

# Finansiell stabilitet

## 2023 – 1. halvår

Sårbarhet og risiko



# Norges Banks rapporter om finansiell stabilitet

I den halvårlige rapporten *Finansiell stabilitet* vurderer Norges Bank utsiktene for finansiell stabilitet. Rapporten drøfter sykliske og strukturelle utviklingstrekk i finansmarkedene, norsk økonomi, banker og andre finansforetak. Sårbarheter, risiko og motstandskraft i det finansielle systemet legges til grunn ved vurdering av motsyklisk kapitalbuffer og andre anbefalinger om tiltak som kan bidra til finansiell stabilitet. I rapporten *Finansiell infrastruktur* vurderer Norges Bank sårbarhet og risiko i den finansielle infrastrukturen. Rapporten *Det norske finansielle systemet* gir en samlet oversikt over det finansielle systemet i Norge, dets oppgaver og hvordan disse oppgavene blir utført.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet drøftet innholdet i rapporten *Finansiell stabilitet 2023* –1. halvår på seminarer og møter 31. mars, 25. april og 3. mai 2023.

## Finansiell stabilitet og Norges Banks rolle

Finansiell stabilitet er et av Norges Banks hovedmål i arbeidet med å fremme økonomisk stabilitet. Norges Banks oppgaver og ansvar på dette området følger av sentralbankloven, som sier at banken skal «fremme stabilitet i det finansielle systemet og et effektivt og sikkert betalingssystem» og «ha utøvende og rådgivende myndighet i arbeidet for finansiell stabilitet».

Norges Bank arbeider for at det finansielle systemet skal tåle forstyrrelser slik at det kan fungere effektivt både i normale tider og i perioder med uro. Et stabilt og velfungerende finansielt system er nødvendig for at folk og bedrifter skal kunne betale, spare, låne penger og sikre seg mot økonomisk risiko. At det finansielle systemet fungerer, er også en forutsetning for at styringsrenten skal få gjennomslag til andre renter.

Gjennom analyser, råd og tiltak søker vi å motvirke oppbygging av sårbarheter, bidra til at banker og andre finansforetak er solide og likvide og medvirke til at det finansielle systemet skal kunne utføre sine oppgaver. Vi følger utviklingen i finansmarkedene tett, og vi har beredskap til å avhjelpe situasjonen ved markedsuro eller dersom det oppstår en finansiell krise. Tiltakene våre kan rettes mot enkeltbanker eller gjennomføres for å bedre markedsforholdene mer generelt, når etterspørselen etter likviditet ikke kan møtes fra andre kilder og finansiell stabilitet er truet. Som bankenes bank vil Norges Bank overvåke det finansielle systemet som helhet med særlig vekt på risikoen for systemsvikt.

Norges Bank har beslutningsansvaret for motsyklisk kapitalbuffer og et formalisert rådgiveransvar for systemrisikobufferen. Norges Bank fastsetter kravet til motsyklisk kapitalbuffer fire ganger i året.

Etter lov om betalingssystemer er Norges Bank konsesjonsmyndighet for avregnings- og oppgjørssystemene til bankene, de såkalte interbank-systemene. Norges Banks tilsyn og overvåking av finansiell infrastruktur omtales årlig i rapporten *Finansiell infrastruktur*.

# Kort fortalt

---

## **Høy prisvekst og usikkerhet preger det finansielle systemet**

Sentralbankene i mange land har økt rentene raskt for å få ned prisveksten. Husholdninger og bedrifter møter økte renter og høyere priser. Det er usikkert hvordan de vil tilpasse seg og hvilke virkninger det får for den videre økonomiske utviklingen. Om det kommer et kraftig økonomisk tilbakeslag kan bankene få store tap.

---

## **Det norske finansielle systemet har vært lite berørt av markedsuroen**

Problemene i enkelte banker i USA og Europa førte til stor uro i finansmarkedene i mars, men de norske bankene ble lite påvirket. Vi har senere sett at uroen kan blusse opp igjen. Urolige finansmarkeder kan gjøre tilgangen på finansiering vanskeligere. Det kan gi dyrere lån til husholdninger og bedrifter.

---

## **Lav arbeidsledighet bidrar til at de fleste husholdningene klarer økte kostnader, men ved et økonomisk tilbakeslag kan flere få problemer**

Høy gjeld gjør husholdningene sårbare for bortfall av inntekter, økte renter eller boligprisfall. Dersom mange husholdninger strammer inn forbruket sitt samtidig, kan bankene også påføres tap. Boligprisene falt i fjor høst, men har siden økt igjen. Vi venter ikke et stort fall i boligprisene.

---

## **Om økonomien går dårligere kan lån til næringseiendom påføre bankene høye tap**

En stor andel av bankenes utlån har pant i næringseiendom, og utsiktene for eiendomsprisene er mer usikre enn normalt. Bankene har moderat med utlån til de næringseiendomsselskapene som er mest tapsutsatte, men om eiendomspriser og leieinntekter skulle falle mye kan bankene få betydelige tap.

---

## **Norske banker er godt rustet til å tåle markedsuro og økte tap**

Norske banker er solide, likvide og har god lønnsomhet. Vi forventer at det vil fortsette, selv om tapene kan øke noe. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent bidrar til at bankene kan tåle høye tap.

# Innhold

	<b>Utsiktene for finansiell stabilitet</b>	<b>5</b>
<b>1.</b>	<b>Internasjonale forhold og finansmarkedene</b>	<b>8</b>
	- Utsikter til nedbygging av sentralbankenes balanser	15
<b>2.</b>	<b>Sårbarheter i det finansielle systemet</b>	<b>16</b>
2.1	Husholdninger og boligmarkedet	18
	- Boligprisene responderer raskt på endringer i antall usolgte boliger	20
	- Modellberegninger av usikkerheten i boligprisutviklingen	23
2.2	Foretak og næringseiendomsmarkedet	24
	- Mange næringsbygg er utsatt for fysisk klimarisiko	29
2.3	Andre sårbarheter i det finansielle systemet	31
<b>3.</b>	<b>Finansforetakene</b>	<b>33</b>
3.1	Bankenes finansiering og likviditet	33
3.2	Lønnsomhet	37
3.3	Soliditet	42
3.4	Andre finansforetak enn banker	45
<b>4.</b>	<b>Tiltak i det norske finansielle systemet</b>	<b>49</b>

Ansvarlig redaktør: Ida Wolden Bache

Rapporten er utarbeidet basert på data til og med 5. mai 2023.  
Rapporten ble publisert 10. mai og er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)



**Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet**

Norges Bank har i henhold til sentralbankloven utøvende og rådgivende myndighet i arbeidet for finansiell stabilitet. Norges Bank skal gi Finansdepartementet råd når det er behov for tiltak fra andre enn sentralbanken samt bruke de virkemidler komiteen har til rådighet. Komiteen skal også informere offentligheten om beslutningene som treffes og grunnlaget for dem.

# Utsiktene for finansiell stabilitet

Norske banker er solide, likvide og har god lønnsomhet. Problemer i enkelte banker internasjonalt har ført til store bevegelser i finansmarkedene. Dersom usikkerhet knyttet til finanssektoren tiltar og sprer seg, kan det bli dyrere for norske banker å låne i markedene. Det er usikkerhet om hvordan husholdninger og foretak vil tilpasse seg høyere renter og økte kostnader. Om det kommer et kraftig økonomisk tilbakeslag kan bankene få store tap, men det er de rustet til å tåle.

**Høy inflasjon og usikkerhet preger det finansielle systemet**

Det har vært store svingninger i finansmarkedene siden starten av fjoråret. Sentralbankene i mange land har økt rentene raskt for å dempe høy prisvekst. Rask renteoppgang har ført til at obligasjoner og utlån med fast rente og lang løpetid har falt mye i verdi. Det har gitt usikkerhet om soliditeten til flere amerikanske banker, og bidro til innskuddsflukt fra små og mellomstore banker i USA i år. Myndighetene i USA og Sveits har satt inn tiltak for å trygge finansiell stabilitet. Et betydelig høyere rentenivå og usikkerhet om den fremtidige prisveksten bidrar til usikkerhet om

økonomisk utvikling internasjonalt. Det samme gjør den pågående krigen i Ukraina og geopolitiske spenninger. Reversering av flere sentralbankers programmer for verdipapirkjøp kan bidra til økte risikopremier og større markedssvingninger.

Problemene i banksektoren har preget markedene, men uroen har kun gitt begrenset utslag i risikopåslagene for norske banker og finansforetak. Høyere renter gir økte finansieringskostnader for husholdninger og foretak. Veksten i norsk økonomi har avtatt, men aktiviteten er fortsatt høy. Arbeidsmarkedet er stramt. Vekstanslagene for norsk økonomi har blitt oppjustert det siste halvåret, men det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Usikkerheten påvirker fortsatt utsiktene for finansiell stabilitet negativt.

Cyberangrep utgjør stadig en trussel mot finansiell stabilitet, og det er viktig å videreutvikle motstandskraft og beredskap for å håndtere cyberhendelser i det finansielle systemet.

### **Økte renter gjør utviklingen i eiendomsmarkedene mer usikker enn vanlig**

Sårbarheter i det norske finansielle systemet vil kunne forsterke et økonomisk tilbakeslag. Høy gjeld gjør husholdninger sårbare for bortfall av inntekter, økte renter eller boligprisfall. Mange husholdninger har det siste året fått strammere økonomi som følge av høy prisvekst og økte renter, men lav arbeidsledighet og oppsparte midler gjør husholdningene bedre rustet i møte med økte utgifter. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt, og det er utsikter til at gjeldsbelastningen vil avta de neste årene. På sikt kan det bidra til å redusere sårbarheten.

Boligprisene har over lengre tid vokst raskere enn inntektene til husholdningene. Det har økt risikoen for et større boligprisfall. Store og brå fall i boligprisene kan føre til innstramminger i husholdningenes konsum og gi økte tap på bankenes utlån. Boligprisene avtok gjennom høsten i fjor, men har siden økt. Den videre utviklingen i boligprisene er usikker, men fallhøyden i boligprisene dempes av at boligbyggingen er nokså lav. Prisene på næringseiendom steg også lenge, men har falt noe siden i fjor sommer, og vi venter et videre prisfall. Stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen og lave avkastningskrav i forhold til langsiktige renter gjør prognosene for næringseiendomspriser mer usikre enn vanlig.

En stor andel av bankenes utlån til foretak har pant i næringseiendom. Finansieringskostnadene for næringseiendomsforetakene har økt, men en sterk utvikling i leiemarkedet og inflasjonsjustering av leiekontrakter bidrar til å dempe utslagene på lønnsomheten. En del næringseiendomsforetak har mye obligasjonsgjeld som snart forfaller. Analyser i denne rapporten viser imidlertid at bankene har begrenset eksponering mot foretakene med svakest soliditet og store obligasjonsforfall. Et økonomisk tilbakeslag med kraftig fall i salgspriser og leieinntekter kan likevel gi betydelige tap i bankene. Strukturelle endringer i etterspørselen etter kontorer og andre næringslokaler, samt økte energikostnader, kan også

føre til fall i salgspriser og leieinntekter og påføre bankene tap. I tillegg står næringseiendom overfor endringer i reguleringer knyttet til energiefektivisering. Analyser i denne rapporten viser at næringseiendom er mer utsatt for fysisk klimarisiko enn boliger.

### **Norske banker er godt rustet til å tåle markedsuro og økte tap**

Bankproblemene i USA og Europa har vist viktigheten av god risikostyring i finansinstitusjoner, men også betydningen av tilsyn og god regulering med krav til soliditet og likviditet, samt innskuddsgarantiordninger.

Norske banker er solide, likvide og har god lønnsomhet. Skjerpede krav til risikostyring, kapital og likviditet siden finanskrisen har gjort banker i Norge bedre i stand til å tåle markedsuro og høye tap, og fortsatt evne å tilby utlån til kredittverdige foretak og husholdninger. Bankene oppfyller kapital- og likviditetskrav med god margin, og har en diversifisert finansieringsstruktur med en betydelig andel garanterte innskudd. Den norske innskuddsgarantiordningen garanterer for innskudd på opptil 2 millioner kroner per innskyter per bank og bidrar til finansiell stabilitet gjennom å gi tillit til at bankinnskudd er sikre.

God lønnsomhet i bankene er førstelinjeforsvaret mot tap. Renteoppgangen har ikke bidratt til redusert lønnsomhet for norske banker, slik som for mange amerikanske banker, siden både bankenes eiendeler og gjeld i all hovedsak har flytende rente eller kort rentebinding. Norske banker har økt netto renteinntekter siden renteoppgangen startet i 2021. Vi venter fortsatt god lønnsomhet, selv om tapene kan øke noe. Dersom usikkerhet knyttet til finanssektoren tiltar og sprer seg kan det bli dyrere for norske banker å låne i markedene. Det kan i neste omgang gi dyrere lån til husholdninger og foretak.

Ved et kraftig økonomisk tilbakeslag kan utlånstapene bli så store at bankene får underskudd og må bruke av kapitalen de har bygd opp. Kapitalkravene reflekterer sårbarhetene i det norske finansielle systemet. Sårbarhetene er lite endret det siste halvåret. Stresstester og sensitivitetstøvelser, blant annet i *Finansiell stabilitet 2022*, viser at bankene er robuste og at de kan møte tap og opprettholde utlån også ved et kraftig tilbakeslag i økonomien. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent bidrar til dette.

Samlet sett er utsiktene for finansiell stabilitet ikke vesentlig endret siden forrige rapport i november. På den ene siden er vekstutsiktene for norsk økonomi noe bedret det siste halvåret. På den andre siden har problemer i enkelte banker internasjonalt ført til store bevegelser i finansmarkedene, og fremover er utviklingen i både markedene og økonomien usikker.

**Ida Wolden Bache**  
**Pål Longva**  
**Øystein Børsum**  
**Ingvild Almås**  
**Jeanette Fjære-Lindkjenn**

# 1. Internasjonale forhold og finansmarkedene

De siste årene har vært preget av flere hendelser som har ført til store svingninger i internasjonale finansmarkeder. Utsiktene for finansiell stabilitet internasjonalt er svekket den siste tiden. Svingningene i finansmarkedene påvirker også det norske finansielle systemet, men kredittverdige husholdninger og foretak i Norge har god tilgang på kreditt.

## **Høy inflasjon og innstramming i pengepolitikken internasjonalt**

I årene etter finanskrisen var inflasjonen lav og de fleste land hadde historisk lave rentenivåer. Flere store sentralbanker iverksatte aktivakjøpsprogrammer og utvidet sine låneordninger for å stimulere aktivitetensnivået i økonomien. Det bidro til vekst i aktiva- og eiendomspriser. I kjølvannet av pandemien og myndighetenes støttetiltak tiltok prisveksten i 2021. Russlands invasjon av Ukraina med påfølgende energikrise forsterket prisveksten. Vedvarende høy inflasjon har ført til at sentralbanker i mange land har hevet styringsrentene til de høyeste nivåene siden finanskrisen i 2008. I tillegg har flere startet reversering av aktivakjøpsprogrammene og de ekstraordinære låneordningene, se ramme på [side 15](#).

## **Høy gjeld globalt øker faren for en sterk tilstramming**

Den ekspansive pengepolitikken som ble ført i årene etter finanskrisen har bidratt til at global gjeld har økt mer enn aktivitetensnivået. Den globale gjeldsbelastningen tiltok i starten av pandemien både som følge av økt gjeldsvekst og et kraftig fall i BNP. I 2021 og 2022 falt gjeldsbelastningen med økt aktivitetensnivå, men den er fortsatt relativt høy i et historisk perspektiv. Ved utgangen av tredje kvartal 2022 var den globale gjeldsbelastningen om lag 240 prosent. Høy gjeld i husholdninger, foretak og hos stater øker faren for at en brå og sterk tilstramming i finansielle forhold får negative konsekvenser for økonomisk vekst.



Internasjonalt er vekstutsiktene fortsatt de laveste på flere tiår.<sup>1</sup> Det er fortsatt usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen og effekten av de pengepolitiske innstrammningene. Krigen i Ukraina og de politiske spenningene mellom USA og Kina bidrar også til usikkerhet. Uro i banksektoren og finansmarkedene kan bidra til at finansielle forhold internasjonalt blir enda strammere enn det som følger av de pengepolitiske innstrammningene.

### **Uro i amerikanske og europeiske banker**

De siste årene har det vært store svingninger i internasjonale finansmarkeder, svakere markedslikviditet og flere alvorlige hendelser i det finansielle systemet. I år har det vært stor uro i banksektoren i flere land etter at enkelte amerikanske banker fikk alvorlige problemer og måtte stenge.

Innskuddene i amerikanske banker økte mye under pandemien, blant annet som følge av støttetiltak fra myndighetene. Økte bankbalanser ble i stor grad investert i fastrenteobligasjoner med lang løpetid. Da renten økte betydelig gjennom 2022 falt verdien på disse verdipapirene. Da Silicon Valley Bank (SVB)s kunder tok ut store innskudd måtte banken selge obligasjoner med tap for å dekke opp likviditetsbehovet som fulgte. Det skapte usikkerhet om bankens soliditet og forsterket likviditetsproblemene ved at enda flere kunder trakk ut innskudd. I mars avviklet amerikanske myndigheter banken under offentlig administrasjon.

Problemene i SVB svekket tilliten også til andre mindre og mellomstore amerikanske banker, og flere banker opplevde innskuddsflukt. Signature Bank (SB) ble avviklet under offentlig administrasjon et par dager etter SVB. For å stabilisere innskuddsfinansieringen til den amerikanske banksektoren garanterte myndighetene for alle innskuddene i de to avviklede bankene. I tillegg etablerte de en låneordning der banker kunne få lån i sentralbanken mot sikkerhet i verdipapirer med lav risiko til pålydende verdi i stedet for en lavere markedsverdi. Formålet med tiltakene var å gjenopprette tilliten til innskudd i amerikanske banker.

Bankhendelsene i USA førte til betydelige svingninger i internasjonale finansmarkeder, som allerede var preget av usikkerhet om inflasjonsutsiktene og den økonomiske utviklingen. Aksjekursene falt, og gjeldsfinansiering ble dyrere. I Europa falt aksjekursen til den globalt systemviktige banken Credit Suisse (CS) markert, tilsynelatende utløst av markedsuroen og at den største eieren signaliserte at de ikke kunne bidra med mer egenkapital. Sveitsiske myndigheter inngikk avtale med UBS om oppkjøp av banken. Avtalen innebar at UBS kjøpte CS mot betaling i UBS-aksjer, og at hybridkapitalen (Additional Tier 1 – AT1) ble nedskrevet.

I slutten av april ble den amerikanske banken First Republic Bank (FRB) krisehåndtert. Den amerikanske storbanken JPMorgan kjøpte store deler av FRB av krisehåndteringsmyndigheten. FRBs kontorer ble gjenåpnet

<sup>1</sup> Se International Monetary Fund (2023) «[World Economic Outlook – April 2023](#)».

som filialer under JPMorgan mandag 1. mai, og alle innskudd ble gjort tilgjengelige for kundene. Krisehåndteringen kom etter at FRB hadde rapportert om et stort innskuddsbortfall og betydelige tap. Rask renteoppgang førte til at bankens utlån med fast rente og løpetid falt mye i verdi, og at tilliten blant investorer sviktet.

Den amerikanske sentralbanken har utredet årsakene til at SVB ble kriserammet, og sin egen rolle som tilsynsmyndighet.<sup>2</sup> Krisen i SVB skyldtes dårlig styring av rente- og likviditetsrisiko. Utredningen konkluderer med at reguleringen av bankene må styrkes, særlig på likviditets- og renterisiko. Videre må tilsynet bli strengere, og det bør reageres raskere og med flere virkemidler enn i dag.

<sup>2</sup> Se Federal Reserve (2023) «[Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank](#)». 28. april 2023.

## Markedsaktørenes vurdering av kilder til risiko i det norske finansielle systemet

Norges Bank har i en ny undersøkelse spurt markedsaktører som banker, verdipapirforetak, forsikringsforetak, store ikke-finansielle foretak og finansielle infrastrukturforetak om deres vurderinger rundt systemrisiko. Vi spurte om hva som kan ha størst innvirkning på det finansielle systemet fremover, sannsynligheten for at dette vil inntreffe og om tilliten til det norske finansielle systemet vil være stabil fremover.

Besvarelsene tyder på at aktørene vurderer fall i eiendomspriser, cyberangrep og resesjon som de viktigste kildene til risiko i det norske finansielle systemet, se figur 1.1. I tillegg vurderer de at sannsynligheten for en hendelse med stor innvirkning på det finansielle systemet vil inntreffe i løpet av de neste tre årene har økt, men at tilliten til et stabilt finansielt system er høy og uendret.

### Figur 1.1 Systemrisikoundersøkelsen

Hvilken kilde til risiko anser dere som mest sannsynlig?



Kilde: Norges Bank

## Svekkede utsikter for finansiell stabilitet internasjonalt

I siste *Global Financial Stability Report*<sup>3</sup> skriver IMF at de globale utsiktene for finansiell stabilitet er betydelig svekket siden oktober-rapporten. Selv om reguleringer etter finanskrisen har gjort det globale finansielle systemet mer robust, har episoder med markedsuro tydeliggjort sårbarheter i banker og andre finansforetak. Disse sårbarhetene kan skape brå og bredt baserte prisfall i finans- og aktivamarkedene dersom det inntrer nye sjokk. Eksempler på slike sjokk kan være ny uro rundt enkeltbanker eller andre finansielle institusjoner, langvarig høy inflasjon, svekkede inntekter og konkurser i foretakssektoren eller eskalering av geopolitiske spenninger.

Aktører i det norske finansielle systemet trekker frem fall i eiendomspriser, cyberangrep og resesjon som de viktigste kildene til risiko i det norske finansielle systemet, se boks på [side 10](#).

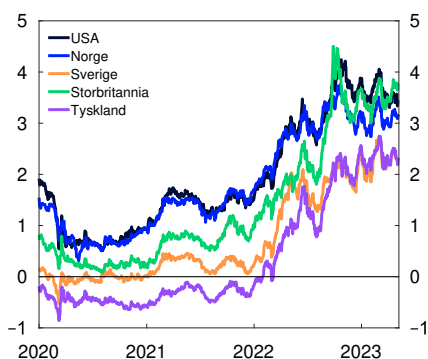
## Store bevegelser i internasjonale finansmarkeder og smitte til Norge

Markedets styringsrenteforventninger steg markert for flere land etter årsskiftet som følge av bedre vekstutsikter og fortsatt høy prisvekst, men de falt kraftig tilbake da bankproblemene i USA og Sveits brøt ut. Markedsaktørene ble usikre på om sentralbankene ville fortsette renteøkningene om bankproblemene spredte seg. De samme bekymringene ga store svingninger i de langsiktige rentene, se figur 1.2. Markedsrentene har steget igjen siden mars.

Svingningene i det norske rente- og aksjemarkedet økte markert gjennom fjoråret og har siden holdt seg på et høyt nivå, se figur 1.3. Store prisutslag kan føre til at pristillerne kvoterer større forskjeller i kjøps- og salgskurser for å beskytte seg mot kursrisiko. Det kan svekke markedslikviditeten, og øke faren for brå markedsutslag. I Norges Banks markedslikviditetsundersøkelse for andre halvår 2022 meldte kontaktene

**Figur 1.2 Store svingninger i langsiktige renter**

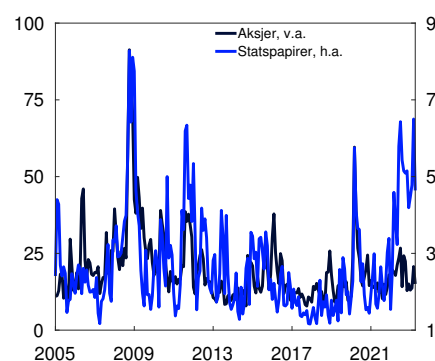
Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

**Figur 1.3 Svingningene i finansmarkedene økte markert gjennom fjoråret**

30 dagers annualisert volatilitet. Månedssnitt. Prosent



Kilde: Bloomberg

<sup>3</sup> Se International Monetary Fund (2023) «[Global Financial Stability Report – April 2023](#)».

om noe dårligere markedslikviditet i segmentene for OMF og statspapirer. Kontaktene pekte på at større svingninger i styringsrenteforventningene førte til høyere volatilitet i obligasjonskursene. Det gjelder særlig for obligasjoner med høy rentefølsomhet som for eksempel statsobligasjoner som har fast rente og lang løpetid. For kommuner, ikke-finansielle foretak og senior bank ble markedslikviditeten vurdert som marginalt bedre. Kontaktens vurdering av markedslikviditeten har samlet sett falt siden slutten av 2020 for alle typer verdipapirer.

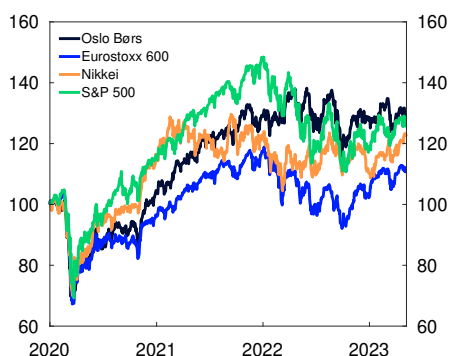
I aksjemarkedet har ledende indekser i Europa og USA steget siden november. Hovedindeksen på Oslo Børs har også steget, men oppgangen er mindre enn i Europa og USA, se figur 1.4. Den relativt svakere utviklingen for norske aksjer skyldes kursnedgang for aksjer i petroleumssektoren. I obligasjonsmarkedet falt kredittpåslagene på foretaksobligasjoner mot slutten av fjoråret og i starten av 2023, men har kommet noe opp igjen i forbindelse med bankuroen i mars, både internasjonalt og i Norge, se figur 1.5.

Prisoppgangen på finansielle aktiva har i årene etter utbruddet av koronapandemien dels vært drevet av lavere avkastningskrav. Nedgangen i avkastningskravet har vært drevet av lavere renter, og fallende risikopremier. Det siste året har imidlertid flere mål på risikopremier i aksjer og obligasjoner steget i Norge, og ligger nå nær historiske medianverdier, se figur 1.6. Isolert sett reduserer det risikoen for brå, uordnete prisfall, sammenliknet med en situasjon hvor risikopremiene var lave. Den høye usikkerheten gjør likevel at priser på finansielle aktiva kan falle mye, dersom ny informasjon tilsier dette.

Mange av de store nordiske bankene henter kortsiktig finansiering i det amerikanske sertifikatmarkedet og i markedet for valutabytteavtaler. I forbindelse med bankuroen i mars steg påslagene i det amerikanske pengemarkedet. Oppgangen var likevel mindre enn ved Russlands

**Figur 1.4 Aksjekursene har steget siden forrige rapport**

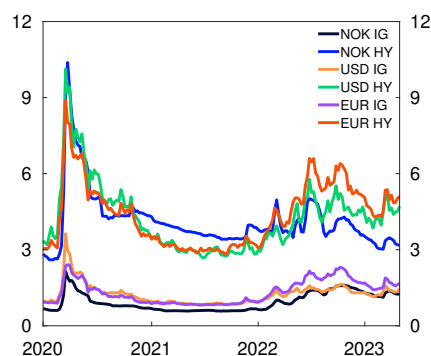
Aksjeindekser



Kilde: Bloomberg

**Figur 1.5 Risikopåslagene i obligasjonsmarkedet steg i forbindelse med bankuroen**

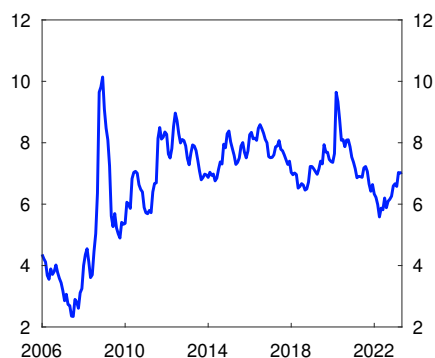
Prosentenheter over referanseindeks



Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Nordic Bond Pricing og VFF

### Figur 1.6 Risikopremien i norske aksjer har økt

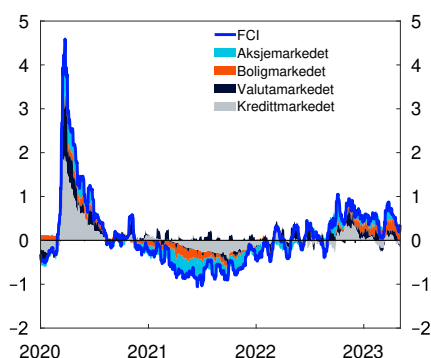
Månedssnitt. Prosentenheter



Kilder: Bloomberg, IMF og Norges Bank

### Figur 1.7 Finansielle forhold er litt strammere enn normalt

Indeks for finansielle forhold (FCI). Standardavvik fra gjennomsnitt



Kilder: Bloomberg, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finansportalen, Finn.no, Nordic Bond Pricing, Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

invasjon av Ukraina våren 2022. Norske og nordiske banker har god tilgang på kortsiktig markedsfinansiering.

Det har vært store bevegelser i valutamarkedet, og kronkursen har svekket seg betydelig det siste året. Det må ses i lys av at rentene i utlandet har økt mer enn i Norge og at uroen i internasjonale finansmarkeder har økt risikopremien på norske kroner. Kronen fluktuerer i tillegg i noen grad med oljeprisen, og fallende oljepris tenderer mot å gi svakere kronkurs. Det har ikke vært tegn til tilsvarende likviditetsproblemer hos kapitalforvaltere som da kronen svekket seg brått ved utbruddet av koronapandemien.

Norges Banks indeks for finansielle forhold (FCI), gir et samlet bilde av pris og tilgjengelighet for ulike typer finansiering, utover det som følger av styringsrenten og forventningene til styringsrenten frem i tid.<sup>4</sup> FCI sier noe om hvor stramme eller lempelige de finansielle forholdene er sammenlignet med et historisk snitt. Lavere påslag i penge- og kredittmarkedene bidro til at FCI falt i starten av 2023, se figur 1.7. Uro i internasjonale finansmarkeder bidro til at påslagene økte igjen i mars, og volatiliteten i aksjemarkedene tiltok. Det førte til en tilstramming i de finansielle forholdene. Mindre uro i aksjemarkedene bidro til at indeksen avtok i april. De finansielle forholdene er samlet sett litt strammere enn historisk gjennomsnitt.

### I Norge har husholdninger og foretak god tilgang på kreditt

Bankene er den dominerende kilden til kreditt for norske husholdninger og foretak. Norske banker er solide, likvide og har god lønnsomhet, se [kapittel 3](#). Det gir fleksibilitet til å tilby utlån til kredittverdige foretak og husholdninger, også dersom finansieringsforholdene forverrer seg for

<sup>4</sup> Se [Pengepolitisk rapport 4/22](#) side 22 og Bowe, F., K.R. Gerdrup, N. Maffei-Faccioli og H. Olsen (2023) «[A high-frequency financial conditions index for Norway](#)». Staff Memo 1/2023. Norges Bank.

bankene. Uroen i finansmarkedene i mars har ikke ført til finansieringsproblemer for norske banker.

Kredittverdige husholdninger og foretak har god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse for første kvartal i år rapporterte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdningene, etter at de strammet litt inn i fjerde kvartal i fjor. Bankenes kredittpraksis overfor foretak har samlet sett vært om lag uendret. De tre siste kvartalene har imidlertid bankene rapportert om noe innstramming overfor nærings-eiendomsforetak.

Større foretak kombinerer ofte banklån med utstedelse av obligasjoner. I obligasjonsmarkedet for foretak var aktiviteten i primærmarkedet lavere enn normalt gjennom 2022. I takt med bedret risikosentiment og lavere kredittpåslag tok aktiviteten seg noe opp mot slutten av fjoråret og i starten av inneværende år, men utstedelsesvolumene er fortsatt lave sammenlignet med de siste 5 årene. I Norge kan lave volumer delvis forklares med at banklån har vært gunstigere enn obligasjonslån for mange foretak. Også internasjonalt har utstedelsesvolumene i foretaksobligasjoner det siste året vært lavere enn normalt.

Uroen i internasjonal banksektor ga begrensede utslag i risikopåslagene for norske banker og andre finansforetak. Dersom usikkerheten knyttet til banksektoren tiltar og påvirker oss kraftigere, kan det bli vanskeligere og dyrere for norske banker å hente finansiering i markedene. En slik situasjon kan føre til strammere kredittpraksis.

## Utsikter til nedbygging av sentralbankenes balanser

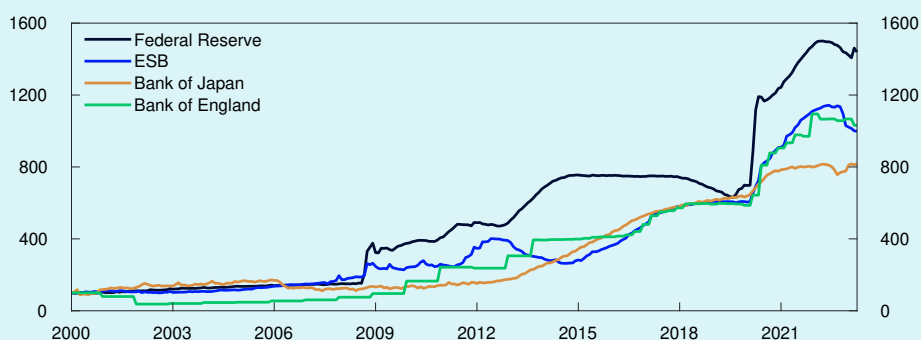
Flere av de største sentralbankene har startet reversering av aktivkjøpsprogrammer og ekstraordinære låneordninger som har blitt iverksatt det siste tiåret, se figur 1.A. Før innføringen av den nye lånefasiliteten (Bank Term Funding Program, BTFP) i forbindelse med bankuroen i USA, reduserte den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) balansen med 95 milliarder dollar per måned. I eurosonen har bankene betalt tilbake deler av sine langsiktige lån i den europeiske sentralbanken (ESB) og sentralbanken reduserer sin verdipapirbeholdning med 15 milliarder euro per måned ut juni 2023 ved å reinvestere bare deler av verdipapirene som forfaller. Fra juli vil ESB avslutte reinvesteringene og verdipapirbeholdningen reduseres med om lag 30 milliarder euro per måned. Også andre lands sentralbanker har annonsert eller allerede påbegynt nedbygging av sine balanser, enten som aktivt nedsalg av verdipapirer eller reduserte reinvesteringer.

Aktivkjøpsprogrammene har trolig bidratt til lavere risikopremier og mindre volatilitet i finansmarkedene. Effektene fra slike programmer kan virke gjennom ulike kanaler. Ved å kjøpe statspapirer, presser sentralbanken ned renten på verdipapirer med lav risiko for å stimulere investorer til å ta risiko for å få økonomien i gang igjen. I tillegg til kjøp av statspapirer har flere sentralbanker kjøpt obligasjoner utstedt av banker, finansielle og ikke-finansielle foretak og tilbudt langsiktige lån til bankene direkte. Dette har trolig bidratt direkte til lavere risikopåslag i obligasjonsmarkedet og lettet tilgangen på finansiering for banker og foretak.

Nedbygging av sentralbankenes balanser kan føre til at renter og risikopåslag øker. Det er imidlertid ikke opplagt at reversering av tiltakene vil medføre én-til-én reversering av effektene nevnt over. Dersom investorenes foretrukne porteføljesammensetning har endret seg siden aktivkjøpsprogrammene ble introdusert, kan også risikopremiene i ny likevekt være endret. I tillegg kan det tenkes at markedsaktører i større grad enn tidligere legger til grunn nye tiltak fra sentralbankene i urolige tider. Det kan isolert sett bidra til lavere risikopremier. Det er videre usikkert hvor mye sentralbankene vil redusere sine balanser. Likevel er det grunn til å tro at avvikling av sentralbankenes aktivkjøpsprogrammer kan bidra til oppgang i risikopremier og større svingninger i obligasjons- og aksjemarkedene, både internasjonalt og i Norge.

**Figur 1.A Sentralbankenes balanser har økt over tid**

Utvalgte sentralbankers balansestørrelser. Indeks. Januar 2000 = 100



Kilder: Bank of England og Bloomberg

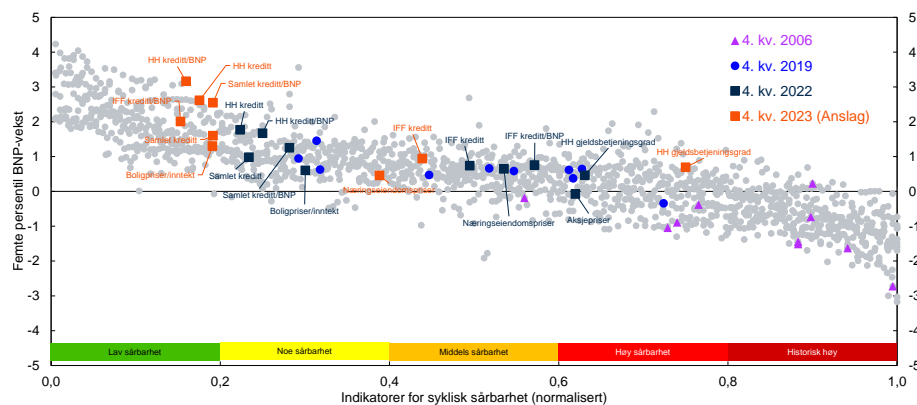
# 2. Sårbarheter i det finansielle systemet

Sårbarheter i det norske finansielle systemet vil kunne forsterke et økonomisk tilbakeslag. Mange husholdninger har høy gjeld, og bankene har stor eksponering mot næringseiendomssektoren som er sårbar for renteøkninger. Så langt har husholdninger og foretak håndtert økte renter og priser, men det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Cyberangrep utgjør stadig en trussel mot finansiell stabilitet.

Det siste året har rentene økt mye og raskt, og veksten i eiendomspriser og gjeld har avtatt. Lave renter bidro imidlertid lenge til sterk vekst i eiendomspriser og gjeld. Dette er fortsatt en syklisk sårbarhet i det finansielle systemet. Et bredt sett av indikatorer for syklisk sårbarhet er nå på et middels nivå historisk sett, se figur 2.1. Indikatorene er samlet sett lite endret det siste halvåret og siden før pandemien, men det er imidlertid stor spredning mellom de ulike indikatorene nå. For eksempel

**Figur 2.1 Indikatorer for syklisk sårbarhet er på et middels nivå samlet sett**

Indikator for syklisk sårbarhet (normalisert) på horisontal akse og anslag for femte persentil for BNP-vekst på vertikal akse



Kilde: Norges Bank



viser indikatoren knyttet til vekst i husholdningenes gjeld nokså lav syklisk sårbarhet, og anslagene tilsier at sårbarheten vil avta fremover. På den andre siden viser indikatoren for husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad høy sårbarhet, og at denne sårbarheten vil tilta fremover. I forkant av finanskrisen signaliserte alle indikatorene høy syklisk sårbarhet.







Høy gjeld i mange husholdninger, bankenes store eksponering mot næringseiendom og at en banks finansiering er en annen banks likviditetsreserve er viktige sårbarheter i det finansielle systemet, se boks under. Disse sårbarhetene endrer seg lite fra år til år og kan kalles strukturelle. Faren for store cyberangrep er også en viktig strukturell sårbarhet. Vår vurdering er at strukturell sårbarhet er på om lag samme nivå som i november 2022.

## Systemrisiko i det norske finansielle systemet

Forstyrrelser kan komme fra ulike deler av økonomien og finansmarkedene. Negative hendelser knyttet til blant annet teknologi, klimaendringer, geopolitiske og sosiale forhold kan også utløse finansielle kriser. Hvilke forstyrrelser som vil oppstå i fremtiden og kunne påvirke finansiell stabilitet, er vanskelig å forutse.

Vurderingen av sårbarheter er basert på historiske erfaringer med hva som har forårsaket eller forsterket tilbakeslag og uro, samt vurderinger av nye trekk ved det finansielle systemet. Vi skiller mellom sykliske sårbarheter, som typisk varierer over tid, og strukturelle sårbarheter, som er mer varige. Det er vanskelig å gjøre et klart skille mellom sårbarhetene, og de ulike sårbarhetene kan forsterke hverandre. De viktigste sårbarhetene fremgår av tabellen. Det er de samme sårbarhetene som i [Finansiell stabilitet 2022](#) fra november, med unntak av at sårbarheten knyttet til at priser på mange verdipapirer har steget lenge er tatt ut. Sårbarheten var på et gult nivå i november. Siden da har risikopremier i aksjemarkedet steget og de ligger nå nær historiske medianverdier, se [kapittel 1](#). Det demper sårbarheten noe, selv om kraftige prisfall på verdipapirer fortsatt vil kunne medføre eller forsterke et tilbakeslag.

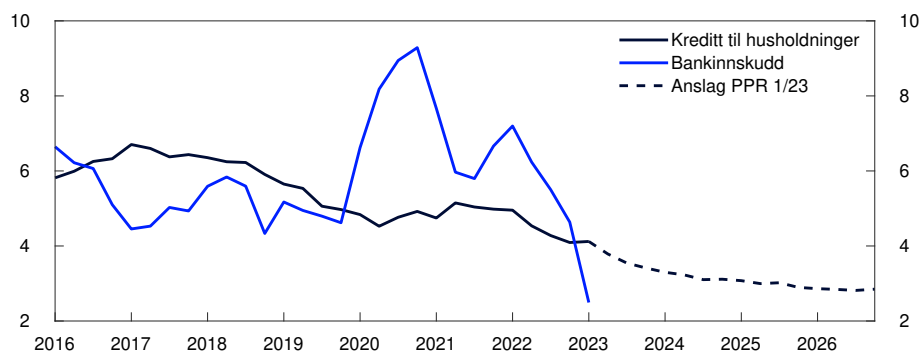
Siden finanskrisen i 2008 har norske myndigheter innført en rekke reguleringer for å dempe sårbarheter og øke motstandskraften i det finansielle systemet. For mer utfyllende informasjon om tiltakene, se [kapittel 4](#). Tiltakene bidrar først og fremst til å øke motstandskraften i det finansielle systemet, men kan også dempe sårbarhetene. Finansforetakenes motstandskraft er beskrevet i [kapittel 3](#).

Fare for forstyrrelser som kan utløse finansiell uro og tilbakeslag	Sårbarheter i systemet (før motstandskraft) kan være opphav til eller forsterke finansiell uro og tilbakeslag og er helt sentralt i Norges Banks analyser og råd om tiltak	Sentrale tiltak øker motstandskraften i systemet og kan dempe sårbarheter
<ul style="list-style-type: none"> <li> Økonomiske</li> <li> Politiske</li> <li> Sosiale</li> <li> Teknologiske</li> <li> Klima</li> <li> Juridiske</li> </ul>	<p><b>Viktigste strukturelle sårbarheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Mange husholdninger har høy gjeld <span style="float: right;">●</span></li> <li>Bankene har høy eksponering mot næringseiendom <span style="float: right;">●</span></li> <li>En banks finansiering er en annen banks likviditetsreserve <span style="float: right;">●</span></li> <li>Store cyberangrep kan true finansiell stabilitet <span style="float: right;">●</span></li> </ul> <p><b>Viktigste sykliske sårbarheter:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Boligprisene har økt mye de siste årene <span style="float: right;">●</span></li> <li>Lave avkastningskrav på næringseiendom <span style="float: right;">●</span></li> </ul>	<p>Kapitalkrav til norske banker:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Systemrisikobuffer</li> <li>• Motsyklisk kapitalbuffer</li> <li>• Andre kapitalkrav</li> <li>• Krav til risikovekter</li> <li>• Uvektede kapitalkrav</li> <li>• MREL</li> </ul> <p>Utlånsforskrift</p> <p>Likviditetskrav</p> <p>Rapporteringskrav</p> <p>TIBER-NO</p>

Det er tre nivåer for sårbarhet, hvor rødt er mest alvorlig: ● ● ●

**Figur 2.2 Veksten i husholdningenes kreditt har avtatt gradvis**

FIREKVARTALERSVEKST, PROSENT



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 2.1 Husholdninger og boligmarkedet

### Mange husholdninger har høy gjeld

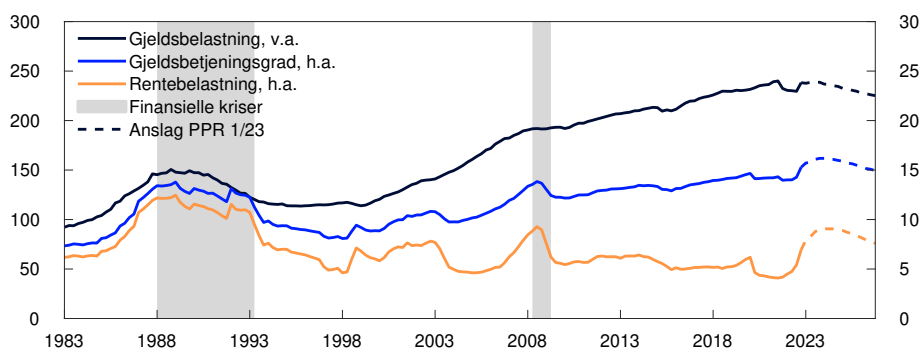
Høy gjeld gjør mange husholdninger sårbare for bortfall av inntekter, økte renter eller boligprisfall. Den høye gjelden henger i stor grad sammen med høye boligpriser og at de fleste husholdningene eier sin egen bolig. Gjelden er ujevnt fordelt, og gjeldsbelastningen, som er gjeld i forhold til inntekt, er særlig høy i de yngre aldersgruppene hvor det er mange førstegangskjøpere i boligmarkedet.

Veksten i husholdningenes gjeld har falt gradvis de siste to årene, se figur 2.2. Vi forventer at kredittveksten faller videre fremover, se [Pengepolitisk rapport 1/23](#), som følge av høyere utlånsrenter og svakere utvikling i boligmarkedet. Lavere kredittvekst enn inntektsvekst innebærer at husholdningenes gjeldsbelastning faller. På sikt kan det bidra til å gjøre husholdningene og det finansielle systemet mindre sårbare.

Økte utlånsrenter gjør at husholdningene må bruke en større andel av inntekten på renteutgifter, se figur 2.3. Gitt renteprognoisen i

**Figur 2.3 Gjeldsbetjeningsgraden øker til et historisk høyt nivå**

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

[Pengepolitisk rapport 1/23](#), venter vi at husholdningenes rentebelastning øker fra nær 7 prosent i fjerde kvartal i fjor til i overkant av 9 prosent av disponibel inntekt i løpet av inneværende år. Rentebelastningen var i overkant av 4 prosent i fjerde kvartal i 2020. Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, som inkluderer både renter og normale avdrag, ventes å øke til et historisk høyt nivå.

Analyser av mikrodata for husholdningenes inntekt og formue viser at de fleste husholdninger er i stand til å betjene gjelden sin.<sup>1</sup> Rente- og kostnadsøkninger gjør imidlertid at flere husholdninger må stramme inn på konsumet. Dersom mange husholdninger strammer mye inn på konsumet samtidig, kan det redusere foretakenes inntjening og evne til å betale gjeld. I neste omgang kan det gi økte tap på bankenes utlån og forsterke en nedgang i norsk økonomi. I rapporten *Finansiell stabilitet* for 2. halvår 2023 vil vi presentere analyser av husholdningenes gjeld basert på siste tilgjengelige mikrodata for inntekt og formue.

Lav arbeidsledighet og oppsparte midler gjør husholdningene bedre rustet i møte med økte utgifter, og bidrar til å dempe nedgangen i konsumet. Begrensede forbruksmuligheter bidro til at mange sparte mye under koronapandemien, og husholdningenes bankinnskudd økte markert (figur 2.2). Det siste halvåret har husholdningene begynt å tære på bankinnskuddene, men innskuddene er fortsatt høyere enn før pandemien.

Usikret gjeld, som forbruksgjeld, utgjør om lag 3 prosent av husholdningenes gjeld. Etter innføringen av forbrukslånsforskriften i 2019 og etablering av gjeldsregistre har forbruksgjelden falt. I 2022 stoppet fallet opp, og vi har siden sett en svak vekst igjen. Siden 2022 har det vært særlig økning i gjeld blant personer med lav inntekt og blant de som ikke eier egen bolig.<sup>2</sup> Mens boliglånsrentene steg, var gjennomsnittlig rente på forbrukslån om lag uendret i fjor.

### **Boligprisene har økt mye de siste årene**

Boligprisene har over lengre tid økt mer enn inntektene, se figur 2.4. Sammen med høy gjeld i mange husholdninger har det økt faren for et prisfall som kan utløse innstramminger i husholdningenes konsum og gi økte tap i bankene.

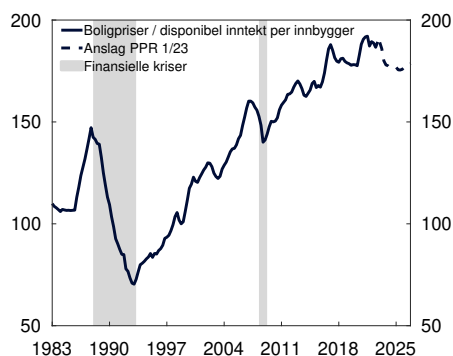
Boligprisene falt i fjor høst, men har siden økt igjen, se figur 2.5, og er nå nær pristoppen i august 2022. Et stramt arbeidsmarked har trolig bidratt til å opprettholde etterspørselen i boligmarkedet så langt i år. I tillegg ble det fra årsskiftet gjort endringer i gjeldsbetjeningskravet i utlånsforskriften. Det kan også ha ført til økt etterspørsel i boligmarkedet.

1 For analyse av boligeiere, se [Finansiell stabilitet 2022](#) og Lindquist, K.-G., H. Solheim og B.H. Vatne (2022) «[Norske boligeiere har god gjeldsbetjeningssevne](#)». Staff Memo 8/2022. Norges Bank. I en ny analyse ser vi på husholdninger som ikke eier bolig, se Lindquist, K.-G., H. Solheim og B.H. Vatne (2023) «[Betalingsevne og boligkjøpekraft blant husholdninger som ikke eier bolig](#)». Staff Memo 9/2023. Norges Bank.

2 Se Solheim, H. og B.H. Vatne (2023) «[Lavtlønte og de uten bolig økte forbruksgjelden i 2022](#)». Innlegg publisert på [Bankplassen blogg](#) 6. februar 2023. Norges Bank.

**Figur 2.4 Boligprisene har lenge økt mer enn inntektene**

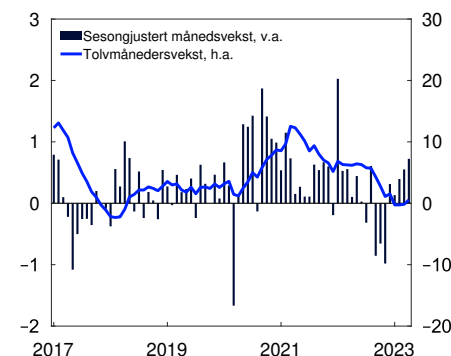
Indeks. 4. kv. 1998 = 100



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.5 Boligprisene falt i fjor høst, men har siden økt**

Prosent



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

I fjor høst ble det lagt ut mange boliger for salg, og omsetningen var litt lavere enn normalt. Det førte til en markert oppgang i antall usolgte boliger i markedet. I år har omsetningen i bruktboligmarkedet tatt seg opp, og antallet usolgte boliger i markedet har falt til et nokså normalt nivå. Våre analyser viser at boligprisene responderer nokså raskt på endringer i antall usolgte boliger, se ramme under.

## Boligprisene responderer raskt på endringer i antall usolgte boliger

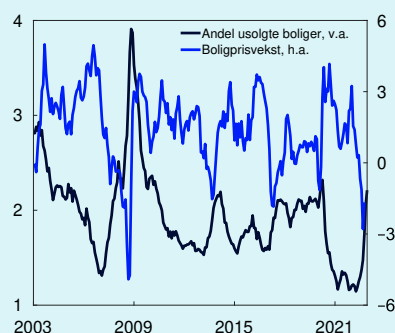
I en ny analyse ser vi nærmere på sammenhengen mellom utviklingen i boligprisene og antall usolgte bruktboliger i markedet.<sup>1</sup> Vi undersøker hvor raskt og hvor mye boligprisene responderer på endringer i antall usolgte boliger. I analysen måles usolgte bruktboliger som andel av omsatte bruktboliger, og det kan tolkes som antall måneder det vil ta å selge alle usolgte boliger på markedet med nåværende salgshastighet. Det er en negativ sammenheng mellom denne andelen og boligprisveksten, se figur 2.A. Når det er få usolgte boliger relativt til omsatte boliger, en slags knapphet i boligmarkedet, er det ofte høy boligprisvekst.

Det er forskjeller i boligmarkedets virkemåte mellom land. I Norge finner vi at sammenhengen mellom andelen usolgte boliger og boligprisvekst gjelder på nokså kort sikt, om lag 3 måneder frem i tid. På lengre horisonter er det ingen klar sammenheng. I USA er derimot sammenhengen sterk for boligprisvekst 12 måneder frem. Boligprisene responderer altså raskere, men mindre, på endringer i andelen usolgte boliger i Norge sammenlignet med i USA. I snitt tar det flere måneder å selge boliger i

<sup>1</sup> Se Kirkeby, S.J. og P. Nenov (2023) «[The Housing Phillips Curve and Momentum in the Norwegian Housing Market](#)». Staff Memo 10/2023. Norges Bank.

**Figur 2.A Negativ sammenheng mellom boligpriser og usolgte boliger**

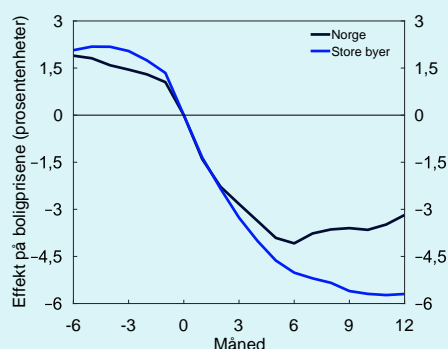
Prosent



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Kirkeby & Nenov (2023)

**Figur 2.B Effekt på boligprisene av en økning i usolgte boliger på 1 måneds omsetningsvolum**

Prosentenheter



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Kirkeby & Nenov (2023)

USA enn i Norge. Det indikerer at det norske boligmarkedet er mer effektivt enn det amerikanske boligmarkedet.

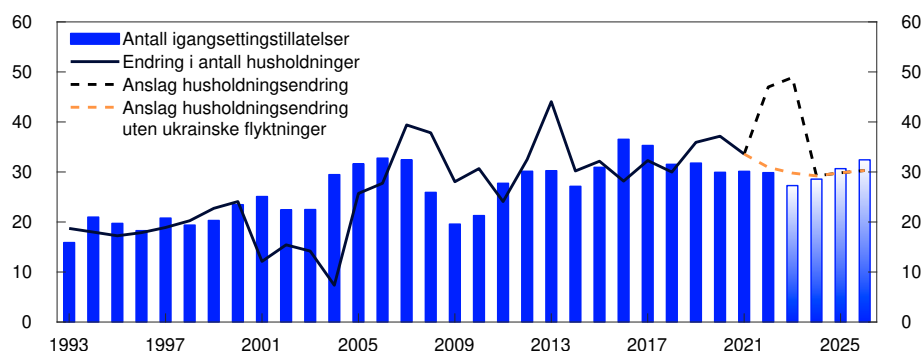
Vi finner at en økning i usolgte boliger i Norge tilsvarende 1 måneds normal omsetning er assosiert med en nedgang i boligprisene på om lag 4 prosentenheter innen 6 måneder, se figur 2.B. Fra august til desember i fjor økte antallet usolgte boliger tilsvarende om lag 1 måneds omsetning. I henhold til analysen tilsier det isolert sett at boligprisene totalt skulle falt med om lag 2,7 prosent i denne perioden, mens det faktiske boligpris-fallet var 2,2 prosent. I år har imidlertid antall usolgte boliger avtatt, som isolert sett trekker boligprisene opp.

Sammenhengen mellom boligpriser og usolgte boliger er sterkere i store byer som Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger enn i resten av Norge (figur 2.B). Det vil si at boligprisene responderer mer på endringer i andelen usolgte boliger i de store norske byene enn i mindre sentrale områder. I snitt går det raskere å selge boliger i de store byene enn i resten av landet. Det indikerer at boligmarkedene er mer effektive i de store norske byene sammenlignet med mindre sentrale områder. Det kan blant annet ha sammenheng med at markedene er større og at det er flere nokså like boliger i de store byene.

Salget av nye boliger har vært lavt siden i fjor sommer. Det må ses i sammenheng med økte renter og byggekostnader. Boligbyggingen har de tre siste årene vært lavere enn veksten i antall husholdninger, og vi venter at dette varer ved de neste årene, se figur 2.6. Lav boligbygging bidrar til å dempe risikoen for et større boligprisfall og kan på sikt bidra til økt prisvekst.

**Figur 2.6 Lavere boligbygging enn vekst i antall husholdninger**

Antall igangsatte boliger og årlig husholdningsendring i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene i [Pengepolitisk rapport 1/23](#) innebærer at boligprisene vil falle noe i løpet av året som følge av økte utlånsrenter. Det er imidlertid stor usikkerhet om den videre prisutviklingen. En ny analyse basert på historiske sammenhenger tilsier at nedsiderisikoen i boligprisene er på et normalt nivå, se ramme på [side 23](#). Etter en periode med svært lave utlånsrenter, er det stor usikkerhet rundt husholdningenes tilpasning til den høye prisveksten og den raske oppgangen i rentene det siste året. Det tilsier større usikkerhet om boligprisutviklingen enn det analysen fanger opp.

Bolig er i dagens skattesystem gunstig beskattet sammenlignet med andre investeringer. Det har bidratt til at mange eier sin egen bolig i Norge, men også til høy gjeld i mange husholdninger. Et nytt skatteutvalg foreslår å innføre skatt på leieverdien av egen bolig.<sup>3</sup> Ut fra hensynet til finansiell stabilitet, har Norges Bank i en høringsuttalelse støttet å redusere asymmetrien som følger av at rentekostnader på boliglån gir skattefradrag mens fordelene av å bo i egen bolig ikke beskattes.<sup>4</sup> Det vil dempe insentivene til å ta opp mye gjeld på egen bolig. Skatteendringene kan bidra til å redusere gjeld og boligpriser og dermed dempe sårbarheten i det finansielle systemet.

3 Se NOU 2022: 20 [Et helhetlig skattesystem](#).

4 Se [Norges Banks høringsuttalelse om et helhetlig skattesystem](#), 13. april 2023.

## Modellberegninger av usikkerheten i boligprisutviklingen

I en ny analyse anslår vi usikkerheten i boligprisene fremover ved hjelp av en rekke indikatorer og kvantilregresjoner.<sup>1</sup> Indikatorene inkluderer boligpriser i forhold til inntekt, boligpriser som avvik fra en beregnet trend, finansielle indikatorer, kreditt, inntekt, renter og gjeldsbetjeningsgrad. Dette er indikatorer som har vist seg å være viktige for boligprisutviklingen.

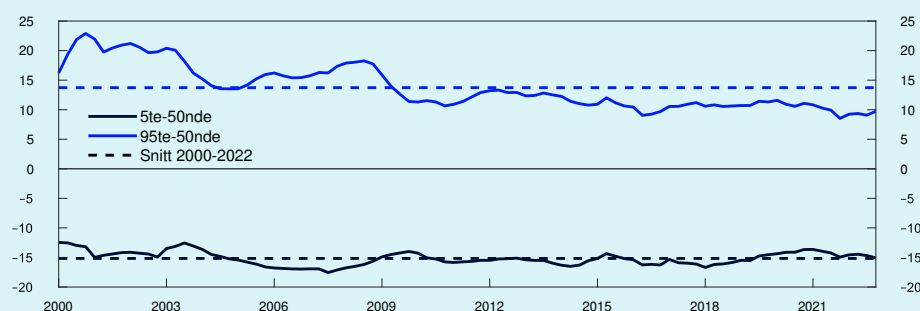
Som et mål på nedsiderisiko i boligmarkedet, ser vi på differansen mellom femte persentil og median (50nde persentil) fra kvantilregresjonene. Femte persentil innebærer at 5 av 100 tilfeller av mulig utvikling i boligprisene ventes å bli lavere enn dette, mens median har like mange tilfeller på nedsiden og oppsiden. Tilsvarende måler vi oppsiderisiko i boligprisene som differansen mellom 95te persentil og median.

Analysen indikerer at det normalt er stor usikkerhet rundt boligprisene. Nedsiderisikoen, slik den estimeres i analysen, har over de siste 22 årene vært om lag 15 prosentenheter, se figur 2.C. Oppsiderisikoen har vært nesten like stor. Nå indikerer analysen nokså normal nedsiderisiko, mens oppsiderisikoen er noe mindre enn normalt. Før finanskrisen var både nedside- og oppsiderisikoen større enn normalt.

Analysen er basert på historiske sammenhenger. Den siste tiden har utlånsrentene økt raskt, etter en lengre periode med historisk lave renter. Det tilsier større usikkerhet rundt husholdningenes tilpasning i boligmarkedet enn det analysen fanger opp.

### Figur 2.C Historiske sammenhenger indikerer normal nedsiderisiko i boligprisene

Differanse mellom ulike persentiler og median fra kvantilregresjoner. Firekvartalersvekst i boligprisene to år frem. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

<sup>1</sup> Se Bøve, F., S.J. Kirkeby, I.H. Lindalen, K.A. Matsen, S.S. Meyer og Ø. Robstad (2023) «Quantifying macroeconomic uncertainty in Norway». Kommende Staff Memo 2023. Norges Bank.

### Høy kredittvekst i foretakene

Veksten i foretakenes gjeld tiltok i fjor og har vært høy så langt i år, se figur 2.7. Det er økt utlånsvekst fra bankene som har trukket veksten opp, og det var særlig lån til industri, tjenesteyting og næringseiendom som bidro til veksten. Utviklingen kan ses i sammenheng med økte investeringer. I tråd med investeringsanslagene i [Pengepolitisk rapport 1/23](#) venter vi at foretakenes samlede kredittvekst faller i år og stabiliserer seg på et mer moderat nivå.

Regnskapstall for norske børsnoterte selskaper tyder på at foretakene samlet sett er lønnsomme og har god gjeldsbetjeningsevne. Gjelden har det siste tiåret økt i takt med lønnsomheten, se figur 2.8. I 2019 og 2020 var lønnsomheten i foretakene lav. Det bidro til en midlertidig oppgang i gjeldsbelastningen. I fjerde kvartal i fjor var lønnsomheten, målt ved egenkapitalavkastningen, litt over gjennomsnittet for de siste ti årene.

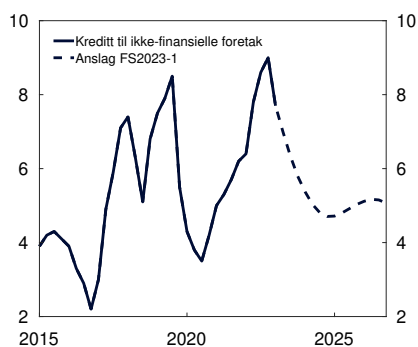
Siden i fjor høst har antall foretak som går konkurs økt, etter unormalt få konkurser under pandemien. De lave tallene under pandemien må ses i sammenheng med offentlige støttetiltak. Det er særlig innenfor bygg og anlegg, varehandel og servering at konkursene har økt. Antallet konkurser og den samlede bankgjelden i konkursrammede foretak er likevel ikke høyere enn normalt.

### Salgsprisene på næringseiendom ventes å falle fremover som følge av økte renter

En stor andel av bankenes utlån er til næringseiendomsforetak, som ofte har høy gjeld og derfor er sårbare for fallende inntekter og stigende renter. Bankenes tap på utlån til næringseiendom har historisk vært lave i normale tider, men er den næringen som har påført bankene størst tap i kriser. Bankene tapte om lag en tredjedel av sine utlån til næringen under bankkrisen i 1988–1993.<sup>5</sup>

**Figur 2.7 Kredittveksten til foretakene tiltok gjennom fjoråret**

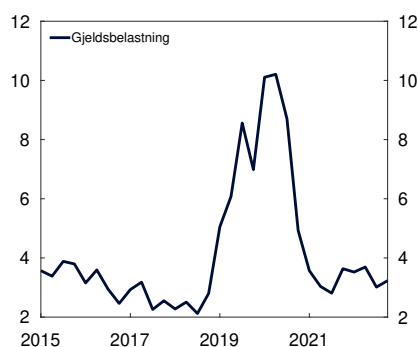
Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.8 Gjeldsbetjeningsevnen til foretakene er fortsatt god**

Netto rentebærende gjeld i forhold til resultat før skatt



Kilde: Bloomberg

<sup>5</sup> Se Andersen H. «[Næringene som påfører bankene størst tap](#)». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 24. mars 2023. Norges Bank.



Næringseiendomspriser i Norge og i mange andre land har steget mye over lengre tid. Prisstatistikk for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo er en viktig indikator for prisutviklingen i det norske næringseiendomsmarkedet. Salgsprisene beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav. I fjor høst falt salgsprisene som følge av økt avkastningskrav, se figur 2.9. I første kvartal i år steg salgsprisene som følge av økte leiepriser, mens avkastningskravet var uendret ifølge prisstatistikken.

Et lavt transaksjonsvolum siden i fjor sommer gir usikkerhet om markedsprisene har falt mer enn hva prisstatistikken indikerer. Spørreundersøkelser blant investorer indikerer en større økning i avkastningskravet enn i prisstatistikken.

Avkastningskravet avhenger av utviklingen i langsiktige renter og risikopremier. Til tross for at avkastningskravet har økt noe siden i fjor sommer i Oslo og andre europeiske storbyer, er det fortsatt lavt i forhold til de langsiktige rentene, se figur 2.10. Vi venter derfor en økning i avkastningskravet fremover.

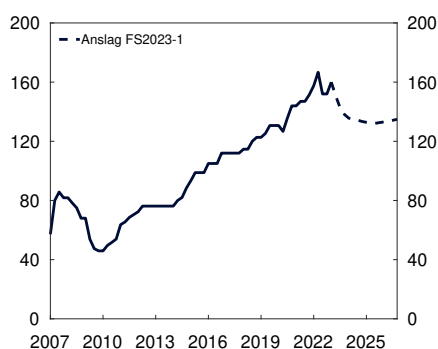
Lav tilførsel av nye kontorbygg, høy sysselsetting og høy aktivitet i økonomien har holdt leieprisveksten oppe og dempet fallet i salgsprisene. Fremover venter vi moderat leieprisvekst i tråd med en avdemping av veksten i norsk økonomi.

Våre analyser viser at mange næringseiendomsforetak trolig vil få økte leieinntekter i årene fremover som følge av en sterk utvikling i leiemarkedet de siste par årene, og at eksisterende kontrakter justeres i tråd med konsumprisveksten, se boks på [side 26](#). Enkle sensitivitetsøvelser tyder på at mange næringseiendomsforetak vil klare å dekke økningen i finansieringskostnader med løpende lønnsomhet.

Samlet tilsier anslagene for leieprisvekst og avkastningskrav at salgsprisene på næringseiendom vil falle fremover. Ved utgangen av neste år anslår vi at næringseiendomsprisene er nær nivået fra før koronapandemien, og at prisene deretter skal stige moderat.

### Figur 2.9 Vi venter at nærings-eiendomsprisene skal falle

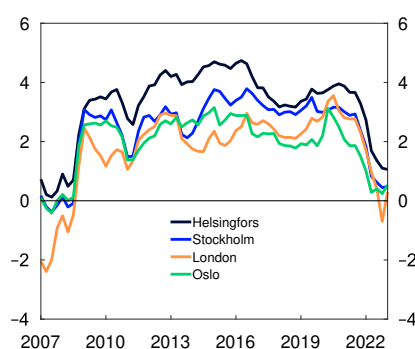
Beregnete salgspriser for prestisjelokaler i Oslo. Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: Akershus Eiendom, JLL og Norges Bank

### Figur 2.10 Avstanden mellom avkastningskrav og lange renter er på et lavt nivå

Avkastningskrav fratrukket femårs swaprente. Prosentenheter



Kilder: Datastream og JLL

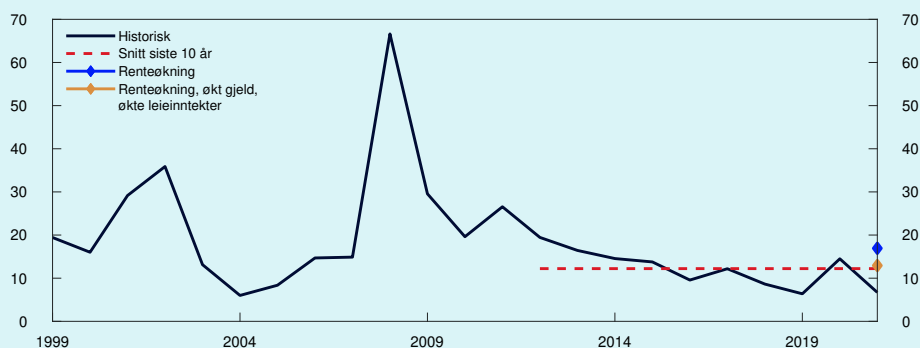
## Økte leieinntekter gjør at mange næringsseidomsforetak kan dekke økte finansieringskostnader

Leieinntektene for næringsseidomsforetak avhenger av utviklingen i markedsleie og leie fra eksisterende kontrakter, gitt at lokalene er leid ut og leietaker kan betale for seg. Gjennomsnittlig løpetid på kontorleiekontrakter er i underkant av 5 år. Høy leieprisvekst de siste par årene gjør at nye kontrakter de neste årene vil inngås på høyere leienivå enn kontraktene som utløper, selv ved en svak utvikling i markedsleiepriser. De fleste kontorleier på inngåtte kontrakter justeres i tråd med konsumprisveksten. Det bidrar isolert sett til å styrke gjeldsbetjeningsevnen til mange næringsseidomsforetak i perioder med høy inflasjon. Våre beregninger viser at fra 2021 til 2024 kan disse forholdene gradvis bidra til å øke leieinntektene, totalt med om lag 20 prosent, for et typisk næringsseidomsforetak som leier ut kontorer i Oslo.<sup>1</sup>

Økningen i rentenivået og økte risikopåslag vil fases gradvis inn i foretakenes kontantstrømmer i årene fremover. På kort sikt påvirker endringer i rentenivået kun rentekostnadene på gjelden med flytende rente. Økte kredittpåslag slår normalt først inn i kontantstrømmene når gjelden forfaller. Våre beregninger viser at et typisk næringsseidomsforetak med god kredittverdighet vil oppleve at gjennomsnittlig rente øker med i overkant av 2,5 prosentenheter fra 2021 til 2024. For flere store aktører i kontormarkedet innebærer dette mer enn en dobling av rentekostnadene over perioden. Foretak med lav kredittverdighet eller lite rentebinding vil trolig møte en større økning i den gjennomsnittlige renten de betaler på gjelden sin.

**Figur 2.11 De fleste næringsseidomsforetak vil trolig klare å dekke økte finansieringskostnader med løpende lønnsomhet**

Andel av gjeld i konsernselskaper med negativt resultat før skatt. Prosent



Kilder: Bisnode og Norges Bank

<sup>1</sup> Se Bjørland, C. (2023) «Næringsseidomsforetakenes refinansiering og kontantstrømmer i moderne dyrtid». Staff Memo 11/2023. Norges Bank. 2021 er siste året hvor vi har tilgjengelige konsernregnskapstall for et stort antall næringsseidomskonsern. I beregningen har vi gjort flere forenklingse antakelser, blant annet har vi gjort en teknisk antakelse om nullvekst i markedsleiepriser i 2023 og 2024.

Lønnsomheten i næringseiendomsforetakene har vært god de siste årene. I 2021 var 7 prosent av næringseiendomsforetakenes samlede rentebærende gjeld i konsernselskaper med negativt resultat før skatt, se figur 2.11. Det er på om lag samme nivå som i 2019, som også var lavt sammenlignet med tidligere år. Andelen kan øke raskt, som under finanskrisen i 2008 da den var om lag 60 prosent. En enkel sensitivitetsøvelse viser at 17 prosent av gjelden vil være i næringseiendomsforetak hvor lønnsomheten i 2021 ikke var høy nok til å møte en 4 prosentenheters økning i gjennomsnittlig rente (figur 2.11). Dersom vi også hensyntar beregnet økning i gjeldsnivå og leieinntekter i samme periode, faller denne andelen til 13 prosent, som er om lag på nivå med det historiske gjennomsnittet de siste 10 årene.

### **Svak økonomisk utvikling og økt markedsuro kan gi et større prisfall og betydelige tap i bankene**

Flere forhold kan gi et større prisfall på næringseiendom enn vi ser for oss. Leieprisutviklingen avhenger i stor grad av utviklingen i sysselsetting.<sup>6</sup> En kraftigere avdemping i økonomien enn ventet, kan gi lavere leie- og salgspriser. Det at avkastningskravene er lave i forhold til langsiktige renter, øker faren for et stort fall i salgsprisene på nærings-eiendom. Nye perioder med stor markedsuro kan gi økt risikopremie og høyere avkastningskrav enn det vi har lagt til grunn. Videre økning i langsiktige renter vil også kunne trekke avkastningskravet mer opp.

Mesteparten av gjelden til næringseiendomsforetak er bankgjeld, men obligasjonsgjelden har økt betydelig over det siste tiåret. I årene fremover forfaller mye av obligasjonsgjelden. Økte renter og risikopåslag innebærer da at finansieringskostnaden til nye lån vil være vesentlig høyere enn på gjelden som forfaller. En ny analyse fra Norges Bank finner at i underkant av en tredjedel av den utestående obligasjonsgjelden er i foretak med forhøyet refinansieringsrisiko.<sup>7</sup>

Norske banker har begrenset eksponering mot næringseiendomsforetakene med svakest soliditet og forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet. Analysen finner at bankenes utlån til nærings-eiendomsforetak med forhøyet refinansieringsrisiko utgjør i underkant av 10 prosent av deres samlede eksponering mot næringseiendom, og at en tredjedel av dette igjen er til foretak som i tillegg har svakest soliditet.<sup>8</sup> Videre finner analysen at næringseiendomsforetak med obligasjons-

6 Se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «[What drives office rents?](#)». Staff Memo 12/2019. Norges Bank.

7 Se Bjørland, C. (2023) «[Næringseiendomsforetakenes refinansiering og kontantstrømmer i moderne dyrtid](#)». Staff Memo 11/2023. Norges Bank.

8 I analysen identifiserer vi foretak med forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet basert på kriterier knyttet til gjeldens tid til forfall. Vi klassifiserer konsern som bokfører til historisk kost og som har en egenkapitalandel under 25 prosent i 2021 blant konsern med svakest soliditet. Kriteriet settes til 35 prosent dersom næringseiendomsforetak bokfører eiendeler til virkelig verdi.

finansiering samlet sett har en svakere gjeldsbetjeningsevne enn foretak med bare banklån. Det skyldes både en lavere egenkapitalavkastning og en høyere gjeldsgrad hos foretak med obligasjonslån. Selv om bankene har begrenset direkte eksponering mot foretak som kan få utfordringer med refinansiering i obligasjonsmarkedet, kan det likevel presse frem hastesalg av eiendommer. Det kan i neste omgang føre til større fall i prisene på næringseiendom og øke samlet kredittrisiko på bankenes næringseiendoms lån.

Potensielle strukturelle endringer innen ulike næringseiendomssegmenter er også et usikkerhetsmoment for fremtidig prisutvikling. Det er fortsatt usikkerhet om hvordan økt bruk av hjemmekontor vil påvirke kontormarkedet på lengre sikt. Foreløpig er det ikke tegn til at bruken av hjemmekontor har svekket etterspørselen etter kontorlokaler vesentlig i Norge. Andelen ledig kontorareal i de største norske byene er på et lavt nivå.<sup>9</sup> Internasjonalt er imidlertid kontorledigheten i de fleste land høyere enn før pandemien, til tross for at det har vært en sterk utvikling i arbeidsmarkedet. Andelen ledig kontorareal har økt mye i USA, og var ved utgangen av fjoråret høyere enn under finanskrisen i 2008.<sup>10</sup> Kontorledigheten har økt markert i flere av de største byene, og analyser fra markedsaktører indikerer at fallet i kontoretterspørselen har vært større i byer hvor det er lengre reisevei til jobb.<sup>11</sup>

Dersom et prisfall på næringseiendom fører til at verdien av de pantsatte eiendommene blir lavere enn lånene, kan bankene påføres tap ved mislighold av gjelden. Prisveksten på næringseiendom siden finanskrisen har imidlertid ikke vært motsvart av tilsvarende opplåning i nærings-eiendomsforetakene. Det har økt foretakenes gjennomsnittlige egenkapitalandel, og sektoren står dermed bedre rustet ved prisfall enn tidligere. Stresstester fra Norges Bank viser at i et kraftig økonomisk tilbakeslag hvor næringseiendomspriser nesten halveres, kan bankenes tap på utlån til næringen bli betydelige, se [Finansiell stabilitet 2022](#).

### **Klimarisiko og energieffektivisering kan påvirke salgsprisene**

Næringseiendom er også utsatt for klimarisiko. Det er grunn til å tro at høyere globale temperaturer vil gi mer ustabile værforhold som kan gi mer skade på eiendom fremover.<sup>12</sup> På lang sikt viser våre analyser at andelen av dagens næringseiendom som kan bli rammet av stormflo, er betydelig, se ramme på [side 29](#).

En annen analyse fra Norges Bank viser at en stor andel næringsbygg er lite energieffektive eller har en mindre miljøvennlig energiform.<sup>13</sup> Kostnadene til lite energieffektive bygg kan øke betydelig ved høye strømpriser over tid, som i neste omgang kan svekke betalingsviljen for leie av

<sup>9</sup> Se [DNB Næringsmeglings nettsider](#).

<sup>10</sup> Se [JLLs nettsider](#).

<sup>11</sup> Se LaSalvia, T., N. Villa, C. Rosin og R. Rosas (2023) «[Commute Times and Office Vacancy Rates in an Evolving Labor Situation](#)». Innlegg publisert av Moody's Analytics 7. april 2023.

<sup>12</sup> Simpson, M.J.R., J.E.Ø. Nilsen, O.R. Ravndal, K. Breili, H. Sande, H.P. Kierulf, H. Steffen, E. Jansen, M. Carson og O. Vestøl (2015) «[Sea Level Change for Norway. Past and Present Observations and Projections to 2100](#)». NCCS report no. 1/2015. Kartverket, Nansensenteret og Bjerknessenteret for klimaforskning.

<sup>13</sup> Se Bjørland, C., H. Solheim og B. H. Vatne (2022) «[Behov for økt innsats på kartlegging og energi-effektivisering av næringsbygg](#)». Innlegg publisert på [Bankplassen blogg](#) 9. november 2022. Norges Bank.

slike bygg. I EU utvikles omfattende krav til energieffektivisering av næringsbygg og boliger i årene fremover. Det er usikkerhet om hvordan det endelige direktivet kommer til å se ut, og hvordan det tas inn i norsk regelverk. EU-parlamentets foreløpige utkast stiller krav om at alle nye boliger og næringsbygg på sikt skal være såkalte nullutslippsbygninger. Videre stilles det krav om etablering av en ny skala for energiklassifisering av bygg innen få år. Over tid skal også eksisterende bygg oppgraderes. Det er stor usikkerhet om omfanget av dette arbeidet og effekten det kan ha på salgsprisene.

### **Informasjonsgrunnlaget om lån til næringseiendom bør bli bedre**

Norges Bank og Finanstilsynet arbeider for å bedre informasjonsgrunnlaget for analyser av systemrisiko i næringseiendom, i lys av næringens betydning for økonomien og finansiell stabilitet. Informasjonstilfanget er blitt betydelig bedre de siste årene<sup>14</sup>, men det er fremdeles behov for mer helhetlig og oppdatert informasjon om bankenes lån med pant i næringseiendom, for eksempel oversikt over fastrenteandel og forfallsstruktur. Det europeiske systemrisikorådet kom i desember i fjor med anbefaling til myndighetene i EU/EØS-land om overvåking og håndtering av risiko innen næringseiendom.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Se for eksempel Bjørland, C, I. N. Hjelseth, J. H. Mulelid, H. Solheim og B. H. Vatne (2022) «[Nærings-eiendomsmarkedet – ikke lenger en 'svart boks'](#)». Staff Memo 6/2022. Norges Bank.

<sup>15</sup> Se European Systemic Risk Board (2019) «[Recommendation of the European Systemic Risk Board of 1 December 2022 on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area](#)» og European Systemic Risk Board (2019) «[Recommendation of the European Systemic Risk Board of 21 March 2019 amending Recommendation ESRB/2016/14 on closing real estate data gaps](#)».

## **Mange næringsbygg er utsatt for fysisk klimarisiko**

Eiendom har alltid vært utsatt for fysisk risiko, blant annet som følge av uvær. Fremover er det grunn til å tro at høyere globale temperaturer vil gi mer ustabile værforhold og mer skade på eiendom. Det kan redusere panteverdiene til bankene samt gjøre at enkelte eiendommer blir vanskeligere å forsikre.

I en analyse bruker vi eiendomsregisteret til å identifisere eiendom hvor bankene har pant, og ser hvor mange av disse eiendommene som ligger i risikozonene for stormflo, flom, skred og kvikkleire. Vi skiller mellom boligbygg og næringsbygg. Sonene for stormflo skiller mellom situasjonen i dag og et scenario for 2090 hvor man har lagt til grunn en havstigning på mellom 50 og 80 cm avhengig av hvor i Norge man er. I analysen legger vi til grunn at sonene for flom og ras som gjelder i dag, er representative også for fremtidig risiko. På sikt kan man imidlertid tenke seg noe større sannsynlighet for ras og skred som følge av økt nedbør, men samtidig noe mindre sannsynlighet for flom fordi snøsmeltingen om våren blir mindre når mindre av nedbøren kommer som snø.

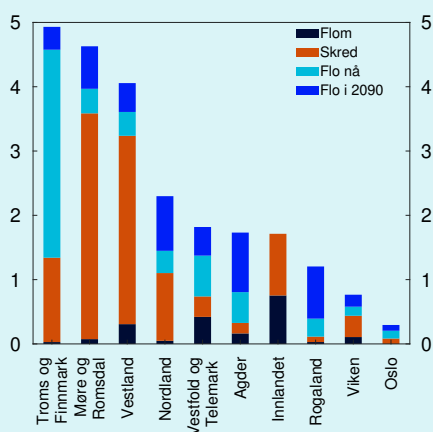
Boliger ligger normalt med noe avstand fra havet, og er derfor i liten grad utsatt for stormflo. Isteden er de mer sårbare for ras og skred. Det er store regionale forskjeller, se figur 2.D. Relativt sett er det flest eksponerte boliger i Troms og Finnmark og i Møre og Romsdal. Den høye andelen boliger som er eksponert mot flom i nord, skyldes at en forholdsvis stor andel av boligmassen i Nord-Norge ligger på kysten.

Næringseiendom er i større grad eksponert mot stormflo. Andelen av dagens næringseiendom som kan bli rammet av stormflo i 2090, er betydelig. Det understreker behovet for langsiktig planlegging og tilrettelegging for å møte klimautfordringene. Bankene kan bidra til dette ved å stille krav når de gir lån til eiendom i risikosonene. Det er særlig bygninger innen hotell og restaurant og industribygg som er utsatt, se figur 2.E. Kontorbygg, som utgjør den største delen av bankenes utlån, ligger typisk i de store byene, og er mindre eksponert.

Det er store forskjeller i hvor stor andel av bankenes utlån som har pant i bygg eksponert mot fysisk klimarisiko. En omfattende stormflo eller et større ras kan føre til utlånstap for banker med store utlån til bygg i mulige risikosoner. For bankene dempes denne risikoen av at brannforsikring av bygg også gir forsikring mot naturskade. Slik forsikring er imidlertid ikke en garanti mot verdifall dersom sannsynligheten for naturskade øker. Potensielle verdifall kan øke bankenes kredittrisiko for utlån med pant i de utsatte byggene.

**Figur 2.D Boligene i Troms og Finnmark og i Møre og Romsdal er mest utsatt for fysisk klimarisiko**

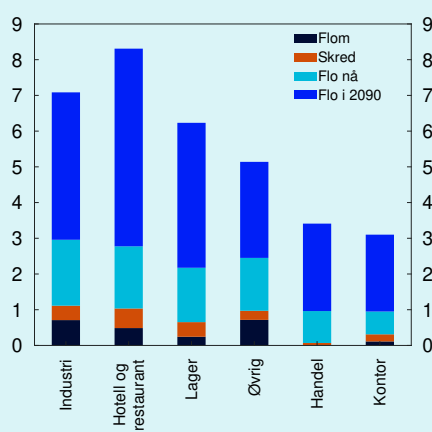
Andel kvadratmeter



Kilde: Kartverket

**Figur 2.E Industri- og hotell og restaurantbygg er mest utsatt for fysisk klimarisiko. Kontorbygg har lavere risiko**

Andel kvadratmeter



Kilde: Kartverket

## 2.3 Andre sårbarheter i det finansielle systemet

### En banks finansiering er en annen banks likviditetsreserve

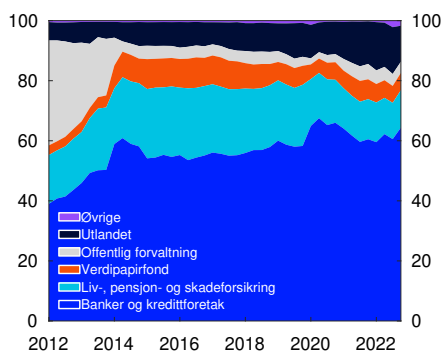
Bankene er sammenkoblede ved at de eier hverandres gjeld og samme eller likeartede verdipapirer. Tette sammenkoblinger innebærer at problemer hos en bank lettere kan smitte til andre banker. Samtidig er det viktig at bankene har betydelig samhandling i pengemarkedet. Det bidrar til effektiv omfordeling av likviditet og transmisjon av pengepolitikken. Bankene har også en viktig rolle som mellommenn («market making») i finansmarkedene, hvor de blant annet bidrar til å opprettholde likviditeten.

Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) utgjør en betydelig andel av bankenes markedsfinansiering. Samtidig eier bankene over 60 prosent av utestående OMF utstedt i norske kroner, se figur 2.12. Norges Banks markedslikviditetsundersøkelse indikerer at markedsaktørene anser OMF-markedet som det mest likvide segmentet i obligasjonsmarkedet. Formålet med å eie likvide verdipapirer er at bankene skal kunne selge eller pantsette disse dersom de har vanskeligheter med å skaffe ny finansiering. Hvis flere banker må hasteselge OMF samtidig, kan prisene falle mye. Siden flere banker holder samme eller likeartede verdipapirer kan verdien av bankenes likviditetsreserver reduseres og gjøre bankene dårligere rustet mot videre likviditetsproblemer.

De siste årene har sammensetningen i norske bankers likviditetsreserve i norske kroner endret seg noe. Andelen OMF i likviditetsreserven har falt fra om lag 55 prosent til i underkant av 50 prosent, se figur 2.13. Fallet i OMF-andelen er motsvart av en høyere andel verdipapirer utstedt i norske kroner av multilaterale utviklingsbanker, utenlandske offentlige selskaper og utenlandske kommuner.

**Figur 2.12 Banker er den viktigste investorgruppen i OMF-markedet**

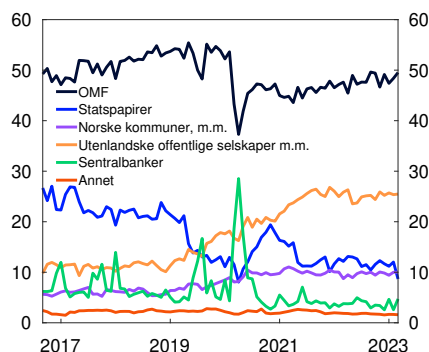
Eierfordeling for beholdning av obligasjoner utstedt av norske OMF-kredittforetak i norske kroner. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 2.13 Andelen OMF i likviditetsreserven har falt noe**

Ulike typer papirer som andel av norske bankers likviditetsreserve



Kilde: Finanstilsynet

En høy andel OMF i likviditetsreserven gjør at omsettelighet og verdibestandighet i OMF-markedet er viktig for bankenes mulighet til å selge slike verdipapirer. OMF er i hovedsak sikret med pantesikrede boliglån, som historisk har hatt svært lave tap.<sup>16</sup> En høyere verdi på sikkerhetsmassen enn verdien av utstedt OMF (overpantsettelse) og relativt lav gjennomsnittlig belåningsgrad innebærer at boligprisene må falle betydelig før panteverdiene blir lavere enn obligasjonenes pålydende, se [Finansiell stabilitet 2022](#).

I LCR-regelverket har OMF en avkorting på 7 prosent, slik at bankene skal kunne tåle et verdifall og likevel ha nok likvide midler i en tenkt stressituasjon. Samtidig er det begrensede erfaringer med hvor lett OMF kan omsettes og utstedes, eller hvor verdibestandige de vil være ved et boligprisfall.

### **Store cyberangrep kan true finansiell stabilitet**

Det har vært en økning i alvorlige cyberangrep mot finansiell sektor over de siste årene. Mer profesjonelle og spesialiserte trusselaktører innebærer at digital kriminalitet blir stadig mer kompleks og vanskeligere å forsvare seg mot. Nasjonal sikkerhetsmyndighet (NSM) peker på at sårbare leverandørkjeder utnyttes mer målrettet nå enn tidligere.

Angrep mot enkeltforetak kan i alvorlige tilfeller få konsekvenser for det finansielle systemet som helhet. Dette gjelder særlig for aktører som utfører kritiske funksjoner. Det medfører behov for at institusjoner er robuste mot cyberangrep, både hos enkeltaktører og på systemnivå. Så langt har imidlertid ikke cyberangrep gitt opphav til finansielle kriser, verken i Norge eller internasjonalt.

Cyberangrep brukes i betydelig omfang i Ukraina-krigen. Vi har så langt ikke sett økte alvorlige angrep mot det norske finansielle systemet. Trusselbildet har imidlertid blitt mer uoversiktlig og uforutsigbart. Samlet sett er trusselbildet ikke vesentlig endret siden i fjor. Det vil bli gitt en nærmere omtale av trusselbildet i den kommende rapporten *Finansiell infrastruktur 2023*, som publiseres 25. mai 2023.

Den geopolitiske situasjonen, flere cyberangrep de siste årene, og den høye graden av digitalisering i samfunnet har aktualisert behovet for helhetlig beredskapsarbeid på tvers av sektorer. Norsk finanssektor har lang tradisjon for samarbeid mellom sentrale aktører både i privat og offentlig sektor. På cyberfeltet samarbeides det gjennom NFCERT.<sup>17</sup> Norges Bank samarbeider med Finanstilsynet om å innføre testing av cybersikkerhet etter TIBER-rammeverket i Norge (TIBER-NO), og legger til rette for erfaringsdeling mellom private aktører gjennom TIBER-NO-forum.

<sup>16</sup> Se Andersen H (2023). «[Næringene som påfører bankene størst tap](#)». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 24. mars 2023. Norges Bank.

<sup>17</sup> Nordic Financial CERT (NFCERT) er en ideell organisasjon i finansiell sektor i Norden. Formålet er blant annet deling av trusseletterretning og informasjon om sårbarheter og bistå finansielle institusjoner med å håndtere cyberangrep, se [NFCERTs nettsider](#).



# 3. Finansforetakene

Norske banker er solide, likvide og har god lønnsomhet. Markedsuroen som fulgte av problemene i enkelte banker internasjonalt har ikke ført til finansieringsproblemer for norske banker. Et kraftig økonomisk tilbakeslag kan gi betydelige tap i bankene, men de er godt rustet til å tåle markedsuro og økte tap. Uroen i finansmarkedene har ikke ført til vesentlige negative konsekvenser for kapitalforvaltere i Norge.

Finansforetakene utfører viktige oppgaver i økonomien. De tilrettelegger for sparing, lån, utfører betalinger og omfordeler risiko, se [Det norske finansielle systemet 2022](#). Finansforetak må være robuste og ha tillit for å kunne utføre disse samfunnsviktige oppgavene også i perioder med markedsuro og økte tap.

## 3.1 Bankenes finansiering og likviditet

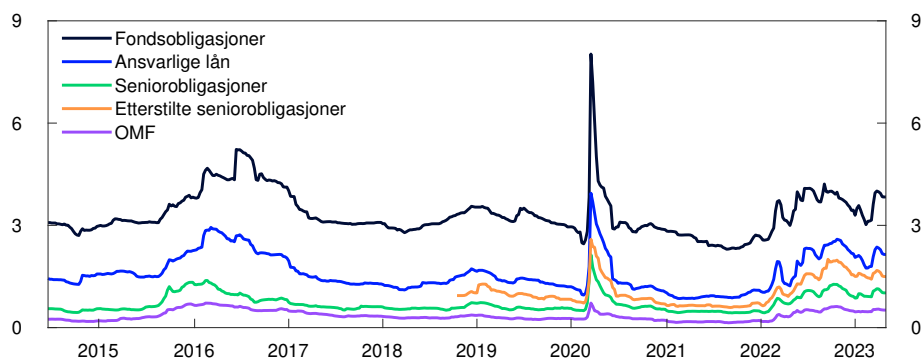
### **Uroen i finansmarkedene har ikke ført til finansieringsproblemer for norske banker**

Det har vært store bevegelser i internasjonale finansmarkeder det siste halvåret, og i mars ble dette forsterket av problemer i enkeltbanker i USA og Sveits, se [kapittel 1](#) for nærmere omtale. Risikopåslagene for norske bankers langsiktige markedsfinansiering har økt noe så langt i år, se figur 3.1. Spesielt har det vært oppgang i påslagene på fondsobligasjoner (Additional Tier 1 – AT1). Økningen ble trolig ytterligere forsterket av at denne typen obligasjoner ble skrevet ned før egenkapitalen i forkant av UBS' overtakelse av Credit Suisse i mars. Risikopåslagene på AT1 har siden gått noe ned, og er nær nivåene ved publisering av forrige rapport i november 2022, mens påslagene på bankenes øvrige markedsfinansiering ligger noe lavere. Påslagene er høyere enn før utbruddet av krigen i Ukraina.

Norske banker har allerede hentet inn en god del av årets refinansieringsbehov. Det gjør dem mer robuste dersom uroen i finansmarkedene skulle blusse opp igjen. Det har heller ikke vært unormale uttrekk av innskudd fra norske banker i kjølvannet av bankuroen i USA og Europa.

### Figur 3.1 Risikopåslag på obligasjoner fra norske banker har økt noe gjennom våren

Prosentenheter over tremåneders Nibor



Kilde: Nordic Bond Pricing

### Bankenes innskuddsfinansiering har økt, men er diversifisert

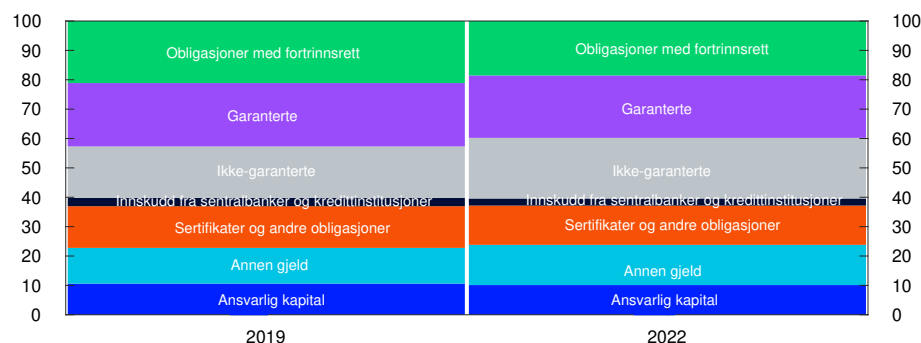
Innskudd fra kunder er den viktigste kilden til finansiering for norske banker. Gjennom koronapandemien økte samlede bankinnskudd med over 600 milliarder kroner og reduserte bankenes behov for markedsfinansiering. Kundeinnskudd utgjør nå 42 prosent av bankenes totale finansiering mot 39 prosent ved utgangen av 2019, se figur 3.2.

Kundeinnskudd, og spesielt de som er omfattet av innskuddsgarantiordningen, anses som en stabil finansieringskilde som reduserer likviditetsrisikoen i bankene. I Norge dekker innskuddsgarantiordningen innskudd på inntil 2 millioner kroner per innskyter per bank. Garantien gjelder også for større beløp dersom pengene er mottatt på konto i løpet av de siste 12 månedene og følger av en særlig livshendelse som for eksempel boligsalg eller en forsikringsutbetaling.

I norske banker er om lag 90 prosent av innskuddene fra personmarkedet og 30 prosent av innskuddene fra bedriftsmarkedet omfattet av innskuddsgarantiordningen. Samlet sett er om lag halvparten av kundeinnskuddene garanterte. Det er en nedgang fra 55 prosent ved utgangen

### Figur 3.2 Innskudd utgjør en noe større andel av bankens finansierungsstruktur

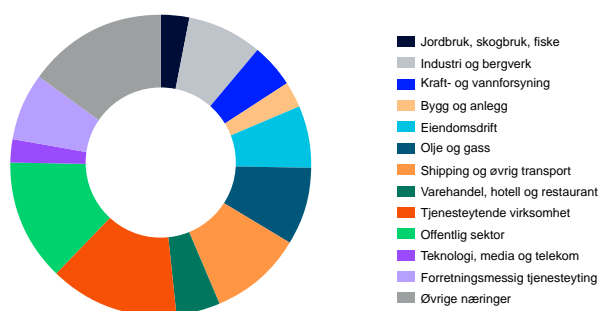
Prosent



Kilde: Norges Bank

### Figur 3.3 De største bankenes foretaksinnskudd er diversifiserte

Innskudd fordelt på sektor og næring. Per. 31. desember 2022. Prosent



Kilde: Bankenes årsrapporter

av 2019. Mesteparten av foretaksinnskuddene er uten bindingstid, og de kan trekkes ut på kort varsel. Foretaksinnskuddene i de største norske bankene er godt diversifisert mellom ulike næringer både samlet og for den enkelte bank, se figur 3.3. Det reduserer faren for at problemer i enkelt næringer fører til store uttak.

#### Likviditetskravene bidrar til å dempe risikoen i bankene

Bankene tar imot innskudd som ofte kan trekkes ut uten varsel og gir utlån med lang løpetid. Slik løpetidstransformasjon gjør det mulig å gi innskytere umiddelbar tilgang til sine sparepenger samtidig som det blir mulig å låne penger med lang løpetid. Det er selve fundamentet i tradisjonell bankdrift. Løpetidstransformasjonen medfører likviditetsrisiko fordi deler av bankenes eiendeler har lengre løpetid enn gjelden. Bankene kan derfor risikere vansker med å erstatte innskudd som trekkes ut, eller fornye markedsfinansiering som forfaller, uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger. Særskilt regulering av bankene skal bidra til at risikoen for tap av innskudd og manglende evne til å fornye markedsfinansieringen er lav.

Krav til likviditetsreserve (Liquidity coverage ratio – LCR) krever at bankene holder tilstrekkelig med likvide eiendeler til å møte forpliktelsene som oppstår gjennom en 30 dagers periode med store uttak fra banken og stress i finansieringsmarkedene. Formålet er at bankene skal kunne selge eller pantsette likvide eiendeler dersom de har vanskeligheter med å fornye finansiering. I stressscenariet antar man at det vil være større uttrekk av innskudd som ikke anses som stabile, slik at bankene må holde mer likvide eiendeler hvis de finansierer seg med slike innskudd. Likviditetsreserven verdivurderes til markedsverdi og avkortes med en faktor som gjenspeiler antatt verditap ved betydelig markedsuro.

Norske bankers likviditetsreserver i norske kroner består i hovedsak av OMF og stats- og statsgaranterte papirer, se figur 3.4. For nærmere omtale av bankenes store eksponering mot OMF i likviditetsreserven, se [side 31](#). Renterisikoen i likviditetsporteføljen er lav i norske banker.

**Figur 3.4 OMF utgjør en vesentlig andel av likviditetsreserven i norske kroner**

Likviditetsreserven i norske kroner fordelt etter type eiendeler. Per 31. mars 2023. Avkortede verdier. Prosent



Kilde: Finanstilsynet

Det gjør likviditetsporteføljene mindre utsatt for tap ved økning i markedsrentene. Det meste av OMF og verdipapirer utstedt av utenlandske offentlige selskaper og utviklingsbanker har flytende rente og dermed kort rentebindingstid. Statspapirer har for det meste fastrente, men fastrenten byttes i stor grad mot flytrente ved hjelp av rentederivater for å balansere ut renterisikoen. Dessuten er løpetiden på verdipapirene i likviditetsporteføljen forholdsvis kort, og en stor andel av disse forfaller innen 3 år. Det medfører at verdipapirene blir mindre følsomme for rentendringer sammenlignet med lengre løpetider. I tillegg til at verdipapirene i likviditetsporteføljen er lettsolgte, som følge at de er likvide og sikre verdipapirer, gir det en ekstra trygghet at de også som oftest er godkjent som pant i sentralbanker.

Krav til stabil finansiering (Net Stable Funding Ratio – NSFR) skal sikre at bankene finansierer lite likvide eiendeler, som utlån, med stabil finansiering. Det gjør bankene mindre utsatt for å måtte fornye finansieringen ofte. Egenkapital og obligasjonsgjeld med gjenværende løpetid over ett år regnes, sammen med garanterte innskudd og innskudd fra små og mellomstore bedrifter, som stabil finansiering. NSFR begrenser bankenes muligheter til å finansiere lite likvide eiendeler med flyktige innskudd og lån med kort løpetid.

Norske banker oppfyller både LCR og NSFR med god margin. Likviditetsreguleringen fjerner imidlertid ikke all likviditetsrisiko, og en bank kan få likviditetsproblemer hvis mange innskytere tar pengene ut samtidig. En enkel stresstest viser at dersom 5 prosent av de garanterte innskuddene tas ut og øvrige utbetalinger blir som i LCR, så kan halvparten av bankenes innskudd uten garanti trekkes ut før likviditetsreserven er brukt opp.<sup>1</sup> Uttak av innskudd kan bli betydelig høyere enn dette dersom banken mister kundenes tillit.

<sup>1</sup> Gjelder for de syv største norske bankene.

## Tillit til bankene er fundamentet for stabile innskudd

Tillitssvikt med påfølgende store uttak av innskudd på svært kort tid var en viktig årsak til problemene som oppstod i Silicon Valley Bank, Signature Bank, Credit Suisse og First Republic Bank. Godt kapitaliserte, kostnadseffektive og lønnsomme banker reduserer faren for at noe lignende kan skje i Norge. Det skaper tillit til bankene, samtidig som de er strengt regulert og underlagt et godt tilsyn. Banker må også sørge for god risikostyring. I tillegg er det krav om at bankene offentliggjør opplysninger som gir markedsaktørene mulighet til å vurdere risikoprofil, kapitalisering og styring og kontroll (Pilar 3-kravet). Det bidrar til markedsdisiplin og gjør det lettere for investorer å vurdere risikoen i bankene. På den annen side rapporteres ikke innskudd på et standardisert format. For å bedre markedsaktørenes mulighet til å vurdere finansieringsrisikoen knyttet til bankenes innskudd fra ulike næringer, bør finansnæringen enes om en standardisert innskuddsrapportering for næringsfordeling og størrelse på enkeltinnskudd. Åpenhet om en banks virksomhetsstyring, risikoprofil og finansielle stilling kan gi viktige bidrag til tilliten til bankene, som er fundamentet for stabile innskudd.

## 3.2 Lønnsomhet

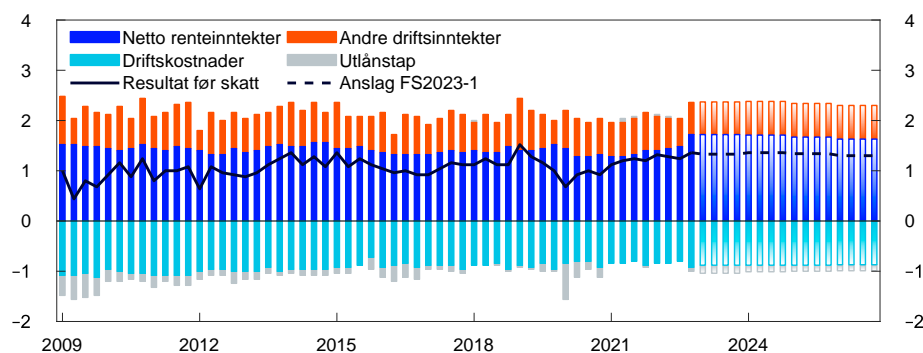
### Bedret lønnsomhet i bankene

Det har vært en positiv utvikling i bankenes resultater siden første kvartal 2020. Da trakk økte tapsavsetninger under utbruddet av koronapandemien resultatet ned, se figur 3.5. Tapene ble mindre enn ventet, og tapsavsetningene har delvis blitt tilbakeført. Det har bidratt til økt lønnsomhet. I tillegg har bankene økt netto renteinntekter siden renteoppgangen startet i 2021. Det gode resultatet i fjorårets siste kvartal dro egenkapitalavkastningen for 2022 opp til 12,7 prosent for de største bankene, se figur 3.6.

Basert på prognosene om den økonomiske utviklingen i [Pengepolitisk rapport 1/23](#) anslår vi at netto renteinntekter blir liggende på et høyt nivå og at tapene blir moderate i anslagsperioden ut 2026. Det gjør at

**Figur 3.5 Lave utlånstap og høye netto renteinntekter har økt bankenes resultat**

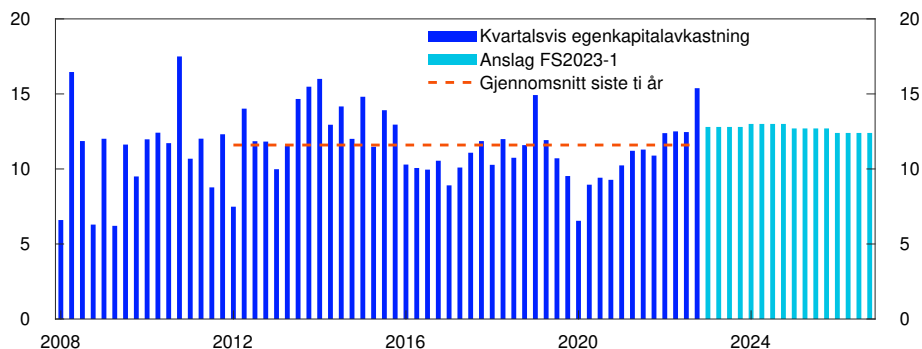
Resultatelementer i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



Kilder: S&P Capital IQ og Norges Bank

**Figur 3.6 God lønnsomhet i bankene**

Egenkapitalavkastning etter skatt. Prosent



Kilder: S&amp;P Capital IQ og Norges Bank

bankenes egenkapitalavkastning forventes å være høy og ligge nær 12 prosent de nærmeste årene (figur 3.6). Også europeiske banker har økt lønnsomheten siden renteoppgangen startet i 2021. Lønnsomheten er drevet av økte netto renteinntekter. Lønnsomheten for de norske og svenske bankene de siste årene har vært bedre enn gjennomsnittet for europeiske banker.

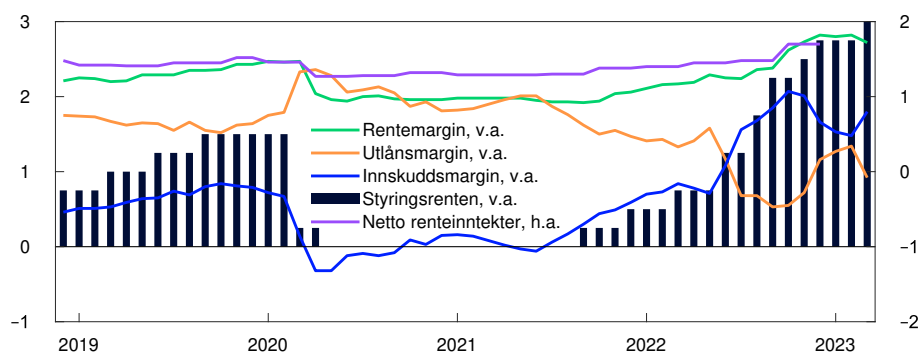
### Netto renteinntekter har økt under renteoppgangen

Netto renteinntekter er bankenes viktigste inntektskilde, se boks på [side 39](#) for en definisjon. Netto renteinntekter utvikler seg om lag som rentemarginen, se figur 3.7.

Etter renteoppgangen startet høsten 2021 har innskuddsmarginen og rentemarginen steget (figur 3.7), mens utlånsmarginen har falt. Økningen i innskuddsmarginen kan betraktes som en normalisering etter perioden med svært lav rente. Økt konkurranse om kundeinnskudd for å motvirke at innskuddene ikke flyttes, kan medvirke til at innskuddsmarginen øker mindre, eller avtar, fremover.

**Figur 3.7 Innskuddsmargin og rentemargin har økt under renteoppgangen**

Prosent og prosentenheter



Kilder: S&amp;P Capital IQ, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utlånsmarginen skal dekke bankens kostnader forbundet med utlån, det vil si forventet tap, finansieringskostnader (lånekostnader), driftskostnader og fortjeneste til banken. Boliglån og andre lån med lav tapsrisiko, som er små, like og utstedes i stort omfang er enkle å prise. Det øker konkurransen og senker utlånsmarginen på boliglån. Lån til næringsdrivende har som oftest høyere forventet tap (høyere kredittrisiko) og krever mer individuell vurdering og behandling. Utlånsmarginen for næringslån er derfor som regel høyere enn for boliglån.

Kundeinnskudd sammen med obligasjonsgjeld og andre lån utgjør bankenes gjeldsfinansiering. Prisen på obligasjonsfinansiering bestemmes som et påslag over pengemarkedsrenten, og med en flytende rente vil kostnaden endre seg når pengemarkedsrenten endrer seg. Innskuddsrenten er vanligvis lavere enn pengemarkedsrenten, men den endrer seg ikke automatisk når pengemarkedsrenten endrer seg. Høy innskuddsmargin gjør at innskuddsfinansiering gir en stor kostnadsbesparelse i forhold til obligasjonsfinansiering. Innskuddsmarginen dekker kostnader ved å ta imot innskudd og fortjeneste til banken.

### Løpende inntjening er førstelinjeforsvaret mot tap

Løpende inntjening gjør at bankene kan dekke tap før de går med underskudd og må bruke av kapitalen. Vi anslår at bankenes netto renteinntekter vil ligge på et høyt nivå de nærmeste årene (figur 3.5). Med netto renteinntekter som i 2022, vil bankene samlet tåle et beregnet utlånstap i 2023 i overkant av 2 prosent av bankenes brutto utlån uten å bruke av kapitalen, se figur 3.8. Bankene kan dekke et tap på om lag 2,5 prosent før de bryter kravet til kapitaldekning.

## Rentemargin og netto renteinntekter

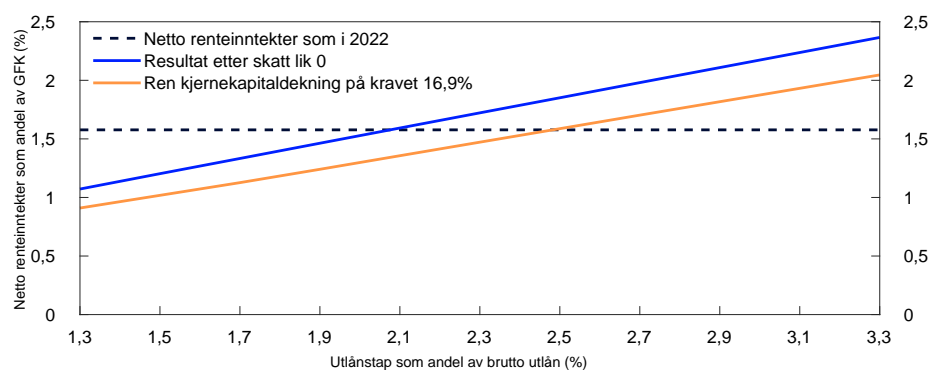
Rentemarginen kan deles i en utlånsmargin og en innskuddsmargin. Utlånsmarginen (utlånsrente fratrukket pengemarkedsrenten) uttrykker hvor mye banken tjener på utlån som er finansiert til en rente lik pengemarkedsrenten. Innskuddsmarginen (pengemarkedsrenten fratrukket innskuddsrenten) viser hvor mye banken tjener på innskudd dersom de plasseres til en rente lik pengemarkedsrenten. Rentemarginen uttrykker hva banken tjener på innskudd som lånes ut til kundene.

Bankenes netto renteinntekter er lik renteinntekter fratrukket rentekostnader. For å forenkle sammenligning mellom banker og over tid, normaliserer en ofte netto renteinntekter ved å regne dem i prosent av forvaltningskapitalen.

Renteinntektene består av renter på utlån og på rentepapirer (sertifikater og obligasjoner) som banken eier. Rentekostnadene består av renter på innskudd og på rentepapirer banken har utstedt. Avgiften til Bankenes sikringsfond inngår også i rentekostnadene.

### Figur 3.8 Høyere netto renteinntekter øker bankenes tapståleevne

Kombinasjoner av netto renteinntekt og tap som gir henholdsvis nullresultat eller en kapitaldekning lik kapitalkravet



Kilde: Norges Bank

En reduksjon i netto renteinntekter kan forårsakes av reduserte rentemarginer. Ved høy lønnsomhet på utlån eller innskudd har bankene incentiver til å konkurrere på pris. Høy lønnsomhet på utlån og innskudd i Norge kan også gjøre at utenlandske finansforetak ønsker å tilby tjenester i Norge. Over tid kan en derfor forvente at marginer på innskudd og utlån justeres slik at lønnsomheten til bankene går ned. Sterk konkurranse mellom bankene gjør at økte driftskostnader bare delvis kan veltes over på kundene. Dette gir bankene incentiv til å effektivisere driften for å opprettholde lønnsomheten. Et annet forhold som kan redusere netto renteinntekter er markedsure. Markedsuro kan øke renteutgiftene mer enn renteinntektene.

### Bankenes resultat er i liten grad påvirket av prisendringer på verdipapirer

Renteoppgangen har medført fall i markedsverdi på utlån og obligasjoner med fast rente. Dersom obligasjoner balanseføres til amortisert kost, vil verdifallet ikke komme direkte frem i regnskapet. Norske banker har i hovedsak flytende renter på utlån og rentepapirer, og de finansierer seg også til en flytende rente. Renterisikoen for norske banker er derfor lav sammenlignet med banker i land der fastrentelån er det vanlige. Der har en stor del av bankenes eiendeler fast rente.

Bankene kan føre verdien av finansielle eiendeler i balansen til amortisert kost eller til virkelig verdi, se boks på [side 41](#). Tap og gevinst på finansielle eiendeler som føres til virkelig verdi i balansen påvirker bankenes resultat og kapitaldekning, også når eiendelene ikke selges. Samlet hadde bankene og OMF-foretakene rentepapirer pålydende om lag 820 milliarder kroner på balansen ved utgangen av fjoråret. Det aller meste av dette er bokført til virkelig verdi. Mesteparten av bankenes rentepapirer, om lag 680 milliarder kroner, holdes for å kunne møte uforutsette likviditetsbehov. Likvide og sikre verdipapirer til virkelig verdi reduserer sammen med liten egenhandel av finansielle instrumenter



## Regnskapsmessig verdi av bankenes finansielle eiendeler

Den internasjonale regnskapsstandarden IFRS 9 Finansielle instrumenter inneholder regler for verdsetting av finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler kan verdsettes til amortisert kost eller til virkelig verdi. Hvilken metode som benyttes, bestemmes ifølge standarden av de kontraktmessige vilkårene for de finansielle eiendelene og av styringen av porteføljen som eiendelene inngår i. Bankenes regnskapsrapporter angir hvilke kriterier som benyttes for å tilordne eiendelene til de to alternativene.

Finansielle eiendeler målt til amortisert kost, som lån eller obligasjoner som holdes til forfall, balanseføres til opprinnelig verdi redusert («nedskrevet») med forventet tap og avdragsbetalinger. Markedsverdien av disse eiendelene kan avvike fra de bokførte verdiene, og regnskapene inneholder noteopplysninger om avviket mellom balanseførte og virkelige verdier.

Virkelig verdi er nært knyttet til markedsverdi, det vil si hva eiendelen kan selges for. Virkelig verdi kan bestemmes ut fra observerte omsetninger i markedet eller ut fra modellberegninger. Om modellberegningene ikke kan baseres på variabler som observeres i markedet, benyttes andre forutsetninger enn markedsdata.

Tap eller gevinst som følge av endringer i eiendelenes virkelige verdi vil påvirke resultatet. IFRS 9 åpner for at verdiendringene kan føres i det ordinære resultatregnskapet eller i det utvidede resultatregnskapet.

tapspotensialet i verdipapirporteføljen. Kapitalkravet for markedsrisiko for de norske bankene er derfor lavt, se omtale på [side 43](#).

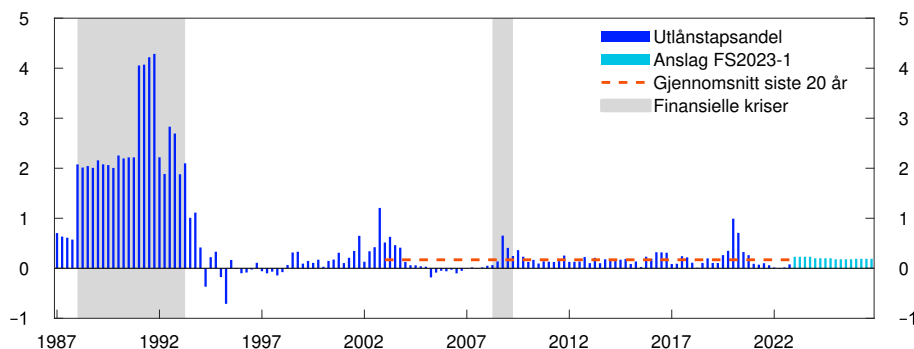
### Bankenes tap forventes å øke noe

Vi anslår at tapene fremover vil øke noe, og ligge rundt gjennomsnittet for de siste 20 år, se figur 3.9. På slutten av fjoråret økte bankenes tap innen eiendomsdrift og bygg og anlegg, se figur 3.10. Tall for noen av de største bankene indikerer imidlertid at tapene er lavere i første kvartal 2023.

En stor andel av bankenes utlån er til næringseiendomsforetak, som ofte har høy gjeld og derfor er sårbare for fallende inntekter og stigende

**Figur 3.9 Utlånstapene forventes å øke noe**

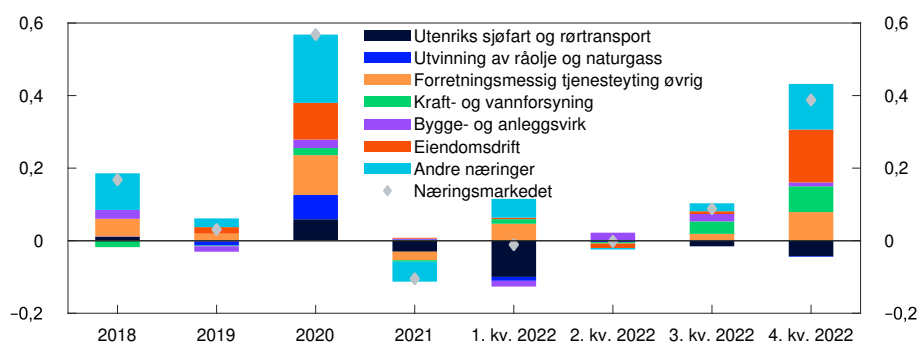
Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.10 Økte tap i eiendomsdrift**

Prosent



Kilde: Norges Bank

renter. Det er en viktig sårbarhet i det norske finansielle systemet. Næringseiendomspriser i Norge har steget mye over lengre tid. Vi venter at salgspriene på næringseiendom vil falle fremover som følge av økte renter, se [kapittel 2](#). Det vil øke bankenes tap noe. Stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen og lave avkastningskrav i forhold til finansieringskostnader gjør prognosen mer usikker enn vanlig. Svak økonomisk utvikling og økt markedsuro kan gi et større prisfall og betydelige tap i bankene.

Høy leieprisvekst de siste par årene og konsumprisindeksring av leiekontrakter gjør imidlertid at mange næringseiendomsforetak trolig vil klare å dekke finansieringskostnader med løpende lønnsomhet. Våre analyser viser at bankene har begrenset eksponering mot nærings-eiendoms-konsern med forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet og svakest soliditet, se nærmere omtale i [kapittel 2](#).

### 3.3 Soliditet

De norske bankene er solide. Det gir dem fleksibilitet til å kunne tilby utlån til kredittverdige foretak og husholdninger også ved uro i markedene og økte tap.

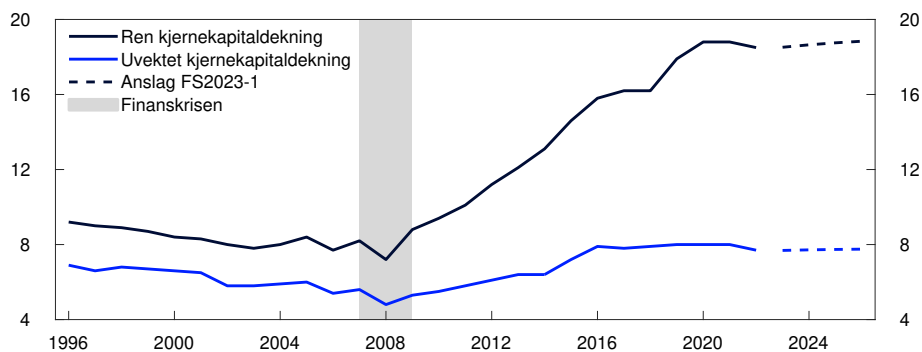
Bankene skal møte både risikovektede krav og et uvektet krav til kapitaldekning. De risikovektede kravene skal sikre at bankenes kapital er tilstrekkelig i forhold til tapsrisikoen, slik at banker med mer risikable eiendeler må holde mer kapital enn banker med sikrere eiendeler. Det kan bidra til bedre risikostyring i bankene. Dersom risikovektene bak det vektete kravet ikke reflekterer all tapsrisiko, kan den vektete kapitaldekningen gi inntrykk av at bankenes evne til å tåle tap er bedre enn den faktisk er. Det uvektede kapitalkravet er en bunnsikkerhet mot feil risikovekting.

#### Bankene oppfyller kapitalkravene med god margin

For bankene samlet har den risikovektede kapitaldekningen ligget over 18 prosent siden 2020, og vi venter at den vil holde seg på et høyt nivå de

### Figur 3.11 De norske bankenes kapitaldekning har økt

Ren kjernekapitaldekning og uvektet kjernekapitaldekning i norske banker. Prosent



Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

nærmeste årene, se figur 3.11. Også den uvektede kapitaldekningen forventes å være høy i anslagsperioden, i underkant av 8 prosent (figur 3.11). Alle de største bankene oppfyller myndighetenes kapitalkrav med god margin. Den rene kjernekapitaldekningen ligger også over bankenes egne kapitalmål, se figur 3.12.

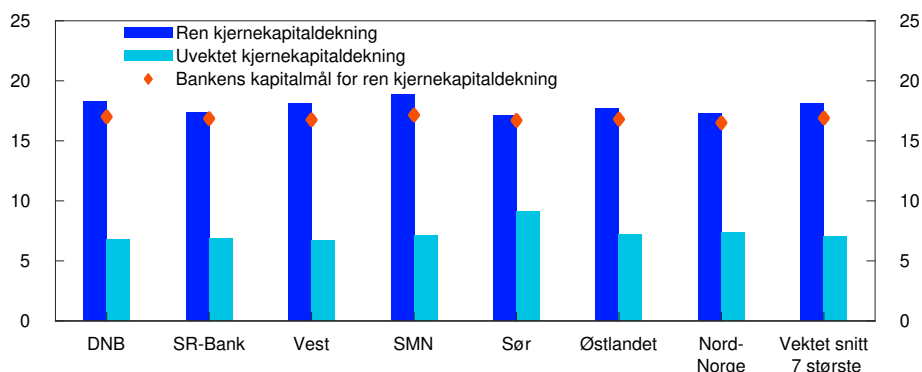
### Kapitalkravet for markedsrisiko utgjør en liten andel av totalt kapitalkrav

De samlede kapitalkravene under Pilar 1 består av kapitalkrav for kreditt- risiko, motpartsrisiko, oppgjørskrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko. For norske banker utgjør kapitalkravet for kreditt- risiko det klart største kravet. Dette gjelder også for de nordiske storbankene, se figur 3.13. DNBs risikoeksponeringsbeløp for markedsrisiko utgjør 0,9 prosent av samlet risikoeksponeringsbeløp og er klart lavere enn for de andre nordiske storbankene.

Begrepet markedsrisiko omfatter faren for tap i bankene som følger av ugunstige prisendringer i finansmarkedet. Selve kapitalkravet for markedsrisiko skal dekke tap som kan oppstå som følge av prisendringer i bankens eiendeler i handelsporteføljen. Handelsporteføljen er alle posisjoner i finansielle instrumenter som banken har med sikte på videre-

### Figur 3.12 Bankene har god kapitaldekning

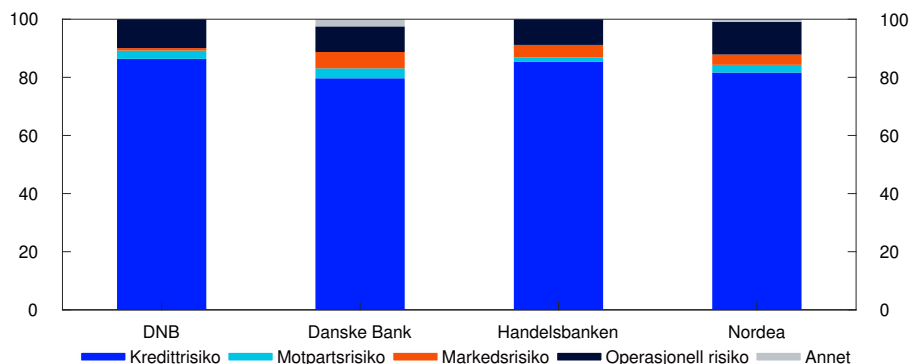
Per 31. desember 2022. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

**Figur 3.13 Kreditrisiko dominerer bankenes risikoeksponeringsbeløp**

Per 31. desember 2022. Prosent



Kilde: Bankenes kvartalsrapporter

salg eller for å sikre andre posisjoner som innehas for handelsformål. I tillegg skal kapitalkravet for markedsrisiko dekke risikoen for tap som kommer av endringer i valutakurser i hele bankvirksomheten (og ikke bare i handelsporteføljen).

Den delen av bankens virksomhet som ikke inngår i handelsporteføljen, for det meste utlån, omfattes av kapitaldekningsreglene for bankboken. For disse eiendelene er kapitalkravet for tapsrisiko som oppstår ved endringer i renter og aksjepriser en del av Pilar 2-kravet.

Etter finanskrisen i 2008 startet Baselkomiteen for banktilsyn et arbeid med å skjerpe kapitalkravet for markedsrisiko i bankenes handelsporteføljer.<sup>2</sup> De skjerpede kravene er ennå ikke innført i EØS, men bankene er pålagt å rapportere eksponeringen for markedsrisiko etter de nye reglene til tilsynsmyndighetene. De nye reglene er mer risikosensitive enn gjeldende regler, og det er forventet at kapitalkravet for markedsrisiko vil øke noe når de nye reglene blir innført. For DNB og andre norske banker vil fortsatt kapitalkravet for kreditrisiko være det klart største kapitalkravet.

### Endring i kapitalregler kan gi små og mellomstore banker reduksjon i kapitalkravene

Det er flere kommende regelverksendringer på trappene. En av disse er EUs planlagte endringer i kapitaldekningsreglene for bankene i 2025. Regelverksendringene blir innført i Norge gjennom EØS-avtalen. Analyser viser at regelverksendringene kan gi små og mellomstore banker (standardmetodebanker) med lav risiko en betydelig reduksjon i kapitalkravet.<sup>3</sup> De nye reglene vil ha begrenset betydning for de største norske bankene (IRB-bankene), men det kan bidra til likere og mer sammenlignbare

<sup>2</sup> Dette arbeidet omtales som Fundamental review of the trading book (FRTB), se for eksempel Basel Committee on Banking Supervision (2019) «[Explanatory note on the minimum capital requirements for market risk](#)».

<sup>3</sup> Se Andersen, H. og J. Johnsen (2023) «[Effekter av ny standardmetode og nytt gulv for IRB-bankene](#)». Staff Memo 8/2023. Norges Bank.

kapitalkrav mellom norske og utenlandske banker. Samlet sett kan derfor regelverksendringene gi likere konkurransevilkår for banker i Norge.

## 3.4 Andre finansforetak enn banker

I bankbaserte finansielle system, som det norske, er bankene og kredittforetakene de største tilbyderne av kreditt til husholdninger og foretak. Bankene er også spesielt viktige på grunn av sin rolle i betalingssystemet. Blant finansforetakene i sektoren som omtales som ikke-banker (Non-Bank Financial Intermediation – NBFi), er forsikringsforetak, pensjonskasser og verdipapirfond de største og viktigste. De bidrar til markedsfinansiering av banker og foretak ved å kjøpe gjeldsinstrumenter som bankene og foretakene utsteder.<sup>4</sup>

### **Kapitalforvaltere påvirker priser og likviditet i verdipapirmarkedene**

Kapitalforvaltere (verdipapirfond og forsikringsforetak) eier om lag 30 prosent av obligasjonene i det norske obligasjonsmarkedet. Den høye eierandelen betyr at de på kort sikt kan påvirke markedsprisene hvis flere ønsker å kjøpe eller selge samme typer verdipapirer samtidig. Samtidige salg kan være nødvendige hastesalg av verdipapirer for å skaffe midler til andelseiere som ønsker innløsning eller for å skaffe kontanter for å dekke krav om sikkerhetsstillelse i derivatkontrakter. Slike salg kan forsterke kursfall ved markedsuro.

### **Ikke vesentlige negative konsekvenser for kapitalforvaltere i Norge av den internasjonale markedsuroen**

Etter utbruddet av pandemien våren 2020 svekket kronekursen seg kraftig, og medførte at kapitalforvalterne tapte på valutabytteavtalene de benyttet for å valutastreke utenlandsinvesteringene. Det førte til et salgspres av rentepapirer for å skaffe kontanter til å stille sikkerheter for motpartsrisikoen (marginer) i bytteavtalene.

Uroen i de internasjonale finansmarkedene i mars som fulgte av problemene i enkeltbanker i USA og Sveits og den betydelige svekkelsen i kronen, har ikke ført til et salgspres fra kapitalforvaltere som vi så våren 2020. Siden da har flere norske kapitalforvaltere gjort endringer i sin risikostyring, blant annet gjennom økt bruk av gjenkjøpsavtaler og utvidede muligheter til å stille obligasjoner som sikkerhet.

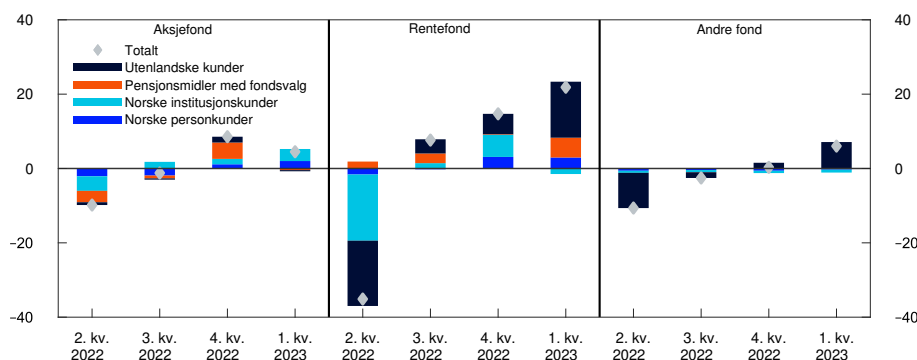
### **Plassering i verdipapirfond øker noe**

Det har vært positiv nettotegning i verdipapirfondene i 2023, se figur 3.14. Utenlandske investorer, norske institusjonskunder og pensjonsmidler med fondsvalg stod for den største økningen i nettotegningen. I USA er det mange husholdninger som plasserer penger og har betalingskort knyttet opp mot pengemarkedsfond. Lave innskuddsrenter og usikkerheten knyttet til problemene i banksektoren førte til en økning i uttak av bankinnskudd som ble plassert i slike fond. I Norge har vi derimot ikke observert unormalt store uttak av bankinnskudd som har blitt plassert i verdipapirfond.

<sup>4</sup> Ikke-banker er nærmere omtalt i kapittel 2.4 i [Finansiell stabilitet 2022](#) og i [Det norske finansielle systemet 2022](#).

**Figur 3.14 Positiv nettotegning i verdipapirfondene**

Milliarder NOK



Kilde: Verdipapirfondenes forening

**Pensjonsforetakene er viktige investorer i næringseiendom**

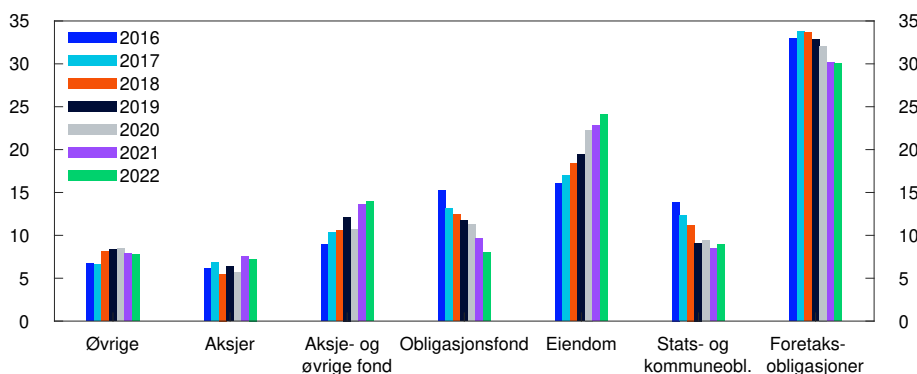
Pensjonsforetakene (livsforsikringsforetak og pensjonskasser) er de største investorene i aksje- og rentefond. En stor andel av livsforsikringsforetakenes investeringer i kollektiv- og selskapsporteføljene er knyttet til eiendom, se figur 3.15.<sup>5</sup>

Investeringer i obligasjoner med lang løpetid og i eiendom har tradisjonelt hatt en stabil inntektsstrøm. Det reduserer risikoen for ikke å oppfylle avkastningsgarantien i ytelsespensjonsordningene. I en periode med svært lav rente har eiendomsinvesteringer fremstått som attraktive sammenlignet med langsiktige obligasjoner. Det kan forklare økt eksponering mot næringseiendom de siste årene.

Pensjonsforetakene har kapitalkrav som skal sørge for tilstrekkelig evne til å tåle tap forårsaket av en negativ markedsutvikling, se boks på [side 48](#). For livsforsikringsforetakene samlet er kapitalkravet høyest for aksjerisiko, renterisiko og risiko knyttet til risikopåslag på rente-

**Figur 3.15 Høy eiendomseksponering i livsforsikringsforetakene**

Andel av kollektiv- og selskapsporteføljer. Prosent

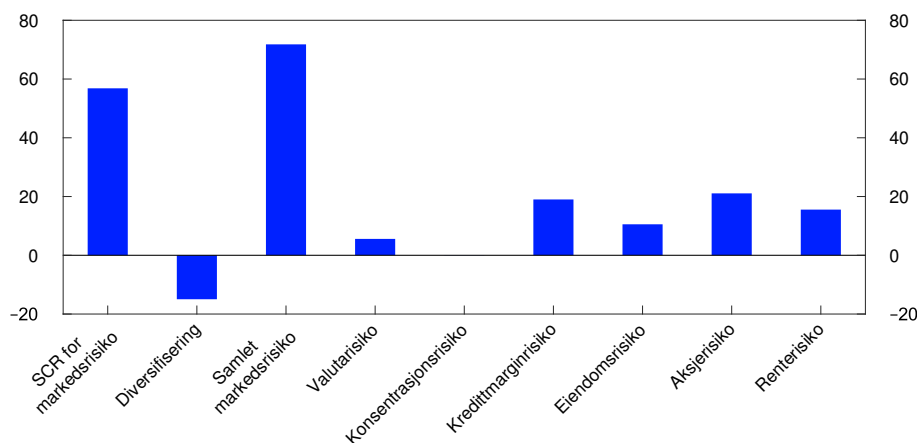


Kilde: Finanstilsynet

<sup>5</sup> Pensjonsmidlene for ytelsespensjonen forvaltes i livsforsikringsforetakenes kollektivportefølje. Innskuddsbasert pensjon forvaltes i investeringsvalgporteføljen.

### Figur 3.16 Bidrag til solvenskapitalkrav for markedsrisiko for livsforsikringsforetakene samlet

Tall for 2021. Milliarder kroner



Kilde: Finanstilsynet

papirene, se figur 3.16. Kapitalkravet for eiendomsrisiko lå ved utgangen av 2021 på om lag 10 milliarder kroner.

Utsikter til prisfall i næringseiendom kan gjøre at pensjonsforetakene ønsker å redusere eiendomsporteføljen. I tillegg kan eiendom ha blitt et mindre attraktivt langsiktig investeringsobjekt etter at avkastningen på de sikreste verdipapirene har økt mye siden starten av fjoråret. Samtidig er pensjonsforetak stabile og langsiktige investorer. Det kan bidra til å dempe salgspresset ved markedsuro i både eiendoms- og verdipapirmarkeder, og dermed motvirke kraftige prisfall.

#### Ikke-banker har lavere refinansieringsrisiko

Solvenskravene til pensjonsforetakene skal sikre at de er i stand til å oppfylle sine langsiktige forpliktelser overfor kundene. Selv om det kan være høy innløsning av andeler i verdipapirfond, er verken pensjonsforetakene eller verdipapirfondene finansiert med innskudd eller markedsbasert gjeld.

Svekket soliditet fører derfor ikke til risiko for bortfall av finansiering, slik som hos bankene. Pensjonsforetak og verdipapirfond er heller ikke deltakere i betalingssystemet. Soliditetsproblemer i slike finansforetak vil derfor på kort sikt ikke føre til økt systemrisiko på samme måte som soliditetsproblemer i bankene. På lengre sikt vil soliditets- og lønnsomhetsproblemer i disse finansforetakene virke negativt på det finansielle systemet gjennom reduserte muligheter for sparing og omfordeling av risiko. Soliditets- og lønnsomhetsproblemer i pensjonsforetakene kan dessuten gi lavere fremtidige pensjoner.

## Solvens II

Livsforsikringsforetakene har kapitalkrav bestemt av Solvens II-regelverket. Etter dette regelverket skal verdien av livsforsikringsforetakets egenkapital (solvenskapital) beregnes når både eiendeler og forpliktelser verdsettes til markedsverdier. Solvenskapitalen skal være høy nok til å dekke et tapspotensiale som er beregnet gjennom stresstester. Dette tapspotensialet kalles solvenskapitalkravet, og kravet er at solvenskapitalen skal være minst like høy som solvenskapitalkravet. Forutsetningene bak Solvens II-regelverket bygger på en value-at-risk beregning med konfidensnivå på 99,5 prosent.

Stresstesten for eiendom er et umiddelbart fall i eiendomsverdier på 25 prosent. Stresstesten for aksjeinvesteringer varierer noe, men er et fall på rundt 30 prosent. For å beregne solvenskapitalkravet for kredittpåslagene forutsettes en økning i påslagene, der rentepapirene med lavest kredittvurdering har størst økning. Stresstesten for renterisiko består av en økning eller reduksjon i rentekurven. En økning i rentenivået fører til et verdifall på fastrenteobligasjoner. Tapet på obligasjonene motvirkes av et verdifall på forpliktelsene, fordi verdien av de garanterte pensjonsutbetalingene faller når renten øker.



# 4. Tiltak i det norske finansielle systemet

Utlånsforskriftens krav til gjeldsbetjeningsevne er endret. Motsyklisk kapitalbuffer økte til 2,5 prosent 31. mars 2023. Andre kapitalkrav er opprettholdt.

## Nye tiltak i det finansielle systemet

Siden finanskrisen i 2008 har norske myndigheter innført en rekke reguleringer. Tiltakene som er innført styrker det finansielle systemets motstandskraft, og kan bidra til å dempe sårbarheter. Det er gjennomført ulike regulatoriske endringer siden november 2022.

Fra 1. januar 2023 ble utlånsforskriften videreført med enkelte endringer. Den viktigste endringen var i kravet til gjeldsbetjeningsevne. Låntakere skal nå tåle det høyeste av 7 prosent rente og en renteøkning på 3 prosentenheter, mot tidligere krav om 5 prosentenheters renteøkning.

Kravet til systemrisikobufferen er vedtatt opprettholdt på 4,5 % fra 1. januar 2023. For bankene som bruker standardmetoden utsettes kravet med ett år, slik at det gjelder fra utgangen av 2023. Gulvene for IRB-bankers gjennomsnittlige risikovekter for lån med pant i bolig og næringseiendom, på henholdsvis 20 og 35 prosent, er også besluttet videreført.

Fra 31. mars 2023 er kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent, i tråd med Norges Banks beslutning fra mars 2022. Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet besluttet 3. mai å opprettholde kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent.

For en oversikt over viktige tiltak i det norske finansielle systemet, se tabell 4.1.

Tabell 4.1 Viktige tiltak i det norske finansielle systemet

Kategori	Virkemiddel	Innført første gang	Nåværende nivå
Innskudds-garantiordning	Garanti av privatpersoner og foretaks innskudd i norske banker <sup>1</sup>	1996	2 millioner kroner per innskyter per bank <sup>2</sup>
Krav til utlåns-praksis for boliglån og andre pantelån <sup>3</sup>	Tåle økt rente (stresstest) <sup>4</sup>	2015 <sup>5</sup>	Det høyeste av 7 prosent rente og en renteøkning på 3 prosentenheter.
	Maksimal belåningsgrad (pantesikret gjeld som andel av boligverdi)	2015 <sup>5</sup>	85 prosent. <sup>6</sup> Tilleggssikkerhet tillates
	Avdragskrav	2015 <sup>5</sup>	Ved belåningsgrad over 60 prosent. 2,5 prosent i året eller som et annuitetslån med 30 års nedbetalingstid
	Maksimal gjeldsgrad (samlet gjeld som andel av samlet årsinntekt) <sup>4</sup>	2017	5 ganger bruttoinntekt
	Fleksibilitetskvote <sup>7</sup>	2015	10 prosent (8 prosent for utlån med pant i bolig i Oslo)
Krav til utlåns-praksis for forbrukslån <sup>8</sup>	Tåle økt rente (stresstest)	2019 <sup>5</sup>	Det høyeste av 7 prosent rente og en renteøkning på 3 prosentenheter
	Avdragskrav	2019 <sup>5</sup>	Månedlig avdragsbetaling, maksimal nedbetalingstid 5 år
	Maksimal gjeldsgrad (samlet gjeld som andel av samlet årsinntekt) <sup>4</sup>	2019 <sup>5</sup>	5 ganger bruttoinntekt
	Fleksibilitetskvote <sup>7</sup>	2019	5 prosent
Risikovektede kapitalkrav <sup>9</sup> (andel av beregnings-grunnlag <sup>10</sup> )	Pilar 1 Minstekrav til ren kjernekapital	2013 <sup>11</sup>	4,5 prosent
	Pilar 1 Minstekrav til kjernekapital	1991 <sup>12</sup>	6 prosent
	Pilar 1 Minstekrav til ansvarlig kapital	1991	8 prosent
	Pilar 1 Kombinert bufferkrav:		
	Bevaringsbuffer	2013	2,5 prosent
	Systemrisikobuffer	2013	4,5 prosent <sup>13</sup>
	Buffer for systemviktige finansforetak	2015	1 prosent for Kommunalbanken AS og Nordea Eiendomskreditt AS og 2 prosent for DNB ASA
	Motsyklisk kapitalbuffer	2015	2,5 prosent
	Pilar 2-krav	2007	Varierer mellom bankene
Krav til beregnings-grunnlag for vektete kapitalkrav	Minstekrav til modellparameteren «tap gitt mislighold» (LGD) i IRB-bankenes boliglånsmodeller	2014	20 prosent
	Krav til kalibrering av IRB-bankenes boliglånsmodeller for PD og LGD	2015	
	Gulv for gjennomsnittlige risikovekter for boliglån	2020	20 prosent
	Gulv for gjennomsnittlige risikovekter for næringseiendoms lån	2020	35 prosent
Uvektede kapital-krav <sup>9</sup> (andel av eksponeringsmål)	Uvektet kjernekapitaldekning	2017	3 prosent minstekrav
Likviditetskrav	Likviditetsdekning (LCR)	2015	100 prosent
	LCR i enkeltvalutaer	2017	100 prosent
	LCR i norske kroner	2017	50 prosent (for banker som har euro/dollar som signifikant valuta)
	Krav til stabil finansiering (NSFR)	2022	100 prosent

Kategori	Virkemiddel	Innført første gang	Nåværende nivå
Minstekrav til konvertibel gjeld (MREL) <sup>14</sup>	Tapsabsorberingsbeløp	2019	Minstekravet til ansvarlig kapital + pilar 2-krav + kombinert bufferkrav <sup>15</sup>
	Rekapitaliseringsbeløp <sup>16</sup>	2019	Minstekravet til ansvarlig kapital + pilar 2-krav + kombinert bufferkrav utenom kravet til motsyklisk buffer
	Størrelseskrav	2022	Størrelseskravet er beskrevet på side 39 i <a href="#">Finansiell stabilitet 2021</a>
	Etterstillelseskrav	2022	Etterstillelseskravet er beskrevet på side 38 i <a href="#">Finansiell stabilitet 2021</a>
Testing av cybersikkerhet i finansiell sektor	TIBER-NO <sup>17</sup>	2022	Veiledning for trusselbasert testing av cybersikkerhet i finansiell sektor

<sup>1</sup> For innskudd i norske bankers virksomhet i utlandet gjelder beløpsgrense på 100 000 euro.

<sup>2</sup> I tillegg dekkes innskudd som følge av spesielle livshendelser, som boligsalg og forsikringsutbetalinger, i sin helhet i inntil 12 måneder. Garantien dekker ikke innskudd fra kreditt- og finansinstitusjoner eller fra offentlig myndighet.

<sup>3</sup> Fra 1. juli 2023 vil lån med annen pant enn bolig, som bil- og båtlån, være omfattet av forskriftens generelle krav til gjeldsgrad og betjeningsevne.

<sup>4</sup> Kravet gjelder kundens samlede gjeld.

<sup>5</sup> Før de ble fastsatt i forskrift, var kravene utformet som retningslinjer, fra henholdsvis 2010 for boliglån og 2017 for forbrukslån.

<sup>6</sup> Fra 1. januar 2023 ble det særskilte kravet til maksimal belåningsgrad på 60 prosent for nedbetaingslån med pant i sekundærbolig i Oslo opphevet.

<sup>7</sup> Bankene kan gi lån i brudd med ett eller flere av kravene for inntil en viss prosentandel av den samlede verdien av nye lån hvert kvartal. Egen fleksibilitetskvote for Oslo ble innført i 2017.

<sup>8</sup> Unntak for kredittkort med ramme under 25 000 kroner og unntak ved refinansiering av lån så lenge refinansiert lån (og kostnadene ved dette) ikke overstiger eksisterende lån (og kostnadene ved dette).

<sup>9</sup> Se utdyping om kapitalkrav i [Det norske finansielle systemet 2022](#) side 97–104.

<sup>10</sup> Beregningsgrunnlag = risikovektede eiendeler. Det er innført flere krav til bankenes beregninger av risikovektene, særlig knyttet til boliglån.

<sup>11</sup> Fra 2002 kunne fondsobligasjoner (hybridkapital) utgjøre inntil 15 prosent av kjernekapitalen.

<sup>12</sup> I 2013 økte minstekravet fra 4 til 6 prosent da CRR og CRD IV ble innført i de norske reglene.

<sup>13</sup> Gjelder for banker som benytter IRB-metode fra utgangen av 2020, mens krav på 3 prosent gjelder for standardmetodebanker til utgangen av 2023.

<sup>14</sup> Gjeld som skal brukes til å oppfylle MREL, må ha lavere prioritet enn vanlig seniorgjeld. Før 1. januar 2024 kan imidlertid også vanlige seniorobligasjoner utstedt før 1. januar 2020 benyttes til å oppfylle MREL.

<sup>15</sup> Kravet til tapsabsorberingsbeløp er det største av uvektet krav til kjernekapitalandel og samlet risikovektet krav til kapitaldekning (minstekrav, pilar 2-krav og bufferkrav). I Norge er det risikovektede kravet mest bindende.

<sup>16</sup> Gjelder kun for banker som skal krisehåndteres og ikke avvikles under offentlig administrasjon.

<sup>17</sup> TIBER-NO er den norske implementeringen av TIBER-EU som gjelder i EU.

Kilder: Bankenes sikringsfond, Finansdepartementet og Finanstilsynet.



**Norges Bank**  
**Finansiell stabilitet 2023 – 1. halvår**  
**Oslo 2023**

Adresse: Bankplassen 2  
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22316000  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Sentralbanksjef: Ida Wolden Bache  
Visesentralbanksjef: Pål Longva  
Visesentralbanksjef: Øystein Børsum

Design: TRY  
Layout: Aksell AS  
ISSN 1503-884X