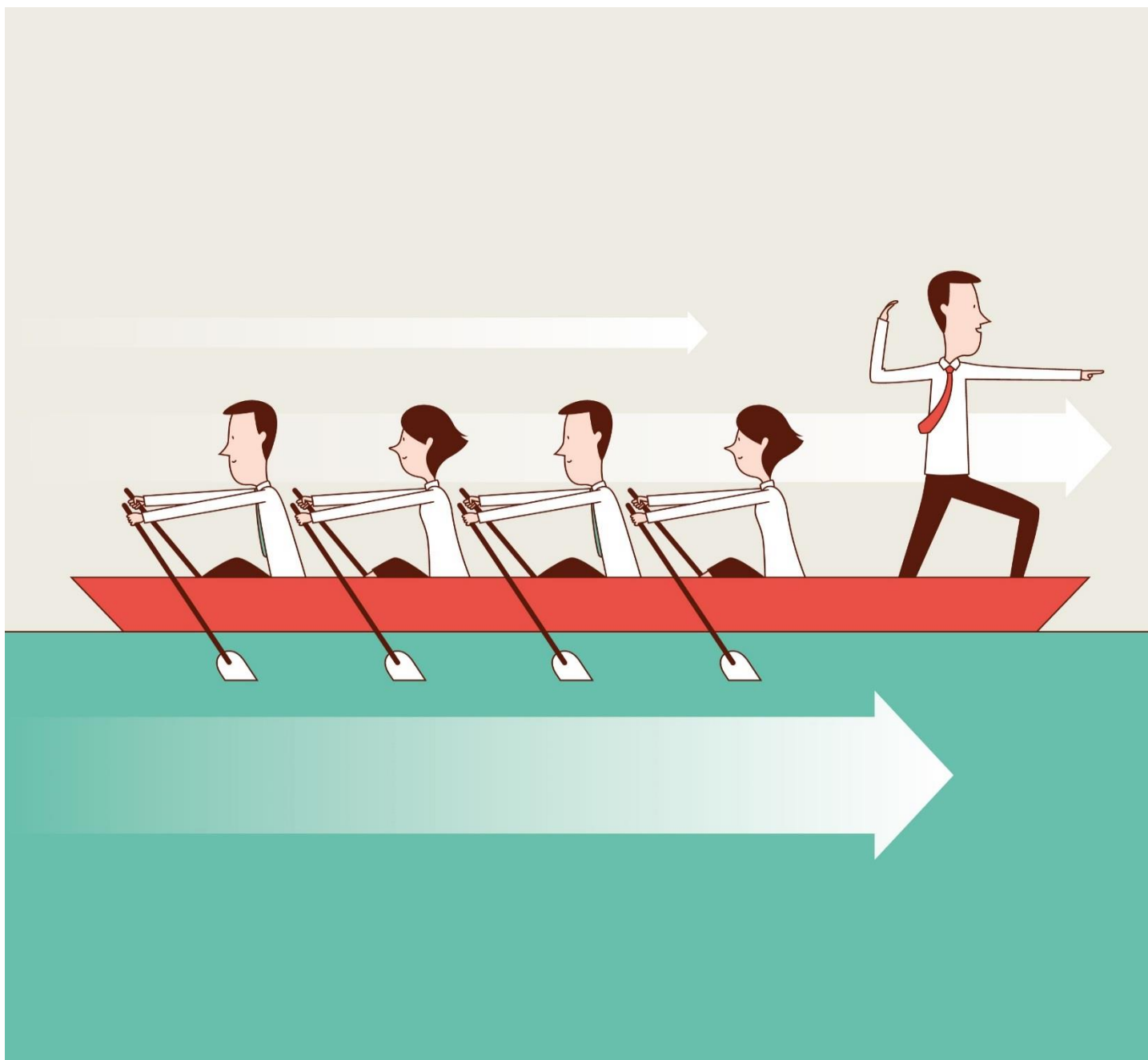


Samfunnsøkonomiske analyser av finansmarkedsregulering:

Analyse av Basel I-gulvet for banker og årlig rentegaranti for privat ytelsesbasert pensjon



Forord

Denne rapporten er skrevet av Menon Business Economics på oppdrag for Finans Norge og Finansforbundet. Arbeidet er utført i perioden august 2015 til januar 2016.

Mandatet for oppdraget var å peke på fordelene med å bruke samfunnsøkonomiske analyser i politikkutformingen på finansmarkedsområdet, samt gjøre en samfunnsøkonomisk analyse av to eksisterende reguleringer på finansmarkedsområdet.

Vi vil takke referansegruppen bestående av Ole Morten Geving, Dag Henning Jacobsen, Tone Meldalen, Martin Carlén, Erik Johansen og Jan Pieter Groenhof for gode innspill og diskusjoner underveis i arbeidet. Forfatterne i Menon Business Economics står ansvarlige for alt innhold i rapporten.

Februar 2016

Gjermund Grimsby
Prosjektleder
Menon Business Economics

Sammendrag

Samfunnsøkonomiske analyser er et potensielt nyttig verktøy i arbeidet med å utforme en best mulig finansmarkedsregulering. Det viktigste argumentet for å utføre samfunnsøkonomiske analyser i utformingen av finansmarkedsregulering er at det synliggjør alle konsekvenser på en systematisk måte som legger til rette for informerte og veloverveide beslutninger.

I denne rapporten presenteres det samfunnsøkonomiske analyser av to gjeldende finansmarkedsreguleringer, henholdsvis 1) «Basel I-gulvet» som regulerer norske bankers kapitaldekning, og 2) virksomhetsregler knyttet til årlig rentegaranti for private ytelsesbaserte pensjonsordninger. Analysen av de konkrete reguleringene er de første av sitt slag på finansmarkedsområdet i Norge, og må anses som nybrottsarbeid på feltet. Analysene som er gjennomført står på egne ben, men kan imidlertid også sees på som en eksemplifisering av rammeverket for samfunnsøkonomiske analyser av finansmarkedsregulering som Menon har utviklet (Grimmsby mfl., 2016).

Ved vurdering av begge reguleringenes samfunnsøkonomiske lønnsomhet har vi gjennomført analyser hvor vi har sammenlignet den forventede markedsutviklingen med gjeldende regulering, opp mot den forventede utviklingen ved en alternativ regulering. Dessverre har vi ikke hatt mulighet til å analysere alle mulige alternativer så grundig som man kunne ønske, på grunn av begrensede ressurser. Metoden, forutsetningene og usikkerheten som ligger til grunn for konklusjonene er imidlertid grundig beskrevet slik at det skal være mulig å etterprøve resultatene.

Som for andre sektorer vil det også for finansmarkedsregulering over tid utvikle seg bedre teknikker og mer konsistente antagelser for hvordan kost-nytteanalysene skal gjøres. Allerede i dag ser man at det både i Norge og internasjonalt forskes på mange av elementene som er relevant for vurderinger av kostnader og nytteeffekter av finansmarkedsregulering. Per i dag synes det å være Storbritannia som har kommet lengst i gjøre kost-nytteanalyser til en integrert del av sin utforming av finansmarkedsregulering. På samme måte som i Norge, pågår det imidlertid også i USA en debatt knyttet til både hvorvidt og hvordan samfunnsøkonomiske analyser skal inngå i utformingen av finansmarkedsreguleringen. Dersom samfunnsøkonomiske analyser blir et standard verktøy i utviklingen av finansmarkedsreguleringen vil man forvente at dette i seg selv vil bidra til å heve kvaliteten og øke anvendeligheten av analysene.

Samfunnsøkonomisk analyse av fjerning av Basel I-gulvet

Våre analyser konkluderer at det mest sannsynlig vil være samfunnsøkonomisk lønnsomt å harmonisere Basel I-gulvet med hvordan regelen er implementert i EU-landene. Basert på en totalvurdering anbefaler vi at gjeldende tolkning av Basel I-gulvet fjernes, og at regelen harmoniseres med praksis for banker i EU-landene. Våre beregninger viser at den samlede samfunnsøkonomiske netto nytten av fjerning av gulvet vil være på 2,8 milliarder kroner målt i nåverdi i 2016 over en periode på 25 år.

Anvendelsen av Basel I-gulvet som en del av kapitaldekningsregelverket er implementert ulikt i Norge og EU. Mens Basel I-gulvet i Norge er en nedre grense for risikovektet balanse, er den i EU en nedre grense for ansvarlig kapital. Forskjellen i implementering har negative konsekvenser for norske banker i deres konkurranse med utenlandske filialbanker. Hovedproblemet med den regulatoriske konkurransevridningen er at utenlandske banker har en sterk tendens til å konsolidere sin virksomhet og fokusere på sine hjemmemarkeder i en finansiell krisesituasjon. Analysen baserer seg på at en fjerning av Basel I-gulvet over tid vil redusere utenlandske bankers markedsandel. En redusert

markedsandel for utenlandske banker vil igjen redusere den forsterkende negative effekten på realinvesteringer i forbindelse med internasjonale finanskriser som følge av at utenlandske banker fokuserer på sine hjemmemarkedet.

I analysen kvantifiseres effekten i en finanskrisesituasjon av at en harmonisering av Basel I-gulvet bidrar til å redusere utenlandske bankers markedsandel. Vektet for sannsynlighet for at en slik krisesituasjon inntreffer beregnes denne fordelen til omlag 5,1 milliarder 2016-kroner. I tillegg vil en fjerning av Basel I-gulvet også trolig bidra til å redusere norske bankers finansieringskostnader, øke deres internasjonal konkurransedyktighet og lønnsomhet, samt øke skatteinntektene til norske myndigheter. Disse effektene er imidlertid ikke kvantifisert i analysen og inngår kun i den totale vurderingen som ikke-prissatte virkninger. Den største samfunnsøkonomiske kostnaden ved å fjerne Basel I-gulvet er knyttet til en potensiell økt sannsynlighet for en ny finanskrise dersom fjerningen fører til redusert kapitalisering av norske banker. Vektet for sannsynligheten for at en finanskrise inntreffer vurderes denne kostnaden til cirka 2 milliarder over en periode på 25 år. Videre har vi også lagt til grunn at Finanstilsynet vil øke sine budsjetter med fem prosent som følge av et ønske om økt tilsyn med bankenes interne risikomodeller. Denne kostnaden utgjør neddiskontert i overkant av 200 millioner kroner. En viktig faktor for hvorfor det er samfunnsøkonomisk lønnsomt å fjerne Basel I-gulvet er at avviklingen av gulvet ikke vil øke sannsynligheten for en boligboble. Dette argumentet følger av at de utenlandske filialbanker allerede i dag tilbyr lave renter på boliglån tilsvarende en situasjon uten gulvet.

Vi må likevel påpeke at konklusjonen knyttet til våre beregninger av den samfunnsøkonomisk lønnsomheten ved en avvikling av Basel I-gulvet er sensitive til hvilke antagelser som legges til grunn. Sensitivitetstestene av beregningen viser at konklusjonen er robust for mindre endringer i antagelsene, men ikke dersom

- 1) sannsynligheten for at en finanskrise skal inntreffe er betydelig lavere enn i vårt basisestimat (4 prosent),
- 2) konsekvensene av en eventuell finanskrise er mer enn dobbelt så store som det vi legger til grunn (20 prosent av Fastlands-BNP),
- 3) sannsynligheten for en krise øker med 1 prosentpoeng eller mer dersom man fjerner Basel I-gulvet (basisantagelsen er 0,4 prosentpoeng), eller
- 4) effekten på utenlandske bankers markedsandel er mindre enn halvparten av det vi legger til grunn (14 prosentpoengs reduksjon)

Det kan også være kombinasjoner av endringer i de overnevnte antagelsene som bidrar til å endre resultatet.

Samfunnsøkonomisk analyse av omlegging av årlig garanti til sluttgarantiordning

Konklusjonen fra analysen er at det mest sannsynlig vil være samfunnsøkonomisk lønnsomt å fjerne kravet om årlig rentegaranti til fordel for en sluttgaranti. I analysen tallfestes nytteeffekten av at pensjonsinnretningene velger en portefølje med høyere risiko og høyere forventet avkastning. Vi finner at målt i nåverdi i 2014-kroner fører tiltaket til en positiv forventet netto nytte på 16 milliarder kroner over en periode på 20 år.

Dagens regelverk for forvaltning av garantert alderspensjon pålegger pensjonsinnretningene å tilføre den garanterte avkastning (kontraktens grunnlagsrente) og eventuell meravkastning hvert år og med endelig virkning. I aktive ytelsespensjonsordninger vil avkastningsoverskudd som ikke avsettes til bufferkapital tilfalle bedriften. For friopoliser vil en eventuell meravkastning i et enkelt år føre til en økning i den garanterte ytelsen. Manglende avkastning i det enkelte år må dekkes av tilleggsavsetninger, eller eventuelt av selskapets egenkapital. Tilført egenkapital kan ikke senere hentes tilbake. Dette har bidratt til et kortsiktig fokus i innretningenes kapitalforvaltning sett i forhold til det

som er naturlig ved forvaltning av langsiktig sparing. Reguleringen har derfor negative konsekvenser for både pensjonsinnretningene så vel som pensjonskundene som sitter med fripoliser og/eller andre ytelsesbaserte ordninger. Overgangen til en sluttgaranti vil først og fremst omfatte fripoliser. På denne måten påvirker det også kunder i private ytelsesbaserte ordninger ettersom det er en forventning om at disse ordningene på relativt kort sikt vil avvikles og således bli til fripoliser. En potensiell annen indirekte effekt på ytelsesbaserte ordninger er imidlertid at regelendringen kan gjøre ytelsesbaserte ordninger til en mer attraktiv form for pensjonsordning.

Analysen baserer seg på at en overgang fra årlig rentegaranti til en sluttgaranti vil øke tidshorisonten i forvaltningen. I praksis legger vi til grunn en antagelse om at aksjeandelen i forvaltningen av fripolisene gradvis vil øke til 15 prosent, opp fra dagens nivå på om lag fire prosent. En aksjeandel på 15 prosent tilsvarer det livselskapene per i dag har for hele kollektivporteføljen. Forvaltningen av fripoliser blir mer langsiktig som følge av at innretningene får redusert sin risiko for å tilføre egenkapital med endelig virkning dersom avkastningen i et enkelt år skulle være lavere enn den avkastning som er garantert. Under en ordning med sluttgaranti vil imidlertid pensjonskundene fremdeles beholde den garanterte ytelsen, men ordningen åpner opp for at pensjonsinnretningene kan veie tap i ett år mot gevinster i andre år.

De samfunnsøkonomiske kostnadene av en overgang til en sluttgarantiordning er ikke-prissatte, men vurdert som relativt små. Kostnadene følger av at den nye porteføljen fører til høyere risiko i forvaltningen, og tapt forutsigbarhet for pensjonskunden. Vektet for økt risiko i forvaltningen, er den samfunnsøkonomiske gevinsten av å gå over til fripoliser med sluttgaranti mindre enn 16 milliarder kroner, men den vil fortsatt være positiv. At den er positiv følger av at dersom pensjonsinnretningen velger å øke risikoen i forvaltningen av fripolisene så er dette begrunnet i at de ser seg tjent med høyere risiko. Disse insentivene følger av at kunden og pensjonsinnretningen har en deling av overskuddet utover rentegarantien. Fra pensjonskundenes ståsted vil risikoen knyttet til hva de ender opp med i pensjonsutbetalinger som følge av en overgang til en sluttgarantiordning være svært begrenset. Den begrensede risikoen følger av at kundene fortsatt vil ha en garantert slutttytelse, samtidig som sannsynligheten for at den faktiske pensjonsutbetalingen vil bli minst like god eller bedre som med en ordning med årlig rentegaranti er svært høy. Sistnevnte følger av at dagens ordning med årlig rentegaranti, kombinert med lave renter, Solvens II og økt forventet levealder, gir sterke insentiver til å unngå at den garanterte ytelsen blir oppskrevet.

Som nevnt over er annen samfunnsøkonomisk kostnad av tiltaket relatert til tap av forutsigbarhet for pensjonskundene. Med en sluttgaranti vil pensjonskunden ikke vite med sikkerhet hvor mye meravkastning utover den garanterte slutttytelsen som vil realiseres før ved pensjonsalderen. Det kan gjøre det vanskeligere å tilpasse sin private pensjonssparing over perioden. I analysen har vi ikke tallfestet disse kostnadene, men vi vurderer de som små sammenlignet med den potensielle meravkastningen som kan oppnås i en sluttgarantiordning. Dette bygger på at en ordning med årlig rentegaranti med høy grad av sikkerhet kun vil gi pensjonskundene den minimumsytelsen de uansett er garantert med en sluttgaranti.

Overgangen fra årlig rentegaranti til sluttgaranti kan føre til uheldige fordelingsvirkninger for pensjonskunden til fordel for pensjonsinnretningen. Dette er relatert til tap av de facto flytterett og tap av årlig nedsideforsikring for pensjonskundene. Med årlig nedsideforsikring mener vi at for en gitt portefølje i referanse- og tiltaksbanen, vil pensjonsinnretningen under en sluttgaranti kunne motregne tap av egenkapital i ett år med framtidig forventet overskudd. I referansebanen derimot vil ikke innretningen kunne bruke framtidig forventet meravkastning for å dekke disse tapene. Dette vil ikke ha en samfunnsøkonomisk effekt, men vil kunne potensielt ha fordelingseffekter. Vår vurdering av dette er at gitt dagens situasjon er disse effektene relativt små. I dag eksisterer det tilnærmet lik

ingen flytterett for fripoliser og det har også vist seg at meravkastningen utover garantien er svært lav (Finanstilsynet, 2011).

For å sjekke robustheten til de tallfestede virkningene av overgangen til en sluttgaranti, har vi gjennomført usikkerhetsanalyser av flere sentrale antagelser, herunder forventet aksjeandel i forvaltningen, lengden på analyseperioden, nivået på forventet avkastning for obligasjoner og andelen fripoliser som konverteres til fripoliser med investeringsvalg. Analysene viser at konklusjonen er robust for disse endringene.

Overgang til en sluttgarantiordning er et av flere tiltak som kan vurderes for å øke langsiktigheten i forvaltningen av private ytelsesbaserte ordningen. Et eksempel på et annet relevant tiltak er overgang til en «fleksibel bufferløsning». Fellesnevneren er at tiltakene vil dra i samme retning i form av å øke pensjonsinnretningenes insentiver til å ta høyere risiko i forvaltningen på vegne av kunden. I analysen har vi valgt å fokusere på en sluttgarantiløsning fordi den vurderes å gi sterkere risikoincentiver enn en fleksibel bufferløsning. Her er det både argumenter for og imot hvert av tiltakene, men et argument for en sluttgarantiordning er at insentivene til å endre forvaltningspraksis hos pensjonsinnretningene i mindre grad er avhengig av størrelsen på kundens bufferkapital. Grunnet ressursbegrensninger er det imidlertid ikke gjort en full samfunnsøkonomisk analyse hvor alle potensielle løsninger vurderes opp mot hverandre. Samtidig må det understrekes at en overgang til en sluttgarantiordning uansett vurderes til å være mer samfunnsøkonomisk lønnsom en dagens ordning med årlig rentegaranti.

Innhold

Forord	1
Sammendrag	2
1. Innledning	8
Del 1: Hvorfor samfunnsøkonomiske analyser?	9
2. Verdien av samfunnsøkonomiske analyser	9
Del 2: Samfunnsøkonomiske analyser	13
3. Samfunnsøkonomisk analyse av Basel I-gulvet	13
3.1. Trinn 1: Problem og målsetning.....	15
3.1.1. Myndighetenes målsetning med kapitaldekningsregelverket.....	15
3.1.2. Problem med norsk implementering av CRR/CRD IV	15
3.1.3. Beskrivelse av dagens marked og referansebanen	17
3.2. Trinn 2: Identifisering av relevante finansmarkedspolitiske virkemidler og tiltak	20
3.3. Trinn 3: Identifisere virkninger.....	23
3.3.1. Berørte aktører	23
3.3.2. Alternativ 1: Fjerne Basel I-gulvet.....	24
3.4. Trinn 4: Tallfesting og verdsetting av virkninger.....	28
3.4.1. Direkte kostnader for regulerende myndigheter	28
3.4.2. Positive kvantumeffekter	28
3.4.3. Negative kvantumeffekter	32
3.5. Trinn 5: Vurdering av samfunnsøkonomisk lønnsomhet	34
3.5.1. Samfunnsøkonomisk lønnsomhet med ikke-prissatte effekter.....	35
3.6. Trinn 6: Usikkerhetsanalyse	37
3.7. Trinn 7: Fordelingsvirkninger	39
3.8. Trinn 8: Samlet vurdering og anbefalte tiltak	40
4. Samfunnsøkonomisk analyse av «årlig rentegaranti»	41
4.1. Trinn 1. Beskrive problemet og formulere mål	44
4.2. Trinn 2. Identifisere og beskrive relevante tiltak og virkemidler	49
4.3. Trinn 3. Identifisere virkninger.....	52
4.3.1. Sluttgaranti – tillate bruk av forventet framtidig overskudd.....	52

4.4.	Trinn 4. Tallfeste og verdsette virkninger	56
4.4.1.	Sammensetning av aktivaklasser i forvaltning av fripoliser	56
4.4.2.	Beregning av total avkastningskostnad	58
4.4.3.	Antagelser og metodikk	59
4.5.	Trinn 5. Vurdere samfunnsøkonomisk lønnsomhet.....	65
4.6.	Trinn 6. Gjennomføre usikkerhetsanalyse	66
4.7.	Trinn 7. Beskrive fordelingsvirkninger	69
4.8.	Trinn 8. Samlet vurdering og anbefalt tiltak	70
5.	Referanser	72

1. Innledning

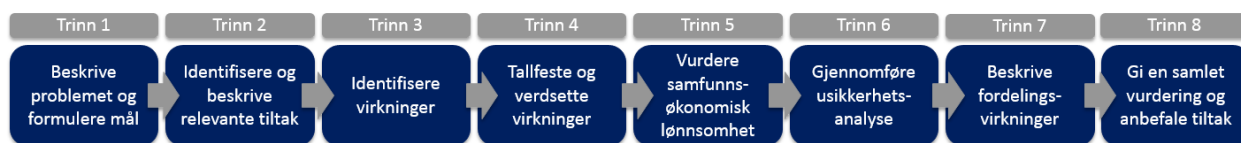
Finansnæringen er i vekst og får en stadig viktigere posisjon i norsk økonomi. Samtidig er næringen i kontinuerlig utvikling med store omveltninger både i Norge og internasjonalt. Som en følge av dette har Stortinget bedt Regjeringen utrede en helhetlig næringspolitikk for finansnæringen som en del av Finansmarkedsmeldingen som kommer våren 2016. Men hvordan skal man utvikle en nasjonal politikk for en internasjonalisert næring som lever av å forvalte ressurser som kan flyttes over landegrensene ved et tastetrykk? Kapitalen er mobil og flytter seg dit risikoen er lav og avkastningen høy. Dette har vestlige myndigheter tilpasset seg, gjennom å tilstrebe overnasjonale regelverk og avtaler. Det er innenfor rammene av felleseuropeiske soliditetsreguleringer som CRR/CRD IV og Solvens II en norsk næringspolitikk for finansnæringen må utvikle seg. Selv om hovedlinjene i finansreguleringen er lagt gjennom internasjonale avtaler er det rom for nasjonale tilpasninger. Regelverk og krav kan implementeres forskjellig og ulike nasjoner vektlegger ulike sider ved regelverket. Særegne tilpasninger kan reflektere landsspesifikke egenskaper ved næringen og særskilte hensyn til finansiell stabilitet. Men, de kan også forrykke konkurransen mellom land og hemme økonomisk vekst.

Innholdet i denne rapporten er todelt. I første del presenteres argumentasjon for hvorfor samfunnsøkonomiske analyser potensielt kan være et nyttig verktøy i arbeidet med å utforme en best mulig finansmarkedspolitikk (kapittel 0). I del 2 presenteres det konkrete samfunnsøkonomiske analyser av to ulike finansmarkedsreguleringer. Dette er henholdsvis: 1) «Basel I-gulvet» som regulerer norske bankers kapitaldekning (kapittel 3), og 2) virksomhetsreglene knyttet til årlig rentegaranti for private ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger (kapittel 4).

I del 1 av rapporten fokuseres det blant annet på hvordan samfunnsøkonomiske analyser kan være et nyttig verktøy for myndighetene i deres politikktutforming for finansmarkedene, bruken av slike analyser i andre sektorer, og hvordan diskusjonen rundt og bruken av samfunnsøkonomiske analyser av finansmarkedspolitikk er i andre land.

Analysene som er gjennomført i del 2 på «Basel I-gulvet» for norske banker og «årlig rentegaranti» på ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger står på egne ben som et innspill til norske myndigheters regelverksutforming. Analysene kan imidlertid også sees på som en eksemplifisering av rammeverket for samfunnsøkonomiske analyser av finansmarkedspolitikk som Menon har utviklet (Grimsby mfl., 2016). De samfunnsøkonomiske analysene som gjennomføres i del 2 er såkalte «ex-ante analyser». Det vil si at de er gjennomført på tilsvarende måte som de ville ha blitt gjort av finansmyndighetene dersom de skulle gjøre en vurdering av potensielle regelendringer. Dette skiller seg fra ex-post samfunnsøkonomiske analyser som ligger tettere opp mot evalueringen av virkemidler som allerede er innført. At analysene som presenteres er framoverskuende gjør det også enklere for finansmyndighetene å ta analysene direkte i bruk og ta de med i sitt videre arbeid med regelverksutforming.

Rammeverket for samfunnsøkonomiske analyser av finansmarkedspolitikk som anvendes i kapittel 3 og 4 følger de åtte trinnene angitt i veilederen for samfunnsøkonomiske analyser utviklet av Direktoratet for økonomistyring (DFØ, 2014). Hvert av trinnene er angitt i figuren nedenfor:



I trinn 1 beskrives problemet med reguleringen vi står overfor, og hvilke målsetninger som gjeldende regulering er i konflikt med, i trinn 2 identifiseres og beskrives relevante tiltak for å løse problemet som følger av reguleringen, i trinn 3 identifiseres virkninger av de foreslåtte tiltakene målt opp mot en forventet referansebane, i trinn 4 tallfestes og verdsettes de antatt største virkningene i den grad det er mulig, mens i trinn 5 vurderes den samfunnsøkonomiske lønnsomheten basert på analysene som er gjort opp til da. I trinn 6 gjennomføres det usikkerhetsanalyser av beregningene som er gjort, og i trinn 7 beskrives fordelingseffekter mellom ulike aktører av det foreslåtte tiltaket. I trinn 8 av analysen gjøres det en samlet vurdering av analysen inkludert en anbefaling av hvilket tiltak som bør gjennomføres basert på dette.

Metoden, forutsetningene og usikkerheten som ligger til grunn for konklusjonene er grundig beskrevet underveis i analysen slik at det skal være mulig å etterprøve analysene. Samfunnsøkonomiske analyser basert på tydelige forutsetninger er et godt utgangspunkt for en konstruktiv dialog mellom interessenter om hva som er en optimal finansmarkedspolitikk. I begge analysene konkluderes det med at en endring av gjeldende regulering mest trolig vil være samfunnsøkonomisk lønnsomt. Resultatet kan virke mindre overraskende gitt at reguleringene som er analysert er valgt ut betinget på at brede grupper av markedsaktører, akademikere så vel som offentlige myndigheter allerede har flagget betydelige innsigelser mot begge reguleringer. Analysene som er gjennomført viser imidlertid at det er argumenter både for og imot gjeldende reguleringer, og at det ikke er enkelt å konkludere på forhånd om dette er samfunnsøkonomisk lønnsomt eller ikke. For å kunne gjøre dette er man ofte først nødt til å gå systematisk til verks, trekke argumentene til sin ytterste konsekvens, og helst sannsynliggjøre den kvantitative effektene av de økonomiske forholdene.

Del 1: Hvorfor samfunnsøkonomiske analyser?

2. Verdien av samfunnsøkonomiske analyser

Utforming av finansmarkedspolitikk er utfordrende. I det store og hele er markedene relativt velfungerende, samtidig som det er flere kilder til potensiell markedssvikt. Det kan derfor oppstå ubalanser som kan få store realøkonomiske konsekvenser. I tillegg til at markedene er komplekse og derfor vanskelig å overvåke, står myndighetene overfor en utfordrende balansegang der ulike politiske målsetninger ofte er i konflikt med hverandre. Myndighetene har som mål at finansmarkedene fungerer så effektivt som mulig for å legge til rette for økonomisk vekst og et godt tilbud av finansielle tjenester til norske bedrifter og forbrukere. Samtidig skal de passe på at finansinstitusjonene er tilstrekkelig godt rustet til å utføre sine samfunnsoppgaver i turbulente økonomiske tider. Disse målene trenger ikke være i konflikt, men i den grad fokuset på å redusere sannsynligheten og konsekvensene av finansiell krise også fører til redusert konkurranse, økte transaksjonskostnader og redusert tilbud av finansielle tjenester, må fordelene av regulering veies opp mot ulemper.

Norske myndigheters utvikling av regelverket er stort sett grundig, med et utstrakt forarbeid med både juridiske og økonomiske analyser. Likevel uttrykker finansbransjen i økende grad et behov for en mer systematisk gjennomgåelse av fordeler og ulemper ved reguleringene, og en synliggjøring av hvordan hensynet til en målsetning går på bekostning av en annen. Bak dette ønsket ligger en økende bekymring for at hensynet til en konkurransedyktig og vekstkraftig norsk finansnæring i liten grad blir vektlagt. Andre myndighetsorganer har også påpekt manglende hensyn til reguleringenes virkninger på konkurransesituasjonen i markedet (Konkurransetilsynet, (2015) og EBA

Stakeholder Group (2016)). I en rapport fra IMF (2015) vektlegges det også at Norge burde forbedre koordineringen av tiltak og virkemidler når det gjelder politikk som skal sikre finansiell stabilitet, og for å gjøre dette burde det utarbeides et omfattende rammeverk der målsetninger, forventet nytte og kostnader spesifiseres.

Til tross for at det er lange tradisjoner for bruk av samfunnsøkonomiske analyser i Norge inngår samfunnsøkonomiske analyser sjeldent som en del av forarbeidet i utformingen av finansmarkedspolitikken. Dette er et paradoks med tanke på at problemene man adresserer med reguleringen ofte er kompliserte med store og usikre samfunnsmessige konsekvenser.

Bruk av samfunnsøkonomiske analyser i utforming av finansmarkedspolitik

Så hva ligger det egentlig i begrepet samfunnsøkonomisk analyse? Kort oppsummert er det en systematisk fremstilling av fordeler og ulemper ved en tenkt gjennomført politikk.

Veilederen i samfunnsøkonomiske analyser trekker særlig fram at samfunnsøkonomiske analyser er en god metode for å sikre at vi får mest mulig ut av samfunnets ressurser. Blant annet vil en samfunnsøkonomisk analyse lage et godt beslutningsgrunnlag for å prioritere mellom alternative tiltak, at man får en systematisk gjennomgang av virkninger for berørte grupper i samfunnet, og at måloppnåelsen til reguleringen blir mer etterprøvable. Samfunnsøkonomiske analyser er også et godt verktøy for å synliggjøre for offentligheten de vurderingene som ligger bak en beslutning om å gjennomføre en bestemt politikk. På denne måten kan man sikre både legitimitet og transparens knyttet til grunnlaget for myndighetenes forslag.

Samfunnsøkonomiske analyser handler ikke om at man går på akkord med sine målsetninger, men at man sikrer at man velger den mest effektive utformingen av regelverket gitt målsetningen. Dette er også i tråd med budskapet i Finansmarkedsmeldinga 2014 hvor det trekkes fram at det er viktig at regulering som skal ivareta finansiell stabilitet ikke utilsiktet motvirker omstilling og effektivisering i finansnæringen (Finansdepartementet, 2015).

Hvordan gjøres det i andre sektorer?

Samfunnsøkonomiske konsekvensvurderinger er særlig relevant i sektorer hvor det offentlige gjennomfører store investeringer eller sektorer med særlig mye regulering. Samferdsel, helse, kraft og miljø er eksempler på områder hvor samfunnsøkonomiske analyser er en betydelig mer integrert del av tiltaksanalysene enn det de er for finansmarkedene. Konsekvensvurderinger knyttet til regulering av finansmarkedene har derfor mye å lære fra disse sektorene. Miljøreguleringen er et særlig godt eksempel. Miljø har mange felles kjennetegn med finanssektoren i form av at aktiviteter og konsekvenser er grensekryssende og at mye av reguleringene er styrt sentralt gjennom EØS-avtalen. I miljøforvaltningen har samfunnsøkonomiske analyser lenge vært brukt til å avveie hensyn til miljø, konkurranseevne og verdiskaping. Ikke minst utgjør dette en viktig del av regelverksutviklingen når internasjonale regler og avtaler skal implementeres i norsk lov.

Hos Miljødirektoratet er det utviklet egne maler for konsekvensvurderinger ved gjennomføring av EU-forordninger og -direktiver. Her legges det til grunn en pragmatisk tilnærming til bruken av samfunnsøkonomiske analyser i den forstand at de ikke prioriterer konsekvensanalyser av reguleringer der detaljene er bestemt fra europeisk hold (EU-forordninger). Dette vil også kunne være en god modell for samfunnsøkonomiske analyser knyttet til regulering av finanssektoren. Det er vanskelig for norske myndigheter å påvirke internasjonale reguleringer, og i den grad de er felleseuropeiske utgjør de i prinsippet heller ikke noen konkurranseulemppe for norske aktører. Derimot, dersom reguleringen er norsk bør det gjennomføres mer omfattende konsekvensvurderinger. Her har man en klar analogi til

finanssektoren hvor for eksempel kapitaldekningsregelverket (CRR/CRD IV) er felleseuropeisk, men hvor man også har en norsk implementering for enkelte deler av regelverket. I slike tilfeller bør norske regulatoriske myndigheter gjøre en mer omfattende vurdering av kostnader og fordeler ved den norske implementeringen, men ikke implementeringen av CRR/CRD IV som sådan.

Hvordan er diskusjonen i andre land?

Den begrensede bruken av samfunnsøkonomiske analyser tilknyttet finansmarkedsregulering er ikke et særnorskt fenomen. I USA pågår det for tiden en debatt om hvorvidt samfunnsøkonomiske analyser er egnet som et verktøy i utforming av finansmarkedspolitikk.

I større grad enn i Norge har samfunnsøkonomiske analyser vært en viktig del av forarbeidene til den generelle regelverksutforming i USA. Bakgrunnen for dette er et krav som ble innført av president Reagan i 1981 om at alle regulatoriske myndigheter skal gjennomføre samfunnsøkonomiske analyser av alle tiltak med en årlig effekt på over 100 millioner USD. Finansmarkedsreguleringen ble imidlertid, og er fortsatt, unntatt regelen fordi den lå under mer uavhengige myndigheter.

I kjølvannet av innføringen av Dodd-Frank-loven for finanssektoren har det imidlertid oppstått en diskusjon om at det også bør gjennomføres samfunnsøkonomiske analyser knyttet til reformer i finansmarkedsreguleringen. Coates (2015) er en av de skarpeste kritikerne, ikke til samfunnsøkonomiske analyser som sådan, men til såkalte kost-nytteanalyser som er en versjon av samfunnsøkonomiske analyser hvor man går så langt som mulig i å tallfeste alle fordeler og ulemper knyttet til reguleringen.

Coates argumenterer for at kost-nytteanalyser er praktisk umulig for finanssektoren. Kvantifiserte samfunnsøkonomiske analyser er ifølge Coates på sitt beste «guesstimates» ettersom årsakssammenhengene som legges til grunn er usikre, dataene er svake og forutsetningene for analysene er tvilsomme. Posner og Weyl (2015, 2014) påpeker på sin side at selv om det ikke finnes noen etablerte standarder og metodikk for kost-nytteanalyser tilknyttet finansmarkedsregulering, så er dette likevel ikke noe godt argument for ikke å utføre samfunnsøkonomiske kost-nytteanalyser. Posner og Weyl argumenterer i stedet for at kost-nytteanalyser er bedre egnet for finansmarkedsregulering sammenlignet med for eksempel helse, miljø og sikkerhet fordi dataene har bedre kvalitet og fordi de fleste av konsekvensene i finanssektoren kan verdsettes i kroner og øre. Sunstein (2015) påpeker at uvitenheten knyttet til ulike kostnads- og nytteelementer reduseres over tid, og et krav om å gjennomføre samfunnsøkonomiske analyser kan gi etater incentiver til å skaffe til veie viktig informasjon i sine beslutningsprosesser.

I Storbritannia er kost-nytteanalyser i større grad en integrert del av utforming av finansmarkedsregulering. Det britiske finanstillsynet har publisert en egen guide til hvordan regulerende finansmyndigheter skal gjøre kost-nytteanalyser (FSA, 2000), og de bruker også samfunnsøkonomisk analyser i sin utforming av nye reguleringer. I et ønske om å forenkle finansmarkedsreguleringen bestilte også det britiske finanstillsynet ekspertrapporter fra Oxera (2006) og Deloitte (2005) for å måle henholdsvis nytte og kostnader av finansmarkedsregulering.

Samfunnsøkonomiske analyser bør inngå som en del av næringspolitikken for finans

Det viktigste argumentet for å utføre samfunnsøkonomiske analyser i utforming av finansmarkedsregulering, er at det vil føre til strengere krav til kvantifisering av fordeler og ulemper som gjør at myndighetene over tid vil kunne foreta mer informerte og derfor bedre beslutninger. På samme måte som for andre sektorer, som har gjennomført samfunnsøkonomiske analyser over lengre tid, vil det også for finansmarkedsregulering utvikle seg teknikker og

konsistente antagelser for hvordan kost-nytteanalysene skal gjøres. Allerede i dag ser man at det forskes på mange av elementene som er relevant for vurderinger av kostnader og fordeler av finansmarkedsregulering. Dette vil sannsynligvis forsterkes dersom myndighetene også begynner å gjøre egne analyser.

Det er imidlertid en utfordring med samfunnsøkonomiske analyser at det fortsatt er en underutviklet metode med hensyn til reformer i finansmarkedspolitikken. Selv om det finnes generelle veiledere for hvordan norske myndigheter skal gjennomføre samfunnsøkonomiske analyser finnes det ingen egen sektorveileder for finansmarkedsområdet. Arbeidet som presenteres i kapittel 3 og kapittel 4 er ment som et konstruktivt bidrag til hvordan analyser som gjennomføres allerede kan suppleres og sammenstilles til en systematisk oversikt over samlede fordeler og ulemper ved ulike reguleringer.

Del 2: Samfunnsøkonomiske analyser

3. Samfunnsøkonomisk analyse av Basel I-gulvet

Utløsning av finanskrisen høsten 2008 var nært knyttet opp til usikkerhet rundt bankenes solvens. I de aller fleste vestlige land måtte myndighetene inn og oppkapitalisere bankene og/eller gjøre likviditetsskapende tiltak. I kjølvannet av finanskrisen har dette medført internasjonalt koordinerte innstramminger i bankenes/finansinstitusjoners kapital- og likviditetsstyring (CRD IV – The capital requirement directive) (EU-parlamentet og det Europeiske råd, 2013). Disse reguleringene skal bidra til å føre mer av risikoen fra skattebetalerne over på eierne av finansinstitusjonene. Gjennom EØS-medlemskapet og CRR/CRD IV blir disse endringene også implementert i norske kapitaldekningsregler.

Det nye kapitaldekningsregelverket var ment som et fullharmoniseringsregelverk i Europa. Dette for å sikre et transparent regelverk og fravær av regulatorisk arbitrasje mellom ulike land innad i EU. I Norge har man likevel valgt en norsk implementering for deler av kapitaldekningsregelverket. I korte trekk går den norske delen av reguleringen ut på at norske banker som anvender interne risikomodeller (IRB-banker) for å vurdere utlånenes risiko, ikke får anledning til å anvende disse modellene fullt ut. Årsaken er at man har et såkalt «Basel I-gulv» som legger føringer for bankens utlånspraksis og kapitalstruktur. I dette kapitlet gjør vi en samfunnsøkonomisk analyse av den norske implementeringen av CRR/CRD IV med fokus på konsekvensene av at det norske Basel I-gulvet praktiseres strengere for norskbaserte banker enn for andre banker som opererer i det norske markedet.

Kort om Basel I-gulvet

I forbindelse med innføringen av Basel II-regelverket i 2007 ble det åpnet opp for at banker kan beregne sine egne risikovekter basert på interne risikomodeller. Samtidig med innføringen av Basel II ble det innført noen overgangsregler med hensikt å unngå at kravene til bankenes risikovektede eiendeler falt for mye og for raskt. Det såkalte Basel I-gulvet var en overgangsregel som gjaldt for hele EØS-området, og som fastslo at bankene som minimum måtte holde 95 prosent av kapitalvektkravene i Basel I-regelverket. I 2008 og 2009 ble Basel I-gulvet justert ned til hhv. 90 og 80 prosent av kapitalkravene i Basel I-regelverket, og i 2011 ble Basel I-gulvet på 80 prosent gjort permanent.

Anvendelsen av Basel I-gulvet er blitt mer komplisert enn nødvendig fordi det ikke er implementert på en enhetlig måte i EØS (Borchgrevink (2012)). I Norge tolkes Basel I-gulvet slik at dersom en IRB-banks beregningsgrunnlag er mindre enn 80 prosent av samme banks beregningsgrunnlag kalkulert med Basel I-reglene, så er det sistnevnte som skal legges til grunn.¹ I dette tilfellet vil bankens egne beregnede risikovekter overstyres av kapitalkravet som fremkommer av Basel I-gulvet. I resten av rapporten vil vi omtale dette som at Basel I-gulvet er «bindende» for bankens kapitaldekning.

Mens Basel I-gulvet i Norge er en nedre grense for risikovektet balanse, er den i EU en nedre grense for ansvarlig kapital.² Dermed vil norske banker i mange tilfeller få høyere krav til ansvarlig kapital enn andre banker når de yter

¹ Risikovektene i Basel I-regelverket er grovt sett 100 prosent for lån til foretak, 50 prosent for utlån til bolig og 0 prosent for lån til statlige myndigheter.

² Ifølge Borchgrevink (2012) følger forskjellen av at Baselkomiteen og EU har to ulike tolkninger av Basel I-gulvet. Mens Norge anvender Baselkomiteens tolkning om at Basel I-gulvet skal gjelde risikovektede eiendeler, følger EU-landene stort sett det mindre bindende kravet om at det skal gjelde 80 prosent av Basel I-kravet til ansvarlig kapital.

lån.³ Dette gjelder da først og fremst utlån hvor bankenes egne beregnede risikovekter er lavere enn det Basel I-gulvet tilsier. I de tilfellene hvor norske banker har høyere kapitalkrav enn sine konkurrenter vil de miste sin konkurransedyktighet. Norske banker har således insentiver til å allokere sine utlån mot porteføljer hvor den reelle risikoen er høyere enn bindingen i Basel I-gulvet. I resten av rapporten vil vi med «Basel I-gulvet» vise til den norske implementeringen av Basel I-gulvet som legger begrensninger på risikovektet beregningsgrunnlag.

Kapitaldekningsreglene for banker har en rekke presise definisjoner på soliditetsmål. Nedenfor følger definisjoner på noen av de mest relevante begrepene. Hensikten med denne oversikten er at den kan anvendes dersom leseren har behov for en presis definisjon av begrepene som anvendes i rapporten.

Definisjoner:

Ren kjernekapital = egenkapital minus regulatoriske fradrag

Kjernekapital = ren kjernekapital pluss fondsobligasjoner

Ansvarlig kapital = kjernekapital pluss tilleggskapital

Tilleggskapital (hybridkapital) = andre former for lånekapital (utover fondsobligasjoner) som kan brukes til å dekke tap i krisesituasjoner

Beregningsgrunnlaget (Sum risikovektede eiendeler) = Eiendeler multiplisert med risikovekt

Ren kjernekapitaldekning = Ren kjernekapital/Beregningsgrunnlag

Kjernekapitaldekning = Kjernekapital/Beregningsgrunnlag

Kapitaldekning = Ansvarlig kapital/Beregningsgrunnlag

Uvektet kjernekapitalandel = Kjernekapital/(Eiendeler + poster utenfor balansen)

IRB-bank = bank som benytter intern, myndighetsgodkjent modell for beregning av risikovekter (innført ved Basel II-standardene)

Standardmetode-bank = bank som benytter myndighetsfastsatte risikovekter (innført ved Basel II-standardene)

«Norsk» Basel I-gulv = nedre grense for beregningsgrunnlag basert på Basel I-reglene

«EUs» Basel I-gulv = nedre grense for ansvarlig kapital basert på Basel I-reglene

³ Norges Bank finner i en undersøkelse fra 2012 at Handelsbanken og Danske Bank har vesentlig lavere gjennomsnittlige risikovekter på foretakslån enn de andre nordiske finanskonsernene (Syversten (2012)).

3.1. Trinn 1: Problem og målsetning

Beskrive problemet og formulere mål

Trinn 1 skal inneholde en beskrivelse av det spesifikke problemet som ønskes løst. Dette innebærer at det angis hvilken type risiko vi står overfor, hvor stort omfanget av problemet er, og hva som er årsakene til problemet. Videre beskrives det hvordan problemet vil utvikle seg over tid dersom det ikke iverksettes ytterligere tiltak. En godt gjennomarbeidet problembeskrivelse er helt avgjørende for en god analyse. Erfaringer viser da også at vi må tilbake og oppdatere problembeskrivelsen etter hvert som nye momenter dukker opp ved gjennomføring av de etterfølgende stegene.

3.1.1. Myndighetenes målsetning med kapitaldekningsregelverket

Innføringen av Basel I-gulvet er begrunnet i myndighetenes målsetning om finansiell stabilitet. Myndighetene er bekymret for reduksjonen i risikovekter som har fulgt av bankenes IRB-modeller samtidig som husholdningenes gjeld og boligpriser har økt betydelig (Finanstilsynet 2013). Det er skepsis fra myndighetenes side knyttet til om bankenes interne risikomodeller er gode nok til å fange opp risikoen i krisetider. Myndighetene har derfor valgt å opprettholde Basel I-gulvet som er et mer sjablongmessig kapitalkrav basert på en grovinndeling av kundetyper.

3.1.2. Problem med norsk implementering av CRR/CRD IV

Konkurransesvridende effekter. Hovedproblemet med den norske implementeringen av CRR/CRD IV er at tilleggskravet om Basel I-gulvet ikke treffer utenlandske filialbanker. Årsaken til at Basel I-gulvet ikke treffer utenlandske filialbanker er fordi dette tilleggskravet ligger utenfor nasjonalt handlingsrom stipulert av EUs regulering, noe som hindrer realisering av gjensidighetsprinsippet i reguleringen av utenlandske filialbankers kapitaldekning (Konkurransetilsynet, 2015). Denne situasjonen skaper et skjevt konkurranseforhold i det norske finansmarkedet der norske IRB-banker har effektivt høyere kapitalkrav enn filialbanker både når det gjelder utlån til næringslivsprosjekter med relativt lav risiko (for eksempel næringseiendom), samt boliglån til personkunder. Årsaken til det sistnevnte er at mindre risikable utlån vil få en lavere kapitalvekt beregnet med en intern risikomodell enn det som følger av Basel I-gulvet.

Argumentet om at økt kapitalvekt fører til konkurransevidning bygger på en forutsetning om at Miller Modigliani-teoremet ikke holder i praksis slik at økt krav til egenkapital ikke kompenseres fullt ut av lavere avkastningskrav på egenkapitalen og billigere lånefinansiering. Denne forutsetningen er i tråd med hva empiriske studier på temaet også finner (se for eksempel Vale (2011)). Dette innebærer at norske IRB-banker ikke er konkurransedyktige for utlånsporteføljer hvor Basel I-gulvet er bindende, hvilket bidrar til å redusere deres markedsandel. I tillegg til at Basel I-gulvet bidrar til økte kapitaldekningskrav, bidrar det også til tap av transparens om norske bankers faktiske kapitaldekning i sammenligning med utenlandske banker som ikke reguleres av Basel I-gulvet. Fra de norske bankenes side argumenteres det for at en ekstra konkurranseulempesom følge av Basel I-gulvet i Norge er at norske banker får høyere lånekostnader for i de internasjonale kapitalmarkedene sammenlignet med utenlandske banker. Dette følger av at det kan være utfordrende for norske banker å kommunisere overfor internasjonale kreditorer at

de er like solide som sine svenske eller danske konkurrenter til tross for at deres kapitaldekningsbrøk er lavere.⁴ Årsaken er at kredittmarkedet er preget av asymmetrisk informasjon hvilket gjør at internasjonale investorer primært fokuserer på regulatorisk kapitaldekning i sin vurdering av bankenes soliditet, mens de er mer skeptiske til bankenes egne estimater av kapitaldekning i forskjellige regulatoriske regimer.

Den konkurransevridende effekten av Basel I-gulvet i favør av utenlandske filialbanker er i konflikt med myndighetenes målsetning om å legge til rette for en konkurransedyktig norsk finansnæring. De indirekte effektene av et konkurransevridende regelverk i favør av utenlandske banker kan imidlertid også være i konflikt med myndighetenes målsetning om finansiell stabilitet, herunder forbrukerhensyn. I de neste avsnittene går vi nærmere inn på hver av disse problemene og de grunnleggende årsakene til at de oppstår.

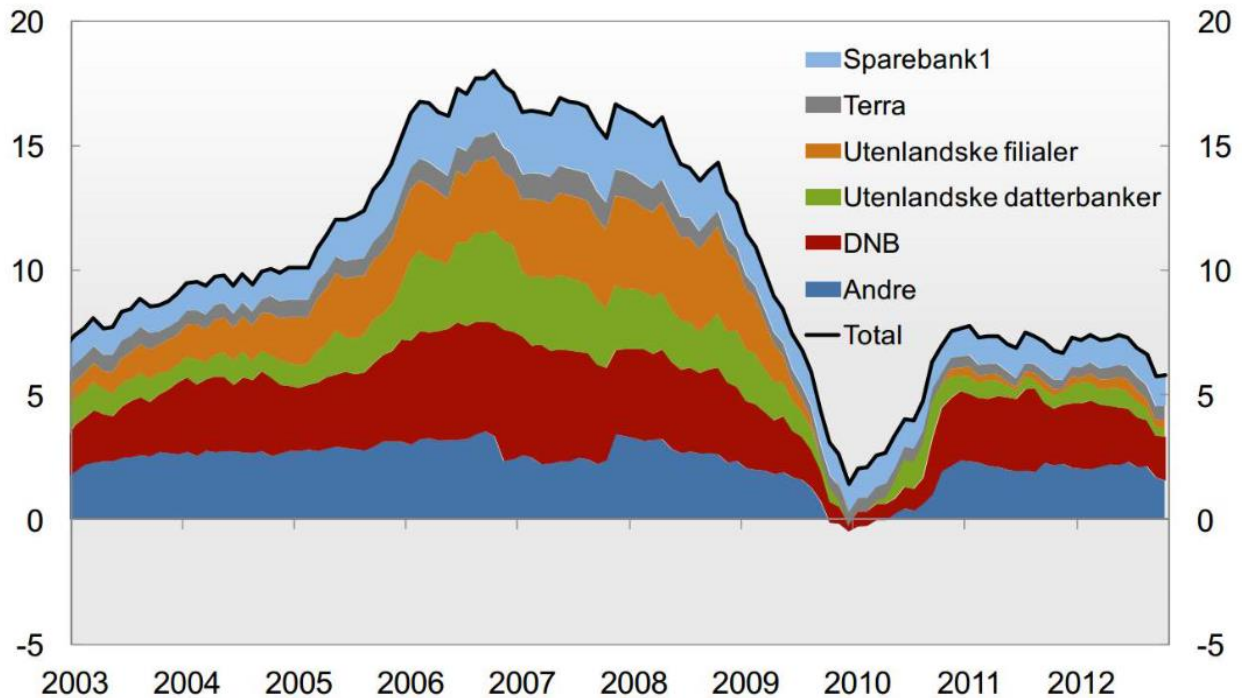
Økt finansiell ustabilitet som følge av utenlandske bankers «flight home» effekt. I en normal markedssituasjon, som vi ser i dag, bidrar de facto mindre kapitaldekningskrav for filialbanker til å gi dem en mulighet å øke sin markedsandel ved å tilby billigere kreditt til personkunder og lavrisiko bedriftsmarkedslån (for eksempel til bedrifter som finansierer næringseiendom med god tilgang på pant). Dette er segmenter hvor norske banker har en konkurranseulemppe fordi Basel I-gulvet er høyere enn det risikovektede kapitalkravet som beregnes basert på bankenes interne risikomodeller. Utenlandske filialbanker kan altså prise sine utlån lavere i disse segmentene fordi renten på lånefinansieringen er lavere enn avkastningskravet på egenkapitalen. Norske banker har således en konkurranseulemppe ved at de må holde mer egenkapital enn det de interne risikomodellene basert på historiske data tilsier at bankene trenger i disse segmentene.

Ved en eventuell internasjonal finanskriser vil filialbanker mest sannsynlig nedskalere sin virksomhet i det norske markedet. Årsaken er at i krisesituasjoner vil bankene rette et større fokus på sitt hjemmemarked for med dette å øke sjansen for å bli reddet/få støtte av myndighetene i hjemlandet samtidig som bankene ofte har behov for å konsolidere virksomheten og øke lønnsomheten. Denne tendensen, den såkalte «flight home»-effekten (Giannetti og Laeven, 2012), kunne vi se i det norske markedet i forbindelse med finanskrisen 2008-09, og den vises tydelig i figuren nedenfor.⁵ Selv om norske myndigheter reduserer de direkte forventede «bailout»-kostnadene gjennom et Basel I-gulv som legger til rette for økt markedsandel til utenlandske filialbanker, vil det at disse filialbankene trapper ned sine utlån kraftig i en krise føre til ekstra dyr og sviktende kreditttilbud til norske kunder i en finanskrisesituasjon. Dette reduserer realinvesteringene i økonomien og fører til høyere samfunnsøkonomiske kostnader av en krise à la 2008-09.

⁴ Forskjell i kapitaldekningsbrøk for samme grad av solvens følger av at norske banker reguleres via Pilar I, mens utenlandske tilsynsmyndigheter vil regulere filialene via Pilar II (Finansinspeksjonen, 2014).

⁵ Tendensen til at utenlandske banker reduserer sine utlån i forhold til nasjonale og lokale banker i forbindelse med finansielle kriser er påvist i flere artikler de senere årene. Se for eksempel Cetorelli og Goldberg (2011), Chui m.fl. (2010) eller Hoggarth, Hooley og Korniyenko (2013).

Figur 3-1: Bidrag til tolv månedersvekst i utlån til publikum fra banker og kredittforetak. Kilde: SSB og Norges Bank (Dahl og Vatne, 2012)



Redusert avkastning for norske banker. Ovenfor argumenterer vi for at Basel I-gulvet svekker norske bankers konkurranseevne i det norske markedet. Siden banker må operere etter «hjemlandsregulering», kan imidlertid Basel I-gulvet også skape konkurranseulemper for norske banker på viktige internasjonale markeder, for eksempel i Baltikum. Der konkurrerer norske banker intensivt med andre skandinaviske og europeiske banker. Som følge av høyere kapitalkrav og potensielt dyrere lån, kan internasjonal vekst og verdiskaping i norsk finansnæring bli betydelig redusert på lang sikt.

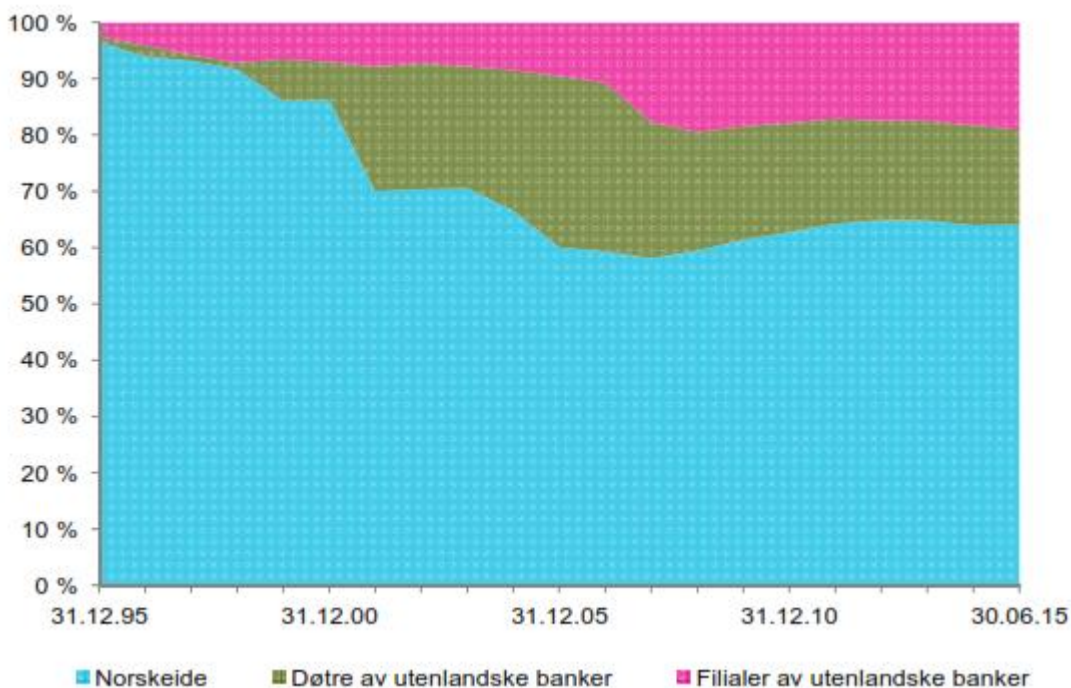
Tapte markedsandeler både nasjonalt og internasjonalt bidrar til svekke norske IRB-bankers langsiktige verdiskaping. I stedet er det utenlandske banker og andre land som får nytte av denne merverdien. Sett fra et norsk ståsted er gir dette mest sannsynlig en samfunnsøkonomisk kostnad i den grad norske banker har større grad av norsk eierskap enn utenlandske banker. De tapte inntektene består av eventuell risikovektet meravkastning til norske eiere av å operere uten et Basel I-gulv.

3.1.3. Beskrivelse av dagens marked og referansebanen

Med referansebane mener vi hvordan vi forventer oss at markedet vil utvikle seg basert på gjeldende regulering. Ved utgangen av første halvår var bedriftsmarkedsandelen til utenlandske banker på cirka 36 prosent (Finanstilsynet, 2015b). Utlånsveksten fra utenlandske filialbanker til norske bedriftskunder har vært betydelig sterkere enn fra norske banker det siste året og gitt at det gjeldende Basel I-gulvet ikke fjernes vil dette sannsynligvis også fortsette i noe tid fremover frem til de norske IRB-bankene har kommet i en ny likevekt med en portefølje som har en såpass høy gjennomsnittlig risiko at Basel I-gulvet ikke binder. Figuren nedenfor viser hvordan utenlandske bankers

markedsandel har utviklet seg de siste 20 årene. Vi ser at ved inngangen til finanskrisen var markedsandelen til utenlandske banker i bedriftsmarkedet i overkant av 40 prosent. Vi ser allerede tendenser til at markedsandelen til utenlandske banker er på vei opp igjen, og i referansebanen legger vi til grunn at markedsandelen i likevekt vil komme tilbake til dette nivået.

Figur 3-2: Markedsandel utlån til bedriftskunder. Kilde: Finanstilsynet

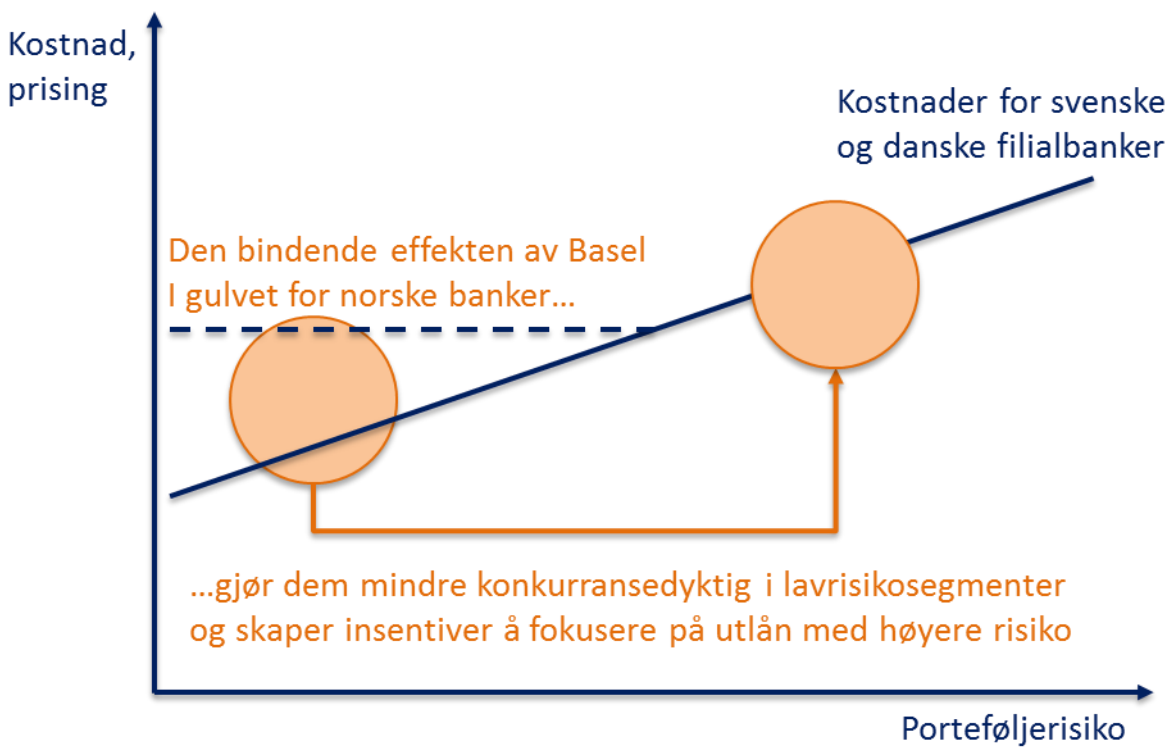


En slik markedsutvikling er realistisk. I en publisasjon fra Bank of England (Aiyar, Calomiris og Wieladek 2014) pekes det nettopp på hvordan forskjellig regulering av innenlandske banker og filialer av utenlandske banker i perioden 1998-2007 førte til en substitusjon av kreditt fra innenlandske banker til kreditt fra filialene av utenlandske banker. I artikkelen finner de at den potensielle reduksjonen i kreditttilbudet som følge av strengere kapitalkrav nesten ble halvert som følge av at utenlandske filialbanker ikke ble omfattet av reguleringen. Dette er en sterk indikasjon på at det er vanskelig å lykkes med en særregulering av nasjonale banker med formål å redusere gjeldsvekst blant husholdninger og bedrifter fordi det oppstår en «lekkasje» via de utenlandske filialene underlagt utenlandske tilsynsmyndigheters regelverk.

For å vurdere effekten av den norske tilpasningen til EUs kapitaldekningsregelverk ser vi på referansebanen betinget på to scenarier: Én referansebane betinget på en «normal markedsituasjon», og én referansebane betinget på at det oppstår en finanskrisesituasjon. I en normalsituasjon fører «regelverkslekkasjen» via utenlandske filialbanker til at kreditttilbudet i det norske markedet vil være på samme nivå som om man ikke hadde Basel I-gulvet. Vi legger derfor til grunn at en fjerning av Basel I-gulvet ikke vil påvirke tilbudet av kreditt i en normalsituasjon. I en finanskrisesituasjon legger vi til grunn at markedsandel for utenlandske banker vil påvirke størrelsen på de negative konsekvenser av at utenlandske banker har en tendens til å fokusere på sine hjemmemarkeder i forbindelse med internasjonale finanskriser.

Et annet viktig moment ved referansebanen er at Basel I-gulvet fører til at norske banker fokuserer sine utlån mot mer risikable utlånsporteføljer hvor Basel I-gulvet ikke er bindende for de norske IRB-bankenes kapitaldekning. Figuren nedenfor illustrerer hvordan de utenlandske filialbankenes utlånskostnad, i form av økte kapitalkrav, er en jevnt stigende funksjon av porteføljens gjennomsnittlige risiko. For norske banker derimot vil kostnaden være konstant og høyere enn for utenlandske filialbanker for porteføljer med lav risiko. Dette illustrerer at det er i dette området Basel I-gulvet er bindende for norske IRB-banker. På grunn av konkurransen fra utenlandske filialbanker som ikke er bundet av Basel I-gulvet vil derfor norske banker måtte fokusere på mer risikable markedsegmenter hvor de er konkurransedyktige. Dette markedsegmentet tilsvarer området til høyre for hvor den stiplede linjen treffer kostnadskurven for svenske og danske filialbanke. I dette området er risikoen så høy at det er kapitalkravet basert på interne risikomodeller som er bindende, og ikke Basel I-gulvet. På grunn av disse tilpasningskostnadene hos norske banker vil risikoen knyttet til at interne risikomodeller kan undervurdere den faktiske utlånsrisikoen i en krisesituasjon være tilnærmet like mye tilstede i et regulatorisk regime med Basel I-gulv, som i et regime uten Basel I-gulv.

Figur 3-3: Effekter på norske bankers gjennomsnittlige porteføljerisiko av dagens implementering av Basel I-gulvet i Norge



3.2. Trinn 2: Identifisering av relevante finansmarkedspolitiske virkemidler og tiltak

Identifisere og beskrive relevante tiltak og virkemidler

Når problembeskrivelsen er gjennomført må egnede tiltak eller virkemidler for å løse problemene identifiseres. Formålet med dette trinnet er å identifisere et utvalg av relevante alternativer som deretter kan analyseres for å identifisere den mest hensiktsmessige løsningen.

I dette kapitlet trekkes det fram juridiske, økonomiske og informasjonsvirkemidler og tiltak som kan egne seg til å løse problemene knyttet til dagens praktisering av Basel I-gulvet beskrevet i trinn 1. Vi presenterer totalt fire ulike alternativer. Av disse trekker vi fram alternativ 1 som det mest relevante alternativet for å løse utfordringene knyttet til Basel I-gulvet.

Alternativ 1. Siden det hovedsakelig er Basel I-gulvet som fører til skjeve konkurranseforhold og økt fokus hos norske banker på høyrisikosegmenter (se Figur 3-2), kan man først vurdere samfunnsøkonomiske fordeler og kostnader ved å harmonisere implementeringen av Basel I-gulvet med tolkningen i de fleste EU-land. Dette innebærer at man opphever dagens Basel I-gulv knyttet til det risikovektede beregningsgrunnlaget, og innfører et nytt Basel I-gulv knyttet til ansvarlig kapital.

Hovedavveiningen knyttet til dette alternativet sammenlignet med referansebanen er mellom:

- 1) den positive effekten av at Basel I-gulvet vil redusere den negative prosykliske effekten av at utenlandske banker har en tendens til å fokusere på sine hjemmemarkeder i krisetider, og
- 2) at avvikling av dagens Basel I-gulv kan gi en lavere de facto kapitaldekning, og således øke sannsynligheten for en finanskrisen i Norge.

Alternativ 2. En av hovedbegrunnelsene for innføring av strengere kapitaldekningskrav i Norge var faren for boligboble.⁶ Ved å innføre Basel I-gulvet på risikovektede eiendeler forsøkte Finanstilsynet blant annet å gjøre utlån til bolig dyrere for norske banker. Påfølgende sterkere konkurranse fra utenlandske filialbanker som følge av «lekkasje» i regelverket presset imidlertid boliglånsrenter ned uansett.

For å hindre videre økning i boligpriser på en mer direkte måte kan man vurdere å bruke økonomiske virkemidler og tiltak, blant annet fjerning av skattefritak knyttet til egen bolig eller tiltak som stimulerer til boligbygging. Det første virkemiddelet kan bidra til å dempe etterspørselen ved å gjøre kjøp av bolig dyrere. Det sistnevnte kan bidra til å redusere boligpriser ved å øke tilbud. Denne typen strukturelle boligmarkedstiltak er også i tråd med anbefalingene fra IMF i en relativt nylig rapport om makroøkonomisk risikostyring (IMF, 2015).

Økonomiske virkemidler og tiltak rettet direkte mot boligmarkedet må ses i kombinasjon med fjerning av Basel I-gulvet (Alternativ 1). Bare på denne måten kan man også treffe de andre målsetningene med finansmarkeds-politikken, slik som en konkurransedyktig norsk finansnæring og finansiell stabilitet knyttet til faren for «flight home»

⁶ Se for eksempel notatet fra den nordiske arbeidsgruppen på Basel III/CRD IV:

https://www.regjeringen.no/contentassets/5865ecd1e814449d8d607230f626ffff/report_nordicworkinggroup_crdiv.pdf

effekter fra utenlandske banker. Med hensyn til finansiell stabilitet tilbyr dette alternativet alle fordeler knyttet til alternativ 1. I tillegg bidrar det til økt finansiell stabilitet ved å redusere sannsynlighet for boligboble. Endringer i skattesystemet knyttet til egen bolig har imidlertid vist seg politisk utfordrende. Man kan også redusere sannsynlighet for en boligboble ved å stimulere boligbygging som vil føre til økt tilbud av boliger. Imidlertid kan muligheter for boligbygging i områder med høy etterspørselen være nokså begrensede og bygging av flere boliger i områder med lav etterspørsel vil mest sannsynlig ha en meget begrenset effekt på boligprisvekst.

Selv om tiltak rettet direkte mot boligmarkedet er svært relevant med hensyn til å redusere risikoen for en boligboble, er ikke dette tiltaket nødvendig for å løse problemene med Basel I-gulvet. Grunnen til dette er som beskrevet i referansebanen under trinn 1 av analysen er at Basel I-gulvet mest sannsynlig ikke har noen direkte reduserende effekt på boligprisveksten ettersom det ikke omfavner utenlandske filialbanker som konkurrerer på det norske markedet. Av denne grunn vil vi ikke gå videre i vurderingen av alternativ 2.

Alternativ 3. Det at norske tilleggskrav ikke treffer utenlandske filialbanker fullt ut er blant annet fordi de ligger utenfor det nasjonale handlingsrommet gitt i EUs CRR/CRD IV regelverk, noe som gjør det utfordrende å oppnå gjensidighet i krav fra danske og svenske finanstilsynet overfor sine banker som opererer i Norge. Samtidig bruker man ikke fullt ut de andre mulighetene innenfor det nasjonale handlingsrommet. Etter nærmere bestemmelser åpner det fullharmoniserte EU-regelverket for nasjonale skjerpelser av risikovekter for bolig- og næringseiendom, som enten utløser eller legger til rette for gjensidighetsprinsippet. Dersom myndighetene mener det er et problem at de interne risikomodellene synes å gi for lave estimater kan det for eksempel være mulig å innføre denne typen minimumskrav til risikovekter for bolig- og næringseiendom. Myndighetene har allerede gjennomført slike restriksjoner, for eksempel økte de minstekravet til modellparameteren "tap gitt mislighold" (LGD) fra 10 prosent til 20 prosent i kapitalkravforskriften med begrunnelsen om å styrke bankenes modeller ut fra hensynet til finansiell stabilitet. Krav til parametere i anvendelsen av interne risikomodeller er etter det vi forstår innenfor det nasjonale handlingsrommet og vil derfor etter gjensidighetsprinsippet også gjelde utenlandske filialbanker.

En slik tilnærming, kombinert med fjerning av Basel I-gulvet, kan bidra til å jevne ut forskjeller i konkurransevilkår på dette segmentet og dermed redusere de negative effektene av flukten av kapital fra filialbanker dersom en finanskriser skulle inntreffe. Samtidig vil tiltaket kunne redusere risikoen for en finanskriser uten at det svekker konkurransevnen til norsk finansnæring i det norske markedet. Når det er sagt vil et økende omfang av regulatoriske krav til banker som skiller det norske markedet fra andre markeder kunne bidra til å svekke konkurransen i det norske markedet på sikt. Konkurransetilsynet (2015) peker nettopp på at økende grad av vertslandsregulering kan føre til etableringshindre for utenlandske banker som ikke er i det norske markedet per i dag, men som kan vurdere å gå inn en gang i fremtiden. Videre vil dette alternativet også føre til dyrere lån for bedriftskunder i normale tider på grunn av økte krav til egenkapital per utlånskroner.

På samme måte som for alternativ 2 velger vi ikke å gå videre med analysen av bruk av nasjonale skjerpelser av risikovekter for bolig- og næringseiendom. Grunnen til dette er at avviklingen av Basel I-gulvet, skissert i alternativ 1, synes tilstrekkelig til å løse problemene beskrevet i trinn 1.

Alternativ 4. I tillegg til juridiske og økonomiske virkemidler og tiltak, kunne man se også på andre muligheter slik som informasjonstiltak for å etablere en bedre kommunikasjon mellom store internasjonale kreditorer og norske banker. Dette kan være gjennom konferanser, bedre forklaring av forskjeller mellom det norske regelverket og regelverket i EU, samt hva forskjellene betyr for kapitaldekningsgraden målt opp mot faktisk solvens. Denne typen tiltak

gjøres allerede av norske banker selv, men dersom myndighetene selv hadde kommunisert dette tydelig ville budskapet fått større kredibilitet i markedet. På denne måten kan norske finansmyndigheter til en viss grad redusere informasjonsasymmetrien som potensielt kan øke lånekostnader for norske banker. Dessverre vil effekten av slike tiltak være veldig begrenset i omfang og de vil ikke bidra til målsetningene av finansmarkedspolitikk på en vesentlig måte. Dette er særlig fordi man fortsatt vil ha et høyere egenkapitalkrav enn konkurrerende utenlandske banker, til tross for at lånekostnadene potensielt vil reduseres. Derfor vil vi ikke analysere dette alternativet videre.

Tabell 3-1: Oversikt over alternative virkemidler og tiltak

Alternativ	Virkemiddel/Tiltak	Målsetninger	Vurderes videre?
1	Fjerne Basel I-gulvet	Etablere like konkurransevilkår og redusere konsekvenser av «flight home» effekter	Ja
2	Alternativ 1 kombinert med innføring av boligmarkedstiltak (skatt på bolig, høyere egenkapitalkrav til boliglån, tiltak som stimulerer boligbygging)	Etablere like konkurransevilkår, redusere konsekvenser av «flight home» effekter og redusere sannsynligheten for boligboble.	Nei
3	Alternativ 1 kombinert med nasjonale skjerpelser av risikovekter for bolig- og næringseiendom	Etablere like konkurransevilkår, redusere konsekvenser av «flight home» effekter og redusere sannsynlighet for finanskriser.	Nei
4	Investering i kommunikasjon om forskjeller mellom norsk og EUs CRR/CRD IV regelverk til internasjonale finansmiljøer	Sørge for at norske banker ikke får en ulempe på internasjonale lånemarkeder på grunn av informasjonsasymmetrier knyttet til norsk implementering av CRR/CRD IV.	Nei

3.3. Trinn 3: Identifisere virkninger

Identifisere virkninger

Etter at relevante tiltak og virkemidler er identifisert kan en første kvalitativ vurdering av tiltakene og virkemidlenes samfunnsøkonomiske virkninger gjennomføres. Formålet er å identifisere hvilke aktører som blir berørt, hvordan de vil tilpasse seg og hvilke virkninger som er av større og mindre betydning. Dette vil gi en oversikt over:

- Hvilke interessenter som bør kontaktes
- Hva slags informasjon som må hentes inn
- Hvilke markedsvirkninger som må analyseres

3.3.1. Berørte aktører

Det er i hovedsak fem brede grupper av aktører som vil kunne berøres ved en eventuell fjerning av Basel I-gulvet: banker, konsumenter av finansielle tjenester, det øvrige kapitalmarkedet, den norske stat, og utenlandske tilsynsmyndigheter. De alternativene som ble identifisert i forrige kapittel påvirker følgende grupper av aktører:

- *Banker.* Både norske banker og utenlandske filialbanker må oppfylle kapitalkrav og rapportere regulatorisk kapitaldekningsgrad. Fjerning av Basel I-gulvet vil påvirke norske IRB-bankers kapitaldekningskrav, særlig med hensyn til utlånsporteføljer med lavere risiko. Norske IRB-bankers økte konkurransekraft vil påvirke markedssituasjonen, og således indirekte ha effekt for både utenlandske filialbanker og norske banker som benytter standardmetoden.
- *Konsumenter av finansielle tjenester.* Ettersom det allerede er «lekkasje» i regelverket er det ikke grunn til å forvente at fjerning av Basel I-gulvet for norske IRB-banker vil påvirke renter på lån og mengden tilbudt kreditt i særlig grad i en normal markedssituasjon. Derimot vil konsumentene av finansielle tjenester påvirkes ved at både sannsynlighetene og størrelsen på en eventuell finanskriser endres.
- *Øvrig kapitalmarked.* Utenom kreditt fra banker tilbys det også finansiering fra andre typer kredittinstitusjoner, penge- og obligasjonsmarkedet og egenkapitalmarkedet. Disse kapitalkildene kan være delvis substitutter for bankfinansiering, og tilbyderne av de alternative finansieringskildene vil påvirkes i den grad Basel I-gulvet fører til endringer i sannsynligheten og størrelsen på kredittbegrensningene ved en eventuell finanskriser.
- *Staten (inkludert Finansdepartementet, Finanstilsynet, Skatteetaten, Regjeringen, Stortinget).* Staten har ansvar for å utvikle reguleringer og overvåke compliance med reguleringer. Statlige aktører bærer de direkte kostnadene av reguleringen i form av økt tilsyn, investeringer i IT-systemer for overvåking av markeder og lagring av data, samt oppfølging av at utenlandske tilsynsmyndigheter følger opp gjensidighetsprinsippet. I tillegg bærer de kostnader knyttet til en eventuell «bailout» av insolvente systembanker og stimulering av økonomien dersom en finanskriser skulle inntreffe. Det er grunn til å forvente at sistnevnte er blitt betydelig redusert i forbindelse med innføringen av krisehåndteringsdirektivet.
- *Finanstilsyn i EU land.* Innføring av tilleggskrav til CRR/CRD IV i Norge som ligger innenfor det nasjonale handlingsrommet utløser gjensidige krav fra finanstilsynet i EU-land for sine banker som opererer i Norge. Dette betyr at utenlandske myndigheter må bruke ekstra ressurser ved å sette seg inn i samt føre tilsyn med norske regler som skiller seg fra deres egne. Ettersom kostnader som påføres aktører utenfor Norge normalt ikke inkluderes i samfunnsøkonomiske analyser vil vi ikke fokusere videre på effekter på myndigheter i andre land.

3.3.2. Alternativ 1: Fjerne Basel I-gulvet

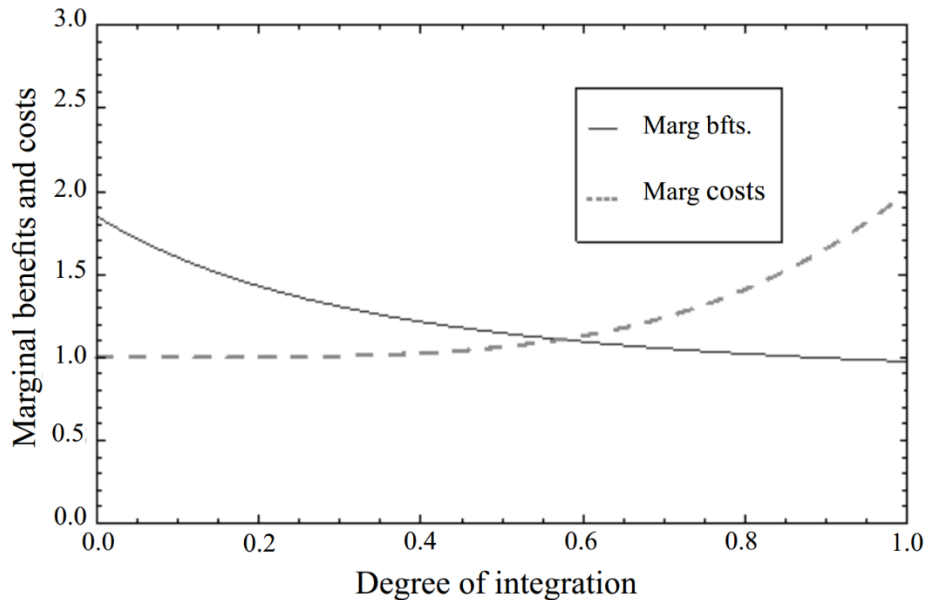
Vurdering av styringseffektivitet knyttet til myndighetenes overordnede mål.

Finansiell stabilitet. Fjerning av Basel I-gulvet kan bidra til å forsterke finansiell stabilitet på to måter. For det første, ved å fjerne en kostnadsfordel for utenlandske filialbanker reduserer man den negative effekten av flukt av kapital i tilfelle finanskriser. For det andre bidrar dette til å redusere insentiver for norske banker til å fokusere på utlån til prosjekter og kunder med høyere risiko.

Samtidig er det mulig at fjerning av Basel I-gulvet vil føre til redusert effektiv kapitaldekningsgrad i norske banker, noe som øker sannsynligheten for en finansiell krise. Dette avhenger av i hvilken grad norske IRB-banker har tilpasset risikoen i sin portefølje, og de kapitalkravene det medfører, slik at Basel I-gulvet ikke binder. Imidlertid har denne løsningen ingen direkte påvirkning på sannsynlighet av boligboble som norske myndigheter har vært særlig fokusert på i forbindelse med begrunnelsen for tilleggskrav for norske banker. Sistnevnte følger av at det allerede er «lekkasje» i regelverket slik at det tilbys boliglån til en pris som skulle tilsi at man ikke hadde et Basel I-gulv.

En annen negativ virkning på finansiell stabilitet kan være økte konsekvenser av et idiosynkratisk sjokk på norsk økonomi. Eksempelvis, ettersom en stor andel av norske banker sine utlånsporteføljer er eksponerte mot olje- og gassrelaterte virksomheter kan en langvarig nedgang i oljeprisen skape et sjokk for det norske finanssystemet. Utenlandske banker har mindre eksponering mot offshore olje- og gassnæringen og bidrar til en større grad av diversifisering av det norske bankmarkedet. Ved å fjerne Basel I-gulvet reduserer man insentiver for utenlandske banker til å vokse videre i Norge og dermed kan diversifiseringseffekten fra utenlandske banker i det norske markedet svekkes. Diversifiseringseffekten av høyere markedsandel av utenlandske banker blir imidlertid gradvis redusert ettersom de tar en større andel av markedet (Allen et al., 2011). Disse mekanismene illustreres i figuren nedenfor som viser marginale fordeler og ulemper ved å øke markedsintegrasjonen med utenlandske banker.

Figur 3-4: Optimalt nivå på grensekryssende bankvirksomhet. Kilde: Allen, et al. (2011)



I Norge er markedsandelen av utenlandske filialbanker allerede en av de høyeste i Europa. Basert på oversikten til Hoggarth, Hooley og Korniyenko (2013) var det ved utgangen av 2007 kun Storbritannia og Luxembourg hvor utenlandske filialbanker hadde en større markedsandel enn den Finanstilsynet oppgir for Norge. Med bakgrunn i at markedsandelen til utenlandske filialbanker allerede er høy, og at deres tilstedeværelse i stor grad er begrenset til en håndfull svenske og danske banker, legger vi til grunn at deres videre vekst ikke vil bidra betydelig til å øke diversifiseringsgevinstene. Et viktig poeng i denne sammenheng er at gitt at man allerede har et betydelig innslag av utenlandske filialbanker i det norske markedet vil det være relativt enkelt for disse bankene å skalere opp sin virksomhet gitt at norske banker får likviditetsproblemer. Argumentet baserer seg på at det norske markedet uansett er relativt lite i forhold til de utenlandske bankenes kapitalbase.

Som nevnt i trinn 1 er et av hovedargumentene til Finanstilsynet for å operere med et Basel I-gulv på risikovektede eiendeler at de er skeptiske til om de interne risikomodellene greier å fange opp risikoen knyttet til krisetider. Særlig er de bekymret for at modellene ikke fanger opp risikoen i boligmarkedet. I denne analysen gjør vi ikke noen egen vurdering av om Finanstilsynet har grunn til bekymring eller ikke. Derimot, som det argumenteres for i referansebanen i trinn 1, er ikke Basel I-gulvet et godt egnet virkemiddel til å håndtere denne modellrisikoen. Årsaken til dette er at konkurransen fra utenlandske filialbanker, som ikke er bundet av Basel I-gulvet, «tvinger» norske banker til å tilpasse sin atferd slik at det er de interne risikomodellene som binder, og ikke Basel I-gulvet. I den grad norske banker har tilpasset sin portefølje slik at Basel I-gulvet i liten grad er bindende for deres kapitaldekning, vil en fjerning av Basel I-gulvet ikke påvirke risikoen knyttet til at kapitalvektene er beregnet med statistiske modeller basert på historiske tidsserier. I den kvantitative analysen under trinn 4 legger vi til grunn at norske IRB-banker i noe grad fortsatt er bundet av Basel I-gulvet, og at vi således vil forvente at en avvikling av Basel I-gulvet vil redusere kapitaldekningen noe. Desto lenger det opereres med et Basel I-gulv som kun gjelder for norske banker, i desto større grad må man forvente seg at norske banker tilpasser sine porteføljer deretter.

En opphevelse av Basel I-gulvet vil gjøre at norske IRB-banker øker sin konkurransedyktighet på utlån som vurderes til å ha lavere risiko basert på bankenes interne risikomodeller. Dette vil mest sannsynlig føre til at norske IRB-banker vil redusere den totale risikoen i sin portefølje. I den grad IRB-modellene er gode til å predikere reell risiko er det mindre grunn til å tro at en reduksjon i gjennomsnittlig porteføljrisiko hos norske IRB-banker vil ha noen effekt på finansiell stabilitet. Dette følger av at en mindre risikabel portefølje vil motregnes én-til-én mot lavere kapitalvekter på en slik måte at risikoen for bankens insolvens holdes konstant.

Forbrukerhensyn. Fjerning av Basel I-gulvet vil ikke direkte påvirke renter som enten private eller bedriftskunder betaler for lån i normale tider. En fjerning av Basel I-gulvet vil imidlertid bidra til å endre konkurransesituasjonen i markedet på den måten at norske bankers markedsandel vil øke, særlig på bekostning av utenlandske filialbankers markedsandel. I en finanskrisesituasjon vil en redusert markedsandel hos utenlandske banker bidra til å redusere de negative effektene på tilgjengelig kreditt. Dette er positivt for forbrukerne av finansielle tjenester. Samtidig kan den positive effekten av økt konkurransedyktighet for norske IRB-banker bli redusert dersom deres soliditet svekkes som følge av fjerning av Basel I-gulvet. Dersom flere norske banker går konkurs under en finanskrise blir mengden på tilbudt kreditt redusert og renter vil sannsynligvis gå opp.

Vi vurderer det slik at fjerning av Basel I-gulvet vil ha liten innvirkning på mengden tilbudt kreditt i det norske markedet i en «normalsituasjon». Ettersom det er utenlandske aktører som opererer på det norske markedet som ikke påvirkes direkte av Basel I-gulvet, er det mindre mulighet til å velte kostnadene over på kundene som følge av høyere kapitaldekning hos norske IRB-banker. Dette argumentet støttes av en studie fra Bank of England (Aiyar, Calomiris og Wieladek, 2014) som finner at den potensielle reduksjonen i kreditttilbudet som følge av strengere kapitalkrav nesten ble halvert som følge av at utenlandske filialbanker ikke ble omfattet av reguleringen. I tillegg kommer mulighet til å substituere banklån med andre typer kreditt, for eksempel gjennom obligasjonsmarkedet. Når det gjelder økt tilgang til kreditt hos husholdningene er det uansett uklart i litteraturen i hvilken grad dette skal vurderes som en fordel i kost-nytteanalyser (Posner og Weyl (2014) og Zinman (2013)). Kostnaden vil i så fall begrenses til noe mindre tilgang til kreditt i det norske bedriftsmarkedet blant de som ikke får lån fra utenlandske filialbanker eller obligasjonsmarkedet, men som ville fått kreditt fra norske IRB-banker dersom de hadde hatt rimeligere finansiering. Gjennom denne kanalen er det potensielt en negativ effekt på realinvesteringer, som igjen vil slå ut i lavere langsiktig verdiskaping. At denne kredittbegrensningen hovedsakelig vil påvirke investeringer som er lønnsomme på marginen vil også bidra til at effekten på langsiktig verdiskaping vil være begrenset.

Konkurransedyktig norsk finansnæring. Fjerning av Basel I-gulvet øker konkurransedyktigheten til norske IRB-banker både nasjonalt og internasjonalt. I den grad norske banker har større grad av norsk eierskap enn utenlandske banker som opererer i det norske markedet vil dette potensielt øke norske bankaksjonærers avkastning, hvilket også bidrar til å øke statens inntekter gjennom økt utbytteskatt.

Vurdering av kostnadseffektivitet

I tabellen nedenfor har vi oppsummert henholdsvis nytte- og kostnadselementer knyttet til de ulike effektene av å fjerne Basel I-gulvet som presenteres ovenfor. Nytte- og kostnadselementene i fet skrift er de effektene som vurderes som de kvantitativt største. Det er disse effektene vi vil prioritere i kvantifiseringen av effekter som gjøres i trinn 4 nedenfor.

Tabell 3-2: Oversikt over nytte- og kostnadseffekter fordelt på type

Type effekter	Nytte	Kostnader
Direkte kostnader for regulerende myndigheter		<ul style="list-style-type: none"> • Økning i administrative kostnader for en tettere oppfølging av IRB-modeller minus en reduksjon i administrative kostnader knyttet til etablering av bilaterale avtaler; • Økning i forventede «bailout» kostnader som følge av en høyere sannsynlighet for en finanskriser.
Kvantumseffekter	<ul style="list-style-type: none"> • Økning i BNP ved en eventuell finanskriser drevet av mindre reduksjon i realinvesteringer • Økning i BNP i en normalsituasjon drevet av økt kredittilbud i bedriftssegmenter som ikke har substitutter til norsk IRB-bank finansiering 	<ul style="list-style-type: none"> • Økt sannsynlighet for en finanskriser; • Reduksjon i diversifiseringseffekter
Konkurranseseffekter	<ul style="list-style-type: none"> • Reduksjon i finansieringskostnader for norske IRB-banker; • Høyere utbytteskatt ettersom norske IRB-banker vil øke sine markedsandeler 	

3.4. Trinn 4: Tallfesting og verdsetting av virkninger

Tallfeste og verdsette virkninger

Neste trinn i analysen er å tallfeste de identifiserte virkningene fra trinn 3. Tallfesting av virkningene er et svært viktig ledd i samfunnsøkonomiske analyser fordi det synliggjør konsekvensene og gjør dem sammenliknbare. Tallfesting av kostnadene er derfor nødvendig for å kunne vurdere forskjellen fra dagens situasjon, altså avviket mellom referansebanen og tiltaksbanen. Det gjør det også lettere å sammenlikne og rangere på tvers av tiltak og dermed vurdere om noe skal gjennomføres eller ikke.

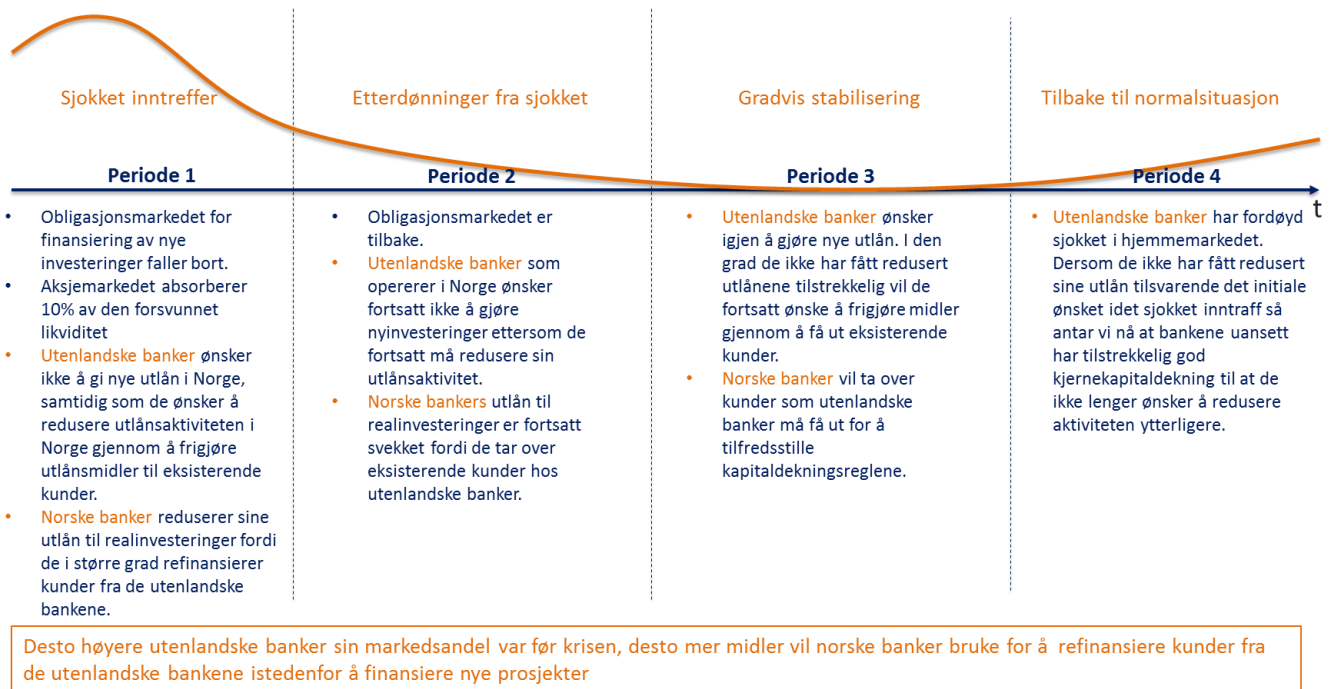
3.4.1. Direkte kostnader for regulerende myndigheter

Fjerning av Basel I-gulvet forventes i utgangspunktet ikke å medføre særlig økte kostnader for norske myndigheter. Snarere tvert om vil man få redusert behov for ressurser knyttet til dialog og møter med utenlandske tilsynsmyndigheter (hovedsakelig svenske og danske) for å sikre at gjensidighetsprinsippet holdes i hevd. Det er imidlertid mulig at norske tilsynsmyndigheter vil ønske å følge opp norske IRB-banker ekstra nøye i en overgangsfase dersom man fjerner Basel I-gulvet for å redusere risikoen knyttet til bankenes egne estimeringer av kapitalvekter. Dette vil i så fall kreve økte ressurser til tilsynsmyndighet. Gitt at Finanstilsynet allerede har et operativt tilsyn med internmodellene til bankene vil dette sannsynligvis medføre en begrenset økning i ressursbruk sammenlignet med andre potensielle effekter. Finanstilsynet har et budsjett for driftsutgifter i 2016 på 333 millioner kroner. Dersom man antar at disse kostnadene øker med 5 prosent ved fjerning av Basel I-gulvet tilsvarer dette en økning i årlige tilsynskostnader på cirka 17 millioner kroner. En budsjettøkning hos Finanstilsynet på 17 millioner innebærer at Finanstilsynet vil kunne dedikere om lag to ekstra årsverk til oppfølging av hver enkelt IRB-bank. Dette er muligens noe høyere enn hva som er realistisk, men reflekterer at Finanstilsynet vil ønske å dedikere betydelige ressurser til oppfølging av bankenes interne risikomodeller ved en eventuell avvikling av Basel I-gulvet. Dersom man ser 25 år frem i tid og neddiskonterer med en realrente på fire prosent blir dette **et totalt beløp på 265,6 millioner 2016-kroner.**

3.4.2. Positive kvantumseffekter

Basert blant annet på norske erfaringer fra finanskrisen i 2008/2009 samt annen forskningslitteratur forventer man at utenlandske banker ved en internasjonal finanskrisen vil forsøke å konsentrere virksomhet til sitt hjemmemarked. I en analyse av konsekvenser for bankkonkurranse og næringsliv på Vestlandet av ny bankregulering beskriver Menon (Grimsby mfl., 2014) et realistisk scenario for hvordan en internasjonal finanskrisen vil påvirke norske finansmarkeder, herunder hvilken betydning graden av tilstedeværelse av utenlandske filialbanker vil ha. Siden norske banker i større grad må refinansiere kunder fra de utenlandske bankene og det vil være mangel på likviditet i både obligasjons- og egenkapitalmarked, vil flukten av utenlandske banker fra det norske markedet føre til en betydelig reduksjon i realinvesteringer og produksjon i Norge. Situasjonen vil forbedre seg gradvis i senere perioder når obligasjonsmarked blir mer likvid og de utenlandske bankene gradvis opplever en stabilisering i kapitalmarkedene (se Figur 3-5 for en mer detaljert beskrivelse av prosessen).

Figur 3-5: Gangen i scenariene. Kilde: Menon



De negative konsekvensene av de utenlandske bankers konsolidering og fokus på sine hjemmemarkeder i forbindelse med internasjonale finanskriser blir større desto høyere markedsandel de har. I referansebanen beskrevet i trinn 1 argumenterer vi for at Basel-gulvet gir utenlandske banker en konkurransefordel for utlån i visse markedssegmenter hvilket bidrar til å øke deres markedsandel. En fjerning av Basel I-gulvet vil bidra til å reversere denne effekten. For å estimere reduksjon i realinvesteringer i tilfelle en internasjonal finanskriser med og uten Basel I-gulvet, vurderer vi to scenarier hvor utenlandske banker i likevekt har en markedsandel på henholdsvis:

- **Referansebane:** utenlandske banker med bedriftsmarkedsandel på 42 prosent
- **Tiltaksbane:** utenlandske banker med bedriftsmarkedsandel på 28 prosent

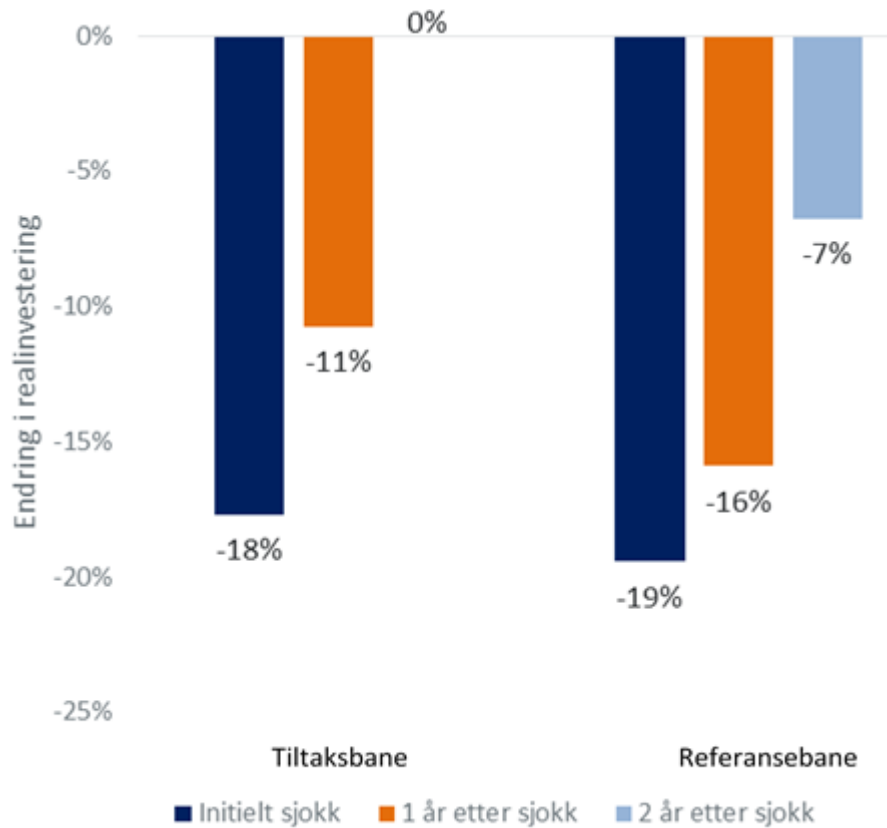
Markedsandelen i referansebanen tilsvarer markedsandelen til utenlandske banker i det de gikk inn i finanskrisen (se Figur 3-2 i trinn 1), mens markedsandelen tilsvarer en noe lavere markedsandel enn det man har per i dag. Forutsetningen for forskjellen mellom utenlandske bankers bedriftsmarkedsandel i referansebanen og tiltaksbanen er at en fjerning av Basel I-gulvet på sikt vil redusere utenlandske bankers markedsandel med 14 prosentpoeng. Dette tilsvarer om lag en tredjedeldels reduksjon i utenlandske bankers markedsandel sammenlignet med referansebanen.

Forskjell i effekt på realinvesteringer ved en finanskriser

Figur 3-6 under viser den beregnede effekten på realinvesteringer i Fastlands-Norge basert på scenariene presentert i Figur 3-5. Figuren viser at forskjellen i investeringseffekt mellom tiltaksbanen og referansebanen er minimal i første periode hvor sjokket inntreffer. Dette følger av at norske banker har hendene fulle med å finansiere selskaper som i en normal situasjon ville brukt obligasjonsmarked, samt at de må refinansiere kunder av utenlandske filialbanker. Imidlertid, når markedsandelen av utenlandske filialbanker er betydelig mindre, klarer norske banker å refinansiere en større andel av lånene fra utenlandske filialbanker og begynner å finansiere nye prosjekter fortere. Dette fører til at den negative effekten på realinvesteringer er betydelig mindre

i år 1 og 2 etter krisen. Jo lavere markedsandel utenlandske filialbanker har, desto fortere vil man komme tilbake til en normalsituasjon.

Figur 3-6: Estimert negativ effekt over tid på realinvesteringer i Fastlands-Norge. Kilde: Menon



Effekt på norsk Fastlands-BNP av reduserte investeringer

For å tallfeste produksjonseffekten i en internasjonal finanskrisesituasjon av å fjerne Basel I-gulvet bruker vi den generelle likevektsmodellen NOREG. Kjøringen av modellen er basert på en analyseperiode på 25 år fram i tid etter at krisen inntreffer. Den estimerte effekten på norsk Fastlands-BNP følger av forskjeller i investeringer mellom referansebanen og tiltaksbanen hvor det som skiller de to banene er utenlandske banker sin markedsandel i det krisen inntreffer. Resultatene nedenfor bygger på estimeringen som ble gjennomført i rapporten om ny bankregulering som Menon og Vista utarbeidet for Bergen Næringsråd (Grimsby mfl., 2014). Forskjellen er at vi i denne beregningen ser på konsekvensene for hele fastlandsøkonomien.

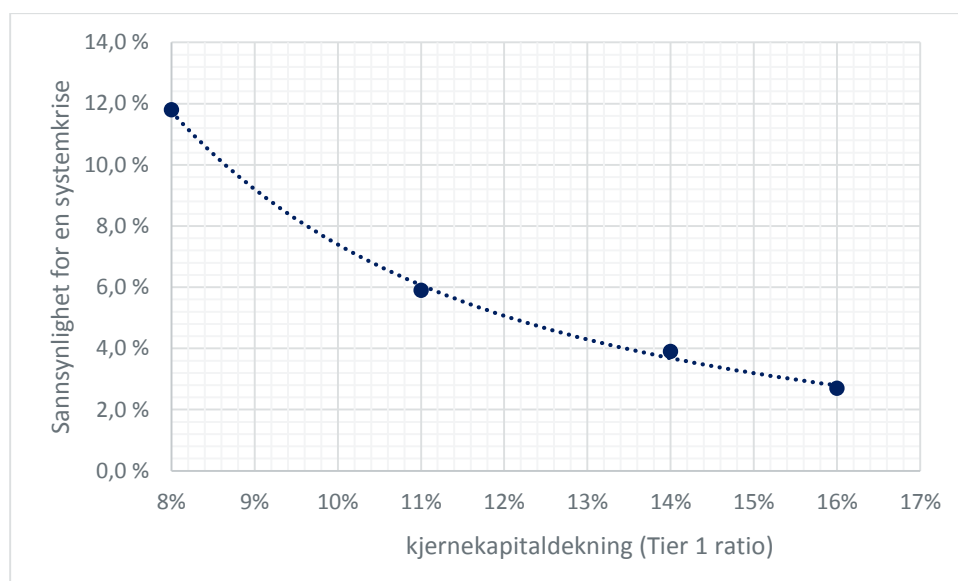
I kjøringen legger vi til grunn at sjokket inntreffer allerede i 2018.⁷ Basert på investeringseffektene angitt ovenfor estimerer vi at den samlede nåverdien av nytteeffekten ved å fjerne Basel I gulvet målt i 2016-kroner er cirka 128 milliarder NOK. For å finne det samfunnsøkonomiske tapet av en høyere markedsandel må dette beløpet videre justeres for sannsynlighet for at en global finanskriser oppstår.

⁷ Fordi det er symmetri mellom de positive og negative kvantumseffektene med hensyn til tidspunktet for når en finanskriser inntreffer er valg av tidspunkt for finanskrisen ikke avgjørende for resultatet av den samfunnsøkonomiske analysen. Dette er fordi de negative kvantumseffektene av å fjerne Basel I-gulvet også legger til grunn en finanskriser i 2018.

Sannsynligheten for at en internasjonal finanskrise inntreffer

Sannsynligheten for at en finanskrise inntreffer avhenger av nivået på kapitaldekningen i økonomien. I en artikkel av forskere i Bank of England (Brooke et al (2015)) viser de hvordan sannsynligheten for en systemkrise er avhengig av kjernekapitaldekning. I artikkelen (Tabell 6, «Results of top-down approach») viser de resultater for fire nivåer av kjernekapitaldekning (8, 11, 14 og 16 prosent) for to risikoscenarier. Vi intrapolerer deres resultater ved å bruke en polinomisk funksjon for høy risiko case for å beregne sannsynlighet for en krise om Basel I-gulvet blir fjernet (se Figur 3-7).

Figur 3-7: Sannsynlighet for en systemkrise som en funksjon av nivået på kjernekapitalen. Kilde: Brooke et al (2015) og Menon



I dag har norske banker en dekningsgrad på ren kjernekapital på 13,2 prosent i snitt (Finanstilsynet, 2015b).⁸ Basert på bankenes kvartalsrapporter per tredjekvartal 2015 viser Finanstilsynet at ren kjernekapitaldekning til DnB vil være cirka 1 prosentpoeng høyere uten Basel I-gulvet. Dersom man legger til grunn tilsvarende effekt på kapitaldekningsgraden for andre norske IRB-banker og at IRB-banker står for om lag 80 prosent av samlet beregningsgrunnlag er det rimelig å anta at kapitaldekningsgraden vil øke til om lag 14 prosent for norske banker i snitt som følge av at Basel I-gulvet fjernes.

Hvordan norske IRB-banker vil tilpasse seg videre er usikkert. Andre regulatoriske krav til bankers kapitaldekning gjør at en reduksjon utover dagens nivå, dvs. 13,2 prosent, ikke er sannsynlig. Dette er altså maksimal effekt av å fjerne Basel I-gulvet. I den grad norske IRB-banker på grunn av konkurranse fra utenlandske filialbanker uten Basel I-gulv allerede har tilpasset seg slik at Basel I-gulvet ikke binder vil vi ikke forvente noen reduksjon i kapitaldekning som følge av Basel I-gulvet. Intervallet for hvor kapitaldekningsgraden på ren kjernekapital vil være ligger altså i intervallet 13,2 til 14 prosent. Som en konservativ antagelse antar vi at endringen i likevekt vil ligge et sted midt i dette intervallet. Videre i analysen antar vi at den vil ligge på 13,6 prosent. Fra figuren over kan vi lese av at dette tilsvarer en årlig 4 prosents sannsynlighet⁹ for en finanskrise (se Figur 3-7, hvilket tilsvarer

⁸ Bare et fåtall av bankene inkluderer delårsresultat i kjernekapitalen før årsslutt. Dette betyr at den angitte rene kjernekapitaldekningen midtveis i året kan være noe undervurdert i den grad det forventes at bankene vil holde tilbake overskudd.

⁹Bank of Englands (Brooke et al., 2015) tabell over sannsynlighet for finanskrise baserer seg på nivået på kjernekapital (Tier 1 ratio), mens Finanstilsynets tall baserer seg på ren kjernekapitaldekning (common equity Tier 1 ratio). Basert på den

en finanskriser i snitt hvert 25 år. Dette nivået på kritesannsynlighet stemmer også godt overens med Finanstilsynets egen vurdering i forbindelse med regler for krisevekting for IRB-bankenes boliglansmodeller (Finanstilsynet, 2014). Finanstilsynet legger til grunn, basert på norsk historikk, at en krise inntreffer i snitt hvert 25 år, og at den varer i fem år. Forskjellen fra våre beregninger er at vi legger til grunn at krisen varer i tre år. Dette taler for at vi ville fått en noe større negativ effekt dersom vi hadde lagt Finanstilsynets forutsetning til grunn. Samtidig er det viktig å presisere at slik kritescenarioet er utformet vil effekten være avtagende med tid, hvilket innebærer at det ikke ville være betydelig endring i resultat dersom man hadde utvidet horisonten med to år.

Sannsynlighetsvektet effekt av at en finanskriser inntreffer

Ovenfor har vi beregnet at den estimerte merkostnaden av en høyere markedsandel for utenlandske banker som følge av Basel I-gulvet til å være 128 milliarder 2016-kroner. Gitt en sannsynlighet på fire prosent for at en finanskriser inntreffer gir dette oss et sannsynlighetsvektet estimat for **den positive kvantumeffekten på cirka 5,1 milliarder NOK**.

3.4.3. Negative kvantumeffekter

Ovenfor legger vi til grunn at en fjerning av Basel I-gulvet fører til en redusert kapitalisering fra 14,0 til 13,6 prosent kjernekapitaldekning. Det er derfor grunn til å tro at fjerning av Basel I-gulvet vil svekke kapitaldekningen noe, noe som vil øke sannsynlighet for en systemisk finanskriser. Våre estimater basert på den nylige analysen av Brooke et al. (2015) foreslår et estimat for økt sannsynlighet for finanskriser på 0,4 prosent (se Figur 3-7). Vi bruker dette tallet på økt sannsynlighet for en finanskriser for å beregne de samfunnsøkonomiske kostnadene ved å fjerne Basel I-gulvet i norsk regulering.

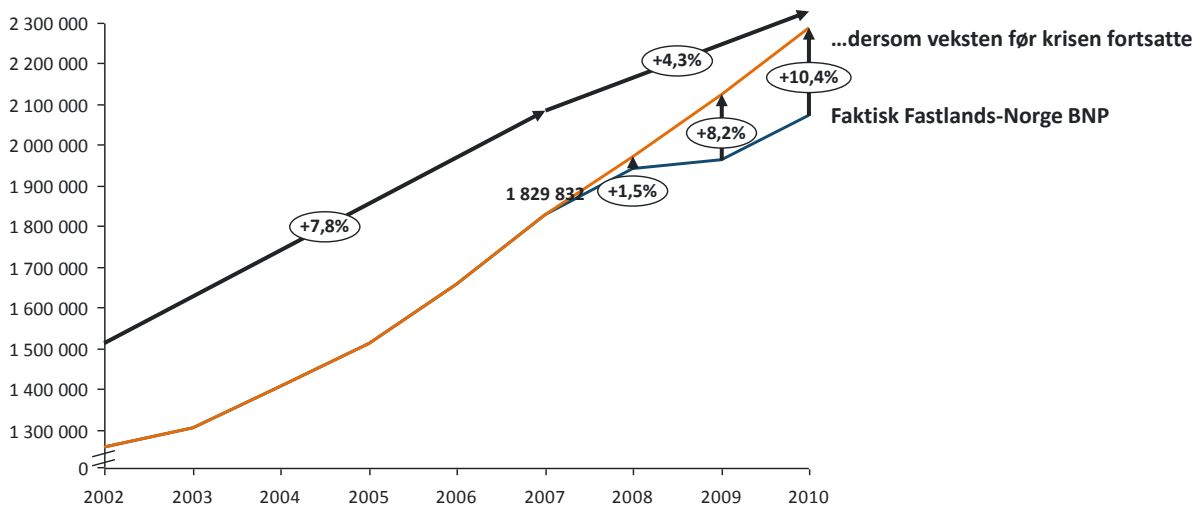
Den andre kostnadskomponenten som vi trenger å beregne i denne sammenheng er potensielt tap som følge av en finanskriser. Siden krisen i 2008/2009 var en rendyrket finanskriser, gir tapet fra den krisen en god indikasjon på BNP-tapets relative størrelse i tilfelle en ny global finanskriser. For å estimere størrelsen på tap i Fastlands-Norges BNP bruker vi statistikk fra SSB og tar utgangspunktet i den nominelle forskjellen mellom faktisk BNP for Fastlands-Norge i perioden 2008-2010 og det BNP for Fastlands-Norge som vi kunne forventet basert på gjennomsnittlig vekst før krisen. For å regne om tapet til andel av BNP regner vi om Fastlands-BNP til faste priser og neddiskonterer til året før krisen inntraff med en realrente på fire prosent.

Fastlands-Norges BNP var 1 829 832 millioner NOK rett før krisen i 2008. Under finanskrisen gikk BNP-vekstraten i Fastlands-Norge ned med 3,5 prosentpoeng fra 7,8 til 4,3 prosent. 3-årsperioden for estimering er konsistent med gangen i scenarioer vist på [Figur 3-3](#) og den faktiske kriseutviklingen. Om den økonomiske veksten i 2008-2010 hadde vært på samme nivå som i 2002-2007 ville norsk Fastlands-BNP vært betydelig høyere i hvert av årene som fulgte (se Figur 3-8 nedenfor). Neddiskontert gir dette oss et estimat for tapet på 351 771 millioner 2007-kroner eller på 19,2 prosent av BNP.¹⁰

begrensede forskjellen mellom ren kjernekapitaldekning og kjernekapitaldekning hos norske banker legger til grunn at denne målefeilen vil gi ubetydelig utslag på resultatet (se ellers sensitivitetsanalysene presentert i trinn 6).

¹⁰ Omregningen til faste kroner er gjort ved bruk av IMF's beregnede BNP-deflatorer for Norge.

Figur 3-8: Størrelse på BNP-tap fra en finanskris. Kilde: Menon og SSB



Konsistent med vår analyse av endringer i realinvesteringer, estimerer vi tap fra en økt sannsynlighet for en finanskris basert på forutsetningen at krisen oppstår i 2018 og gjenbruker Fastlands-Norge BNP-prognose fra NOREG-modellen for realinvesteringer. Den anslår Fastlands-Norges BNP på 2 670 215 millioner NOK i 2017. 19,2 prosent av dette tilsvarer et tap på 513 328 millioner 2016-kroner. Den 0,4 prosent høyere sannsynligheten for en systemkris som følge av reduksjon i kapitaldekning med 0,6 prosentpoeng skaper **estimerte samfunnsøkonomiske kostnader fra økt sannsynlighet for en kris på 2051 millioner NOK.**

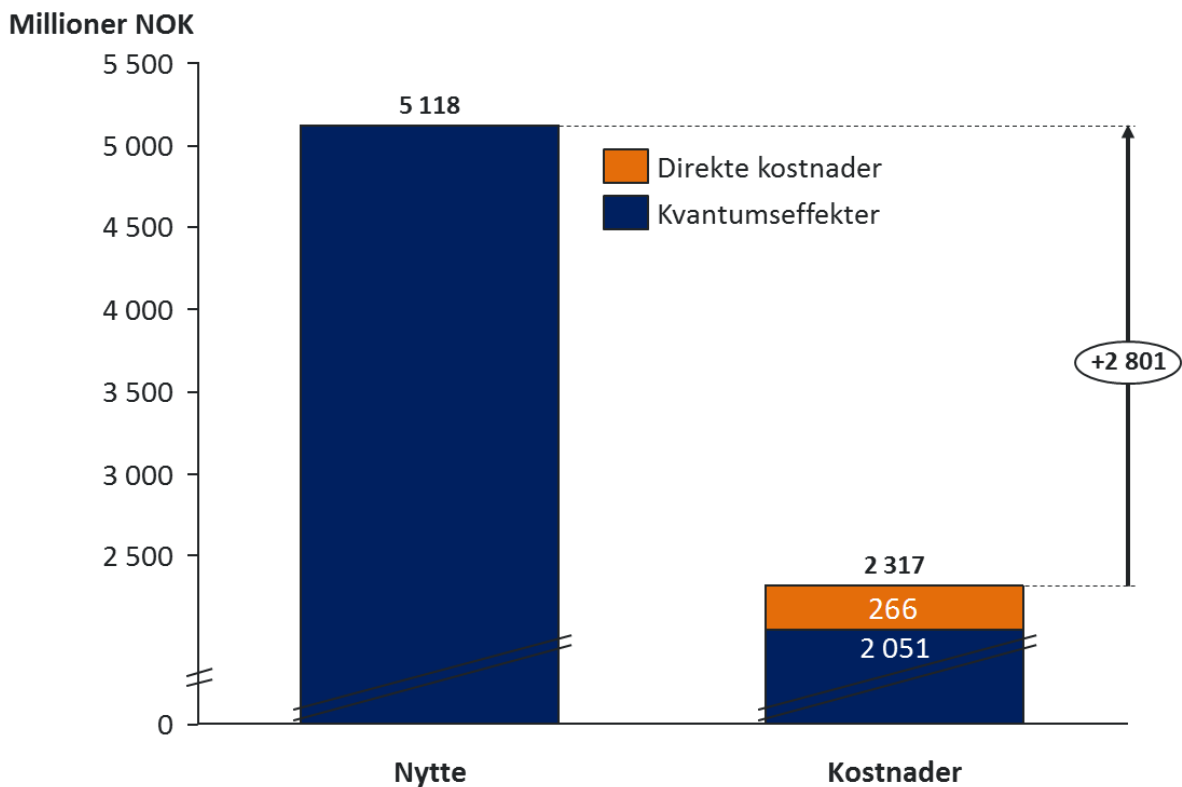
3.5. Trinn 5: Vurdering av samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Vurdere samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Når man har beregnet virkninger som det er mulig og/eller hensiktsmessig å verdsette, kan den samfunnsøkonomiske lønnsomheten av tiltakene vurderes. I prinsippet er det bare i fullverdige nytte-kostnadsanalyser at den faktiske samfunnsøkonomiske lønnsomheten kan beregnes i netto nåverdi, over tiltakets levetid.

Våre beregninger viser at nettonytten av å fjerne Basel I-gulvet er cirka 2,8 milliarder 2016-kroner regnet i nåverdi. Dette er illustrert i figuren under.

Figur 3-9: Kvantifiserte nytte- og kostnadseffekter av fjerning av Basel I-gulvet



Resultatet baserer seg på antagelser som det knytter seg usikkerhet til. Beregningene vil særlig være sensitive til antagelser knyttet til følgende faktorer:

- **Sannsynlighet for en finanskriser om man fjerner Basel I-gulvet** som påvirker de forventede nytteeffekter. Jo høyere sannsynligheten for en krise er, desto høyere er nytten av å fjerne Basel I-gulvet ettersom risikoen for en betydelig reduksjon i realinvesteringer blir større.
- **Økning i sannsynlighet for en finanskriser** som følge av en reduksjon i kapitaldekningsgrad. Jo høyere den forventede økningen er, desto høyere blir det forventede tapet målt i BNP.

- **Estimat på den relative størrelsen på tap i BNP som følge av en finanskris**e som direkte påvirker samfunnsøkonomiske kostnader.
- **Forskjell i utenlandske bankers bedriftsmarkedsandel** med og uten Basel I-gulvet.

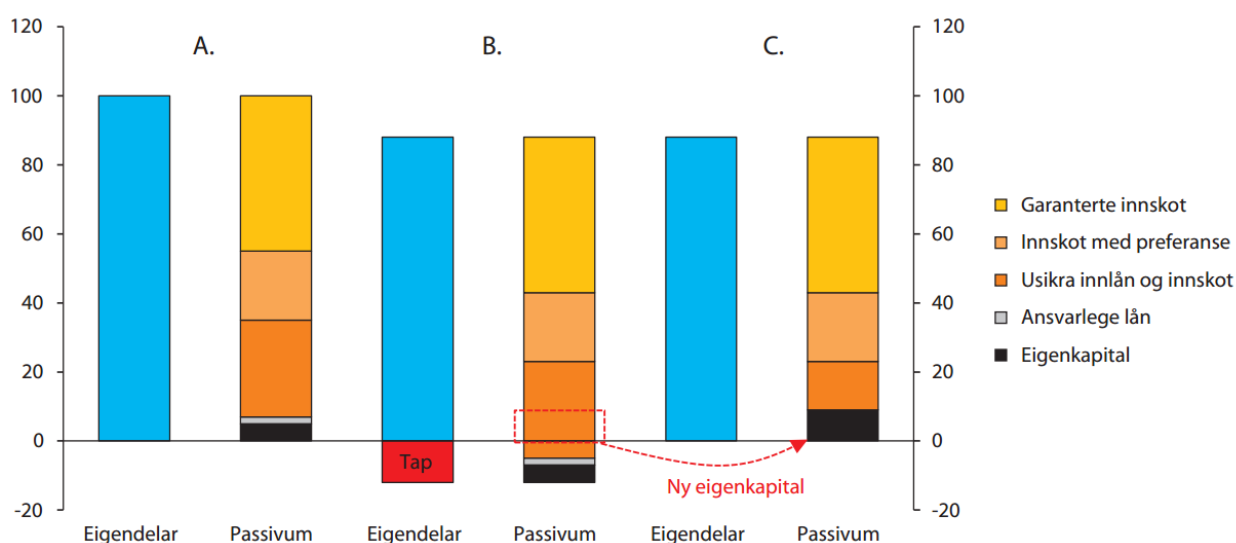
Robustheten av resultatet med hensyn til verdien på disse parameterne vurderes på trinn 6 i analysen.

3.5.1. Samfunnsøkonomisk lønnsomhet med ikke-prissatte effekter

Nedenfor gir vi en nærmere vurdering av effekter av en avvikling av Basel I-gulvet som vi ikke har kvantifisert. Som nevnt i trinn 3 er disse effektene antatt å være betydelig mindre enn de effektene vi prioriterte å kvantifisere i trinn 4.

Bailout-kostnader. En annen type direkte kostnader for regulerende myndigheter er knyttet til økte «bailout» kostnader ved en eventuell finanskris. Selv om vi forventer at de to typene finanskriser har forskjellige effekter på realinvesteringer i Norge, kunne «bailout» kostnader for norske myndigheter blitt større i begge tilfeller dersom man fjerner Basel I-gulvet. Krisehåndteringsdirektivet (direktiv 2014/59/EU) som gjelder fra 1. januar 2016 reduserer imidlertid forventede bailout-kostnader ved en potensiell finanskris betydelig. Ifølge direktivet kan norske myndigheter bruke «bail-in» for å omkapitalisere de rammede banker, det vil si dersom bankens egenkapital og ansvarlig lån ikke er tilstrekkelig til å dekke tap, blir en del av usikrede lån og usikrede innskudd konvertert til egenkapital. Se illustrasjonen under.

Figur 3-10: Forenklet illustrasjon av «bail-in» knyttet til implementeringen av krisehåndteringsdirektivet. Kilde: Finansmarkedsmeldinga 2014 (Vale, Norges Bank)



På grunn av implementeringen av Krisehåndteringsdirektivet i Norge legger vi til grunn at «bailout» kostnadene i forbindelse med en eventuell finanskris ikke vil være betydelige.

Diversifiseringseffekter. Norske banker har større eksponering mot norsk økonomi enn det utenlandske filialbanker har. Av denne grunn argumenteres det for at en større markedsandel for utenlandske filialbanker vil bidra med en positiv diversifiseringseffekt som gjør finanssystemet mer stabilt. Som beskrevet av Allen et. al (2011) er verdien av utenlandske banker størst på lavere nivåer av integrasjon mellom nasjonale og internasjonale markeder. I dag har utenlandske filialbanker en markedsandel i bedriftsmarkedet på cirka 36 prosent i Norge, en av de største i Europa. Vi legger derfor til grunn at mindre økninger eller reduksjoner i utenlandske bankers

markedsandel kun vil gi marginale endringer i diversifiseringsgevinstene av å ha en tilstedeværelse av utenlandske filialbanker med en bredere portefølje som er mindre integrert med norsk økonomi.

Økt risikovektet meravkastning for norske bankaksjonærer. I vår analyse estimerer vi ikke den økte meravkastningen som norske aksjonærer i IRB-banker kan ha som følge av økt lønnsomheten av å fjerne Basel I-gulvet. Siden investorer foretrekker å investere i nasjonale aksjemarkeder, den såkalte «home-bias»-effekten, kan man forvente at økt markedsandel og verdiskaping av norske banker vil gi høyere avkastning og utbytte til norske aksjonærer og dermed staten i form av økt skatteinntang knyttet til personlige kapitalinntekter. Gitt størrelsen på det norske bankmarkedet og forskjellene i markedsandelene i tiltak- og referansebanen vil disse potensielle gevinstene kunne være betydelige. Samtidig knytter det seg betydelig usikkerhet til hva den risikovektede meravkastningen for norske aksjonærer i IRB-banker vil være målt opp mot alternative investeringer. Dette gjør det utfordrende å beregne de potensielle samfunnsøkonomiske gevinstene. Vi utelukker imidlertid ikke at disse effektene kan være betydelige, samtidig drar denne i samme retning som hovedkonklusjonen og vil således uansett ikke bidra til å endre den.

Økte realinvesteringer i en normalsituasjon. I analysen kvantifiserer vi ikke effekten av eventuelle bedriftskunder som vil få tilgang til kredittfinansering som følge av fjerning av Basel I-gulvet. Dette vil gjelde bedrifter som per med Basel I-gulvet i dag ikke har lånetilgang hos norske IRB-banker, som heller ikke har tilgang på substitutter til norsk IRB-bank finansering, men som på marginen vil kunne få tilgang på kreditt dersom norske IRB-banker ikke må operere under et Basel I-gulv. Vi anser denne effekten som både usikker og liten (se også beskrivelse i trinn 3), og at det derfor ikke er hensiktsmessig å bruke ressurser på å beregne den. Dersom det er en effekt vil den bidra til å forsterke konklusjonen fra den kvantifiserte delen av analysen.

3.6. Trinn 6: Usikkerhetsanalyse

Gjennomføre usikkerhetsanalyse

I korte trekk består en usikkerhetsanalyse av å beskrive alle relevante usikkerhetsfaktorer og grovt rangere dem etter hvor viktige de er for tiltakets samfunnsøkonomiske lønnsomhet. Deretter bør man anslå hvordan disse faktorene kan slå ut i tiltakets lønnsomhet. Til slutt må det vurderes hvordan usikkerheten skal håndteres.

Estimat på økt sannsynlighet for finanskrise. Som nevnt tidligere er resultatene av beregningene avhengige av sannsynligheten for en systemkrise og dens endringer dersom man fjerner Basel I-gulvet. Tabellen nedenfor viser hvor sensitive resultatene er til disse to parameterne.

Figur 3-11: Følsomhetsanalyse av samfunnsøkonomisk lønnsomhet, forutsatt at det relative BNP-tapet er på 19,2 prosent. I mill. NOK.

		Sannsynlighet for en krise						
		0,5 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	10,0 %
Økning i sannsynlighet for en krise	0,10 %	-139	501	1 780	3 060	4 339	5 618	12 015
	0,20 %	-652	-12	1 267	2 547	3 826	5 106	11 503
	0,30 %	-1 164	-525	755	2 034	3 314	4 593	10 990
	0,40 %	-1 677	-1 037	242	1 522	2 801	4 080	10 477
	0,50 %	-2 190	-1 550	-271	1 009	2 288	3 568	9 965
	0,60 %	-2 702	-2 063	-783	496	1 776	3 055	9 452
	0,70 %	-3 215	-2 575	-1 296	-17	1 263	2 542	8 939
	0,80 %	-3 728	-3 088	-1 809	-529	750	2 030	8 427
	0,90 %	-4 240	-3 601	-2 321	-1 042	238	1 517	7 914
	1,00 %	-4 753	-4 113	-2 834	-1 555	-275	1 004	7 401
	1,50 %	-7 317	-6 677	-5 397	-4 118	-2 839	-1 559	4 838
	2,0 %	-9 880	-9 240	-7 961	-6 681	-5 402	-4 123	2 274

Tabellen ovenfor viser at den samfunnsøkonomiske lønnsomheten av det å fjerne Basel I-gulvet blir negativ bare dersom endringen i sannsynligheten for en finanskrise blir 20 prosent eller mer sammenlignet med dagens nivå. For eksempel, dersom sannsynligheten for en krise er 1 prosent (horisontal akse i tabellen ovenfor), vil fjerning av Basel I-gulvet bli ulønnsomt bare dersom sannsynligheten økes med mer enn 0,2 prosentpoeng (vertikal akse tabellen ovenfor). Det er en nokså stor og urealistisk relativ økning (se også analysen til Brooke et al. (2015)). Med andre ord er våre resultater nokså robuste i forhold til variasjonen i kritesannsynligheten og dens endringer.

Når det er sagt, er det også gode argumenter for at den økte sannsynligheten for at en finanskrise inntreffer ved avvikling av Basel I-gulvet mest trolig er mindre, heller enn større, enn det som ble lagt til grunn i den samfunnsøkonomiske analysen i trinn 4. Dette følger av at det er gode argumenter for at norske IRB-banker i konkurranse med utenlandske banker har tilpasset sine porteføljer slik at deres kapitaldekning er bundet av

deres interne risikomodeller og ikke Basel I-gulvet. Den økte sannsynligheten for finansiell krise av å avvikle Basel I-gulvet er derfor mest sannsynlig mindre enn 0,4 prosent. Dette betyr at det er resultatene øverst i tabellen som er de mest sannsynlige.

Størrelsen på produksjonstapet av en finanskrise. Fortegnet på konklusjonen i trinn 5 er avhengig av den forventede effekten på realøkonomien av en finanskrise. Det er ingen internasjonal konsensus om hva dette nivået egentlig er. I en nylig artikkel fra Financial Policy Committee (Bank of England, 2015b) legges det eksempelvis til grunn at en finanskrise, betinget på at Krisehåndteringsdirektivet er implementert i nasjonal lovgivning, kan føre til et BNP-tap på inntil 50 prosent.

Tabellen nedenfor viser at for vårt hovedscenario med 4 prosent sannsynlighet for en krise vil en fjerning av Basel I-gulvet være samfunnsøkonomisk lønnsomt selv når man øker anslaget på forventet BNP-tap fra 20 prosent til 40 prosent. Altså en dobling av den effekten vi beregnet for norsk økonomi av finanskrisen 2008-09. Dersom effekten av en finanskrise er 50 prosent eller mer av norsk Fastlands-BNP vil en avvikling av gulvet være ulønnsom. Her er det imidlertid igjen viktig å være bevisst på at dette resultatet er betinget på at sannsynligheten for en finanskrise øker med 0,4 prosent ved en avvikling av Basel I-gulvet. Som argumentert ovenfor legger vi til grunn at det er større sannsynlighet for at økningen i sannsynlighet for en finanskrise som følge av en avvikling av Basel I-gulvet er lavere heller enn høyere enn 0,4 prosent.

Figur 3-12: Følsomhetsanalyse av samfunnsøkonomisk lønnsomhet, forutsatt at økningen i sannsynligheten for en krise er 0,4 %. Mill. NOK

		Sannsynlighet for en krise						
		0,5 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	10,0 %
Prosentvis BNP-tap i tilfelle finanskrise	2 %	160	800	2 079	3 359	4 638	5 917	12 314
	10 %	-694	-55	1 225	2 504	3 784	5 063	11 460
	20 %	-1 762	-1 123	157	1 436	2 715	3 995	10 392
	30 %	-2 831	-2 191	-911	368	1 647	2 927	9 324
	40 %	-3 899	-3 259	-1 980	-700	579	1 859	8 256
	50 %	-4 967	-4 327	-3 048	-1 768	-489	791	7 188

Forskjell i utenlandske bankers bedriftsmarkedsandel med og uten Basel I-gulvet. Til slutt vil endringer i våre antagelser om markedsandelen av utenlandske filialbanker påvirke de positive kvantumseffekter. I hovedscenariet anslår vi at fjerning av Basel I-gulvet vil bidra til å redusere utenlandske banker sin markedsandel med 14 prosent. Dersom reduksjonen er halvparten av dette, det vil si 7 prosent, blir vår estimat for nytteeffekten 2 309 millioner NOK, og samfunnsøkonomisk lønnsomhet -7,6 millioner NOK. Dersom markedsandelen til utenlandske filialbanker blir redusert med 28 prosent, blir den positive kvantumseffekten ved å fjerne Basel I-gulvet på 10 236 millioner NOK, som tilsvarer en økning i den samfunnsøkonomiske lønnsomheten med 5 118 millioner NOK.

3.7. Trinn 7: Fordelingsvirkninger

Beskrive fordelingsvirkninger

I tillegg til å vurdere den samfunnsøkonomiske lønnsomheten, er det viktig å vurdere eventuelle fordelingsvirkninger av tiltaket. Fordelingsvirkninger er overføringer av ressurser mellom samfunnsaktører som ikke har en nettokostnad- eller nytteeffekt. Dette innebærer at det skal beskrives hvordan tiltaket eller virkemiddelet påvirker fordelingen av ressursene i samfunnet. Fordelingsvirkninger er ofte relevant fordi ulike aktører har forskjellig nytte av den samme ressursen.

Fjerning av Basel I-gulvet vil påvirke fire store grupper av aktører: banker, bankenes kunder, investorer og staten.

Banker

Først og fremst vil utjevningen av konkurransevilkår for norske IRB-banker gi dem bedre forutsetninger for å øke sin utlånsvekst, særlig innen lavrisikosegmenter av bedriftsmarkedet. Som følge kan man forvente en økning av markedsandelen og verdiskapingen til norske IRB-banker på bekostning av utenlandske filialbanker, men også norske banker som benytter standardmetoden. Gevinstene vil i all hovedsak tilfalle eierne av bankene og staten gjennom økt utbytteskatt.

Bankenes kunder

Den foreslåtte endringen vil ikke påvirke markeder for boliglån og bedriftslån i en normalsituasjon. Imidlertid vil tilgangen til kreditt i krisetider forventes å være bedre og de negative konsekvenser av en finanskriser for bankenes kunder mindre om man fjerner Basel I-gulvet ettersom dette vil bidra til å redusere flukten av kapital ut av Norge. Samtidig vil sannsynligheten for en finanskriser bli større på grunn av reduksjonen i bankenes kapitaldekning. Analysen viser imidlertid at vi kan forvente en positiv nettoeffekt for kredittverdige kunder som ikke ville fått lån i en finanskrisesituasjon på grunn av forsterkede negative likviditetseffekter av at utenlandske banker fokuserer sin virksomhet mot sine hjemmemarkeder.

Bankenes investorer

Veksten i utlån fra norske IRB-banker skaper verdi for deres eiere som kan forvente høyere utbytte på lang sikt. Bankenes kreditorer vil imidlertid tape som følge av at sannsynligheten for at norske banker blir insolvente øker. Dette gir økt sannsynlighet for at kreditorer må konvertere lån til egenkapital, som er en mer risikabel investering.

Staten

Fjerning av Basel I-gulvet fører til at en eventuell finanskriser får mindre konsekvenser, dette gir økt BNP og med det økte skatteinntekter. Økt sannsynlighet for finanskriser har også negative realøkonomiske konsekvenser hvilket vil bidra til reduserte skatteinntekter. Samtidig legger vi til grunn at staten må ta kostnaden ved en oppskalering av Finanstilsynets tilsynsvirksomhet med bankenes interne risikomodeller. Statens skatteinntekter er sterkt positivt korrelert med BNP, og skatteinntektene utgjør om lag en tredjedel av hver krone produsert. Gitt at den positive effekten på BNP i en krisesituasjon av å fjerne Basel I-gulvet er såpass mye større enn kostnadene av høyere sannsynlighet for at en kriser inntreffer, vil også statens nettoinntekter være positive av å fjerne Basel I-gulvet. Dette gjelder selv om man tar høyde for at myndighetene vil få større direktekostnader knyttet til tilsyn med IRB-bankene. I tillegg, som argumentert for ovenfor, vil statens også forvente å få økte skatteinntekter som følge av at de norske bankene får større overskudd.

3.8. Trinn 8: Samlet vurdering og anbefalte tiltak

Gi en samlet vurdering og anbefale tiltak

Når alle virkninger er vurdert og tallfestet så langt det lar seg gjøre, usikkerheten er analysert og fordelingsvirkninger drøftet og beregnet, skal informasjonen sammenstilles og konklusjoner trekkes. Hvilke konklusjoner og eventuell anbefalinger som kan gis er avhengig av hvilket informasjonsgrunnlag en sitter igjen med.

Analysen viser at det er samfunnsøkonomisk lønnsomt å fjerne Basel I-gulvet. Sannsynlighetsvektet nåverdi av nytteeffekter overstiger de forventede samfunnsøkonomiske kostnadene mer enn to ganger selv uten de ikke-prissatte positive virkningene. Sensitivitetstestene viser også at konklusjonen holder ved små endringer i antagelser som gjøres. Vi finner videre at fordelingsvirkningene blir positive for forbrukerne, staten, norske IRB-banker og deres aksjonærer. Utenlandske banker og norske banker som benytter standardmetoden vil på sin side forvente å tape på en avvikling av Basel I-gulvet.

Imidlertid er konklusjonen ikke robust dersom økningen i sannsynligheten for en finanskriser er betydelig større, eller om estimatet på størrelsen av tap fra en finanskriser målt i BNP er betydelig større. Når det er sagt, er det gode argumenter for at den økte sannsynligheten for at en finanskriser inntreffer ved avvikling av Basel I-gulvet mest trolig er mindre, heller enn større, enn det som ble lagt til grunn i den samfunnsøkonomiske analysen. Norske IRB-banker er allerede i dag i full konkurranse med utenlandske filialbanker som benytter interne risikomodeller. Dette betyr at de norske IRB-bankene må holde utlånsporteføljer som gjør at det er kapitaldekningskravene fra de interne risikomodellene som binder, og ikke Basel I-gulvet. På denne måten er risikoen i de norske bankenes utlånsporteføljer allerede priset i henhold til deres interne risikomodeller. Følgelig, dersom myndighetene hever Basel I-gulvet, er det kun grunn til å tro at bankene vil redusere sin kapitaldekning dersom de endrer sin utlånsportefølje ved å øke andelen utlån med lavere risiko.

Den samlede konklusjonen er at analysen taler for at myndighetene bør fjerne Basel I-gulvet som en nedre grense for risikovektet balanse, og eventuelt erstatte det med EUs versjon av Basel I-gulvet som er en nedre grense for ansvarlig kapital.

En potensiell mulighet er at myndighetene kombinerer en fjerning av Basel I-gulvet med rettede tiltak som reduserer risikoen for en boligboble (alternativ 2 beskrevet i trinn 2) eller nasjonale skjerpelser av risikovekter for bolig- og næringseiendom innenfor det nasjonale handlingsrommet i EU-regelverket (alternativ 3 beskrevet i trinn 2). I analysen har vi ikke gått i detalj hvordan dette skal gjøres, men en første kvalitativ vurdering av effektene drar i retning av at dette vil kunne redusere sannsynligheten for en finanskriser samtidig som man unngår en konkurransevidning i det norske bankmarkedet med de uheldige virkningene det potensielt gir.

4. Samfunnsøkonomisk analyse av «årlig rentegaranti»

I denne analysen har vi foretatt en samfunnsøkonomisk analyse av at ytelsesbaserte pensjonsordninger skal tilføres avkastning tilsvarende kontraktens grunnlagsrente og eventuell meravkastning årlig og med endelig virkning, såkalt «årlig rentegaranti». Vi har hatt særlig fokus på forvaltning av fripoliser. En arbeidstaker vil få en fripolise dersom arbeidstakeren slutter å være medlem i en ytelsesbasert pensjonsordning, for eksempel ved jobbskifte eller ved at arbeidsgiver endrer pensjonsordningen.

Ifølge Finanstilsynet (2011) har det vist seg at livsforsikringsselskapenes forvaltningsstrategi de senere årene indikerer at de har hatt liten evne til holde risikable investeringer med høyere forventet avkastning over tid. Flere aktører har pekt på at kravet til såkalt «årlig rentegaranti» har ført til at livsforsikringsselskapene må ha en kort forvaltningshorisont, hvilket forklarer den lave avkastningen. Det har derfor fra flere hold kommet forslag om at norske virksomhetsregler burde tilpasses slik at det gis større incentiver til langsiktig forvaltning tilpasset de langsiktige pensjonsforpliktelsene. Denne analysen søker å belyse de samfunnsøkonomiske virkningene av en endring i virksomhetsreglene tilknyttet årlig rentegaranti i forvaltningen av ytelsesbasert pensjon.

Kort om obligatorisk tjenestepensjon

Ifølge lov om obligatorisk tjenestepensjon er de fleste arbeidsgivere i privat sektor pålagt å etablere en pensjonsordning for sine ansatte. Dette gir arbeidstakerne private pensjonsutbetalinger i tillegg til ytelsene de har rett på fra folketrygden. Arbeidsgiver kan velge mellom tre ulike alternativer for privat tjenestepensjon; ytelsesbasert pensjon, innskuddsbasert pensjon eller en hybridpensjon. Ytelsesbaserte pensjonsordninger har vært det tradisjonelle alternativet for alderspensjon i privat og offentlig sektor. De siste årene har vi likevel sett en tydelig tendens til at denne type ordninger avvikles, og at flere i dag velger innskuddspensjonsordninger.

Det som hovedsakelig skiller de to førstnevnte ordningene er at mens ytelsesbaserte ordninger garanterer den fremtidige pensjonisten en framtidig ytelse, gjerne en viss andel av sluttlønn, vil en innskuddsbasert ordning gi pensjonsutbetalinger basert på arbeidsgivers innbetalinger pluss eventuell avkastning. Hybridpensjon er en mellomting av disse to ordningene, og er en innskuddsbasert med flere forsikringsselementer, for eksempel nullgaranti. Den største forskjellen mellom ordningene er altså at ytelsesbaserte pensjonsordninger har et betydelig større forsikringsselement for pensjonskunden.

Kort om ytelsesbaserte pensjonsordninger, fripoliser og årlig rentegaranti

Ytelsesbaserte pensjonsordninger er som regel sluttlønnbaserte og en stor andel av ordningene gir rett til livsvarig alderspensjon. Disse ordningene reguleres av foretakspensjonsloven samt forsikringsvirksomhetsloven. Ifølge forsikringsvirksomhetsloven § 3-9 skal pensjonsinnretningen oppfylle kontraktens grunnlagsrente (garantert avkastning) årlig. I gjennomsnitt er garantert avkastning for ytelsesbaserte ordninger på 3,5 prosent (Finans Norge, 2014).

I aktive ytelsesbaserte ordninger betaler arbeidsgiveren en premie for sparedelen. Arbeidsgiver betaler også en risikopremie for den risiko pensjonsleverandøren påtar seg ved å forvalte ordningen samt administrasjonskostnader. I tillegg betaler arbeidsgiver for at opptjente alderspensjonsytelser oppreguleres i tråd med lønnsutviklingen. Samtidig får arbeidsgiveren tilført avkastningsoverskuddet utover det som er satt av til tilleggsavsetninger. Arbeidstakeren tjener opp en garantert ytelse som vokser i takt med lønnsutviklingen, uavhengig av den faktiske avkastningen på pensjonskapitalen. Ved avsluttet arbeidsforhold vil arbeidstakeren få utstedt en fripolise for opptjent alderspensjonsytelse. Denne er ferdig betalt og arbeidstakeren skal ikke ha kostnadsansvar ved denne. Fripolisen skal ha en administrasjonsreserve som skal dekke administrative kostnader ved fripolisen frem til fripolisen er ferdig utbetalt. Tilknyttet fripolisen er det en premiereserve som sammen med garantert

avkastning som tilføres årlig skal dekke nominell garantert ytelse ved nådd pensjonsalder. Til forskjell fra ytelsesbaserte ordninger vil den garanterte ytelsen tilknyttet fripolisen kunne bli høyere enn det som opprinnelig lå til grunn ved utstedelsen av fripolisen. Dette vil skje dersom avkastningen har vært høyere enn kontraktens grunnlagsrente, som ligger til grunn for den garanterte ytelsen. Ved avkastning utover garantert avkastning (avkastningsoverskudd), vil 80 prosent av meravkastningen tilfalle eieren av fripolisen, mens pensjonsinnretningene kan betinge seg til inntil 20 prosent av overskuddet. Fripoliser skiller seg således fra aktive ytelsesbaserte ordninger ved at de har en potensiell oppside for den fremtidige pensjonisten, utover den garanterte ytelsen. Samtidig er medlemmer i en aktiv ordning garantert en lønnsregulering av opptjent alderspensjon i tråd med lønnsveksten. I en aktiv ytelsesbasert ordning er det arbeidsgiveren som vil tjene på en eventuell avkastning over den garanterte ytelsen, men pensjonsinnretningen kan også kreve en «rentegarantipremie» for å dekke risikoen for å tape egenkapital gjennom forvaltningen av ordningen. I disse tilfellene har pensjonsinnretningen et større incentiv til å oppnå avkastningsoverskudd, idet risikoen kan prises og den garanterte ytelsen ikke øker ved avkastningsoverskudd. Økt rentegarantipremie øker imidlertid sjansen for at arbeidsgiver velger å avvikle ordningen, med den konsekvens at det utstedes flere fripoliser.

Det gjeldende regelverket i Norge stiller krav om at pensjonsinnretningene har tilstrekkelig kapital i forhold til kvaliteten på aktiva gjennom et minstekrav til kapitaldekning og et krav om tilstrekkelig kapital knyttet til risikoen som ligger i forsikringsforpliktelsene.

Det såkalte Solvens II-regelverket ble innført i 2016 med en overgangsordning på 16 år. Pensjon er et område med relativt mange fremmedord, som ikke nødvendigvis er kjent for den gjennomsnittlige leseren. Vi ser det derfor hensiktsmessig med en ordliste i begynnelsen av denne analysen der de sentrale ord og uttrykk relatert til pensjon er forklart, se faktaboks under.

Definisjoner

Flytterett: Retten til å flytte en kontrakt fra et forsikringsselskap til et annet.

Fripolise: Når en arbeidstaker slutter å være medlem i en ytelsesbasert pensjonsordning, for eksempel ved skifte av jobb, utsteder pensjonsinretningen en fripolise på de pensjonsrettigheter arbeidstakeren har opparbeidet seg i pensjonsordningen. En fripolise vil også utstedes ved endringer i pensjonsordningen

Innskuddspensjon: En innskuddsbasert tjenstepensjonsordning skiller seg fra ytelsesbaserte ordninger ved at innskuddet er kjent, mens utbetalingen avhenger av innskutt beløp og avkastning i spareperioden.

Kollektivporteføljen: Kollektivporteføljen er eiendeler som motsvarer forsikringskapital knyttet til foretakenes kontrakter med kontraktfastsatte forpliktelse.

Pensjonskapitalbevis: Pensjonskapitalbevis er den pensjonssaldoen du får med deg når du slutter i et arbeidsforhold med innskuddsbasert pensjonsordning.

Pensjonskasse: En pensjonskasse som opprettes for å yte en tjenstepensjonsordning. Pensjonskassen er forsikringsteknisk oppbygget, slik at pensjonskassen yter en tilsvarende tjenstepensjon som kan dekkes i forsikringsselskapene.

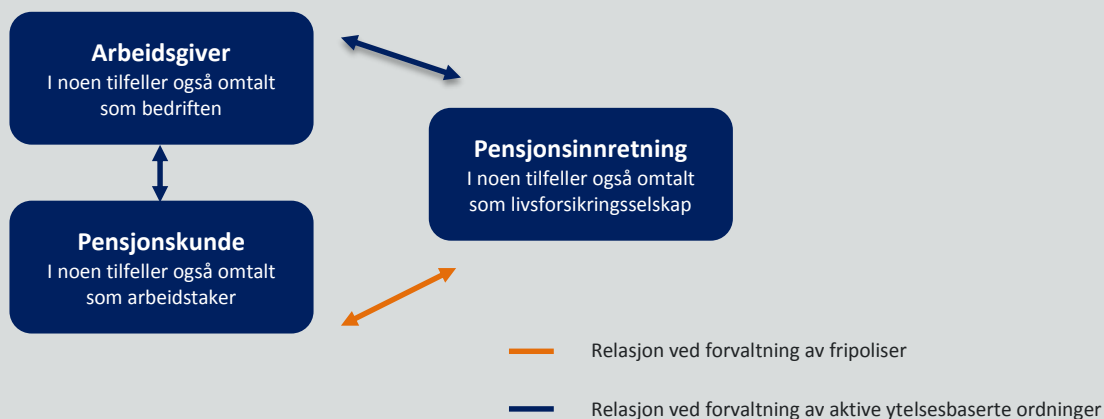
Premiereserve: Premiereserven til en kontrakt på et bestemt tidspunkt er lik verdien av premieinnbetalinger og tilført garantert avkastning samt meravkastning.

Privat kollektiv tjenstepensjon: Kollektiv tjenstepensjon er pensjonsordning gjennom et arbeidsforhold. Privat kollektiv tjenstepensjon er kun for ansatte i privat sektor.

Pensjonsinretning: Fellesbetegnelse på aktører som tilbyr pensjon. For eksempel livsforsikringsselskap og pensjonskasser.

Ytelsesbasert pensjon: Ytelsesbasert alderspensjon er en variant av foretakspensjon, der alderspensjonen er fastsatte ytelser garantert av pensjonsinretningen og uavhengig av den faktiske avkastningen som oppnås på de innbetalte premiene.

Under har vi definert de ulike aktørene som ofte er involvert i pensjonskontraktene, og som påvirkes av endringer i virksomhetsreglene:



4.1. Trinn 1. Beskrive problemet og formulere mål

Beskrive problemet og formulere mål

Trinn 1 skal inneholde en beskrivelse av det spesifikke problemet som ønskes løst. Dette innebærer at det angis hvilke problemer vi står overfor, hvor stort omfanget av problemet er, og hva som er årsakene til problemet. Videre beskrives det hvordan problemet vil utvikle seg over tid dersom det ikke iverksettes ytterligere tiltak. En godt gjennomarbeidet problembeskrivelse er helt avgjørende for en god analyse.

Myndighetenes målsetning

Hovedmålet med norske myndigheters finansmarkedspolitikk er å bidra til **stabile og velfungerende finansmarkeder**. I tillegg legger myndighetene særlig vekt på **forbrukervern**. Regjeringen har også en målsetning om å legge til rette for en **konkurransedyktig norsk finansnæring**. For pensjonsmarkedene er det særlig viktig at man skaper tillit til pensjonsmarkedene og at ordningene er preget av gjennomsiktighet for forbrukerne.

Som en del av finansmarkedet reguleres pensjonsmarkedene i tråd med myndighetenes målsetninger beskrevet over. Forvaltningen av pensjonskundens sparemidler skjer over en lang periode før pensjonene utbetales. En slik langsiktig sparing er derfor avhengig av at forsikringstakerne har tillit til pensjonsinnretningene (Nordal, 2012). Tillit er med andre ord en forutsetning for et velfungerende marked for privat pensjonssparing. Spesielt frykter man at uregulerte pensjonsinnretninger vil ta for høy risiko og skjule risiko overfor kundene. Det kan føre til konkurser med store økonomiske konsekvenser for både den enkelte pensjonist og samfunnet samlet.¹¹

Pensjonsprodukter kan være komplekse og lite gjennomsiktige. Dette kan føre til uheldige fordelings effekter mellom de som kjøper og de som selger pensjonsprodukter. Det at noen aktører er bedre informert enn andre aktører kalles gjerne for asymmetrisk informasjon, og kan gjøre det mulig for den bedre informerte aktøren å utnytte en mindre informert aktør til egen vinning.

Et ytterligere kompliserende element er at pensjonskontraktene har involvert eller involverer tre parter (arbeidsgiver, arbeidstaker og pensjonsinnretning) med delvis ulike interesser. Ettersom de ulike aktørgruppene har forskjellige incentiver og ulikt kompetansenivå oppstår det en risiko for at en gruppe aktører kan utnytte sin posisjon til å oppnå fordeler på bekostning av de andre aktørene. Det er derfor gode grunner til å innføre reguleringer som sikrer mer forståelige pensjonsprodukter.

¹¹ Ifølge Nordal (2012) er regulering av pensjonsinnretningene viktig i den økonomiske politikken: «Når det gjelder finansiell stabilitet, spiller pensjonsinnretningene (her definert som pensjonskasser og livselskaper) en viktig rolle som finansieringskilde for banker og OMF-kredittforetak. Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en effektiv måte. Pensjonsinnretningene deltar ikke i betalingsystemet eller interbankmarkedet og har dermed en mindre fremtredende rolle enn bankene i det finansielle systemet. På grunn av sin størrelse kan imidlertid endringer i sammensetningen av pensjonsinnretningenes investeringer ha en prisdrivende effekt i verdipapirmarkedene. I krisetider kan slike porteføljeendringer virke destabiliserende på det finansielle systemet. Det er derfor viktig å inkludere pensjonsinnretningene i vurderinger av stabiliteten til det finansielle systemet.»

Hvorfor krav om årlig rentegaranti?

Myndighetene har angitt flere målsetninger med virksomhetsreglene knyttet til «årlig rentegaranti». Med «årlig rentegaranti», mener vi de gjeldende krav om at avkastning tilsvarende kontraktens grunnlagsrente samt overskudd skal tildeles med endelig virkning hvert år. For det første vil kravet om årlig dekning bidra til å sikre at pensjonsinnretningenes oppsamlede forvaltningskapital hvert år er tilstrekkelig stor til at medlemmenes garanterte pensjonsrettigheter vil kunne innfris. Dette styrker tilliten hos den enkelte pensjonskunde samt at det bidrar til lavere risiko for finansiell ustabilitet. Med innføringen av Solvens II er flere av argumentene for den årlige rentegarantien blitt mindre viktig. Solvens II sikter på å skape et solvensregime som på en helhetlig måte fanger opp selskapenes reelle risiko, inkludert risikoen knyttet til langsiktige pensjonsforpliktelser.

En sentral målsetning ved den årlige rentegarantien er også å legge til rette for at flytteretten skal være effektiv og dermed bidra til konkurranse knyttet til forvaltningen av allerede inngåtte forsikringsavtaler. Grunnen er at man med en årlig rentegaranti alltid har full dekning med endelig virkning for fremtidige utgifter slik at andre pensjonstilbydere vil kunne være villige til å ta over avtalen. Det har vært argumentert for at uten et årlig krav, vil flytteretten være begrenset i perioder hvor den samlede premiereserven er lavere enn nåverdien av forpliktelsen. Med årlig rentegaranti kan forsikringstakere også lettere vurdere og sammenlikne forsikringsforholdet og produktkvaliteten fra ulike pensjonsinnretninger fortløpende over lengre tid. På denne måten blir prisingen mer forutsigbar og lettere tilgjengelig for forsikringstakerne, noe som igjen kan bidra til konkurranse mellom pensjonsinnretningene.

Problemer med en årlig rentegaranti

I likhet med annen type finansmarkedsregulering kan en ordning med årlig rentegaranti være forbundet med kostnader. Reguleringen kan for eksempel føre til redusert markedsaktivitet og til at det investeres i porteføljer med lavere forventet avkastning enn tilfellet ved fravær av regulering. Ved å pålegge et krav om årlig avkastning stimulerer man pensjonsinnretningen til ekstra lav risikoeksponering og dermed lavere forventet avkastning enn dersom pensjonsinnretningen kunne investert med lengere tidshorisont. Med lang tidshorisont vil man kunne tåle svingninger som gir høyere avkastning over tid. Pensjonskunder, som typisk har lang horisont, vil derfor oppnå lavere avkastning enn det de kunne fått gitt sin tidshorisont på sparingen, som følge av at pensjons-selskapet pålegges en kortere tidshorisont i forvaltningen enn det produktet tilsier.

Med en gjennomsnittlig aksjeandel på 4 prosent i kapitalforvaltningen av fripoliser i livforsikringsselskaper går man glipp av meravkastningen aksjeinvesteringer typisk gir (Storebrand, 2015). Til sammenligning er hovedargument for aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland på 60 prosent at man nettopp har en lang investeringshorisont.¹² Logikken kan illustreres med en enkel analogi hvor årlig avkastning på en aksje sammenlignes med å kaste terning. En investor med lang horisont får mulighet til å kaste «terningen» mange ganger, mens dersom man har kort horisont får man kun kastet terningen noen få ganger. For den som kaster terningen mange ganger vil avkastningsraten konvergere mot forventet verdi, jamfør «store talls lov», mens når man bare har noen få kast er det større sannsynlighet for at man får en avkastning som er høyere eller lavere enn forventet.

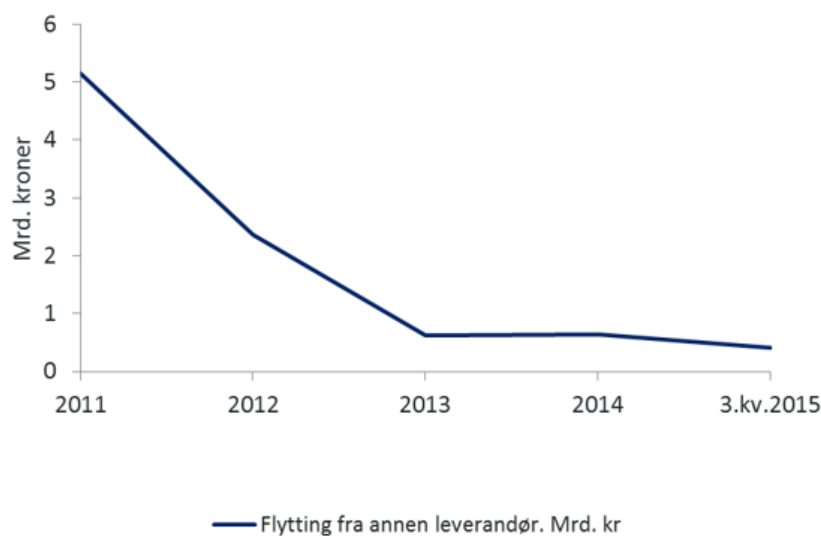
Grunnen til at kravet om en årlig minimumsavkastning reduserer risikoen pensjonsinnretningene er villige til å ta, er at de står i fare for å måtte bruke av egenkapitalen med endelig virkning dersom resultatet er under garantien i ett år. Dersom resultatet ligger over et år, får pensjonsselskapene kun en begrenset del av denne

¹² Etter råd fra blant andre Norges Bank ga Stortinget i juni 2007 sin tilslutning til at den strategiske allokeringen til aksjer skulle økes fra 40 til 60 prosent. Valg av aksjeandel er en av de viktigste beslutningene som påvirker fremtidig avkastning for fondet (NBIM 2014). Beslutningen om å øke aksjeandelen var basert på en vurdering av forventet langsiktig avkastning, sett i forhold til risiko knyttet til svingninger i markedsverdi.

gevinsten. Det er med andre ord en asymmetri som gjør at pensjonsselskapet bærer hele nedsiden samtidig som oppsiden hovedsakelig tilfaller kunden. I tillegg er det slik at dersom meravkastningen tilfaller kunden med endelig virkning vil dette bidra til å øke den garanterte ytelsen for kunden, og med dette også kapitalbindingen og den absolutte nedsiderisikoen for pensjonsinnretningen.

Et annet problem med den årlige rentegarantien som løftes fram av flere aktører, er lav konkurranse mellom pensjonstilbyderne. Dette kan fremstå som et paradoks ettersom ordningen delvis er motivert av et ønske om å styrke konkurransen. Problemet er at den årlige rentegarantien i kombinasjon med lave renter, økte kapitalkrav og økt forventet levealder bidrar til å gjøre fripoliser, og andre ytelsespensjoner som potensielt kan konverteres til fripoliser, ulønnsomme for pensjonsinnretningene (Høivik og Sæter 2011). Få innretninger ønsker å tilby nye ytelsespensjoner, arbeidsgivere ønsker heller ikke å tilby slike ordninger til sine ansatte ettersom ordningen er dyr og få innretninger ønsker å ta over en fripolise fra en annen aktør. Resultatet er at den årlige rentegarantien, som er ment å gjøre det enkelt å flytte fripoliser fra en forvalter til en annen og således styrke konkurransen, i realiteten gjør forvaltningen av polisene så lite attraktiv at konkurransen svekkes/opphører (se Figur 4-1 under).¹³

Figur 4-1: Flytting av fripoliser fra annen leverandør. Kilde: Finans Norge



Beskrivelse av dagens marked og referansebanen

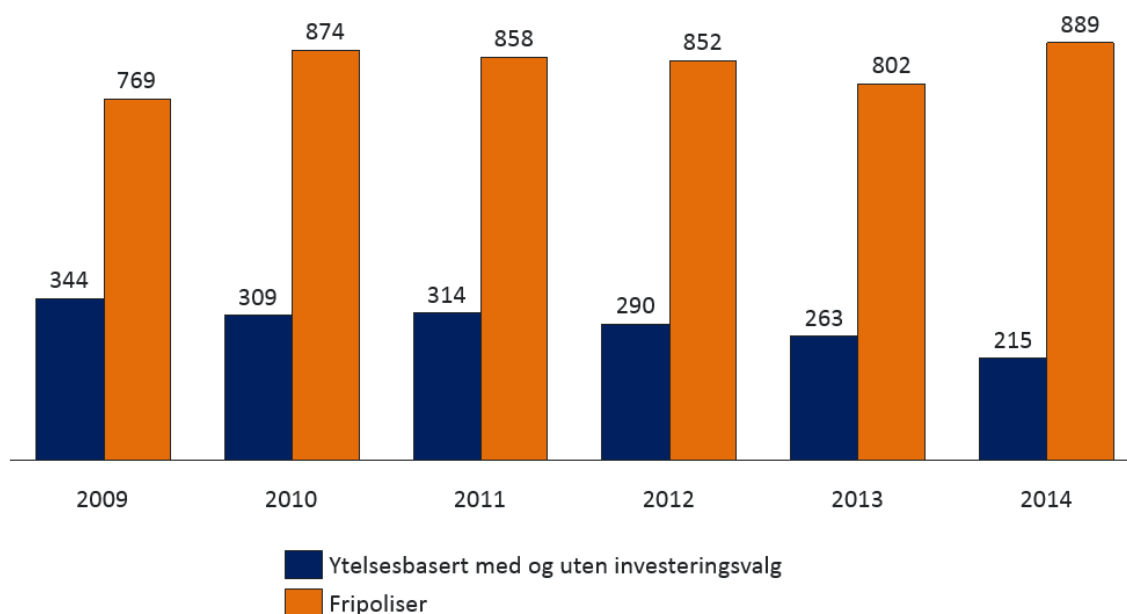
Nedenfor beskriver vi størrelsen på dagens marked for fripoliser og private ytelsesbaserte pensjonsordninger. Basert på dagens situasjon og markedsaktørenes forventninger beskriver vi en referansebane for hvordan omfanget av de ulike pensjonsordningene vil utvikle seg framover. Beskrivelsen av referansebanen er viktig for å kunne vurdere effekten av potensielle tiltak knyttet til problemene som oppstår i forvaltningen som følge av den årlige rentegarantien.

¹³ De største livselskapene påpeker at de har sluttet å ta imot fripoliser fra andre leverandører. De argumenterer således for at den registrerte flyttingen som går frem av Finans Norges statistikk (Figur 4-1) er en overdrivelse av flyttingen av fripoliser i dagens marked, og at den faktiske flyttingen er tilnærmet lik null.

Som vi så av Figur 4-1 ovenfor har flyttingen av fripoliser avtatt sterkt de siste årene. Den totale beholdningen av fripoliser utgjorde om lag 209 mrd. NOK i 2014 (Finans Norge, 2014b). Av denne beholdningen ble kun 0,3 prosent (0,64 mrd.) flyttet. I referansebanen har vi derfor antatt at fripolisene ikke blir flyttet.

Antallet ytelsesbaserte pensjonsordninger i privat sektor har i de senere år blitt kraftig redusert. Det er også forventinger i markedet om at de private ytelsesbaserte ordningene kommer til å forsvinne helt fra markedet. Samtidig forventes det en sterk vekst i antall fripoliser ettersom eksisterende ytelsesordninger vil medføre utstedelse av fripoliser dersom de avvikles. Fripoliseinnehaveren kan ha, gitt ulike betingelser, mulighet til å gjøre om fripolisen til fripolise med investeringsvalg.¹⁴ Figuren under viser utvikling i antall medlemmer i ytelsesbaserte pensjonsordninger og fripoliser i perioden fra 2009 til 2014. Figuren viser at antallet ytelsesbaserte ordninger har gått ned, mens man har hatt om lag en tilsvarende økning for fripoliser. I referansebanen legger vil til grunn at denne trenden vil fortsette.

Figur 4-2: Utvikling i aktive medlemmer i ytelsesbaserte pensjonsordninger og fripoliser fra 2009 til 2014. Tallene er oppgitt i 1000. Kilde: Finans Norge (2015a)

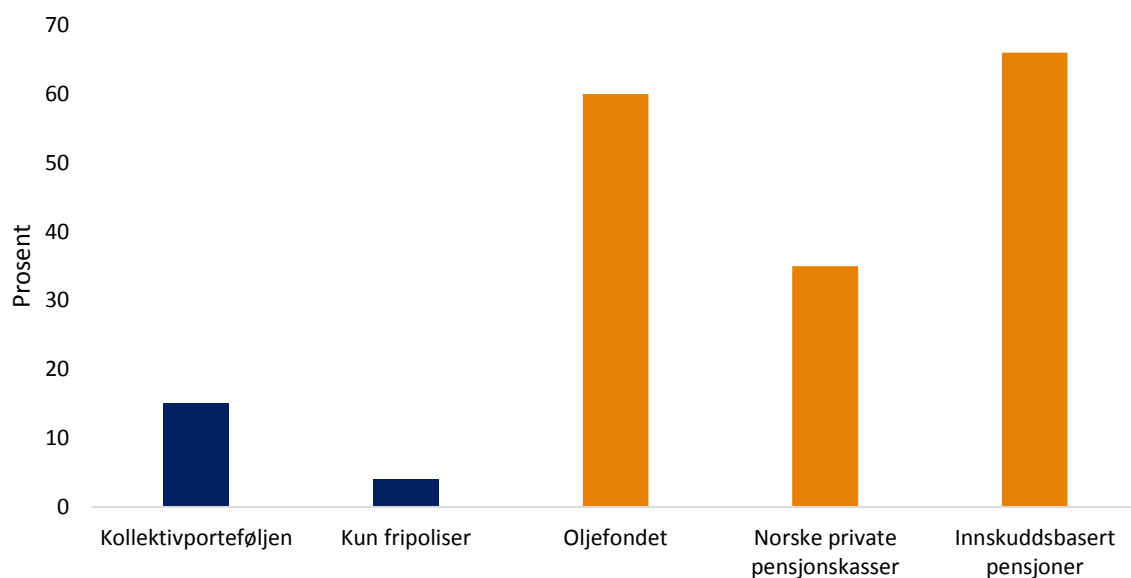


Vi legger til grunn for referansebanen at den årlige rentegarantien bidrar til en lav aksjeandel i forvaltningen av fripoliser. Tall fra Storebrand viser at fripoliser har en gjennomsnittlig aksjeandel på 4 prosent (Storebrand, 2015). Faktisk oppgir livselskapene at de har en høyere aksjeandel i dag enn de vil ha på lang sikt, gitt dagens lave rentenivå. Dette er fordi de må oppreservere fripolisene på grunn av økt forventet levealder. Til sammenligning har vi i figuren nedenfor vist gjennomsnittlige aksjeandel for kollektivporteføljen, fripoliser, Statens pensjonsfond utland og for norske pensjonskasser. På grunn av at fripoliser har et betydelig fastlagt forsikringselement, i form av en garantert nominell sluttytelse, er det naturlig at aksjeandelen er lavere i fripoliser sammenlignet med andre spareordninger med lik eller lenger horisont. Den mest naturlige sammenligningen for

¹⁴ For å konvertere en fripolise til en med investeringsvalg må fripolisen være oppreservert før overgang til investeringsvalg. På grunn av økt forventet levealder må pensjonsinnretningene sette av mer kapital til å dekke de forsikringsforpliktelsene de har tatt på seg. Innretningene har syv år på seg til å gjennomføre denne oppreserveringen. Finansdepartementet har fastsatt at fripoliser skal være fullt oppreservert før de kan konverteres til fripoliser med investeringsvalg. I tillegg stilles det krav til informasjon og rådgivning til kunder som vurderer å gå over til investeringsvalg. Blant annet må pensjonsinnretningen kartlegge kundes behov og ønske om risiko, opplyse om eventuelle forhold som tilsier at overgang til investeringsvalg ikke vil være i kundens interesse, og gi råd om sammensetningen av investeringsporteføljen (Finansdepartementet, 2014a).

fripolisene er således aksjeandelen til kollektivporteføljen som helhet (15 prosent) og norske private pensjonskasser (35 prosent) som forvalter en stor andel ytelsesbaserte ordninger.

Figur 4-3: Gjennomsnittlig aksjeandel i norsk privat kollektivpensjon (forpliktelser med årlig garantert avkastning), oljefondet, og norske private pensjonskasser i 2014. Kilde: NBIM, Finanstilsynet (2015) og Medlien (2014)



I 2014 utgjorde antall fripoliser 209 milliarder i totale forsikringsforpliktelser, mens aktive ytelsesbaserte, private ordninger utgjorde 143 milliarder (se tabell nedenfor). Til sammen innebar dette en total forsikringsforpliktelse på 351 milliarder i 2014.

Når det gjelder det framtidige omfanget av fripoliser, er det i Foretakspensjonsloven § 4-8 første ledd åpnet for at en pensjonskasse kan inngå en avtale med et livsforsikringsselskap om at selskapet skal utstede fripolise til medlemmer som slutter i bedriften. Dette tilsier at det framtidige omfanget av fripoliser i livsforsikringsselskap kan være høyere enn antatt i denne analysen. I dag er det ingen livsforsikringsselskaper som har slike avtaler med pensjonskasser grunnet lav lønnsomhet og høye kapitalkrav for livsforsikringsselskapene ved forvaltning av fripoliser. Vi har derfor antatt at omfanget av framtidige fripoliser begrenser seg til dagens fripoliser og aktive private ytelsesbaserte ordninger.

Tabell 4-1: Totale forsikringsforpliktelser for aktive ytelsesbaserte og fripoliser. Tallene er oppgitt i mrd. 2014-kroner. Kilde: Finans Norge (2014b)

	2014 (mrd. kroner)
Aktive private ytelsesbaserte ordninger	143
Fripoliser	209
Totalt	351

I den grad alle ytelsesbaserte pensjonsordninger blir konvertert til fripoliser vil disse 351 milliardene sammenfalle med det øvre anslaget på kapital forvaltet som fripoliser med årlig rentegaranti fremover. Hvor stort omfanget av fripoliser med årlig rentegaranti blir fremover avhenger imidlertid av hvor stor andel av de ytelsesbaserte

ordningene blir konvertert til fripoliser, samt hvor stor andel av fripolisene som konverteres til fripoliser med investeringsvalg.

Våre beregninger viser at av de totalt 209 milliardene med fripoliser, forvaltes kun 2,1 milliarder med investeringsvalg, mens 207 milliarder forvaltes uten investeringsvalg. Beregningen er basert på statistikk fra Finans Norge som viser at kun 0,31 prosent av totalt 890 000 fripoliser er blitt konvertert til fripoliser med investeringsvalg siden denne muligheten oppsto. For at en fripolise skal kunne konverteres til en fripolise med investeringsvalg må den være fullt oppkapitalisert i forhold til økning i forventet levealder. Vi forventer derfor at andelen fripoliser med investeringsvalg vil øke i fremtiden. Samtidig er det slik at mange av kundene som enten har eller potensielt vil få en fripolise er godt vokse og nærmer seg pensjonsalder. Det er derfor også mye som trekker i retning av at svært få kunder vil ønske å gi fra seg sin garanterte ytelse i bytte mot økt forventet avkastning når de er såpass nærme pensjonsalder. I referansebanen har vi derfor skjønsmessig satt andelen fripoliser med investeringsvalg lik 1 prosent i våre beregninger.

I tråd med flere av markedsaktørens forventninger om at private ytelsesbaserte pensjonsordninger gradvis vil avvikles og konverteres til fripoliser, legger vi til grunn en forutsetning om at i løpet av 10 år vil alle dagens ytelsesbaserte ordninger være fripoliser. Vi antar videre at disse innfases i en jevn strøm over perioden. På samme måte som for fripoliser har vi antatt at 1 prosent av disse går over til fripoliser med investeringsvalg. For enkelhetens skyld ser vi bort fra at de 143 milliardene som i dag er i ytelsesbaserte ordninger vil ha vokst med både avkastning og innbetalinger i løpet av denne perioden. I referansebanen antar vi videre at det ikke vil opprettes nye ytelsesbaserte ordninger framover.

4.2. Trinn 2. Identifisere og beskrive relevante tiltak og virkemidler

Identifisere og beskrive relevante tiltak og virkemidler

Når problembeskrivelsen er gjennomført må egnede tiltak eller virkemidler for å løse problemene identifiseres. Formålet med dette trinnet er å identifisere et utvalg av relevante alternativer som deretter kan analyseres for å identifisere den mest hensiktsmessige løsningen.

Vi vil i det følgende kapittelet identifisere og analysere ulike tiltak som kan løse problemene beskrevet i kapittel 4.1 (trinn 1).

Grunnet kortsiktig fokus i forvaltningen av fripoliser og aktive ytelsesbaserte ordninger oppnår både forvalter, arbeidsgiver og arbeidstager lavere risikostyrt avkastning på innskuddene enn nødvendig. Reglene tilknyttet årlig rentegaranti kombinert med lavere renter, økt forventet levealder og innføring av Solvens II har også ført til at konkurransen i markedet er lav, hvilket undergraver ett av formålene med ordningen. Disse mekanismene har også gjort det mindre attraktivt å tilby ytelsesbaserte pensjonsordninger, som er potensielle framtidige fripoliser. Det er derfor grunn til å vurdere om andre reguleringsformer eller virkemidler kan sørge for en mer langsiktig forvaltning med høyere forventet avkastning uten at det går på bekostning av konkurranse eller pensjonistenes behov for sikker inntekt etter endt arbeidsliv.

Kravet om årlig tilføring av garantert avkastning og overskudd er en lovbestemt regulering. Den kan derfor anses som et juridisk virkemiddel. I DFØs veileder legges det vekt på at også ikke-juridiske virkemidler kan være hensiktsmessige. I flere tilfeller vil for eksempel informasjonsspredning eller økonomiske tiltak, for eksempel

skatt eller subsidier, være mer effektivt enn juridisk regulering. I denne analysen anser vi imidlertid slike tiltak som lite styringseffektive i forhold til den forvaltningsproblematikken vi står ovenfor. Vi vil derfor ikke gå nærmere inn på denne typen tiltak i analysen. I vurdering av potensielle virkemidler og tiltak har vi vektlagt at de skal kunne løse problemene vi står overfor, samtidig som de tar hensyn til formålet med den eksisterende reguleringen. Tiltakene vi har identifisert er oppsummert i Tabell 4-2 under.

Tabell 4-2: Mulige tiltak og virkemidler for å redusere problemene med årlig rentegaranti.

Alternativ	Virkemiddel/tiltak	Mål
1	Justere reglene for oppbygging og anvendelse av bufferfond	Overføring av kortsiktig risiko fra selskapet til kundens bufferfond som fører til større handlingsrom for en mer langsiktig kapitalforvaltning
2	Gjennomføre en omlegging av garantien fra en årlig til en sluttgarantiordning	Overføring av kortsiktig risiko fra selskapet til kunden som fører til større handlingsrom for en mer langsiktig kapitalforvaltning
3	Reglene for håndtering av avkastning endres slik at mer tilfaller pensjonsselskapet i forvaltning av fripoliser	Øke incentivene til pensjonsinnretningene til å ta høyere risiko med høyere forventet avkastning. På den måten får pensjonskundene og pensjonsinnretningene sterkere sammenfallende interesser
4	Staten overtar ansvaret for ytelsesbaserte pensjonsordninger	Staten har større evne til å ta på seg risiko og kan dermed øke risiko og oppnå høyere forventet avkastning

Alternativ 1 innebærer at reglene for anvendelse og oppbygging av bufferfond justeres. En oppmyking av reglene og å tillate mer fleksibelt bruk av bufferelementene vil gi bedre grunnlag for langsiktig forvaltning. Under gjeldende regelverk kan for eksempel ikke tilleggsavsetninger brukes til å dekke avkastning under null. Finanstilsynet (2011) foreslår endringer i dagens regelverk om oppbygging og anvendelse av bufferfond, med sikte på å legge til rette for mer langsiktig forvaltning. Et forslag er at flere bufferelementer slås sammen til et nytt kundefordelt bufferfond og hvor den delen av avkastningen utover rentegarantien som tilfaller kunden tildeles betinget. Det legges imidlertid vekt på at en slik løsning kombineres med et tak på hvor stort bufferfondet kan være, og at alt utover dette taket vil oppjustere ytelsene med endelig virkning. I tråd med Finanstilsynets forslag kan taket på et slikt bufferfond være på 15 prosent av premiereserven. Se Finanstilsynet (2011) for mer detaljert omtale av forslaget.

Alternativ 2 med en sluttgarantiordning innebærer implisitt en gjennomsnittlig avkastning på premiereserven som tilsvarer den årlige renten ved dagens løsning. I en slik løsning vil kunden til enhver tid kun være garantert en sluttverdi i samsvar med den garanterte renten. Hovedskillet mellom en årlig rentegaranti og en sluttgaranti er at pensjonsinnretningene har mulighet til å veie tap av egenkapital i år med negativ avkastning opp mot år med positiv avkastning. Det betyr i prinsippet at innskudd av egenkapital i pensjonsforpliktelsene ikke vil få en endelig virkning før den eventuelt går til utbetaling. Implisitt innebærer en ordning med sluttgaranti også en oppmyking av reglene for anvendelse og oppbygging av bufferfond. En sluttgaranti går imidlertid lenger enn et fleksibelt bufferfond i den forstand at avkastning under rentegarantien også kan dekkes av et eventuelt fremtidig overskudd. En sluttgarantiordning vil kunne løse problemene med lav forventet avkastning for pensjonskunden

fordi det reduserer pensjonsinnretningenes risiko for tap av egenkapital med endelig virkning. Likevel er det usikkerhet knyttet til hvordan dette tiltaket vil påvirke konkurransesituasjonen i markedet.

Alternativ 3 innebærer en omlegging av dagens ordning slik at pensjonsselskapene får en større del av den eventuelle merverdien som skapes i forvaltningen av fripoliser. Med dagens regelverk har pensjonsinnretningene krav på inntil 20 prosent av avkastningen over den garanterte avkastningen ved forvaltning av fripoliser. Et alternativ kan være at selskapene får en høyere andel enn dette. Med økt oppside for pensjonsselskapene stimulerer man isolert sett til økt risikotakning i pensjonsinnretningenes forvaltning av fripolisene. På denne måten vil også pensjonsinnretningen og forsikringstakeren ha mer sammenfallende interesser. Samtidig vil det fortsatt være slik at økt risikotakning vil kreve en høyere andel egenkapital i forvaltningen, jf. Solvens II og matching av risiko mellom aktiva- og passivasiden.

Alternativ 4 innebærer at staten tar ansvar for pensjonsforpliktelsene og forvaltningen for de som vil ha ytelsesbasert pensjon, for eksempel gjennom Statens Pensjonskasse. Staten kan justere sine inntekter gjennom skattlegging og har dermed større evne til å ta på seg risiko knyttet til garanterte ytelser enn private aktører med begrenset ansvar. Dette alternativet er i stor grad et politisk spørsmål. Ettersom en innføring av offentlig pensjonskasse for private aktører ikke er på agendaen og derfor heller ikke anses som særlig sannsynlig å få gjennomført med det første vil ikke dette alternativet analyseres videre her. I tillegg vil en innføring av dette tiltaket medføre store oppstartskostnader grunnet ny infrastruktur som må på plass, det er også usikkerhet knyttet til hvor effektiv forvaltningen vil bli, særlig med hensyn til fraværet av konkurranse. Tiltaket kan imidlertid være et relevant tiltak i den grad det er etterspørsel etter ytelsesbaserte ordninger, men at disse ordningene blir svært dyre å tilby gjennom livselskapene blant annet på grunn av solvenskravene i regelverket.

Overordnet sammenstilling av tiltakene

Virkningene av fleksibelt bufferfond (alternativ 1), overgang til sluttgaranti (alternativ 2) og endring av meravkastningsfordelingen til fordelt for pensjonsinnretningen (alternativ 3) drar i samme retning. Tiltakene gir økte incentiver hos pensjonsinnretningene til en mer langsiktig forvaltning, i form av høyere risikotakning. Både løsningen med mer fleksibelt bufferfond og overgang til sluttgaranti vil innebære en overføring av kortsiktig risiko fra selskap til kunde, hvilket gir pensjonsinnretningene bedre evne til å tåle svingninger og større handlingsrom for mer langsiktig kapitalforvaltning. Incentivene vil imidlertid være sterkest med en sluttgarantiordning ettersom manglende avkastning også kan dekkes av eventuelle fremtidige overskudd. I hovedsak anser vi imidlertid disse ordningene som relativt like.

Når det gjelder alternativ 3, som innebærer en høyere meravkastningsandel for pensjonsinnretningen, vil denne ordningen også dra i retning for større incentiver til langsiktig forvaltning. I et høyrente-scenario blir det svært gunstig for pensjonsinnretningen å ha en høyere andel av overskuddet på bekostning av pensjonskunden. Fordelingsmessig anser vi da alternativ 1 og 2 som mer i tråd med at myndighetene også vektlegger forbrukerhensyn i regulering.

I den videre analysen har vi valgt å fokusere på sammenligningen av årlig rentegaranti med en ordning med sluttgaranti (alternativ 2). Hovedbegrunnelsen for dette valget er at sluttgarantien potensielt gir sterkere incentiver til endret forvaltningsadferd hos pensjonsinnretningene sammenlignet med en fleksibel bufferløsning. Samtidig vil risikoviljen til pensjonsinnretningen fortsatt være sterkt begrenset ettersom man uansett opererer med en garantert sluttbetaling i kombinasjon med solvenskrav. I en bredere analyse, med mer tilgjengelige ressurser, ville det vært naturlig å inkludere en mer inngående analyse av en løsning med fleksibel bufferløsning (alternativ 1). Vår vurdering er at analysene ville vært svært like for en løsning med årlig rentegaranti og fleksibelt bufferfond. Hovedforskjellen ligger i at man ved de to ulike alternativene har ulik risikodeling mellom

pensjonsinnretning og pensjonskunde ved forvaltning av fripoliser, og at denne risikodelingen kan føre til noe ulike incentiver i forvaltningen. I Finanstilsynet (2011) argumenteres det for at en løsning med fleksibelt bufferfond er å foretrekke. Argumentene kan leses i sin helhet i dette brevet. I analysens trinn 8 gjør vi også en nærmere vurdering av i hvilken grad en overgang til en sluttgarantiordning bør inkludere et tak på bufferfondet (relativt til størrelsen på premiereserven), før et eventuelt overskudd utover rentegarantien tildeles kunden med endelig virkning.

4.3. Trinn 3. Identifisere virkninger

Identifisere virkninger

Etter at relevante tiltak og virkemidler er identifisert kan en første kvalitativ vurdering av tiltakene og virkemidlenes virkninger gjennomføres. Formålet er å identifisere hvilke aktører som blir berørt, hvordan de vil tilpasse seg og hvilke virkninger som er av større og mindre betydning. Dette vil gi en oversikt over:

- Hvilke interessenter som bør kontaktes
- Hva slags informasjon som må hentes inn
- Hvilke markedsvirkninger som må analyseres

I denne delen av analysen vil vi identifisere virkningene av å endre reguleringen fra en ordning med årlig rentegaranti (referansebanen) til en ordning med en sluttgaranti (tiltaksbanen). Vi vil i analysen avgrense til å se på virkningene for fripolisemarkedet. Denne avgrensningen kommer av at ordningen med årlig rentegaranti først og fremst påvirker forvaltningen av fripolisene. Dette kommer av at ved en fripolise sitter innretningene på all risikoen alene, mens ved aktive ytelsesbaserte ordninger deles risikoen mellom arbeidsgiver og innretning. Problemene relatert til for lav forventet avkastning vil derfor først og fremst gjelde forvaltning av fripoliser. Videre er det slik at aktørene i markedet forventer at ytelsesbaserte ordninger gradvis vil fases ut gitt dagens regelverk og lave rentenivå.

På samme måte som når man regulerer oppsiden direkte (alternativ 3) vil en overgang til sluttgaranti kunne stimulere til økt risikoappetitt hos forsikringselskapene. På den måten kan man oppnå en høyere forventet avkastning, i bytte mot økt risiko. Samtidig fører ordningen til at det kan være vanskelig for forsikringstakeren å flytte pensjonen og å sammenlikne den fulle strukturen i ulike ytelsesbaserte pensjonsordninger.

4.3.1. Sluttgaranti – tillate bruk av forventet framtidig overskudd

Aktørene som vil bli berørt ved en overgang fra årlig rentegaranti til sluttgaranti er hovedsakelig pensjonsinnretninger med deres pensjonskunder. Tiltaket vil direkte påvirke innretningene siden de er forvaltere av pensjonsforpliktelsene, mens pensjonskundene vil indirekte bli påvirket som følge av pensjonsinnretningenes reallokering av forvaltningskapitalen mot porteføljer med høyere forventet avkastning. I tillegg vil overgangen også kunne påvirke arbeidsgivere, altså de som sparer pensjon på vegne av pensjonskundene. Selv om disse vil kunne bli påvirket ved en overgang fra årlig rentegaranti til sluttgaranti også på aktive ytelsesbaserte ordninger, har vi avgrenset denne analysen til å kun se på fripoliser.¹⁵

¹⁵ Vi antar her at bedriftene som sparer til pensjon hovedsakelig blir påvirket på to måter. For det første vil sluttgarantien kunne føre til at bedriftene må betale mindre i «rentegarantipremie» fordi pensjonsinnretningen ikke lenger trenger å bli delvis kompensert for å gi egenkapital med endelig virkning. Samtidig vil endringen kunne føre til at arbeidsgivere vil miste «rabattordningen» de har i dag under årlig

En overgang fra årlig rentegaranti til sluttgaranti kan løse problemet relatert til lav risikoeksponering med tilhørende lav forventet avkastning. Tiltaket kommer likevel med kostnader i form av lavere forutsigbarhet om eventuell meravkastning for pensjonskundene. Samtidig kan tiltaket ha store fordelingsmessige effekter som følge av virkningen på konkurransesituasjonen i fripolisemarkedet og tap av årlig nedsideforsikring for pensjonskundene.

Vi vil i dette kapitlet ta utgangspunkt i inndelingen av samfunnsøkonomiske virkninger fra rammeverket i samfunnsøkonomiske analyser for finansmarkedsregulering (Grimsby m.fl., 2016).

Direkte effekter

De direkte kostnadene er kostnader for det offentlige, gjerne i form av økt tilsyn, eller eventuelle investeringer i for eksempel IT-systemer for overvåkning av markeder eller lagring av informasjon. Ifølge rammeverket for samfunnsøkonomisk analyse av finansmarkedsregulering er disse kostnadene ofte svært lave. Vi antar i denne analysen at kostnadene også her vil være svært lave siden tiltaket vil erstatte annen liknende regulering.

Tilpasningskostnader

Tilpasningskostnadene er kostnader relatert til endringer i drifts- eller investeringskostnader hos de regulerte aktørene som følge av tiltaket. På samme måte som for de direkte kostnadene antar vi at disse kostnadene er svært lave da tiltaket erstatter liknende regulering.

Konkurransoeffekter

Å endre regelverket fra en årlig rentegaranti til en sluttgaranti vil kunne gjenopprette et marked for flytting av fripoliser. Samtidig vil en slik regelendring kunne ha negative effekter for konkurransen i dette markedet. I Tabell 4-3 har vi oppsummert de ulike effektene på konkurranse som følge av en overgang fra årlig rentegaranti til sluttgaranti.

Tabell 4-3: Konkurransoeffekter av overgang fra årlig rentegaranti til sluttgaranti

Effekt	Konkurransoeffekt	Vurdering
1	Økt lønnsomhet i forvaltningen fordi forvalteren vil kunne motregne tap i dag mot overskudd i framtiden	+
2	Produktet blir mer komplisert slik at det blir vanskeligere for forbrukerne å vite om de bør bytte forvalter	-
3	Det blir vanskeligere å bytte forvalter i de periodene der forvaltningskapitalen er lavere enn forsikringsforpliktelsen	-

Med overgang til en sluttgaranti vil forvalteren kunne motregne tap i dag mot overskudd i fremtiden. Dette vil gi forvalteren incentiver til å ta høyere risiko og dermed øke forventet avkastning. Denne effekten vil øke lønnsomheten for pensjonsinnretningen av å forvalte fripoliser. Med økt lønnsomhet kan markedet for flytting av fripoliser gjenoppstå.

rentegaranti. Som tidligere nevnt vil avkastning over den garanterte renten gi lavere innbetalinger for arbeidsgiver fordi ytelsen til pensjonisten ligger fast. Det som eventuelt kan være en løsning for å fremdeles ha denne rabattordningen er at denne rabatten vil gjøres opp i slutten av perioden enten den dagen ordningen skal begynne å utbetales eller den dagen den skal konverteres til en fripolise.

Det er særlig to forhold som svekker konkurransen. For det første blir produktet mer komplisert slik at det blir vanskeligere å vite om man bør bytte forvalter. Det kompliserende elementet med en sluttgaranti ligger i at ordningen ikke tilfører kapital med endelig virkning. Av denne grunn vil det være vanskeligere å vurdere hvor god den risikojusterte kvaliteten på forvaltningen egentlig er. For det andre blir det vanskeligere å bytte forvalter i de situasjonene hvor dagens forvaltningskapital er verdt mindre enn pensjonsforpliktelsen. En slik situasjon vil kunne oppstå som en følge av at forvalteren kan motregne dagens tap mot fremtidig overskudd. Her antas det at dagens flytteregler om full fondering ved flytting ikke vil bli videreført under sluttgaranti. Det kan derfor reises spørsmål om andre konkurrerende pensjonsinnretninger vil ønske å overta kontrakter som er underreservert for avkastningsgarantien.

Finans Norge (2013b) trekker fram at det fortsatt vil kunne eksistere et flyttemarked for underreserverte kontrakter. Dette vil mulig å se for seg dersom innretningen har investert i lange obligasjoner som sikrer ytelsen ved uttakstidspunktet, men som har lav markedsverdi ved flyttetidspunktet for eksempel på grunn av økte rentenivåer. Mottakende pensjonsinnretning kan da møte sluttverdigarantien uten å tilføre kontrakten egenkapital. Man vil imidlertid ikke forvente at flyttemarkedet vil fungere i en situasjon hvor kontrakten er underreservert som følge av verditap på andre aktivaklasser som kreditt, eiendom eller aksjer.

Som vist i tabellen over er det både positive og negative konkurranseeffekter av en overgang til sluttgaranti. Vi vet imidlertid ikke hvilke av disse effektene som vil dominere, og derfor hvorvidt tiltaket fører til en økt eller svekket konkurranse i markedet. Likevel er det naturlig å legge til grunn at i et scenario hvor rentene stiger betydelig i forhold til dagens nivå vil de negative effektene være sterkere enn de positive effektene. Det kommer av at høyere renter vil øke lønnsomheten til pensjonsinnretningene også under en ordning med årlig rentegaranti. Det er under et slikt regime at den årlige rentegarantien ble innført og som har bidratt til at markedet for fripoliser har vært såpass omfattende. Her er det imidlertid verdt å påpeke at det uansett er usikkert i hvilken grad flyttemarkedet vil gjenoppstå etter at Solvens II er blitt innført.

Svekket konkurranse i markedet for fripoliser vil imidlertid ikke ha store samfunnsøkonomiske effekter. Det synes rimelig å legge til grunn at etterspørselen etter fripoliser er relativt uelastisk. Det betyr at dersom prisene endres (for eksempel gjennom reduserte avsatte administrasjonsreserver) vil ikke antallet fripoliser endres. Dette argumentet tilsier at svekket konkurranse i fripolisemarkedet ikke vil ha samfunnsøkonomiske effekter. Det kan imidlertid ha fordelingseffekter. Fordelingseffektene vil diskuteres i trinn 7.

På den andre siden er det slik at dersom arbeidsgiver (som representerer de ansatte) ser at de ansatte får dårlige ordninger dersom ordningen blir omgjort til en fripolise i fremtiden, kan dette føre til lavere etterspørsel etter ytelsesbaserte ordninger som indirekte fører til lavere etterspørsel etter fripoliser. Dette kan potensielt ha samfunnsøkonomiske effekter. Likevel er det naturlig å tro at det er andre mekanismer som også styrer arbeidsgivers valg av pensjonsordning. Det kan for eksempel være kostnadene for arbeidsgiver under opptjeningen.

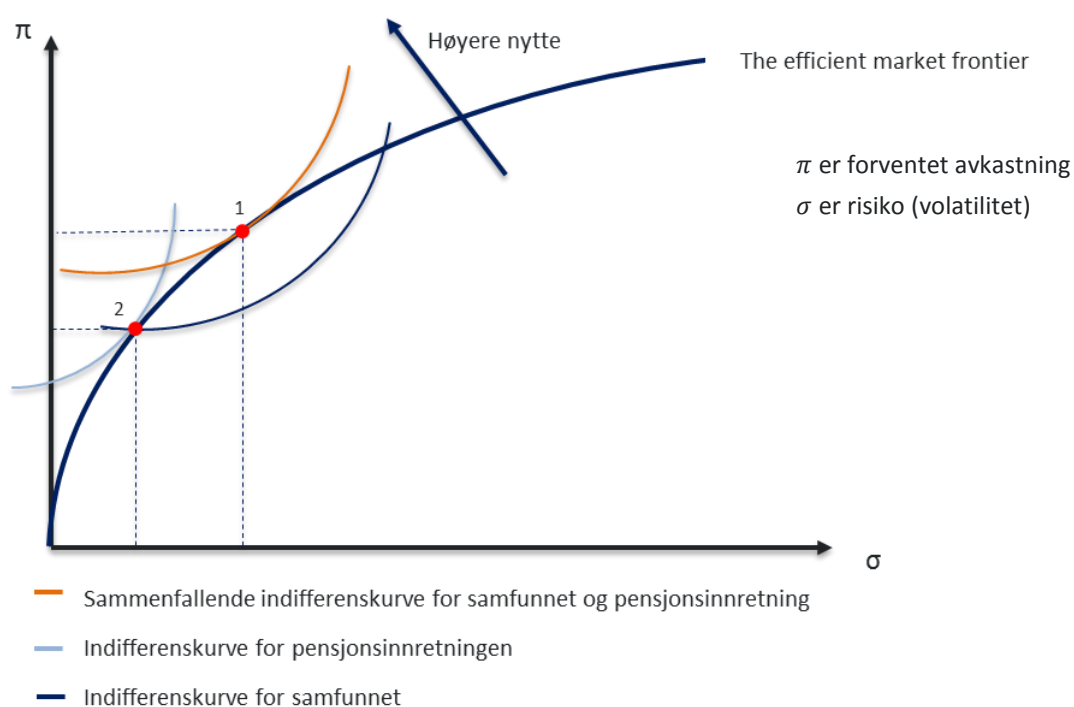
Svekket konkurranse i fripolisemarkedet kan føre til at flere ønsker å konvertere fripolisen til en fripolise med investeringsvalg.

Kvantumseffekter

I figuren under illustrerer vi det samfunnsøkonomiske nyttetapet ved dagens forvaltning av fripoliser. Den blå konkave kurven kaller vi for «the efficient market frontier». Denne kurven viser den høyeste mulige forventede avkastningen (π) for et gitt nivå av risiko (σ). Dersom man ligger innenfor vil man kunne endre porteføljen og få høyere forventet avkastning for samme nivå av risiko. Hvor man foretrekker å ligge på denne kurven avhenger av preferansene, blant annet tidshorisont og risikoaversjon. Som regel vil man være mer risikoavers og villig til å

gi opp forventet avkastning mot lavere risiko dersom man har en kort tidshorison. Det betyr at man vil ligge langt til venstre på kurven ved kortere tidshorison. De konvekse kurvene er et uttrykk for ulike preferanser. Disse kurvene kalles i økonomisk teori for «indifferenskurver». Punktene langs disse kurvene viser alle mulige kombinasjoner av avkastning og risiko, som gir samme nyttenivå for aktøren. Det betyr at langs indifferenskurven er aktøren indifferent mellom de ulike kombinasjonene av risiko og forventet avkastning. Desto lengere oppe til venstre i diagrammet disse indifferenskurvene ligger, desto høyere nytte får aktøren. Det betyr at vi antar at aktøren får høyere nytte jo mer forventet avkastning han kan oppnå for en gitt risiko. Kurvene er krummet (konvekse) fordi vi antar at konsumenten må kompenseres med mer forventet avkastning jo høyere risiko han tar. Med andre ord antar vi at aktørene er risikoaverse. Tilsvarende er aktøren villig til å gi opp mindre og mindre forventet avkastning i bytte mot redusert risiko, jo mindre risiko han tar.

Figur 4-4: Illustrasjon av tilpasningen under regulering med årlig rentegaranti.



En effektiv forvaltning av fripoliser krever at forvalteren og samfunnet har sammenfallende interesser.¹⁶ Dette vil spesielt innebære at de har samme tidshorison. Gitt alt annet likt (konkurransforhold etc.) vil interessene være sammenfallende dersom pensjonsinnretningene har samme preferansekurve som samfunnet, vist ved den oransje kurven. I dette tilfellet vil den effektive sammensetningen av risiko og avkastning være i punkt 1.

Ved å pålegge innretningene en årlig horison skiftes preferansekurven for pensjonsinnretningene til den lyseblå kurven. Pensjonsinnretningene vil dermed gi opp for mye forventet avkastning i bytte mot mindre risiko sett fra samfunnets perspektiv. Dette illustreres ved den blå indifferenskurven som indikerer at samfunnet har et lavere nyttenivå ved denne tilpasningen enn ved tilpasningen i punkt 1.

¹⁶ I dette tilfellet antar vi at samfunnet reflekterer den optimale tilpasningen ved fravær av markedssvikt. Markedssvikten ligger i at vi antar at kravet om årlig rentegaranti begrenser kontrakten innretningene kan skrive med de framtidige pensjonistene. Den optimale kurven representerer derfor preferansene til forsikringselskapene dersom de fritt hadde hatt mulighet til å skrive kontrakt med de samme pensjonistene gitt full konkurranse, ingen transaksjonskostnader og full informasjon. Vi vil i denne analysen ikke gå videre med hva denne ideelle kontrakten er, men vi antar at kontrakten som skrives under årlig rentegaranti vil føre til at vi beveger oss til venstre i figuren langs «the efficient market frontier».

Ved overgang fra en årlig rentegaranti til en sluttgaranti vil pensjonsinnretningene ha en lengere tidshorisont på investeringene, og samfunnet og pensjonsinnretningene vil dermed ha **mer sammenfallende interesser**. Pensjonsinnretningene vil derfor se seg tjent med å ta en høyere risiko. Det er fordi de under denne reguleringen kan diversifisere over tid, da tap av egenkapital i ett år ikke nødvendigvis vil ha endelig virkning. Ved en sluttgaranti er det sannsynlig at pensjonsinnretningene vil bevege seg mot venstre i figuren langs «the efficient market frontier», og at den nye tilpasningen vil ligge et sted mellom punkt 1 og punkt 2 i figuren. Hvor den nye tilpasningen vil finne sted, vil avhenge av styringseffektiviteten av tiltaket. Jo nærmere den nye tilpasningen er punkt 1, jo mer styringseffektivt er tiltaket.

Kvalitetseffekter

Kvalitetseffekter er effektene reguleringen på kvaliteten i de finansielle tjenestene som tilbys. En kvalitetseffekt som kan ha samfunnsøkonomiske effekter er at eierne av fripoliser vil tape forutsigbarhet ved overgang til en sluttgaranti. Dette kommer av at i ordningen med årlig rentegaranti gis årlig avkastning til pensjonisten med endelig virkning. Det betyr at dersom det går bedre enn garantien i ett år, vil den framtidige ytelsen til pensjonisten øke. Under en ordning med sluttgaranti derimot vil ikke pensjonisten vite med sikkerhet hvor mye over den avtalte ytelsen han får før pensjonsalderen. Dette kommer av at pensjonsinnretningen kan dekke tap av egenkapital fra tidligere år med framtidig avkastning over garantien. Likevel har vi over antatt at en positiv virkning av overgang til sluttgaranti er høyere forventet avkastning. Således vil den reduserte forutsigbarheten handle om at det er mindre risiko for at man får sluttgarantien og større sannsynlighet for at man får et beløp over dette. Således er redusert sikkerhet ikke noe tap for pensjonisten.

4.4. Trinn 4. Tallfeste og verdsette virkninger

Ved vurdering av tiltakets samfunnsøkonomiske lønnsomhet har vi gjennomført en forenklet analyse i tråd med veilederen i samfunnsøkonomisk analyse for finansmarkedsregulering.

Tallfeste og verdsette virkninger

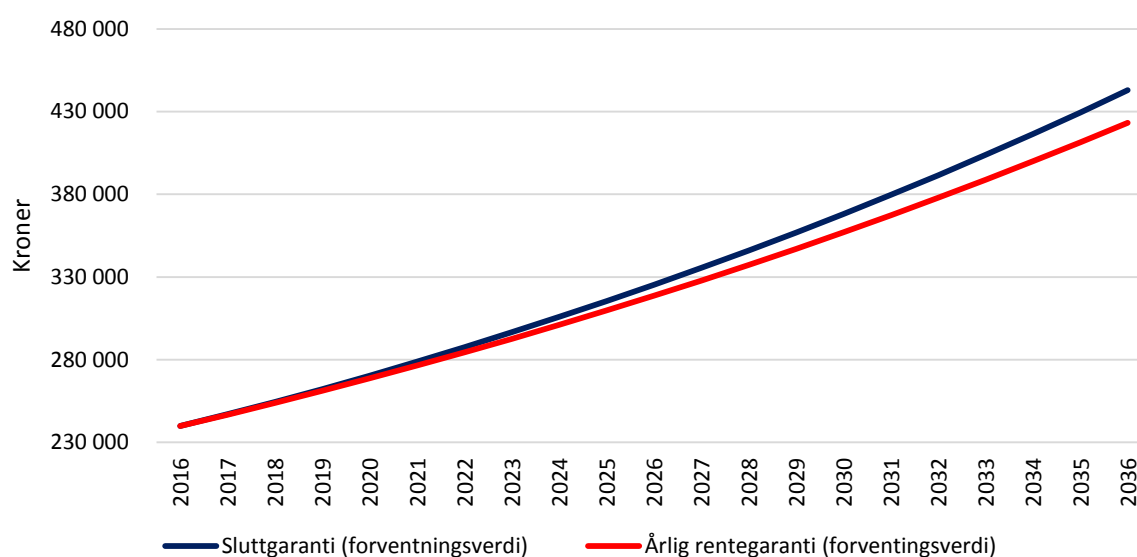
Neste trinn i analysen er å tallfeste de identifiserte virkningene fra trinn 3. Tallfesting av virkningene er et svært viktig ledd i samfunnsøkonomiske analyser fordi det synliggjør konsekvensene og gjør dem sammenliknbare. Tallfesting av kostnadene er derfor nødvendig for å kunne vurdere forskjellen fra dagens situasjon, altså avviket mellom referansebanen og tiltaksbanen. Det gjør det også lettere å sammenlikne og rangere på tvers av tiltak og dermed vurdere om noe skal gjennomføres eller ikke.

4.4.1. Sammensetning av aktivaklasser i forvaltning av fripoliser

Som vi har beskrevet i trinn 3 vil den viktigste kvantifiserbare virkningen være at man endrer porteføljesammensetningen. Det som hovedsakelig skiller referansebanen og tiltaksbanen er at de har ulik sammensetning av aktiva i porteføljen. I tiltaksbanen antar vi at aksjeandelen over en femårsperiode gradvis øker fra fire til 15 prosent. Sistnevnte er om lag det samme som dagens aksjeandel i livselskapenes kollektivportefølje. Av det følger at porteføljene har ulik forventet avkastning og risiko. Vi har lagt til grunn en analyseperiode på 20 år fram i tid. Valget av aksjeandel og analyseperiode er videre omtalt i delkapittel 4.4.3.

Basert på dette finner vi at man kan oppnå en samfunnsøkonomisk gevinst ved overgang fra årlig rentegaranti til en ordning med sluttgaranti. Grunnet stor usikkerhet om omfanget av fripoliser i årene framover har vi valgt å belyse avkastningstapet ved årlig rentegaranti ved å se på avkastningsforskjellen på gjennomsnittsverdien av en fripolise som investeres i 2016. I 2014 var gjennomsnittsverdien på en fripolise 233 000 kroner. Våre beregninger indikerer at ved innskudd av 233 000 kroner kan man forvente en 5 prosent høyere ytelse etter 20 år under en sluttgaranti. Samtidig vil en slik overgang føre til økt risiko i forvaltningen for pensjonsinnretningen knyttet til faren for at den forvaltede kapitalen ikke blir stor nok for å oppnå sluttgarantien. Ettersom hele analysen bygger på at dette er risiko som pensjonsinnretningen er villig til å ta, vil kostnaden av denne økte risikoen være mindre enn gevinsten ved høyere forventet avkastning. I figuren under har vi vist den forventede avkastningen i referansebanen og tiltaksbanen.

Figur 4-5: Utviklingen i forventet forsikringsforpliktelse under en ordning med årlig rentegaranti (referansebanen) og en sluttgaranti (tiltaksbanen)



Dersom vi sammenlikner forventet sluttverdi av investeringen ved årlig rentegaranti og ved en sluttgaranti innebærer dette en 5 prosents høyere forventet sluttverdi med sluttgaranti. Sluttverdien er vist i tabellen under.

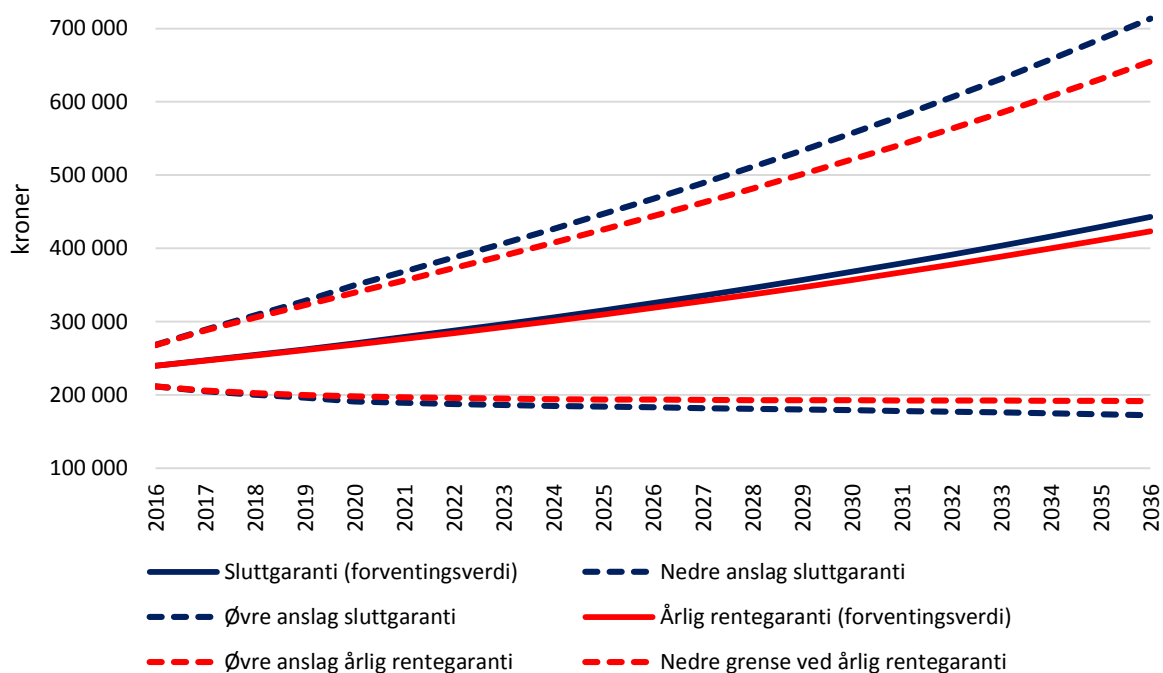
Tabell 4-4: Forventet sluttverdi ved investering av en gjennomsnittlig fripolise på 233 164 kroner ved en ordning med sluttgaranti og en ordning med årlig rentegaranti

	Investeringsbeløp i 2016	Sluttverdi i 2036
Årlig rentegaranti	233 164	423 265
Sluttgaranti	233 164	442 928

Vi finner at over en periode på 20 år vil den forventede avkastningen være 12 2002014-kroner høyere i netto nåverdi i 2016 med en sluttgaranti, sammenlignet med en referansebane med årlig rentegaranti. I denne beregningen har vi lagt til grunn en diskonteringsrente på 4 prosent i tråd med DFØs veileder for samfunnsøkonomisk analyse.

Som påpekt i kapittel 4.3, vil en høyere forventet avkastning også innebære en høyere risiko. I figuren under har vi vist utviklingen i forventningsverdi ved investering av 233 164 kroner i 2016 fram til 2036 med tilhørende usikkerhetsvifter for referanse- og tiltaksbanen.

Figur 4-6: Forventet avkastning samt øvre og nedre anslag for investering av 233 164 kroner under en ordning med årlig rentegaranti og under en ordning med sluttgaranti



Den blålinjen og den rødelinjen viser henholdsvis utviklingen i forventningsverdi for en ordning med sluttgaranti og årlig rentegaranti. De stiplede linjene viser de øvre og nedre anslagene målt ved konfidensintervall på 95 prosent. Vi ser av denne figuren at selv om forventningsverdien er høyere ved en ordning med sluttgaranti, innebærer denne porteføljetilpasningen en bredere utfallsvifte.

Dersom vi havner nederst i det 95-prosents konfidensintervallet for en forvaltning med sluttgaranti vil dette innebære en betydelig samfunnsøkonomisk kostnad sammenlignet med et tilsvarende sannsynlig utfall i referansebanen. Selv om pensjonskundene får dekket tapet opp til rentegarantien (som gjennomsnittlig er på 3,5 prosent), vil pensjonsinnretningene måtte ta tapet ved å bruke av egenkapitalen. Vi antar at solvensregelverket sørger for at pensjonsinnretningene har nok egenkapital til å dekke eventuelle tap, slik at pensjonskundene ikke vil måtte bære noen kostnad dersom avkastningen er under rentegarantien ved uttakstidspunktet.

4.4.2. Beregning av total avkastningskostnad

Som nevnt tidligere er det betydelig usikkerhet knyttet til framtidig omfang av fripoliser. Likevel har vi foretatt en beregning av effektene av ulike porteføljesammensetning i referansebanen og tiltaksbanen der vi har lagt inn et estimat på omfanget av fripoliser i dag og fremover. I den følgende beregningen har vi lagt til grunn en total forvaltningskapital på 206 milliarder kroner, og at det over en periode på ti år innfases 14 milliarder i året grunnet konvertering av aktive ytelsesordninger til fripoliser. I disse beløpene er det allerede korrigert for at noen fripoliser konverteres til investeringsvalg.

Vår eksempelberegning viser at overgang fra en årlig rentegaranti til en sluttgaranti ville ført til en avkastningsforskjell på forvaltningskapitalen tilsvarende 16 milliarder kroner neddiskontert til 2016. Denne effekten kommer av at med en sluttgaranti kan pensjonsinnretningene ta høyere risiko og investere i aksjer og eiendom, fremfor rentebærende papirer. Et stort usikkerhetsmoment knyttet til denne beregningen knytter seg til omfanget av både eksisterende fripoliser som konverteres til investeringsvalg, hvorvidt de aktive ytelsesbaserte vil konverteres til fripoliser og hvor stor andel som vil konverteres til fripolise med investeringsvalg. Tidsaspektet for når disse endringene eventuelt også skjer vil være avgjørende for størrelsen på det samfunnsøkonomiske tapet av å operere med en årlig rentegaranti i stedet for en sluttgaranti.

Tabell 4-5: Avkastningsgevinst ved overgang fra en årlig rentegaranti til en ordning med sluttgaranti

Kroner (netto nåverdi i 2016)	
Avkastningsgevinst ved overgang til sluttgaranti	16 mrd.

Som sagt har vi foretatt noen antagelser om størrelsen på forvaltningskapitalen for fripoliser som forvaltes uten investeringsvalg i dag og i framtiden. Vi vil derfor gjennomføre usikkerhetsanalyser der vi tester robustheten i konklusjonen om samfunnsøkonomisk lønnsomhet der disse parameterne vil endres.

Ikke-prissatte samfunnsøkonomiske kostnader

Når det gjelder de samfunnsøkonomiske kostnadene av tiltaket, er disse tilført analysen som ikke-prissatte virkninger. Disse samfunnsøkonomiske kostnadene forventes å trekke ned nytten av tiltaket, men i begrenset grad. De samfunnsøkonomiske kostnadene følger av at den nye porteføljen også kommer med økte kostnader i form av høyere risiko og tapt forutsigbarhet for pensjonskunden. Risikovektet vil derfor den samfunnsøkonomiske gevinsten av å gå over til fripoliser med sluttgaranti være mindre enn 16 milliarder kroner.

Som nevnt over er annen samfunnsøkonomisk kostnad av tiltaket relatert til tap av forutsigbarhet for pensjonskundene. Med en sluttgaranti vil pensjonskunden ikke vite med sikkerhet hvor mye meravkastning utover den garanterte sluttlytelsen som vil realiseres før ved pensjonsalderen, og kan derfor vanskeligere tilpasse sin private pensjonssparing over perioden.

4.4.3. Antagelser og metodikk

I dette delkapittelet vil vi gi en grundigere redegjørelse for alle antagelser som ligger bak beregningene vi har foretatt.

Antagelser om fordelingen mellom ulike aktivaklasser

For å beregne den samfunnsøkonomiske lønnsomheten av tiltaket har vi benyttet statistikk på fordelingen av forvaltningsporteføljen på ulike aktivaklasser for pensjonskasser og fripoliser. Vi har antatt at pensjonsinnretningene vil se seg tjent med å ha en høyere aksjeandel under en ordning med sluttgaranti. Dette kommer av at denne ordningen fører til at innretningene forvalter med et lengere tidshorison da tap av eventuell egenkapital i ett år ikke vil bli gitt med endelig virkning. Tabellen under viser den antatte porteføljefordelingen mellom eiendom, aksjer og obligasjoner i en referansebane med årlig rentegaranti sammenlignet med en situasjon med sluttgaranti.

Tabell 4-6: Fordeling av porteføljen på ulike aktivaklasser ved årlig rentegaranti og sluttgaranti fordelt på eiendom, aksjer og obligasjoner. Kilde: Medlien (2014), Storebrand (2015) og Norges Bank pensjonskasse (2015)

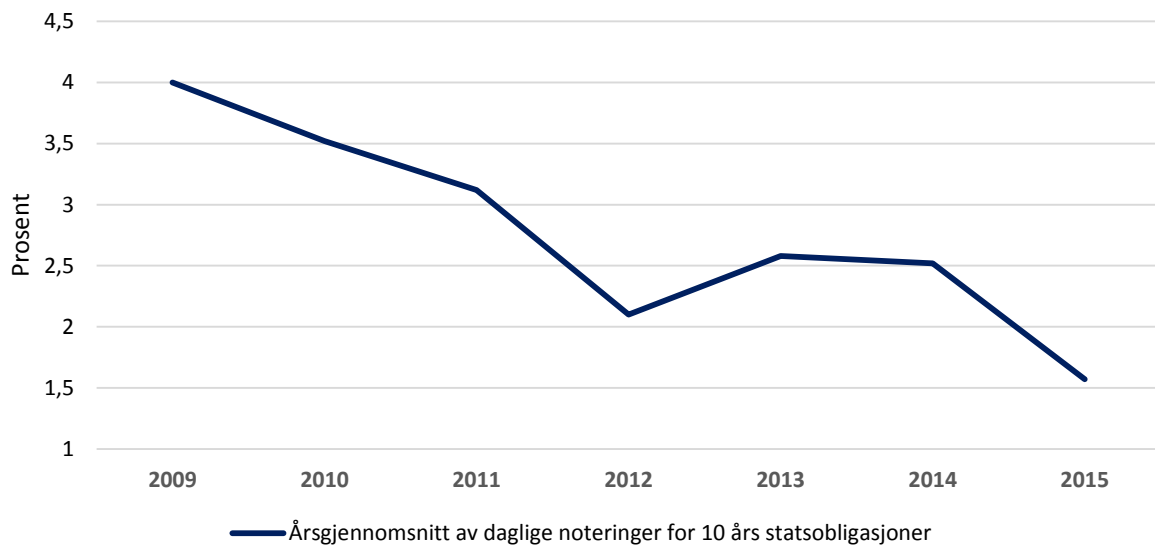
	Årlig rentegaranti	Sluttgaranti
Eiendom	11 %	11 %
Aksjer	4 %	15 %
Obligasjoner	85 %	74 %

Fordelingen mellom ulike aktivaklasser for referansebanen er basert på statistikk fra Medlien (2014) og Storebrand (2015) for forvaltning av fripoliser. I referansebanen antar vi at fordelingen mellom de ulike aktivaklassene er konstant over hele perioden. Vi anser dette som en rimelig antagelse fordi pensjonsinnretningene med årlig rentegaranti i praksis opererer med en ettårig tidshorison over hele perioden. Det betyr at de hvert år innretter porteføljesammensetningen for å levere en avkastning hvert år uavhengig av pensjonistenes alder. Dersom avkastningen på aksjene er høyere enn for obligasjonene i ett gitt år slik at fordelingen endres, antar vi at innretningene reallokerer porteføljen for å igjen sitte med andelene som er oppgitt i tabellen over.

I tiltaksbanen har vi lagt til grunn at aksjeandelen på sikt vil bli 15 prosent dersom man går over til en sluttgarantiordning. Dette tilsvarer den gjennomsnittlige aksjeandelen for kollektivporteføljen per i dag. Hva aksjeandelen i forvaltningen av fripoliser faktisk vil bli dersom man velger å gå over til en sluttgarantiordning, er imidlertid usikkert. Det er således usikkert hvor styringseffektivt tiltaket vil være. Likevel er det klart at insentivene vil trekke i retning av en økt aksjeandel i porteføljen. I trinn 6 sensitivitetstester vi hvordan endringer i forutsetningen om aksjeandel slår ut i konklusjonen om den forventede samfunnsøkonomiske lønnsomheten av tiltaket.

Det er imidlertid viktig å understreke at aktivandelene er basert på dagens lavrenteregime med forventinger om fremtidig lave renter. Pensjonsinnretningene har fordelt forvaltningsporteføljen basert på dagens tilstand i økonomien, og det er naturlig å anta at en endret tilstand i form av for eksempel høyere renter også vil medføre en reallokering i innretningenes porteføljer. I figuren under har vi vist årsgjennomsnittet av daglige noteringer for 10 års statsobligasjoner. Dette gir oss en indikasjon på at den fremdeles er forventninger om lave renter i hvert fall ti år framover.

Figur 4-7: Utviklingen i årsgjennomsnittet av daglige noteringer for 10 års statsobligasjoner. Kilde: Norges Bank (2015)



I tiltaksbanen har vi antatt en fordeling som vist i Tabell 4-6. Vi har her antatt at pensjonsinnretningene vil ha en aksjeandel på 15 prosent. Dette er på nivå med dagens aksjeandel i livselskapenes kollektivportefølje. Til sammenligning har Statens pensjonsfond utland og innskuddsbaserte pensjonsordninger en aksjeandel på rundt 60 prosent, mens private pensjonskasser opererer med en gjennomsnittlig aksjeandel på 35 prosent i sine porteføljer. Vi legger altså til grunn at aksjeandelen for fripoliser under sluttgaranti vil være betydelig lavere enn dette. Dette kommer av at en sluttgaranti fremdeles innebærer en garantert ytelse. Kombinert med at man fremdeles vil operere under det samme solvens-regelverket og lave rentenivå, er det derfor rimelig å anta at pensjonsinnretningene vil fortsette med å være forsiktige i forvaltningen av fripolisene. Vi antar videre at andelen eiendomsinvesteringer i porteføljen er uendret under sluttgaranti, og derfor at aksjeandelen økes til fordel for obligasjoner. I beregningene har vi antatt at livsforsikringsselskapene gradvis oppjusterer aksjeandelen over en periode på fem år ved en overgang til sluttgaranti.

Det er usikkerhet knyttet til hvilken aksjeandel pensjonsinnretningene faktisk vil velge i sin forvaltning av fripoliser dersom man avvikler den årlige rentegarantien og erstatter den med en sluttgaranti. I kapittel 4.6 gjennomfører vi usikkerhetsanalyser med alternative aksjeandeler for å se hvordan dette påvirker konklusjonen om samfunnsøkonomisk lønnsomhet.

Antagelser om avkastning og risiko

I tabellen under har vi vist prognoser for avkastning og varians for de ulike aktivaklassene. Satsene er basert på anslag fra Finansdepartementet om forventet langsiktig realavkastning og risiko (volatilitet) for ulike aktivaklasser knyttet til forvaltningen av Statens Pensjonsfond Utland (SPU).

Tabell 4-7: Punktanslag for forventet langsiktig realavkastning og forventet risiko for globale obligasjoner, eiendom og aksjer. Kilde: Finansdepartementet (2009)

	Forventet avkastning	Forventet volatilitet
Eiendom	3.5 %	12 %
Aksjer	5.0 %	16 %
Obligasjoner	2.7 %	6 %

Disse forventede satsene er ment å gjelde på svært lang sikt. De representerer anslag for gjennomsnittlig årlig realavkastning og volatilitet over en periode som er lang nok til å omfatte flere konjunktursyklus med tilhørende oppgangs- og nedgangstider (Finansdepartementet, 2009). I perioder vil derfor avkastningen som observeres i markedet kunne avvike betraktelig fra den langsiktige forventningen.

Det er viktig å understreke at Finansdepartementets langsiktige anslag for forventet realavkastning og forventet volatilitet er basert på avkastning i globale finansmarkeder, mens norske pensjonsinnretninger typisk vil ha porteføljer som består av både globale og norske verdipapirer (Finans Norge, 2015b). Satsene er også basert på de porteføljevektene som SPU følger, mens pensjonsselskapenes porteføljer ofte er mer sammensatt av andre type verdipapirindekser. Dette er forhold som bidrar til usikkerhet i de prognosene som presenteres.

Finans Norge har også utarbeidet en egen bransjeavtale for avkastningsprognoser basert på disse satsene. De antar imidlertid betydelig lavere realavkastning på obligasjoner. Dette er begrunnet med at observert realrente i senere tid har vært betraktelig lavere enn SPUs sats og nær null prosent. For kunder med kort tid igjen til pensjonering vil andelen obligasjoner i en typisk investeringsvalgportefølje være høy og SPUs sats antas å ville gi en for høy prognose for disse. Vi vil derfor gjennomføre en scenarioanalyse i kapittel 4.6 der vi endrer på disse parameterne.

Valg av analyseperiode

Vi har i denne analysen valgt en analyseperiode på 20 år. Med analyseperiode menes den perioden alle nytte- og kostnadsvirkninger av et tiltak beregnes for.

Ifølge Finansdepartementets rundskriv R109/2014 skal analyseperioden som en hovedregel ta utgangspunkt i tiltakets oppstartsår. For et regelverkstiltak vil derfor analyseperioden starte idet man begynner å utarbeide det nye regelverket. Siden tiltaket i denne analysen ikke er vedtatt har vi derfor tatt utgangspunkt i omfanget av fripoliser i dag og sett framover.

Det fremgår videre av Finansdepartementets rundskriv at analyseperioden, som et hovedprinsipp, skal være så nær levetiden til tiltaket som praktisk mulig. Når det gjelder analyseperioden til en regulering skal levetiden vurderes ut ifra hvor langt inn i fremtiden det forventes at tiltaket vil ha vesentlige virkninger. I denne analysen vil reguleringen ha vesentlige virkninger så lenge omfanget av fripoliser er betydelig. I tråd med beskrivelsen av referansebanen (trinn 1), legger vi til grunn i denne analysen at fripoliser gradvis fases ut over tid. Dette henger sammen med at det er få nye ytelsesbaserte ordninger som opprettes i dag. Etter hvert som ytelsesordningene konverteres til fripoliser, og gradvis flere kontrakter går til utbetaling og eventuelt avsluttes, vil fripolisene forsvinne fra pensjonsmarkedene i framtiden. For å finne korrekt levetid av reguleringen vil man derfor måtte ha tilgang til korrekt aldersfordeling for forpliktelsene og forventet levealder. Dessverre har vi ikke tilgang til presis statistikk på dette, og vi har derfor foretatt en skjønnsmessig vurdering og satt analyseperioden til 20 år. Av samme grunn har vi heller ikke tatt hensyn til at noe av kapitalen vil utbetales som pensjon i løpet av perioden. Vi anser imidlertid at dette vil ha mindre betydning for analysen ettersom utbetalinger vil finne sted både i referansebanen og i tiltaksbanen.

Antagelsen om 20 år baserer seg på at hovedtyngden av kapitalen som ligger i fripolisen tilhører kontrakter hos godt voksne personer som enten nærmer seg pensjonsalder, eller allerede er i en uttaksfase. De siste fem årene er det også svært få som har gått inn i nye ytelsesbaserte ordninger, og de fleste større bedrifter med ytelsesbaserte ordninger har lukket ordningene for nye deltagere. Basert på samtale med de største

livsforsikringssselskapene synes gjennomsnittsalderen for en fripoliseinnehaver å være i underkant av 50 år. Justert for størrelsen på forvaltningskapital angis imidlertid gjennomsnittsalderen å være et sted mellom 55 og 60 år. Går man 20 år fram i tid, vil disse være 75 til 80 år. Fra denne aldersgruppen og eldre antar vi at aksjeandelen vil være om lag det samme i referansebanen og tiltaksbanen.

Antagelsen om levetiden til tiltaket sensitivitetstestes i trinn 7 av analysen, der vi har endret analyseperioden til 15 og 25 år. Resultatene fra disse følsomhetsanalysen er beskrevet i delkapittel 4.6.

Metode for beregning av usikkerhet i porteføljene

I våre beregninger har vi sammenliknet forskjellene i forventet premiereserve for referansebanen og tiltaksbanen over tid. Det er imidlertid viktig å også ta hensyn til at økt forventet avkastning også innebærer en høyere risiko. Som illustrert i Figur 4-4 er det rimelig å legge til grunn at det fra samfunnets perspektiv er ønskelig med høyere risiko i bytte mot høyere forventet avkastning, gitt den relativt lange horisonten til pensjonskundene. Selv om denne risikoen er ønskelig betyr ikke dette at et eventuelt tap ikke vil ha samfunnsøkonomiske negative konsekvenser. Pensjonskundene vil ikke bære hele tapet på grunn av den garanterte ytelsen. Pensjonskundene vil kun bære tapet for meravkastningen utover den garanterte ytelsen. Derimot vil pensjonsinnretningene eller andre samfunnsaktører potensielt måtte dekke tapet opp til den garanterte ytelsen. Fordi andre typer reguleringer sørger for at eventuelle tap ikke skal påføre skattebetalerne ett tap (ved bailout), vil dette tapet måtte dekkes av pensjonsinnretningene ved bruk av egenkapital.

For å belyse den ulike risikoen ved ulike porteføljesammensetninger har vi konstruert konfidensintervall for hver portefølje. Disse konfidensintervallene vil gi oss et nedre og et øvre anslag på avkastningen. Et konfidensintervall sier at det er 95 prosent sannsynlig at estimatoren får en verdi i intervallet gitt over. Konfidensintervallene vil gi en indikasjon på et øvre og nedre anslag avkastningen. Konfidensintervall er gitt ved følgende formel.

For det øvre anslaget:

$$E(s, t) + 2 * \sqrt{Var(s, t)}$$

For det nedre anslaget:

$$E(s, t) - 2 * \sqrt{Var(s, t)}$$

Der $E(s, t)$ er forventet forsikringsforpliktelse (s) ved år (t), og $Var(s, t)$ er variansen til denne porteføljen.

For å finne disse to variablene har vi basert oss på fordelingen av aktiva for referansebanen og tiltaksbanen, samt prognosene for avkastning og volatilitet for ulike aktivaklasser gitt i Tabell 4-7.

Forventningen til en gitt portefølje $E(s, t)$ er gitt ved følgende formel:

$$E(s, t) = G * R^t$$

Der $R = (1 + r)$ og G er forvaltningskapitalen i startåret. For hver av porteføljene vil den gjennomsnittlige renten (r) være basert porteføljesammensetningen. Denne formelen sier at i et gitt år (t) forventes det at denne forvaltningskapitalen kaster av seg en gjennomsnittlig avkastning lik renten (r).

Variansen i år t til denne porteføljen er gitt ved følgende formel:

$$Var(s, t) = G^2 * Var(R^t)$$

$$Var(s, t) = G^2 * \left[(var(R) + E(R)^2)^t - (E(R))^{2t} \right]^1$$

Der $E(R)$ er forventet gjennomsnittlig avkastning

$$E(R) = \gamma_1 r_1 + \gamma_2 r_2 + \gamma_3 r_3$$

Her er r_i renten for en gitt aktivaklasse (i) og γ_i andelen som er investert i aktivaklassen (i).

$Var(R)$ er variasjonen til den forventede avkastningen gitt ved følgende formel:

$$Var(R) = \gamma_1^2 var(r_1) + \gamma_2^2 var(r_2) + \gamma_3^2 var(r_3) + 2\gamma_1\gamma_2 cov(r_1, r_2) + 2\gamma_1\gamma_3 cov(r_1, r_3) + 2\gamma_2\gamma_3 cov(r_2, r_3)$$

Videre er $var(r_1)$ oppgitt i Tabell 4-7 fordi $var(r_1) = \sigma^2$. For å finne $cov(r_i, r_j)$ har vi benyttet den oppgitt korrelasjonsmatrisen vist i tabellen under fordi $cov(r_i, r_j) = corr(r_i, r_j) * \sigma_i * \sigma_j$. De forventede korrelasjonene mellom realavkastning på obligasjoner, eiendom og aksjer i tabellen er hentet fra finansdepartementets anslag for Statens Pensjonsfond Utland.

Tabell 4-8: Punktanslag for forventede langsiktige korrelasjoner mellom realavkastning av globale obligasjoner, eiendom og aksjer. Kilde: Finansdepartementet (2009)

	Obligasjoner	Eiendom	Aksjer
Obligasjoner	1	0,3	0,4
Eiendom		1	0,6
Aksjer			1

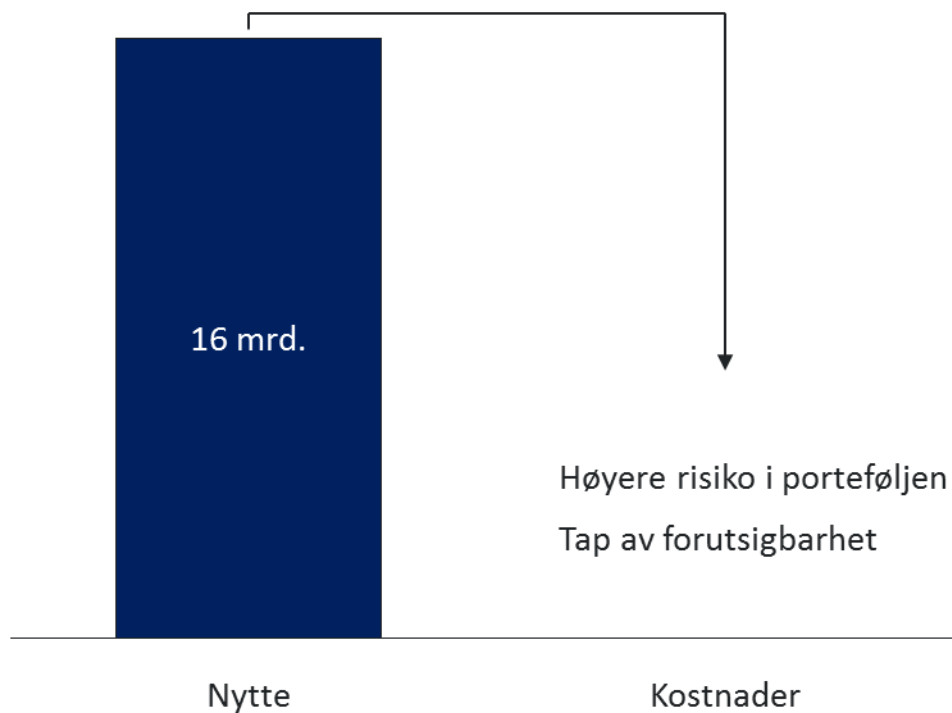
4.5. Trinn 5. Vurdere samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Vurdere samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Når man har beregnet virkninger som det er mulig og/eller hensiktsmessig å verdsette, kan den samfunnsøkonomiske lønnsomheten av tiltakene vurderes. I prinsippet er det bare i fullverdige nytte-kostnadsanalyser at den faktiske samfunnsøkonomiske lønnsomheten kan beregnes i netto nåverdi, over tiltakets levetid.

Analysen viser at det er samfunnsøkonomisk lønnsomt å fjerne kravet om årlig rentegaranti. Den forventede nåverdien av nytteeffektene er positiv og beregnet til 16 milliarder i 2016-kroner. I motsatt retning trekker de ikke-prissatte kostnadene relatert til høyere risiko i porteføljen og tap av forutsigbarhet for konsumentene. Vektet for at en overgang til sluttgaranti vil øke risikoen vil dette tallet være mindre, men uansett positivt.

Figur 4-8: Illustrasjon over samfunnsøkonomisk forventet nytte og kostnader målt i nåverdi i 2016



Imidlertid vil beregningene være sensitive til de følgende faktorene:

- Hvor mye aksjeandelen øker i forvaltningen
- Omfanget av fripoliser uten investeringsvalg i dag og i framtiden
- Prognosene for realavkastning
- Lengde på analyseperiode

Robustheten av vår konklusjon om samfunnsøkonomisk lønnsomhet og hvordan denne avhenger av disse parameterne skal vi vurdere i trinn 6 av analysen.

4.6. Trinn 6. Gjennomføre usikkerhetsanalyse

Gjennomføre usikkerhetsanalyse

I korte trekk består en usikkerhetsanalyse av å beskrive alle relevante usikkerhetsfaktorer og grovt rangere dem etter hvor viktige de er for tiltakets samfunnsøkonomiske lønnsomhet. Deretter bør man anslå hvordan disse faktorene kan slå ut i tiltakets lønnsomhet. Til slutt må det vurderes hvordan usikkerheten skal håndteres.

Forutsetningene som ligger bak de kvantitative estimatene i samfunnsøkonomiske lønnsomhetsvurderinger er som oftest preget av usikkerhet. For å sikre at konklusjonene er så robuste som mulig gjennomfører vi flere følsomhetsanalyser. Disse viser hvordan ulike antagelser om usikre parametere påvirker beregningene. I beregningene har vi foretatt antagelser om blant annet andelen fripoliser som konverteres til fripoliser med investeringsvalg, økning i aksjeandelen som følge av en overgang til sluttgaranti og avkastningsprognosene. I de følgende avsnittene vil vi gå gjennom hvordan endringer i forutsetninger for disse parameterne påvirker estimatene i analysen.

Usikkerhet knyttet til aksjeandel i tiltaksbanen

I hovedanalysen antok vi en aksjeandel på 15 prosent for fripoliser i tiltaksbanen, etter en gradvis opptrappingsperiode på fem år. For å avdekke hvordan usikkerhet i denne antagelsen påvirker nytten og kostnadene av tiltaket har vi analysert effekten av å sette denne andelen til henholdsvis 10 prosent, med en opptrappingsperiode på tre år, og til 20 prosent med opptrapping over fem år. Som vi ser av tabellen under vil den forventede samfunnsøkonomiske nytten reduseres fra 16 til 9 milliarder dersom livsforsikringselskapene ender opp med å velge 10 prosent som ønskelig aksjeandel. Dersom livsforsikringselskapene velger å forvalte med en aksjeandel på 20 prosent vil den forventede samfunnsøkonomiske nytten øke til 23 milliarder.

Tabell 4-9: Resultater fra usikkerhetsanalysene ved endret aksjeandel

Usikkerhet knyttet til parameter	Netto nåverdi
Aksjeandel ved sluttgaranti på 10 prosent	9 milliarder
Aksjeandel ved sluttgaranti på 15 prosent (hovedestimat)	16 milliarder
Aksjeandel ved sluttgaranti på 20 prosent	23 milliarder

Beregningen over tar ikke høyde for de reduserte kostnadene i form av lavere risiko i tiltaket. Forskjellen i risikovektet forventet avkastning av en aksjeandel på ti prosent, sammenlignet med 15, vil derfor være mindre enn 7 milliarder. Denne effekten er heller ikke tallfestet i hovedanalysen. En endring fra årlig rentegaranti til sluttgaranti er lite styringseffektivt i form av at man vet nøyaktig hvilken aksjeandel som vi være optimalt sett fra livsforsikringselskapenes side. Samtidig kan man si at en overgang til sluttgaranti er styringseffektivt i form av at vi

vet at den vil gi økte insentiver til å øke risikoen i forvaltningen på en måte som er i interessen til deres egne kunder.

Nøyaktig hvor liten økning i aksjeandel som skal til for at en overgang til sluttgaranti vil være samfunnsøkonomisk ulønnsomt er vanskelig å fastsette ettersom vi ikke har verdsatt de negative effektene knyttet til redusert forutsigbarhet for kunden. Samtidig er det slik at forutsigbarheten knyttet til en sluttgarantiordning vil øke jo lavere aksjeandelen, det vil si risikoen i forvaltningen, er. Dette taler for at selv svært moderate økninger i aksjeandelen i fripoliseforvaltningen som følge av en overgang til sluttgaranti vil være samfunnsøkonomisk lønnsomme.

Usikkerhet knyttet til avkastning- og volatilitetsprognoser

Som tidligere nevnt er det også betydelig usikkerhet knyttet til avkastningsprognosene og den forventede volatiliteten for de ulike aktivaklassene. I beregningene har vi basert oss på satser utarbeidet av Finansdepartementet, som er ment å gjelde for Statens Pensjonsfond utland på svært lang sikt.

Som tidligere nevnt har Finans Norge utarbeidet en bransjeavtale for avkastningsprognoser basert på satsene til SPU.¹⁷ Der legges det vekt på at det i senere tid har blitt observert en realrente for obligasjoner som er betraktelig lavere enn SPUs sats og som er nær null prosent. Det legges også vekt på at pensjonsmidlene i norske livsforsikringsselskaper hovedsakelig er investert i obligasjoner med kortere durasjon enn obligasjonene i SPUs portefølje og med en observert lavere volatilitet enn SPUs anslag. I usikkerhetsanalysene benytter vi disse satsene også for fripoliseporteføljen for å se hvordan dette vil påvirke resultatene. I tabellen under viser vi Finans Norges prognoser som vi legger til grunn i usikkerhetsanalysen.

Tabell 4-10: Punktanslag for forventet langsiktig realavkastning og forventet risiko for globale obligasjoner, eiendom og aksjer. Kilde: Finans Norge (2015b)

	Forventet avkastning	Forventet volatilitet
Eiendom	3.5 %	12 %
Aksjer	5.0 %	16 %
Obligasjoner	0 %	3 %

Resultatene fra denne usikkerhetsanalysen er presentert i tabellen under:

Tabell 4-11: Resultater fra usikkerhetsanalyse ved endrede volatilitets- og avkastningsprognoser

Usikkerhet knyttet til parameter	Netto nåverdi
Avkastnings- og volatilitetsprognoser Finans Norge	24 milliarder
Avkastnings- og volatilitetsprognoser SPU	16 milliarder
Endring	8 milliarder

Vi ser at når disse prognosene legges til grunn vil nytten av tiltaket øke fordi referansebanen har betydelig lavere forventet avkastning grunnet høy obligasjonsandel. Det er altså en høyere forventet nytte av tiltaket.

¹⁷ Se «Avtale om avkastningsprognoser», Finans Norge (2015).

Når det gjelder de ikke-prissatte kostnadseffektene trekker dette resultatet i motsatt retning. Siden avkastningsprognosene til Finans Norge innebærer at risiko (volatiliteten) i obligasjonene faller, vil risikoen i både tiltaks- og referansebanen falle. Siden obligasjonsandelen i referansebanen er høyere enn i tiltaksbanen, betyr dette at volatiliteten faller mer i referansebanen. Den risikovektede økningen i forventet avkastning basert på disse endringene i forutsetningene for avkastning og volatilitet er altså mindre enn økning i forventet avkastning skulle tilsi. Det synes imidlertid sannsynlig at ved å legge de alternative forutsetningene for avkastning og volatilitet til grunn vil estimatet for samfunnsøkonomisk lønnsomhet øke.

Usikkerhet knyttet til andelen med investeringsvalg

Vi har tidligere påpekt at det er stor usikkerhet knyttet til andelen fripoliser som gjøres om til investeringsvalg. I analysen har vi skjønsmessig satt denne til 1 prosent. Vi har derfor kjørt usikkerhetsanalyse på denne andelen der vi har antatt at to ulike scenarier. Resultatene er vist i tabellen under:

Tabell 4-12: Resultater fra usikkerhetsanalyse ved endret andel konvertert til investeringsvalg

Usikkerhet knyttet til parameter	Netto nåverdi
Investeringsvalg 0.3 prosent for dagens fripoliser og framtidig ytelsesbaserte	16,0 milliarder
Investeringsvalg 1 prosent for dagens fripoliser og framtidige ytelsesbaserte	15,9 milliarder
Investeringsvalg 5 prosent for dagens fripoliser og framtidige ytelsesbaserte	15,2 milliarder

Resultatene av denne usikkerhetsanalysen viser at hvor stor denne andelen er har lite å si for resultatet av den samfunnsøkonomiske analysen. Når det gjelder de ikke-prissatte kostnadseffektene vil disse være uavhengig av hvor mange som velger investeringsvalg.

Usikkerhet knyttet til analyseperioden

Som tidligere nevnt er det betydelig usikkerhet knyttet til levetiden av reguleringen. Vi har derfor valgt å gjennomføre en usikkerhetsanalyse av lengden på analyseperioden. Vi har endret analyseperioden ned til 15 år og opp til 25 år. Resultatene fra disse usikkerhetsanalysene er vist i tabellen under. Vi ser av tabellen at analyseperioden har betydelig innvirkning på størrelsen av nytteeffekten knyttet til høyere aksjeandel.

Usikkerhet knyttet til parameter	Netto nåverdi
Analyseperiode 15 år	11 milliarder
Analyseperiode 20 år	16 milliarder
Analyseperiode 25 år	21 milliarder

4.7. Trinn 7. Beskrive fordelingsvirkninger

Beskrive fordelingsvirkninger

I tillegg til å vurdere den samfunnsøkonomiske lønnsomheten, er det viktig å vurdere eventuelle fordelingsvirkninger av tiltaket. Fordelingsvirkninger er overføringer av ressurser mellom samfunnsaktører som ikke har en nettokostnads- eller nytteeffekt. Dette innebærer at det skal beskrives hvordan tiltaket eller virkemiddelet påvirker fordelingen av ressursene i samfunnet. Fordelingsvirkninger er ofte relevant fordi ulike aktører har forskjellig nytte av den samme ressursen.

I tillegg til de samfunnsøkonomiske effektene av tiltaket, er fordelingsvirkningene også en viktig komponent i vurderingen.¹⁸ Fordelingsvirkninger er overføringer av ressurser mellom samfunnsaktører som ikke medfører en kostnads- eller nytteeffekt for samfunnet som helhet. De største fordelingsvirkningene av tiltaket er en indirekte overføring av risiko mellom pensjonsinnretningene og pensjonskundene.

Et av myndighetenes overordnede mål i reguleringen av finansmarkedene er at forbrukerhensyn skal vektlegges. Dette er fordi privatpersoner ofte har mindre innsikt enn profesjonelle aktører i markedet. For å illustrere en av fordelingsvirkningene av tiltaket kan man tenke seg en gitt situasjon der pensjonsinnretningene holder samme portefølje i referansebanen og tiltaksbanen. I dette tilfellet vil det å operere med en sluttgaranti, sammenlignet med referansebanen, innebære en overføring av kortsiktig risiko fra pensjonsinnretningen til pensjonskunden i de tilfellene hvor man får en avkastning over årlig rentegaranti. Dette følger av at med en sluttgaranti vil ikke denne avkastningen gis med endelig virkning, og således heller ikke føre til en oppskrivning av de garanterte forpliktelsene. På den måten vil risikoen for fremtidige tap, det vil si avkastning under årlig rentegaranti, belastes kundens bufferfond. Slik fripolisene med årlig rentegaranti forvaltes i dag vil imidlertid utviklingen av denne årlige garantien ha liten praktisk betydning for kunden. Grunnen til dette er at fripolisene med årlig rentegaranti forvaltes på en slik måte at sluttgarantien knyttet til fripolisen ikke øker over tid. Hvorvidt man opererer med en årlig garanti eller kun en sluttgaranti vil således ikke ha betydning for kundens faktiske garanterte pensjonsytelser.

Vi har også diskutert hvorvidt overgangen fra årlig rentegaranti kan ha effekter på konkurransen i flyttemarkedet. Som beskrevet under trinn 3 kan det tenkes å være både negative og positive effekter av tiltaket på konkurransen i markedet. Likevel, siden det i dag ikke eksisterer noen reell konkurranse i flyttemarkedet, antar vi at effekten i utgangspunktet er uendret. Likevel kan det være at markedet for fripoliser kan gjenoppstå i referansebanen grunnet endringer av tilstanden i økonomien. Det mest naturlige scenarioet her er at man får en situasjon med høyere renter. Dette vil kunne øke lønnsomheten av å forvalte fripoliser for samme portefølje, hvilket igjen vil kunne skape et flyttemarked for fripoliser. I et slikt høyrentescenario er det nærliggende å tro at det vil være en negativ konkurranseeffekt som følge av en overgang til sluttgaranti. Dette kommer av at under en sluttgaranti vil flytteretten ved underreserverte kontrakter være vanskeligere enn under en årlig garanti der kontrakten alltid er fullt ut fondert årlig. Det kan likevel tenkes at innretningen kan ta mot underreserverte kontrakter dersom de antar at de likevel vil kunne oppfylle sluttgarantien på langsikt. På denne måten vil kunden være mindre sikret å

¹⁸ Grunnen til at dette er viktig er at en nytte-kostnadsanalyse ikke tar hensyn til at forskjellige samfunnsaktører kan verdsette en krone ulikt. Sagt på en annen måte vektlegges alle aktører likt. I virkeligheten vil som regel en krone verdsettes relativt høyere av en person som har lite i utgangspunktet enn en person som har mye.

bytte pensjonsinnretning dersom grunnen til at avkastningen er dårlig er fordi livsforsikringsselskapet har en svak kapitalforvaltning sammenlignet med sine konkurrenter.

4.8. Trinn 8. Samlet vurdering og anbefalt tiltak

Gi en samlet vurdering og anbefale tiltak

Når alle virkninger er vurdert og tallfestet så langt det lar seg gjøre, usikkerheten er analysert og fordelingsvirkninger drøftet og beregnet, skal informasjonen sammenstilles og konklusjoner trekkes. Hvilke konklusjoner og eventuell anbefalinger som kan gis er avhengig av hvilket informasjonsgrunnlag en sitter igjen med.

Basert på en totalvurdering anbefaler vi at myndighetene fasiliterer en regelverksendring i form av at den årlige rentegarantien avvikles og erstattes med en sluttgaranti. Et slikt tiltak forventes å forbedre forvaltningen av fripoliser, i form av at risikoen som tas på kort sikt står i bedre forhold til forpliktelsene som er lenger fram i tid. Videre vil en slik regelverksendring også potensielt kunne ha positive effekter på tilbudet og etterspørselen etter ytelsesbaserte pensjonsordninger ettersom risikoen for pensjonsinnretningen knyttet til at ordningen på et tidspunkt blir konvertert til en fripolise, reduseres. Denne dynamiske effekten er imidlertid betydelig mer usikker.

Analysen viser at det er samfunnsøkonomisk lønnsomt å fjerne kravet om årlig rentegaranti. Den forventede nåverdien av nytteeffektene er positiv og beregnet til 16 milliarder i 2016-kroner. Vektet for at en overgang til sluttgaranti vil øke risikoen vil dette tallet være mindre, men uansett positivt. Sensitivitetstestene viser at konklusjonen holder selv om vi endrer sentrale antagelser. Analysene viser særlig hvordan endringer i forventet avkastning på obligasjoner, porteføljesammensetningen av ulike aktivaklasser og analyseperiode påvirker resultatene.

I motsatt retning trekker kostnadene i form av mindre forutsigbarhet for pensjonskunden. I analysen har vi ikke tallfestet disse kostnadene, men vi vurderer de som små sammenlignet med den potensielle meravkastningen som kan oppnås i en sluttgarantiordning. Dette særlig tatt i betraktning at en ordning med årlig rentegaranti med høy grad av sikkerhet kun vil gi pensjonskunden den minimumsyttelsen de uansett er garantert med en sluttgaranti. I tabellen under har vi oppsummert de ulike effektene tiltaket vil ha på de ulike berørte aktørene.

Tabell 4-13: Oppsummering av de ulike effektene tiltaket vil ha på de ulike aktørene

Aktører	Vurderte effekter
Pensjonsinnretningene	Positive effekter: Står overfor mindre kortsiktig risiko som gir incentiver til å forvalte med høyere risiko og høyere forventet avkastning. Derfor også høyere forventet profitt for forvaltning av fripoliser. Negative effekter: Pensjonsinnretningene velger en portefølje med høyere langsiktig risiko, med større risiko for tap.
Pensjonskunder	Positive effekter: Høyere forventede pensjonsutbetalinger. Potensielt vil tiltaket også ha en effekt på om privat ytelsesbasert pensjon tilbys i markedet for nye pensjonskunder som ønsker et større forsikrings-element enn innskuddsordninger.

	Negative effekter: Lavere forutsigbarhet grunnet overføring av kortsiktig risiko fra pensjonsinnretningen.
Myndigheter	Antar at tiltaket vil ha liten effekt på myndighetene fordi innføring av Solvens II fører til at reguleringen ikke fører til høyere risiko for finansiell ustabilitet
Samlet vurdering	16 milliarder i nettonåverdi i 2016

Overgangen fra årlig rentegaranti til sluttgaranti kan føre til uheldige fordelingsvirkninger for pensjonskunden til fordel for pensjonsinnretningen. Dette er relatert til at flytteretten blir mer betinget, og at pensjonskundene vil tape en årlig nedsideforsikring. Vår vurdering av dette er at gitt dagens situasjon er disse effektene relativt små. Per i dag er det i praksis liten eller ingen flytting av fripoliser mellom pensjonsinnretninger, og det har også vist seg at meravkastningen utover minimumsgarantien er svært lav (Finanstilsynet, 2011).

Vi har påpekt i denne rapporten at en kostnad for pensjonskundene ved en overgang til sluttgaranti er tap av forutsigbarhet. Ved en sluttgaranti vil ikke pensjonskunden vite med sikkerhet hvor mye han får utover det allerede garanterte beløpet. Det kan derfor tenkes at kunden på sikt er mer tjent med at det foretas en tildeling av overskuddet utover garantien når det overstiger en viss størrelse av premiereserven. Videre er det slik at dersom bufferfondet tilknyttet kontrakten blir svært stor, så kan det gi pensjonsinnretningen til å ta større risiko i forvaltningen enn det kunden er tjent med. En mulig utvidelse av sluttgarantien kan derfor være en løsning der eventuelt overskudd over det som tilsvarer en årlig rente tildeles pensjonskunden med endelig virkning dersom bufferfondet overstiger en viss andel av premiereserven.

5. Referanser

Aiyar, Shekhar, Charles W. Calomiris, and Tomasz Wieladek. «Does Macro-Prudential Regulation Leak? Evidence from a UK Policy Experiment». *Journal of Money, Credit and Banking*, 2014: 181-214.

Aiyar, Shekhar, Charles W. Calomiris, and Tomasz Wieladek. «Identifying channels of credit substitution when bank capital requirements are varied». *Economic Policy*, 29.77 2014: 45-77.

Allen, Franklin, Thorsten Beck, Elena Carletti, Philip R. Lane, Dirk Schoenmaker, and Wolf Wagner. *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*. London: Centre for Economic Policy Research, 2011.

Angelini, Paolo, Laurent Clerc, Vasco Cúrdia, Leonardo Gambacorta, Andrea Gerali, Alberto Locarno, Roberto Motto, Werner Roeger, Skander Van den Heuvel and Jan Vlček (2011). *Basel III: Long-term impact on economic performance and fluctuations*. Available at SSRN 1785522.

Bank of England (2015b). *Supplement to the December 2015 Financial Stability Report: The framework of capital requirements of UK banks*

Basel Committee on Banking Supervision (2010), *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*

Borchgrevink, (2012), *Basel I-gulvet – overgangsregel og sikkerhetsmekanisme i kapitaldekningsregelverket, Norges Bank - Aktuell kommentar nr. 8 2012*

Brooke, M., Bush, O., Edwards, R., Ellis, J., Francis, B., Harimohan, R., ... & Siegert, C. (2015). *Financial Stability Paper No. 35: Measuring the macroeconomic costs and benefits of higher UK bank capital requirements (No. 35)*. Bank of England.

Cetorelli, Nicola, og Linda S. Goldberg. «Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the crisis». *IMF Economic Review*, April 2011: 41-76.

Chui, Michael, Dietrich Domanski, Peter Kugler, og Jimmy Shek. «The collapse of international bank finance during the crisis: evidence from syndicated loan markets.» *BIS Quarterly Review*, 8 2010: 39-49.

Coates, I. V., & John, C. (2014). *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*. *Yale Law Journal, Forthcoming*.

Deloitte (2005). *The cost of regulation study. Commissioned by the Financial Services Authority and the Financial Services Practitioner Panel*.

Direktoratet for økonomistyring (2014). *Veileder i samfunnsøkonomiske analyser*.

EBA Banking Stakeholder Group (n.d.), *Proportionality in bank regulation. A report by the EBA Banking Stakeholder Group*.

Finansdepartementet (2009). *Meld.St.10 (2009-2010) Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2009*.

Finansdepartementet (2014a). *Fripoliser med investeringsvalg. Pressemelding Nr: 35/2014*

Finansdepartementet (2014b), *Rundskriv R-109/14: «Prinsipper og krav ved utarbeidelse av samfunnsøkonomiske analyser»*

Finansinspektionen. «Höjda riskvikter för bolån i verksamhet i Norge.» Finansinspektionens webside. 3 April 2014. <http://www.fi.se/Tillsyn/Skrivelser/Listan/Hojda-riskvikter-for-bolan-i-norsk-verksamhet/> (funnet September 18, 2014).

Finans Norge (2013b). Opptappingsplan for eksisterende pensjonsrettigheter.

Finans Norge (2013). Liten kunnskap om pensjon. Tilgjengelig fra:

<https://www.fno.no/aktuelt/sporreundersokelser/finansbarometeret/finansbarometeret-2013/liten-kunnskap-om-pensjon/> (13.01.16)

Finans Norge, (2014a). Garantert dårlig avkastning. Tilgjengelig fra:

<https://www.fno.no/aktuelt/nyheter/2014/06/garantert-darlig-avkastning/> (13.01.16)

Finans Norge, (2014b). Statistikk og nøkkeltall for livsforsikring og pensjon 2015.

Finans Norge (2015a). Statistikkbanken: Antall livsforsikringer og pensjoner. Tilgjengelig fra:

<https://www.fno.no/statistikk/livsforsikring/antall-livsforsikringer-og-pensjoner/> (15.01.16)

Finans Norge (2015b). Avtale om avkastningsprognoser

Finanstilsynet, (2015a) Resultatrapport for finansinstitusjoner 2014.

Finanstilsynet, (2015b) Finansielle utviklingstrekk.

Finansetilsynet, (2014) Risk weight for mortgages – Estimation of prudent risk weight for mortgages.

Finanstilsynet (2013). Finansielt utsyn 2013. Oslo: Finanstilsynet, 2013.

Finanstilsynet, (2011). Virksomhetsregler I livsforsikring.

FSA (2000). *Practical Cost-Benefit Analysis for Financial Regulators Version 1.1.*

IMF (2015). *Norway Financial sector assessment program: Technical note – macroprudential policy.* IMF Country Report NO. 15/257.

Giannetti, Mariassunta, and Luc Laeven. «The flight home effect: Evidence from the syndicated loan market during financial crises.» *Journal of Financial Economics*, 2012: 23-43.

Grimsby, G., Ulstein, H., Sørvig, Ø., Bruvoll, A., & Holmen, R. B. (2014). Ny bankregulering - konsekvenser for bankkonkurranse og næringsliv på Vestlandet. Menon-publikasjon nr. 28/2014.

Grimsby, G., Seeberg, A., Jenssen, T., Grünfeld, L. og Ulstein, H. (2016). Finansmarkedspolitik: Rammeverk for samfunnsøkonomiske analyser. Menon-publikasjon nr. 1/2016.

Hoggarth, G., J. Hooley and Y. Korniyenko. «Which way do foreign branches sway? Evidence from the recent UK domestic credit cycle». Bank of England Financial Stability Paper 2, 2013.

Høivik, A., og Sæter, T. (2011). «Fripoliser under Solvens II – En utfordring for livselskapene». Norges handelshøyskole

IMF (2015). *Norway Financial sector assessment program: Technical note – macroprudential policy.* IMF Country Report NO. 15/257.

Konkurransetilsynet (2015). *Konkurransen i boliglånsmarkedet*. Tilgjengelig på:

http://www.konkurransetilsynet.no/Global/publikasjoner/Rapport_konkurransen%20i%20boliglansmarkedet1.pdf

Krishnamurthy, P. (2014). Rules, Standards, and Complexity in Capital Regulation. *The Journal of Legal Studies*, 43(S2), S273-S296.

Medlien, Ø., 2014. Samfunnsøkonomiske kostnader ved «feilallokering» av pensjonsmidler i Norge.

Meld. St. 22. (2014). *Meld. St. 22 (2014-2015). Finansmarkedsmeldinga 2014*. Finansdepartementet.

NBIM (2009). Fra 40 til 60 prosent aksjer. Tilgjengelig fra: <http://www.nbim.no/no/apenhet/temaartikler/2011-og-eldre/2009/fra-40-til-60-prosent-aksjer/>, (14.01.2006).

NBIM, n.d. Oljefondets investeringsstrategi. Tilgjengelig fra: <http://www.nbim.no/no/investeringene/> (15.01.16)

Nordal, K.B. (2012). "Pensjonsinnretningenes tilpasning til Solvens II. Norges Bank Penger og Kreditt 1/12 22-30.

Oxera (2006). *A framework for assessing the benefits of financial regulation*. Report prepared for Financial Services Authority

Posner, E. A., & Weyl, E. G. (2015). Cost-Benefit Analysis of Financial Regulations: A Response to Criticisms. University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper, (683).

Posner, E. A., & Weyl, E. G. (2014). Benefit-Cost Paradigms in Financial Regulation. *The Journal of Legal Studies*, 43(S2), S1-S34.

Storebrand (2015). Utviklingstrekk i tjenstepensjonsmarkedet I privat sektor. Foredrag under «Finans Norges Pensjonskonferanse desember 2015». Presentasjonen er tilgjengelig fra:

<https://www.fno.no/aktuelt/nyheter/2015/12/presentasjoner-fra-pensjonskonferansen/> (15.01.16)

Sunstein, C. R. (2015). Financial Regulation and Cost-Benefit Analysis. *Yale LJF*, 124, 263-305.

Syversten, (2012), Sammenligning av nordiske og norske banker basert på ulike soliditetsmål, Norges Bank – Aktuell kommentar nr. 9 2012.

Zinman, J. (2013). Consumer Credit: Too Much or Too Little (or Just Right)? (No. w19682). National Bureau of Economic Research.