene ved ulike investeringsprosjekter og om foretaks eksponering mot klimarisiko svekker finansmarkedenes muligheter til å prise klimarisiko riktig og dermed til å kanalisere kapital på en god måte. I en rekke internasjonale fora arbeides det derfor med utvikling og harmonisering av kriterier og rapporteringsstandarder for bærekraftig virksomhet.

EU arbeider med å etablere et klassifiseringssystem, eller taksonomi, for bærekraftig aktivitet. Klassifiseringssystemet vil blant annet gjøre det enklere for investorer å skille mellom grønne og øvrige investeringsprosjekter. De første tekniske kriteriene for bærekraftige aktiviteter ble publisert i april 2021. Kriteriene, som vil gjelde fra 2022, omfatter to av de seks miljømålene i taksonomien (miljømål 1 og 2), hhv. å begrense klimaendringene og å sikre klimatilpasning for å unngå skade og tap som følge av klimaendringer. Kriteriene for det første målet, som dreier seg om gradvis reduksjon av klimagasser, har fått særlig mye oppmerksomhet. EU-kommisjonen mottok over 46 000 innspill i høringsrunden om kriteriene.

Taksonomien legger ikke opp til nasjonale valg i implementeringen.\* Norske finansielle og ikke-finansielle foretak som opererer i europeiske markeder, vil måtte forholde seg til taksonomien fra 2022 når den blir gjeldende i EU. Dette omfatter blant annet foretak som utsteder grønne obligasjoner, banker som tilbyr grønne lån, og finansielle aktører som tilbyr grønne investeringsprodukter. Foretak som er underlagt rapporteringskrav knyttet til ikke-finansielle forhold, vil få et betydelig utvidet rapporteringsansvar.

Taksonomien omfatter ikke all næringsvirksomhet. Kriteriene omfatter aktiviteter som vurderes som vesentlige for klimaomstilling og klimatilpassning i EU. Aktiviteter som er av liten økonomisk betydning i EU, omfattes dermed ikke, og for enkelte områder med store uenigheter i EU er beslutningene om inkludering og fastsetting av kriterier utsatt. Det gjelder blant annet kjernekraft. Kriteriene er ikke statiske og vil utvides med flere aktiviteter og justeres som følge av teknologisk utvikling. Foreløpig omfattes 70 aktiviteter, og de fleste av disse er knyttet til

industriproduksjon og energi. Krav knyttet til CO<sub>2</sub>-intensitet er sentralt for mange av aktivitetene.

Fiske, havbruk og jordbruk er så langt ikke inkludert. EU tar sikte på å legge fram utfyllende kriterier senere i 2021 for blant annet jordbruk og enkelte energisektorer. Oljeutvinning er ekskludert fra taksonomien uavhengig av CO<sub>2</sub>-intensitet, slik at oljereelatert virksomhet ikke kan karakteriseres som grønn. Naturgass er ennå ikke inkludert i taksonomien, men EU signaliserer at kriterier for naturgass i forbindelse med utfasing av kull og olje vil omfattes i utfyllende bestemmelser senere i 2021. Produksjon av hydrogen og fangst, transport og lagring av CO<sub>2</sub> er inkludert som egne økonomiske aktiviteter i taksonomien. Taksonomien åpner også for grønn finansiering for deler av norsk vannkraft, annen fornybar kraftproduksjon, skipsfart og eiendom.

\* Finansdepartementet sendte 30. oktober 2020 et forslag fra Finanstilsynet om å gjennomføre taksonomien i norsk rett i en ny lov om bærekraft på høring. Loven ventes fremlagt for Stortinget i juni 2021.

## KAPITTEL 5 STRESSTEST AV NORSKE BANKER

**Finanstilsynet gjennomfører årlige stresstester for å vurdere norske bankers lønnsomhet og soliditet ved et alvorlig økonomisk tilbakeslag. Stresstesten for 2021 viser at mange norske banker vil bryte det samlede kravet til ren kjernekapital i løpet av stressperioden, selv om kravet til motsyklisk kapitalbuffer skulle settes ned til null. Det er hovedsakelig økte tap på utlån til bedrifter og personer som svekker soliditeten i bankene i stressscenarioet.**

### BAKGRUNN FOR SOLIDITETSSTRESSTESTEN

I Finanstilsynets soliditetsstresstest anslås virkningen på bankenes resultater og kapitaldekning av ulike negative hendelser. Disse resultatene brukes til å belyse hvor godt bankene vil klare seg gjennom et slikt scenario og samtidig kunne tilby lån til kredittverdige foretak og husholdninger. Det tas høyde for at ubalanser og tilbakevirkninger i økonomien kan forsterke negative etterspørsels- og tilbudssjokk. Stresstester er ikke prognoser, men illustrerer konsekvensene av et kraftig, men ikke usannsynlig økonomisk tilbakeslag. Koronapandemien er et eksempel på at slike endringer kan komme hurtig og uventet. De langvarige effektene av koronapandemien er usikre, og konsekvensene for det finansielle systemet er fortsatt potensielt store.

Sammenlignet med ikke-finansielle foretak har banker høy gjeld i forhold til eiendeler. Årsresultat i forhold til forvaltningskapital er også langt lavere for bankene. Disse forholdene gjør banker sårbare ved svekket inntjening og reduksjon i egenkapitalen. Historisk har banker blitt alvorlig rammet i dype nedgangskonjunkturer. Dersom bankene i en krise må foreta en kraftig innstramning i kredittgivingen, vil det også forsterke aktivitetsfallet i økonomien.

Koronapandemien og tiltak for å hindre smitte har siden mars 2020 ført både norsk og internasjonal

økonomi inn i en dyp nedgangskonjunktur. Massive finanspolitiske støttetiltak og pengepolitiske stimuli har dempet tilbakeslaget, men i mange land er aktivitetsnivået fortsatt lavere enn før pandemien. Mange husholdninger har nærmest vært tvunget til økt sparing som følge av bortfall av konsummuligheter. Samtidig kan det i produksjonen av varer og tjenester i en del næringer oppstå kapasitetsbegrensninger etter gjenåpning av samfunnet som følge av nedskaleringer og brudd i en del produksjonslinjer under nedstengningen. Usikkerheten rundt utviklingen framover er stor, se nærmere omtale i kapittel 1.

I stressscenarioet forutsettes gjenåpning av koronanedstengte samfunn å føre til sterk økning i både konsum- og investeringsetterspørselen. Den økte etterspørselen etter varer og tjenester forutsettes bare delvis å tilfredsstilles på grunn av kapasitetsbegrensninger på tilbudssiden. Etterspørselsøkningen fører derfor til lønns- og prisstigning. For å dempe inflasjonspresset setter sentralbankene opp styringsrentene fra dagens svært lave nivåer. Dette gir oppgang i markedsrenter, økte risikopremier og reprising i finans- og eiendomsmarkedene. Høyere renter, økt usikkerhet blant investorene og uro i finansmarkedene fører i stressscenarioet til fall i prisene på aksjer, rentepapirer og eiendom. Dette bidrar, til tross for den sterke etterspørselsøkningen etter gjenåpningen, til svak realøkonomisk utvikling og forsinket økonomisk oppgang internasjonalt etter pandemien. Styrings- og markedsrenter forblir høye gjennom store deler av framskrivingsperioden fordi prisstigningen forutsettes å bli liggende vesentlig høyere enn sentralbankenes inflasjonsmål. Den internasjonale handelen utvikler seg svakt, og etterspørselen etter råvarer og norskproduserte tradisjonelle varer går ned. Et markant og varig fall i oljeprisen gir lavere inntekter og aktivitet i norsk petroleumsrelatert virksomhet. Norsk økonomi går inn i en resesjon med fall i den realøkonomiske aktiviteten og sterk vekst i arbeidsledigheten. Utviklingen i realøkonomien bedres mot slutten av framskrivingsperioden. Sannsynligheten for at stressscenarioet skal inntreffe er lav, men scenarioet er ikke urealistisk.

Tabell 5.1 Utviklingen i viktige utenlandske variabler. Prosentvis vekst i årlige gjennomsnitt om ikke annet framgår

		2020	2021	2022	2023	2024	2025
Utenlandske konsumpriser (handelsvektet)	Basis	0,2	1,2	1,5	1,9	2,0	2,0
	Stress	0,2	2,8	4,5	4,7	4,8	3,6
Utenlandsk 3 md. pengemarkedsrente (Euribor, nivå)	Basis	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2
	Stress	-0,4	2,4	4,6	4,4	4,2	3,5
Oljepris i USD (nivå)	Basis	41,8	65,2	62,0	58,8	56,8	55,6
	Stress	41,8	65,2	40,0	40,0	40,0	40,0
Eksportmarkedsindikator	Basis	-9,0	9,2	10,1	5,4	5,0	2,0
	Stress	-9,0	1,6	-2,5	-1,5	0,0	0,0

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

Vurderingene i dette kapitlet tar utgangspunkt i et basisscenario og et stressscenario. De to scenarioene beskriver mulige utviklingsbaner for norsk økonomi fra 2021 til 2025, men ingen av scenarioene er prognoser for utviklingen framover. Framskrivningene er gjort ved bruk av den makroøkonometriske modellen NAM-FT<sup>22</sup>.

Finanspolitikken forutsettes å være den samme i begge scenarioene, mens Norges Banks styringsrente forutsettes å følge prognosen i Pengepolitisk rapport 1/21 i basisscenarioet og er modellbestemt i stressscenarioet. Formålet med stresstesten er ikke å vurdere hvordan finans- og pengepolitikken bør innrettes ved et tilbakeslag i norsk økonomi, men å analysere konsekvensene et kraftig økonomisk tilbakeslag kan få for det finansielle systemet.

Selv om statens sterke finansielle stilling i Norge gir stort finanspolitisk handlingsrom, kan norsk økonomi bli utsatt for sjokk av en type som vanskelig kan nøytraliseres av finanspolitiske tiltak. Det gjelder også for pengepolitikken, selv om inflasjonsstyringen skal være framoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

Et sentralt trekk i stresstesten, med stor betydning for bankenes utlånstap, er et kraftig fall i panteverdiene på boliger og næringseiendom og økt mislighold hos låntakere med høy gjeld. En slik utvikling kan vanskelig oppveies av generell etterspørselsstimulans.

Finanstilsynet har omfattende datagrunnlag for samtlige norske banker og kredittforetak som gjør det mulig å analysere både enkeltforetak og banknæringen samlet. I utformingen av stresstestene er samspilleffektene mellom ulike risikoer i bankene og i økonomien som helhet forsøkt fanget opp. Stresstesten bygger på den enkelte banks regnskap og eksponeringer ved utgangen av 2020.

## UTVIKLINGEN I NORSK ØKONOMI BASISSCENARIOET

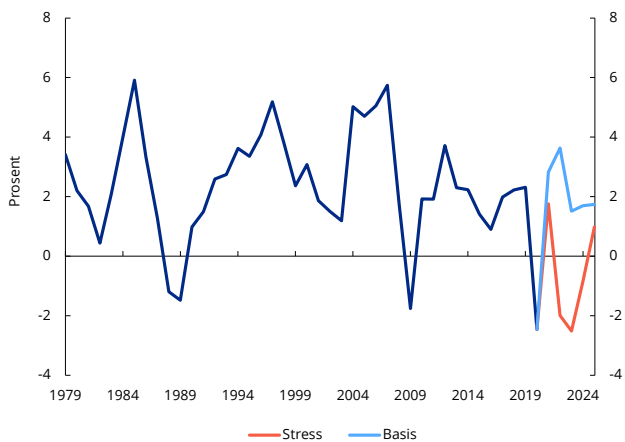
I basisscenarioet legges det til grunn at utviklingen i norsk økonomi i store trekk følger prognosene til Statistisk sentralbyrå i "Konjunkturtrendene 2021/1" og til Norges Bank i "Pengepolitisk rapport 1/21", se tabell 5.1.

BNP for Fastlands-Norge når nivået fra før koronapandemien i løpet av 2021 og stiger videre gjennom framskrivingsperioden, se figur 5.1. Sterk utvikling i privat konsum, boliginvesteringer og eksport bidrar til vekst i fastlands-BNP. Arbeidsledigheten (AKU) når nivået fra før koronapandemien mot slutten av framskrivingsperioden, se figur 5.2. Boligprisene øker gjennom hele perioden, og stiger samlet med om lag 17 prosent, se figur 5.3, og prisene på næringseiendom stiger med 13 prosent, se figur 5.4.

Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente stiger med nær 1 prosentpoeng i basisscenarioet, se figur 5.5. Det bidrar til at husholdningenes rentebelastning i 2025 når

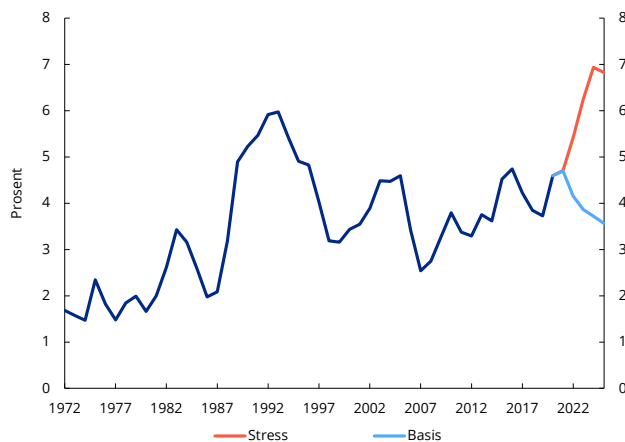
# KAPITTEL 5 STRESSTEST AV NORSKE BANKER

## 5.1 BNP Fastlands-Norge, vekst år/år



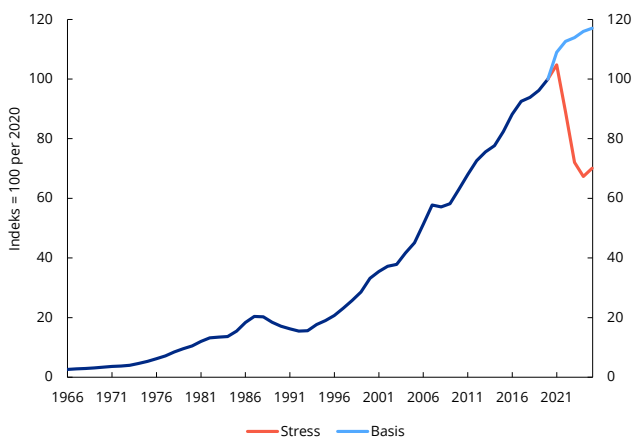
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

## 5.2 Arbeidsledighet (AKU)



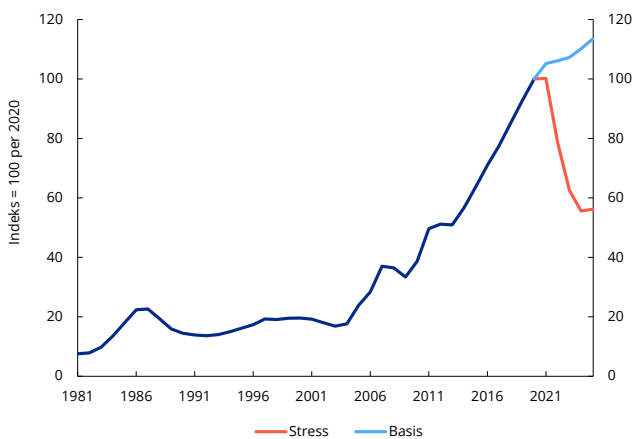
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

## 5.3 Boligpriser



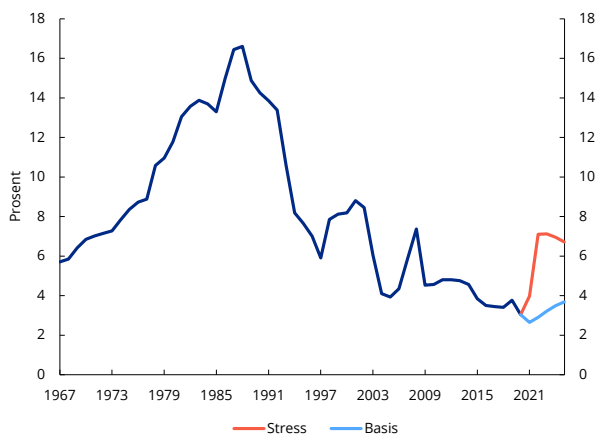
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

## 5.4 Næringseiendomspriser



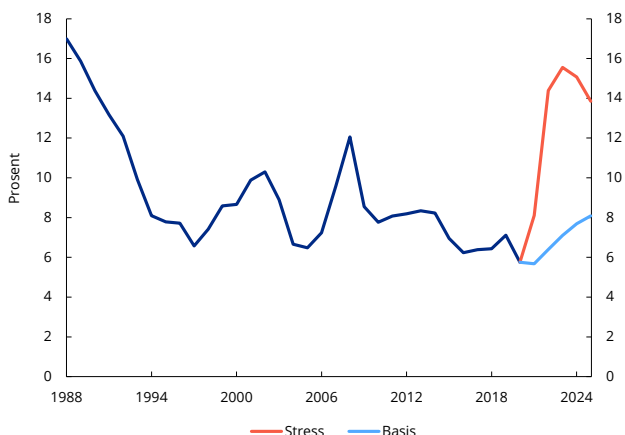
Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Entra og Finanstilsynet

## 5.5 Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

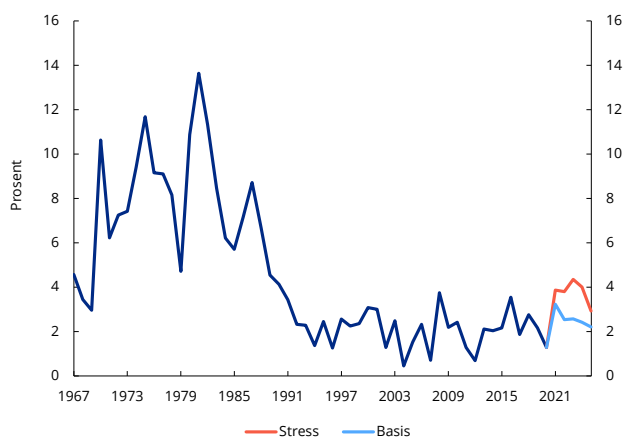
## 5.6 Husholdningenes rentebelastning



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet



### 5.7 Konsumprisindeks i Norge, vekst år/år



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

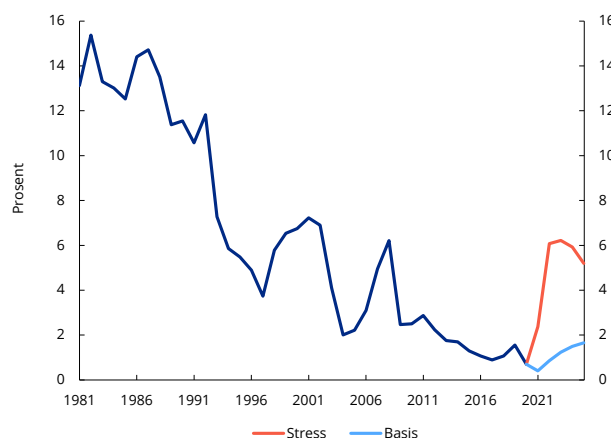
i overkant av 8 prosent, se figur 5.6. Økningen i rentebelastningen skyldes økt rente og vekst i husholdningenes gjeld. Husholdningenes kredittvekst antas å holde seg høyere enn inntektsveksten, og gjeldsbelastningen øker fra 235 prosent i 2020 til 246 prosent i 2025. Bankenes tap på utlån holder seg lave gjennom framskrivingsperioden, både i personmarkedet og i bedriftsmarkedet.

### STRESSCENARIOET

Kapasitetsproblemer i produksjonen og sterk vekst i etterspørselen fører til økt inflasjonspress etter gjenåpningen av samfunnet både internasjonalt og i Norge. Utenlandsk inflasjon forutsettes å stige fra 0,2 prosent i 2020, når 4,5 prosent allerede i 2022 og øker videre til 4,8 prosent i 2024. Den går noe ned i 2025, men ligger fortsatt godt over sentralbankenes inflasjonsmål. Den økte inflasjonen møtes med rentehevinger fra sentralbankene. Rentehevingene og økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen fører til sterk oppgang i markedsrentene internasjonalt, se tabell 5.1. Inflasjonen biter seg fast og faller noe først i 2025. Styringsrentene og markedsrentene blir derfor liggende høyt lenge. I Norge øker inflasjonen fra 1,3 prosent i 2020 til 4,0 prosent i 2024, se figur 5.7. I samme periode stiger den norske pengemarkedsrenten (3 md. Nibor) fra 0,7 til 6,2 prosent, se figur 5.8.

Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente øker fra 3,0 prosent i 2020 til 7,1 prosent i 2022, se figur 5.5. En slik renteøkning får store konsekvenser for norske

### 5.8 Pengemarkedsrente (3 md. Nibor)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finanstilsynet

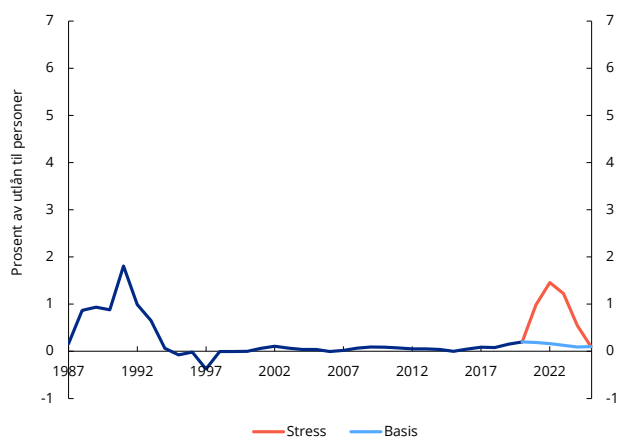
husholdninger som følge av det høye gjeldsnivået og fordi om lag 95 prosent av husholdningenes gjeld har flytende rente. Husholdningenes rentebelastning øker fra 5,7 prosent i 2020 til 15,6 prosent i 2023, se figur 5.6. Dette er høyere enn rentebelastningen under finanskrisen, men lavere enn nivået under bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Rentebelastningen avtar til 13,9 prosent i 2025.

Husholdningenes gjeldsvekst er lavere enn inntektsveksten de tre siste årene i framskrivingsperioden, og gjeldsbelastningen går i stressscenarioet ned med 3 prosentpoeng, til i overkant av 232 prosent i 2025. Rentebelastningen for bedrifter øker fra 7,6 prosent i 2020 til 18,0 prosent i 2022.

Høy gjeld, økt rente og svak inntektsvekst blant husholdningene fører til kraftig innstramning i det private konsumet, som faller med til sammen om lag 9 prosent fra 2021 til 2024. Dette bidrar sammen med svak utvikling i realinvesteringer og eksport av tradisjonelle varer og tjenester til svært svak utvikling i den økonomiske aktiviteten i Norge. BNP Fastlands-Norge faller 5,3 prosent fra 2021 til 2024, se figur 5.1. Arbeidsledigheten (AKU) øker fra 4,6 prosent i 2020 til 6,9 prosent i 2024, se figur 5.2.

Tilbakeslaget i norsk økonomi gir et markert fall i bolig- og næringsseidomsprisene. Regnet som endring i årlige gjennomsnitt faller boligprisene med 36 prosent fra 2021 til 2024 og næringsseidoms-

### 5.9 Bankenes tap på utlån i personmarkedet



Kilde: Finanstilsynet

prisene med 45 prosent, se figur 5.3 og 5.4. Fra 1987 til 1992 falt boligprisene i Norge med 24 prosent nominelt (målt som endring i årlige gjennomsnitt), mens prisene på kontorlokaler falt 40 prosent.<sup>23</sup> Målt fra kvartalet med høyeste observasjon til kvartalet med laveste observasjon, falt boligprisene med 29 prosent fra første kvartal 1988 til første kvartal 1993, og prisene på kontorlokaler falt 43 prosent fra fjerde kvartal 1986 til fjerde kvartal 1991. Fra 2021 til 2024 faller det norske aksjemarkedet med 41 prosent.

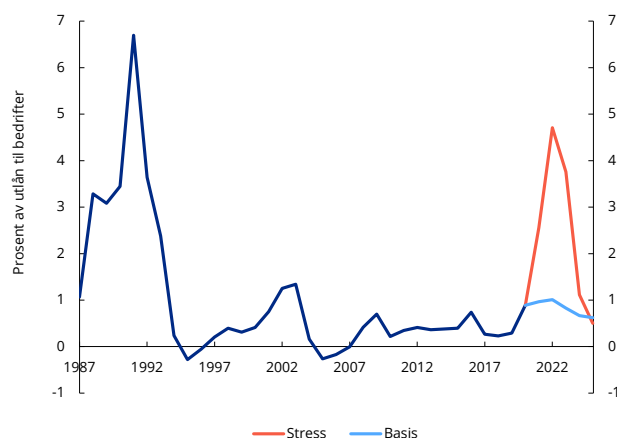
Bankenes tap på utlån til både personer og bedrifter øker i stressscenarioet, men tapene øker mest og er størst i bedriftsmarkedet, se figur 5.9 og 5.10. Akkumulerte tap på lån til bedrifter utgjør 12,6 prosent av utlån i hele framskrivingsperioden. For utlån til personer er akkumulerte tap 4,3 prosent i perioden. Tapene i stressscenarioet er høye, men klart lavere enn bankenes tap under bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet.

## UTFALLET AV STRESSTESTEN FOR NORSKE BANKER

### BANKENES RESULTATER I BASISSCENARIOET

I basisscenarioet har bankene de neste årene stabilt god inntjening med moderate utlånstap. Netto renteinntekter i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK) antas å øke med 0,1 prosentpoeng. Dette skyldes at innskuddsmarginen ved starten av

### 5.10 Bankenes tap på utlån i bedriftsmarkedet



Kilde: Finanstilsynet

perioden er uvanlig lav og ventes å øke etter hvert som styringsrenten heves. Varslingsfristen for renteøkninger på utlån til personkunder fører isolert sett til noe lavere netto renteinntekter, men motvirker kun i begrenset grad den positive effekten av økt innskuddsmargin. Tap på utlån til foretak øker svakt i 2021 og 2022, men reduseres så gradvis fram mot 2025. Utlånstap i personmarkedet faller gjennom hele framskrivingsperioden.

Samlet bidrar utviklingen til stabil og god lønnsomhet i banksektoren. Dette styrker isolert sett bankenes kapitaldekning. Gjeldsveksten er derimot relativt høy og bidrar til en økning i bankenes risikovektede eksponering. Mye av denne økningen kan tilskrives økt gjeld i ikke-finansielle foretak, som i gjennomsnitt har høyere risikovekter enn utlån til husholdninger.

Dersom bankene avstår fra å dele ut utbytter gjennom perioden, øker ren kjernekapitaldekning for de største bankkonsernene i basisscenarioet fra 18,7 prosent i 2020 til 21,4 prosent ved utgangen av perioden. Bankenes samlede kapitaldekning faller derimot fra dagens nivå dersom det samlet utbetales betydelige utbytter. Små og mellomstore morbanker som ikke inngår i konsern, har generelt noe høyere kapitaldekning ved begynnelsen av framskrivingsperioden enn de store bankene, men følger om lag samme utviklingsbane i framskrivingene.

## BANKENES RESULTATER I STRESSCENARIOET

### Forutsetninger for stresstesten

I en alvorlig krise vil bankenes resultater svekkes av både reduserte inntekter og omfattende økning i utlånstapene. I en normalsituasjon er utlånstapene i stor grad knyttet til spesielle forhold hos enkeltkunder, mens et kraftig tilbakeslag vil ramme store deler av økonomien. Resultatene i stresstesten må ses i lys av at inntjening og soliditet i flere bedrifter er svak som følge av nedstengninger og redusert etterspørsel under koronapandemien, og at husholdningenes gjeldsbelastning er historisk høy. Norske banker har utlån til tilnærmet alle næringer og en meget stor andel av husholdningene.

I stressscenarioet øker bankenes kostnader sterkt som følge av at rentene på innskudd og markedsfinansiering stiger. Samtidig øker bankenes utlånsrenter, men det forutsettes at ikke hele renteøkningen overføres til lånekundene. En relativt stor andel av ikke-finansielle foretak er ikke i stand til å dekke samlede renteutgifter på banklån, obligasjonslån og leverandørgjeld mv. med løpende inntjening, se omtale i kapittel 1. Slike foretak vil trolig heller ikke klare å betale avdrag og økte renter i stressbanen. Til tross for bedret innskuddsmargin faller bankenes netto renteinntekter som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital med 10 basispunkter. I tillegg bidrar varslingsfristen for renteøkninger på personlån til å redusere rentemarginen i den perioden rentenivået øker. Lavere økonomisk aktivitet antas å redusere bankenes netto provisjonsinntekter med 20 prosent. Bankenes administrasjonskostnader framskrives med utviklingen i generelle lønnskostnader i stressperioden.

Norske banker har samlet sett relativt begrenset direkte eksponering mot aksjer, obligasjoner og fast eiendom. Enkelte banker er imidlertid mer eksponert enn andre, og dette fanges opp i årets stresstest. Fall i aksjemarkedene, økte kredittrisikopåslag og lavere eiendomspriser gir derfor et negativt resultatbidrag i 2022, men bidraget er marginalt sammenlignet med utlånstapene. Tap som følge av operasjonell risiko

beregnes som en årlig andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital, som over stressperioden utgjør om lag det samlede nivået i standardmetoden for stresstesten fra Den europeiske banktilsynsmyndigheten (European Banking Authority, EBA).<sup>24</sup>

I stressscenarioet forutsettes det at bankene ikke betaler utbytte. Videre legges det til grunn at det ikke skytes inn ny egenkapital eller at bankene foretar andre strategiske tilpasninger. Det forutsettes derfor at utviklingen i balansen for den enkelte bank følger endringen for de aktuelle kundesegmentene i banksektoren samlet, men ulik veksttakt mellom bankene vil påvirke utviklingen i den enkelte banks kjernekapitaldekning i et stress.

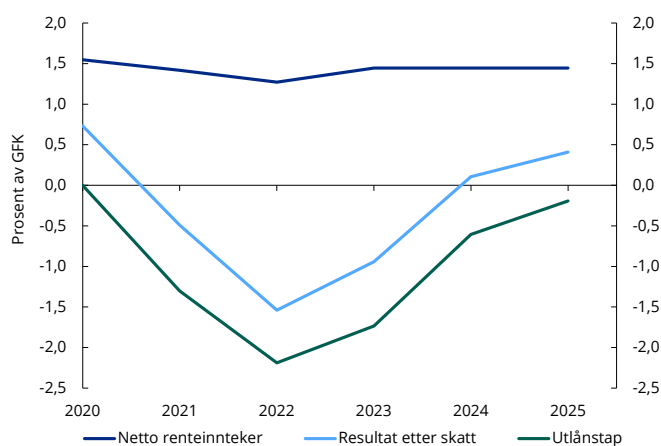
### Boks 7: Fordeling av utlånstap mellom banker

Bankenes totale tap på utlån til personkunder og bedriftskunder er modellert i Finanstilsynets makromodell NAM-FT. Bankenes tap på utlån til personer går opp når husholdningenes rentebelastning øker og når boligprisene faller. Effektene på bankenes tap er: i) sterkere når husholdningenes rentebelastning er høy enn når den er lav, og ii) sterkere når boligprisene faller mye. Bankenes tap på utlån til bedrifter øker ved negativ BNP-vekst, fall i oljeprisen, økning i bedriftenes rentebelastning og nedgang i næringseiendomsprisene. Virkningene på bankenes tap er: i) sterkere når bedriftenes rentebelastning er høy enn når den er lav, og ii) sterkere når næringseiendomsprisene faller mye. Utlånstapet blir i NAM-FT beregnet som tap i prosent av total utlånseksponering for hvert av årene 2021 til 2025. Videre blir bankenes utlån til henholdsvis personkunder og bedriftskunder framskrevet. Den årlige tapsprosenten multiplisert med den totale utlånseksponeringen utgjør bankenes totale utlånstap i kroner.

Fra og med i år brukes Finanstilsynets nye konkurs- og misligholdssannsynlighetsmodell SEMKO for estimering av såkalte PD-er (proba-

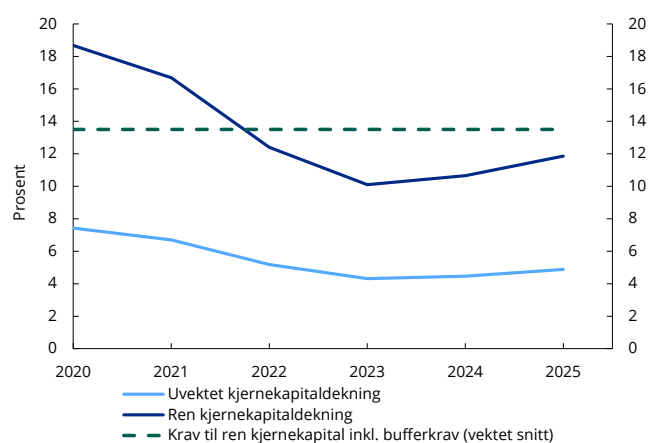
bility of default) for ikke-finansielle foretak. SEMKO kalibreres med årsregnskap og annen foretaksspesifikk informasjon og estimeres for 10 næringsgrupper. Lånekundenes PD og bankenes engasjement ved utgangen av 2020 danner grunnlaget for å beregne bankenes tapsandel for ikke-finansielle foretak. Metoden for fordeling av utlånstap mellom bankene er nærmere beskrevet i Finansielt utsyn juni 2020.

### 5.11 Resultat og viktigste resultatkomponenter. Norske bankkonsern – stressscenario



Kilde: Finanstilsynet

### 5.12 Utvikling i kapitaldekning. Norske bankkonsern – stressscenario



Kilde: Finanstilsynet

### Stresstestresultatene for norske bankkonsern

Finanstilsynet stresstester samtlige norske banker. Nedenfor drøftes særlig utviklingen for 19 av de største bankkonsernene.<sup>25</sup> Disse sto for vel 72 prosent av norske bankers totale forvaltningskapital ved utgangen av 2020. Filialer av utenlandske bankkonsern inngår ikke i utvalget. Utviklingen for øvrige norske banker og rene forbrukslånsbanker er omtalt separat.

Bankkonsernenes viktigste inntektskilde, netto renteinntekter<sup>26</sup>, faller i stressscenarioet fra 1,55 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i 2020 til 1,27 prosent i 2022 og stabiliseres deretter på 1,45 prosent. Nedgangen kan tilskrives forutsetningen om at noe av økningen i bankenes finansieringskostnader ikke kan overføres til kunder med særlig svak betjeningsevne. Varslingsfristen for heving av utlånsrenter bidrar også til redusert rentenetto, særlig i de årene rentenivået stiger sterkt.

Redusert rentenetto og nedgang i provisjonsinntektene reduserer inntjeningen fra kjernevirksomheten og svekker bankenes evne til å dekke utlånstap. Etter hvert som den økonomiske situasjonen for flere av bankenes kunder forverres i stresset, øker utlånstapene så mye at bankenes resultater blir negative og kjernekapitaldekningen faller.

Tap på utlån til bedriftsmarkedet øker fra 0,9 prosent av de samlede utlånene til sektoren i 2020 til nesten 5 prosent i 2022. For personmarkedet, som utgjør bankenes største utlånsportefølje, øker tapene fra 0,2 prosent av samlede personmarkedslån i 2020 til 1,5 prosent i 2022. Bankkonsernenes resultat etter skatt svekkes fra 0,7 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i 2020 til minus 1,5 prosent i 2022, for så gradvis å bedres til et samlet positivt resultat på 0,4 prosent siste år i perioden, se figur 5.11.

Bankenes rene kjernekapitaldekning faller fra 18,7 prosent ved inngangen til perioden til 10,1 prosent i 2023 og øker deretter til 11,9 prosent i 2025, se figur 5.12. Kun et fåtall av bankkonsernene opprettholder et nivå på ren kjernekapital som dekker det samlede kapitalkravet inkludert bufferkrav<sup>27</sup> og pilar 2-krav.

Dette skyldes hovedsakelig negativt resultat drevet av store utlånstap. Også økt risikovektet beregningsgrunnlag i årene fram til 2023 som følge av vekst i utlån til husholdninger og kommuner bidrar til nedgangen i ren kjernekapitaldekning.

Stresstestmodellen fanger ikke opp porteføljemigrasjon i IRB-banker. Det innebærer at det ikke er tatt hensyn til at migrasjon til høyere risikoklasser som følge av den økonomiske utviklingen i stressscenarioet vil øke risikovektene og redusere kapitaldekningen. Den uvektede kapitaldekningen (leverage ratio<sup>28</sup>) for bankkonsernene faller fra 7,4 prosent i 2020 til 4,3 prosent i 2023 og øker til 4,9 prosent i 2025. Ni av bankkonsernene oppfyller ikke det uvektede kapitalkravet (inkludert gjeldende bufferkrav) i scenarioet.

Fallet i kapitaldekningen varierer betydelig mellom bankene. Figur 5.13 viser endringen i ren kjernekapitaldekning fra årsslutt 2020 til det laveste nivået i stressperioden.

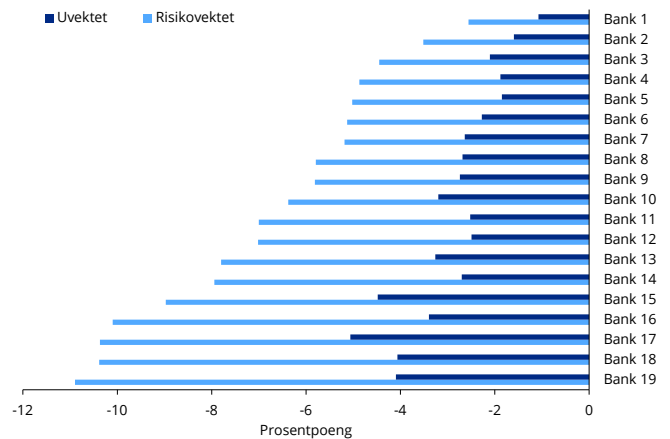
Bankkonsernene som kommer dårligst ut, har i gjennomsnitt relativt lav kapitalisering ved inngangen til perioden, en relativt høy andel utlån til ikke-finansielle foretak eller høy anslått kredittrisiko på denne porteføljen. Nivået på netto renteinntekter har også stor betydning.

### ØVRIGE NORSKE BANKER

Øvrige norske finansforetak (89 foretak) omfatter i hovedsak mindre og mellomstore sparebanker. Disse stresstestes på enkeltforetaksnivå (morbank). Makroscenarioet, stresstestmetoden og forutsetningene er de samme som for bankkonsernene. I årets stresstest inkluderes også disse bankenes verdipapirbeholdninger og eiendomsinvesteringer i vurderingen på samme måte som for bankkonsernene.

Det samlede resultatet til de mindre norske bankene svekkes kraftig de tre første årene i stressscenarioet. Økte tap på utlån til personkunder og til ikke-finansielle foretak står for omtrent like store deler av svekkelsen, til tross for at bedriftsmarkedsporføljen er betydelig mindre enn personmarkedsporføljen. Tap

5.13 Endring kapitaldekning fra 2020 til minimumspunktet. Norske bankkonsern – stressscenario



Kilde: Finanstilsynet

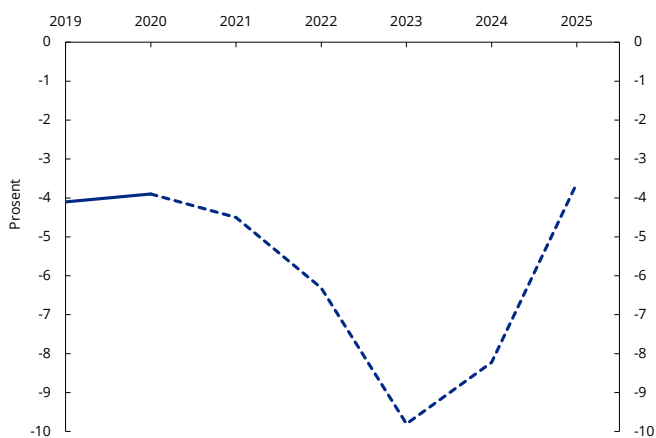
på utlån til ikke-finansielle foretak er generelt høyere for de mindre bankene enn for de store bankene grunnet høyere risiko i bedriftsmarkedsporføljene.

De mindre og mellomstore bankene har samlet sett høyere ren kjernekapitaldekning enn de større bankene ved inngangen til stressperioden (19,2 prosent). I stressscenarioet faller denne ned mot 11,7 prosent i løpet av de tre første årene, før den stiger igjen og ender på 12,9 prosent i 2025. Det er imidlertid stor variasjon mellom bankene. I 2023 vil 58 av de 89 bankene ikke oppfylle de samlede kapitalkravene inkludert bufferkravene og pilar 2-kravet. Samtidig får 53 banker beregnet en uvektet kjernekapitalandel (leverage ratio) under gjeldende krav på 5 prosent.

### FORBRUKSLÅNSBANKER

Markedet for forbrukslån er i endring. Siden 2019 har utlånsveksten vært sterkt avtagende. Samtidig har misligholdet i bankenes forbrukslånsporføljer økt, som omtalt i kapittel 2. I en stressituasjon vil det kunne være vanskelig for bankene å selge porteføljer av misligholdte lån til samme pris eller omfang som tidligere. Økende boligpriser har historisk gitt rom for å refinansiere forbrukslån, og et boligprisfall kan redusere denne muligheten. Det kan medføre at bankene må ta tap på en større andel av misligholdte lån. Analyser av utlånstap i normale økonomiske perioder viser at tapene på forbrukslån er fra 10 til

**5.14 Årlige utlånstap som andel av totale utlån. Forbrukslånbanker**



Kilde: Finanstilsynet

over 20 ganger større enn på øvrige lån til husholdninger, som i hovedsak består av boliglån. Det er derfor sannsynlig at tapene på forbrukslån i et stress vil kunne bli svært høye.

Det er imidlertid stor usikkerhet til hvordan tapene på forbrukslån vil utvikle seg i en alvorlig krise. Norge har ikke opplevd et kraftig og langvarig økonomisk tilbakeslag med høye tap på utlån til personmarkedet siden bankkrisen på 1990-tallet. Den gangen var andelen forbrukslån langt lavere enn i dag. På bakgrunn av denne usikkerheten har Finanstilsynet i år besluttet å legge om stresstesten av forbrukslånbankene, slik at den illustrerer hvor store tap disse bankene tåler uten å bryte kapitalkravene.

Sju banker som i hovedsak yter forbrukslån, er med i Finanstilsynets stresstest. Forutsetningene for den "omvendte" stresstesten sammenfaller i stor grad med det generelle stresset av samtlige banker, men avviker på to sentrale punkter. Forbrukslånbankene har en langt høyere rentenetto enn de tradisjonelle bankene og tilsvarende økte muligheter til å dekke utlånstap med løpende inntjening. Samlet utgjorde rentenettoen 8,3 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i 2020. I stresstesten reduseres rentenettoen til 6,3 prosent i gjennomsnitt i 2021 og blir liggende uendret på om lag samme nivå fram til 2025. Redusert rentenetto kan for eksempel oppstå på grunn av sterk konkurranse i forbrukslånmarkedet, se omtale i

kapittel 2, noe som begrenser muligheten til å øke utlånsrentene i takt med den generelle renteøkningen. Et generelt høyere nivå på innskuddsrentene i de tradisjonelle bankene, opp fra nær 0 ved startpunktet, kan også bidra til at renten på innskudd må økes for at kundene skal være villige til å holde innskudd i forbrukslånbankene.

Det andre avviket gjelder beregning av utlånstap. I stedet for å framskrive utlånstapene ved hjelp av en estimert modell, settes utlånstapene i forbrukslånbankene til høyeste mulige nivå uten at bankene samlet bryter kravene til kapitaldekning. Størrelsen på utlånstapene bygger derfor ikke på faktiske historiske korrelasjoner og sammenhenger med utviklingen i makroøkonomiske variabler, men er en følsomhetsanalyse som viser hvor store utlånstapene kan bli før kapitaldekningen faller under de regulatoriske minste- og bufferkravene.

Det forutsettes at utlånstapene følger den samme profilen som i det generelle stresset, med betydelig svekkelse i de tre første årene av framskrivingsperioden før situasjonen bedrer seg noe mot slutten av stresset. Forbrukslånbankene som gruppe vil kunne oppfylle kapitalkravene ved samlede, akkumulerte tap over femårsperioden på om lag 34 prosent av bankenes totale utlån ved inngangen til stressperioden. Til sammenligning var 23 prosent av forbrukslånbankenes portefølje i mislighold per 1. kvartal 2021. De årlige utlånstapene som andel av totale utlån vil nå sitt maksimum på 9,8 prosent i 2022, se figur 5.14. Det er imidlertid store forskjeller mellom bankene innad i denne gruppen, og flere av forbrukslånbankene vil få problemer med å opprettholde kapitaldekningen uten kapitaltilførsel selv ved betydelig lavere tap enn 34 prosent.

**SAMLET VURDERING AV STRESSTESTRESULTATENE**

Norske bankers regulatoriske kapitaldekning har over flere år økt og steg også i 2020 i stor grad fordi utbytter ble holdt tilbake i henhold til myndighetenes anbefaling. Bankenes egenkapitalandel (egenkapital som andel av forvaltningskapital), som er et tradi-

sjonelt soliditetsmål, har økt, men er ikke markant høyere enn tidlig på 1990-tallet. I basisscenarioet forventes bankenes samlede soliditet å svekkes noe de neste årene dersom man legger en utbyttegrad på 50 prosent til grunn. Dersom alt overskudd holdes tilbake, vil bankenes kapitaldekning øke.

I stressscenarioet blir den samlede effekten på bankenes kapitaldekning betydelig. Brorparten av bankkonsernene vil bryte det samlede kravet til ren kjernekapital i løpet av stressperioden, selv om kravet til motsyklisk kapitalbuffer skulle fjernes helt. Det er hovedsakelig økte tap på utlån til ikke-finansielle foretak og på lån til husholdningene (inkludert forbrukslån) som svekker soliditeten i bankene, men også redusert rentenetto bidrar.

I urolige perioder er det viktig å unngå usikkerhet i kapitalmarkedene om bankenes kapitalisering. Banknæringen samlet må være godt kapitalisert for å ha kapasitet til å gi kredittverdige lånekunder lån og ikke forsterke en negativ økonomisk utvikling ytterligere. Den videre økonomiske utviklingen er fortsatt preget av stor usikkerhet. Finanstilsynet legger vekt på at bankene hensyntar dette i sine beslutninger om utbetaling av utbytter og andre disposisjoner som kan bidra til å svekke den tapsabsorberende evnen.

## NOTER

<sup>1</sup> I tillegg til å dekke rente- og avdragsforpliktelser må driftsinntjeningen dekke skatt, utbytte og egenfinansiering av eventuelle nye investeringer og økt likviditetsbehov. Gjeldsbetjeningsindikatoren bør derfor være betydelig høyere enn 1.

<sup>2</sup> I tillegg til å dekke netto rentekostnader og avdrag på gjeld må driftsinntjeningen dekke skatt. Over tid må driftsinntjeningen også bidra til et visst utbytte til eierne. Dersom selskapet har planer om å utvide virksomheten, må driftsinntjeningen også vanligvis dekke en viss andel egenfinansiering av nye investeringer. En eventuell nødvendig forbedring i likviditeten vil også ofte måtte delvis dekkes av egenfinansiering.

<sup>3</sup> Se blant annet McGowan et.al., "The Walking Dead Zombie Firms and Productivity Performance in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers No. 1372.

<sup>4</sup> Se Shekar Aiyar et.al. (2021): "Covid-19: How will European Banks Fare?", IMF analyse no. 21/08. [COVID-19: How Will European Banks Fare? \(imf.org\)](https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/08/02/covid-19-how-will-european-banks-fare?lang=en)

<sup>5</sup> Se Caroline Roulet (2020): "[Corporate Debt Stress Testing: A Global Analysis of Non-Financial Corporations](https://www.oecd.org/corporate/working-papers/2020/04/corporate-debt-stress-testing-a-global-analysis-of-non-financial-corporations/)". OECD Working Paper No. 46 2020.

<sup>6</sup> Se <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm?m=6%7C380%7C669>.

<sup>7</sup> Resultatet er definert som resultat etter skatt pluss rentekostnader. Ved utgangen av 2020 var gjeldsbetjeningsindikatoren som følger for de 17 landene i BIS-utvalget (prosent): 1.Frankrike (72,4), 2.Canada (62,0), 3.Sverige (55,8), 4.Norge (51,5), 5.Portugal (47,9), 6.USA (46,5), 7.Nederland (46,0), 8.Belgia (45,7), 9.Danmark (43,8), 10.Sør-Korea (40,2), 11.Finland (39,1), 12.Spania (38,9), 13.Japan (37,8), 14.Italia (35,0), 15.UK (34,5), 16.Australia (34,0) og 17.Tyskland (25,1).

<sup>8</sup> Se referanse i fotnote 6 for flere internasjonale sammenligninger av ikke-finansielle foretak.

<sup>9</sup> Utlån hvor det er over 90 dager siden forfall/overtrekk samt andre utlån hvor det er lite sannsynlig at motparten vil være i stand til å møte sine forpliktelser ("unlikely to pay"), jf. artikkel 178 i kapitalkravsforordningen. Se også Finanstilsynets [rundskriv 4/2020](https://www.fsa.no/aktuelt/nyheter/2020/01/17/2020-01-17-rundskriv-4-2020).

<sup>10</sup> [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb\\_recommendation201215\\_on\\_restriction\\_of\\_distributions\\_during\\_the\\_COVID-19\\_pandemic~2502cd1d1c.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation201215_on_restriction_of_distributions_during_the_COVID-19_pandemic~2502cd1d1c.en.pdf)

<sup>11</sup> <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/bankene-bor-vare-forsiktige-med-a-dele-ut-utbytte-fremover/id2829325/>

<sup>12</sup> Små og mellomstore bedrifter defineres i CRR som

foretak som sysselsetter færre enn 250 personer, og som har en årsomsetning under 50 mill. euro.

<sup>13</sup> <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-147-ls-20202021/id2843611/?ch=1> samt Finanstilsynets høringsnotat.

<sup>14</sup> <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Pressemeldinger/2021/2021-02-01-sil/>

<sup>15</sup> Norske forbrukslånsbanker er definert som spesialiserte banker hvor mer enn halvparten av utlånsporteføljen består av lån uten sikkerhet til personkunder. Ved utgangen av første kvartal 2021 besto gruppen av Bank Norwegian, Brabank, Eika Kredittbank, Instabank og Komplet Bank.

<sup>16</sup> <https://www.fi.se/contentassets/7870cf60763d402baf4e6b4d86d3904f/bankbarometern-2021-1.pdf>

<sup>17</sup> <https://vff.no/historisk-statistikk>

<sup>18</sup> <https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-outlines-key-financial-stability-risks-and-vulnerabilities-insurance-and-pension>

<sup>19</sup> Eksponeringen er målt ved forholdet mellom investeringer i næringseiendom (i kollektiv- og selskapsporteføljen) og egenkapitalen (differansen mellom eiendeler og forpliktelser i Solvens II-balansen).

<sup>20</sup> <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2021/01/rekordstor-flytting-av-pensjonskapitalbevis--nodvendig-med-flytteplaner/>

<sup>21</sup> Foretakene i virksomhetsregisteret som har virksomhet innen kryptovaluta, er kun underlagt hvitvaskingstilsyn og ikke fullt tilsyn. For øvrig henvises til følgende [advartsel](#) om risiko ved virtuelle valutaer.

<sup>22</sup> NAM-FT er basert på modellen Norwegian Aggregate Model (NAM) og er særlig utviklet for stresstesting av banker og analyser av finansiell stabilitet. NAM er utviklet av professorene Gunnar Bårdsen og Ragnar Nymoen. Dokumentasjon av modellen finnes på [normetrics.no](https://www.normetrics.no). Modellen er også omtalt i Finansielt utsyn fra 2014 til 2020.

<sup>23</sup> Det reelle fallet i boligpriser og næringseiendomspriser i stressscenarioet ligner mer på utviklingen under bankkrisen på 1980- og 1990-tallet. I stressscenarioet faller boligprisene delt på konsumprisindeksen med 43 prosent fra 2021 til 2024, mens nedgangen var 39 prosent fra 1987 til 1993. Det reelle fallet i næringseiendomsprisene i stressperioden (2020-2025) er 53 prosent, mens det var 54 prosent fra 1986 til 1992. Realpriser er her beregnet som årlige gjennomsnitt av eiendomspriser delt på årlige gjennomsnitt av konsumprisindeksen.



---

<sup>24</sup> EBAs stresstest går over tre år. En tilsvarende effekt er i Finanstilsynets modell fordelt over fem år og utgjør derfor en svakere stressfaktor.

<sup>25</sup> DNB Bankkonsern, Sparebank 1 SR, Sparebank SMN, Sparebanken Vest, Sparebank 1 Østlandet, Sparebank 1 Nord-Norge, Sparebanken Sør, Sparebanken Møre, Sparebanken Sogn og Fjordane, Nordea Direct Bank, Sparebanken Øst, Sbanken, Storebrand Bank, Helgeland Sparebank, Landkreditt Bank, Sandnes Sparebank, Fana Sparebank, Totens Sparebank og Aurskog Sparebank.

<sup>26</sup> Sum renteinntekter minus sum rentekostnader i

prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK).

<sup>27</sup> Kapitalkravene er basert på full CRD IV/CRR og fullt innfaset systemrisikobuffer. Som en teknisk forutsetning settes motsyklisk kapitalbuffer til 0. Krav til ren kjernekapital, bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, motsyklisk kapitalbuffer, buffer for systemviktige foretak og individuelt bestemte pilar 2-krav forutsettes å være konstante gjennom perioden.

<sup>28</sup> En del av sentralbankenes likviditetstiltak vil påvirke uvektet kapitaldekning for de større bankene. Stresstesten inkluderer ikke slike effekter.





**FINANSTILSYNET**

Revierstredet 3  
Postboks 1187 Sentrum  
0107 Oslo

Telefon 22 93 98 00  
post@finansstilsynet.no  
finansstilsynet.no