

NOU

Norges offentlige utredninger 2011:1

Bedre rustet mot finanskriser

Finanskriseutvalgets utredning



Norges offentlige utredninger 2011

Seriens redaksjon:
Departementenes servicesenter
Informasjonsforvaltning

1. Bedre rustet mot finanskriser.
Finansdepartementet.

NOU

Norges offentlige utredninger **2011:1**

Bedre rustet mot finanskriser

Finanskriseutvalgets utredning

Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 19. juni 2009.
Avgitt til Finansdepartementet 25. januar 2011.

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1076-8

07 Aurskog AS

Til Finansdepartementet

Ved kongelig resolusjon 19. juni 2009 ble det oppnevnt et utvalg som skulle vurdere det norske finansmarkedet, herunder av norsk finansmarkedsregulering, i lys av den internasjonale finanskrisen og erfaringer fra denne. Utvalget skulle beskrive de bakenforliggende årsakene til finanskrisen, og se på om det var særlige nasjonale forhold som bidro til utviklingen av finanskrisen i Norge. Utvalget skulle ikke utarbeide konkrete forslag til regelverksendringer, men peke på egenskaper ved eksisterende regelverk som ikke bør svekkes og på områder innenfor finansmarkedsreguleringen hvor det eventuelt kan være behov for forbedringer. Utvalget legger med dette fram sin utredning.

Oslo, 25. januar 2011

Jon M. Hippe
leder

Cecilie Ask

Jorunn Berland

Jan Bjørland

Per Christiansen

Randi Flesland

Kristin Gulbrandsen

Ingebjørg Harto

Thore Johnsen

Lars Jonung

Tore Lindholt

Bente Rathe

Stein Reegård

Bent Sofus Tranøy

Karen Helene Ulltveit-Moe

Per Øystein Eikrem
sekretariatsleder

Eivind Bernhardsen

Thomas Ekeli

Ingrid Solberg

Alexander Vik

Marius B. Østli

Innhold

1	Innledning og sammendrag	9			
1.1	Innledning	9	5.2.2	Forhold i finansmarkedene	50
1.2	Sammendrag	10	5.3	Kostnader ved den inter- nasjonale krisen	52
1.2.1	Finanskriser og finansmarkeder ..	10	5.3.1	Tap i finansinstitusjonene	52
1.2.2	Finanskrisens utslag i Norge	12	5.3.2	Realøkonomiske kostnader	52
1.2.3	Føringer for nye tiltak og regelverksendringer	14	5.3.3	Statsfinansielle forhold	54
1.2.4	Lærdommer og forslag	14	5.3.4	fordelingsmessige konsekvenser	54
1.3	Summary in English	23			
2	Utvalgets mandat, sammen- setning og arbeid	24	Del II	Finanskrisens utslag i Norge ...	57
2.1	Mandat	24	6	Kriseforløpet i Norge	59
2.2	Sammensetning	25	6.1	Innledning	59
2.3	Arbeid mv.	25	6.2	Norsk økonomi før krisen	60
Del I	Finanskriser og finans- markeder	27	6.2.1	Makroøkonomiske utviklings- trekk	60
3	Generelt om finansmarkeder og finanskriser	29	6.2.2	Finansiell sårbarhet ved inngangen til krisen	61
3.1	Innledning	29	6.3	Internasjonal krise slår inn i det norske finanssystemet	63
3.2	Generelt om finansmarkedene	29	6.3.1	Likviditetskrise i banksektoren	63
3.3	Hva er en finanskriser?	31	6.3.2	Islandsk bankdrift i Norge avvikles	65
3.4	Finanskriser i historisk perspektiv	33	6.4	Bankenes soliditet og kredittilbud	66
3.4.1	Hyppighet og utslag	33	6.5	Realøkonomisk tilbakeslag	68
3.4.2	Fellestrekk ved oppbyggingen til finanskriser	34	6.6	Kraftig fall i eiendomsverdier og på børsen	70
3.4.3	Fellestrekk ved periodene etter finanskriser	34	7	Noen trekk ved den norske realøkonomien	74
4	Kriseforløpet internasjonalt 2007–2010	38	7.1	Innledning	74
4.1	Innledning	38	7.2	Næringsstruktur og etter- spørselssiden	74
4.2	Oppbyggingen til krisen	38	7.3	Den økonomiske politikken	76
4.2.1	Den makroøkonomiske utviklingen	38	7.3.1	Pengepolitikken	76
4.2.2	Utviklingen i finansmarkedene	40	7.3.2	Finanspolitikken	78
4.3	Subprimekrise i USA	42	8	Noen trekk ved den norske finanssektoren	81
4.4	Fra Bear Sterns til Lehman Brothers	43	8.1	Innledning	81
4.5	Fare for kollaps i finanssystemet .	44	8.2	Struktur og markedsforhold	81
4.6	Stabilisering i finansmarkedene, men kraftige utslag i real- økonomien	45	8.2.1	Finanssektorens struktur og størrelse	81
4.7	Bekymring for offentlige finanser	46	8.2.2	Konkurransen og markeds- konsentrasjon	83
5	Årsaker og virkninger	49	8.2.3	Avlønning	84
5.1	Innledning	49	8.3	Banksektoren	85
5.2	Årsakene til krisen	49	8.3.1	Finansiering	85
5.2.1	Makroøkonomiske forhold	49	8.3.2	Utlån	87
			8.3.3	Markedsutsatte verdipapirer	88
			8.3.4	Egenkapital	89

8.4	Verdipapirmarkedene	89	10.3.9	Kredittvurderingsbyrå	124
8.4.1	Egenkapitalinstrumenter	89	10.3.10	Tilsynsstruktur	124
8.4.2	Rentepapirer	90	10.4	Regnskapsregler	126
8.4.3	Pengemarkedene	91	10.4.1	Virkelig verdi i regnskapet	126
8.4.4	Derivatmarkedene	93	10.4.2	Tapsavsetninger	127
8.5	Livsforsikring og pensjon	93	10.5	Prosesser i noen enkeltland	127
8.5.1	Utslagene i pensjonssystemet	93	10.5.1	Eksempler fra Europa	127
8.5.2	Pensjonsleverandørenes tilpasning	95	10.5.2	Regulerings- og tilsynsreform i USA	128
8.5.3	Innskuddspensjonsordninger og markedsrisiko	97	10.6	Prosesser i Norge	129
8.6	Forbrukerne i finansmarkedet	99	Del IV	Lærdommer og forslag	131
8.6.1	Et spesielt marked	99	11	Internasjonale lærdommer, norske utfordringer og prioriteringer	133
8.6.2	Rådgivning og produktsalg	100	11.1	Innledning	133
8.6.3	Tilsynsmyndighetenes rolle	101	11.2	Hovedlærdommer fra den internasjonale finanskrisen	133
Del III	Føringer for nye tiltak og regelverksendringer	103	11.2.1	Undervurdering av risiko	133
9	Rammer for norsk finans- markedsregulering	105	11.2.2	Uheldige insentiver	134
9.1	Innledning	105	11.2.3	Kompleksitet og maktforhold	135
9.2	Norsk reguleringstradisjon	105	11.2.4	Overdreven tro på velfungerende markeder	135
9.2.1	Regelverksutviklingen	105	11.2.5	Gjensidig avhengighet	136
9.2.2	Betydningen av bankkrisen på 1990-tallet	107	11.3	Den norske utfordringen	136
9.2.3	Vektlegging av sentrale hensyn ...	107	11.4	Overordnede prioriteringer	138
9.2.4	Prinsippet om lik regulering av lik risiko	108	11.4.1	En robust og formålstjenlig finanssektor	138
9.3	Handlingsrom innenfor Norges EØS-forpliktelser	109	11.4.2	Virksom konkurranse og enklere produkter	138
9.3.1	EØS-avtalen og norsk regelverk ..	109	11.4.3	Oversiktlige konsernstrukturer	139
9.3.2	Påvirkningsmuligheter under regelverksutviklingen i EU	109	11.4.4	Videreutvikling av finans- markedsreguleringen	140
9.3.3	Handlingsrom etter vedtak i EU ..	111	11.5	Utvalgets videre vurderinger og forslag	143
9.3.4	Reguleringene på finansmarkeds- området	112	12	Den makroøkonomiske politikken	144
10	Tiltak og regelverksendringer internasjonalt	114	12.1	Innledning	144
10.1	Innledning	114	12.2	Lærdommer fra finanskrisen	144
10.2	G20 og internasjonalt reform- samarbeid	114	12.2.1	Stabiliseringspolitikken	144
10.3	Prosesser i EU/EØS	116	12.2.2	Nærmere om pengepolitikken	145
10.3.1	Kapitalkrav	117	12.2.3	Nærmere om finans- og skatte- politikken	147
10.3.2	Likviditetskrav	118	12.2.4	Inntektspolitikken	149
10.3.3	Godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner	119	12.3	Utvalgets forslag	150
10.3.4	Innskuddsgarantiordninger	120	12.3.1	Pengepolitikken	150
10.3.5	Avviklingsfond og krise- håndtering	120	12.3.2	Finanspolitikken	150
10.3.6	Forbrukervern	121	12.3.3	Inntektspolitikken	151
10.3.7	Alternative investeringsfond (hedgefond)	122	13	Prisbobler	152
10.3.8	Verdipapirhandel	123	13.1	Innledning	152
			13.2	Generelt om bobler i boligmarkedet	153

13.3	Lærdommer fra finanskrisen	154	16.2.5	Systemviktige institusjoner og implisitt statsgaranti	182
13.3.1	Virkemidler for å dempe boligprissvingninger	154	16.2.6	Avlønningssystemer ga uheldige insentiver	184
13.3.2	Valg mellom fast og flytende rente	156	16.3	Handlingsrom og ytre rammer	184
13.4	Handlingsrom og ytre rammer	157	16.4	Utvalgets forslag	185
13.5	Utvalgets forslag	157	16.4.1	Mer og bedre kapital	185
13.5.1	Retningslinjer for bankenes utlån	157	16.4.2	Systemviktige institusjoner	188
13.5.2	Skatter og avgifter	157	16.4.3	Likviditetsbuffer og mer robust finansieringsstruktur	188
13.5.3	Valg mellom fast og flytende rente	158	16.4.4	Innskuddsgaranti	189
			16.4.5	Avlønning	190
14	Forbrukerhensyn	159	17	Verdipapirmarkedene	192
14.1	Innledning	159	17.1	Innledning	192
14.2	Lærdommer fra finanskrisen	159	17.2	Lærdommer fra finanskrisen	192
14.2.1	Informasjon og finansiell kunnskap	159	17.2.1	Markeder kan svikte	192
14.2.2	Innskuddsgaranti	160	17.2.2	Fastsettelse av NIBOR-rentene	192
14.2.3	Spare- og investeringsprodukter ..	160	17.2.3	Infrastruktur for oppgjør og handel	193
14.2.4	Tilsynsmyndighetenes rolle	161	17.2.4	Kompliserte og lite gjennom-siktige produkter	194
14.3	Handlingsrom og ytre rammer	162	17.2.5	Mulige destabiliserende faktorer	194
14.4	Utvalgets forslag	163	17.2.6	Statsobligasjonsmarkedet	194
14.4.1	God og riktig informasjon	163	17.3	Handlingsrom og ytre rammer	194
14.4.2	Spare- og investeringsprodukter ..	163	17.4	Utvalgets forslag	194
14.4.3	Etterlevelse av nemndsvedtak mv.	164	17.4.1	Åpenhet og tydeligere regler om fastsettelsen av NIBOR	194
14.4.4	Tilsynsmyndighetenes rolle	165	17.4.2	Åpenhet om verdipapirer og markeder	195
			17.4.3	Markedet for norske stats-obligasjoner	195
15	Bedre skattlegging av finansiell sektor	168	18	Livsforsikring og pensjon	196
15.1	Innledning	168	18.1	Innledning	196
15.2	Lærdommer fra finanskrisen	168	18.2	Lærdommer fra finanskrisen	196
15.2.1	Sektoren belastes ikke fullt ut for kriserisikoen	168	18.2.1	Innskuddsbaserte pensjonsprodukter og markedsrisiko	196
15.2.2	Sektorens størrelse og vekst har stor betydning	169	18.2.2	Justering av risiko og tapsbærende evne	197
15.2.3	Andre forhold	170	18.2.3	Utfordringer knyttet til garanterte pensjonsprodukter	197
15.3	Handlingsrom og ytre rammer	170	18.3	Handlingsrom og ytre rammer	198
15.4	Utvalgets forslag	173	18.4	Utvalgets forslag	199
15.4.1	Stabilitetsavgift	173	18.4.1	Tiltak for å møte soliditets- og kostnadsutfordringer	199
15.4.2	Finansiell aktivitetsskatt (merverdiskattlegging)	175	18.4.2	Nye opptjenings- og risiko-fordelingsmodeller	199
15.4.3	Andre forhold	177	18.4.3	Krav til risikoprofil	200
16	Bankene	179	19	Makrotilsyn og makro-regulering av finanssektoren ..	202
16.1	Innledning	179	19.1	Innledning	202
16.2	Lærdommer fra finanskrisen	179	19.2	Lærdommer fra finanskrisen	203
16.2.1	Behov for bedre og mer kapital	179			
16.2.2	Sårbarheter i finansieringsstrukturen	180			
16.2.3	Viktig med god innskuddsgaranti	180			
16.2.4	Høy markedsrisiko i deler av banksektoren	181			

19.2.1	Mer helhetlig tilnærming til regulering og tilsyn	203	21	Samlede vurderinger	217
19.2.2	Nye virkemidler i makroreguleringen	206	21.1	Innledning	217
19.2.3	Endringer i rolle- og ansvarsdeling mellom tilsyn og sentralbanker i andre land	206	21.2	Vurderinger og forslag	217
19.3	Handlingsrom og ytre rammer	207	21.2.1	Internasjonale lærdommer, norske utfordringer og prioriteringer	217
19.4	Utvalgets forslag	207	21.2.2	Den makroøkonomiske politikken	218
19.4.1	Nye virkemidler	207	21.2.3	Prisbobler	219
19.4.2	Rolle- og ansvarsfordeling	208	21.2.4	Forbrukerhensyn	219
20	Krisehåndtering og atferdsrisiko	209	21.2.5	Bedre skattlegging av finansiell sektor	221
20.1	Innledning	209	21.2.6	Bankene	222
20.2	Lærdommer fra finanskrisen	210	21.2.7	Verdipapirmarkedene	224
20.2.1	Systemkriser krever offentlige inngrep	210	21.2.8	Livsforsikring og pensjon	225
20.2.2	Manglende systemer for håndtering av institusjonskriser ...	211	21.2.9	Makrotilsyn og makroregulering av finanssektoren	225
20.2.3	Forsterket atferdsrisiko etter krisen	211	21.2.10	Krisehåndtering og atferdsrisiko	226
20.2.4	Endringer i kriseløsningsregimer i etterkant av krisen	211	22	Økonomiske og administrative konsekvenser	228
20.3	Handlingsrom og ytre rammer	213	Referanser		230
20.4	Utvalgets forslag	214	Vedlegg		
20.4.1	Nye virkemidler for håndtering av kriser i enkeltinstitusjoner	214	1	Begrepsliste	235
20.4.2	Krisehåndteringsmyndighetenes rolle	216	2	Summary in English	239

Kapittel 1

Innledning og sammendrag

1.1 Innledning

Krisen som brøt ut i de internasjonale finansmarkedene høsten 2008 fikk svært alvorlige konsekvenser. Aldri tidligere har problemer i finanssektoren slått så raskt og kraftig ut i realøkonomien. Hvor omfattende og langvarige ettervirkningene av finanskrisen vil bli, vet man fortsatt ikke. Til nå har det vært den kraftigste nedgangen i verdensøkonomien siden den store depresjonen på 1930-tallet, med sterkt stigende arbeidsledighet og omfattende velferdskutt i mange land.

Finanskrisen viste med all tydelighet den store gjensidige avhengigheten i en verden hvor økonomisk samkvem øker og hvor finansmarkedene blir stadig mer sammenvevde. Det var store forskjeller i kriseforløpet mellom land og verdensdeler, bl.a. var forløpet i USA forskjellig fra kriseforløpet i land som opplevde mer tradisjonelle bankkriser, med utspring i eiendomsmarkedet.

Denne finanskrisen passer likevel inn i et visst historisk mønster. Generelt kan en finanskris defineres som en kraftig uro i finansmarkedene, typisk forbundet med sterkt fallende aktivapriser og insolvens hos låntakere og finansforetak, som sprer seg gjennom det finansielle systemet, forstyrrer markedets funksjonsevne og gir betydelige utslag i økonomisk aktivitet og sysselsetting. Når finanskrisen er internasjonal sprer denne uroen seg over landegrensene og forstyrrer markedenes funksjonsevne internasjonalt.

I historisk sammenheng er økonomiske tilbakeslag som sammenfaller med finanskriser dypere og mer langvarige enn andre tilbakeslag. Det henger sammen med de spesielle vekselvirkninger som kan oppstå mellom realøkonomien på den ene siden og en problemrammet finanssektor på den andre. Med økende tap på utlån svekkes bankenes evne til å tilføre økonomien kreditt. Når husholdninger og bedrifter må utsette investeringer på grunn av manglende tilgang på kreditt faller aktiviteten i økonomien ytterligere. Lavere økonomisk aktivitet og økt arbeidsledighet vil igjen kunne føre til at låntakere får problemer

med å betjene gjelden, og den negative spiralen kan forsterkes ytterligere.

Oppbyggingen til denne finanskrisen fulgte på mange måter et velkjent mønster. I likhet med mange tidligere kriser, fulgte også denne finanskrisen etter mange år med oppbygging av risiko og ubalanser. Gode økonomiske tider, innovasjon og optimisme førte til undervurdering av risiko, oppblåste formuespriser og kraftig gjeldsoppbygging i mange land. Finansinstitusjoner internasjonalt kunne dessuten tjene på å flytte virksomhet til mindre regulerte institusjonstyper og markeder. Mange institusjoner tok høy risiko gjennom kjøp og salg av stadig mer kompliserte finansielle instrumenter. Den internasjonale banksektoren var dessuten lavt kapitalisert. Dette gikk lenge bra. Når tapene kom, viste det seg imidlertid at bankene ikke hadde nok egenkapital til å bære tapene. Videre bidro kompleksiteten til å tilsløre hvor risikoen egentlig befant seg.

Selv om de fleste land iverksatte omfattende tiltak, har finanskrisen fått svært alvorlige konsekvenser internasjonalt. Millioner av mennesker har blitt arbeidsledige. De offentlige finansene er kraftig svekket i mange land som følge av kostbare støttetiltak overfor finanssektoren, fall i skatteinntektene og aktiv bruk av finanspolitikken for å dempe utslagene av krisen. Mange land har problemer med å håndtere statsgjelden, offentlige budsjetter strammes inn, og det kuttes i velferdstjenester.

Internasjonale finansinstitusjoners eiere og ledelse, som må ta en stor del av skylden for krisen, har måttet bære en uforholdsmessig liten andel av kostnadene fra finanskrisen. Kostnadene har derimot i stor grad blitt absorbert av offentlige finanser, arbeidstakere og andre næringsdrivende.

Norge er blant landene som så langt har klart seg best igjennom den internasjonale finanskrisen, gjennom en blanding av flaks, dyktighet og forsiktighet. Svikten i de internasjonale finansmarkedene utover høsten 2008 førte likevel til akutte likviditetsutfordringer for norske banker, og

omfattende myndighetstiltak ble iverksatt. En rekke forhold ved norsk økonomi, norske finansmarkeder og norsk finansmarkedsregulering bidro til å dempe utslagene av krisen. I tillegg virket kraftig penge- og finanspolitisk stimulans og særskilte støttetiltak overfor finansmarkedene effektivt til å stabilisere utviklingen.

Også sammenlignet med den norske bankkrisen på 1990-tallet har virkningene av den internasjonale finanskrisen vært milde i Norge. Krisen på 1990-tallet hadde et innenlandsk opphav, med kraftig gjeldsoppbygging hos husholdninger og foretak og påfølgende soliditetsproblemer i bankene. Denne finanskrisen kom utenfra.

Den norske finansmarkedsreguleringen stod seg godt gjennom krisen. Den norske reguleringen er på viktige områder noe strengere enn det som har vært vanlig i mange andre land og det som har vært minimumskrav fra EU. Det har bl.a. bidratt til at norske finansinstitusjoner var bedre kapitalisert ved inngangen til krisen. I tillegg er de norske finansmarkedene underlagt en heldekende regulering, uten mulighet til å utnytte regelverksforskjeller.

Likevel kan Norge stå overfor betydelige utfordringer i tiden framover. For en liten, åpen økonomi som den norske, vil endringene i den nasjonale politikken omgivelser ha særlig stor betydning. Det er usikkerhet knyttet til virkningene av omfattende internasjonale reguleringsreformer, og de finansielle ubalansene som bygget seg opp i forkant av krisen er fortsatt ikke rettet opp. Hvilke konsekvenser den vanskelige statsgjeldssituasjonen i mange land vil få for økonomisk utvikling internasjonalt og i Norge er høyst usikkert. Tilpasning til store regelverksendringer fra EU innen bl.a. bank og forsikring kan bli krevende også i Norge.

I en norsk sammenheng er det viktige lærdommer å trekke fra finanskrisen internasjonalt, bl.a. når det gjelder regulatoriske utfordringer. En finanskris kan komme en gang til og en slik ny krise kan komme som resultat av nasjonale ubalanser, eller som følge av at globale eller regionale kriseimpulser slår inn i norsk økonomi. Arbeidet for å sikre finansiell stabilitet må baseres på at den neste finanskrisens karakter kan være svært forskjellig fra denne finanskrisen.

Operasjonell risiko knyttet til teknologibruk og -utvikling får økende betydning også for finansinstitusjonene og for finansiell stabilitet. Utvalget er kjent med det samarbeidet som er etablert mellom tilsynsmyndighetene, Norges Bank og Nasjonal sikkerhetsmyndighet. Utvalget antar at en intensivering av dette vil være svært viktig i årene

framover. Dette tema er ikke nærmere drøftet i utvalgets utredning.

I utvalgets mandat heter det bl.a. at finansmarkedenes virkemåte og reguleringen av disse markedene må vurderes på nytt i lys av erfaringene fra den internasjonale finanskrisen. Utvalget har i sitt arbeid lagt vekt på å drøfte hvilke lærdommer som bør trekkes fra krisen – både ut fra hendelsene internasjonalt og i Norge. Det sentrale spørsmålet er hvordan disse lærdommene bør følges opp for å redusere sannsynligheten for, og dempe utslagene av, nye kriser i Norge. Utvalget har lagt vekt på å utforme forslag til overordnede nasjonale prioriteringer, så vel som en rekke konkrete tiltak som bør gjennomføres på enkeltområder. Til sammen vil disse prioriteringene og forslagene kunne bidra til finansiell stabilitet og til at det etableres en bedre kriseberedskap, slik at Norge står bedre rustet mot nye finanskriser.

Utredningens del I omhandler finanskriser og finansmarkeder generelt, og denne finanskrisens forløp internasjonalt spesielt. I tillegg drøftes den internasjonale finanskrisens årsaker og kostnader.

Del II handler om finanskrisens utslag og forløp i Norge. Herunder analyseres noen trekk ved norsk økonomi, norske finansmarkeder og norsk finansmarkedsregulering som kan ha bidratt til å dempe, så vel som forsterke, virkningene av den internasjonale finanskrisen i Norge.

Del III handler om føringer for regelverksendringer og andre tiltak, først og fremst i form av en norsk reguleringstradisjon og forpliktelser som følger av EØS-avtalen. I denne delen redegjøres det også for hvilke internasjonale regelverksinitiativer som er satt i prosess i kjølvannet av finanskrisen, ikke minst i G20 og EU.

Del IV inneholder utvalgets vurderinger av hvilke lærdommer som fra et norsk ståsted bør trekkes fra erfaringene fra denne finanskrisen, og hvordan disse bør følges opp i form av regelverksendringer eller lignende. Utvalget har lagt særlig vekt på at regulering og tilsyn skal ivareta hensynet til forbrukerne, soliditet i finansinstitusjonene og virksom konkurranse mellom de ulike aktørene i markedene.

1.2 Sammendrag

1.2.1 Finanskriser og finansmarkeder

Generelt om finansmarkeder og finanskriser

Velfungerende finansmarkeder er sentrale i en moderne økonomi. Markedene bidrar til å kanali-

sere sparemidler til de mest lønnsomme investeringsprosjektene og til omfordeling av risiko mellom aktører. Finanssystemet ivaretar også betalings- og oppgjørfsfunksjoner.

Finanskriser har vært et regelmessig forekommende fenomen i århundrer, og de rammer ofte mange land samtidig. Finanskriser følger ofte etter en periode med kraftig vekst i gjeld, pengemengde, boligpriser og konsum og en forverring av driftsbalansen overfor utlandet. Videre ser det ut til at finanskriser ofte oppstår i kjølvannet av dereguleringer av finansmarkedene. Konjunktur- nedganger som er forbundet med finanskriser er kraftigere og mer langvarige enn gjennomsnittlige konjunkturedganger, og de påfølgende konjunkturoppgangene er typisk svakere.

Kriseforløpet internasjonalt 2007–2010

Den internasjonale finanskrisen hadde sitt utspring i USA. Avtakende boligpriser i USA ga etter hvert utslag i økende mislighold for boliglån. Misligholdet økte særlig raskt på såkalte subprimelån, lån der låntakeren ikke oppfyller ordinære lånekriterier. Etter hvert som boligprisene falt, og frykten for fortsatt boligprisfall økte, ble det klart at tapene på subprimelånene ville bli betydelige. Subprimeproblemene spredde seg sommeren 2007 til resten av det amerikanske finansmarkedet. Usikkerheten om verdsettingen av finansielle instrumenter økte, og likviditeten i markedene for flere typer verdipapiriserte produkter tørket inn. Usikkerhet rundt bankenes beholdning av verdipapiriserte produkter bidro til større skepsis til å låne penger til bankene i pengemarkedet. Påslagene i pengemarkedet steg kraftig både i Europa og USA.

Til tross for ekstraordinære likviditetstilførsler fortsatte problemene i pengemarkedet utover høsten 2007. Dyrere og vanskeligere tilgjengelig finansiering i pengemarkedene førte til problemer for finansinstitusjoner som var avhengige av å fornye kortsiktig finansiering i pengemarkedet. Særlig vanskelig var det for institusjoner som i tillegg var eksponert mot de mest tapsutsatte eiendelene. En av disse var den amerikanske investeringsbanken Bear Stearns som fikk akutte likviditetsproblemer våren 2008. Problemene endte med at amerikanske myndigheter la til rette for at banken ble tatt over av en annen investeringsbank, noe som midlertidig dempet uroen i de internasjonale finansmarkedene.

Utfordringene ved å hente inn finansiering i markedet viste seg store, særlig for de amerikanske investeringsbankene. Investeringsbankene

satt på store beholdninger av usikre verdipapirer og hadde svært lav egenkapitalandel. Den internasjonale finanskrisen slo for alvor inn da den store investeringsbanken Lehman Brothers 15. september 2008 måtte søke om konkursbeskyttelse hos amerikanske myndigheter.

Kollapsen i Lehman Brothers ble etterfulgt av en akutt tillitskrise i finansmarkedene verden over. Risikopremier steg kraftig, og i pengemarkedene sluttet bankene nærmest å låne hverandre penger. Myndighetene i mange land iverksatte raskt tiltak for å dempe utslagene av den internasjonale finanskrisen. Sentralbankene gjennomførte betydelige kutt i styringsrentene og kraftige økninger i likviditetstilførselen. Etter hvert innførte også en rekke sentralbanker såkalte kvantitative lettelser, dvs. kjøp av private og offentlige obligasjoner for å trekke ned lange renter og stimulere til økt aktivitet i økonomien. Det ble etablert støttetiltak for å styrke finansinstitusjonenes tilgang til finansiering, og problembanker ble i flere tilfeller nasjonalisert. Innskuddsgarantier ble økt og det ble gitt garantier for bankenes øvrige forpliktelser. Videre ble finanspolitikken i de fleste land lagt om i ekspansiv retning for å dempe det realøkonomiske tilbakeslaget.

De omfattende tiltakene bidro til å gjenopprette tilliten og virkemåten til internasjonale finansmarkeder, og mot årsskiftet 2008/2009 stabiliserte utviklingen seg. Finanskrisen førte imidlertid til den kraftigste nedgangen i verdensøkonomien siden 1930-årenes depresjon. Arbeidsledigheten økte kraftig, og fall i bolig- og andre formuespriser påførte husholdningene store tap.

Bedringen i finansmarkedene fortsatte utover i 2009, og også i realøkonomien var det bedring. Den økonomiske veksten tok seg opp både i USA og Europa. En stor del av oppgangen skyldtes imidlertid store etterspørselsimpulser fra offentlig sektor og at lagernedbygging i mindre grad enn før trakk ned veksten. Samtidig oppstod det ny uro i finansmarkedene knyttet til usikkerhet om statsgjeldssituasjonen i Hellas og enkelte andre gjeldstyngede euroland. Rentene på statsobligasjoner utstedt av disse landene økte kraftig. For å unngå at uroen skulle utvikle seg til en ny krise, etablerte EU nye, omfattende finansieringsordninger i form av lån eller garantier til utsatte euroland.

Prognoser fra internasjonale organisasjoner peker i retning av at oppgangen i verdensøkonomien vil fortsette framover. Oppgangen ser imidlertid ut til å bli mer moderat enn etter tidligere tilbakeslag. Dette henger bl.a. sammen med at statsfinansene er kraftig svekket i mange land. Inn-

stramminger i finanspolitikken vil derfor bidra til å dempe den økonomiske veksten.

Årsaker og virkninger

Det var ikke én enkelt årsak til den internasjonale finanskrisen. Snarere var det en rekke årsaker som hver for seg var alvorlige nok, men som alene neppe var i stand til å forårsake finanskrisen. En rekke ubalanser og systemmessige svakheter forsterket hverandre, slik at det som startet som et problem i en begrenset del av boligmarkedet i USA endte opp som den mest omfattende globale finanskrisen i nyere tid.

Oppbyggingen av store, globale handelsubalanser var en viktig forutsetning for krisen. Under-skudd i USA, Storbritannia og flere andre vestlige land ble motsvart av store overskudd i framvoksende økonomier, og da særlig Kina.

En lang periode med lave renter spilte også en viktig rolle. Lave renter og høy etterspørsel etter lån ble møtt med stor utlånsvilje fra bankene. Kraftig utlånsvekst innebar økt risiko i finanssystemet og i økonomien, forsterket av at en stor del av utlånsveksten (særlig i USA) skjedde til lite kredittverdige låntakere. Finansinstitusjonene kunne på sin side øke egenkapitalavkastningen ved i større grad å finansiere seg med gjeld framfor egenkapital. Insentiver til å øke belåningsgraden førte til skjørere institusjoner og til at faren for finansiell ustabilitet økte.

Siden rentene var lave, oppstod det en «jakt» på høyere avkastning, bl.a. gjennom økt finansiell innovasjon. Komplisert verdipapirisering var f.eks. ment å skape kombinasjoner av risiko, avkastning og likviditet som var mer attraktive enn direkte eie av de underliggende eiendelene, så som boliglån.

I praksis skapte imidlertid den økte kompleksiteten fra verdipapirisering og annen finansiell innovasjon økt sårbarhet. Blant annet ble bankenes eksponering mot underliggende mer uoversiktlig, og kapitaldekningskravene for bankenes risiko ble også lavere. Den uheldige utviklingen ble muliggjort av svakheter i regulering og tilsyn i mange land. Deler av finansmarkedene var i det store og hele unntatt fra regulering flere steder, så som f.eks. handelen med mange finansielle derivater. Dette gjorde det mulig for banker og andre finansinstitusjoner å flytte aktiviteter til områder som enten var unntatt regulering, eller der kapitalkrav og andre virksomhetsregler var lempeligere.

Systemrisikoen ble ytterligere økt ved at fusjoner og oppkjøp hadde gjort mange internasjonale finansinstitusjonene svært store og komplekse, og

i mange tilfelle for viktige for finanssystemet til at de kunne tillates å gå overende («too big to fail»). Ettersom markedsaktørene antok at disse uansett ville bli reddet av myndighetene dersom de kom i vanskeligheter, kunne institusjonene påta seg mer risiko uten at det slo tilsvarende ut i finansieringskostnadene.

Finanskrisen har medført store økonomiske konsekvenser. Produksjon og sysselsetting har falt dramatisk, og arbeidsledigheten doblet seg i mange land. Statsfinansene er svekket som følge av kostbare støttetiltak overfor finanssektoren, lavere skatteinntekter og aktiv bruk av finanspolitikken for å dempe utslagene av krisen. Krisen har også hatt store fordelingsvirkninger ved at både gjeld og fordringer har endret seg dramatisk i verdi og ved at den økende arbeidsledigheten har ført til inntektsbortfall for millioner av mennesker. De samlede kostnadene vil avhenge av utviklingen framover, bl.a. av i hvilken grad de kortsiktige tapene også vil slå ut i permanent lavere produksjonspotensial og varig høyere arbeidsledighet.

1.2.2 Finanskrisens utslag i Norge

Kriseforløpet i Norge

Norge er blant landene som så langt har klart seg best gjennom den internasjonale finanskrisen. Svikten i de internasjonale finansmarkedene utover høsten 2008 ga likevel akutte likviditetsutfordringer for norske banker, og omfattende myndighetstiltak ble iverksatt. Fallet i verdenshandelen rammet også mange norske eksportører hardt. Svekkede utsikter, høyere utlånsrenter og en innstramming av bankenes utlånstilbud, bidro samtidig til å forsterke nedgangen i eiendomsmarkedene og i husholdningenes etterspørsel.

Det var en klar nedgang i BNP for Fastlands-Norge fra tredje kvartal 2008 til første kvartal 2009. Nedgangen var bred i hele privat sektor, men særlig markert i industrien og i bygg og anlegg. Utviklingen i privat forbruk, investeringer og eksport av tradisjonelle varer bidro til å trekke aktiviteten ned. Investeringene i petroleumssektoren økte derimot, og de bidro dermed til å dempe nedgangen i norsk økonomi. Tilbakeslaget i norsk økonomi var moderat sammenlignet med andre land. Også utslaget i arbeidsledigheten var relativt beskjedt i Norge.

Rentepåslagene i pengemarkedene i USA smittet raskt over i det norske pengemarkedet. Differansen mellom pengemarkedsrenter og styringsrenter, som allerede hadde steget betraktelig etter problemene i det amerikanske subprimemarket-

det, mer enn doblet seg på få dager i september 2008. I tillegg var tilgangen på amerikanske dollar tidvis dårlig. Da det på et tidspunkt ikke ble fastsatt dollarkurs mot norske kroner, uteble også fastsettelse av norske pengemarkedsrenter.

Norske myndigheter gjennomførte en rekke tiltak for å bedre bankenes tilgang til likviditet, både for å bidra til bankenes utlånsvirksomhet og for å forhindre at solvente banker fikk betalingsproblemer. Blant annet tilførte Norges Bank store mengder likviditet til banksystemet. Løpetiden på likviditetslån ble forlenget, og kravene til sikkerhet for lån ble midlertidig lempet. Det ble innført en bytteordning der bankene kunne bytte til seg statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), slik at bankene fikk anledning til å bytte mindre likvide eiendeler mot lett omsettelige statspapirer. Bankene som deltok i ordningen kunne skaffe finansiering gjennom salg av statspapirene eller ved innlån der statspapirene ble stilt som sikkerhet.

Statens finansfond ble opprettet for å sette norske banker bedre i stand til å opprettholde normal utlånsvirksomhet, gjennom å tilby solvente banker tilførsel av kjernekapital.

Fra andre halvår 2008 satte Norges Bank gradvis ned renten til 1,25 pst. Også finanspolitikken ble lagt kraftig om i ekspansiv retning. I januar 2009 la regjeringen fram en finanspolitisk tiltakspakke på 20 mrd. kroner for å dempe de negative utslagene av finanskrisen i norsk økonomi.

Den kraftig penge- og finanspolitiske stimulanen og myndighetenes støttetiltak overfor finansmarkedene bidro til å stabilisere utviklingen i Norge. Lavere renter ga raskt bedring i boligmarkedet og etter hvert økt etterspørsel fra husholdningene. Aktiviteten i norsk økonomi tok seg etter hvert opp igjen.

Noen trekk ved den norske realøkonomien

Det er flere forhold som bidro til å dempe utslagene av denne finanskrisen i Norge. Særlig viktig var det at norsk næringsliv i liten grad produserer de varene som ble utsatt for den største etterspørselssvikten internasjonalt, så som såkalte varige forbrugsgoder (f.eks. biler, forbrukerelektronikk osv.). Etterspørselen fra petroleumssektoren holdt seg oppe, noe som var viktig for den store delen av norsk industri som er leverandører til denne sektoren. Videre har Norge en stor offentlig sektor og et godt utbygd sosialt sikkerhetsnett, som under krisen trolig virket stabiliserende på etterspørselen etter varer og tjenester.

Norske husholdninger har høy gjeld i forhold til inntekt sammenliknet med husholdninger i andre land. Dette har bl.a. sammenheng med at de fleste husholdninger eier egen bolig. Videre har norske husholdninger i all hovedsak lån med flytende rente. Høy gjeld og utstrakt bruk av flytende rente innebærer at rentenedsettelse gir raskere og kraftigere utslag i husholdningenes inntekter, og dermed også deres etterspørsel, enn i andre land. Etterspørselsvirkningene av den ekspansive pengepolitikken var derfor trolig større i Norge enn i mange andre land.

Norge hadde et svært godt statsfinansielt utgangspunkt i møte med utslagene av den internasjonale finanskrisen. Det styrket tilliten til norske finansinstitusjoner internasjonalt, og det ga stort handlingsrom i den økonomiske politikken. Selv om finanskrisen medførte et kraftig fall i verdien av Statens pensjonsfond utland og at statens skatteinntekter falt betydelig ettersom aktiviteten i norsk økonomi avtok, oppstod det aldri usikkerhet om statens finansielle robusthet.

Noen trekk ved den norske finanssektoren

I de norske finansmarkedene fikk krisen internasjonalt utslag først og fremst i form av vanskeligheter i finansieringsmarkedene, slik at bankene fikk problemer med å fornye innlån som gikk til forfall. Uten særlige likviditetstiltak fra myndighetene kunne bankene fått alvorlige problemer. En stor del av finansieringen til norske banker sett under ett, og de mindre bankene spesielt, består av kundeinnskudd. Innskuddene holdt seg stabile under krisen, noe som bl.a. kan ha sammenheng med at Norge har en god og troverdig innskuddsgarantiordning.

Finanskrisen var ikke en soliditetskrise for norske finansinstitusjoner. Det skyldes at norsk økonomi så langt har klart seg relativt godt gjennom krisen, slik at utlånstapene også har vært relativt beskjedne. I tillegg har norske finansinstitusjoner hatt relativt små tap på verdipapirer. Dette skyldes både at bankene generelt eier lite verdipapirer og at de har hatt en lav eksponering mot de verdipapirene som var mest utsatt for verdifall, så som amerikanske subprimepapirer o.l. Forsikringsselskapene klarte seg gjennom krisen, men fikk negative resultater i 2008 på grunn av kraftig verdifall på verdipapirer.

Norske finansinstitusjoner er underlagt en regulering som på noen områder er strengere enn det som er vanlig internasjonalt, bl.a. når det gjelder kravene til kvaliteten på bankenes egenkapital og til verdipapirisering av utlånsporteføljer. Det,

sammen med god inntjening i årene før finanskrisen, bidro til god soliditet i institusjonene ved inngangen til finanskrisen. Erfaringene fra den norske bankkrisen på 1990-tallet har trolig også bidratt positivt, både når det gjelder bankenes tilpasning og myndighetenes regelverksutforming.

1.2.3 Føringer for nye tiltak og regelverksendringer

Rammer for norsk finansmarksregulering

Finansinstitusjoner skiller seg fra andre typer foretak på flere måter, og de er derfor underlagt en spesiell og omfattende regulering. Fram til midten av 1980-tallet var reguleringsregimet i Norge preget av strenge, kvantitative regler for tilbudet av kreditt. På 1980-tallet var finansmarkedene gjenstand for omfattende deregulering av kredittstyringen, der politisk detaljstyring i stor grad ble erstattet av markedsmekanismer. Samtidig var reguleringen av finansinstitusjoner gjenstand for store endringer, bl.a. ved at det ble innført felles regler for alle typer finansinstitusjoner på sentrale virksomhetsområder, herunder likelihoode kapitalkrav.

Utformingen av norsk regulering på finansmarksområdet må ta hensyn til de forpliktelser som følger av internasjonale avtaler. De mest omfattende og konkrete rettslige forpliktelser for norsk finansmarksregulering følger av EUs reguleringer av finansmarkedene, som Norge gjennom EØS-avtalen er forpliktet til å gjennomføre.

De siste 20 årene har implementering av EU/EØS-regler i norsk lovgivning preget regelverksutviklingen i Norge, men på viktige områder skiller den norske reguleringen seg fra EUs minstekrav. På noen områder er de norske reglene strengere enn EU-minstekravene, bl.a. når det gjelder kravene til bankers egenkapital.

Tiltak og regelverksendringer internasjonalt

Finanskrisen avdekket behov for å endre reguleringene av finansmarkedene på viktige punkter. Endringsforslag drives fram i internasjonale fora. Dette er en erkjennelse av at globaliserte markeder krever en global tilnærming. For Norge, som har en liten, åpen økonomi, vil utfallet av disse prosessene ha stor betydning.

G20-toppmøtene er sentrale i denne prosessen, og det er de siste to årene oppnådd enighet om bl.a. å skjerpe kravene til kapital og likviditet i banker, innføre ny regulering av derivathandel,

hedgefond, kredittrater mv., forbedre internasjonale regnskapsstandarder og å innføre nye regler for avlønning av ansatte i finansinstitusjoner.

I tillegg til det som følger av G20-samarbeidet, har EU iverksatt en rekke selvstendige og egeninitierte prosesser. Særlig viktig er endringene i EUs kapitalkravsdirektiv som bl.a. omfatter kapital- og likviditetskrav til banker. De første rundene med endringer har allerede trådt i kraft i EU/EØS-området. De største endringene vil imidlertid trolig komme i neste runde med endringer – basert på det såkalte Basel III-regelverket. Etter planen skal dette implementeres i Europa mellom 2013 og 2019.

Videre er det i EU foreslått og gjennomført tiltak og regelverksendringer på en rekke andre områder, bl.a. om innskuddsgaranti, avviklingsordninger for banker, forbrukervern, verdipapirhandel, hedgefond, kredittratingsbyrå, ny europeisk tilsynsstruktur mv.

De fleste EU-land har parallelt med EU-prosessen iverksatt egne regulatoriske, tilsyns- og skattemessige tiltak i lys av erfaringene fra finanskrisen. I bl.a. Sverige, Tyskland og Storbritannia er det f.eks. innført stabilitetsavgifter rettet mot banker. Storbritannia er også blant de landene som etter krisen vil endre organiseringen av tilsynsmyndighetene på finansmarksområdet. USA er politisk forpliktet til å følge opp enigheten i G20 om bl.a. strengere kapital- og likviditetskrav overfor banker. Videre er det i USA vedtatt en omfattende reform av landets finansmarksregulering og tilsynsstruktur.

I Norge er det også igangsatt en rekke prosesser for regelverksendringer og tiltak som følge av erfaringene fra finanskrisen. Noen gjennomførte og kommende endringer er implementering av endringer i EU-regelverket (via EØS-avtalen), andre følger av egne nasjonale initiativ eller den internasjonale utviklingen og debatten generelt.

1.2.4 Lærdommer og forslag

I det følgende omtales forslagene fra utvalgets flertall som utvalgets forslag. Særmerknader og mindretallsforslag framkommer løpende i del IV av utredningen og som fotnoter i kapittel 21.

Internasjonale lærdommer, norske utfordringer og prioriteringer

De gode økonomiske tidene forut for finanskrisen førte til overoptimisme og urealistiske risikovurderinger internasjonalt. Manglende kunnskap og

overdreven optimisme resulterte i feilvurderinger, feilinvesteringer og for høyt gjeldsopptak. Usikkerhet ble i økende grad forsøkt målt, og målresultatene ble i mange tilfeller ukritisk forvekslet med den komplekse usikkerhet man forsøkte å måle.

Risikoen knyttet til økonomiske ubalanser og høyere gjeldsgrad synes å ha vært undervurdert i den økonomiske politikken i mange land. Ekspansiv pengepolitikk i flere land, bl.a. i USA, ga lave renter over lang tid og søken blant investorer etter avkastning fra alternative og ofte mer risikofylte plasseringer. Finansinstitusjonene internasjonalt satte i perioden forut for finanskrisen ofte ikke av nok kapital til å bære risikoen de tok på seg.

Uheldige insentiver er en viktig årsak til den internasjonale finanskrisen. Finansinstitusjoner tjente på å omgå regulering. Viktige finansinstitusjoner har kunnet spekulere i at stater vil gripe inn med støttetiltak om det bar galt av sted. Innad i mange finansinstitusjonene førte svakheter i styrings- og avlønningssystemer til at det ble gitt bonuser til ansatte som tok for høy risiko på institusjonens vegne, jaktet på kortsiktig gevinst eller drev dårlig kunderådgivning. Nasjonale myndigheter fulgte heller ikke opp den uheldige utviklingen i tilstrekkelig grad. I enkelte land ga politiske ønsker om å bygge opp en stor nasjonal finansnæring trolig myndigheter insentiv til å lempe på regulering og tilsynsmessig oppfølging av finansinstitusjoner («race to the bottom»).

Årene før finanskrisen var preget av finansielle innovasjoner, særlig i USA. Finansiell innovasjon som var ment å gi låntakere og investorer tilgang til produkter med bedre tilpassede risiko- og avkastningsegenskaper, førte i mange sammenhenger til økt kompleksitet og sårbarhet i den internasjonale finanssektoren. Krisen er en påminnelse om at effektive og velfungerende markeder ikke kan tas for gitt. Markedssvikt kan bidra til oppbygging av ubalanser i gode tider og dramatiske korreksjoner i krisetider.

Alle land står overfor utfordringer i arbeidet med å sikre finansiell stabilitet. Noen utfordringer er universelle, mens andre er spesielle for det enkelte land. De norske utfordringene er preget av at Norge er et lite land med en åpen økonomi. Vår økonomi og våre finansinstitusjoner påvirkes i stor grad av den internasjonale økonomiske og politiske utviklingen. Norge har imidlertid betydelig handlefrihet i arbeidet for å sikre finansiell stabilitet.

Finanskrisen og tiltakene for å motvirke denne har medført store statsfinansielle og samfunnsøkonomiske kostnader. Kostnadene og fordelingen

av disse aktualiserer spørsmålet om hvilken rolle finanssektoren bør ha i framtiden, hvilke aktiviteter økonomien som helhet er tjent med at sektoren bedriver og hvem som skal bære kostnadene når sektoren får problemer.

Etter utvalgets syn er det viktig at et bredt sett av virkemidler benyttes for å sikre en robust og formålstjenlig finanssektor i Norge. Skatter eller avgifter bør supplere regulering og tilsyn på en nyttig måte. Det bør dessuten bli mer åpenhet om aktiviteten og risikotakingen i finansmarkedene, herunder om bankenes beregning av kapitalbehov. Finanskonsern bør videre organiseres på en oversiktlig måte slik at eventuelle økonomiske problemer får minst mulig virkning for andre operative konsernselskaper.

Myndighetene bør bedre forutsetningene for virksom konkurranse i de norske finansmarkedene, bl.a. gjennom å legge til rette for flere konkurrerende aktører og enklere og mer sammenlignbare produkter og tjenester. Etterspørselssiden i finansmarkedene er sammensatt og representerer mange ulike behov, noe som også bør gjenspeiles i strukturen på tilbudssiden.

Banker står i en særstilling når det gjelder hvilken risiko EUs prinsipper om hjemstatsregulering og filialetableringer kan innebære for det enkelte lands finanssystem, økonomi og statsfinanser. Filialer av utenlandske banker kan utgjøre viktige deler av finansmarkedene i et land (vertslandet), men uten at myndighetene i vertslandet kan stille krav til institusjonens soliditet eller til kvaliteten på tilsynet med institusjonen. Videre kan finansinstitusjoner som ekspanderer i utlandet gjennom filialer innebære risiko for institusjonens hjemstat.

Etter utvalgets syn tilsier erfaringene fra finanskrisen at norske myndigheter bør arbeide for en adgang i EU/EØS-retten for vertsland til å kreve omdanning fra filial av utenlandsk bank til datterselskap. Det bør videre være en tilsvarende adgang til å kreve at egne banker organiserer sin virksomhet i utlandet gjennom datterselskaper framfor filialer.

Finansmarkedene i de nordiske landene er i stor grad integrerte og utgjør på mange måter et naturlig og hensiktsmessig reguleringsområde. Dersom det skulle være ønskelig å ha regler som, innenfor et nasjonalt handlingsrom, er strengere eller på annen måte går ut over EUs minstekrav til nasjonalt regelverk på finansmarkedsområdet, bør dette etter utvalgets syn først og fremst søkes oppnådd på nordisk nivå, gjennom en harmonisering av de aktuelle reglene i de nordiske landene. Utvalget mener også at norske myndigheter bør

styrke det nordiske samarbeidet om finansmarkedsregulering og tilsyn.

Norske myndigheter må fortsatt vurdere de enkelte reguleringsspørsmål fra sak til sak, på selvstendig grunnlag. Norge bør imidlertid ha et aktivt forhold til hvorvidt et handlingsrom innenfor EØS-forpliktelsene bør benyttes. Når viktige grunner taler for det, bør nasjonale vurderinger gi seg utslag i et strengere regelverk i Norge enn i andre land.

Den makroøkonomiske politikken

Den økonomiske politikken kan bidra til å forebygge kriser i det finansielle systemet og til å gjøre økonomien robust og motstandsdyktig dersom finanskriser likevel skulle oppstå. En økonomi i balanse vil ha et bedre utgangspunkt for å håndtere en krise enn en økonomi med ubalanser. I denne sammenheng kan det trekkes flere lærdommer fra den siste finanskrisen.

Det er bred enighet om at den lange perioden med svært lave styringsrenter flere steder medvirket til oppbyggingen av finansielle ubalanser både i enkeltland og i verdensøkonomien i årene forut for krisen. Videre hadde mange land betydelige budsjettunderskudd og et høyt offentlig gjeldsnivå ved inngangen til krisen, noe som begrenset rommet for å dempe de realøkonomiske utslagene da finanskrisen var et faktum.

I Norge kan utfordringene knyttet til lave styringsrenter være større enn i andre land. Boliglån gis i all hovedsak med flytende rente, og det ser i hovedsak ut til å være den flytende renten som har betydning for boligprisutviklingen. Dette trekker i retning av at perioder med lav styringsrente vil kunne gi større utslag i boligpriser og gjeld enn i andre land. Det kan være gunstig at rentendringer slår raskt ut i aktivitet og sysselsetting når sentralbanken ønsker å dempe eller stimulere etterspørselsveksten, men det kan også oppstå situasjoner der det er vanskelig å finne et rentenivå som både er tilpasset husholdningssektoren og næringslivet.

I møte med sterkt svekkede utsikter for økonomisk vekst og inflasjon satte sentralbankene i Norge og andre land raskt rentene kraftig ned, noe som bidro til å dempe nedgangen i realøkonomien. Samlet sett har fleksibel inflasjonsstyring vært et effektivt pengepolitisk regime for å dempe de realøkonomiske konsekvensene av den internasjonale finanskrisen. Finanskrisen tydeliggjorde imidlertid bl.a. viktigheten av at sentralbanken fortsetter å ta tilstrekkelig hensyn til utvikling i formuespriser og gjeld framover. Samti-

dig erkjenner utvalget at det er begrenset hvor mange oppgaver som kan tillegges én enkelt politikkvariabel som styringsrenten.

Finanskrisen har vist at finanspolitikken fortsatt har en sentral rolle i stabiliseringspolitikken. I Norge bidro relativt kraftige automatiske stabilisatorer til å dempe det økonomiske tilbakeslaget. I tillegg ble det raskt vedtatt finanspolitiske tiltak da utsiktene for norsk økonomi forverret seg.

Rammeverket for finanspolitikken i Norge ga etter utvalgets vurdering et godt utgangspunkt for å stabilisere økonomien under finanskrisen, og utvalget finner heller ikke andre lærdommer fra finanskrisen som tilsier endringer i dette rammeverket.

Etter utvalgets syn viser erfaringene fra finanskrisen at finanspolitisk handlingsrom og tilitt til statsfinansene må bygges opp i gode tider. Utvalget støtter derfor anbefalingene fra bl.a. OECD og IMF om at man etter hvert som den økonomiske utviklingen bedrer seg bygger opp handlingsrom i finanspolitikken til å stå tilstrekkelig godt rustet til å møte neste tilbakeslag.

Det norske arbeidsmarkedet er kjennetegnet av sterke parter både på arbeidsgiver- og arbeidstakersiden, høy organisasjonsgrad, høy avtaledeking, relativt sterkt koordinert og sentralisert lønnsdannelse og et formalisert trepartssamarbeid mellom organisasjonene og staten. Det inntektspolitiske samarbeidet har over tid falt sammen med et velfungerende og omstillingsdyktig arbeidsmarked i Norge. I tillegg kan et slikt samarbeid gjøre det lettere å komme fram til nødvendige samfunnsendringer dersom et land har havnet i en krevende økonomisk situasjon. Utvalget understreker viktigheten av at staten og partene i arbeidslivet fortsetter det brede inntektspolitiske samarbeidet i årene framover.

Prisbobler

Historisk sett har finanskriser ofte vært kjennetegnet av en kraftig, og ofte i betydelig grad kredittrevet, oppgang i aksje, bolig- og eiendomspriser forut for krisen, etterfulgt av et kraftig fall. Store prissvingninger kan i seg selv bidra til finansiell sårbarhet, fordelingsvirkninger og feilinvesteringer.

Det er vanskelig å skille situasjoner der store aktivaprisøkninger skyldes en rasjonell tilpasning til ny informasjon og situasjoner der økningen kan tilskrives bobletendenser. Bobler blir som oftest endelig identifisert etter at de har sprukket. Mens prisene fortsatt øker, forklares ofte økningen av at

det har skjedd varige og betydelige endringer i de underliggende faktorene som driver prisene.

Historisk sett kan det se ut til at kraftige fall i boligprisene særlig ofte sammenfaller med kraftige realøkonomiske tilbakeslag, mens sammenhengen mellom kraftige fall i aksjemarkedene og realøkonomiske tilbakeslag er mindre sterk. Utvalget har i denne sammenheng derfor sett spesielt på forhold knyttet til boligmarkedet.

Ut over pengepolitikken har myndighetene i hovedsak tre virkemidler for å påvirke svingningene i boligpriser og boligprisenes virkning på den økonomiske aktiviteten: skatt, regulering av bankenes utlån til bolig og regulering som påvirker tilgangen på tomter og tilbudet av boliger. Videre kommer eventuelle tiltak som påvirker hvorvidt husholdningene velger flytende eller fast rente på sine boliglån.

Finanstilsynet fastsatte i mars 2010 retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis i bankene. Retningslinjene sier bl.a. at lån til bolig normalt ikke skal overstige 90 pst. av boligens markedsverdi eller tre ganger samlet bruttoinntekt for låntaker. Etter utvalgets syn er disse retningslinjene et godt tiltak for å bygge opp under finansiell stabilitet. Utvalget anbefaler imidlertid at myndighetene vurderer om retningslinjene bør presiseres ytterligere, bl.a. med hensyn til hva slags renteøkning bankene skal legge til grunn i sin vurdering av kundenes betalingssevne og om slike retningslinjer også kan være egnet for lån til næringseidom.

Det er bred enighet blant økonomer om at bolig og fast eiendom generelt er for lavt beskattet i Norge, selv om dette neppe har spilt en vesentlig rolle for finanskrisens virkninger i norsk økonomi. Etter utvalgets syn har dagens skattemessige favorisering av boliginvesteringer likevel uheldige sider, bl.a. at husholdningene blir sårbare overfor svingninger i boligpriser. Utvalget tilrår derfor at beskatningen av bolig bringes mer på linje med skattleggingen av øvrige formuesobjekter. En skatteveksling der økt skatt på bolig benyttes til å redusere andre skatter og avgifter vil kunne gi betydelige samfunnsøkonomiske gevinster. Utvalget understreker likevel at det også er behov for stabile og forutsigbare skatteregler for bolig og at det er betydelige utfordringer ved eventuelt å gjøre store endringer i boligbeskatningen raskt.

Utstrakt bruk av flytende rente på boliglån kan i noen grad bidra til økte svingninger i boligprisene. Norge er blant landene i Europa med lavest andel fastrentelån blant husholdningene. Det er imidlertid også fordeler ved bruk av flytende ren-

ter for husholdningene, bl.a. at lånene alltid kan løses ut til pari kurs og at renten forventningsmessig vil være lavere når sannsynligheten for å være arbeidsledig er høy. Det er derfor ikke åpenbart at husholdningene samlet sett ville vært tjent med en høyere andel ordinære fastrentelån. I flere land finnes det imidlertid låntyper med et pristillegg i fastrenten som gjør at de kan innløses til pari kurs. Slike lån kan være interessante for mange norske husholdninger, og et eventuelt økt innslag av fastrente som følge av tilbud om slike lån vil trolig kunne bidra til å dempe boligprissvingningene i det norske boligmarkedet noe.

Forbrukerhensyn

Mange av de valgene forbrukerne tar i finansmarkedene skiller seg betydelig fra valg på andre livs-områder. Valg om f.eks. pensjonssparing, lån til boligkjøp og verdipapirinvesteringer kan medføre stor risiko for den enkelte, og det er sjelden rom for «prøving og feiling». Det er derfor viktig at informasjonen som gis av finansinstitusjoner til kundene er tilpasset den finansielle kunnskapen mottakeren kan antas å inneha. Det er også viktig at informasjonen er så standardisert og sammenlignbar som mulig.

I takt med at finansielle produkter har blitt mer kompliserte, har informasjonen kundene har måttet forholde seg til vokst både i mengde og vanskelighetsgrad. Den økte utbredelsen av såkalte sammensatte investeringsprodukter er ett eksempel. Mange forbrukere ble lokket av markedsføring og salgsframstøt til å investere i slike produkter. Ofte var store deler av investeringen lånefinansiert. I ettertid stod det klart at mange hadde investert i produkter som ikke var i tråd med deres investeringsmål, likviditetsbehov eller risikotoleranse.

Etter utvalgets vurdering kan det være ønskelig med nye regler som kan gjøre det enklere for forbrukerne å treffe gode investeringsbeslutninger. Disse kan f.eks. være i form av særskilte krav til bruken av begrep som «spareprodukt» e.l. eller krav om at de som gir råd om investeringsprodukter, fondsandeler mv. i tillegg alltid skal opplyse om egenskapene ved et enkelt produkt, så som bankinnskudd eller nedbetaling av lån.

Ut over behovet for god og riktig informasjon til forbrukere som overveier kjøp av spare- og investeringsprodukter, må problemer knyttet til uheldige insentiver og interessekonflikter adresseres. Så lenge produsenter og distributører av spare- og investeringsprodukter har et økonomisk avhengighetsforhold, vil kundens interesser

kunne bli skadelidende. Etter utvalgets syn bør slike avhengighetsforhold anses som brudd på interessekonfliktreglene.

En rekke forhold gjør det utfordrende å opprettholde godt tilsyn med finansinstitusjoner og andre markedsaktørers atferd overfor forbrukerne. Høy finansiell innovasjonstakt, utstrakt bruk av muntlig kommunikasjon osv. gjør det særlig viktig med effektivt tilsyn, herunder å påse at institusjonene gir relevant og forståelig informasjon om ulike finansielle produkter, og tilbyr produkter i tråd med god forretningsskikk. Finanstilsynet, Konkurransetilsynet, Forbrukerombudet og Forbrukerrådet har viktige oppgaver på dette området.

Etter utvalgets syn bør norske tilsynsmyndigheter få et tydeligere lovfestet ansvar for å ivareta forbrukernes interesser og rettigheter i finansmarkedene. Videre bør tilsynsmyndighetene innta en mer aktiv rolle når det gjelder oppfølging av utviklingen på finansmarkedsområdet, og i større grad foreta og foreslå tilpasninger i regelverket.

Utvalget viser til at Norge samlet sett har gode erfaringer med å ha et integrert finanstilsynsorgan og til at en rekke forhold taler for et integrert tilsyn også i årene framover. Utvalget mener videre at Finanstilsynet fortsatt bør ha ansvar for forbrukerrelatert tilsyn og regelverksutvikling, bl.a. ut fra hensynet til konsistent og helhetlig regulering og tilsynspraksis, men også ut fra at Norge er et lite land med begrensede ressurser på tilsynsområdet.

Utvalget legger også fram forslag om bl.a. et standardisert opplysningsdokument om spare- og investeringsprodukter, videreføring av motregningsrett når lån overføres fra en bank til et kredittforetak, krav om at finansinstitusjoner som ikke etterlever nemndsvedtak i forbrukerens favør må dekke forbrukerens kostnader ved behandling av saken i første rettsinstans og utvidede hjemler for tilsynsmyndighetene til å ilegge administrative sanksjoner.

Bedre skattlegging av finansiell sektor

Risikoer, svakheter og sårbarheter som er avdekket i finanssektoren etter finanskrisen søkes i første rekke håndtert gjennom endringer i finansmarkedsreguleringen. Dette vil ofte være den mest effektive tiltaksformen og bygger på en lang reguleringstradisjon både internasjonalt og nasjonalt. Skatter og avgifter har som politikkinstrument andre egenskaper enn regulering, og de kan bidra til økt fleksibilitet og handlingsrom i den

samlede, nasjonale politikken overfor finanssektoren.

Finanskrisen har vist at det er betydelig avvik mellom privatøkonomiske og samfunnsøkonomiske kostnader ved aktiviteten i finanssektoren og at regulering og annen virkemiddelbruk ikke korrigerer godt nok for dette avviket. På denne måten blir aktiviteten i finanssektoren vridd i retning av en ugunstig samfunnsøkonomisk tilpasning. Sektoren kan bli for stor og det kan bli tatt for høy risiko.

Det er noen spesielle trekk ved finanssektoren som kan føre til at den vokser for raskt og blir for stor. Innslag av informasjonsasymmetri mellom kunder og finansinstitusjoner kan øke institusjonenes omsetning og fortjeneste. Mange finansinstitusjoner nyter i tillegg godt av en såkalt implisitt statsgaranti som reduserer institusjonenes innlånskostnader. Finanssektoren er dessuten underbeskattet sammenlignet med andre sektorer som følge av at omsetning og formidling av finansielle tjenester i hovedsak er unntatt fra merverdiavgift.

Generelt vil ny, atferdskorrigerende skatte- eller avgiftslegging av finanssektoren kunne bidra til en endring av finansinstitusjonenes rolle i økonomien og vri aktiviteten i finanssektoren mot mindre risikofylt virksomhet. Dersom risiko «prises» riktig, f.eks. som følge av at skatt og regulering gjenspeiler de potensielle samfunnsøkonomiske skadevirkningene, vil risikoen på en klarere måte bli prissatt i finansielle tjenester.

Etter utvalgets syn bør norske finansinstitusjoner ilegges en stabilitetsavgift basert på institusjonenes gjeld ut over egenkapital og sikrede innskudd. Avgiften bør reflektere eventuelle forventninger hos kreditorer om at deres risiko er redusert som følge av sannsynligheten for statlig inngripen (implisitt statsgaranti). Det er en fordel om like eller lignende avgifter innføres i flere land samtidig. Dersom det ikke skulle komme gode nok EU-regler om slike avgifter, bør Norge derfor arbeide for en harmonisert tilnærming blant de øvrige nordiske landene. Det sentrale ved en avgift er at den kan rette opp en markedssvikt, fremme finansiell stabilitet og bidra til å finansiere statlig inngripen.

Omsetning og formidling av finansielle tjenester er som nevnt i hovedsak er unntatt fra merverdiavgift. Bakgrunnen for unntaket, som gjelder i Norge og i de aller fleste andre land, er at det er vanskelig å fastsette et egnet avgiftsgrunnlag. Etter utvalgets syn er det uheldig at tjenestene produsert i en hel sektor i praksis er unntatt fra merverdiavgift. Utvalget ser imidlertid at det kan bli svært vanskelig å innføre merverdiavgift på

finansielle tjenester i Norge. Det taler for alternative løsninger og for internasjonalt samarbeid.

Etter utvalgets syn bør norske myndigheter utrede grunnlaget for en skatt på finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger for å korrigere for sektorens merverdiavgiftsunntak. Dersom en slik skatt utformes på en hensiktsmessig måte, kan den gi betydelige inntekter, samtidig som den kan redusere vridninger i forbruk og næringsstruktur som følge av at finansielle tjenester er underbeskattet sammenliknet med andre varer og tjenester.

Bankene

Norske banker har klart seg bedre gjennom krisen enn banker i mange andre land. Det henger først og fremst sammen med en gunstigere makroøkonomisk utvikling i Norge enn i de fleste andre vestlige økonomier. Strukturelle og regulatoriske forhold har også hatt betydning. I tillegg har betydelige myndighetstiltak avhjulpet problemene. Lærdommene fra den norske bankkrisen på 1990-tallet kan også ha bidratt til at norske banker har vært noe mer forsiktige i forkant av finanskrisen enn banker i andre land.

Finanskrisen utløste ikke noen soliditetskrise i norske banker, men bankenes likviditetsstyring var ikke tilstrekkelig robust for uroen som oppstod i penge- og kapitalmarkedene. Også internasjonalt har det vært et kjennetegn at banker har hatt problemer med å fornye sin markedsfinansiering. Krisen avdekket at finansinstitusjoner verden over var avhengige av å rullere kortsiktig markedsfinansiering for å finansiere investeringer med lang løpetid. En forholdsvis stor andel av norske bankers markedsfinansiering var i utenlandsk valuta og med utenlandsk motpart.

Erfaringer fra andre land har også demonstrert behovet for mer egenkapital i banksektoren og at kapitalen må være av en type som kan tæres på under fortsatt drift. Mange banker internasjonalt hadde svært lav egenkapitalandel. Dette ble bl.a. muliggjort gjennom bruk av sofistikerte modeller for risikostyring og optimistiske tapsforventninger. I tillegg var den ansvarlige kapitalen ofte av varierende kvalitet.

Det er ofte vanskelig å hente ny egenkapital i dårlige tider. For at bankene skal kunne ha tilstrekkelig kapital til å kunne opprettholde en fungerende utlånsvirksomhet også i perioder med betydelig uro, må det bygges opp kapitalbuffer i gode tider.

G20-landene har sluttet seg til Baselkomiteens forslag til endringer i det internasjonale kapitalkravsregelverket, ofte kalt «Basel III». I EU vil forslagene trolig bli gjennomført ved endringer i EUs kapitalkravsdirektiv. Slik vil endringene også få betydning for Norge gjennom EØS-avtalen. Basel III-reglene innebærer viktige endringer i kravene til finansinstitusjonenes likviditet og finansiering, så vel som kravene til kapitaldekning. Reglene har imidlertid blitt til gjennom kompromisser og bærer preg av å være tilpasset den svake økonomiske utviklingen og en svekket banksektor i mange land. Reglene vil trolig ikke være faset fullt inn internasjonalt før i 2019.

I Norge er den økonomiske utviklingen god, og institusjonene i finanssektoren er solide. Dette er i noen grad tilfellet også i de andre nordiske landene. Det gir landene en større frihet til å vurdere hva som er egnede kapital- og likviditetskrav til finansinstitusjoner i lys av erfaringene fra den internasjonale finanskrisen. Utvalget foreslår at norske myndigheter arbeider for å styrke det nordiske reguleringssamarbeidet, og at man på nordisk nivå vurderer strengere kapitalkrav enn EUs minstekrav. Dersom et nordisk samarbeid om krav utover minimumskravene ikke fører fram, bør norske myndigheter foreta en selvstendig vurdering av om det er behov for kapitalkrav ut over EUs minstekrav for norske banker. Norske myndigheter må sikre at norske banker minst opprettholder dagens kapitalnivå, uavhengig av utviklingen i EU.

Det er spesielt viktig at systemviktige finansinstitusjoner har tilstrekkelig kapital til enhver tid, slik at sannsynligheten for at slike institusjoner skal havne i økonomiske problemer reduseres. Det tilsier at systemviktige institusjoner ilegges høyere kapitalkrav enn andre finansinstitusjoner.

Siden den internasjonale finanskrisen førte til en likviditetskrise, og ikke en soliditetskrise, for norske banker, bør nye likviditetsregler være en særlig prioritert oppgave.

Utvalget legger også fram forslag om bl.a. innskuddsgarantiordningens nivå, avgifter og fondering og om avlønningssystemer i finansinstitusjoner. Om sistnevnte mener utvalget at norske tilsynsmyndigheter særlig bør vektlegge tilsynet med de potensielle insentiv- og risikovirkningene av avlønningssystemer i banker. Videre bør tilsynsmyndighetene om nødvendig benytte adgangen til å pålegge institusjonene tilleggskrav til kapital dersom de har avlønningssystemer som inviterer til for høy risikotaking.

Verdipapirmarkedene

Velfungerende verdipapirmarked er viktig for finansiell stabilitet. Når kriser oppstår vil mange aktører ha behov for å øke egenkapitalandelen samtidig. Mange aktører vil også ha behov for å øke løpetiden på utestående gjeld samtidig. All erfaring tyder imidlertid på at de aktørene som kommer best ut av en krise er de som var best rustet da krisen inntraff. For mange aktører vil det være for sent å skaffe robust finansiering når krisen har inntruffet. Det gjelder både for finansielle og for ikke-finansielle foretak.

Svært mange renter i norske kroner er knyttet til NIBOR-rentene. Bankene som deltar i fastsettelsen av de norske pengemarkedsrentene, NIBOR-rentene bestemmer selv reglene for hvilke banker som skal delta, og hvordan rentene skal beregnes. Det foreligger ikke skriftlige avtaler eller regelverk, og det er lite offentlig tilgjengelig informasjon om hvordan renten fastsettes. Etter utvalgets syn bør det være større åpenhet og tydeligere regler rundt fastsettelsen av NIBOR-rentene.

Den finansielle infrastrukturen, herunder handelsplattformene og betalingssystemene, fungerte godt under krisen. Det er likevel behov for forbedringer. Spesielt gjelder dette handel med derivater, som i hovedsak blir inngått gjennom bilaterale avtaler. Sentrale motparter kan bidra til å redusere risikoen i disse markedene. Et annet eksempel er oppgjørssystem som sikrer at ingen risikerer å sende fra seg verdier uten selv å motta motytelsen.

Økt gjennomsiktighet og bedre tilgang til informasjon om instrumenter, infrastruktur og regulering kan bidra til å opprettholde likviditeten i markedene i perioder med markedsure og usikkerhet blant investorene. Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har blitt viktig for norske kredittforetak og banker. Lettere tilgjengelig informasjon om regelverk, sikkerhetsmasse og markedsplasser kan bidra til å skape en bred og stabil investorbase for OMF. Utstederne bør selv sørge for en slik åpenhet. Norske myndigheter kan imidlertid bidra som pådriver og tilrettelegger.

Til tross for at den norske stat har lavt lånebehov, er det relevant å opprettholde et statspapirmarked. Renten på statspapirer med ulike løpetider fungerer som referanserenter, og det er dessuten et beredskapselement i å opprettholde et marked for statspapirer, jf. etableringen av bytteordningen med OMF og statspapirer under finanskrisen. Videre foregår det regelverksprosesser som kan ha betydning for etterspørselen

etter norske statspapirer, særlig Basel III-reglene om likviditetsbuffer og Solvens II for forsikringselskaper. Utvalget foreslår at myndighetene vurderer konsekvensene av et lite marked for statsobligasjoner generelt, og i lys av kommende regelverksendringer.

Livsforsikring og pensjon

Soliditeten i det norske pensjonssystemet er i liten grad svekket som følge av finanskrisen. I de delene av pensjonssystemet som er fondert er verdifallet som fulgte av krisen enten absorbert av pensjonsleverandørene, uten å lede til alvorlig soliditetssvikt, eller overført til kundene i form av lavere pensjonskrav (reduerte ytelser). Finanskrisen har ikke avdekket behov for å endre den norske reguleringen av livsforsikringselskaper og pensjonskasser ut fra soliditetshensyn.

Finanskrisen kan imidlertid ha langsiktige virkninger for livsforsikringssektoren, først og fremst ved at det nominelle rentenivået kan forbli lavt internasjonalt i lengre tid. I et lavrentescenario kan det bli utfordrende for pensjonsleverandører å oppnå en tilstrekkelig avkastning på allerede innbetalte premier, og lave renter kan medføre behov for premieøkninger for framtidig opptjening. Slike premieøkninger vil gjøre ordningene dyrere for arbeidsgiverne og/eller gi lavere framtidige pensjonsutbetalinger til arbeidstakerne. Det kan føre til raskere overgang til innskuddsbaserte pensjonsordninger.

Samlet sett står norske pensjonsleverandører overfor store utfordringer de nærmeste årene. EUs nye solvensregelverk (Solvens II) vil bl.a. innebære at eiendeler og forpliktelser skal balanseføres til markedsverdi. Kombinert med et langvarig lavt rentenivå, store beholdninger av fripoliser, flytterett og årlige rentegarantier, kan situasjonen bli mer krevende i Norge enn i mange andre land. Utvalget foreslår derfor at det settes i gang et arbeid for å gjennomgå regelverket for å løse de særskilte norske soliditets- og kostnadsutfordringene.

Markedsutviklingen har vist at det er noen sider ved både innskuddsbaserte og ytelsesbaserte (sluttlønsbaserte) tjenstepensjonsordninger som det bør ses nærmere på. Dette gjelder bl.a. i hvilken grad arbeidstakere og pensjonister er utsatt for markedsrisiko, tjenstepensjonskostnadens nivå og forutsigbarhet for arbeidsgiverne, kostnader, og hensynet til pensjonsleverandørenes soliditet. Etter utvalgets syn bør nye lovregler for alternative produkter som kombinerer

egenskaper fra innskuddsbaserte og ytelsesbaserte pensjonsprodukter utredes nærmere.

De fleste norske arbeidstakere som har tjenestepensjonsordninger med investeringsvalg kan velge mellom tre-fire risikoprofiler, typisk differensiert ut fra aksjeandelen. Imidlertid er det få arbeidstakere som aktivt velger profil selv. Innskuddspensjonsleverandørenes standardrisikoprofil, dvs. den risikoprofil som blir gjort gjeldende for den enkelte hvis det ikke foretas et aktivt valg, er derfor av spesielt stor betydning for hvordan innskuddspensjonskapitalen forvaltes og for hvor mye risiko som bæres av den enkelte. Etter utvalgets syn bør det utredes nærmere hvilke nye krav som eventuelt bør stilles til kapitalforvaltningen og utformingen av standardrisikoprofiler for å sikre at arbeidstakere og pensjonister får en passende markedsrisiko. Det er særlig viktig at risikoen trappes ned i takt med at arbeidstakeren nærmer seg pensjonsalder.

Makrotilsyn og makroregulering av finanssektoren

Den internasjonale finanskrisen viste hvordan sårbarhet kan bygges opp i det finansielle systemet, selv om finansinstitusjonene hver for seg framstår solide. Finansiell stabilitet kan derfor ikke ivaretas bare ved tilsyn og regulering av hver enkelt finansinstitusjon eller hvert enkelt finansmarked. Det er også nødvendig å overvåke det finansielle systemet som helhet og gjennomføre tiltak dersom det oppstår fare for forstyrrelser i viktige finansielle tjenester. Dette kan betegnes som makrotilsyn og makroregulering av finanssektoren.

Bank- og finanskriser følger gjerne etter perioder der høy gjeldsvekst har finansiert rask vekst i formuespriser. Systemrisikoen øker med gjeldsgraden – både innenfor og utenfor det finansielle systemet.

Utvalget mener at det er viktig å styrke arbeidet med å overvåke systemrisiko i finansiell sektor og legge til rette for nye virkemidler som kan begrense systemrisikoen. Konjunkturvarierende virkemidler kan ikke erstatte regelverk og rammevilkår som viktigste bidrag til et robust finanssystem, men godt utformet kan de være et nyttig supplement. For eksempel kan et motsyklisk kapitalkrav for å bedre bankenes kapitaldekning og bremse kredittveksten være et nyttig supplement. Dette virkemidlet er anbefalt av Baselkomiteen (Basel III-reglene).

For å kunne iverksette makrotiltak som er begrunnet ut fra hensynet til systemet sett under ett, foreslår utvalget at Finanstilsynet gis tilstrek-

kelige hjemler for å kunne ta i bruk relevante makrotiltak for å bremse oppbygging av finansiell ustabilitet. Utvalget anser at det hadde vært en fordel med forhåndsdefinerte kriterier for når virkemidler i makroreguleringen skal tas i bruk og tilråd at potensielle kriterier og bruken av disse utredes.

Det er nødvendig med en klar ansvars- og rollefordeling mellom Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank. De erfaringer vi har i Norge taler for at vi bygger videre på den eksisterende rollefordelingen. Uansett organisering er det viktig med en tydelig ansvarsfordeling og etterprøvnbarhet. Systemet må utformes med klare prosedyrekra, som inkluderer åpenhet rundt råd og beslutninger om bruk av virkemidler, eller fravær av bruk.

Utvalget foreslår at Norges Bank gis et klarere formelt ansvar til jevnlig å gi presise råd om bruk av diskresjonære virkemidler i makroreguleringen av det finansielle systemet. Norges Bank bør gi begrunnede anbefalinger i form av offentlig tilgjengelige brev til Finansdepartementet og Finanstilsynet. Finanstilsynet bør redegjøre for hva tilsynet foretar seg for å følge opp tilrådingene fra Norges Bank, eventuelt hvorfor tilrådingene ikke følges opp. Finansdepartementet bør redegjøre for tilrådingene, vurderinger og tiltak overfor Stortinget, f.eks. i en melding til Stortinget.

Krisehåndtering og atferdsrisiko

Problemer i finanssektoren kan raskt forverre seg til en systemkrise, særlig i fravær av et godt system for å håndtere problemer i enkeltinstitusjoner. For å forhindre dette gjennomførte myndigheter og sentralbanker i mange land, inkludert i Norge, en rekke tiltak under den internasjonale finanskrisen. De omfattende tiltakene kom raskt. Tiltakene søkte å gjenopprette tilliten og funksjonen til finansmarkedene og å dempe utslagene i realøkonomien.

Det er viktig at myndighetene har beredskap og fleksibilitet i møte med en eventuell ny krise i finanssystemet og realøkonomien. Myndighetene bør være beredt til å gripe inn tidlig med hensiktsmessige tiltak, tilpasset den aktuelle situasjonen i markedene og i økonomien. Det kan ikke legges til grunn at de tiltakene som fungerte godt i forrige krise vil være egnede i møte med den neste.

Et av dilemmaene ved myndighetstiltak overfor finansinstitusjoner i krise er at tiltakene kan bidra til forventninger om krisehjelp også i framtiden. Dette skaper adferdsrisiko i form av for stor risikotaking hos eiere, ledelse og kreditorer i en

bank, slik at sannsynligheten for kriser øker. Et mål for reglene om krisehåndtering må derfor være å plassere risiko hos eierne og kreditorene i finansinstitusjonene, samtidig som reglene skal sikre finansiell stabilitet.

Det norske krisehåndteringssystemet ble ikke satt på alvorlig prøve under denne finanskrisen. Virksomheten til de kriserammede islandske bankene i Norge ble håndtert på en effektiv måte og uten at kundene ble påført tap. Internasjonalt viste derimot finanskrisen at det er behov for bedre systemer for bankkriseløsning, bl.a. for å sikre uavbrutt tilgang til sentrale banktjenester når institusjoner kommer i problemer.

Systemet for kriseløsning i enkeltinstitusjoner er noe som kan og bør være etablert lenge før en eventuell krise skulle inntreffe. Er systemet godt, kan det redusere faren for finansiell ustabilitet og øke kvaliteten og framdriften i beslutningsprosessen under en eventuell krise. EU-kommisjonen har satt i gang en prosess, som kan lede fram til et omfattende sett med virkemidler på dette området og en samkjøring av systemene på tvers av grenser. Etter utvalgets syn bør det utredes nærmere hvilke endringer som raskt bør gjøres i det norske kriseløsningssystemet.

Dagens norske banksikringslov inneholder både kvalitative og kvantitative mål for når myndighetene skal gripe inn overfor en bank i (trolig forestående) problemer. Finanstilsynet skal sette i verk en prosess som gir Kongen i statsråd adgang til å beslutte både å skrive ned eksisterende aksjekapital og hvem som skal kunne tegne ny kapital, dersom mindre enn 25 pst. av aksjekapitalen er i behold. Etter utvalgets vurdering bør denne prosessen iverksettes på et høyere kapitalnivå enn i dag. Utvalget foreslår en gjennomgang av banksikringslovens terskelverdier for når myndighetene kan og skal gripe inn og hvilke tiltak som da kan anvendes.

Selve organiseringen av kriseløsningsarbeidet bør også vurderes, inklusive rollen til Bankenes sikringsfond. Et privat organ bør ikke disponere slike kriseløsningsverktøy, da det vil kunne være en interessekonflikt mellom de som kontrollerer det private organet (bankene) og staten/fellesskapet.

Økonomiske og administrative konsekvenser

Utvalgets utredning inneholder forslag på en rekke områder. Felles for forslagene er at de kan

bidra til et mer stabilt finanssystem og et finanssystem som understøtter en god økonomisk utvikling.

Strengere kapital- og likviditetskrav vil antakelig innebære økte kostnader for bankene, men gevinster for samfunnsøkonomien i form av lavere risiko for finanskriser og en mer stabil økonomisk utvikling. Dette innebærer også en langsiktig gevinst for offentlige finanser. En del av økningen i bankenes kostnader vil imidlertid trolig bli motsvart av besparelser som følge av lavere renter på bankenes innlån, ettersom bankene selv blir mindre risikable låntakere.

Konsekvensene av den foreslåtte stabilitetsavgiften og aktivitetsskatten (merverdiskattlegging) vil avhenge av den konkrete utformingen og av hvorvidt andre land innfører tilsvarende skatter og avgifter. En grundig vurdering av konsekvensene må derfor gjennomføres i forbindelse med den konkrete regelverksutformingen. Generelt vil imidlertid slike skatter og avgifter øke utgiftene for finansiell sektor og lønnsomheten etter skatt vil reduseres.

Økt skattlegging vil kunne gi en noe mindre finansiell sektor, nærmere i størrelse det en ville hatt dersom sektoren var skattemessig likebehandlet med andre sektorer, og en styrking av offentlige finanser. I utgangspunktet er det grunn til å tro at en skattlegging av finansiell sektor som blir mer på linje med skattleggingen av andre sektorer vil innebære en samfunnsøkonomisk gevinst.

En rekke av utvalgets forslag omhandler økte krav til finansinstitusjonenes informasjon til kunder. Disse forslagene vil innebære kostnader for de gjeldende institusjoner. Felles for forslagene er imidlertid at kostnadene vil kunne bli mer enn oppveid av gevinstene som vil kunne tilfalle kundene ved at de kan fatte mer informerte beslutninger.

En betydelig del av utvalgets forslag består av anbefalinger om utredninger og retningsangivelser for justering av regelverk. Dette vil kreve et betydelig utredningsarbeid. Ut over ressursbruk til utredning og utforming av regelverk mv., vil de økonomiske og administrative konsekvensene av utvalgets forslag i stor grad avhenge av de endelige utfallene av de utredninger utvalget foreslår. De nærmere konsekvensene vil derfor måtte bli kartlagt og vurdert i dette utredningsarbeidet.

1.3 Summary in English

The Financial Crisis Commission was established on 19 June 2009 to inter alia assess the lessons of the international financial crisis and draw attention to possible consequences and recommenda-

tions for Norwegian economic policy and financial markets regulation. The Commission has had a broad membership and has met with a wide range of stakeholders and interested parties. An English summary of the Commission's report is given in Appendix 2 («Vedlegg 2»).

Kapittel 2

Utvalgets mandat, sammensetning og arbeid

2.1 Mandat

Utvalget ble oppnevnt i statsråd 19. juni 2009, og ble gitt følgende mandat:

«Finanskrisen stiller oss overfor nye utfordringer. Finansmarkedenes virkemåte og regulering av disse markedene må vurderes på nytt. Både internasjonalt og i Norge pågår det debatter om finanskrisens årsaker, hvilke lærdommer som kan trekkes av krisen, og hvilke initiativer som bør tas for å motvirke nye kriser.

Det er initiert flere prosesser internasjonalt, blant annet i regi av EU, IMF og G20-gruppen, for å se på de internasjonale rammebetingelsene for bl.a. kapitalkrav, prosyklikalitet i regelverket, lederavlønning, sikringsfond, internasjonalt samarbeid mv. Dette er prosesser som også vil ha betydning for fremtidig norsk finansmarkedsregulering. Dagens regulering av finansmarkedene må også ses i lys av våre internasjonale forpliktelser.

Selv om finanskrisen har sin årsak i internasjonale forhold, kan det være grunn til å se på om finansmarkedene, slik de virker og er regulert i Norge i dag, oppfyller sin samfunnsmessige tiltenkte rolle på en best mulig måte, eller om det er sider ved dagens regulering som har uheldige samfunnsmessige effekter.

Finansdepartementet ber derfor utvalget utarbeide en vurdering av det norske finansmarkedet, herunder av norsk finansmarkedsregulering mer generelt, i lys av den internasjonale finanskrisen og erfaringer fra denne. Utvalget bør se på og beskrive de bakenforliggende årsakene til finanskrisen, og hvordan forholdene i internasjonale finansmarkeder har innvirket på det norske finansmarkedet. Utvalget bør også se på om det er særlige nasjonale forhold som bidro til utviklingen av finanskrisen i Norge. Det bør blant annet pekes på eventuelle forhold ved norsk finansmarkedsregulering som har bidratt til å dempe virkningene av den internasjonale finanskrisen, så vel som forhold som eventuelt har bidratt til å forsterke virkningene av finanskrisen.

Utvalget bør særlig se på utviklingen av ubalanser i markedene (bobler), herunder i eiendomsmarkedet.

Utvalget bør se nærmere på utformingen av incentivstrukturer med hensyn til avlønning i finansbransjen, og hvilken betydning slike ordninger eventuelt har hatt for salg av ulike typer finansprodukter, for kapitalallokeringen i samfunnet, og for oppbygging av ubalanse i markedene.

Utvalget bør også se på hvordan Norge har benyttet det nasjonale handlingsrommet innenfor våre internasjonale forpliktelser, hvordan regelverket ivaretar hensynet til kunder/ forbrukerne, og hvorvidt regelverket ivaretar hensynet til soliditet og til konkurranse mellom finansinstitusjonene.

Utvalget bør videre gi en beskrivelse av hvilke internasjonale initiativer som er satt i prosess i kjølvannet av finanskrisen, og en vurdering av hvordan man på nasjonalt, europeisk og globalt nivå bør arbeide for å motvirke tilsvarende kriser.

Utvalgets utredning skal ikke inneholde forslag til konkrete regelverksendringer, men utvalget bør peke på egenskaper ved eksisterende regelverk som ikke må svekkes og på områder innenfor finansmarkedsreguleringen hvor det eventuelt kan være behov for forbedringer, og i tilfelle redegjøre for hvorfor slike forbedringer på området kan være nødvendig eller ønskelig.

Som ledd i utvalgets arbeid bør utvalget innhente synspunkter og vurderinger fra en referansegruppe. Gruppen etableres i samråd med Finansdepartementet og slik at den gjenspeiler de ulike interesser og fagmiljøer som er relevante for utvalgets arbeid. Utvalget bør som en del av sitt arbeid iverksette ekspertutredninger på de områder man finner det nødvendig. Minst én av ekspertutredningene bør innhentes fra internasjonal ekspertise med det formål å sette utvalgets arbeid inn i en større internasjonal sammenheng.

Departementet ber om at utvalgets utredning oversendes departementet innen 31. desember 2010.»

Av praktiske grunner ble utredningen overlevert Finansdepartementet 25. januar 2011.

2.2 Sammensetning

Utvalget hadde ved avgivelsen av utredningen følgende medlemmer:

- Daglig leder Jon M. Hippe, leder (Forskningstiftelsen Fafo)
- Sjefsjurist Cecilie Ask (Finanstilsynet)
- Forbundsleder Jorunn Berland (Finansforbundet)
- Ekspedisjonssjef Jan Bjørland (Finansdepartementet)
- Professor Per Christiansen (Universitetet i Tromsø)
- Direktør Randi Flesland (Forbrukerrådet)
- Områdedirektør Kristin Gulbrandsen (Norges Bank)
- Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (Næringslivets Hovedorganisasjon)
- Professor Thore Johnsen (Norges Handelshøyskole)
- Professor Lars Jonung (Lunds universitet)
- Cand.oecon. Tore Lindholt
- Siviløkonom Bente Rathe
- Sjeføkonom Stein Reegård (Landsorganisasjonen i Norge)
- Førsteamanuensis Bent Sofus Tranøy (Høgskolen i Hedmark og Universitetet i Oslo)
- Professor Karen Helene Ulltveit-Moe (Universitetet i Oslo)

I tillegg til de ovennevnte ble professor Erik S. Reinert oppnevnt til utvalget i statsråd 19. juni 2009, men trakk seg fra utvalget i november 2010.

Utvalgets sekretariat har vært ledet av avdelingsdirektør Per Øystein Eikrem (Finansdepartementet), og ellers bestått av seniorrådgiver Eivind Bernhardsen (Finanstilsynet), ambassaderåd Thomas Ekeli (Norges faste delegasjon til OECD), assisterende direktør Ingrid Solberg (Norges Bank), underdirektør Alexander Vik (Finansdepartementet) og rådgiver Marius B. Østli (Finansdepartementet).

2.3 Arbeid mv.

Utvalget har avholdt i alt 19 møter fra 13. august 2009 til 11. januar 2011. Tre av møtene har vært todagersmøter. Alle møtene har funnet sted i Oslo.

Utvalget har lagt særlig vekt på trekke ut lærdommer fra den internasjonale finanskrisen med relevans for norsk finansmarkedsregulering og norske finansmarkeder. Utvalget innledet derfor arbeidet med å beskrive finanskrisens forløp internasjonalt og dens årsaker og mekanismer. Finanskrisen er videre belyst i et historisk perspektiv og i sammenheng med teoretiske rammeverk om finanskriser. På sentrale områder påpekes det likheter og ulikheter med den norske bankkrisen på 1990-tallet.

Utvalget har kunnet dra nytte av en allerede omfattende faglitteratur på flere av disse områdene. I tillegg har utvalget kunnet støtte seg til bidrag fra, og diskusjoner med, internasjonale og norske eksperter. Ekspertene har vært invitert til enkelte av utvalgets møter. I tråd med mandatet har utvalget også innhentet ekspertutredninger, både nasjonale og internasjonale.

Det internasjonale perspektivet gir et utgangspunkt for å oppsummere finanskrisens utslag og forløp i Norge, herunder myndighetenes tiltak. Enkelte trekk ved den finansielle sårbarheten som bygget seg opp i mange land i forkant av krisen har også gjort seg gjeldende i Norge, om enn i noe mindre grad. I utvalgets mandat vises det til at særlige forhold ved norsk økonomi, regulering og finansmarkedsstruktur som kan ha hatt betydning for finanskrisens utslag og forløp i Norge, bør adresseres. Utvalget har vektlagt denne problemstillingen spesielt. Utvalget har valgt en bred tilnærming der også potensielle, framtidige sårbarheter er adressert.

Som ledd i arbeidet med disse problemstillingene, har utvalget etablert en referansegruppe bestående av finansielle og ikke-finansielle aktører med relevant erfaring fra finanskrisen. Utvalget har også kunnet trekke på betydelige interne ressurser blant utvalgets medlemmer for kunnskap om norsk økonomi og finanssektor, finansiell stabilitet og norske kriseerfaringer.

Det er initiert omfattende internasjonale reformprosesser etter finanskrisen, herunder prosesser i EU som berører norsk finansmarkedsregulering direkte via EØS-avtalen. Utvalget gir derfor en bred oversikt over disse prosessene og hvordan de er motivert ut fra lærdommene fra finanskrisen. Det nasjonale handlingsrommet i finansmarkedsreguleringen beskrives og relateres til norsk reguleringstradisjon, aktuelle problemstillinger knyttet til vertslands- og hjemlandsregulering samt til konkurransemessige og andre rammevilkår. Kartleggingen er grunnlag for utvalgets forslag. På samme måte er forslagene utfor-

met med henvisning til flere pågående regelverksprosesser i andre land.

I tråd med mandatet er mange av utvalgets forslag av veiledende karakter, og ofte av prinsipiell art. I mange tilfeller består utvalgets forslag av å peke på områder og problemstillinger som bør utredes nærmere.

Utvalget har hatt en bred faglig tilnærming til problemstillingene. I tillegg til den faglige bredden i utvalgets sammensetning, er det lagt vekt på faglig bredde ved innhenting av ekspertutredninger og andre bidrag. Den økonomifaglige ekspertisen er bl.a. supplert med statsvitenskaplig ekspertise for å gi et bredt perspektiv på hendelsesforløp, regelverksdynamikk og andre politisk-økonomiske aspekter og ledelsesfaglig ekspertise har bidratt til forståelsen av insentivbasert avlønning.

Utvalgets referansegruppe ble som nevnt satt sammen av personer med relevant erfaring og kunnskap fra finansnæringen og fra ikke-finansielle foretak, slik at den skulle utfylle den kompetanse som fra før fantes blant utvalgsmedlemmene. Gruppen ble etablert i samråd med Finansdepartementet og har bestått av følgende medlemmer:

- Finansdirektør Terje Andersen (Orkla ASA)
- Finansdirektør John Giverholt (Ferd AS)
- Administrerende direktør Elisabeth Grieg (Grieg International AS)
- Banksjef Lars Hektoen (Cultura Sparebank)
- Partner Espen Klitzing (McKinsey & Co.)
- Konsernsjef Idar Kreutzer (Storebrand ASA)
- Administrerende direktør Olaug Svarva (Folketrygdfondet)
- Konserndirektør Leif Teksum (DnB Nor ASA)
- Administrerende direktør Gunn Wærsted (Nordea Bank Norge ASA)

Referansegrupped medlemmene fra finansnæringen deltok på utvalgets møte 11. september 2009, mens medlemmene fra ikke-finansielle foretak deltok 21. januar 2010. Hele referansegruppen ble invitert til utvalgets møte 20. oktober 2010. Referansegrupped medlemmene fikk i forkant av disse møtene tilsendt spørsmål/diskusjonspunkter og bakgrunnsdokumenter fra utvalget. Til de to førstnevnte møtene ble referansegrupped medlemmene særskilt bedt om å drøfte sine erfaringer fra finanskrisen.

Utvalget har innhentet muntlige bidrag (foredrag) fra Richard Baldwin, Mark Blyth, Svein Gjedrem, Ola H. Grytten, Steinar Holden, K.S. Jomo, Ole Jørgen Karlsen, Val Koromzay, Jan Kregel, Bård Kuvaas, Carlota Perez, Avinash Persaud, Herman Schwartz, Bent Vale, Svein Harald Øygard og Bjørn Skogstad Aamo.

Utvalget har innhentet følgende skriftlige bidrag (notater) fra eksterne personer:

- Professor Steinar Holden (Universitetet i Oslo): «Finanskrisen – krise også i økonomifaget?»
- Tidligere direktør Val Koromzay (OECD): «Economics and the crisis: some reflections»
- Professor Bård Kuvaas (Handelshøyskolen BI): «Incentivstrukturer i avlønning i finansbransjen»

Professor Carlota Perez (Universitetet i Tallinn) fikk i oppdrag å skrive et notat om sammenhengen mellom teknologiskift, innovasjoner i finansmarkedene, prisbobler og finanskriser, men måtte trekke seg fra oppgaven på grunn av sykdom.

Utvalget sendte i tillegg ut forespørslser om anbud på ytterligere to skriftlige bidrag til utvalgte miljøer, men fikk ikke inn tilbud:

- En litteraturgjennomgang og empirisk studie av sammenhengen mellom finansinstitusjoners størrelse og finansieringskostnader.
- En klassifisering av ulike typer investeringsprodukter og beskrivelse av markedet for slike produkter i Norge og internasjonalt.

Enkelte av utvalgsmedlemmene har også utarbeidet notater til utvalgets arbeid:

- Per Christiansen: «Norske myndigheters handlingsfrihet i finansmarkedsreguleringen»
- Randi Flesland: «Om investeringsprodukter og forbrukerbeskyttelse»
- Lars Jonung: «Lärdomar från den svenska finanskrisen»
- Erik S. Reinert: «Finanskrisenes teori»
- Bent Sofus Tranøy: «Forbrukere i finansmarkedet»

Noen av de ovennevnte notatene fra eksterne bidragsyttere og fra utvalgsmedlemmene er gjort tilgjengelig i et eget særtrykk. Bidragene kan leses som selvstendige vedlegg til utvalgets utredning.

Del I
Finanskriser og finansmarkeder

Kapittel 3

Generelt om finansmarkeder og finanskriser

3.1 Innledning

Den globale finanskrisen som for alvor brøt ut høsten 2008 ledet til den kraftigste nedgangen i verdensøkonomien siden 1930-årenes depresjon. Til tross for massive myndighetstiltak gikk en rekke finansinstitusjoner overende internasjonalt. Fall i bolig- og andre formuespriser påførte sparere og investorer enorme tap. Arbeidsledigheten økte kraftig, og bare i OECD-landene var det mot slutten av 2010 10–15 mill. flere arbeidsledige enn i en normal konjunktursituasjon.

Det er stor forskjell på hvor hardt ulike land har blitt rammet. Enkelte land, som Norge og Canada, ser ut til å ha sluppet relativt lett unna. Andre land har blitt rammet langt hardere. Selv om flere av landene som ble hardt rammet hadde til felles en svært kraftig gjeldsoppbygging, ofte finansiert ved billig importert kapital, var det store forskjeller i hvordan denne gjeldsoppbyggingen skjedde. I noen land, f.eks. USA, var bruk av nye og mer kompliserte kredittinstrumenter og flytting av lån vekk fra bankenes balanser sentrale i opptakten. I andre land, som f.eks. Irland, var denne typen instrumenter og virksomhet nesten helt fraværende. Andre land igjen, som Tyskland og Japan, opplevde i liten grad gjeldsoppbygging i privat sektor i forkant av krisen, men ble hardt rammet gjennom at krisen medførte et kraftig fall i eksportterspørselen.

For å gi et bakteppe for den senere omtalen av finanskrisen, dens årsaker, virkninger og implikasjoner for finansmarksregulering og økonomisk politikk gis i dette kapitlet en kort omtale av finansmarkeder generelt og av historiske erfaringer med finanskriser.

3.2 Generelt om finansmarkedene

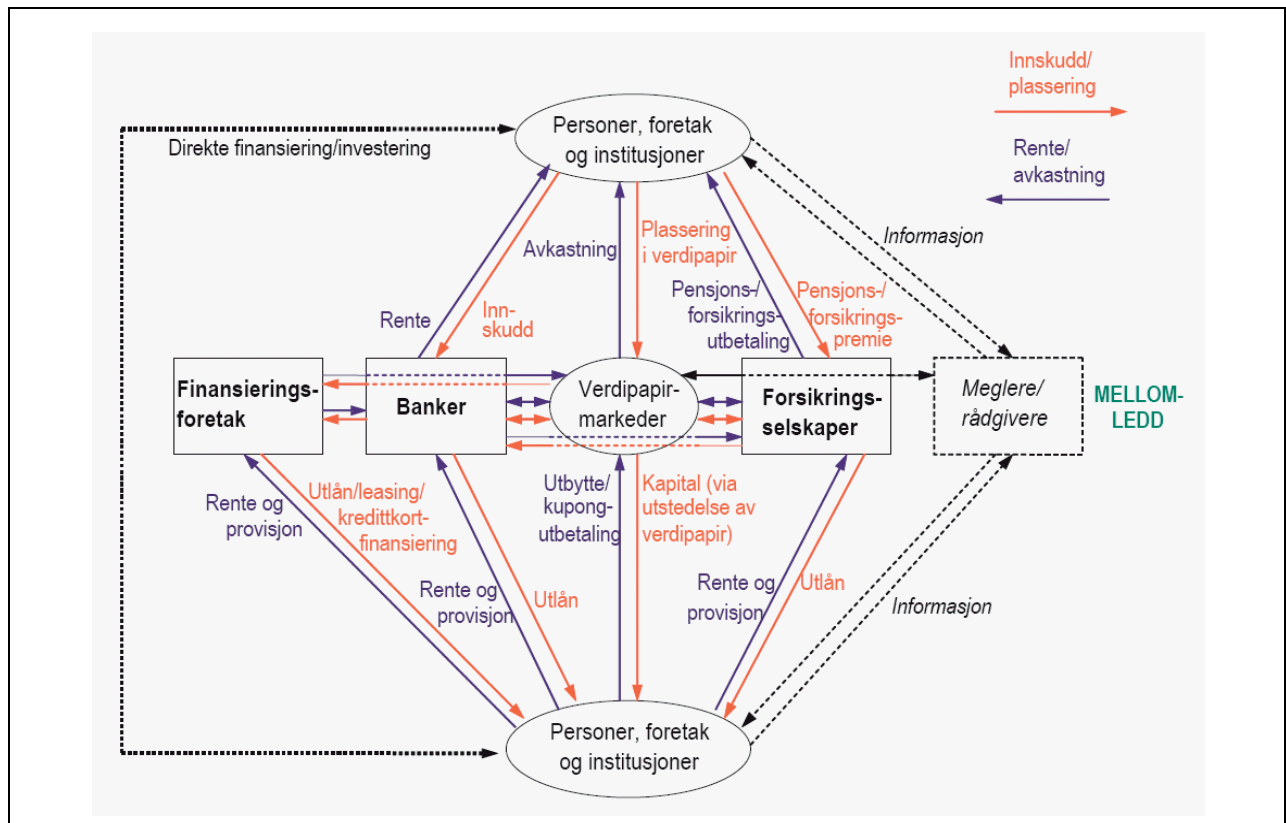
Velfungerende finansmarkeder er sentrale i en moderne økonomi. De bidrar til å kanalisere sparemidler til de investeringsprosjektene som antas å være mest lønnsomme, og de omfordeler risiko

mellom aktører. Denne allokeringen og omfordelingen foregår i prinsippet ved at aktørene handler seg i mellom med gjelds- og fordringsinstrumenter. I praksis vil slik handel så å si alltid skje via en mellommann i form av bank, forsikrings-selskap eller verdipapirforetak. Det finansielle systemet ivaretar også betalings- og oppgjørsfunksjoner, og et velfungerende finansielt system bidrar dermed til lave transaksjonskostnader i økonomien. Figur 3.1 viser en skisse av det finansielle systemet.

Det er imidlertid verdt å være oppmerksom på at det er store forskjeller mellom land både når det gjelder størrelsen av finanssektoren i forhold til resten av økonomien og i den relative viktigheten av de ulike delene av det finansielle systemet, jf. nærmere omtale i kapittel 8. For finansiering skiller det ofte mellom land med et bankbasert finansielt system og land med markedsbaserte finansielle systemer, ut fra hvor stor del av sin finansiering bedrifter henter direkte i markedet, gjennom innhenting av egenkapital eller utstedelse av obligasjoner og sertifikater, og hvor stor del de henter fra banker. Tradisjonelt har land som Tyskland blitt framhevet som bankbaserte finanssystemer, mens USA har vært det fremste eksempelet på markedsbaserte systemer. Norges har tradisjonelt ligget et sted mellom de to¹. Det er også store forskjeller mellom land i andre områder av det finansielle systemet, bl.a. med hensyn til hvor stort innslag statsbanker utgjør og hvilke forsikringsoppgaver, f.eks. innen pensjonsforsikring, som utøves av private finansinstitusjoner og hvilke som utøves av det offentlige.

Finansinstitusjoner er foretak som driver finansieringsvirksomhet. Finansinstitusjoner er, med enkelte unntak, konsesjonspliktige. Forretningsbanker, sparebanker, finansieringsforetak, forsikringsselskap er eksempler på foretak som driver slik konsesjonsbelagt virksomhet:

¹ Se f.eks. kapittel 4 i IMF (2006) for en enkel rangering av hvor ulike land ligger langs denne aksens.



Figur 3.1 Det finansielle systemet

Kilde: Norges Bank (2004a).

- *Forretnings- og sparebanker* skiller seg fra andre typer finansinstitusjoner ved at de har enerett til å motta innskudd fra «en ubestemt krets av innskytere». De kan utføre alle vanlige bankforretninger og banktjenester, men kan ikke drive næringsvirksomhet som det ikke er vanlig at banker deltar i.
- *Finansieringsforetak* er fellesbetegnelsen på kredittforetak og finansieringsselskaper. De kan drive finansieringsvirksomhet og virksomhet som naturlig henger sammen med dette. Kredittforetakene yter langsiktige lån og finansierer i hovedsak virksomheten med obligasjonslån. Finansieringsselskapene yter hovedsakelig kortsiktig kreditt innenfor leasing eller leiefinansiering, faktoring, gjeldsbrevslån til næringslivet og forbrukerlån, ofte i tilknytning til kredittkort. Virksomheten finansieres i hovedsak gjennom kortsiktige innlån.
- *Forsikrings-selskapenes* primære oppgave er å fordele risiko mellom forsikringstakerne og til en viss grad å overføre risiko fra kundene til seg selv. Forsikringsvirksomhet kan inndeles i tre hovedområder; livsforsikring, skadeforsikring og kredittforsikring. I tillegg kommer

reassuransevirksomhet, som innebærer overtakelse av andre forsikrings-selskapers risiko:

- Livsforsikring omfatter kollektiv og individuell pensjonsforsikring, kapitalforsikring og livrenteforsikring.
- Skadeforsikring omfatter forsikring mot tap eller skade på ting og rettigheter. Kredittforsikring er også en form for skadeforsikring, der forsikringstaker kan dekke seg mot tap på utestående fordringer.

I tillegg til finansinstitusjonene spiller verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond en viktig rolle i finansmarkedet:

- *Verdipapirforetak* driver med emisjons- og rådgivningsvirksomhet, megling av finansielle instrumenter, ordreformidling og investeringsrådgivning, og aktiv forvaltning.
- *Forvaltningsselskaper for verdipapirfond* forvalter bl.a. aksje- pengemarkeds- og obligasjonsfond.

Kundene plasserer midler og kjøper produkter ut fra tillit til at finansinstitusjonene forvalter midlene deres på en forsvarlig måte. Det kan imidlertid være vanskelig for den enkelte kunde å foreta

en korrekt vurdering av risikoen ved plassering i ulike finansinstitusjoner. Den særskilte reguleringen av og tilsyn med finansinstitusjoner begrunnes derfor ofte delvis ut fra at myndighetene best kan ivareta slike felles kundeinteresser på en trygg og effektiv måte.

Banker har en del egenskaper som gjør dem sårbare for økonomiske svingninger og stemningsskifter. Bankene tilbyr låntakerne lån av ønsket størrelse og løpetid samtidig som de garanterer at sparerne får umiddelbar tilgang til sparepengene sine. Grunnen til at bankene kan gjøre dette, er at sparerne som oftest oppfører seg mer forutsigbart som gruppe enn enkeltvis. Der som en stor mengde av sparerne skulle velge å trekke ut sine sparepenger samtidig, ved en såkalt «run» på banken, vil imidlertid selv en solid og veldreven bank kunne gå over ende. I tillegg har banker relativt lite egenkapital i forhold til utlån. Betydelige tap, enten fra store enkeltlåntakere eller i situasjoner der mange misligholder sine lån samtidig, har historisk veltet banker over ende. Ofte har det vært et sammenfall der rykter om store tap hos en bank har ført til at innskyterne har blitt usikre på bankens soliditet og dermed har ønsket å ta ut sine innskudd, slik den britiske banken Northern Rock opplevde under finanskrisen, jf. nærmere omtale i kapittel 4.

Målet for reguleringen av finansinstitusjonene er både stabilitet og effektivitet i det finansielle systemet. Stabile institusjoner er viktige for tilliten til det finansielle systemet, og kanskje i særlig grad betalingssystemet.

Selv om det på flere områder utarbeides internasjonale standarder for finansmarkedsreguleringer, er det også store forskjeller i reguleringsregimer mellom land. Den norske reguleringstradisjonen er nærmere omtalt i kapittel 9.

3.3 Hva er en finanskrise?

Selv om finanskriser har vært et regelmessig forekommende fenomen i århundrer finnes det ikke noen enkel, allment akseptert definisjon av en finanskrise. Det er åpenbart at det har å gjøre med store forstyrrelser i finansmarkedene og finansiell sektor, men ut over dette spriker ulike definisjoner.

Problemer i finansmarkedene kan være interessante i seg selv. Det er likevel gjennom den rolle finanssektoren har i økonomien for å koble sparere og investorer og å spre risiko, samt rollen som operatør av betalingssystemet, som først og fremst gir opphav til bekymring for forstyrrelser i

det finansielle systemet. I en moderne økonomi vil en dårlig fungerende finanssektor og finansmarkeder raskt kunne gi store og langvarige utslag i både aktivitet, sysselsetting og arbeidsledighet. Slik sett kan følgende definisjon inspirert av Eichengreen og Portes (1987) være nyttig:

En finanskrise er en kraftig uro i finansmarkedene, typisk forbundet med sterkt fallende aktivapriser og insolvens hos låntakere og finansforetak, som sprer seg gjennom det finansielle systemet, forstyrrer markedets funksjonsevne og gir betydelige utslag i aktivitet og sysselsetting. I en internasjonal finanskrise sprer uroen seg over landegrensene og forstyrrer markedenes funksjonsevne internasjonalt.

Selv om finanskriser er forskjellige, har de ofte likhetstrekk. Blant annet følger finanskriser ofte etter en periode med kraftig vekst i gjeld, pengeomengde og formuespriser, og etter en betydelig forverring av driftsbalansen overfor utlandet, jf. avsnitt 3.4. Det finnes en stor mengde litteratur innen økonomifaget om finanskriser, men det er ingen konsensus om hva som forårsaker finanskriser, hvilke mekanismer som utløser krisene og hva som gjør at de forløper som de gjør. Modellen som skisseres i boks 3.1 har imidlertid betydelige fellestrekk med andre bidrag fra finanskriselitteraturen. For eksempel vektla også Keynes overoptimistiske forventninger og brå stemningsskifter som forklaring på oppbygging og utløsning av kriser.² Irving Fisher la vekt på mange av de samme mekanismene og utviklingstrekkene som beskrives i boks 3.1, men han framhevet gjeldsoppbygging enda sterkere.³ Ifølge Fisher vil overinvestering, overdreven optimisme mv. gi små utslag dersom de ikke leder til en kraftig gjeldsoppbygging. Andre framhever viktigheten av selve sammensetningen av formue og gjeld, f.eks. i form av misforhold i løpetid, for oppbygging av risiko.⁴ Andre bidrag legger vekt på at selvforsterkende effekter, f.eks. gjennom forventningsdannelse og strategisk interaksjon mellom ulike aktører, kan gjøre at det eksisterer flere likevekter i økonomien. Overgangen fra en likevekt til en annen kan da være brå, ha store kostnader og tilsynelatende bli utløst av svært små hendelser.⁵ Noen viser også til den rollen svindel kan spille i kriser, både ved at overopphetede markeder gir

² Se f.eks. kapittel 22 i Keynes (1936).

³ Se Fisher (1933).

⁴ Se f.eks. Allen, Rosenberg, Keller, Setser og Roubini (2002).

⁵ Se Obstfeld (1996) for eksempler for valutamarkedet og Diamond og Dybvig (1983) for bank runs.

Boks 3.1 En modell for finanskriser

Hyman Minskys modell for finanskriser kan være nyttig som en illustrasjon på hvordan en finanskrise kan utvikle seg. Ifølge modellen kan en finanskrise deles opp i stadiene – «displacement», «overtrading», «monetary expansion», «revulsion» og «discredit».¹

I det første stadiet, *displacement*, skjer det en ytre hendelse som skaper nye profittmuligheter i deler av økonomien. Selve hendelsen kan være teknologiske eller finansielle nyvinninger, endringer i risikoforståelse eller preferanser. Det kan også være rene politikkomlegginger, som f.eks. endringer i rammeverket eller reaksjonsmønsteret i pengepolitikken eller i reguleringen av finansmarkedene. Etter hvert som bedrifter og husholdninger forsøker å utnytte de nye mulighetene som oppstår, øker investeringer og produksjon, og det blir oppgang i økonomien. Dette er en sunn tilpasning til endringene i rammebetingelsene. I denne fasen kan også investeringene i økonomien finansieres med det Minsky kaller *hedge-finansiering*, dvs. at forventet kontantstrøm fra investeringen er nok til å dekke renter og avdrag med en viss sikkerhetsmargin.

I det andre stadiet i modellen, *overtrading*, endrer oppgangen karakter. Økningen i inntekter som følger av økte investeringer og produksjon gir forventninger om ytterligere oppgang. Det oppstår positive tilbakespillseffekter som kan gi bobletendenser i aktivamarkedet og i økonomien generelt. I denne fasen skifter en betydelig del av finansieringen av investeringene karakter fra *hedge-finansiering* til det Minsky kaller *spekulativ finansiering*, dvs. at forventet kontantstrøm fra investeringen er nok til å dekke betaling av renter men ikke selve lånebeløpet. Dette innebærer at investoren er avhengig av å rullere deler av sin utestående gjeld. Oppgangen blir dermed sårbar for endringer i kreditorens vilje til å rullere gjelden.

Denne oppgangen forsterkes av at økte utlån fra finansinstitusjonene øker pengemengden i økonomien. Utvikling av nye finansieringsformer kan ytterligere øke denne effekten. Etter hvert blir oppgangen mer basert på (urealistiske) forventninger om ytterligere oppgang og mindre på realistiske vurderinger av hva den opprinnelige positive impulsen skulle kunne

innebære. Forventningene om ytterligere oppgang blir ofte begrunnet med at det har funnet sted et fundamentalt skift i hvordan markedene og/eller økonomien fungerer slik at gamle regler for verdsetting ikke lenger gjelder. Risikotakingen øker ytterligere, og det Minsky kaller *Ponzi-finansiering* blir mer vanlig. Under Ponzi-finansiering dekker låntakers forventede kontantstrøm ikke en gang betaling av renter, og låntaker er dermed avhengig av å ta opp nye lån for å dekke rentebetalinger på eksisterende lån.

Etter hvert ønsker flere å sikre sin gevinst og å trekke seg ut av markedet. Dersom det er tilstrekkelig mange nye spekulanter som ønsker seg inn, vil likevel prisene fortsette å stige. Men etter hvert som antallet som ønsker å trekke seg ut av markedet nærmer seg antallet som ønsker seg inn, flater prisene ut. Det kan så oppstå en periode med finansiell uro når investorene blir oppmerksomme på at det kan oppstå en «flukt» mot likviditet. En slik «flukt» vil ha negative følger for prisene på de objektene som har vært utsatt for spekulasjonsoppgangen, og mange spekulanter vil da ikke være i stand til å betale tilbake lånene som investeringene ble finansiert med. Etter hvert som uroen vedvarer, ser spekulantene, gradvis eller plutselig, at markedet ikke vil gå høyere. Når investorene i samlet flokk forsøker å trekke seg ut, faller prisene kraftig, og vi får et omslag, eller *revulsion*. Kraftig nedgang i prisene på høyt belånte aktiva gir en økning i konkurser og tap for kreditorer.

I det siste stadiet av Minsky-modellen, *discredit*, utvikler nedgangen seg til en panikk eller krise. På samme måte som man under oppgangen hadde positive samspillseffekter som bidro til å trekke aktivapriser, investeringer og produksjon opp, får man nå negative samspillseffekter som trekker aktivapriser, investeringer og produksjon ned. Nedgang gir forventninger om ytterligere nedgang. Kreditte blir dyrere og vanskeligere tilgjengelig, og overdreven frykt gjør at lønnsomme investeringer blir utsatt. Dette slår ut i lavere inntekter og produksjon, som igjen kan gi forventninger om ytterligere nedgang. Denne nedgangen kan fortsette helt til prisene har falt så lavt at investorer igjen blir lokket til å investere.

¹ Framstillingen er i hovedsak hentet fra kapittel 2 i Kindleberger (2000).

gode muligheter for svindel og ved at avsløringen av slike saker kan virke som utløser for en krise.⁶

3.4 Finanskriser i historisk perspektiv

3.4.1 Hyppighet og utslag

Perioder med betydelig finansiell uro har med ujevne mellomrom rammet verdens økonomier. Finanskrisen som for alvor brøt ut i USA i 2008 var en krise i en lang rekke av finanskriser. Det var også én i rekken av mange finanskriser med en internasjonal dimensjon.⁷

Det kan skilles mellom ulike typer finanskriser og finansiell uro ettersom hvilke deler av finansmarkedene de oppstår i og hvordan krisene utvikler seg. Uro som stammer fra banksystemet, valutamarkedene og frykt for mislighold av statsgjeld har gitt opphav til betydelige finanskriser historisk sett, også langt tilbake i tid. Finansielle kriser med utspring i derivatmarkeder er heller ikke et nytt fenomen. Den såkalte tulipanmanien i Nederland på 1630-tallet er eksempel på en slik krise. Finansiell uro med utspring i aksjemarket-

dene har også en lang historie. Mississippi og South-Sea boblene tilbake i 1720 er eksempler på slike hendelser.

Figur 3.2 viser historisk hyppighet av bankkriser fra 1800 og framover. Den viser at bankkriser ofte rammer mange land samtidig. Bankkrisene som fulgte i kjølvannet av børskrakket i 1929, og som utviklet seg til den store depresjonen er eksempel på det. Dette er også det kraftigste tilbakeslaget som er registrert i verdensøkonomien, med et samlet fall i industriproduksjonen på nærmere 40 pst. og arbeidsledighet blant industriarbeidere på 30–40 pst. av arbeidsstyrken i flere land.⁸

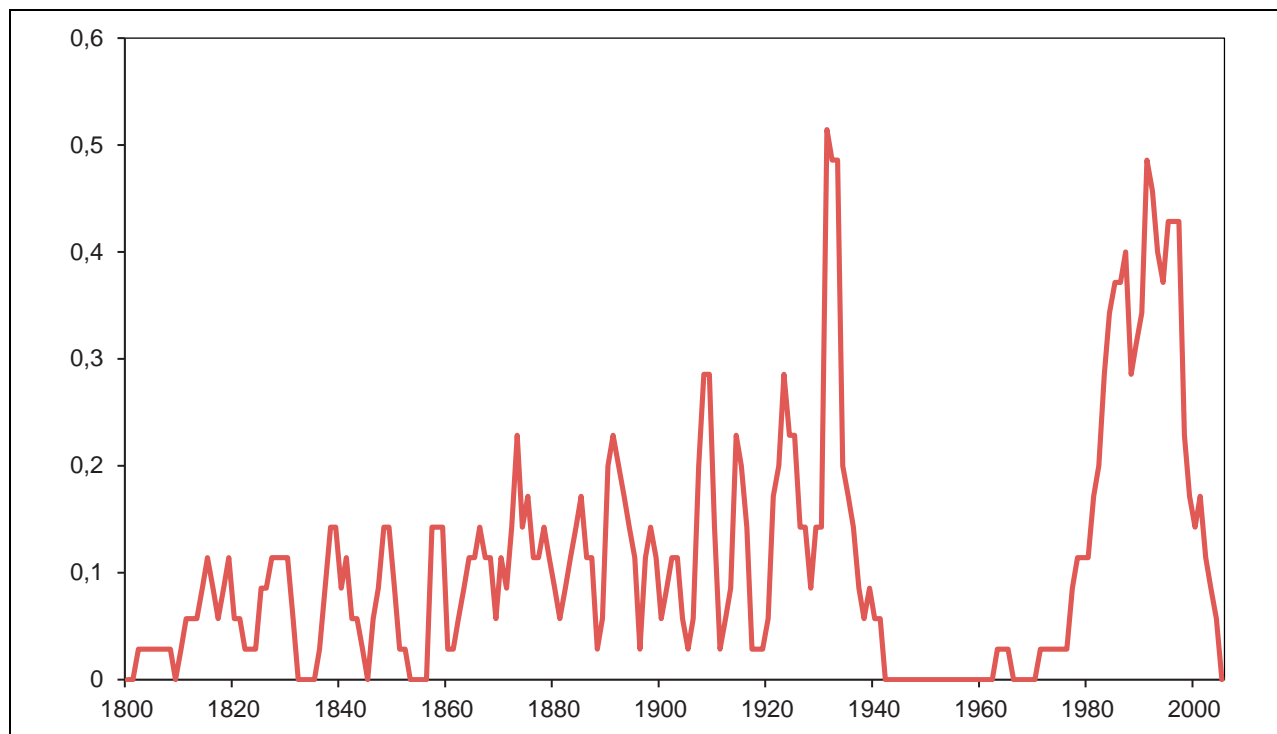
Figur 3.2 viser også at bankkriser har vært så godt som fraværende i enkelte tidsperioder, bl.a. i perioden etter andre verdenskrig og fram til begynnelsen av 1970-tallet. Dette var en periode der pengepolitikken var preget av faste valutakurser og strenge reguleringer av kapitalbevegelser mellom land under det såkalte Bretton Woods-systemet. Videre ble tilgangen på kreditt fra bankene styrt gjennom kvantumsreguleringer.

I etterkrigstiden var den største ansamlingen av finanskriser på 1990-tallet. På begynnelsen av

⁶ Se f.eks. kapittel 5 i Kindleberger (2000).

⁷ For et overblikk over historiske finanskriser se f.eks. Reinhart og Rogoff (2009). De historiske eksemplene i teksten er i hovedsak hentet fra denne.

⁸ Se Eichengreen og O'Rourke (2009) og kapittel 2 i EU-kommisjonen (2009a) for en nærmere beskrivelse av det makroøkonomiske forløpet under den store depresjonen.



Figur 3.2 Historisk hyppighet av bankkriser for et utvalg av 35 land 1800–2005. Andel av landene som har opplevd en bankkrise siste 3 år

Kilde: Reinhart og Rogoff (2009).

1990-tallet opplevde de nordiske landene finanskriser. Disse krisene kom alle i kjølvannet av kraftig, lånefinansiert etterspørselsvekst i etterkant av dereguleringen av kredittmarkedene.⁹ Omtrent samtidig opplevde Japan en langvarig bankkrise med utspring i aksje- og eiendomsmarkedene. Alle disse krisene hadde til felles at de fulgte etter en periode med kraftig gjeldsvekst. Både i de nordiske landene og i Japan sammenfalt finanskrisene med langvarige realøkonomiske tilbakeslag og betydelig økt arbeidsledighet.

På slutten av 1990-tallet ble en rekke sør-asiatiske land, deriblant Thailand, Sør-Korea, Indonesia, Malaysia og Filippinene, rammet av finanskriser.¹⁰ Dette var land som hadde opplevd høy økonomisk vekst og som mottok betydelige kapitalstrømmer inn i landet. Da disse strømmene brått ble redusert, fikk landene store problemer. Etter mislykkede forsøk på å forsvare sine valutaer, falt valutakursene markert. Rentene innenlands steg kraftig som følge av redusert tilgang på kapital. Økte renter for de med lån i lokal valuta, og store tap for de med lån i utenlandsk valuta, førte til store problemer for bankene. De sør-asiatiske landene opplevde en kraftig realøkonomisk nedgang, men i motsetning til den nordiske og japanske bankkrisen tok veksten seg relativt raskt opp igjen.

3.4.2 Fellestrekk ved oppbyggingen til finanskriser

Selv om historiske finanskriser på overflaten har hatt forskjellig bakgrunn og forløp, er det gjennomgående en del fellestrekk. Rent realøkonomisk har oppgangene forut for finanskriser vært kraftigere enn oppgangen forut for et gjennomsnittlig konjunkturtilbakeslag, jf. figur 3.3. Både gjeld, boligpriser, konsum og yrkesdeltakelse øker mer enn i en gjennomsnittlig konjunkturoppgang.

Når det gjelder pengepolitikken forut for finanskriser, er det vanskelig å finne en systematisk sammenheng. Ifølge IMF (2009b) var riktignok styringsrentene lavere enn det enkle politikregler skulle tilsi forut for denne finanskrisen og for et gjennomsnitt av finanskriser i årene 1970–1985. Derimot var styringsrentene i gjennomsnitt høyere enn det enkle politikregler skulle tilsi forut for finanskriser i perioden 1985–2008.

Videre ser det ut til at finanskriser ofte oppstår i kjølvannet av dereguleringer av finansmarkedene. Slik sett kan deregulering virke som en form for «displacement», jf. boks 3.1. I Kaminsky og Reinhart (1999) viser forfatterne til at 18 av 26 undersøkte finanskriser siden 1970 skjedde i løpet av få år etter liberalisering av finansmarkedene. Ifølge Reinhart og Reinhart (2008) ser også betydelige kapitalstrømmer inn i et land ut til å være forbundet med økt risiko for finanskriser. Dette kan også forklare hvorfor antallet bankkriser historisk sett har vært høyt i perioder med høy internasjonal kapitalmobilitet¹¹. Motsatsen til slike kapitalstrømmer er underskudd på driftsbalansen, som på 2000-tallet var et kjennetegn for flere av landene som ble hardest rammet av finanskrisen.

Selv om det er fellestrekk i oppbyggingen til finanskriser, er det ikke enkelt å forutsi med noen grad av sikkerhet at en finanskriser er under oppseiling. Det er imidlertid mulig å lage indikatorer som sier noe om risikoen for en finanskriser. Borio og Lowe (2002) presenterer slike indikatorer basert realformuespriser, kreditt til privat sektor og investeringer, alle målt som avvik fra trend. Selv om man skulle forutse at en krise er under oppseiling, vil det imidlertid fortsatt være krevende å si noe om når den vil bryte ut eller hvor kraftige utslagene vil bli.¹²

Riiser (2005 og 2008) viser tilsvarende indikatorer for Norge. Disse indikatorene tilsa at det hadde skjedd en betydelig sårbarhetsoppbygging også i Norge i årene forut for den internasjonale finanskrisen.

3.4.3 Fellestrekk ved periodene etter finanskriser

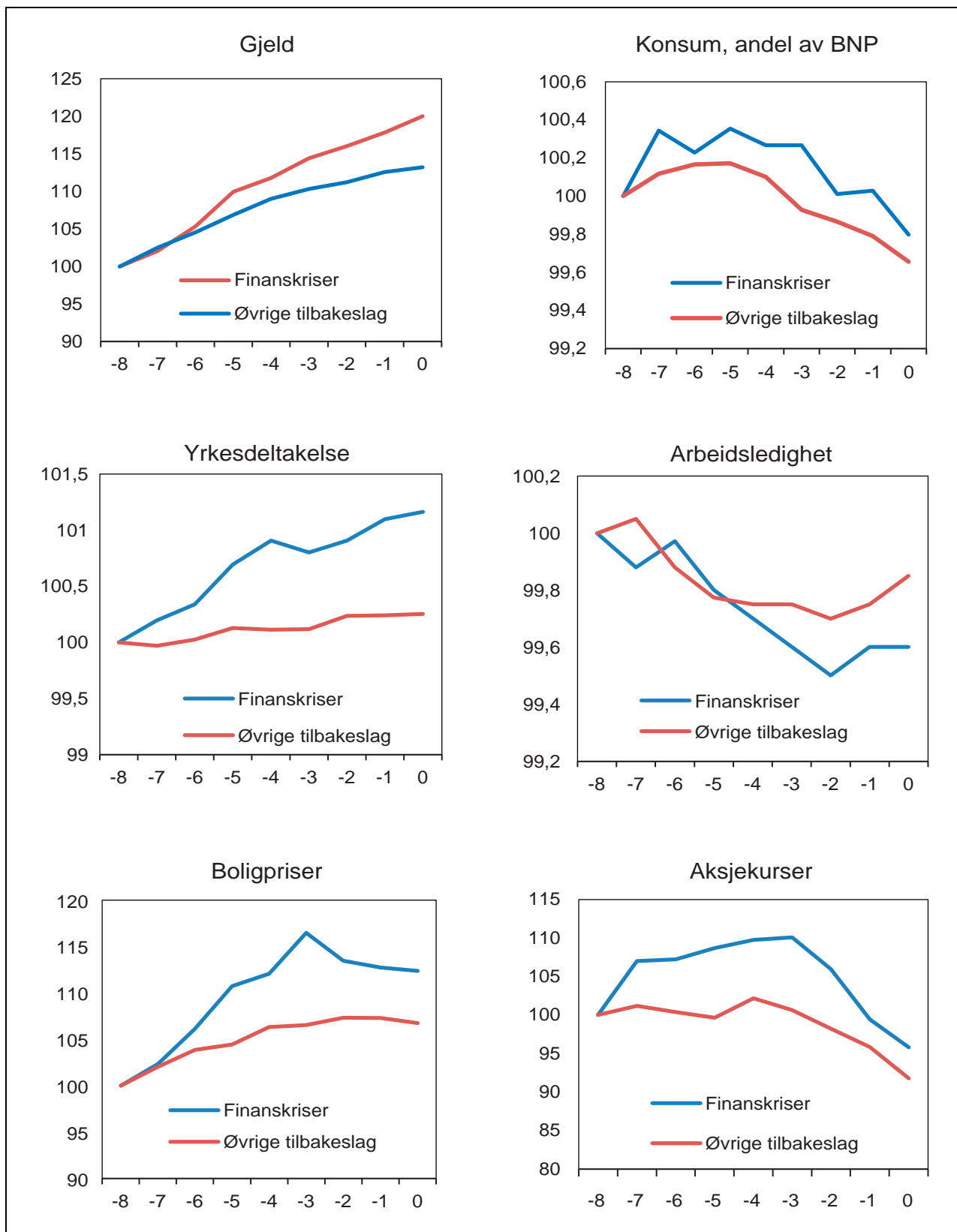
Ifølge IMF (2009) er konjunkturedganger i industrilandene som er forbundet med finanskriser både kraftigere og mer langvarige enn gjennomsnittlige konjunkturedganger. I perioden 1960–2007 varte en konjunkturedgang som var forbundet med en finanskriser 2 år lenger enn en gjennomsnittlig nedgang, og arbeidsledigheten økte mer. Delvis må dette ses i sammenheng med at oppgangen forut for slike kriser typisk er kraftigere enn forut for en gjennomsnittlig konjunkturedgang, med bl.a større oppbygging av gjeld.

⁹ For en nærmere beskrivelse av den norske bankkrisen, se f.eks. St.meld. nr. 39 (1993–94), Stortinget (1998) eller Moe, Solheim og Vale (2004). For en nærmere beskrivelse av den nordiske finanskrisen, se Jonung, Kiander og Vartia (2009)

¹⁰ Se Radelet og Sachs (2000) for en nærmere beskrivelse.

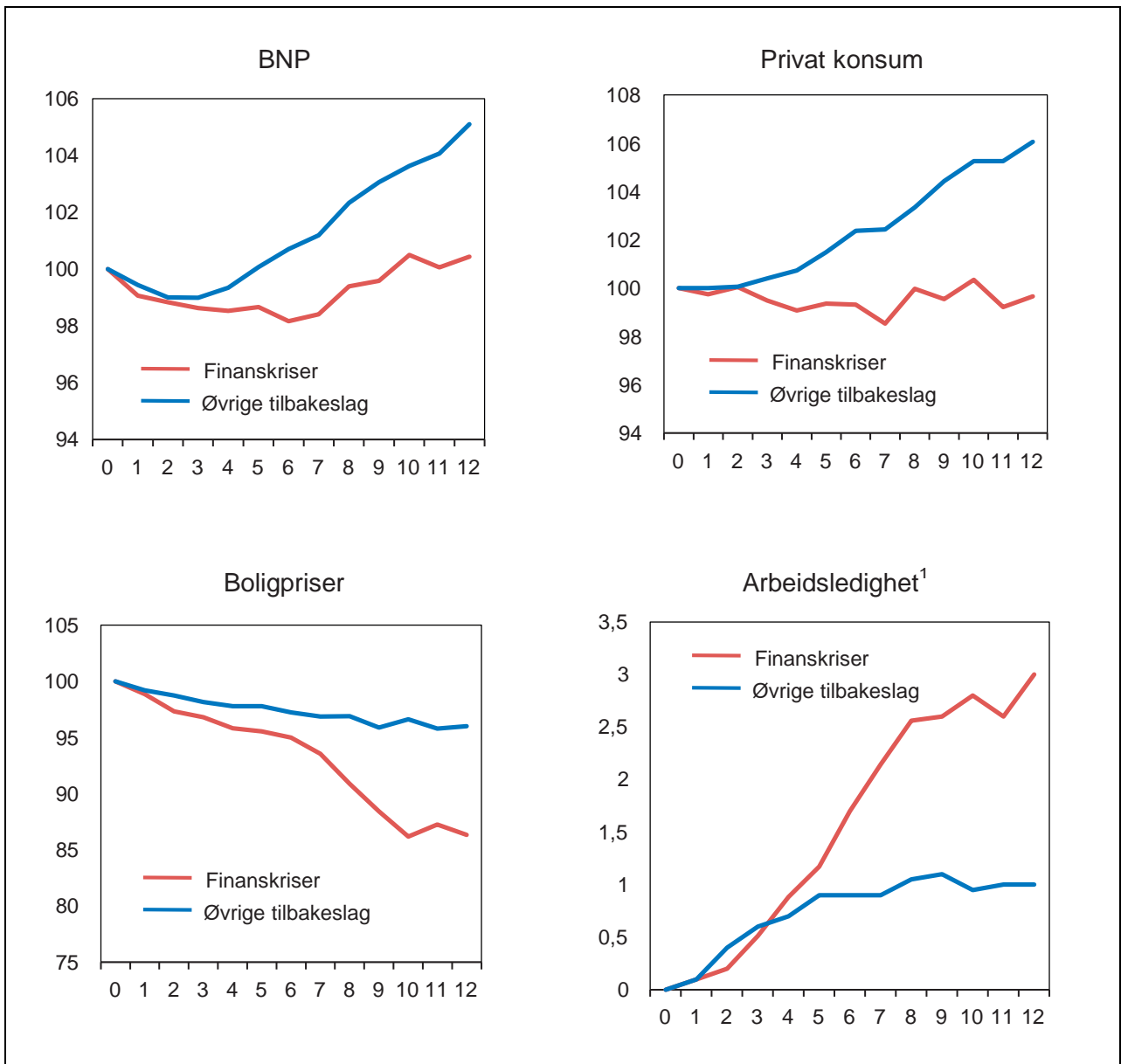
¹¹ Resultatene i Ostry m.fl. (2010) tyder videre på at de framvoksende økonomiene som hadde begrensninger på kapitalmobiliteten opplevde mindre finansiell ustabilitet under den pågående finanskrisen.

¹² Se f.eks. Det britiske vitenskapsakademiet (2009) for en enkel gjennomgang.



Figur 3.3 Utviklingen forut for finanskriser og øvrige tilbakeslag. Kvartalsvise data. Volumtall. Indekser, 8 kvartaler før tilbakeslaget=100

Kilde: IMF (2009a).



Figur 3.4 Utviklingen etter en finanskriser sammenliknet med øvrige tilbakeslag. Kvartalsvise volumtall. Indeks=100 ved omslagstidspunktet der ikke annet er angitt

¹ Endring i prosentpoeng fra omslaget.

Kilde: IMF (2009a).

Dermed blir som regel innstramningen i privat etterspørsel kraftigere enn i vanlige konjunktur-nedganger. Videre vil en finanskriser redusere det finansielle systemets evne til å yte kreditt, noe som vil trekke i retning av å forsterke nedgangen i investeringer. Det kan også være et element av skjevseleksjon med hensyn til hvilke konjunktur-nedganger som er forbundet med finanskriser, ettersom en tilstrekkelig kraftig konjunktur-nedgang i seg selv vil utløse en finanskriser, selv i et finansielt system som i utgangspunktet er robust.

I tillegg til at nedgangen er kraftigere, er den påfølgende oppgangen svakere etter en finanskriser, jf. figur 3.4. Privat konsum har en tendens til å ta seg saktere opp enn etter andre konjunktur-nedganger. Nedgangen i private investeringer, både bedrifts- og boliginvesteringer, er ofte kraftigere og mer langvarig enn ellers, og kreditt-utviklingen er svakere.

I Reinhart og Rogoff (2009) illustreres de real-økonomiske virkningene av 21 særlig kraftige historiske finanskriser:¹³

- Fallet i formuespriser er kraftig og langvarig. I gjennomsnitt faller realboligprisene i seks år, med til sammen 35 pst. Prisene på aksjer faller i gjennomsnitt i tre og et halvt og med i gjennomsnitt 56 pst.
- Det er kraftige svekkelser i produksjon og sysselsetting. Som andel av arbeidsstyrken øker arbeidsledigheten i gjennomsnitt med 7 prosentpoeng. Økningen i ledigheten varer i gjennomsnitt over fire år. Verdiskapingen faller med over 9 pst.
- Offentlig gjeld øker kraftig. I finanskrisene etter andre verdenskrig økte offentlig gjeld i gjennomsnitt med 86 pst. korrigert for prisstigning. Hovedårsaken til svekkelsen av offentlige

finanser er det kraftige fallet i skatteinntekter som følger av den økonomiske nedgangen. Finanspolitisk stimulans bidrar også i betydelig grad til svekkelsen, mens utgifter knyttet til redningspakker for finansinstitusjoner er av langt mindre betydning.

Finanskriser har store konsekvenser i form av lavere verdiskaping og sysselsetting, økt arbeidsledighet og svekkede offentlige finanser. Videre kan myndighetenes handlinger, både gjennom finansmarkedsreguleringen og utøvelsen av finans- og pengepolitikken, ha stor betydning for hvor stor risiko det er for at en krise bryter ut og for hvor alvorlig krisen blir. Hensynene til å redusere faren for finanskriser, og til at konsekvensene av en krise blir begrenset dersom de først oppstår, bør derfor være sentrale i utformingen av den økonomiske politikken.

¹³ Se kapittel 14 i Reinhart og Rogoff (2009). Episodene inkluderer bl.a. den pågående finanskrisen i bl.a. USA, Island, Storbritannia og Irland, den nordiske bankkrisen på 1990-tallet, Asia-krisen og det norske Christianiakrakket på slutten av 1800-tallet.

Kapittel 4

Kriseforløpet internasjonalt 2007–2010

4.1 Innledning

Dette kapitlet inneholder en gjennomgang av forløpet for den internasjonale finanskrisen.

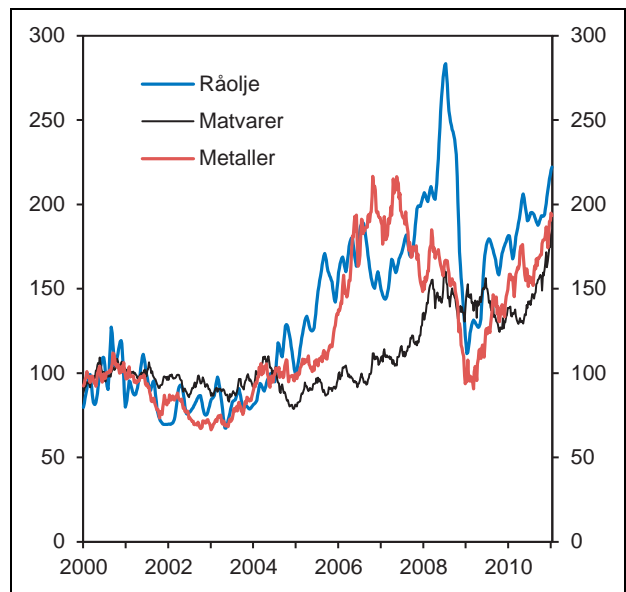
Årsakene til krisen og konsekvensene av den er nærmere diskutert i kapittel 5.

4.2 Oppbyggingen til krisen

4.2.1 Den makroøkonomiske utviklingen

De siste 25 årene har verdensøkonomien vært inne i en periode med raskt økende økonomisk integrasjon, ofte omtalt som globalisering. Tollsatter har blitt mer enn halvert, og opprettelsen av Verdens handelsorganisasjon (WTO) har ført til at bruk av andre handelshindringer i større grad enn tidligere er regulert. Sovjetunionens fall og de tidligere østblokklandenes orientering mot vesten, samt Kina, India og andre framvoksende økonomiers økende deltakelse i verdenshandelen har vært sentrale for den økende integrasjonen i verdensøkonomien. De framvoksende økonomienes andel av både den samlede verdiskapingen og verdenshandelen har økt betydelig. I tillegg til en generell økning i handelen, har perioden vært preget av at selve produksjonskjeden har blitt globalisert. Videre har det vært en kraftig økning i både real- og finansinvesteringer på tvers av landegrensene. Et resultat av dette er at endringer i økonomien i én del av verden gir raskere utslag andre steder.

Årene forut for finanskrisen var preget av høy vekst i verdensøkonomien. Ifølge IMF var oppgangen fra 2003–2007 den sterkeste siden begynnelsen av 1970-tallet. Veksten var særlig høy i framvoksende økonomier som Kina og India. For første gang i nyere tid stod utviklingslandene for en større del av veksten i verdens BNP enn industrilandene. Den høye veksten i de framvoksende økonomiene bidro også til en kraftig økning i etterspørselen etter råvarer, og prisene på råvarer, på alt fra olje, kull og metaller til mais og hvete, økte til rekordnivåer, jf. figur 4.1. Det var også



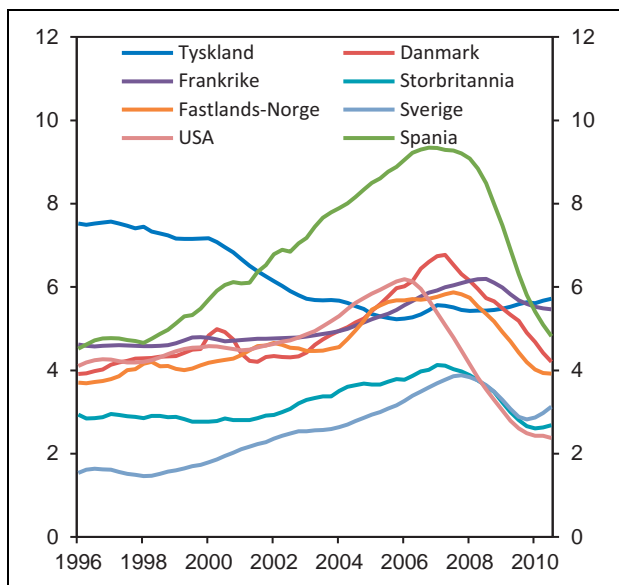
Figur 4.1 Råvarepriser. USD. Indeks 2000=100

Kilde: Reuters EcoWin.

sterk oppgang i aksjekurser og andre aktivapriser, herunder boligpriser.

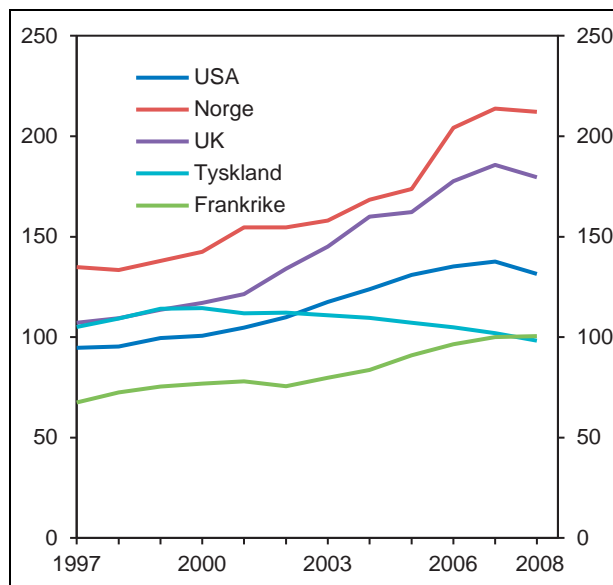
Veksten i Kina og mange av de framvoksende økonomiene var i stor grad eksportledet, og det bygde seg opp store overskudd på handelsbalansen gjennom oppgangen. Handelsoverskuddene la et press oppover på valutakursen. Ettersom flere av landene ikke hadde en fritt flytende valutakurs, ga dette utslag i økende valutareserver framfor en styrking av valutakursen. Særlig sterk var økningen i Kinas valutareserver. En stor del av reservene ble plassert i amerikanske statspapirer, og dette var en viktig forklaring på at utlendingers beholdning av slike papirer økte fra 35 pst. i 2000 til 55 pst. fram til problemene i finansmarkedene for alvor ble synlige i 2007.

De store handelsoverskuddene i Kina, hos oljeprodusenter og i framvoksende økonomier ble motsvart av tilsvarende underskudd i andre land. Underskuddene var særlig store i USA, men også andre OECD-land, som Storbritannia, Australia og flere euroland (med unntak av Tyskland) hadde



Figur 4.3 Boliginvesteringer som andel av BNP. Prosent

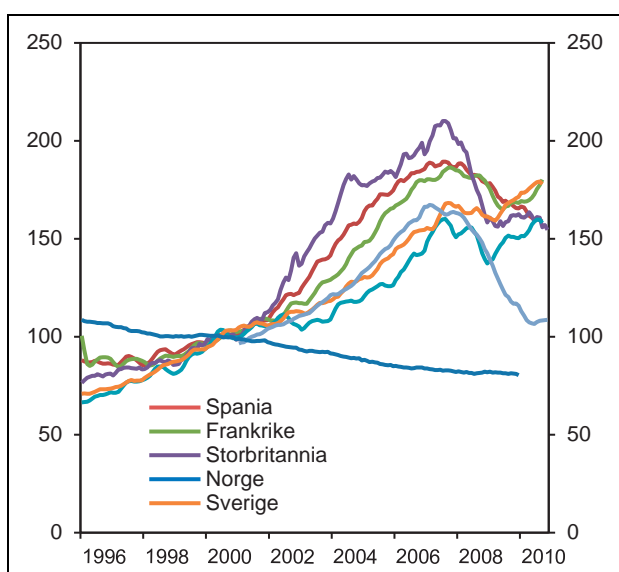
Kilde: Reuters EcoWin.



Figur 4.4 Husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt. Prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD.

store og økende handelsunderskudd. I disse landene var veksten i stor grad drevet av oppgang i husholdningenes etterspørsel. Etter lavkonjunkturen som fulgte etter den såkalte dotcom-boblen på begynnelsen av 2000-tallet, valgte sentralbankene i OECD-området å holde rentene lave for å stimulere økonomien og for å unngå deflasjon. Lave styringsrenter, utsikter til at disse ville bli holdt lave i lang tid, og stor etterspørsel etter statspapirer med lang løpetid er framhevet som årsaker til at



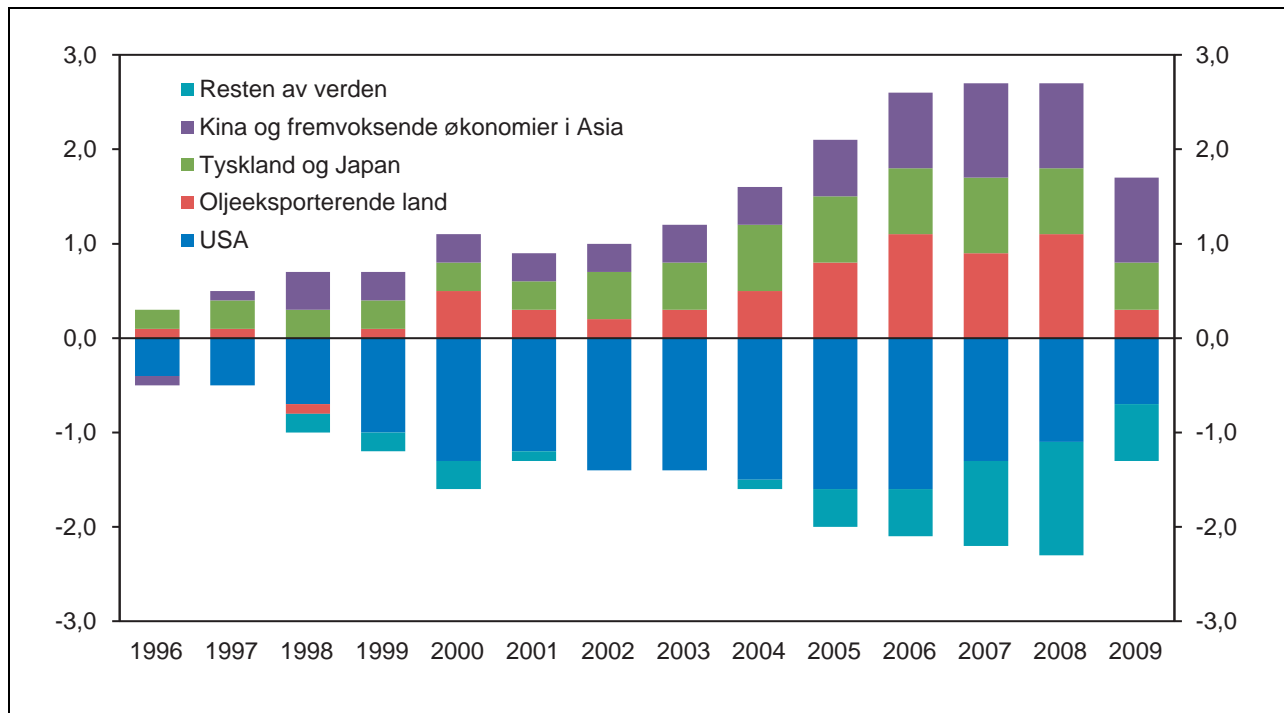
Figur 4.2 Boligpriser. Indeks 2000=100

Kilde: Reuters Ecowin.

både korte og lange renter lenge var på historisk lave nivåer. Dette stimulerte til en markert oppgang i privat konsum og boliginvesteringer. Etterspørselen i boligmarkedene manifesterte seg både som oppgang i boligprisene og oppgang i nybyggingen av boliger, jf. figur 4.2 og 4.3. Etterspørselsveksten var delvis lånefinansiert, og husholdningenes gjeld som andel av inntekt økte markert i en rekke land, jf. figur 4.4.

Eksportledet vekst i en rekke framvoksende økonomier og delvis lånefinansiert etterspørselsvekst i en rekke OECD-land gav opphav til en oppbygging av store handelsubalanser, jf. figur 4.5. Ettersom flere av overskuddslandene hadde politisk styrte valutakurser ble ikke ubalansene korrigert gjennom endringer i de nominelle valutakursene, men måtte rettes opp på annet vis.

De fleste internasjonale prognosemakere, inkludert OECD og IMF, pekte på handelsubalansene, den langvarige, sterke veksten i boligprisene, økningen i gjelden og fallet i husholdningenes sparing i mange land som betydelige usikkerhetsmomenter for den videre økonomiske utviklingen. Usikkerhetsmomentene ble også framhevet da økonomiske prognoser ble lagt fram våren 2007. De fleste prognosemakere så da for seg at veksten internasjonalt ville avta noe, men at den fortsatt være relativt høy i et historisk perspektiv de kommende årene.



Figur 4.5 Globale handelsubalanser. Driftsbalanse i prosent av verdens BNP

Kilde: IMF.

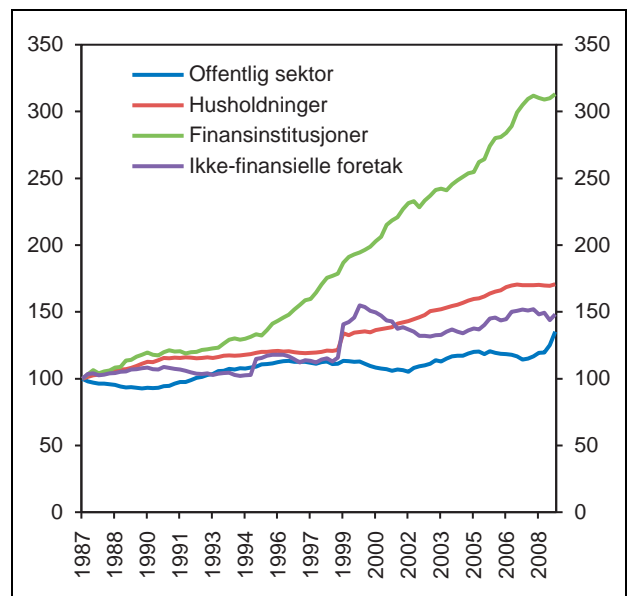
4.2.2 Utviklingen i finansmarkedene

Gjennom de siste 10 årene fram mot 2007 ble finanssektoren internasjonalt større og mer kompleks. Veksten kom etter en periode preget av oppmykning av finansmarkedsreguleringene i mange land.¹

Veksten i finanssektoren var særlig høy i land som USA, Storbritannia og Irland, men også i de fleste andre industrialiserte land var det lignende utviklingstrekk. Ettersom finanskrisen hadde sitt utspring i USA, fokuseres det i dette avsnittet først og fremst på utviklingen i USA.

Motstykket til den kraftige veksten i boligprisene, boliginvesteringene og husholdningenes gjeld, var en kraftig vekst i finansinstitusjonenes utlån til husholdningssektoren. Utviklingen av nye låneprodukter og reduserte krav til kredittverdighet, bl.a. gjennom utbredelsen av såkalte subprimelån, gjorde at langt flere husholdninger i USA fikk mulighet til å få boliglån, og mange benyttet seg av muligheten. Fra 1996 til 2006 økte andelen amerikanske husholdninger som eide egen bolig fra rundt 65 til 69 pst. Dette innebar at om lag 5 mill. husholdninger gikk fra å leie til å eie egen bolig. Også utlånene til bedriftene økte sterkt i denne perioden.

Finansinstitusjonenes bruttogjeld økte imidlertid mer enn husholdningene og bedriftenes gjeld i industrilandene, jf. figur 4.6. Konsolidert på sektornivå kan finansnæringsens gjeld og fordringer kun øke i takt med ikke-finansiell sektors gjeld og eiendeler, og den særskilt sterke veksten i finanssektorens gjeld var dermed i stor grad



Figur 4.6 Gjeld som andel av BNP for ulike sektorer i utvalgte industriland. Indeks. 1987=100

Kilde: IMF.

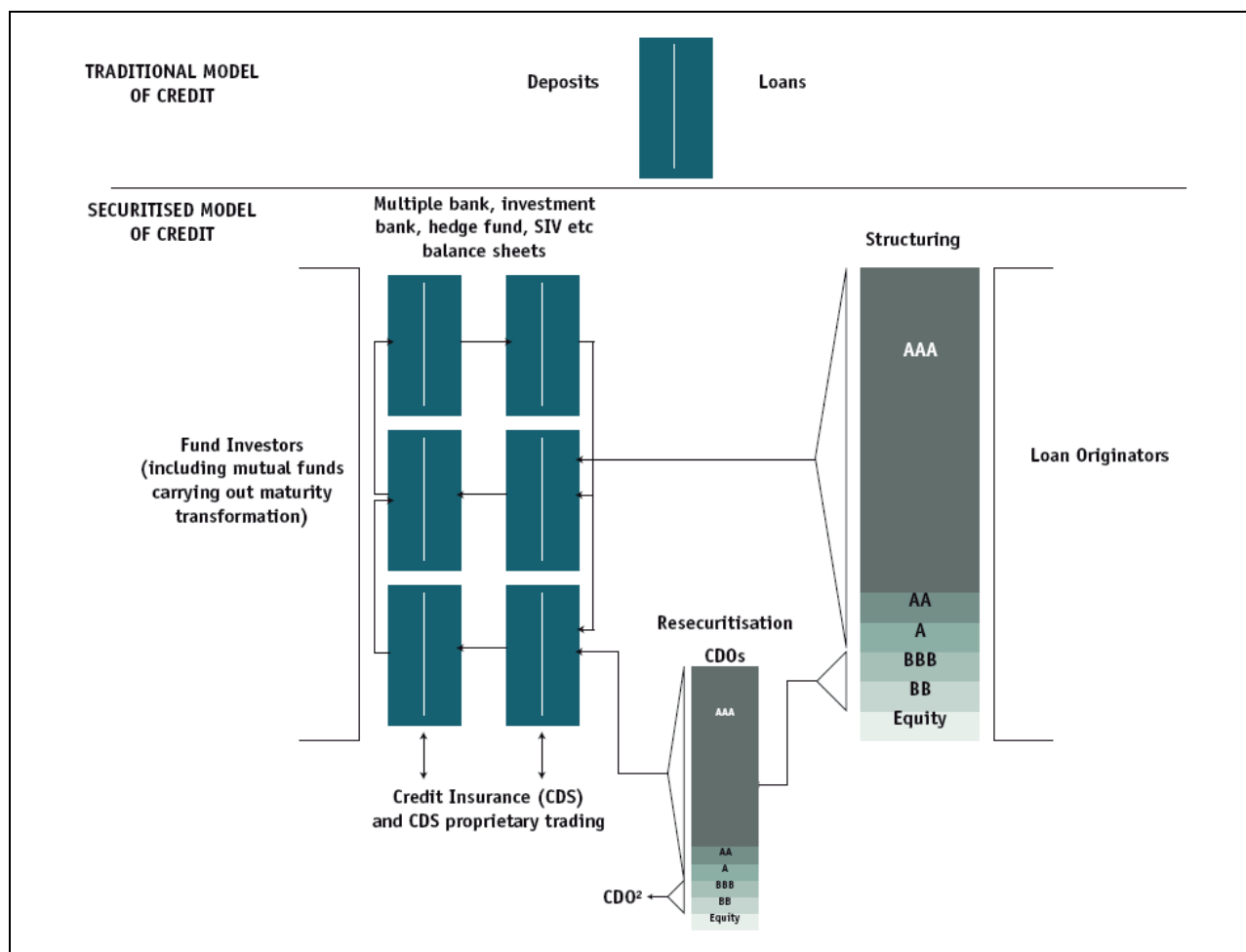
¹ For en enkel framstilling av utviklingen internasjonalt 1973-2005 se Abiad, Detragiache og Tressel (2008).

vekst i gjeld med motpart internt i finanssektoren. Det hadde sammenheng med økt bruk og mer kompliserte former for såkalt verdipapirisering.

Verdipapirisering innebærer at fordringsmasser av ulike slag, f.eks. en portefølje med lån, selges til et foretak hvis virksomhet er begrenset til å eie fordringene og til å finansiere kjøpet gjennom utstedelse av obligasjoner eller lignende verdipapirer. Slike foretak kalles spesialforetak, «special investment vehicles» (SIV) eller «special purpose vehicles» (SPV). Spesialforetaket finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner med sikkerhet i fordringsporteføljen med tilhørende sikkerheter og deres kontantstrøm. Obligasjoner utstedt med sikkerhet i boliglån kalles ofte «mortgage backed securities» (boliglånsobligasjoner) og obligasjoner utstedt med sikkerhet i andre typer lån kalles ofte «asset backed securities» (kontantstrømsobligasjoner). Betaling av renter og hovedstol på obligasjonene er direkte avhengig av den kontantstrømmen som fordringene genererer. I tillegg kan foretaket ha en kredittrisikobeskyttelse i form

av garanterte kredittlinjer. Dersom betaling av renter og hovedstol fra låntakerne ikke dekker de løpende forpliktelsene, vil spesialforetaket kunne trekke på disse kredittlinjene fra morbanken for å overholde forpliktelsene overfor obligasjonseierne.

I USA har verdipapirisering spilt en stor rolle i boliglånsmarkedet siden opprettelsen av boliglånsinstitusjonen Fannie Mae på 1930-tallet. Det som var nytt i forkant av finanskrisen var utbredelsen og kompleksiteten av verdipapiriseringsprosessen. Den tidligere, enkle verdipapiriseringen gikk grovt sett ut på å pakke sammen en rekke lån med noenlunde like egenskaper mht. bl.a. rente, risiko mv. På grunnlag av disse lånene ble det så utstedt verdipapirer som ga innehaveren rett til en gitt andel av rente- og avdragsinnbetalingene fra de underliggende lånene. Med en mer komplisert verdipapirisering produserte spesialforetakene såkalte transjer av de underliggende porteføljene. Den sikreste transjene ble gitt en relativt lav pålydende rente, men høyest prioritet til utbetaling fra



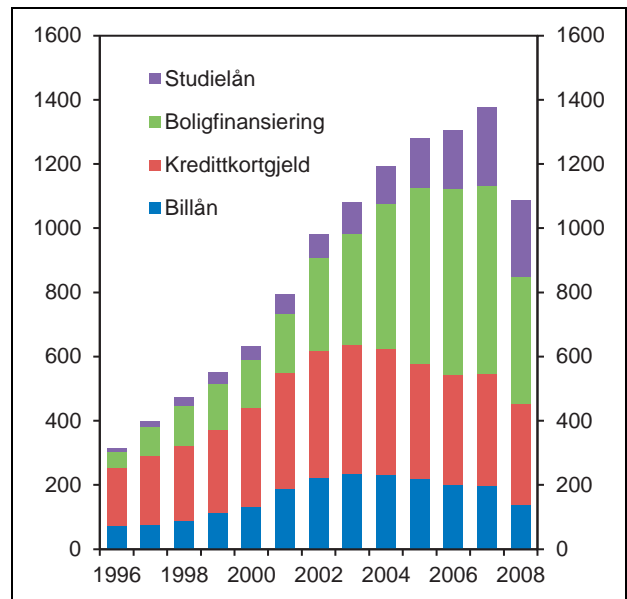
Figur 4.7 Verdipapiriseringsprosessen

Kilde: Turner (2009).

kontantstrømmen i porteføljen. Deretter ble neste transje prioritert ved utbetaling av kontantstrømmen osv., slik at den nederste transjen kun fikk utbetaling dersom kontantstrømmen fra den underliggende porteføljen dekket utbetalingene til alle andre transjer. Grensene for de ulike transjene ble konstruert av utsteder slik at transjene skulle oppnå en bestemt kreditt-rating. Transjene ble deretter solgt videre til investorer, og gjerne kombinert med en kredittbytteavtale (CDS) som sikkerhet mot mislighold av verdipapiret.² Ofte ble transjene utenom de med høyest og lavest kredittvurdering ikke solgt videre, men dannet i stedet grunnlag for nye verdipapiriseringer, jf. figur 4.7.

Veksten i ulike former for kredittderivater illustrerer utviklingen, jf. figur 4.8. Under oppgangen ble det argumentert for at den økende, og stadig mer kompliserte, bruken av verdipapirisering gjorde at det ble skapt merverdier ved at investorer fikk tilgang til kombinasjoner av risiko, avkastning og likviditet som var mer attraktive enn de som var tilgjengelige ved å kjøpe den underliggende kredittkollaterasjonen. Dermed kunne kreditt- og likviditetsrisiko kanaliseres til de aktørene som var best egnet til å holde slik risiko, og slik sett kunne risikoen i banksystemet som helhet reduseres. Beregningen av risiko mv. i utformingen av disse produktene var basert på sofistikerte matematiske modeller, og etter hvert som produktene ble mer kompliserte ble verdsettingen av produktene tilsvarende krevende. Samtidig kom det også advarsler om at det var store svakheter i verdipapiriseringsprosessen i mange finansinstitusjoner.³ Lite ble imidlertid gjort for å rette opp disse svakhetene.

I prosessen med økende verdipapirisering ble en rekke forretnings- og investeringsbankers kapitaldekning betydelig redusert. Muligheten for å redusere kapitaldekningen var da også trolig et sentralt motiv for bankenes økte bruk av verdipapirisering. Bankene fikk langt lavere krav til kapitaldekning dersom de skilte lånene ut til spesialforetak og deretter ga likviditetsgarantier til spesialforetaket enn om de hadde beholdt lånene på



Figur 4.8 Utestående asset backed securities i USA. Milliarder USD

Kilde: SIFMA.

egne bøker, til tross for at risikoen i all hovedsak var uendret.⁴ I mange tilfeller skyldtes nedgangen i kapitaldekningen sterk vekst i derivatposisjoner uten tilsvarende vekst i egenkapitalen. Det var imidlertid ingen tilsvarende reduksjon i den risikovektede kapitaldekningen, ettersom kapitaldekningskravene knyttet til verdipapirhandel var lave sammenliknet med kapitaldekningskravene for ordinær bankvirksomhet. I tillegg til lavere kapitaldekning internt i bankene, bidro veksten i de egenkapitalsvake spesialforetakene, som ble holdt utenfor balansen til bankene, til en ytterligere økning i gjeldsgraden i det finansielle systemet som helhet.

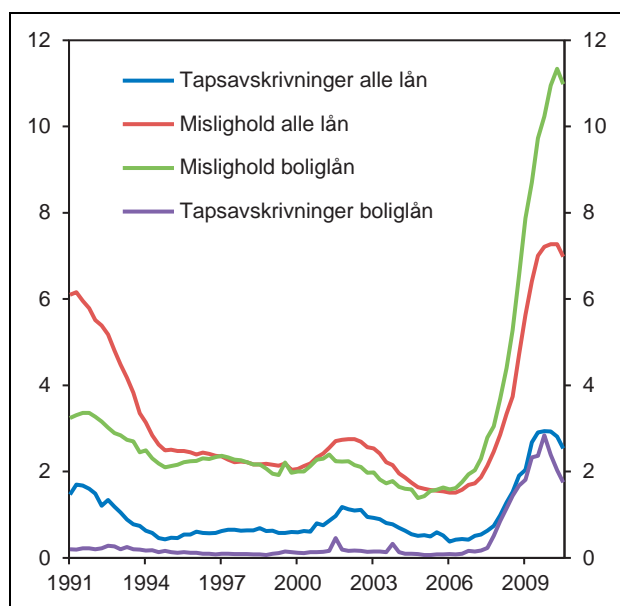
4.3 Subprimekrise i USA

Da oppgangen i boligprisene i USA stoppet, gav det etter hvert utslag i økende mislighold for boliglån. Særlig raskt økte misligholdene på såkalte subprimelån, lån der låntakeren ikke oppfyller ordinære lånekriterier. Så lenge boligprisene økte skapte ikke dette vesentlige tap for finansinstitusjonene, ettersom verdien av boligen oversteg låneverdien. Tidligere erfaringer viste også at bankenes tap knyttet til boliglån som regel var små sammenliknet med f.eks. utlån til bedrifter, jf. figur 4.9.

² En kredittbytteavtale, eller en «credit default swap» (CDS), er en kontrakt som gir innehaveren rett til utbetaling dersom et spesifisert lån blir misligholdt, og den kan slik sett fungere som en form for forsikring.

³ Blant annet advarte fire av de amerikanske finansmarkedsregulatorene, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System og Office of Thrift Supervision i desember 1999 om uheldig praksis på dette området, jf. Office of the Comptroller of the Currency m.fl. (1999)

⁴ Se f.eks. Brunnermeier (2009).



Figur 4.9 Mislighold av lån og tapsavskrivninger i amerikanske banker. Prosent av utestående lån

Kilde: Reuters EcoWin.

Etter hvert som boligprisene falt, og frykten for fortsatt boligprisfall økte, ble det klart at tapene på subprimelånene ville bli betydelige. Ettersom subprimemarkedet utgjorde en begrenset del av det amerikanske boliglånemarkedet, anslagsvis 15 pst., var det få som så for seg betydelige systemmessige konsekvenser, verken i USA eller globalt.

Gjennom sommeren 2007 spredde subprime-problemene seg imidlertid til resten av det amerikanske finansmarkedet. Tapene på de underliggende låneporteføljene gjorde det vanskelig å rullere de kortsiktige lånene i pengemarkedene som verdipapiriseringen var basert på. Usikkerheten om verdsettingen av produktene økte, og likviditeten i markedene for flere typer verdipapiriserte produkter tørket inn. I august 2007 spredde problemene seg for alvor til pengemarkedet etter at BNP Paribas opphevet innløsningsretten i tre subprimerelaterte fond med begrunnelse at banken ikke var i stand til å verdsette de strukturerte produktene som inngikk i fondet. Usikkerhet rundt tap knyttet bankenes beholdning av verdipapiriserte produkter bidro til større skepsis til å låne penger til bankene i pengemarkedet. Samtidig var bankenes behov for finansiering økt som følge av at muligheten til å hente inn finansiering via verdipapirisering i stor grad var stoppet opp. Påslagene i pengemarkedet steg kraftig både i Europa og USA, jf. figur 4.10. Til tross for ekstraordinære likviditetstilførsler, inkludert koordinerte tiltak mellom sentralbanker i flere land for å bedre dol-

larlikviditeten, fortsatte problemene i pengemarkedet utover høsten 2007.

Problemen i finansmarkedene bidro til at de fleste prognosemakerne nedjusterte sine anslag for veksten i internasjonal økonomi utover høsten 2007, men anslagene tydet likevel på at de fleste så for seg et relativt moderat tilbakeslag. Svakere vekstutsikter ble også oppgitt som en hovedårsak da den amerikanske sentralbanken begynte å sette ned styringsrenten høsten 2007. Veksten i amerikansk økonomi holdt seg likevel godt oppe fram til årsskiftet 2007/2008.

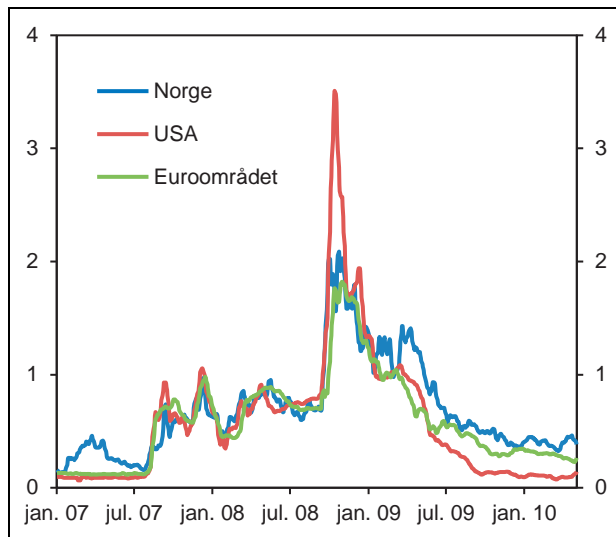
Dyrere og vanskeligere tilgjengelig, finansiering i pengemarkedene ga et betydelig forverret klima for aktører som var avhengige av å rullere kortsiktig finansiering i pengemarkedet. Særlig vanskelig var det for aktører som i tillegg var eksponert mot de mest tapsutsatte eiendelene. Den tyske Landesbank Sachsen, som hadde betydelige eksponeringer mot amerikanske subprime-produkter, fikk store problemer allerede sommeren 2007. I desember 2007 ble banken tatt over av Landsbank Baden-Württemberg etter at delstaten Sachsen hadde stilt opp med en garanti på nesten 3 mrd. euro. Problemen i pengemarkedene skapte også store problemer for den britiske banken Northern Rock som hadde en forretningsmodell som gjorde at banken var avhengig av tilgang på kortsiktig finansiering i pengemarkedene. Spekulasjoner om problemer i banken endte med at mange innskyttere forsøkte å ta ut sine innskudd samtidig i frykt for at banken skulle gå overende. Delvis som følge av dette «løpet» på banken tok britiske myndigheter over banken i februar 2008.

Rundt midten av mars 2008 resulterte situasjonen i pengemarkedet i at den amerikanske investeringsbanken Bear Stearns fikk akutte likviditetsproblemer. Problemen endte med at amerikanske myndigheter la til rette for at en annen investeringsbank, JP Morgan Chase, kunne overta Bear Stearns. Dette dempet midlertidig uroen i de internasjonale finansmarkedene.

4.4 Fra Bear Sterns til Lehman Brothers

Det var en viss bedring av situasjonen i finansmarkedene i kjølvannet av den styrte overtakelsen av Bear Stearns i mars 2008. Utviklingen ble imidlertid raskt forverret igjen.

Påslagene i pengemarkedene gikk ikke tilbake til sine normale nivåer etter Bear Stearns-hendelsen, verken i USA eller i Europa, og bankene så ut til å være mindre villige enn tidligere til å låne hverandre penger, i alle fall på de litt lengre løpeti-



Figur 4.10 Differanse mellom tremåneders penge-
markedsrente og forventet styringsrente. Prosent-
poeng

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank.

dene i pengemarkedet. Samtidig ble det tydelig at et realøkonomisk tilbakeslag var begynt i USA, og frykten for at dette skulle spre seg til resten av verden økte. Økt risiko for framtidige tap gjorde det vanskeligere for bankene å hente inn ny kapital.

Situasjonen for bankene ble ytterligere forvansket da kredittvurderingsbyrået Standard & Poor's nedgraderte ratingen til amerikanske Ambac og MBIA, to såkalte monolineselskaper som hadde levert en vesentlig del av kredittforsikringselementene som inngikk i de strukturerte produktene på bankenes bøker.⁵ Videre nedgradering av de to, og andre lignende selskaper, bidro til en kraftig nedgang i prisen på en rekke strukturerte produkter, og i verdsetningen av finansaksjer generelt både i USA og i resten av verden, jf. figur 4.11. Samtidig oppsto det tvil om soliditeten i boliglånsselskapene Fannie Mae og Freddie Mac, og om hvorvidt myndighetene ville garantere selskapenes obligasjoner og verdipapirer.⁶ Aksjekursene på selskapene falt markant og rentepåslagene på obligasjoner utstedt av de to selskapene steg kraftig. For å hindre en kollaps i boliglånfinansieringen i USA satte amerikanske myndigheter til slutt de to selskapene under offentlig administrasjon tidlig i september 2008.

Utfordringene ved å hente inn finansiering i markedet viste seg særlig store for de amerikan-

ske investeringsbankene. Disse satt på store beholdninger av usikre verdier og hadde svært lav egenkapitalandel. Lehman Brothers ble særlig hardt rammet etter at en planlagt kapitalutvidelse i banken ikke lyktes. Prisen for å forsikre gjeld med Lehman Brothers som motpart steg kraftig, og markedsaktører spekulerte i om det ville komme en myndighetsstøttet redningsaksjon på linje med overtakelsen av Bear Stearns. Det kom imidlertid ingen redningspakke, og den 15. september 2008 søkte Lehman Brothers konkursbeskyttelse.

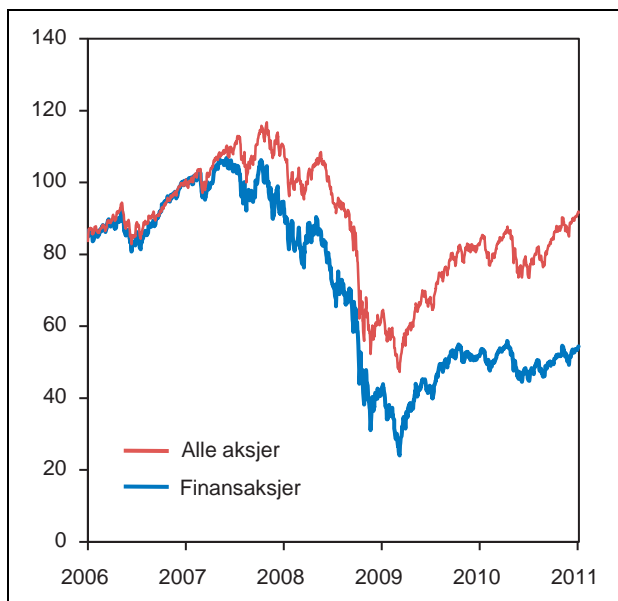
4.5 Fare for kollaps i finanssystemet

Etter at Lehman Brothers gikk overende, var de internasjonale finansmarkedene nær en fullstendig kollaps. Banken var en betydelig aktør i derivatmarkedene, men hvem som var Lehman Brothers' motparter i derivatkontraktene var uklart. Denne uklarheten var en viktig årsak til at kollapsen i Lehman Brothers ble etterfulgt av en akutt tillitskrise i finansmarkedene. Tillitskrisen var ikke avgrenset til amerikanske foretak og markeder. Risikopremier skjøt i været over hele verden, og i pengemarkedene sluttet bankene nærmest å låne hverandre penger annet enn på de korteste løpetidene.

Problemene i pengemarkedene ble forsterket av at en rekke investorer trakk seg ut av markedet i frykt for tap. Dette ble særlig markert etter at Reserve Primary, et amerikansk pengemarkedsfond, offentliggjorde at nedskrivninger i forbindelse med Lehman-konkursen gjorde at fondet hadde mindre enn én dollar i eiendeler for hver dollar investert. Også i de amerikanske markedene for såkalte «commercial papers», en form for kortsiktige, usikrede sertifikatlån, og banksertifikater, trakk investorer seg ut i stor skala. Problemene spredde seg raskt til resten av verden. Aksjekurser og råvarepriser raste, risikopremier steg kraftig og tilgangen på de fleste former for finansiering, utenom utlån fra sentralbankene, ble kraftig redusert.

⁵ Monolineselskapene er selskaper som yter forsikring mot mislighold av obligasjoner.

⁶ Disse selskapene har tradisjonelt stått for hovedparten av verdipapiriseringen av amerikanske boliglån, og de har således vært sentrale for det amerikanske boliglånsmarkedet. Institusjonene har kjøpt boliglån av banker, og deretter pakket lånene sammen i verdipapirer som har blitt solgt videre i markedet. Fannie Mae var opprinnelig offentlig, men ble privatisert i 1968. Selv etter privatiseringen har det imidlertid vært en utbredt oppfatning om institusjonenes verdipapirer har en form for implisitt statsgaranti, dvs. at amerikanske myndigheter vil gi støtte dersom det skulle oppstå problemer, se f.eks. Bernanke (2008).



Figur 4.11 FTSE Global aksjeindeks. USD. 1. januar 2007=100

Kilde: Reuters EcoWin.

Utslagene på Island ble særlig tydelige. Etter stor ekspansjon i utlandet i årene forut for finanskrisen, hadde islandske banker utenlandske eiendeler og gjeld tilsvarende om lag 10 ganger landets BNP. Når alle de største bankene gikk overende omtrent samtidig, fikk det store konsekvenser for den islandske økonomien. OECD anslår at statsgjelden vil øke fra rundt 50 pst. av BNP i 2007 til over 125 pst. av BNP i 2010, bl.a. som følge av at den islandske stat får betydelige kostnader ved å dekke innskuddsgarantien for sine banker i bl.a. Storbritannia og Nederland. Investeringene i islandsk økonomi ble redusert med to tredeler fra 2007 til 2010, og arbeidsledigheten økte kraftig. Valutakursen er om lag halvert i verdi, noe som har særlig store konsekvenser på Island ettersom valutalån for bolig-, bilkjøp mv. har vært vanlig.

Myndighetene verden over iverksatte raskt tiltak for å dempe utslagene av den internasjonale finanskrisen. Allerede dagen etter at Lehman Brothers gikk over ende, la amerikanske myndigheter fram en redningspakke for det store forsikringsselskapet AIG. AIG hadde utstedt kredittbytteavtaler (CDSer) for obligasjoner for over 440 mrd. dollar uten å gjøre tilstrekkelige avsetninger for å dekke eventuelle tap. Med forverringen i finansmarkedene og i økonomien generelt, ble det klart at AIG ville få betydelige tap på CDS-kontraktene.

Da AIG mislyktes i å hente inn ny egenkapital for å dekke de forventede tapene, varslet ratingby-

råene at de ville nedgradere selskapet. En slik nedgradering ville forverre AIGs situasjon dramatisk, ettersom selskapet da ville måtte skaffe til veie betydelig kapital for å stille tilleggssikkerhet i finansielle kontrakter. AIG var i denne sammenheng systemviktig fordi banker og andre finansinstitusjoner i stor grad var AIGs motparter i CDS-kontraktene. Dersom AIG gikk overende, ville disse motpartene måtte ha erstattet forsikringsdekningen til høyere priser enn det de opprinnelig betalte ved inngåelsen av AIG-kontraktene. Faren for at dette ville sette i gang en ny spiral der institusjoner gikk overende, utløste nye CDS-utbetalinger fra AIG som igjen skapte enda større vansker. Før kredittratingbyråene rakk å nedgradere AIG, grep imidlertid amerikanske myndigheter inn og tok over selskapet.

Noen dager senere innførte det amerikanske finansdepartementet en garanti for investert kapital i pengemarkedet, for å stoppe uttakene av kapital fra markedet. Finansdepartementet la videre fram planer om en stor redningspakke for finansmarkedene på 700 mrd. dollar. Dette var begynnelsen på en rekke politikktiltak internasjonalt for å stabilisere finansmarkedene. Sentralbankene verden over gjennomførte betydelige kutt i styringsrentene og kraftige økninger i likviditetstilførselen. Etter hvert innførte også en rekke sentralbanker såkalte kvantitative lettelser, dvs. kjøp av private og offentlige obligasjoner for å trekke ned lange renter og stimulere til økt aktivitet i økonomien. Det ble etablert støttetiltak for å styrke finansinstitusjonenes tilgang til finansiering, og problembanker ble nasjonalisert. Innskuddsgarantier ble økt og det ble gitt garantier for innskudd i pengemarkedsfond i flere land. Enkelte land, bl.a. Irland, gikk lenger og garanterte bankenes forpliktelser. Videre ble finanspolitikken i de fleste land lagt kraftig om i ekspansiv retning for å dempe det makroøkonomiske tilbakeslaget.

4.6 Stabilisering i finansmarkedene, men kraftige utslag i realøkonomien

De omfattende myndighetstiltakene bidro til å bedre forholdene i internasjonale finansmarkeder. Mot årsskiftet 2008/2009 stabiliserte utviklingen i finansmarkedene seg. Påslagene i pengemarkedene falt noe tilbake, selv om nivået lå klart høyere enn før Lehman Brothers-kollapsen, og nedgangen på børsene ble mer dempet. Påslagene på ikke-finansielle foretaksobligasjoner fortsatte

imidlertid å øke fram mot årsskiftet. Det kan ha sammenheng med at utsiktene for realøkonomien, og dermed utsiktene for bedriftenes inntjening, framsto som klart svekket.

Ifølge IMF har det etter andre verdenskrig ikke vært et så kraftig og synkronisert fall i aktiviteten som i andre halvår 2008 og første kvartal 2009. Problemene i finansmarkedene og den påfølgende innstramningen i bankenes kredittpraksis forsterket nedgangen i boligprisene. Sammen med kraftige fall også i andre aktivapriser, bidro dette til store formuestap for husholdningene i nær sagt alle land. Stemningsbarometre for husholdningssektoren falt til rekordlave nivåer, noe som gjenspeilte både stor usikkerhet og pessimistiske vurderinger av utsiktene. Verden over var det en markert nedgang i husholdningenes etterspørsel. Særlig kraftig var nedgangen i konsumgoder som lett kan utsettes, som biler, konsumentelektronikk og feriereiser.

Med utsikter til en kraftig nedgang i etterspørsel og dyrere og vanskeligere tilgjengelig finansiering, kuttet bedriftene raskt både i produksjon, sysselsetting og investeringer. På det meste, rundt årsskiftet 2008/2009, falt verdenshandelen målt i verdi tilsvarende en årlig rate på nær 60 pst og verdens industriproduksjon med rundt 25 pst. En av årsakene til at nedgangen i produksjon og eksport kom så raskt, kraftig og synkronisert i alle verdens land var utviklingen i de foregående årene mot en mer globalisert verdikjede. Med økende grad av såkalt «just-in-time-delivery» i verdikjedene slo lavere etterspørsel momentant ut i alle leddene av produksjonen.

For å dempe tilbakeslaget ble både pengepolitikken og finanspolitikken lagt om i ekspansiv retning. Styringsrentene ble satt ned til historisk lave nivåer i de aller fleste land, og lave renter ble etter hvert supplert med kvantitative lettelser for å presse ned også de lange rentene. Videre la de aller fleste land fram betydelige finanspolitiske tiltakspakker, eller de la fram svært ekspansive budsjetter i forbindelse med de ordinære budsjetttrundene. Offentlig etterspørsel ga i økende grad vekstimpulser til internasjonal økonomi i første del av 2009.

4.7 Bekymring for offentlige finanser

Bedringen i finansmarkedene fortsatte utover våren 2009, og også i realøkonomien var det bedring. Veksten både i USA og Europa tok seg opp i andre halvår. En stor del av oppgangen kan imidlertid tilskrives store etterspørselsimpulser

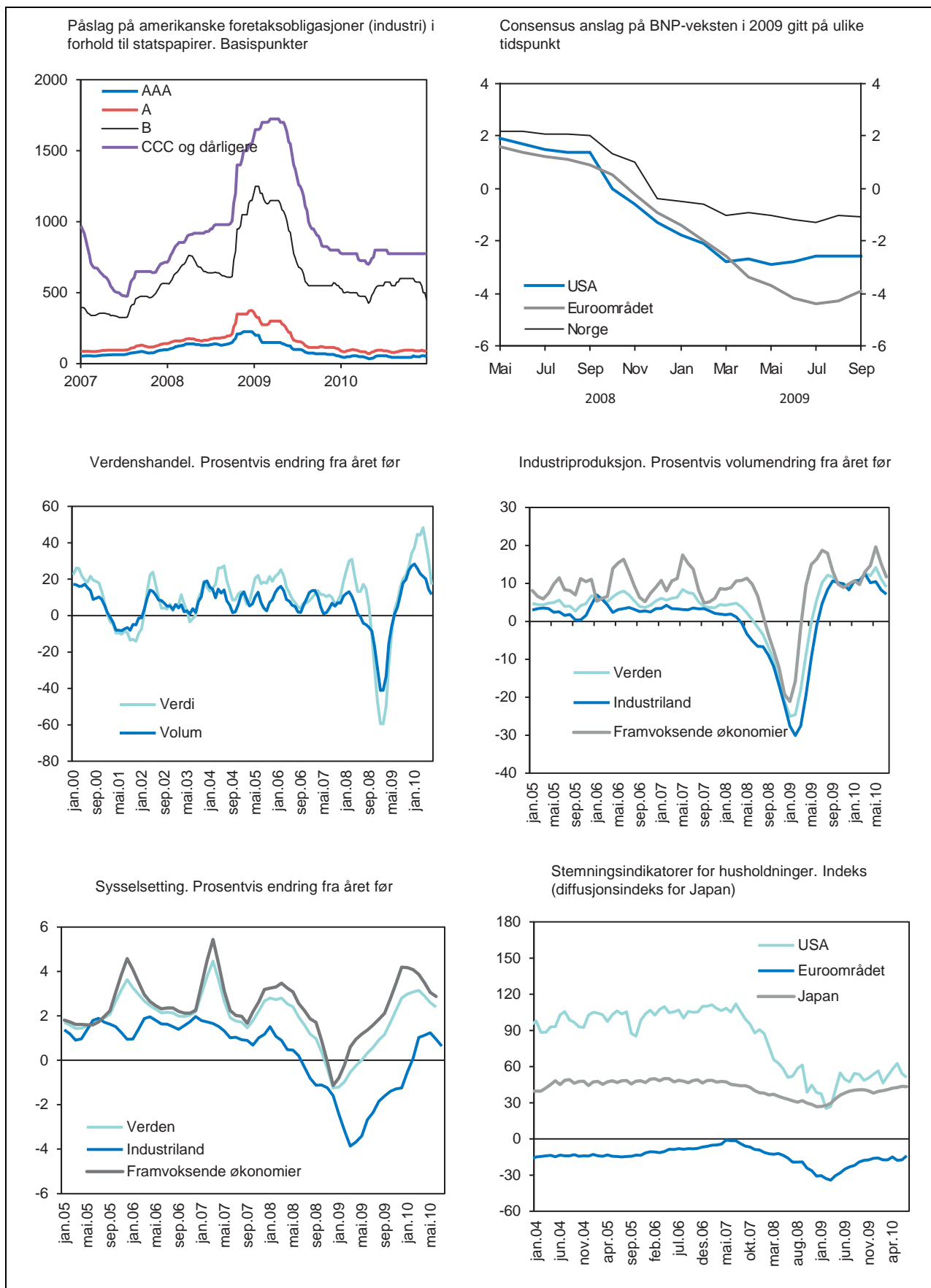
fra offentlig sektor og at lagernedbygging i mindre grad trakk ned veksten.

Gjennom første halvår av 2010 fortsatte det realøkonomiske oppsvinget. Samtidig oppstod det ny uro i finansmarkedene knyttet til usikkerhet om Hellas, og enkelte andre gjeldstyngede euroland, ville overholde sine gjeldsforpliktelser. Rentene på statsobligasjoner utstedt av disse landene økte kraftig, og i begynnelsen av mai 2010 var rentedifferansen mellom greske og tyske statsobligasjoner med 10 års løpetid oppe i nesten 10 prosentpoeng, jf. figur 4.13.

For å dempe uroen gikk EU og IMF sammen om en redningspakke på 110 mrd. euro for Hellas. Samtidig forpliktet Hellas seg til å gjennomføre tiltak for å redusere underskuddet i offentlige finanser fra nesten 14 pst. av BNP i 2009 til under 3 pst. av BNP i 2014. I tillegg ble EU-landene enige om nye, omfattende finansieringsordninger til støtte for utsatte euroland. Ordningen var i form av lån eller garantier. Samlet innebærer ordningen at det kan ytes lån eller garantier på opptil 500 mrd. euro. I tillegg vil IMF kunne gi lån på opptil halvparten av EU-landenes bidrag, slik at totalsummen kan bli 750 mrd. euro. Den europeiske sentralbanken (ECB) aksepterte også nedgraderte greske statsobligasjoner som sikkerhet for lån i banken. Etter offentliggjøringen av tiltakene i mai 2010 var det kraftig nedgang i statsobligasjonsrentene til de mest utsatte landene; Hellas, Portugal, Irland, Spania og Italia. Nedgangen var imidlertid kortvarig, og allerede i juni var påslagene tilbake på om lag samme nivå som før tiltakene fra IMF og EU ble innført.

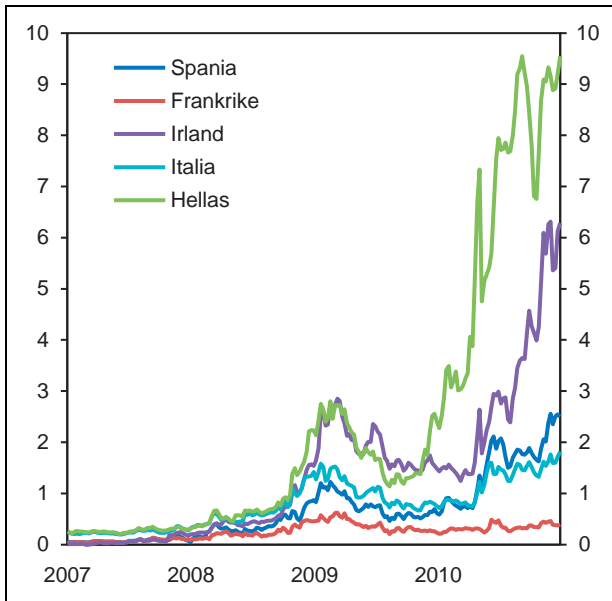
Utover høsten 2010 tiltok spekulasjonene om at også Irland og Portugal ville måtte benytte seg av de nye finansieringsordningene til EU og IMF, og i slutten av november ble det offentliggjort enighet mellom EU, IMF og Irland om en finansieringspakke på 85 mrd. euro. Nyheten om finansieringspakken bidro i liten grad til å redusere påslaget på irsk statsgjeld.

Prognoser for internasjonal økonomi, fra bl.a. IMF og OECD peker i retning av at oppgangen i internasjonal økonomi vil fortsette framover. Oppgangen ser imidlertid ut til å bli mer moderat enn etter tidligere tilbakeslag. Dette må bl.a. ses i sammenheng med at statsfinansene har svekket seg kraftig gjennom krisen i de fleste land. Framover vil derfor innstramminger i finanspolitikken bidra til å dempe veksten. Med de vekstprognosene som foreligger for internasjonal økonomi, ser det ut til å kunne ta lang tid før situasjonen i arbeidsmarkedet bedres vesentlig.



Figur 4.12 Utslagene i realøkonomien

Kilder: IMF, Reuters EcoWin og Consensus Economics.



Figur 4.13 Renter på statsobligasjoner med ti års løpetid. Påslag på tilsvarende tyske statsobligasjoner. Prosentpoeng

Kilde: Reuters EcoWin.

Kapittel 5

Årsaker og virkninger

5.1 Innledning

Det var ikke én enkelt årsak til den internasjonale finanskrisen. Snarere var det en rekke årsaker som hver for seg var alvorlige nok, men som alene neppe var i stand til å forårsake finanskrisen. Da problemene startet i det amerikanske subprime-markedet i 2007, viste det seg at en rekke ubalanser og systemmessige svakheter gjensidig forsterket hverandre. Dermed kunne det som startet som et problem i en begrenset del av boligmarkedet i ett enkelt land endte opp som den mest omfattende globale finanskrisen i nyere tid.

Finanskrisen har medført store økonomiske konsekvenser. Produksjon og sysselsetting har falt dramatisk, og arbeidsledigheten har doblet seg i mange land. Krisen har også hatt store fordelingsvirkninger ved at både gjeld og fordringer har endret seg dramatisk i verdi og ved at den økende arbeidsledigheten har ført til inntektsbortfall for millioner av mennesker. De samlede kostnadene vil avhenge av utviklingen framover, bl.a. av i hvilken grad de kortsiktige tapene også vil slå ut i permanent lavere produksjonspotensial og varig høyere arbeidsledighet.

Dette kapitlet omhandler noen av de viktigste årsakene finanskrisen. I tillegg gis noen enkle illustrasjoner på de makroøkonomiske og statsfinansielle kostnadene ved krisen.

5.2 Årsakene til krisen

5.2.1 Makroøkonomiske forhold

Oppbyggingen av *store globale handelsubalanser* siden årtusenskiftet var en viktig forutsetning for finanskrisen. Som nevnt i kapittel 4 bidro betydelige budsjettunderskudd og lave renter til å stimulere innenlandsk etterspørsel i en rekke land i denne perioden. Særlig i USA, men også i en del andre land, ledet disse forholdene til store og økende underskudd i utenrikshandelen. Dette ble motsvart av store handelsoverskudd i framvoksende økonomier, og da særlig i Kina. Normalt

skulle dette ledet til en styrking av valutaene til overskuddsøkonomiene i forhold til valutaene til underskuddsøkonomiene. Ettersom bl.a. Kina valgte å holde sin valuta svak ved å bygge opp store valutareserver, i stor grad i form av amerikanske statspapirer, skjedde ingen slik korreksjon gjennom valutakursen. I stedet ledet oppbyggingen av valutareservene til et press nedover på lange renter bl.a. i USA.

Ifølge økonomisk teori må et land over tid ha balanse i utenrikshandelen. For et land med underskudd i utenrikshandelen vil gjelden i forhold til utlandet øke tilsvarende, og dette må betales tilbake. For å få dette til, må underskuddslandet bevege seg mot overskudd. En slik korreksjon kan enten skje gradvis, gjennom en økning i nettoeksporten fra underskuddslandet, eller gjennom at sviktende tillit til landets tilbakebetalingsevne gir brå bevegelser i valutakurs og renter og dermed tvinger fram en rebalansering.

Siden begynnelsen av 2000-tallet har globale handelsubalanser vært viet stor oppmerksomhet internasjonalt, og de har vært nevnt som en hovedrisikokilde i nær sagt alle makroøkonomiske prognoser som har blitt lagt fram de ti siste årene. Selv om det var stor oppmerksomhet rundt problemet, skjedde det lite som bedret situasjonen før finanskrisen brøt ut.

I kjølvannet av den såkalte dotcomboblen tidlig på 2000-tallet holdt sentralbankene i de fleste vestlige land styringsrentene lave i lang tid. Samtidig bidro oppbyggingen av valutareserver og statlige investeringsfond i framvoksende økonomier og råvareeksporterende land til å legge et press nedover på lange renter. Den lange perioden med *svært lave korte og lange renter* bidro ikke uventet til en kraftig gjeldsoppbygging blant husholdninger og bedrifter, og til sterk vekst i prisene på formuesobjekter som aksjer og boliger. Virkningen av lave renter ble forsterket av økt utlånsvillighet fra banker og andre finansinstitusjoner. Sentralbankene tillat den sterke kredittveksten og økningen i aktivaprisene liten vekt i rentesettingen.¹ I ettertid er det klart at mange aktivapriser, her-

under boligpriser, økte langt ut over det fundamentale forhold skulle tilsi.

Ved inngangen til finanskrisen var det dermed bygget opp betydelige makroøkonomiske ubalanser som på et eller annet tidspunkt måtte rettes opp. Husholdningenes sparing var klart under sine historiske gjennomsnitt i de fleste OECD-land. Boliginvesteringer som andel av BNP lå høyere enn det historiske gjennomsnittet, og også høyere enn det befolkningsutviklingen og den generelle velstandsutviklingen skulle tilsi. I tillegg var det som nevnt betydelige handelsubalanser som ikke kunne vedvare på sikt.

5.2.2 Forhold i finansmarkedene

Lave renter og høy etterspørsel etter lån ble møtt med *stor utlånsvilje fra bankene*, særlig når det gjaldt boliglån. Kravene til inntekt og egenkapital for å få lån ble redusert. Avdragsfrie perioder ble mer vanlig og nedbetalingsperioden økte. I USA ble det også vanlig med såkalte lokkerenter på en del boliglån. Dette innebar gjerne at renten var lav i en periode, men at den ble økt markert etter en viss tid.

Dersom boligprisene fortsatte å øke lå forholdene til rette for at boliglånet ble reforhandlet, slik at låntaker fikk en ny periode med lav rente.

Ved å introdusere nye låneprodukter, bl.a. myntet på husholdninger som tidligere ikke hadde hatt tilgang til lånemarkedet p.g.a. for lav kredittverdighet, bidro bankene selv til kredittterspørselen. Den kraftige utlånsveksten var i seg selv en indikasjon på økt risiko. Risikoen ble forsterket av at en stor del av økningen, særlig i USA, skjedde til lite solide låntakere. I ettertid har historien vist at bankene og andre boliglånsinstitusjoner satt med en stor portefølje av boliglån som kun kunne betjenes dersom boligprisene fortsatte å øke, og at bankenes boliglånsporteføljer var sårbare ved en nedgang i boligprisene. Også når det gjaldt lån til foretak hadde kredittkvaliteten avtatt klart gjennom oppgangen. Bankene var samlet

sett derfor svært sårbare for et konjunkturtilbake-slag.

Risikotakingen i den finansielle sektoren ble forsterket av *uheldige insentiver*. Ettersom rentene var lave og risiko generelt var lavt priset i lånemarkedene, kunne finansinstitusjonene øke egenkapitalavkastningen ved å i økende grad finansiere seg med gjeld framfor egenkapital. Disse insentivene til å øke belåningsgraden førte både til skjøre institusjoner og til at faren for finansiell ustabilitet økte. Lønns- og bonussystemer i finansbransjen, i stor grad rettet inn mot belønning av kortsiktig gevinst uten hensyn til eventuelle tap på lengre sikt, bidro ytterligere. Slike insentivsystemer kan særlig bidra til at det blir tatt stor risiko av typen der sannsynligheten for et negativt utfall er svært liten, men der tapet dersom risikoen inntreffer er stort.²

Ønsket om økt avkastning ble møtt med en bølge av *finansiell innovasjon*, basert på utstedelse, pakking og handel med verdipapiriserte kredittinstrumenter, bl.a. boliglån, jf. omtale i kapittel 4. Salgsargumentet var at komplisert verdipapirisering skapte kombinasjoner av risiko, avkastning og likviditet som var mer attraktive enn direkte eie av underliggende fordringer. I praksis skapte imidlertid den økte kompleksiteten også problemer og sårbarhet. Et problem var at insentivene for utstederen av lånet til å gjøre en god kredittvurdering ble svakere, ettersom utstederen ikke selv skulle sitte med lånet. Den antatte likviditetsfordelen ved eie av verdipapiriserte fordringer skulle videre være at disse, i motsetning til underliggende fordringer, skulle være lett omsettelige. Denne fordelene viste seg imidlertid langt på vei å være illusorisk da misligholdet på underliggende eiendeler økte. En annen antatt fordel ved verdipapiriseringen var at den skulle bidra til å kanalisere risikoen ved de underliggende eiendelene ut fra bankene og det finansielle system, og over til «eksterne» investorer som hadde bedre forutsetninger for å bære risikoen. Finanskrisen viste imidlertid at risikoen ved de verdipapiriserte produktene i stor grad forble i banksystemet, og ifølge IMF (2009a) vil over 60

¹ Særlig den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, argumenterte for at sentralbanker ikke burde forsøke å dempe bobler under oppbygging, men heller dempe utslagene når boblen brister, jf. f.eks. Greenspan (2004). Argumentasjonen gikk dels på at bobler er vanskelige å identifisere før de brister, at det uansett kan være vanskelig å deflatere bobler man har identifisert uten å gjøre større skade enn gavn, og at aktivbobler sjelden har store realøkonomiske konsekvenser. Andre sentralbanker, som Bank of England, argumenterte for at man kunne bruke lenger tid på å nå inflasjonsmålet dersom det var bobletendenser i aktivmarkeder, men ingen sentralbanker forsøkte aktivt å dempe utslag i aktivpriser (utenom valutakurser).

² AIGs utstrakte salg av CDSer på amerikanske boliglånsobligasjoner uten avsetninger til potensielle utbetalinger kan være et eksempel, jf. omtale i kapittel 4. Denne virksomheten ga selskapet og de ansatte solide utbetalinger så lenge produktene ble solgt og det ikke var store tap knyttet til amerikanske boliglån. Da misligholdene og utlånstapene i boligmarkedene kom, innebar imidlertid CDS-kontraktene enorme tap for AIG. Disse tapene var det imidlertid amerikanske skattebetalere som i hovedsak bar, og ikke aksjonærene eller de ansatte som hadde fått bonuser for salgene av produktene.

pst. av tapene knyttet til de verdipapiriserte produktene måtte tas av bankene.

Tallene fra IMF kan tyde på at verdipapiriseringen har ført til at deler av risikoen ved de verdipapiriserte lånene er transportert ut av banksystemet. Virkningen av verdipapiriseringen på bankenes samlede risiko er imidlertid mer sammensatt. Blant annet har bankenes eksponering mot underliggende blitt mer uoversiktlig, og kapitaldelkningskravene for risikoen har også blitt endret. Videre beholdt bankene en betydelig del av risikoen som følge av garantier om kreditt til spesialforetakene som utstedte de strukturerte produktene. Verdipapiriseringen var også forbundet med en økende avhengighet av kortsiktig finansiering. I tillegg til at spesialforetakene, som på papiret holdt risikoen knyttet til de verdipapiriserte produktene, i stor grad ble finansiert med kortsiktige pengemarkedslån, skjedde også en økende del av bankenes finansiering på denne måten. Den økende løpetidsmismatchen dette innebar, gjorde at finanssystemet var blitt mer sårbart for manglende tilgang eller økte priser på likviditet.

Kjøperne av verdipapiriserte utlån har ikke direkte kjennskap til kvaliteten i den underliggende låneporteføljen. For at kjøpere likevel skulle kunne vurdere de kompliserte produktene, og for at f.eks. forsikringsselskaper i det hele tatt skulle kunne ha dem i sin portefølje, betalte utstederne *ratingbyråer* for å gi kredittvurderinger av produktene. Det at utstederen betaler for kredittvurderingen kan gi uheldige insentiver for ratingbyråene.

Rating av sammensatte finansielle instrumenter, så som verdipapiriserte utlån, er mer komplisert enn f.eks. rating av obligasjonsgjeld fra stater eller foretak. Blant annet er det betydelige utfordringer knyttet til å vurdere de underliggende lånene i porteføljen og risiko knyttet til instrumentets juridiske struktur. Utfordringene ble ikke mindre av at det på kort tid var en kraftig økning i antall strukturerte produkter banker og andre finansforetak ønsket å få ratet, der dokumentasjonen på hvert produkt ofte var på flere tusen sider. Resultatet var høy vekst i ratingbyråenes aktivitet. For eksempel ble ratingselskapet Moody's driftsinntekter nesten firedoblet fra 2000 til 2007. Videre gjorde åpenhet rundt ratingbyråenes modeller det mulig for utstedere å tilpasse sammensetningen av produktene for å få best mulig rating. I ettertid er det klart at vurderingene fra ratingbyråene var for optimistiske. Urealistisk positive vurderinger av produktene bidro til å bygge opp risikoen i det finansielle systemet.

Generelt var det store svakheter i vurdering og styring av risiko i det internasjonale finanssystemet. Kvantitative vurderinger av risiko, slik som de såkalte «value at risk»-modellene (VaR-modeller), er basert på historiske erfaringer. Selv når lange tidsserier er tilgjengelige, vil man som oftest forutsette at verden gradvis, men varig endrer seg. Dette betyr at hendelser langt tilbake i tid tillegges mindre vekt, og en periode med relativ stabilitet vil lede til slutninger om at risikoen permanent har blitt lavere. Dette bidro trolig til at risikoen ble undervurdert selv der informasjonsgrunnlaget var relativt godt. For de nye produktene, uten noen historie å vurdere ut fra, var problemene enda større. Videre viste finanskrisen at historiske korrelasjoner kan være en dårlig indikator for framtidig utvikling. For eksempel ble det forut for krisen ansett som risikoreduserende å investere globalt, ettersom aktivapriser i ulike regioner av verden i begrenset grad ville bevege seg sammen. Når finanskrisen brøt ut, holdt ikke denne forutsetningen. Formuespriser som tidligere hadde beveget seg uavhengig av hverandre, eller i motsatt retning av hverandre begynte, å bevege seg i samme retning.

Systemrisikoen ble ytterligere økt ved at fusjoner og oppkjøp gjennom de siste ti årene hadde gjort mange av de gjenværende finansinstitusjonene store og komplekse. I mange tilfelle ble de ansett å være for viktige for finanssystemet til at de kunne tillates å gå overende («too big to fail»). Ettersom markedsaktørene antok at disse uansett ville bli reddet av myndighetene dersom de kom i vanskeligheter, kunne institusjonene påta seg mer risiko uten at det slo tilsvarende ut i finansieringskostnadene.

Den uheldige utviklingen i den internasjonale finanssektoren var også muliggjort av svakheter i regulering og tilsyn i mange land. Deler av finansmarkedene var i det store og hele unntatt fra regulering flere steder, som f.eks. handelen med mange finansielle derivater. I USA var det et utall forskjellige tilsynsorganer som så etter ulike deler av finansmarkedene, uten at det var noen som hadde i oppgave å føre helhetlig tilsyn med finansmarkedene. Dette gjorde det mulig for banker og andre finansinstitusjoner å flytte aktiviteter til områder som enten var unntatt regulering, eller der kapitalkrav og andre virksomhetsregler var lempeligere. For eksempel kunne amerikanske banker frigjøre kapital ved å flytte lån fra egen balanse over til ulike typer av spesialforetak, selv om bankene samtidig garanterte kredittlinjer til spesialforetakene. Slike muligheter for regel-

verksarbitrasje gjorde det mulig å redusere den samlede kapitaldekningen i systemet betydelig.

Overgangen fra Basel I- til Basel II-reglene for bl.a. kapitalkrav til banker kan også ha vært en årsak til oppbyggingen av krisen. For eksempel argumenterer Blundell-Wignall m.fl. (2008) for at bankene kunne forskuttere gevinsten som ville følge av lavere risikovekting av boliglån i Basel II-reglene ved å ta boliglån ut av balansen og inn i spesialforetak. I USA falt dette sammen med at de amerikanske regulatorene påla Fannie Mae og Freddie Mac høyere kapitalkrav, slik at institusjonene i mindre grad kunne kjøpe boliglån fra amerikanske banker, og Bush-administrasjonens initiativ for boliglån til lavinntektsfamilier. Ifølge Blundell-Wignall m.fl. (2008) førte dette til en massiv økning i utlånene til husholdninger med dårlig kredittverdighet, uten at långiverne måtte øke sin kapitaldekning.

5.3 Kostnader ved den internasjonale krisen

5.3.1 Tap i finansinstitusjonene

Finansinstitusjonene har hatt betydelige tap, dels knyttet til tap på verdipapirer (herunder verdipapiriserte utlån) og dels til tap på direkte utlån. IMF anslår de kriserelaterte tapene i bankene i industrilandene i 2007–2010 til 2200 mrd. dollar.³ Det er særlig i USA, Storbritannia og enkelte euro-land tapene har vært store, jf. figur 5.1.

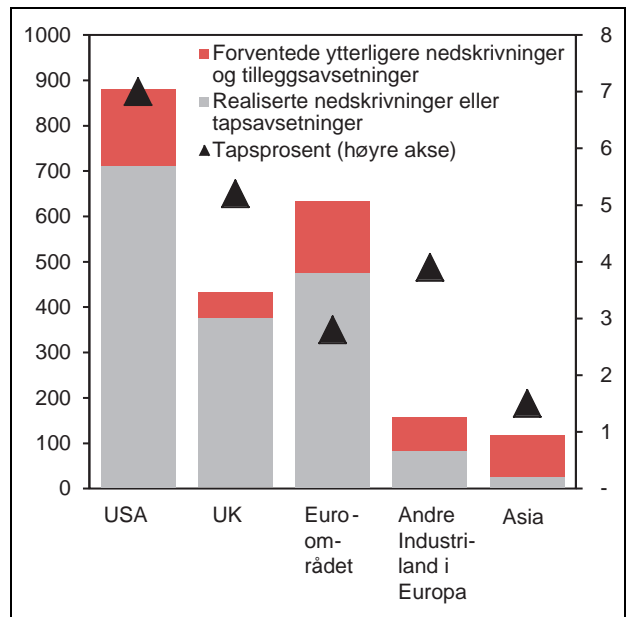
5.3.2 Realøkonomiske kostnader

På kort sikt har finanskrisen hatt betydelige økonomiske kostnader i form av arbeidsledighet og at produktiv kapital blir stående ubrukt.

I en økonomi vil det alltid være noe *arbeidsledighet*. Delvis følger denne ledigheten av at det til en hver tid foregår omstillinger i økonomien, der noen arbeidsplasser legges ned og nye oppstår. Nivået på den ledigheten som vil være der uavhengig av konjunkturer omtales gjerne som likevekstsledigheten. Nivået på likevekstsledigheten varierer betydelig mellom land og over tid.

Når arbeidsledigheten er høyere enn likevekstsledigheten er det ledig kapasitet i økonomien, noe som innebærer et samfunnsøkonomisk tap. Forut for finanskrisen var arbeidsledigheten i OECD-området samlet sett om lag på det nivået organisasjonen anser som likevekstsledigheten,

³ IMF (2010b).



Figur 5.1 Realiserte og forventede tap i bankene etter region. Milliarder USD og prosent av forvaltningskapital

Kilde: IMF.

dvs. om lag 6 pst. av arbeidsstyrken. Etter finanskrisen har arbeidsledigheten i OECD-området økt kraftig, og den utgjorde mot slutten av 2010 om lag 8¼ pst. av arbeidsstyrken. Det innebærer at det nå er 10–15 mill. flere arbeidsledige i OECD-området enn i en normal konjunktursituasjon. OECD anslår at arbeidsledigheten vil avta moderat de nærmeste årene, til 8 pst. i 2011 og 7½ pst. i 2012. I tillegg vil en del ledige erfaringsvis trekke seg ut av arbeidsstyrken fordi de gir opp å finne seg jobb. Erfaringsvis vil mange av disse heller ikke komme tilbake til arbeidsmarkedet når tidene bedrer seg.

I 2009 avtok *BNP* i OECD-området med 3½ pst. etter en oppgang på kun ¼ pst. i 2008. Organisasjonen anslår at verdiskapingen i OECD-området var 4¾ pst., eller USD 1900 mrd.⁴, lavere enn den ville vært ved en normal kapasitetsutnyttelse. Organisasjonen venter at kapasitetsutnyttelsen i økonomien vil være betydelig lavere enn normalt også i 2010 og 2011.

Også for landene utenfor OECD området har finanskrisen hatt betydelige kortsiktige kostnader. Her mangler det imidlertid internasjonalt

⁴ Produksjonsgap målt ved kjøpekraftskorrigert BNP. Dette innebærer at verdiskapingen i de ulike landene er justert for forskjeller i prisnivå og regnet om til dollar. IMF's anslag for produksjonsgapet for industrilandene er av om lag samme størrelsesorden som OECDs anslag for medlemslandene.

sammenliknbare anslag. Generelt ser det ut at de realøkonomiske utslagene i utviklingslandene og de framvoksende økonomiene har vært om lag av samme størrelsesorden som i industrilandene. Bak dette gjennomsnittet skjuler det seg imidlertid store forskjeller. Mens veksten har holdt seg godt oppe i bl.a. Kina, er andre land, som f.eks. de baltiske statene svært hardt rammet av krisen.

Lavinntektslandene ble hardt rammet av finanskrisen, selv om det er store forskjeller mellom de enkelte landene. Prisene på mange av de råvarene de eksporterer falt markert. Det at mange arbeidsinnvandrere fra lavinntektslandene har mistet arbeidet i takt med svakere arbeidsmarkeder i industrilandene og mellominntektslandene har videre ført til nedgang i overføringer fra familiemedlemmer som jobber i utlandet. Ettersom disse landene i liten grad har mulighet til å drive stabiliseringspolitikk, men snarere kan bli nødt til å redusere utgiftene til helse, utdanning mv., vil det økonomiske tilbakeslaget raskt slå ut i redusert velferd og økt fattigdom i befolkningen. Verdensbanken og IMF viser til at finanskrisen kan lede til at antallet personer som lever i ekstrem fattigdom, definert som en inntekt på mindre enn 1,25 dollar per dag, vil øke med 50–100 mill.

Hvorvidt finanskrisen også vil ha langvarige kostnader avhenger av om nivået på produksjonspotensialet og/eller den potensielle veksten har blitt påvirket.

Det kan være flere årsaker til at nivået på produksjonspotensialet påvirkes:

- Tidligere erfaringer viser at arbeidsledigheten og andelen personer utenfor arbeidsstyrken kan forbli på et høyere nivå etter en dyp lavkonjunktur. Historisk sett har denne effekten vært særlig sterk i Kontinental-Europa. For OECD-landene sett under ett, har om lag halvparten av økningen i arbeidsledigheten som har skjedd i forbindelse med en dyp lavkonjunktur blitt til en permanent økning i arbeidsledighetsnivået. I tillegg vil en del av de som blir ledige i lang tid gi opp å finne seg en jobb og heller trekke seg ut av arbeidsmarkedet.
- Den langsiktige kapitalbeholdningen kan bli lavere. Nedleggelse av bedrifter kan direkte lede til at det effektive kapitalnivået i økonomien reduseres. Videre vil investeringer trekkes ned av at finansiering blir dyrere og vanskelig tilgjengelig. Denne virkningen kan bli ytterligere forsterket dersom fall i aktivapriser reduserer bedriftenes mulighet til å stille pantesikkerhet og dermed deres mulighet til finansiering.

- Produktiviteten kan også trekkes ned, gjennom mindre satsing på innovasjon under kraftige lavkonjunkturer. På den annen side kan en også tenke seg en motsatt virkning, gjennom at det først og fremst er de minst produktive virksomhetene legges ned gjennom lavkonjunkturer.

Dersom også den underliggende produktivetsveksten i økonomien skulle påvirkes, vil ikke bare nivået på produksjonspotensialet påvirkes, men også den potensielle veksten.

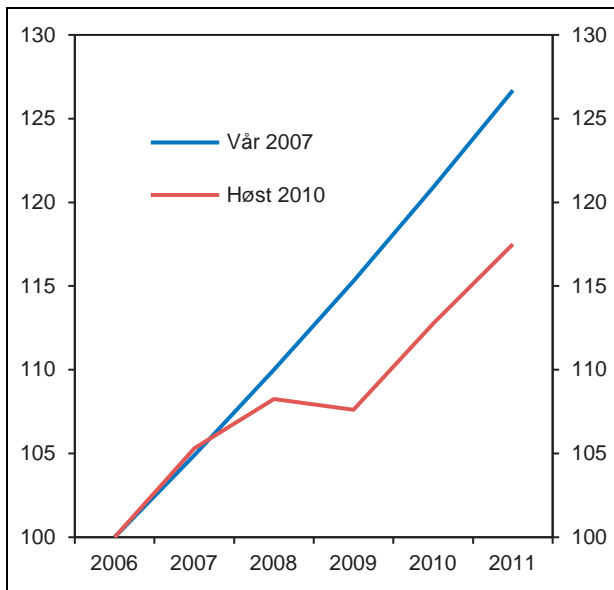
I IMF (2009b) presenteres en analyse av hvordan tidligere finanskriser har påvirket produksjonspotensialet i økonomiene. Ifølge analysen har bankkriser en betydelig kostnad også på sikt, dvs. produksjonspotensialet ser ut til å bli permanent lavere. I gjennomsnitt var produksjonen i landene som ble rammet av bankkriser 10 pst. lavere etter 7 år enn dersom veksten i perioden hadde fulgt den antatte trendveksten forut for krisen. Mens nivået på produksjonspotensialet ser ut til å trekkes klart ned av finanskriser, finner IMF at veksten etter hvert tar seg opp til tidligere anslått trend. Det kan innvendes mot metoden IMF bruker at den generelt vil overvurdere den langsiktige kostnaden ved bankkriser ettersom den ikke tar hensyn til konjunkturelle forhold. Ofte inntreffer bankkriser i etterkant av en kraftig høykonjunktur, og da vil nedgangen som følger av at økonomien beveger seg fra en høykonjunktur til en mer normal tilstand tillegges bankkrisen.

Ut fra historiske erfaringer er det gode grunner til å tro at finanskrisen vil ha langvarige realøkonomiske kostnader. Hvor store kostnadene blir, er det vanskelig å gi et godt anslag på. Utviklingen i anslagene for den økonomiske utviklingen fra OECD og IMF kan imidlertid i noen grad belyse problemstillingen.

For verden sett under ett anslår IMF at verdens BNP blir over 7 pst. lavere i 2011 enn anslått forut for finanskrisen.⁵ Virkningen er omtrent like stor for industrilandene og utviklingslandene. Ifølge IMF kan denne nedjusteringen i all hovedsak tilskrives finanskrisen og dens konsekvenser på kapitalbeholdning, sysselsetting og produktivitet.

OECD anslår på sin side at produksjonspotensialet er redusert med om lag 2–3 pst. i OECD-

⁵ Anslaget kan imidlertid overvurdere virkningen av finanskrisen. Ettersom verdensøkonomien var i en høykonjunktur skal man ikke vente at den vil vokse med trendveksten fra det nivået, men fra det konjunkturnøytrale produksjonspotensialet.



Figur 5.2 IMF's anslag for verdensøkonomien før og etter finanskrisen. BNP. Volumindeks 2006=100
Kilde: IMF.

området som følge av finanskrisen. To tredeler av dette skyldes lavere kapitalbeholdning, mens om lag en tredel tilskrives lavere potensiell sysselsetting. OECDs anslag innebærer videre at anslaget på likevektsarbeidsledigheten er justert opp med ett prosentpoeng. Heller ikke OECD legger til grunn at den potensielle veksten påvirkes av finanskrisen.

5.3.3 Statsfinansielle forhold

Finanskrisen har store statsfinansielle konsekvenser. For det første fører redningspakker mv. ovenfor bankene og andre finansinstitusjoner til betydelige kostnader. For det andre innebærer lavere økonomisk aktivitet at skatteinntektene synker dramatisk i flere land, og for det tredje har de fleste land brukt finanspolitikken aktivt for å dempe utslagene av krisen på produksjon og sysselsetting.

Det er stor forskjell på hvor hardt statsfinansene i ulike land er rammet. Dette henger både sammen hvor hardt de ulike landene i utgangspunktet ble rammet av finanskrisen og det realøkonomiske tilbakeslaget, hvordan skatte- trykkesystemet mv. er bygd opp og i hvilken grad finanspolitikken er brukt aktivt for å motvirke tilbakeslaget.

Anslag fra OECD viser at de offentlige finanser svekkes kraftig. Fra 2007 til 2010 anslår organisasjonen at budsjettunderskuddene økte fra knapt 1¼ pst. til hele 7½ pst. av BNP. Av økningen

på 6¼ prosentpoeng tilskriver OECD om lag 4 prosentpoeng konjunkturutviklingen, mens det resterende trolig i all hovedsak kan tilskrives at finanspolitikken brukes aktivt for å dempe utslagene i produksjon og sysselsettingen.

De store underskuddene gjør at offentlig gjeld øker markert i de fleste OECD-landene, jf. figur 5.3. Samlet sett anslår OECD at offentlig bruttogjeld vil øke med om lag 30 pst. av BNP fra 2007 til 2012. Dette tilsvarer om lag summen av budsjettunderskuddene i perioden, noe som kan indikere at de statsfinansielle kostnadene av finanskrisen først og fremst er knyttet til kostnadene ved bruken av finanspolitikken for å dempe utslagene i produksjon og sysselsetting og i mindre grad knyttet til støttetiltak overfor banker og andre finansinstitusjoner.

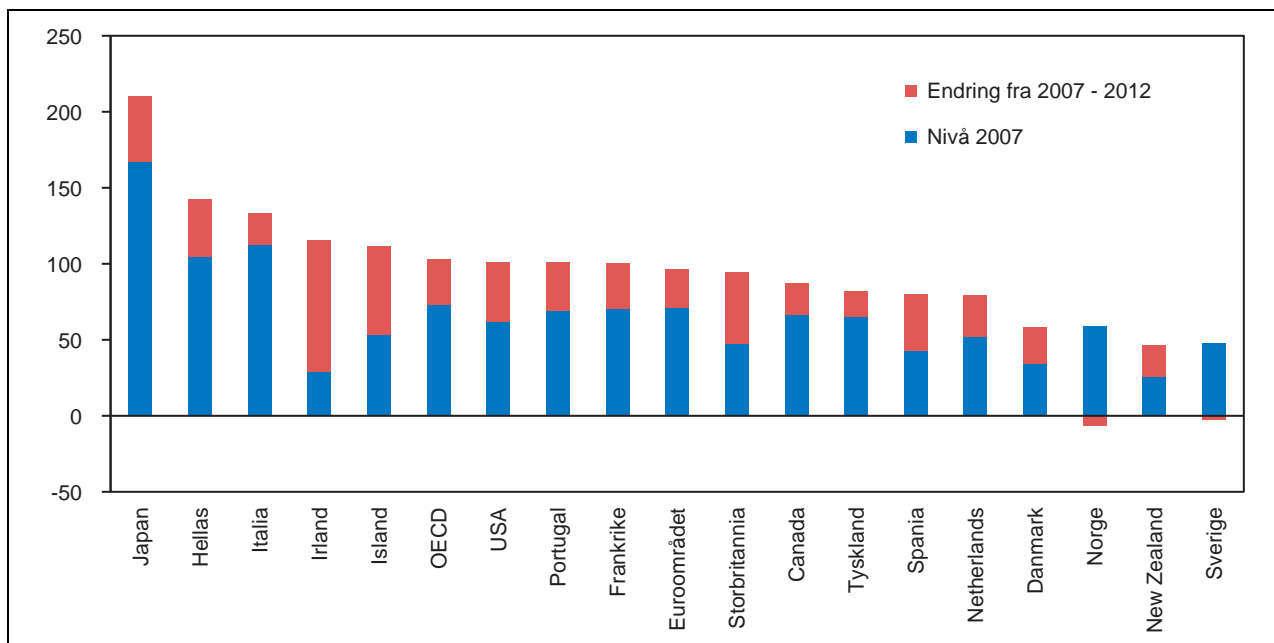
Svekkelsen av statsfinansene vil ha stor betydning for den økonomiske handlefriheten i politikken i de ulike landene framover. Jo hardere landene er rammet, jo større press vil det bli for reformer som reduserer offentlige utgifter eller øker offentlige inntekter. Dette forsterkes av at det har blitt dyrere og vanskeligere å ta opp ny gjeld og å rullere eksisterende gjeld for de landene som har fått en særlig kraftig svekkelse av statsfinansene, jf. nærmere omtale i kapittel 4. En rekke land gjennomfører derfor betydelige tiltak for å gjenopprette tilliten til statsfinansene. Blant annet basert på framlagte budsjettforslag og flerårige innstrammingsplaner anslår OECD at budsjettunderskuddene i OECD-landene, justert for konjunkturelle forhold, vil avta med om lag 1 pst. av BNP per år de nærmeste to årene.

Budsjettkonsolideringsplanene internasjonalt inneholder både skatteøkninger, økte egenandeler til f.eks. utdanning, frys i offentlige lønninger og innsparinger i offentlige velferdsordninger og andre offentlige utgifter. Det er ikke uventet landene med de største underskuddene og den høyeste statsgjelden som må gjøre de største tiltakene, som Island, Irland, Hellas og Storbritannia. I andre land, som USA, er det foreløpig ikke vedtatt noen konkrete planer om vesentlige innstramminger.

5.3.4 Fordelingsmessige konsekvenser

Noen grupper rammes hardere enn andre av fallene i formuesverdier og av konjunkturtilbakeslaget. Videre kan kostnaden ved at det samlede produksjonspotensialet i verdensøkonomien er trukket ned bli ujevnt fordelt.

Det er grunn til å tro at finanskrisen vil medføre økt inntektsulikhet på kort sikt, ettersom



Figur 5.3 Offentlig sektors bruttogjeld. Prosent av BNP

Kilde: OECD.

kostnadene i form av redusert sysselsetting i stor grad bæres av den andelen av arbeidsstyrken som blir arbeidsledige. På litt lengre sikt er det også et spørsmål om finanskrisen vil påvirke hvordan verdiskapingen fordeles mellom arbeidstakere og kapitaleiere. Lønnsandelen, dvs. andelen av verdiskapingen som går til avlønning av arbeidskraft, svinger gjerne med konjunktorene. Utover i en oppgangskonjunktur øker gjerne lønnsveksten, og etter hvert øker andelen av verdiskapingen som tilfaller arbeidstakerne. Når økonomien snur og den samlede verdiskapingen faller, skjer det på kort sikt lite med lønningene. Videre tar det tid før arbeidsgiverne reduserer sysselsettingen for å tilpasse seg til et nytt og lavere aktivitetsnivå. Dette bidrar til at lønnsandelen ofte øker den første tiden i et konjunkturtilbakeslag. Etter hvert som lønnsveksten og sysselsettingen avtar, faller også lønnsandelen tilbake, som oftest til et nivå lavere enn gjennomsnittet. Det at arbeidstakerne etter hvert får en mindre andel av verdiskapingen i en lavkonjunktur kan reflektere at de i en slik situasjon har en svak forhandlingsposisjon overfor kapitaleierne.

Vurderingene fra OECD og IMF kan tyde på at arbeidsledigheten også på lang sikt vil øke som følge av finanskrisen, jf. forrige avsnitt. Dette kan i så fall trekke i retning lavere lønnsandel framover. På den annen side kan finanskrisen også innebære at kapitalintensiteten i produksjonen kan bli lavere på sikt. Det kan trekke i retning av at ande-

len av verdiskapingen som går til kapitaleierne blir mindre.

Utviklingen etter tidligere finanskriser trekker i retning av at finanskrisen og det påfølgende tilbakeslaget vil trekke lønnsandelen ned framover, men erfaringene er på ingen måte entydige.⁶ I både Norge, Sverige og Finland var lønnsandelen klart lavere i tiåret etter den nordiske bankkrisen enn i tiåret før, og nedgangen i lønnsandelen var klart større enn gjennomsnittlig for OECD-området. Også for finanskrisen i Japan som begynte på 1990-tallet er det tilsvarende resultater. Dette var finanskriser som falt sammen med kraftig nedgang i økonomisk aktivitet og sterk og langvarig økning i arbeidsledigheten, som en skulle vente ville føre til lavere lønnsandel. De øvrige finanskrisene som er undersøkt gir et mer blandet bilde. Både i Australia og Danmark på slutten av 1980-tallet falt lønnsandelen mer enn ellers, selv om

⁶ Vurderingene i dette avsnittet er basert på utviklingen i lønnsandelen rundt 8 tidligere finanskriser, Norge, Sverige og Finland på begynnelsen av 1990-tallet, Japan på begynnelsen av 1990-tallet, Australia (1989), Canada (1983), Danmark (1987) og USA (1988). For hver av krisene sammenlignes gjennomsnittlig lønnsandel de ti siste årene forut for startåret på finanskrisen med gjennomsnittlig nivå de ti første årene etter startåret på finanskrisen. Ettersom det også kan være andre forhold enn finanskrisen som påvirker lønnsandelen, f.eks. generelle globale trender, er utviklingen i lønnsandelen i kriselandet sammenliknet med utviklingen i gjennomsnittlig lønnsandel i OECD-området i samme periode.

arbeidsledigheten i de to landene økte noe mindre enn OECD-gjennomsnittet i samme periode. I Canada på begynnelsen av 1980-tallet var det derimot kun små endringer i lønnsandelen rundt finanskrisen, mens lønnsandelen i OECD-området ellers falt i samme periode. Økningen i arbeidsledigheten i Canada var da også klart mindre enn økningen i arbeidsledigheten i OECD-området sett under ett. I USA var lønnsandelen høyere i tiåret etter finanskrisen på slutten av 1980-tallet enn i tiåret før, men så avtok da også arbeidsledigheten i denne perioden.

Fallet i formuesverdier rammer også skjevt. Generelt er finansformuen ulikt fordelt, og de med høy formue har generelt også høye inntekter. Slik sett kan man si at tapene av fallet i verdipapirmarkedene først og fremst rammer de som har størst evne til å bære tapene.

En utfordring som oppstår er hvordan tapene i fonderte pensjonssystemer fordeles. Ifølge OECD falt verdiene i private pensjonsordninger med 20–25 pst. i 2008.⁷ Dette slår forskjellig ut for forskjellige pensjonsordninger:

- Med mindre nedgangen også gjenspeiler at avkastningen over tid har endret seg, har dette relativt liten betydning for pensjonssparere med *innskuddsbaserte pensjoner* som har lang tid igjen til pensjonsalder. For de som er nær pensjonsalder innebærer dette derimot at de enten får redusert sin pensjon betydelig, eller at de må jobbe lenger enn de tidligere hadde sett for seg.⁸
- For ytelsesbaserte ordninger påvirkes i utgangspunktet ikke medlemmene av ordnin-

⁷ OECD (2009a).

gen. I slike ordninger vil kostnaden ved fallet i verdien på pensjonsordningens aktiva fordeles mellom pensjonsforvalteren og det foretaket som har opprettet ordningen. Fordelingen av tapet vil avhenge av hvilke garantier pensjonsforvalteren har gitt. På den annen side kan utslaget av slike garantier medføre skift i pensjonskontraktene, f. eks. ved overgang fra ytelses- til innskuddsordninger.

Det er store forskjeller i de private pensjonsordningene mellom land, og dermed i konsekvensene for medlemmene av pensjonsordningene. I Norge er størstedelen av kapitalen i private pensjonsordninger plassert i ytelsesbaserte ordninger.

Også for *offentlig pensjonsordninger* kan det være kostnader som må fordeles. Dersom verdifallene påvirker avkastningen på sikt, må enten framtidige pensjoner reduseres eller pensjonspremiene (eller skattene) økes. Dersom fallet kun er en svingning som ikke påvirker den langsiktige avkastningen, er det i utgangspunktet ingen kostnader som må fordeles i et offentlig fondert pensjonssystem. I land der utviklingen i pensjonen automatisk indekseres på ulike vis, vil også finanskrisen kunne påvirke pensjonene. I Sverige, der alderspensjonene bl.a. indekseres ut fra børs-kurser og prisindekser, førte f.eks. børsfallet til at offentlige alderspensjonene ble redusert i 2009.

⁸ I en spørreundersøkelse gjennomført av konsultantselskapet Watson og Wyatt i februar 2009 svarte 44 pst. av amerikanske arbeidstakere over 50 år at de ville pensjonere seg senere enn de tidligere hadde sett for seg. Tre firedeler av disse oppga tap på private pensjonsordninger som grunn.

Del II
Finanskrisens utslag i Norge

Kapittel 6

Kriseforløpet i Norge

6.1 Innledning

En blanding av flaks, dyktighet og forsiktighet gjorde at Norge – i alle fall så langt – har klart seg bra igjennom den internasjonale finanskrisen. Det er ikke sikkert det går like bra neste gang. Det er derfor viktig å forstå hvilke særtrekk ved norsk økonomi og finansnæring som kan forklare dette forløpet i Norge, og hvilken betydning de ulike politiske tiltakene rettet inn mot finansnæringen og mot økonomien generelt har hatt for utviklingen i Norge. En rekke forhold ved norsk økonomi, norske finansmarkeder og norsk finansmarkedsregulering som slo heldig ut under denne krisen, kan imidlertid utgjøre sårbarheter i andre krisescenarier.

I denne del II av utredningen gjennomgås finanskrisens utslag i Norge. I resten av dette kapitlet beskrives hvordan den internasjonale finanskrisen slo ut i Norge, og hvordan tilstanden i norsk økonomi var før krisen. I kapittel 7 gjennomgås i større detalj trekk ved den norske realøkonomien som har hatt betydning for kriseutslagene. Kapittel 8 handler tilsvarende om trekk ved den norske finanssektoren som kan kaste lys over hvorfor utviklingen i Norge ble som den ble.

Norge er blant landene som så langt har klart best igjennom den internasjonale finanskrisen. Svikten i de internasjonale finansmarkedene utover høsten 2008 ga likevel akutte utfordringer for norske banker, og omfattende myndighetstiltak ble iverksatt. Fallet i verdenshandelen rammet også mange norske eksportører hardt. Svekkede utsikter, høyere utlånsrenter og en innstramming av bankenes utlånstilbud, bidro samtidig til å forsterke nedgangen i eiendomsmarkedene og i husholdningenes etterspørsel.

Kraftig penge- og finanspolitisk stimulans, og myndighetenes støttetiltak overfor finansmarkedene, bidro til å stabilisere utviklingen. Bruken av oljeinntekter økte med om lag 42 mrd. kroner fra 2008 til 2009, noe som historisk sett er en svært kraftig stimulans til økonomien. Tiltakene var på nivå med gjennomsnittet i OECD-området, til

tross for at Norge ble klart mildere rammet av finanskrisen enn de fleste andre land.

Det er flere forhold som bidro til å dempe utslagene av denne finanskrisen i Norge. Særlig viktig var det at norsk næringsliv i liten grad produserer de varene som ble utsatt for den største etterspørselssvikten internasjonalt, så som såkalte varige forbruksgoder (f.eks. biler, forbrukerelektronikk osv.). Etterspørselen fra petroleumssektoren holdt seg oppe, noe som var viktig for den store delen av norsk industri som er leverandører til denne sektoren. Videre har Norge en stor offentlig sektor og et godt utbygd sosialt sikkerhetsnett, som under krisen trolig virket stabiliserende på etterspørselen etter varer og tjenester. Den norske finanssektoren er også relativt liten og har det aller meste av sin virksomhet i Norge, rettet mot norske kunder.

I møte med utslagene av den internasjonale krisen, hadde Norge et svært godt statsfinansielt utgangspunkt, og norske myndigheter hadde en større handlefrihet i den økonomiske politikken enn de fleste andre. Det styrket tilliten til norske finansinstitusjoner internasjonalt, og muliggjorde omfattende støttetiltak overfor finansmarkedene og realøkonomien. Selv om finanskrisen medførte et kraftig fall i verdien av Statens pensjonsfond utland og at statens skatteinntekter falt betydelig ettersom aktiviteten i norsk økonomi avtok, var det aldri tvil om statens finansielle robusthet.

Pengepolitikken ble raskt lagt om i ekspansiv retning under finanskrisen, med kraftige rentenedsettelse i de fleste land, også i Norge. Fra oktober 2008 til juni 2009 satte Norges Bank ned styringsrenten med til sammen 4,5 prosentpoeng, til 1,25 pst. Høy gjeld i husholdningene, i stor grad med flytende rente, gjorde at rentenedsettelsene førte til rask bedring i boligmarkedet, og oppgang i forbruket.

I de norske finansmarkedene fikk krisen internasjonalt utslag først og fremst i form av vanskeligheter i finansieringsmarkedene, slik at bankene fikk problemer med å fornye innlån (markedsfinansiering) som gikk til forfall. Uten særlige likvi-

ditetstiltak fra myndighetene kunne de store bankene, som i langt større grad enn de mindre bankene ble rammet av vanskelighetene i de internasjonale finansieringsmarkedene, fått problemer. Finansieringen til norske banker sett under ett, og de mindre bankene spesielt, består for en stor del av kundeinnskudd, som holdt seg stabile under krisen. Det kan ha sammenheng med at Norge har en god og troverdig innskuddsgarantiordning.

Finanskrisen var ikke en soliditetskrise for norske finansinstitusjoner. Det skyldes relativt små tap på verdipapirer, og at norsk økonomi så langt har klart seg relativt godt gjennom krisen, slik at utlånstapene også har vært beskjedne. At verdipapirtapene blant norske banker har vært relativt beskjedne, skyldes både at bankene generelt eier lite verdipapirer, og lav eksponering mot de verdipapirene som var mest utsatt for verdifall, så som kompliserte boliglånspapirer («subprime»-papirer mv.). Forsikringsselskapene klarte seg gjennom krisen, men fikk negative resultater i 2008 på grunn av kraftig verdifall på verdipapirer.

Norske finansinstitusjoner er underlagt en regulering som på noen områder er strengere enn det som er vanlig internasjonalt, bl.a. når det gjelder kravene til kvaliteten på bankenes egenkapital og til verdipapirisering av utlånsporteføljer. Det, sammen med god inntjening i årene før finanskrisen, bidro til god soliditet i institusjonene ved inngangen til finanskrisen. Erfaringene opparbeidet under den norske bankkrisen på 1990-tallet har trolig også bidratt positivt, både når det gjelder bankenes tilpasning og myndighetenes regelverksutforming.

En rekke forhold ved norsk økonomi, norske finansmarkeder og norsk finansmarksregulering, som slo heldig ut under denne krisen, kan utgjøre sårbarheter i andre krisescenarioer. Eksempelvis var det en fordel med en stor petroleumssektor og lite tradisjonell industri denne gangen. Hadde det derimot vært et kraftig og langvarig fall i prisen på olje kunne det ha hatt store konsekvenser for norsk økonomi.

Det at norske husholdninger stort sett eier sin egen bolig og har høy gjeld med flytende rente, gjør norske husholdninger utsatt for en negativ utvikling i boligmarkedet. Under denne krisen innebar dette derimot at husholdningenes disponible inntekt økte, på grunn av rentenedsettelse.

Et annet eksempel er at sparing i innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger ikke har vært vanlig i Norge i mer enn noen få år, og at det derfor er lite kapital oppspart i slike ordninger. Om

noen år, når en stor del av den samlede pensjonskapitalen også i Norge trolig vil være i slike ordninger – hvor arbeidstakeren bærer risikoen for verdifall – vil et kraftig fall i verdipapirmarkedene kunne slå vesentlig annerledes ut for arbeidstakerne og for økonomien som helhet.

Videre har norske banker, og den norske finanssektoren generelt, lite virksomhet i utlandet. Det var en fordel når det nå gikk så mye bedre i Norge enn i de fleste andre land. Hadde krisen isteden hatt større negative utslag i Norge enn andre steder, eller det hadde vært en ny nasjonal finanskrisen à la den norske bankkrisen på 1990-tallet, kunne en mer diversifisert aktivitet i flere land redusert risikoen for bankene.

Den norske håndteringen av finanskrisen kan derfor sies å være preget av en unik blanding av flaks, dyktighet og forsiktighet.

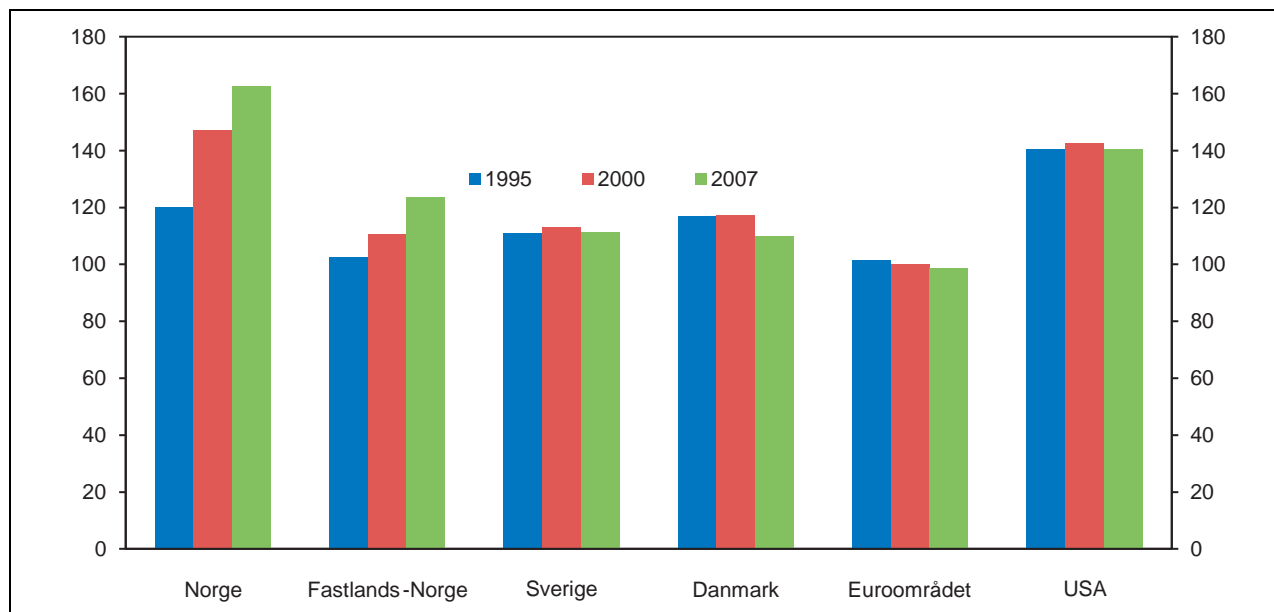
6.2 Norsk økonomi før krisen

6.2.1 Makroøkonomiske utviklingstrekk

De siste 10–15 årene i forkant av finanskrisen var samlet sett en svært god periode for norsk økonomi. Mellom 1995 og 2008 økte antall sysselsatte med 23 pst. I samme periode falt andelen arbeidsledige fra 6 til 2½ pst. Prisene på viktige norske eksportvarer, som olje, aluminium og andre metaller, økte klart mer enn prisene på varer og tjenester som importeres til Norge. Denne bedringen i bytteforholdet overfor utlandet la, sammen med god produktivtetsvekst, grunnlaget for at norske lønsmottakeres kjøpekraft lenge økte mer enn hos handelspartnerne, og for god lønnsomhet i norsk konkurranseutsatt næringsliv.

Samlet sett har velstandsutviklingen i Norge siden midten av 1990-tallet vært bedre enn i de fleste andre OECD-land, jf. figur 6.1. Verdiskapingen i Norge per innbygger (justert for forskjeller i prisnivå) var om lag 20 pst. høyere enn OECD-gjennomsnittet i 1995. I 2007 hadde dette steget til over 60 pst. En vesentlig del av økningen må tilskrives økt petroleumsproduksjon og høyere petroleumspriser, men også dersom en ser bort fra petroleumssektoren var det en kraftig økning i verdiskaping.

Selv om perioden 1995–2008 sett under ett var god, var det også perioder med tilbakegang. I kjølvannet av Asiakrisen i 1997/1998, da aksje- og valutakurser ble kraftig redusert i sørøstasiatiske land, avtok oljeprisen markert. Det bidro til betydelig nedgang i oljeinvesteringene og en avdemping av veksten i norsk økonomi. Samtidig gjorde



Figur 6.1 Kjøpekraftsjustert BNP per innbygger. Indeks. OECD-gjennomsnitt = 100

Kilde: SSB og OECD.

flere år med høy lønnsvekst i Norge de konkurranseutsatte næringene sårbare.

Da den såkalte dotcom-boblen sprakk rundt årtusenskiftet, avtok veksten i OECD-økonomiene markert. Samtidig ga en høy rentedifferanse mot utlandet en markert styrking av den norske kronen i 2001/2002. Norsk økonomi gikk etter hvert inn i en kortvarig lavkonjunktur. Lavere styringsrente, et kraftig oppsving i etterspørselen etter norske eksportprodukter og en bedring i bytteforholdet overfor utlandet, la deretter grunnlag for en ny oppgangskonjunktur.

Oppgangen i norsk økonomi var særlig kraftig fra 2003 til 2007. En hovedårsak var at Norge høstet særlig store gevinster av økt verdenshandel. Sterk økning i etterspørselen fra Kina og andre framvoksende økonomier ga høy vekst i prisene på norske eksportprodukter. Med høy lønnsomhet og tiltakende kapasitetsutnyttelse bidro dette til en kraftig oppgang i investeringene, både i den norske petroleumssektoren og i fastlandsøkonomien.

Selv om aktiviteten og sysselsettingen økte kraftig, holdt lønnsveksten seg lenge moderat. Det har sammenheng med at arbeidsinnvandringen økte produksjonspotensialet i sektorer med høy kapasitetsutnyttelse, og at det norske systemet for inntektsdannelse bl.a. innebærer at lønnsutviklingen kobles til konkurransekraften til eksportnæringene. Det innenlandske pris- og lønnspresset ble også dempet av lav importert inflasjon. Utover i oppgangen tok imidlertid lønns-

veksten seg betydelig opp, til et nivå klart høyere enn hos handelspartnerne.

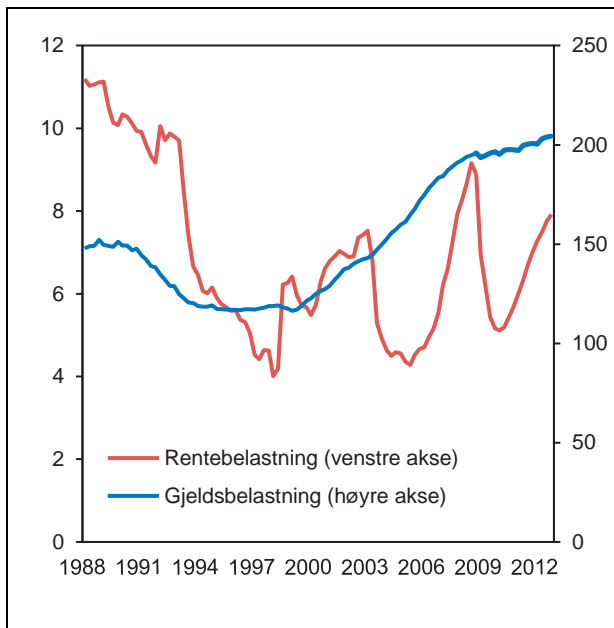
Norsk økonomi passerte en konjunkturtopp rundt årsskiftet 2007/2008. Høyere renter bidro til nedgang i boliginvesteringene og lavere vekst i privat konsum. Videre falt investeringene i næringslivet, og lavere vekst internasjonalt bidro til lavere etterspørsel etter tradisjonelle norske eksportvarer. Da den internasjonale finansuroen eskalerte til en krise høsten 2008 var veksten i norsk økonomi allerede på vei ned.

6.2.2 Finansiell sårbarhet ved inngangen til krisen

Stor optimisme i oppgangstider kan drive formuespriser og investeringer opp, og føre til høy kredittvekst. Kredittfinansiert vekst kan igjen bidra til finansiell sårbarhet.

Gjeldsveksten til norske husholdninger var høy på 2000-tallet, og betydelig høyere enn veksten i disponibel inntekt. Husholdningenes gjeldsbelastning (gjeld som andel av disponibel inntekt) nådde et historisk høyt nivå ved inngangen til krisen, jf. figur 6.2. Gjeldsbelastningen utgjorde om lag 200 pst., hele 70 prosentpoeng høyere enn i 2000.

Den kraftige gjeldsveksten må bl.a. ses i lys av sterk vekst i boligprisene og at utlånsrentene i deler av perioden var svært lave. Videre ga en oppmykning av bankenes lånetilbud flere husholdninger mulighet til å finansiere boligkjøp, og



Figur 6.2 Husholdningenes gjeldsbelastning som andel av disponibel inntekt

Kilde: SSB og Norges Bank.

omfanget av fullfinansierte boligkjøp økte. I denne perioden tilbød også mange banker et nytt låneprodukt der belåningsgraden på boligen kunne økes for å frigjøre midler til f.eks. konsum (rammelån). Mens gjelden økte kraftig, avtok husholdningenes samlede sparing på 2000-tallet.

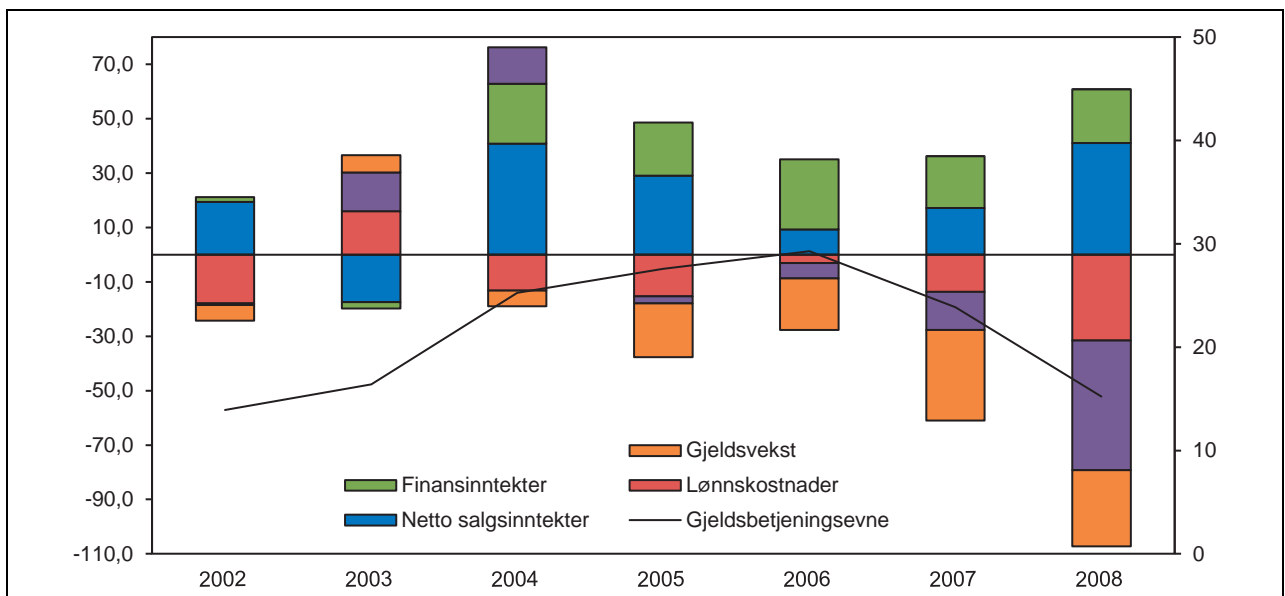
Samlet sett innebar den kraftige økningen i gjelden og nedgangen i sparingen gjennom oppgangskonjunktoren at husholdningenes finansi-

elle stilling ble svekket fram mot utbruddet av den internasjonale finanskrisen. Selv om situasjonen ikke nødvendigvis framstod som dramatisk, innebar utviklingen at husholdningenes sårbarhet overfor renteøkninger, fall i boligprisene eller en markert oppgang i arbeidsledigheten var større enn den hadde vært noen år tidligere.

Det økonomiske tilbakeslaget på begynnelsen av 2000 tallet førte til en reduksjon i foretakenes låneopptak. Gjeldsveksten tok seg opp igjen fra 2005 og var da høyest innen næringseiendom, bygg og anlegg.

Til tross for kraftig gjeldsvekst, bidro høy lønnsomhet til at foretakenes gjeldsbetjenings-evne (resultat før skatt og av- og nedskrivninger som andel av gjeld) økte fram til 2006. Deretter avtok gjeldsbetjenings-evnen noe som følge av høy gjeldsvekst og etter hvert høyere renter, jf. figur 6.3. Høy lønnsomhet over flere år bidro videre til at det ble bygd opp betydelige finansielle buffere i form av høy egenkapitalandel i mange foretak. Økte finansielle buffere gjør foretakene bedre i stand til å absorbere utslagene av konjunktursvingninger.

Foretakene innen eiendomsdrift står for en stor andel av de samlede næringslånene i norske banker, og bankene er indirekte eksponert mot eiendomsmarkedet fordi det er vanlig å ta sikkerhet i fast eiendom ved mange typer utlån. I årene forut for finanskrisen var prisveksten på nærings-eiendom høy, og transaksjonsprisene steg raskere enn leieprisene. Eiendomsinvestorer ønsker ofte en fast belåning på eiendommene og den kraftige



Figur 6.3 Gjeldsbetjeningssevne for foretak, 2002–2008. Nivå (høyre) og bidrag til relativ endring (venstre). Resultat før skatt og nedskrivninger i prosent av gjeld

Kilde: Norges Bank.

prisstigningen i perioden var derfor en hoveddriver for den sterke gjeldsveksten til næringen. Låneopptakene utløst av den ekstraordinære prisveksten på næringseiendom fra 2004 var en risikofaktor. Dette reflekteres også av at gjeldsbetjenings- evnen for foretak innen næringseiendom falt kraftig fra 2006 til 2008.

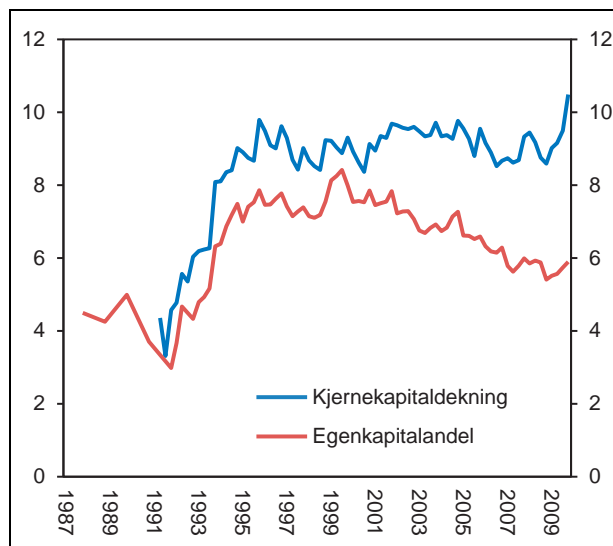
De ikke-finansielle foretakenes finansielle buffere var større forut for finanskrisen enn ved inn- gangen til tidligere konjunkturomslag. Den høye gjeldsveksten innebar imidlertid at mange foretak var sårbare for renteøkninger. Særlig gjaldt dette innen næringseiendom.

Bankenes lønnsomhet varierer mye med kon- junkturene og det er i hovedsak utlånstapene som driver svingningene. Bankenes utlånstap var gjen- nomgående lave fra andre halvdel av 1990-tallet. Selv under konjunkturomslaget i 2001–2003 var ikke tapene mye over gjennomsnittet. De lave tapene har bidratt til at lønnsomheten i bankene var god i årene forut for finanskrisen.

Fra slutten av 1990-tallet falt bankenes rente- margin (gjennomsnittlig utlånsrente minus gjen- nomsnittlig innskuddsrente). Det passer inn i et internasjonalt bilde med stadig lavere risikopre- mier, men kan også ha vært en følge av økt kon- kurransen fra utenlandske banker med virksomhet i Norge. Sterk utlånsvekst bidro imidlertid til å holde inntektene oppe når rentemarginen avtok, samtidig som effektivisering og teknologiske nyvinninger ga lavere enhetskostnader for ban- kene.

I 2004 ble det klart at framtidig overgang til nye kapitaldekningsregler – de såkalte Basel II- reglene, ville medføre lavere kapitalkrav for ban- kene fra 2007, bl.a. når det gjaldt boliglån. Dette kan også ha medvirket til den sterke utlånsvek- sten, jf. boks 6.1. Bankenes egenkapital falt som andel av forvaltningskapitalen på 2000-tallet, jf. figur 6.4. I 2008 var egenkapitalandelen fremdeles høyere enn i forkant av den norske bankkrisen på 1990-tallet, men lav i et lengre perspektiv. Kjerne- kapitalen som andel av risikovektet beregnings- grunnlag holdt seg derimot oppe gjennom 2000- tallet. Dette hadde først og fremst sammenheng med at kritiske terskler i fastsettelsen av risiko- vekter for boliglån under Basel I var bestemt av belåningsgrad. Den kraftige prisveksten på boliger medførte lavere belåningsgrader, og dermed et lavere risikovektet beregningsgrunnlag. Fra 2007 medførte overgangen til lavere risikovekter under Basel II at beregningsgrunnlaget falt ytterli- gere.

Innskuddenes andel av bankenes finansiering avtok i årene fram til finanskrisen, spesielt for de



Figur 6.4 Norske bankers og OMF-foretaks egen- kapital og kjernekapital

Kilder: Norges Bank og Finanstilsynet.

store bankene. Dette var også i tråd med utviklin- gen internasjonalt. Innskuddene økte, men ikke like mye som utlånene. Det gjorde norske banker mer avhengig av såkalt markedsfinansiering, bl.a. fra utlandet. Mens innskudd tradisjonelt er en sta- bil finansieringskilde kan markedsfinansiering være vanskelig å fornye i urolige tider.

Den kraftige utlånsveksten på 2000-tallet var trolig både etterspørsels- og tilbudsdrivet, og bidro til å øke sårbarheten i finanssystemet. Sterk økonomisk vekst, lave renter og stigende eien- domspriser stimulerte etterspørselen, mens regel- virksomhetslegging og økt konkurranseintensitet kan ha drevet tilbudet. Samlet sett økte sårbarheten i det norske finanssystemet betydelig i årene fram mot den internasjonale finanskrisen. Situasjonen framstod imidlertid ikke som dramatisk, og både Norges Bank og Finanstilsynet vurderte utsiktene for finansiell stabilitet som tilfredsstillende forut for krisen.¹

6.3 Internasjonal krise slår inn i det norske finanssystemet

6.3.1 Likviditetskrise i banksektoren

Tiltakende finansuro internasjonalt førte til høy- ere rentepåslag for både banker og norske foretak fra sommeren 2007. Samtidig økte sentralbankene i mange land styringsrentene. Aktiviteten i det norske interbankmarkedet avtok. Uroen var også

¹ Jf. bl.a. Norges Bank (2008) og Finanstilsynet (2008).

medvirkende til at norske kommuner med investeringer i sammensatte investeringsprodukter med eksponering i USA måtte ta store tap utover høsten 2007.

Ifølge undersøkelser fra Finanstilsynet og Norges Bank var det en betydelig forverring i tilbudet av finansiering fra mars 2008. Finansiering ut over ett år var blitt spesielt dyrt og lite tilgjengelig, noe som gjorde det mer krevende for enkelte banker å overholde interne rammer for langsiktig finansiering. Undersøkelser om bankenes utlånstilbud indikerte at stadig flere banker strammet inn på utlånene til husholdninger og foretak.²

Da den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs 15. september 2008, brøt det ut en alvorlig tillitskrise mellom finansinstitusjoner internasjonalt, jf. nærmere omtale i kapittel 4. Interbankmarkedene falt i perioder nærmest sammen. Rentepåslagene i pengemarkedene i USA smittet også raskt over i det norske pengemarkedet. Differansen mellom pengemarkedsrenter og styringsrenter, som allerede hadde steget betraktelig etter problemene i det amerikanske subprime-markedet, mer enn doblet seg på få dager, jf. figur 6.5. Tilgangen på amerikanske dollar var tidvis dårlig, og da det på et tidspunkt ikke ble fastsatt dollarkurs mot norske kroner, uteble også fastsettelse av norske pengemarkedsrenter.

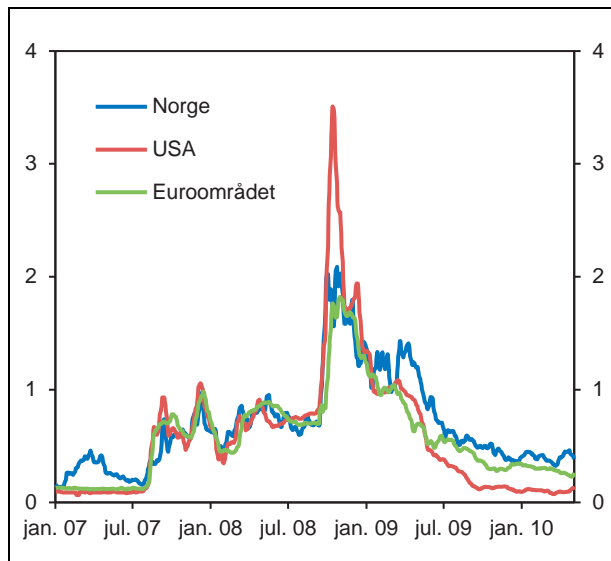
Da finansuroen tiltok høsten 2008, iverksatte Finansdepartementet og Norges Bank ulike tiltak for å øke bankenes tilgang til likviditet. Tiltakene ble iverksatt for å bidra til å opprettholde bankenes utlånsvirksomhet, for å begrense avstanden mellom Norges Banks styringsrente og renten bankene lånte til i markedet, og for å unngå at solvente banker fikk betalingsproblemer på grunn av manglende tilgang til likviditet.

Også myndigheter og sentralbanker i mange andre land og valutaområder gjennomførte vesentlige tiltak for å hjelpe banker og kredittforetak med likviditet.³ For norske banker som hadde engasjementer i andre valutaer, var også disse tiltakene viktige.

Norges Bank tilførte store mengder likviditet til banksystemet, både i kroner og i dollar, og opprettet etter hvert en kredittlinje hos den amerikanske sentralbanken for å sikre tilgang på dollarlikviditet. Løpetiden på likviditetslån ble satt betydelig lengre en normalt, og kravene til sikkerhet for lån i Norges Bank ble midlertidig lempet.

² Norges Bank (2008).

³ Se f.eks. BIS (2009) for oversikt og evaluering av internasjonale tiltak.



Figur 6.5 Differanse (i prosentenheter) mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank.

Likviditetstiltakene ga raskt utslag i rentedifferansene, men omfanget av låneaktivitet mellom de norske bankene forble svekket. I oktober 2008 uttalte sentralbanksjef Svein Gjedrem følgende:⁴

«Pengemarkedene er blitt sterkt segmentert. I kronemarkedet er det blitt et skapt et skille mellom norske og utenlandske banker og mellom store og små banker. Det er liten omsetning og utenlandske aktører som trenger kroner, har vanskelig for å få tilgang på valuta. Mindre norske banker som tidligere har lånt hos store banker, må nå henvende seg til Norges Bank. I denne perioden har faktisk sentralbanken blitt en møteplass og den eneste markedsplassen for aktørene.»

Behovet for ekstraordinær likviditetsstøtte fra Norges Bank vedvarte utover høsten 2008.

Stortinget ga 24. oktober 2008 Finansdepartementet fullmakt til å iverksette en ordning der bankene kunne bytte til seg statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Bytteordningen ble utformet med sikte på å bedre bankenes muligheter til langsiktig finansiering, samt bidra til å redusere problemene i interbankmarkedet. Ved at bankene fikk anledning til å bytte mindre likvide eiendelen mot statspapirer, kunne tiltaket også bidra til å lette omfordelingen av likviditet i markedet. Bankene som deltok i ordningen kunne skaffe finansiering gjennom salg av statspapirene

⁴ Gjedrem (2008).

eller ved innlån der statspapirene ble stilt som sikkerhet.⁵

Utover våren og sommeren 2009 deltok stadig flere banker i bytteordningen, gjennom egne eller felleseide kredittforetak. Flere frittstående sparebanker fikk etablert egne boligkredittforetak som begynte å delta i ordningen. Bytteordningen var en viktig finansieringskilde for mange banker gjennom den internasjonale finanskrisen. Et mål på dette er størrelsen på tildelt volum i ordningen som andel av bankenes forvaltningskapital, jf. figur 6.6.

Prisen på byttene ble fastsatt ved auksjon. I de første auksjonene lå tildelingsrenten 0,2 prosentpoeng under den norske pengemarkedsrenten (NIBOR). Dette var en gunstig pris for bankene. Etter dette økte prisen gradvis. I den siste auksjonen var minsteprisen 0,7 prosentpoeng over pengemarkedsrenten. Ved en slik pris, var ikke bytteordningen lenger økonomisk gunstig for de fleste bankene.

I utgangspunktet var varigheten av bytteavtalene begrenset til tre år. Dette ble senere utvidet til fem år. Maksimalt omfang av ordningen ble satt til 350 mrd. kroner. Totalt ble statsveksler til en

verdi av 229,5 mrd. kroner tildelt fordelt på 24 auksjoner.

6.3.2 Islandsk bankdrift i Norge avvikles

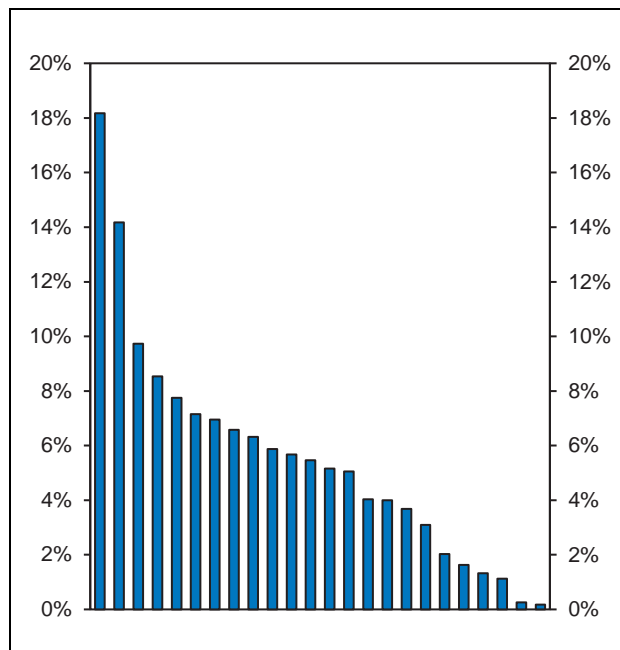
Da de store islandske bankene ble satt under administrasjon av islandske myndigheter i oktober 2008, fikk Glitnirs datterbank i Norge, Glitnir Bank ASA, ikke lenger tilgang på likviditet fra den islandske morbanken. Bankenes sikringsfond stilte likviditetsgaranti for Glitnir Bank ASA for en kortere periode forutsatt at banken ble solgt. Den 19. oktober 2008 ble det gitt, og i hovedsak akseptert, et bud fra Sparebank 1-konsortiet, som i desember 2008 formelt overtok Glitnir Bank ASA.

Kaupthing opererte i Norge gjennom en filial, og siden filialen ikke er en egen økonomisk enhet, ble også denne filialen direkte rammet da Kaupthing fikk finansielle problemer. Filialen ble stengt for inn- og utbetalinger da morbanken på Island ble satt under administrasjon. Den norske filialen ble tre dager senere satt under offentlig administrasjon med hjemmel i ny forskrift, noe som innebærer at filialen i Norge i praksis ble en egen juridisk og økonomisk enhet.

Krisen i Kaupthing førte til at over 5 000 innskyttere i bankens norske filial ikke fikk tatt ut innskuddene sine. Siden filialen var medlem av Bankenes sikringsfond hadde kundene garanti også for innskudd mellom det islandske dekningsbeløpet på ca. 175 000 kroner og det norske dekningsbeløpet på 2 mill. kroner. Det viste seg imidlertid at den islandske garantiordningen hadde store betalingsproblemer, og norske myndigheter forskutterte derfor utbetalingen av de innskudd som etter reglene skulle dekkes av den islandske ordningen. Innskytterne fikk full dekning for innskudd opptil 2 mill. kroner fra Bankenes sikringsfond og norske myndigheter.

Ingen norske innskyttere tapte midler som følge av krisen i Kaupthing. I løpet av få uker var alle innskudd under 2 mill. kroner overført til andre banker eller utbetalt. Det ble inngått avtale mellom det norske administrasjonsstyret og det islandske avviklingsstyret som sikret administrasjonsstyret tilgang på tilstrekkelige midler til å besørge en ryddig avvikling av filialen. Også innskyttere med beløp over 2 mill. kroner, som først kun mottok garantibeløpet på 2 mill. kroner, fikk etter hvert full dekning for sine krav. Det fikk også alle øvrige kreditorer.

Islandske tilsynsmyndigheter tok 7. oktober 2008 kontroll over Landsbanki hf, og virksomheten til bankens norske filial ble innstilt. Likviditetstilførselen fra banken på Island ble to uker senere



Figur 6.6 Tildeling i bytteordningen som andel av bankenes forvaltningskapital

Kilde: Norges Bank.

⁵ Det vises til Meld. St. 12 (2009-2010) for en nærmere oversikt over bytteordningen.

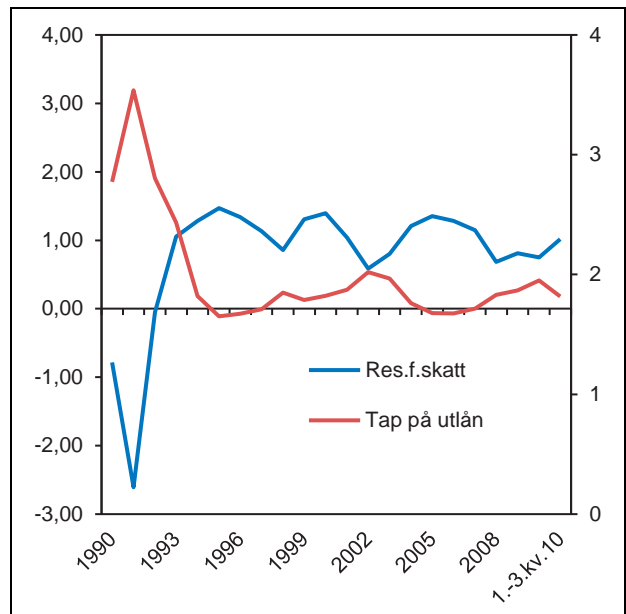
midlertidig stoppet etter at det ble tatt arrest i bankens eiendeler i Norge. Banken stilte senere tilstrekkelig likviditet til rådighet til å gjennomføre avviklingen av filialen. Landsbanki hadde ingen innskudd i Norge.

6.4 Bankenes soliditet og kredittilbud

Bankenes tap økte markert i 2008, men fra lave nivåer. Tapene toppet seg i 4. kvartal 2008, og tilsvarte da 0,7 pst. av bankenes brutto utlån. Tapene var imidlertid lavere enn ved forrige nedgangsperiode 2001–2003, og vesentlig lavere enn under den norske bankkrisen på 1990-tallet, jf. figur 6.7.

Bankenes resultater ble berørt av krisen, men hentet seg raskt inn igjen. Mens om lag halvparten av bankene hadde negative resultater i fjerde kvartal i 2008, var andelen 7 pst. 6 måneder senere. Den raske bedringen i resultatene skyldes først og fremst en økning i det som kalles andre driftsinntekter, jf. figur 6.8. Dette omfatter bl.a. tilbakeføringer av kurstap og nedskrivninger på verdipapirporteføljen, og handel med valuta og verdipapirer. Høy usikkerhet i valuta- og verdipapirmarkedene førte til økt avstand mellom kjøps- og salgspriser, og økt behov blant kundene for å sikre seg mot svingninger. Bankene tjener dermed mer på slik handel.

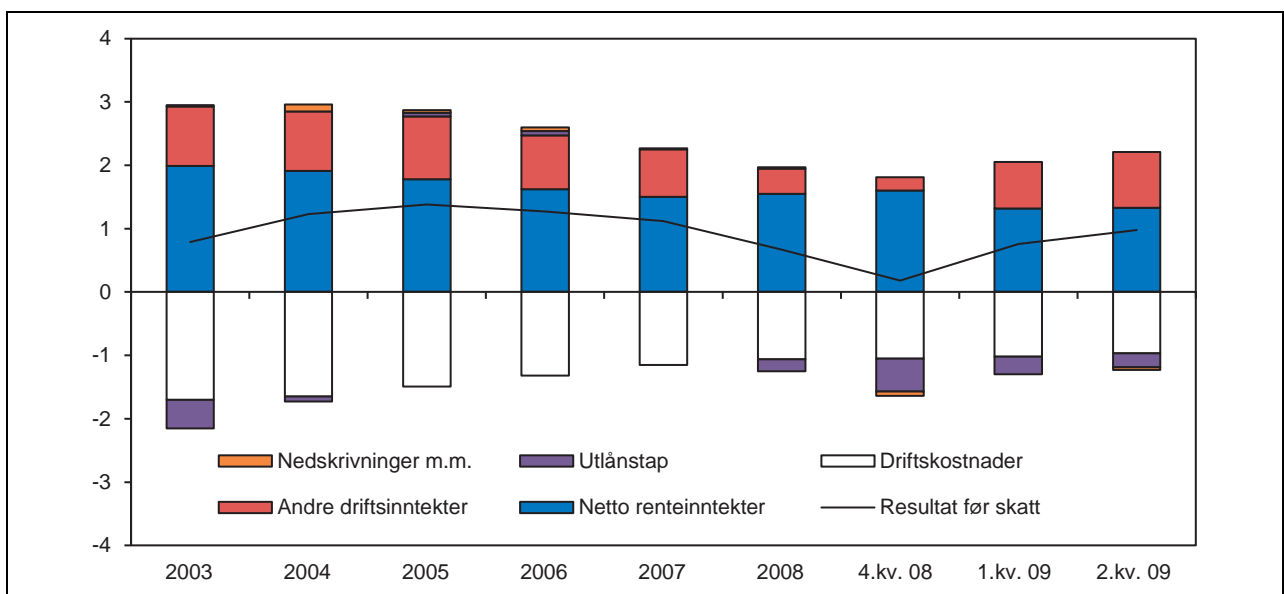
Bankenes utlånsmargin økte betydelig gjennom krisen, mens innskuddsmarginen falt omtrent tilsvarende, jf. figur 6.9. Utlåns- og inn-



Figur 6.7 Tap på utlån og resultat av ordinær drift

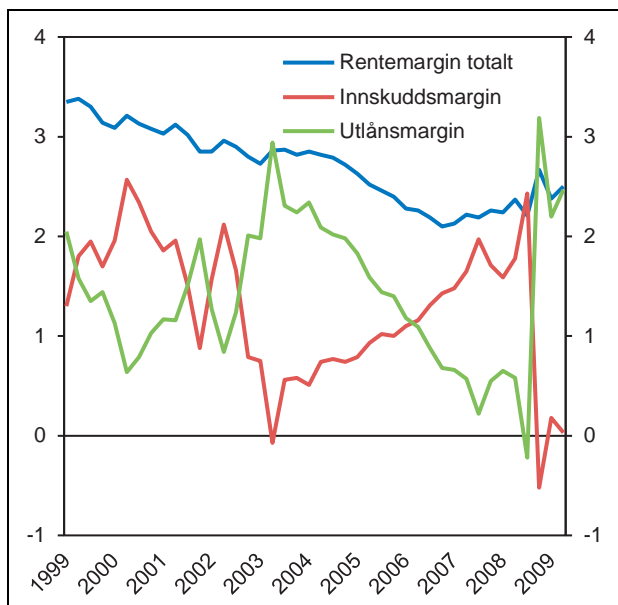
Kilde: Finanstilsynet.

skuddsmarginen måles imidlertid som avstanden til pengemarkedsrenten, og siden bankenes finansieringskostnader i denne perioden var høyere enn pengemarkedsrenten er det vanskelig å beregne relevante mål på disse marginene. Den samlede rentemarginen (gjennomsnittlig utlånsrente minus gjennomsnittlig innskuddsrente) økte kun svakt. Det var først og fremst overfor



Figur 6.8 Bankenes resultater før skatt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

Kilde: Norges Bank.



Figur 6.9 Bankenes rentemargin i prosentpoeng

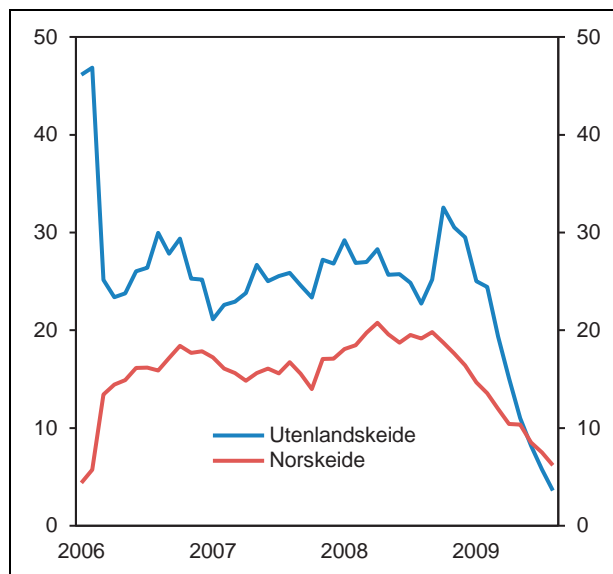
Kilde: SSB.

foretakskundene at bankene økte rentemarginene.

Problemer i finansieringsmarkedene, en vedvarende svak utvikling i kredittkvaliteten i bankenes utlånsporteføljer, og fall i verdien av sikkerheter og verdipapirer på bankenes balanser, førte til en innstramning i bankenes utlånskapasitet. Videre kunne økte krav til bankenes kapitalisering fra ratingbyråer, banker og andre aktører høsten 2008, også sette grenser for utlånskapasiteten.

Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse strammet bankene inn på sine utlån til både husholdninger og foretak, spesielt fra andre til tredje kvartal 2008. Bankene strammet særlig inn på lån til næringsseid og shipping. Foretakenes gjeldsvekst falt markert fra midten av 2008, jf. figur 6.10. Fallet i veksttaket var kraftig også historisk sett. Likevel ble ikke nivået på kredittveksten særlig lavere enn den har vært ved tidligere konjunkturtilbakeslag. Kredittveksten ble på linje med hva den var i forbindelse med tilbakeslaget tidlig på 2000-tallet, og klart høyere enn på begynnelsen av 1990-tallet.

Den lavere utlånsveksten overfor foretak skyldes både svakere låneetterspørsel og strammere lånetilbud. Utviklingen kan bl.a. ha fulgt av at bankene objektivt sett har endret risikovurderingene som følge av konjunkturuomslaget. Det er imidlertid ikke mulig å fastslå, på et objektivt grunnlag, i



Figur 6.10 Vekst i innenlandsk kreditt til næringsmarkedet fra banker og kredittforetak i Norge (tolvmånedersvekst)

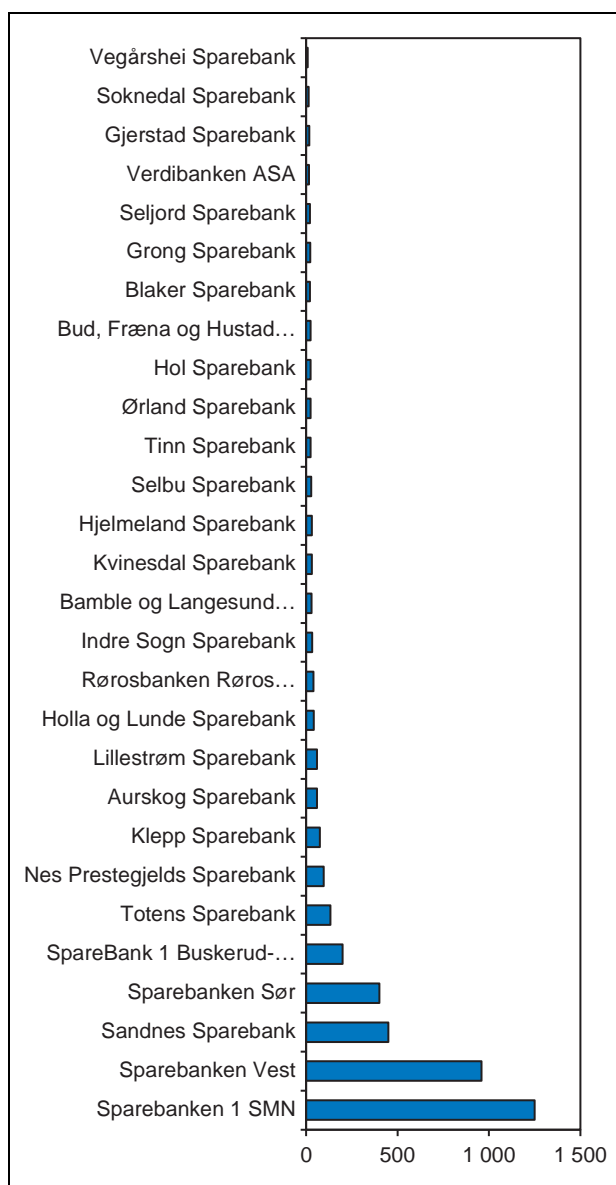
Kilde: Norges Bank.

hvilken grad innstramningene også skyldes beskrankninger i bankenes utlånskapasitet.

For husholdningene viste Norges Banks utlånsundersøkelse en nedgang i etterspørselen etter lån fra 4. kvartal 2007 (da utlånsundersøkelsen startet) og fram til og med 1. kvartal 2009. Særlig markert var nedgangen i 3. og 4. kvartal 2008. Utlånsundersøkelsen tyder på at innstramningen i bankenes lånetilbud var noe mildere og mer kortvarig overfor husholdningene enn overfor foretakene.

For å sette norske banker bedre i stand til å opprettholde normal utlånsvirksomhet, ble Statens finansfond opprettet i mars 2009, med en kapital på 50 mrd. kroner. Fondet tilbød solvente banker å få økt sin kjernekapital ved hjelp av midler fra staten. Ordningen med Statens finansfond ble godkjent av ESA som statsstøttetiltak innenfor EØS-reglene. Norske banker og norske datterselskaper av utenlandske banker kunne søke fondet om kapitalinnskudd, forutsatt bekreftelse fra Finanstilsynet om at banken oppfylte krav til kjernekapital med god margin. Søknadsfristen ble satt til 30. september 2009, men søknader ble behandlet fortløpende. Alle utbetalinger ble foretatt innen 17. desember 2009, og 28 banker hadde da fått tilført til sammen 4,1 mrd. i kjernekapital, jf. figur 6.11.

Bankene som fikk tilført kapital økte sin kjernekapitaldekning med i gjennomsnitt to prosent-



Figur 6.11 Tildelt kjernekapital fra Statens finansfond i millioner kroner

Kilde: Statens finansfond.

poeng, fra 9,6 pst. til 11,6 pst. Det var i hovedsak sparebanker som benyttet seg av tilbudet.

Søkerbankene ble klassifisert i risikoklasser og renten på kapitalen ble satt ut fra risikoklassen. Finansfondet stilte også krav til de som ønsket kapitalinnskudd, bl.a. begrensninger i lønn, adgang til å dele ut utbytte og gaveutdeling, samt krav til rapportering og dokumentasjon.⁶

Statens obligasjonsfond ble også opprettet i mars 2009 med en ramme på inntil 50 mrd. kroner. Fondet skulle bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarke-

⁶ Forskrift om Statens finansfond §§ 4-9.

det. Fondet skal i 2013 levere strategier for fondets avvikling.

Eksportfinans er en sentral tilbyder av finansiering til norsk eksportindustri, og formidler offentlig støttede lån og markedslån til eksportnæringene. Da Eksportfinans høsten 2008 hadde problemer med å skaffe tilstrekkelig langsiktig finansiering, inngikk staten og Eksportfinans en avtale om statlige lån til Eksportfinans med en samlet ramme på inntil 50 mrd. kroner over en toårsperiode.⁷ I tillegg ble garantiordningen i GIEK – som garanterer for en stor del av de offentlig støttede lånene som Eksportfinans yter, utvidet med 50 mrd. kroner, til 110 mrd. kroner.

Kommunalbanken er den største finansinstitusjonen i kommunemarkedet med markedsandel på over 44 pst. For å bedre kommunenes tilgang på lån gjennomførte regjeringen i november 2008 en egenkapitalutvidelse i Kommunalbanken på 300 mill. kroner.

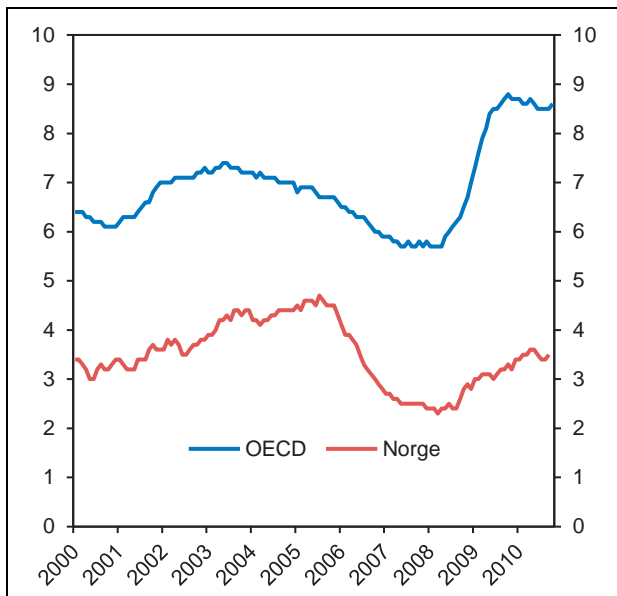
6.5 Realøkonomisk tilbakeslag

Den internasjonale finanskrisen førte til et økonomisk tilbakeslag også i Norge. Det var en klar nedgang i BNP (brutto nasjonalprodukt) for Fastlands-Norge i perioden 3. kvartal i 2008 til 1. kvartal 2009. Nedgangen var bred i hele privat sektor, men særlig markert i industrien og i bygg og anlegg. Utviklingen i privat forbruk, fastlandsinvesteringer og eksport av tradisjonelle varer bidro til å trekke aktiviteten ned. Investeringene i petroleumssektoren økte derimot gjennom hele 2008 og inn i 2009, og dempet dermed nedgangen i norsk økonomi.

Sysselsettingen falt med drøyt 35 000 personer fra toppen i 3. kvartal 2008 og fram til sysselsettingen flatet ut i 3. kvartal 2009, eller med knapt 1½ pst. Til sammenlikning falt sysselsettingen med 2¾ pst. i Sverige og Danmark i samme periode, og med 4 pst. i USA. Også utslagene i arbeidsledigheten har vært beskjedne i Norge sammenliknet med andre land, jf. figur 6.12. Den største nedgangen i sysselsettingen i Norge kom innen varehandel, industri, bygg og anlegg og forretningsmessig tjenesteyting, mens det var en klar økning i offentlig sysselsetting, jf. figur 6.13.

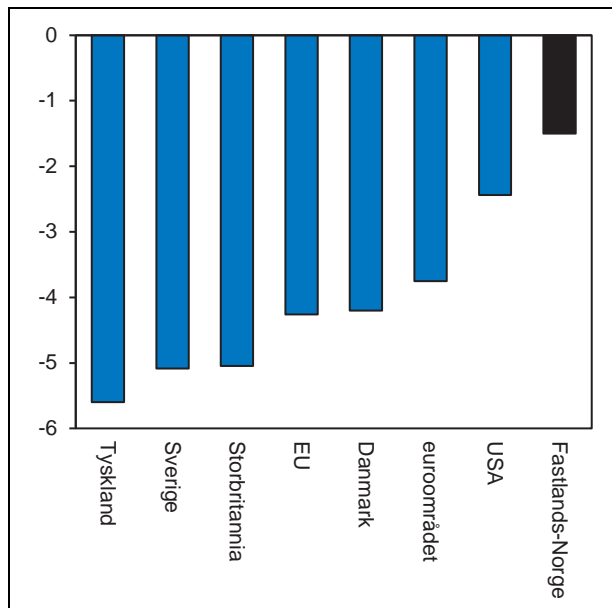
Nedgangen i BNP var moderat i Norge sammenliknet med andre land, jf. figur 6.14. I Europa

⁷ Staten stilte vilkår til likviditetstilførselen til Eksportfinans, bl.a. om krav om avkastning på 22,5 pst. av årsoverskuddet og krav til at godtgjørelsen til ledende ansatte skulle fryses ut 2010.



Figur 6.12 Arbeidsledighet i Norge i prosent av arbeidsstyrken

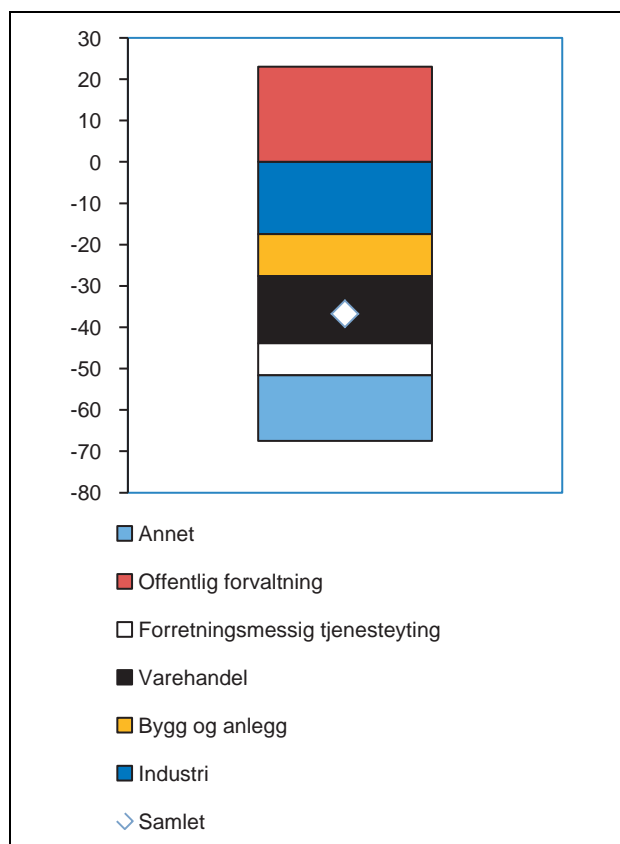
Kilde: SSB og Reuters EcoWin.



Figur 6.14 BNP. Prosentvis volumvekst fra 2008 til 2009

Kilde: Eurostat, Bureau of Economic Analysis og SSB.

er det bare et fåtall land som opplevde en mindre nedgang i verdiskapingen fra 2008 til 2009.



Figur 6.13 Endring i sysselsetting fra 3. kvartal 2008 til 3. kvartal 2009. 1000 personer

Kilde: SSB.

Norges Bank igangsatte en serie med rentenedsettelse fra andre halvår 2008. På det siste rentemøtet i 2008 ble renten satt ned med 1,75 prosentpoeng. I løpet av første halvår 2009 ble styringsrenten satt gradvis ned til 1,25 pst.

Også finanspolitikken ble lagt kraftig om i ekspansiv retning. I januar 2009 la regjeringen fram en finanspolitisk tiltakspakke for å dempe de negative effektene av finanskrisen. Pakken innebar nye tiltak for 20 mrd. kroner, fordelt på 3,25 mrd. kroner i skattelette og 16,75 mrd. kroner i økte offentlige utgifter. Blant annet ble kommunenes overføringer til vedlikehold og infrastrukturinvesteringer hevet og det ble gitt økte bevilgninger til arbeidsmarkedstiltak. I tillegg ble det opprettet et tapsfond for Innovasjon Norge for at rammen for lån og garantier kunne utvides.⁸

Lavere renter ga raskt bedring i boligmarkedet og etter hvert økt etterspørsel fra husholdningene. Aktiviteten i norsk økonomi tok seg etter hvert opp igjen. En viktig drivkraft var privat forbruk.

⁸ Ett av tiltakene Innovasjon Norge kunne iverksette var et kriselån til Kongsberg Automotive på 145 millioner kroner. Finanskrisen hadde gitt en særlig svikt i ordrebøkene for bildelsprodusentene, og lånet ble gitt for at bedriften skulle ha en finansiell buffer og for at planlagte investeringer kunne gjennomføres. Kongsberg Automotive hadde et resultat før skatt på minus 120 millioner euro i fjerde kvartal, og totalt ble 3.500 ansatte ved selskapets fabrikker i over 20 land sagt opp i 2008.

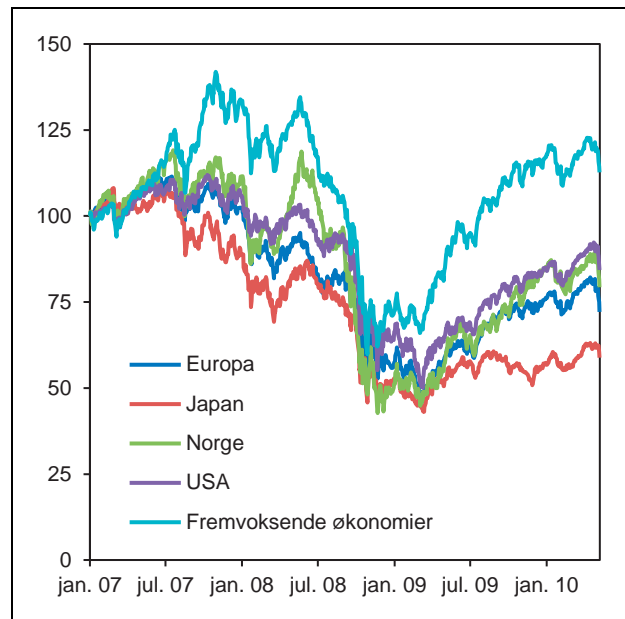
6.6 Kraftig fall i eiendomsverdier og på børsen

Det norske aksjemarkedet påvirkes i stor grad av hva som skjer internasjonalt. Oslo Børs er dominert av store, råvarebaserte selskaper, samtidig som børsen er attraktiv for investorer som vil sikre seg mot høy oljepris. Svekkede vekstutsikter internasjonalt førte til store fall i råvareprisene fra sommeren 2008, noe som bidro til å trekke ned verdien av norske børsnoterte selskaper. Verdiene på Oslo Børs falt kraftig da Lehman Brothers gikk konkurs i september 2008, og var i slutten av november 2008 mer enn halvert siden toppnoteringen i mai 2008, jf. figur 6.15. I likhet med utviklingen internasjonalt var børsfallet bredt, men rammet eiendoms- og finansaksjer spesielt hardt.

I 2009 hentet verdiene på Oslo Børs seg noe inn igjen i takt med gryende internasjonal optimisme. I desember 2010 var hovedindeksen fremdeles om lag 20 pst. lavere enn toppnoteringen i mai 2008.

Urolige markedsforhold kan øke faren for markedsmanipulasjon, som igjen kan bidra til ytterligere destabilisering av finanssystemet. Under uroen høsten 2008 ble det meldt bekymringer fra tilsynsmyndigheter i USA og andre land om at finansaktører gjennom omfattende shortsalg søkte å presse ned kursene på egenkapitalinstrumentene til børsnoterte finansinstitusjoner. Finansinstitusjonenes tilgang på finansiering var vanskelig, og kursfallet virket forsterkende på finansieringsbehovet. Tilsyns- og reguleringsmyndigheter i en rekke land innførte høsten 2008 midlertidige forbud mot shortsalg i bestemte finansielle instrumenter. I Norge vurderte Finanstilsynet i oktober 2008 at shortsalg i finansaksjer og grunnfondsbevis, i den situasjon markedet da befant seg i, ville være i strid med forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelløven. Uttalelsen hadde i praksis virkning som et midlertidig forbud mot shortsalg.

International Accounting Standards Board (IASB) vedtok i oktober 2008 at det skulle bli tillatt å omklassifisere finansielle eiendeler som hadde blitt vurdert til virkelig verdi, til andre kategorier for finansielle eiendeler. For å kunne omklassifisere måtte det foreligge en spesiell omstendighet og IASB pekte på at situasjonen i kredittmarkedene kunne oppfattes som en slik spesiell omstendighet. I Norge fastsatte Finansde-



Figur 6.15 Utviklingen i internasjonale aksjeindekser

Kilde: Thomson Reuters.

partementet senere i oktober 2008 en forskrift som gjennomførte endringer i de norske reglene i regnskapsstandardene. Uten denne omklassifiseringen ville bankenes samlede resultater vært 3,4 mrd. kroner, eller 18 pst., lavere i 2008.

Forverringen i finansmarkedene fra midten av september 2008 førte til oppbremsing i det norske boligmarkedet, med vesentlig økning i antall usolgte boliger, lengre formidlingstid og markert fall i prisene. Boligprisene falt fram til desember 2008 og var da om lag 12 pst. lavere enn ved toppen i juni 2007. Fra årsskiftet 2008/2009 bidro lavere renter til at boligprisene tok seg opp igjen. I et internasjonalt perspektiv var det norske boligprisfallet relativt begrenset.⁹

Markedet for næringsseiendom, som i flere år var preget av sterkt stigende priser, snudde markert i 2008. Prisene på kontorlokaler falt med 15–25 pst. i 2008, og også i første halvår 2009 var det en viss nedgang. Gjennom 2010 steg prisene igjen, men ved inngangen til andre halvår var de nominelt sett fortsatt om lag 8 pst. lavere enn ved inngangen til 2008.

⁹ Se f.eks. Norges Bank (2010a).

Boks 6.1 Terra-saken

I oktober 2007 ble det avdekket at åtte kommuner i Nordland var eksponert i det amerikanske rentemarkedet gjennom produkter formidlet av det norske verdipapirforetaket Terra Securities, og med amerikanske Citibank som tilrettelegger. Kommunene investerte i et produkt som besto av et stort antall obligasjonslån. Kommunenes samlede andel i produktet var mindre enn 1 pst., men var ansvarlig for en betydelig større andel av kredittrisikoen enn den prosentvise andelen i produktet skulle tilsi. Produktets verdi falt derfor vesentlig da risikopremien i markedet økte på grunn av endringer i markedsforholdene som følge av problemer i subprimemarkedet i USA. Kommunene hadde hovedsakelig finansiert disse og tidligere investeringer med lån opptatt med sikkerhet i framtidige kraftinntekter.

Citibank hadde en rett til å avslutte kontraktene med kommunene hvis markedsverdien på produktet falt under 55 pst. av pålydende. Dersom kommunene ville unngå dette kunne de stille tilleggssikkerhet. Denne situasjonen inntraff i slutten av august 2007, og kommunene stilte da en tilleggssikkerhet på 89 mill. kroner. Senere på høsten hadde markedsverdien falt ytterligere, og kommunene ble forespurt om å innbetale ytterligere sikkerhet. Kravet ble ikke imøtekommet av kommunene, noe som medførte at Citibank realiserte kommunenes posisjoner. Kommunene fikk tilbakebetalt den innbetalte marginen og realisasjonsverdien av det opprinnelig investerte beløpet på 451 mill. kroner. Det totale tapet beløp seg til 380 mill. kroner.

Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) har vurdert at Terra Securities' rådgiving hadde vært mangelfull, spesielt med hensyn til synliggjøring av risiko og potensielle krav om tilleggssikkerhet. Kredittilsynet mente også at produktets kompleksitet var slik at det ikke burde vært markedsført til norske kommuner, som ikke er å anse som såkalte profesjonelle investorer. Kredittilsynet ga Terra Securities forhåndsvarsel om tilbakekall av tillatelsene til å yte investerings tjenester 27. november 2007. Dagen etter valgte Terra Securities å begjære oppbud, og Kredittilsynet tilbakekalte foretakets konsesjoner.

Kommunene har fremmet krav om til sammen nær 1,5 mrd. kroner, men har så langt ikke fått noe ut av boet etter Terra Securities. Syv av kommunene besluttet i september i 2008 å trekke långiverne DnB Nor og Depfa Bank til ansvar gjennom å slutte å betale på lånene. DnB Nor saksøkte da kommunene. Kommunenes påstand var at bankenes utlån til Terra Securities-investeringene var i strid med kommuneloven, som bankene har et selvstendig ansvar for å forholde seg til. I august 2010 ble det klart at kommunene vil få realitetsbehandlet et søksmål mot Citibank av en amerikansk domstol. DnB Nors søksmål mot Terra-kommunene skulle opprinnelig opp for en norsk domstol i november i 2009, men partene ble enige om å utsette saken i påvente av avgjørelse i saken mot Citibank.

Boks 6.2 Var overgang til Basel II en hoveddriver bak husholdningenes lånevekst?

Fra flere hold er det blitt pekt på at utsikter til lavere risikovekt for boliglån i forbindelse med overgang til de såkalte Basel II-reglene kan ha vært en hoveddriver for kredittveksten til husholdninger på 2000-tallet.

For å se hvordan risikovekten kan innvirke på utlånskapasiteten kan det være nyttig å se på en tenkt bank som kun gir boliglån. Banken vil tilpasse seg med en buffer til minimumskravet til kapitaldekning på 8 pst. av risikovektet utlån. Bufferen vil kunne være bestemt av både markedskrav og bankens egen risikovurderingsprosess. For et gitt nivå på ansvarlig kapital og for en gitt buffer vil utlånskapasiteten være større dess lavere risikovekten settes.

Basel II-reglene ble innført først i 2007 med overgangsordninger fram til 2010, men kredittveksten til husholdningene var spesielt høy noen år tidligere. Dersom regelverksendingen skal ha hatt innvirkning på kredittveksten på 2000-tallet må det ha vært fordi bankene kunne forskuttere tilpasningen. Det kan de ha hatt interesse av å gjøre dersom de forventet at konkurransen om markedsandeler i segmentet ville øke etter overgangen.

Mellom 1988 og 2007 var risikovekten for alle godt sikrede boliglån 50 pst., i henhold til Basel I-reglene. Første utkast til Basel II-reglene ble publisert i januar 2001, mens et endelig forslag ble framlagt i april 2003. I Basel II skilles det mellom standardmetoden der vektene er spesifisert i regelverket, og internmodellmetoden (IRB) der vektene fastsettes av banken selv etter særskilt tillatelse og oppfølging fra tilsynsmyndighetene, jf. også boks 16.1 i kapittel 16.

I regelutkastet av april 2003 ble standardmetodevekten for godt sikrede boliglån senket til 35 pst., og beregningsstudier foretatt i 2004 indikerte enda lavere vekter for IRB-metoden.

Innføringstidspunktet for Basel II-reglene ble satt til 1. januar 2007. Det ble samtidig vedtatt en overgangsordning som innebar at samlet risikovekt for banken ikke kunne utgjøre mindre enn henholdsvis 95, 90 og 80 pst. av risikovekten under Basel I-reglene for årene 2007–2009. Etter innføringen av Basel II-reglene i 2007 viste det seg at utslagene for IRB-banker

var større enn det som tidligere var antydnet av beregningsstudiene, og spesielt for boliglån. Blant annet av denne årsak bestemte EU-kommisjonen i 2009 å forlenge overgangsordningen, i første omgang ut 2011. De annonserte regelverksendingene kan, allerede fra 2004, ha gitt grunnlag til å forvente stor økning i utlånskapasiteten etter utløpet av overgangsordningene.

Teoretisk sett kan en tilpasning til lavere risikovekter ha blitt forskuttert ved å 1) midlertidig trekke ned bufferen, 2) vri utlånsmassen fra foretak til husholdninger, 3) midlertidig øke den ansvarlige kapitalen, eller 4) ta veksten utenfor balanse. Sistnevnte alternativ var ikke en mulighet under norsk regulering, men forskuttering av tilpasning til Basel II-regler har vært pekt på som en mulig driver for verdipapiriseringen av boliglån i USA, jf. omtale i kapittel 4. Alternativ 3) må anses å være en særlig kostbar måte å tilpasse seg på og kan trolig også utelukkes.

Bankenes kjernekapital i prosent av det risikovektede beregningsgrunnlaget har ikke vist en fallende tendens etter at risikovektene i henhold til Basel II ble gjort kjent i 2004. Det er derfor ikke indikasjoner på at bufferkapitalen er blitt midlertidig trukket ned som følge av en forskuttert tilpasning. Det gjenstår da å se om bankene har vridd utlånene fra foretak til husholdninger, og om en slik vridning i tilfellet har vært særlig kraftig for IRB-bankene, som hadde utsikter til størst reduksjon i risikovekten for boliglån.

Boliglån som andel av brutto utlån til kunder økte i hovedsak mellom 2001 og 2004, før risikovektene ble gjort kjent. Denne utviklingen hadde sammenheng med at kredittveksten til foretak falt særlig kraftig i lavkonjunkturen i denne perioden. Fra 2005 tok kredittveksten til foretakene seg raskt opp igjen, noe som kan forklare hvorfor boliglånsandelen etter hvert falt tilbake. Det at husholdningenes kredittvekst ble mindre påvirket av konjunkturene enn for foretakene i denne perioden gjør det åpenbart vanskelig å undersøke hypotesen om det samtidig var en trend i retning av økt andel boliglånsfinansiering.

Boks 6.2 forts.

Dersom de konjunkturrelle effektene på kredittveksten for husholdninger og foretak var noenlunde like for kunder i IRB og standardmetodebanker bør vi imidlertid kunne ta utgangspunkt i hvordan andelen boliglån i IRB og standardmetodebanker utviklet seg relativt sett. Boliglånsandelen falt fra 2004 for IRB-banker, mens den steg noe for standardmetodebanker. Differansen mellom andelene økte, mens vi under hypotesen ville ventet at den avtok.

Det teoretiske resonnerementet tilsier at boliglånsvektene under Basel II vil kunne få stor innvirkning på kredittveksten til husholdningene dersom gulvene fjernes, men det finnes ikke empirisk støtte for at denne effekten var en viktig driver for husholdningenes kredittvekst på 2000-tallet. Empirien gir dermed ikke svar på hvorvidt kredittveksten til husholdningene på 2000-tallet i hovedsak var tilbuds- eller etterspørselsdrevet.

Kapittel 7

Noen trekk ved den norske realøkonomien

7.1 Innledning

Norsk økonomi er på mange måter spesiell i en internasjonal kontekst. Sammenliknet med andre OECD-land utgjør naturressursbasert produksjon en stor andel av økonomien. Denne rikdommen på naturressurser er også en viktig forklaring på at Norge er blant de aller rikeste landene i verden og at Norge står i en helt annen statsfinansiell stilling enn andre OECD-land.

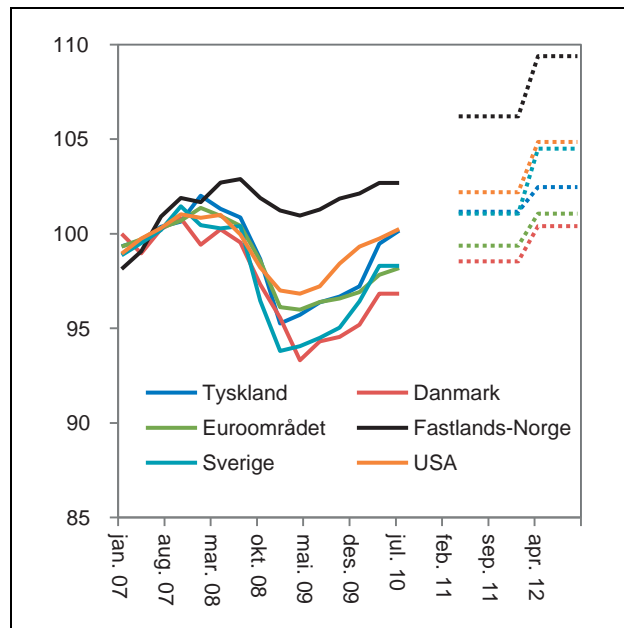
Det er imidlertid ikke bare naturressursene som forklarer det høye, norske velstandsnivået. For eksempel er verdiskapingen per utførte timeverk i Norge blant de høyeste i verden, også når en holder petroleumssektoren utenom. Den norske realøkonomien skiller ut også på områder som en relativt stor offentlig sektor, relativt jevn inntektsfordeling og et arbeidsmarked kjennetegnet av høy organisasjonsgrad, høy avtaledekning, og en relativt sterkt koordinert og sentralisert lønnsdannelse.

Norsk økonomi har så langt blitt klart mildere rammet av finanskrisen og det påfølgende internasjonale tilbakeslaget enn de fleste andre land. Sysselsettingen har falt mindre enn i andre land, og nedgangen i BNP har vært moderat i Norge sammenliknet med utviklingen internasjonalt, jf. figur 7.1.

Dette kapitlet ser på noen realøkonomiske årsaker til at norsk økonomi så langt har klart seg relativt godt gjennom den internasjonale finanskrisen, herunder forhold i den norske næringsstrukturen som har hatt betydning og den økonomiske politikken.

7.2 Næringsstruktur og etterspørselssiden

Industrien ble særlig hardt rammet av nedgangen internasjonalt. At Norge har en relativt liten indus-



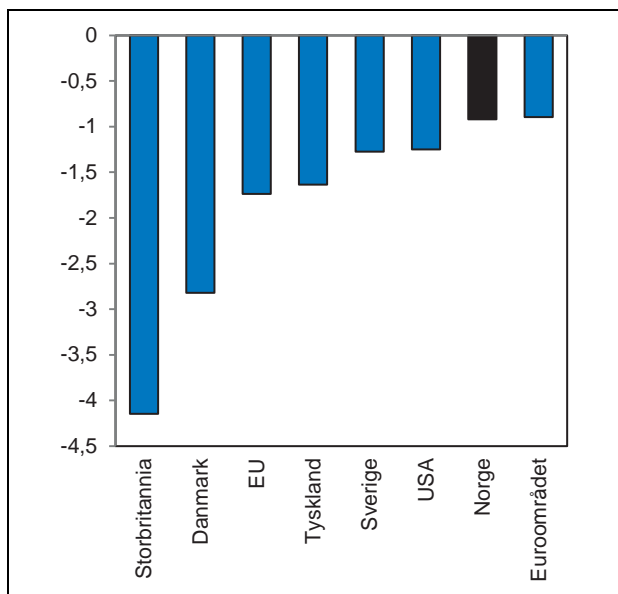
Figur 7.1 BNP i faste priser. Indeks 2007=100. 2011 og 2012 anslag

Kilder: Reuters EcoWin, Norges Bank og IMF.

trisektor bidro i seg selv til at utslagene i norsk økonomi ble relativt små¹.

Dersom man ser på utviklingen i økonomien utenom industrien er forskjellen mellom landene klart mindre enn for hele økonomien, jf. figur 6.14 og figur 7.2. Mens samlet BNP falt med 3–4 prosentpoeng mer i industritunge økonomier som Sverige og Tyskland enn i Norge fra 2008 til 2009, reduseres forskjellen til godt under ett prosentpoeng når man ser på utviklingen i BNP utenom industrien. Forskjeller i bidragene fra industrien ser dermed ut til å være en hovedforklaring på hvorfor norsk økonomi ble mindre hardt rammet

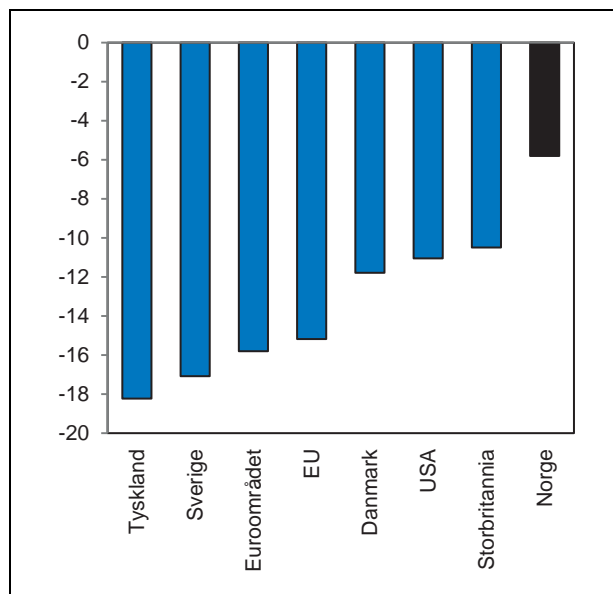
¹ Som andel av BNP utgjorde industrien rundt 14 pst. i Norge i perioden 2003–2006. Dette er på linje med USA, Storbritannia og Danmark, men klart lavere enn mange andre land. For eksempel utgjorde industrien om lag 20 pst. av BNP i Sverige og Japan i samme periode, og hele 24 pst. i Tyskland.



Figur 7.2 BNP utenom industrien. Prosentvis volumvekst fra 2008 til 2009

* For USA foreligger det ikke tall for utviklingen i bruttoproduktet i industrien i perioden. Det er derfor lagt til grunn at utviklingen i bruttoproduktet har vært lik utviklingen i produksjonen i perioden.

Kilder: Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Reuters EcoWin og Statistisk sentralbyrå.



Figur 7.3 Bruttoproductet i industrien. Prosentvis volumvekst fra 2008 til 2009

* For USA foreligger det ikke tall for utviklingen i bruttoproduktet i industrien i perioden. Det er derfor lagt til grunn at utviklingen i bruttoproduktet har vært lik utviklingen i produksjonen i perioden.

Kilder: Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Reuters EcoWin og Statistisk sentralbyrå.

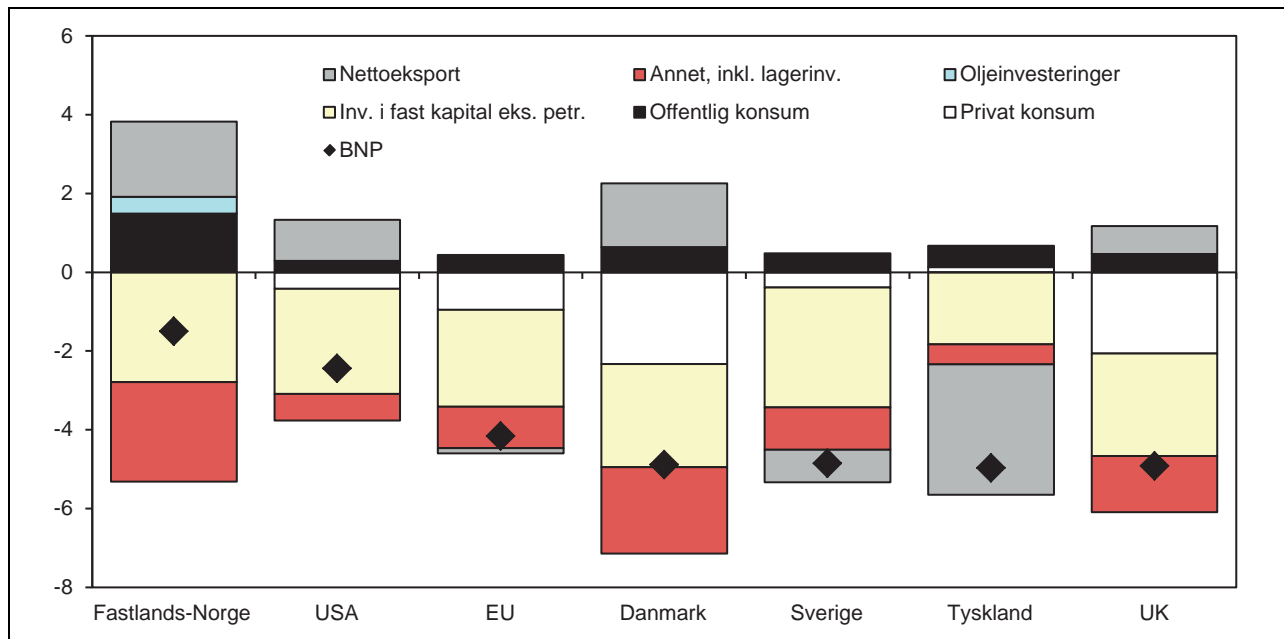
av det internasjonale tilbakeslaget enn de fleste andre land.

Det er imidlertid ikke størrelsen på industri-sektoren i seg selv som er den viktigste forklaringen. Til tross for at nedgangen i verdiskapingen i norsk industri fra 2008 til 2009 var den største i noe enkeltår i etterkrigstiden, var nedgangen likevel langt mindre enn i andre europeiske land, jf. figur 7.3.

To forhold er særlig viktige for å forklare hvorfor industriproduksjonen i Norge falt klart mindre enn i andre land. For det første produserer norsk industri i liten grad de varene som ble utsatt for den største etterspørselssvikten internasjonalt, som biler, forbrukselektronikk og andre varige forbruksgoder. For det andre består en vesentlig del av norsk industris produksjon av leveranser til petroleumssektoren. Ettersom etterspørselen fra petroleumssektoren holdt seg godt oppe gjennom tilbakeslaget, dempet det de negative impulsene mot industrien. For næringer som ikke i vesentlig grad ble påvirket av disse forholdene, som nærings- og nytelsesmiddelindustrien, grafisk industri, treforedling og produksjon av metaller var produksjonsnedgangen om lag av samme størrelsesorden som ellers i Europa.

Selv om den norske industristrukturen var fordelaktig under dette tilbakeslaget, er det ikke gitt at den generelt vil gi en mer stabil utvikling i norsk økonomi. Blant annet er norsk industri klart mer sårbar for en kraftig og langvarig nedgang i oljeprisen enn industrien i andre land.

Også dersom man ser på etterspørselssiden var det en del særnorske forhold som bidro til at nedgangen i Norge ble mindre enn andre steder, jf. figur 7.4. En stor offentlig sektor og kraftig vekst i offentlige utgifter gjorde at offentlig etterspørsel ga større vekstbidrag i norsk økonomi, jf. nærmere omtale av den økonomiske politikken nedenfor. Videre trakk det private forbruket i mindre grad ned veksten enn i de fleste andre land. Dette må bl.a. ses i sammenheng med at lavere renter har gitt større utslag i husholdningenes inntekter i Norge enn andre steder. Også fortsatt oppgang i oljeinvesteringene bidro med positive vekstimpulser til norsk økonomi, mens øvrige investeringer viste om lag samme nedgang som internasjonalt. I tillegg ga nettoeksporten større vekstbidrag i Norge enn i både USA og EU. Dels skyldtes dette at industristrukturen i Norge var fordelaktig under dette tilbakeslaget, med liten produksjon av f.eks. biler og forbrukerelektronikk. Dermed falt eksporten mindre enn i andre land. Dels falt importen svært mye i forhold til



Figur 7.4 Bidrag til BNP-vekst fra ulike etterspørselskomponenter. 2008 til 2009. Prosentpoeng

Kilder: Eurostat og Statistisk sentralbyrå.

nedgangen i innenlandsk etterspørsel i Norge. Dette må ses i sammenheng med at det er importintensive etterspørselskomponenter som falt mest, som industriinvesteringer, kjøp av personbiler og utenlands feriereiser.

7.3 Den økonomiske politikken

Både penge- og finanspolitikken ble brukt svært aktivt for å dempe utslagene av finanskrisen. Finanspolitikken ble raskt lagt om i ekspansiv retning og Norges Bank satte styringsrenten ned til det laveste nivået noensinne. Den aktive bruken av den økonomiske politikken var en hovedårsak til at nedgangen i aktivitet og sysselsetting ble såpass begrenset som den ble.

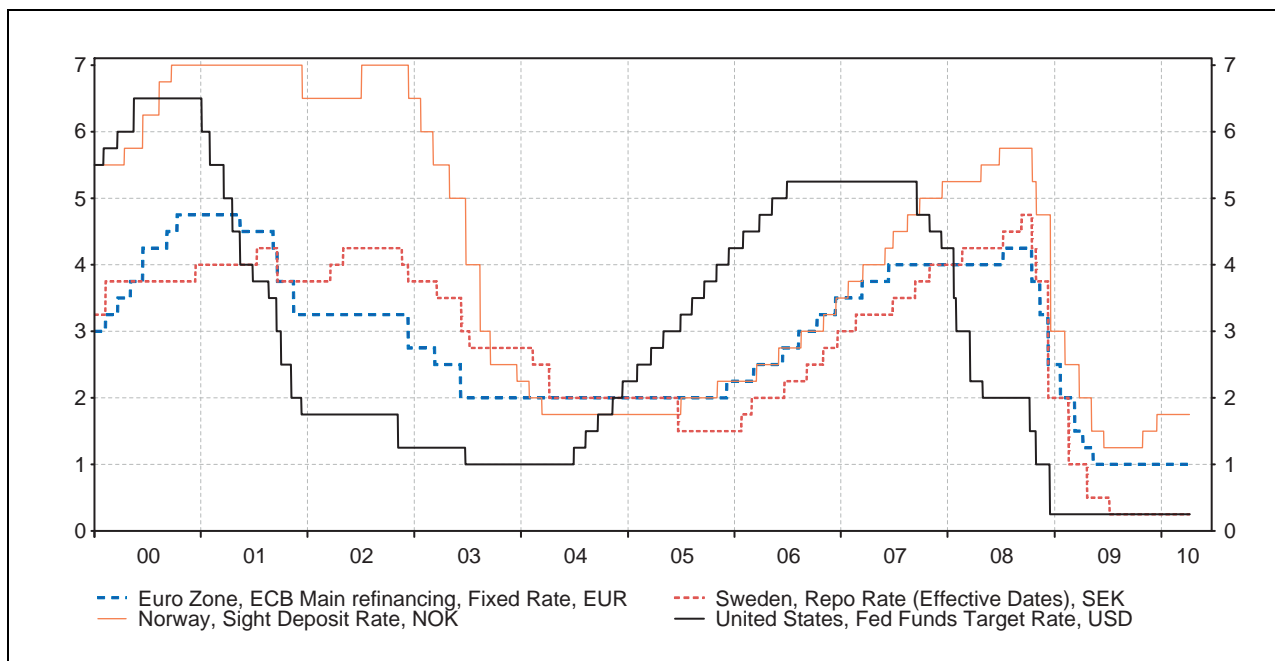
7.3.1 Pengepolitikken

Pengepolitikken er førstelinjeforsvaret for å møte et tilbakeslag i økonomien. Den er mer fleksibel enn finanspolitikken og kan reagere raskt når situasjonen tilsier det. Retningslinjene fra 2001 innebærer fleksibel inflasjonsstyring som rettesnor for Norges Banks rentesetting. Pengepolitikkens langsiktige oppgave er å gi et nominelt ankerfeste for økonomien. På kort og mellomlang sikt skal pengepolitikken veie hensynet til lav og stabil inflasjon opp mot hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

I perioden oktober 2008 og fram til juni 2009 satte Norges Bank ned styringsrenten med til sammen 4,5 prosentpoeng, til 1,25 pst. Samlet sett ble styringsrenten satt ned om lag tilsvarende som i andre sammenliknbare land jf. figur 7.5. Samtidig ble det tilført rekordmye likviditet, bl.a. for å sikre at styringsrenten ga bredt gjennomslag i de korte pengemarkedsrentene. Sammen med øvrige tiltak rettet mot bankene bidro dette til at utlånsrentene raskt avtok.

Selv om rentenedsettelsene i Norge var av samme størrelsesorden som i andre land, er det grunn til å tro at etterspørselsvirkningene i Norge var større. Norske husholdninger har svært høy gjeld i forhold til inntekt sammenliknet med husholdninger i andre land jf. figur 7.6. Dette har bl.a. sammenheng med at andelen husholdninger som eier egen bolig er høy i Norge. Videre har norske husholdninger i all hovedsak lån med flytende rente, mens fastrentelån er mer vanlig i andre land. I Norge har kun om lag 5 pst. av boliglånene rentebinding på mer enn ett år. Til sammenlikning viser tall fra 2008 at om lag 60 pst. av nye boliglån i euroområdet og Danmark har rentebinding på mer enn ett år. Også i land som USA har fastrentelån vært den vanligste boliglånformen.

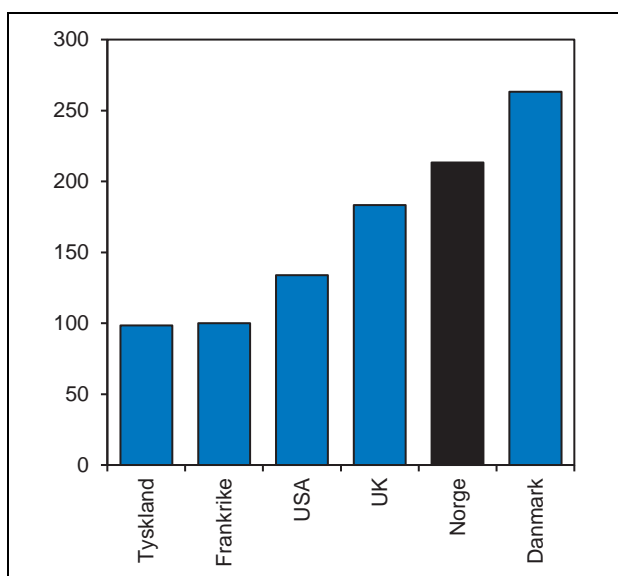
Høy gjeld og utstrakt bruk av flytende rente innebærer at lavere styringsrente gir raskere og kraftigere utslag i husholdningenes inntekter, og dermed også deres etterspørsel enn i andre land. Utviklingen i husholdningenes renteutgifter i



Figur 7.5 Styringsrenter i utvalgte land. Prosent

Kilde: Reuters EcoWin.

Norge og andre land illustrerer dette. Mens husholdningenes renteutgifter i Norge falt med nesten 5 pst. av disponibel inntekt fra 2008 til 2009, var den tilsvarende nedgangen på om lag 1¼ pst. i euroområdet og 1¾ pst. i Danmark. For USA foreligger det ikke direkte sammenliknbare tall, men gjeldsbetjeningsutgiftene til amerikanske husholdninger har bare falt med om lag 1 pst. av disponibel inntekt siden sentralbanken begynte å



Figur 7.6 Husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt i 2008. Prosent

Kilder: OECD, Eurostat og SSB.

sette ned rentene.² Den særlig kraftige rentekanal i Norge er trolig hovedårsaken til at boligprisene og forbruket i Norge tok seg raskere opp enn i de aller fleste andre land.

Sentralbankens rentesetting påvirker også økonomien gjennom valutakurskanalen. Generelt vil en reduksjon i styringsrenten i forhold til andre land trekke i retning av en svekkelse av kronkursen. En svekkelse av kronkursen vil igjen stimulere økonomien gjennom økt aktivitet i de konkurranseutsatte næringene. Den norske kronen svekket seg markert i fra kollapsen i Lehman Brothers og fram til utgangen av 2008, for så å styrke seg igjen gjennom 2009. Denne utviklingen var i tråd med det andre, små valutaer opplevde i samme periode. Ettersom rentenedgangen i Norge var i tråd med rentenedgangen internasjonalt skulle en i utgangspunktet ikke vente noen svekkelse basert på utviklingen i rentedifferansene. Uansett bidro trolig svekkelsen til i noen grad å dempe utslagene for de konkurranseutsatte næringene høsten 2008 og vinteren 2009. På dette området har det å ha en selvstendig valutakurs dermed hatt en stabiliserende effekt i dette tilbakeslaget.

² Tallene er ikke helt sammenliknbare ettersom de amerikanske tallene er tall for husholdningenes utgifter til gjeldsbetjening, mens de norske tallene er rene renteutgifter. Ettersom norske lån i hovedsak er annuitetslån, og utgiftene til avdrag dermed øker når rentene går ned, ville nedgangen i utgifter kunne bli redusert med om lag en tredjedel dersom de ble regnet på samme måte som de amerikanske.

Til sammenlikning fikk Danmark og Finland ingen hjelp fra svekket valutakurs under tilbakeslaget, ettersom landene hhv. har fast valutakurs mot euro og er medlem av Den økonomiske og monetære union.

Impulsene fra pengepolitikken i dette tilbakeslaget er også slående når man sammenlikner tilbakeslaget i norsk økonomi på slutten av 1980- og begynnelsen av 1990-tallet. Den gang bidro bl.a. hensynet til å hindre en svekkelse av den norske kronen til at rentene ble holdt høye i nedgangsårene 1988–1990. Dette bidro til at husholdningenes renteutgifter som andel av disponibel inntekt økte til et historisk høyt nivå i en periode med sterkt økende arbeidsledighet og generell nedgang i økonomien.

7.3.2 Finanspolitikken

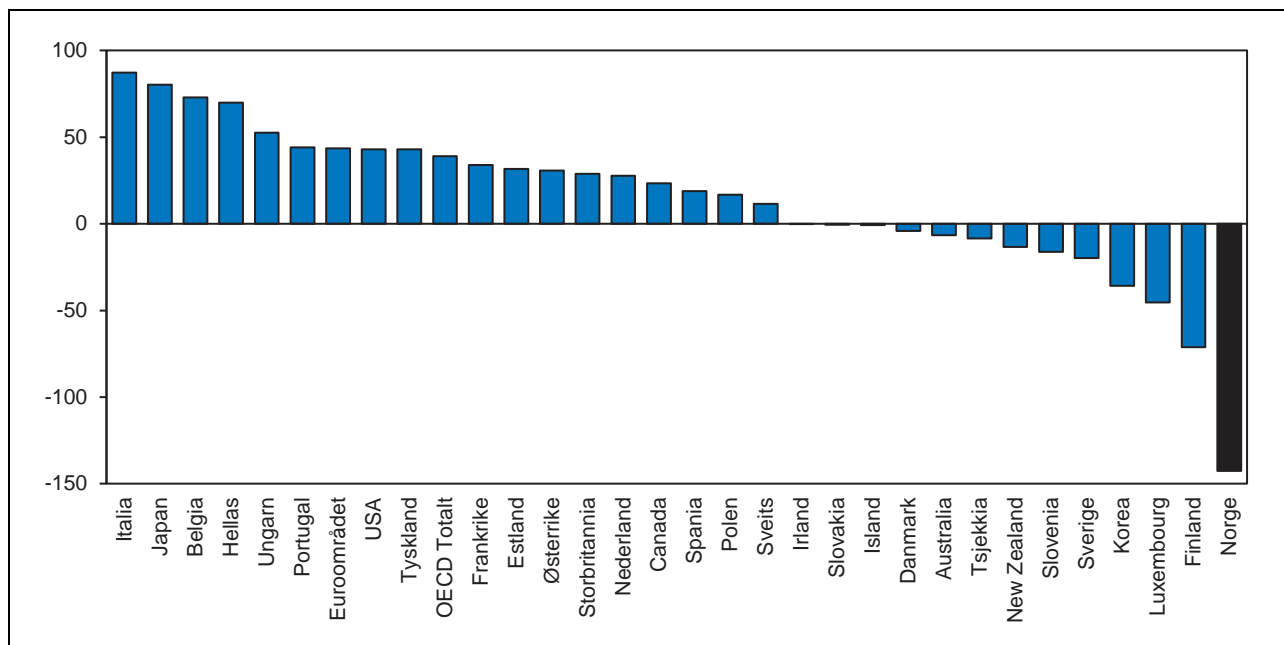
I Norge ligger handlingsregelen til grunn for utøvelsen av finanspolitikken. Handlingsregelen innebærer at petroleumsinntektene fases inn i økonomien om lag i takt med forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland, anslått til 4 pst. I det enkelte år tilpasses bruken av petroleumsinntekter konjunktursituasjonen. Man kan bruke mer enn forventet realavkastning i perioder med høy eller raskt stigende ledighet for å stimulere produksjon og sysselsetting. Tilsvarende vil det være behov for å holde igjen i finanspolitikken

i perioder med høy aktivitet i økonomien og knapphet på ledige ressurser.

Sammenliknet med andre land hadde Norge et svært godt statsfinansielt utgangspunkt før den internasjonale finanskrisen brøt ut. Mens offentlig sektor i de aller fleste OECD-land hadde betydelig nettogjeld, hadde offentlig sektor i Norge en netto finansiell formue på nesten halvannen ganger BNP i 2007, jf. figur 7.7. Videre lå bruken av oljeinntekter under fireprosentbanen.

Norge hadde derfor klart større handlefrihet i finanspolitikken enn de øvrige OECD-landene da den internasjonale finanskrisen inntraff. Handlingsrommet ble brukt aktivt for å dempe virkningen av finanskrisen og det internasjonale tilbakeslaget på norsk aktivitet og sysselsetting:

- Det opprinnelige forslaget til statsbudsjett for 2009, som ble lagt fram noen få uker etter konkursen i Lehman Brothers, var moderat ekspansivt. Budsjettet innebar en økning i bruken av oljeinntekter tilsvarende 0,7 pst. av Fastlands-BNP. Forslaget innebar at bruken av oljeinntekter ville komme opp igjen på 4 prosentbanen.
- Etter at utsiktene forverret seg dramatisk utover høsten 2008, varslet regjeringen i november at den ville legge fram en finanspolitisk tiltakspakke i månedsskiftet januar/februar 2009. Tiltakspakken som ble lagt fram i slutten av januar 2009 inneholdt 20 mrd. kroner i nye tiltak. 16¾ mrd. kroner var nye tiltak på budsjettets utgiftsside, mens 3¼ mrd. var



Figur 7.7 Offentlig sektors nettogjeld. Prosent av BNP. 2007-tall

Kilde: OECD.

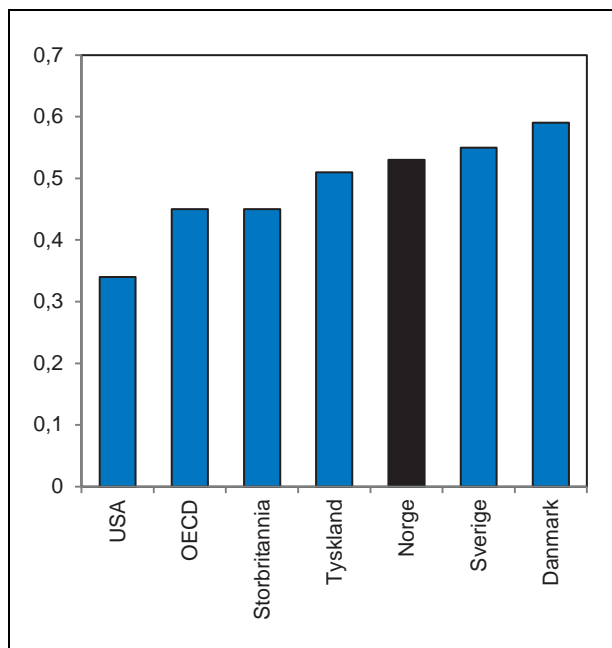
skatteletter for næringslivet. Begrunnelsen for at hovedvekten ble lagt på utgiftssiden var at dette gir større utslag i aktivitet og sysselsetting enn skattelettelse.³ I tillegg bidro endrede inntekts- og utgiftsanslag til å øke det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet⁴. Endringer i forbindelse med Stortingets behandling av pakken innebar en ytterligere økning i oljepen-gebruken med knapt 1,7 mrd. kroner.

- I forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett for 2009 økte det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet ytterligere. Hovedparten av økningen i underskuddet skyldtes lavere anslag på inntekter, bl.a. utbytteinntekter, og økte anslag på utgifter. Det var imidlertid også nye tiltak på budsjettets utgiftsside, bl.a. økninger i rammeoverføringene til kommunene, opptrapping av arbeidsmarkedstiltak og bevilgninger til en økning i antall studieplasser.

Samlet innebar dette at bruken av oljeinntekter økte med om lag 42 mrd. 2010-kroner fra 2008 til 2009, tilsvarende en impuls på 2,1 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Historisk sett er dette en svært kraftig budsjettimpuls.

De automatiske stabilisatorene er relativt store i Norge sammenliknet med andre land, jf. figur 7.8, og de vil dermed i større grad bidra til å dempe økonomiske svingninger enn det som er tilfellet i f.eks. USA. Store automatiske stabilisatorer skaper imidlertid også utfordringer ettersom utslagene i statens finanser blir svært kraftige ved dype lavkonjunkturer, slik en bl.a. så i Sverige på begynnelsen av 1990-tallet, og slik enkelte land opplevde denne gangen. Store automatiske stabilisatorer stiller derfor større krav til gode statsfinanser for at systemet skal tåle et kraftig konjunkturtilbakeslag.

De relativt store automatiske stabilisatorene reflekterer bl.a. at Norge har et godt utbygd sosialt sikkerhetsnett. Sammenliknet med innbyggere i andre land er norske arbeidstakere bl.a. godt sikret mot inntektsbortfall som følge av tap av arbeid.⁵ De sjenerøse inntektssikringsordningene kan ha bidratt til at tilbakeslaget ble relativt mildt i Norge:



Figur 7.8 Styrken på automatiske stabilisatorer. Endring i budsjettbalansen ved endring i produksjonsgapet på 1 pst. av BNP

Kilde: OECD.

- For det første kan gode inntektssikringsordninger bidra til at svekkede utsikter og usikkerhet om den økonomiske utviklingen i mindre grad slår ut i lavere etterspørsel. Slik sett virker de forebyggende på tilbakeslag. Dersom man i liten grad har slike ordninger, vil en situasjon der f.eks. utsiktene for arbeidsmarkedet svekker seg føre til at husholdningene øker sin sparing for å kunne dekke nødvendige konsumutgifter også dersom de skulle miste sitt arbeid. Man risikerer da en negativ spiral. Frykt for økonomisk nedgang gir økning i sparingen, og dette fører til lavere etterspørsel og faktisk nedgang i økonomien. Solide inntektssikringsordninger reduserer slike effekter ettersom inntektsbortfallet ved tap av arbeid blir mindre.
- I tillegg demper ordningene tilbakeslaget når det først har kommet ettersom mindre inntektstap ved økt arbeidsledighet gir mindre innstramning i forbruk og dermed mindre ringvirkninger i økonomien.

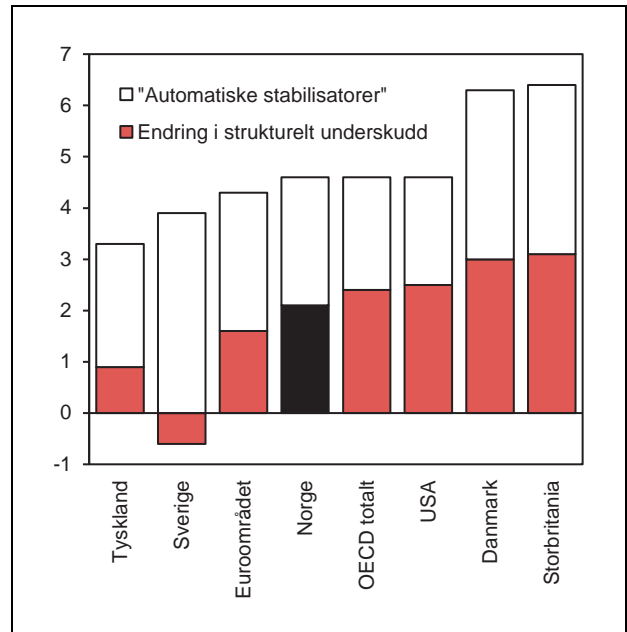
Figur 7.9 viser endringen i strukturelt underskudd fra 2008 til 2009 og differansen mellom endringen i det samlede underskuddet og det strukturelle underskuddet. Sistnevnte kan ses på som et mål på impulsene til økonomien av at endringer i inntekter og utgifter på statsbudsjettet som skyldes konjunkturutviklingen ikke må dekkes inn

³ Se f.eks. Eika og Prestmo (2009) for virkninger av ulike former for ekspansiv finanspolitikk belyst ved SSBs makroøkonomiske modell KVARTS.

⁴ Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet er et mål på den underliggende bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet, der en bl.a. har korrigeret for virkningen av konjunkturutviklingen på statens inntekter og utgifter.

⁵ Se f.eks. tabell 1.6 i OECD (2009b).

ved endringer i andre inntekter og utgifter, såkalte automatiske stabilisatorer. Samlet sett viser figuren at finanspolitikken ga om lag samme stimulans til økonomien som gjennomsnittlig i OECD-området, til tross for at Norge ble klart mildere rammet av finanskrisen enn de fleste andre land.



Figur 7.9 Endring i offentlig sektors underskudd (summen av søylene) fra 2008 til 2009 og endring i strukturelt underskudd. Prosent av BNP. For Norge vises hhv. Oljekorrigert og strukturelt, oljekorrigert underskudd

Kilder: OECD og Finansdepartementet.

Kapittel 8

Noen trekk ved den norske finanssektoren

8.1 Innledning

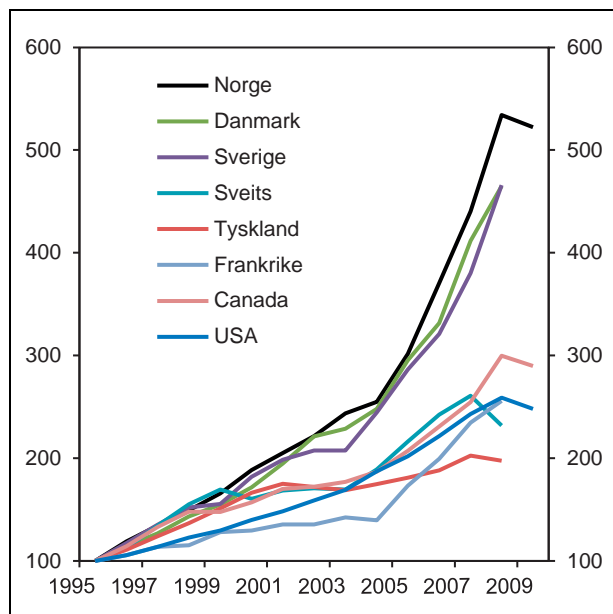
Den viktigste oppgaven for finanssektoren er å koble tilbydere og etterspørere av sparemidler, og legge til rette for at den enkelte kan allokere ressurser over tid. Dermed kan forbruks- og sparebeslutninger frikobles fra løpende inntekter. Finansmarkedene dekker i tillegg sentrale oppgaver innen bl.a. omfordeling av risiko (forsikring) og betalingsformidling. En velfungerende finanssektor dekker dermed noen helt grunnleggende behov i en moderne økonomi. Hvordan den internasjonale finanskrisen slo ut i ulike land, henger også nært sammen med strukturen og virkemåten i det enkelte lands finanssektor, herunder institusjonelle og markedsmessige forhold, regulering og tilsynspraksis.

Norge og norsk økonomi har, som nevnt, klart seg bedre gjennom finanskrisen enn mange andre. Dette kapitlet omhandler noen trekk ved den norske finanssektoren som kan ha hatt betydning for utslagene av krisen i Norge. Etter en kort oversikt over sektorens struktur og størrelse, drøftes forbrukernes stilling i finansmarkedet, herunder betydningen av konkurranseforholdene. Deretter følger en analyse av særtrekk ved den norske banksektoren og verdipapirmarkedene, samt det norske pensjonsmarkedet.

8.2 Struktur og markedsforhold

8.2.1 Finanssektorens struktur og størrelse

Det er store forskjeller mellom finanssektorens struktur og størrelse i ulike land. Den norske finanssektoren, målt mot norsk BNP, er liten sammenlignet med finanssektorene i andre land. I internasjonal sammenheng har Norge få store finansinstitusjoner. En årsak til det er at en relativt liten del av aktiviteten hos norske finansinstitusjoner er rettet mot utenlandske markeder. I tillegg kommer det at utenlandske finansinstitusjoner

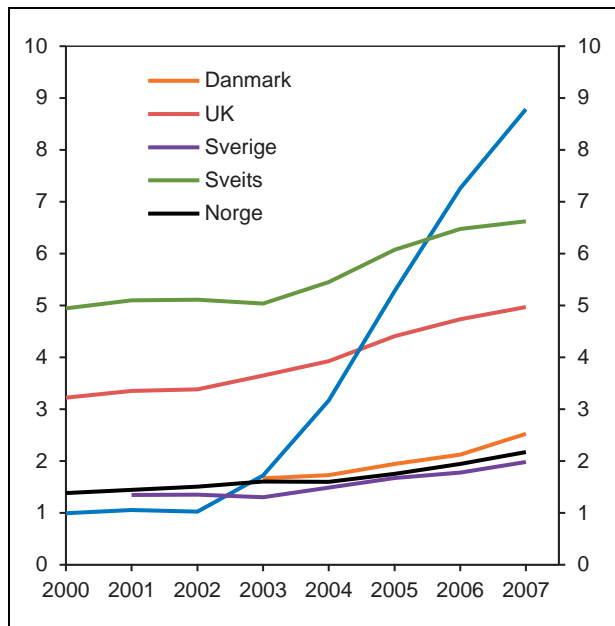


Figur 8.1 Vekst i banksektorens samlede balanse i ulike land

Kilde: OECD.

har en betydelig markedsandel i Norge, særlig innenfor bank og skadeforsikring.

Noen land har en finanssektor preget av utstrakt internasjonal virksomhet og mye aktivitet overfor utenlandske kunder, som gjør at sektoren kan framstå som stor i forhold til landets egen økonomi. Dette gjelder f.eks. USA, Storbritannia og Sveits. Finanssektoren i land som Island og Irland vokste kraftig i årene forut for finanskrisen. Også i Norge vokste forvaltningskapitalen i finanssektoren raskere enn BNP på 2000-tallet, men utviklingen knyttet seg til vekst i tradisjonell kredittgivning til husholdninger og foretak, og ikke til finansiell innovasjon i verdipapiriseringsmarkedet. Veksten i norsk banksektors samlede balanse var, som i de andre skandinaviske landene, høy sammenlignet med mange andre land, jf. figur 8.1, men nivået relativt til BNP var svært mye mindre enn land som Storbritannia og Sveits, se figur 8.2. Veksten har i hovedsak kommet i form av økte



Figur 8.2 Forvaltningskapital som andel av BNP

Kilde: Den sveitsiske sentralbanken, Bank of England, Sveriges Riksbank, IMF, Financial Supervisory Authorities Iceland og Norges Bank.

utlån til bolig til husholdninger. Slike lån har historisk vært svært sikre for den enkelte bank. Sterk utlånsvekst kan imidlertid virke destabiliserende i

et makroperspektiv, f.eks. ved å bidra til framveksten av boligbobler.

Videre er det forskjeller mellom land med hensyn til hvilken rolle ulike institusjonstyper spiller i økonomien. Det skilles ofte mellom bankdominerte og markedsdominerte finanssystem, ut fra hvor de ikke-finansielle foretakene i økonomien henter det meste av sin finansiering. Norske ikke-finansielle foretak finansierer seg i stor grad i bankene, og i mindre grad gjennom innhenting av egenkapital eller utstedelse av gjeldsinstrumenter i verdipapirmarkedene. Det reflekteres av bankene og kredittforetakenes dominerende stilling i den norske finanssektoren, jf. figur 8.3. I land som USA og Storbritannia er det mer vanlig at foretakene finansierer seg utenom bankene.

Banker og kredittforetak er de største institusjonstypene i det norske finansmarkedet, etterfulgt av livsforsikringsselskaper og pensjonskasser, jf. figur 8.3. Norske banker har i hovedsak virksomheten rettet mot tradisjonell utlånsvirksomhet med innskudd fra kunder som viktigste finansieringskilde. Norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser forvalter store midler i private og kommunale tjenstepensjonsordninger.

De norske verdipapirmarkedene reflekterer norsk økonomi. Næringsstrukturen, med hovedsakelig små foretak, bidrar til at få foretak er

Boks 8.1 Finansmarkedsparadigmer

Den norske finanssektoren synes å plassere seg bedre i den bankdominerte kontinentale tradisjonen, enn i den angloamerikanske tradisjonen, der både finansinstitusjoner og ikke-finansielle foretak i større grad finansierer seg i markedet. Hovedtrekkene ved disse to tradisjonene kan i grove trekk oppsummeres som følger:

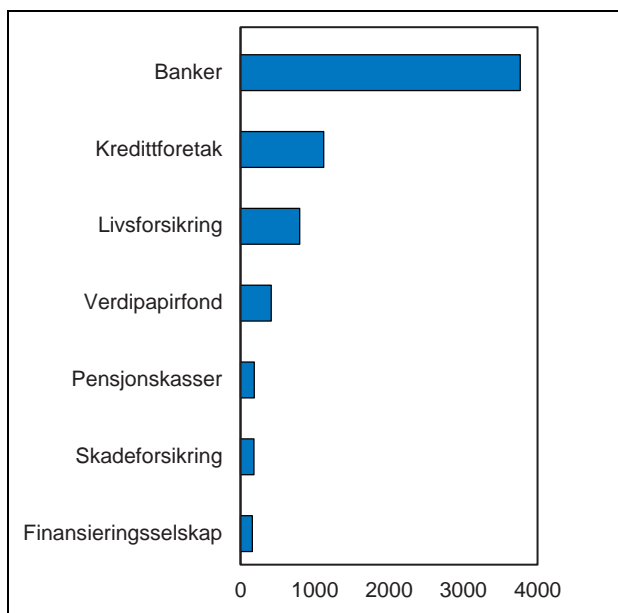
Bankdominert system:

- Bankene dominerer finansiell sektor, institusjonelle investorer spiller en mindre rolle.
- Kapital- og verdipapirmarkedene er små og mindre utviklet.
- Ikke-finansielle foretak finansierer seg hovedsakelig i bank framfor i markedet. Bankene har tett oppfølging med foretakene og gir lang finansiering.
- Husholdningenes sparing er konsentrert i innskudd og forsikringsfordringer.
- Høy grad av kryssierskap mellom finansinstitusjoner.
- Høyt innslag av selveide eller kooperative banker

- Mindre aksjonærmakt, flere interessenter.

Markedsdominert system:

- Institusjonelle investorer dominerer finansiell sektor.
- Store og utviklede kapital- og verdipapirmarkedene.
- Bedrifter finansierer seg i høy grad i markedet. Bankenes finansiering av ikke-finansielle foretak er i større grad kort, og «på armlengdes avstand».
- Husholdningene sparer mer i aksjer, direkte eller via institusjonelle investorer.
- Flere foretak er børsnotert.
- Foretakene kontrolleres sterkere av aksjonærene via markedsmekanismer (som oppkjøp).
- Vektlegging av kortsiktig utvikling i aksjonærverdier i finansinstitusjoner og ikke-finansielle foretak.



Figur 8.3 Forvaltningskapital i norske finansinstitusjoner. Milliarder kroner

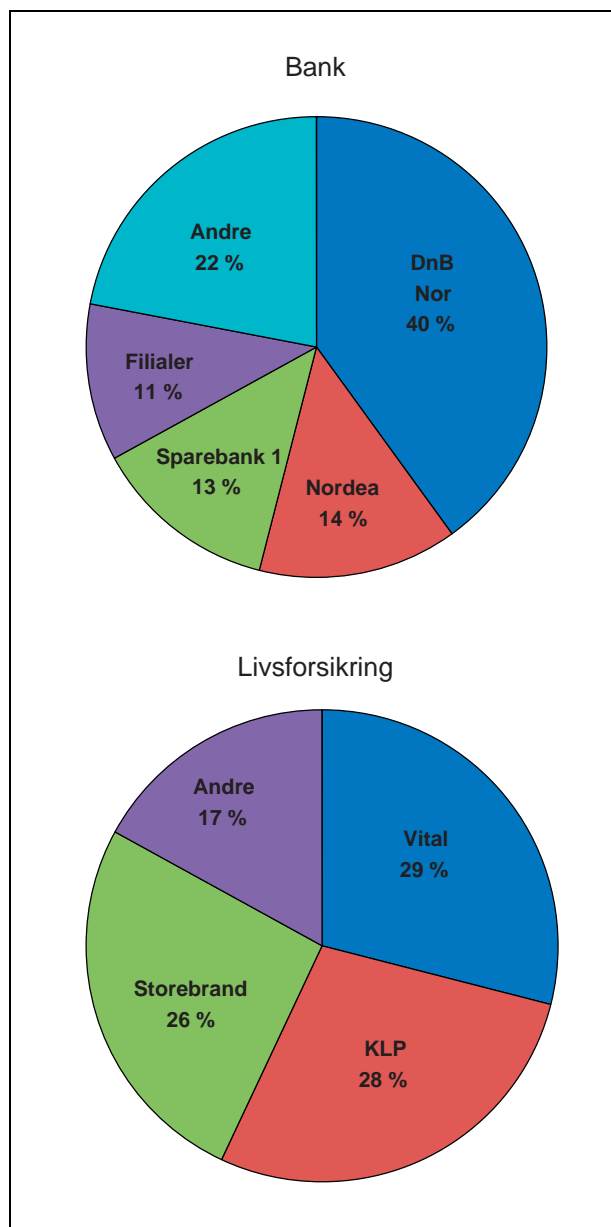
Kilde: Finanstilsynet.

notert på børs eller finansierer seg ved utstedelse av rentepapirer. Gode statsfinanser og stort statlig eierskap, gjør at staten eier en relativt stor andel av verdipapirene notert på Oslo Børs, og at statsobligasjonsmarkedet er lite. Det at Norge har et godt utbygget offentlig sikkerhetsnett har trolig også bidratt til at norske privatpersoners behov for å investere i verdipapirmarkedet gjennom pensjonskasser og livsforsikringsselskaper er mer begrenset enn i mange andre land. Norske privatpersoner investerer også mindre direkte i aksjer og obligasjoner enn det som er tilfellet blant privatpersoner i en del andre land.

Et fellestrekk ved verdipapirmarkeder generelt er at kapital flyter forholdsvis fritt markeder og valutaer imellom. Det gjør at prisene i ulike verdipapirmarkeder følger hverandre relativt tett. At norske verdipapirmarkeder er små, og nært sammenvevd med markeder i andre land gjennom utenlandsk eierskap i Norge og norske utstedelser i utlandet, gjør at utviklingen ute får særskilt stor innvirkning på norske markeder.

8.2.2 Konkurransen og markedskonsentrasjon

Konkurransen mellom aktørene er nødvendig for at finanssektoren kan tjene økonomien på en effektiv måte. Finansielle produkter og tjenester er ofte grunnleggende homogene, noe som i utgangspunktet legger til rette for konkurranse



Figur 8.4 Ulike institusjoners andel av samlet forvaltningskapital i bankmarkedet og livsforsikringsmarkedet. Utgangen av 2009

Kilde: Meld. St. 12 (2009–2010).

mellom tilbyderne, i alle fall i land der soliditetsregulering, sikringsordninger og tilsyn fjerner eventuell tvil om tilbyderens evne eller vilje til å oppfylle avtaler. Konkurransen gir tilbyderne incentiver til å utvikle og tilby de produktene kundene er interessert i, men også til å differensiere seg og sine produkter fra konkurrentene.

De norske markedene for bank og livsforsikring er preget av noen få store aktører, jf. figur 8.4. Fordi sparing, lån og betalingsformidling i bankmarkedet i utgangspunktet er forholdsvis standardiserte produkter og tjenester, er tilstrekkelig

konkurransen mellom tilbyderne i markedet, herunder at barrierene for å bytte leverandør er små, viktig.

Markedskonsentrasjonen i det norske bankmarkedet er høyere enn i Europa forøvrig,¹ og i få land har den største aktøren en så stor markedsandel som i Norge. Tall for markedskonsentrasjonen på nasjonalt plan fanger ikke opp at svært mange banker har sterke markedsposisjoner i lokalkarkedene.² Regnes Norge som ett marked har den største banken, DnB Nor, en markedsandel på om lag 40 pst.,³ og de hundre minste bankene en samlet markedsandel på om lag 6 pst.

Under finanskrisen opplevde mange lånesøkere, og da særlig foretak, at konkurransen mellom bankene forsvant, og at det ble vanskelig å få innvilget nye lån. Bankene strammet inn på kredittgivingen som en følge av problemene i finansieringsmarkedene, og en generell usikkerhet om kredittrisikoen ved nye engasjementer i den da rådende situasjonen i økonomien og markedene. I perioder med markedsuro kan således en til vanlig god konkurransesituasjon raskt erstattes av en situasjon preget av knapphet og forsiktighet på tilbudssiden, og innlåsing og få valgmuligheter for etterspørerne.

At konkurransen om å yte lån til boligformål avtok mindre enn konkurransen om å yte lån til foretak, kan ha sammenheng med at risikoen i foretakssektoren økte mer enn risikoen i boligsektoren, samt at bankene kunne bruke boliglån til å skaffe seg finansiering gjennom å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), som så kunne benyttes i bytteordningen, jf. kapittel 6. At færre aktører konkurrerer om å yte lån til foretak enn til boligformål, kan også ha vært en medvirkende årsak.

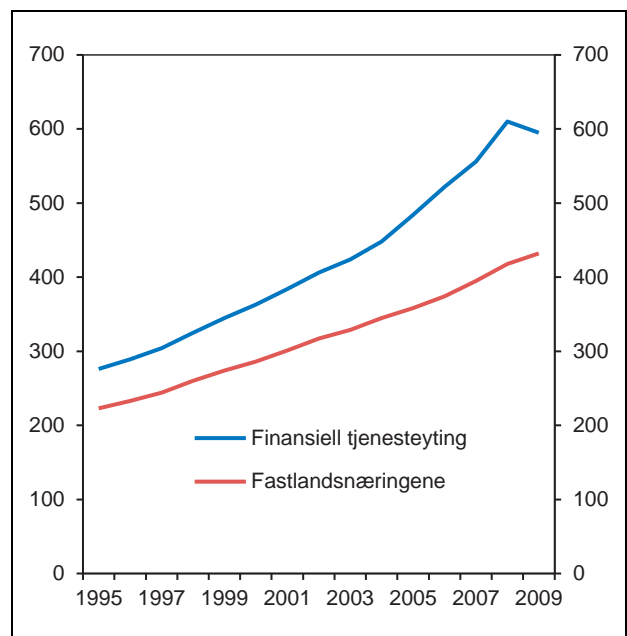
Markedskonsentrasjonen er høy også i livsfor sikringsmarkedet: de tre største aktørene har en samlet markedsandel på om lag 83 pst., jf. figur 8.4. Denne andelen har vært stabil over tid. Produktene i dette markedet er mindre standardiserte enn i bankmarkedet, og kundeforholdene har generelt svært lang varighet. Kundernes flyttere, som innebærer at foretak og personkunder kan flytte henholdsvis pensjonsordninger og indi-

viduelle pensjonsrettigheter mellom pensjonsleverandører, er et viktig konkurransefremmende regelverk.⁴ Tiltak som fremmer konkurransen mellom aktørene er særlig viktig i konsentrerte markeder som det norske.

8.2.3 Avlønning

Både i Norge, og særlig internasjonalt, er lønnsnivået i finanssektoren høyt sammenlignet med lønnsnivået i andre sektorer. I 2008 var f.eks. den gjennomsnittlige månedslønnen i den norske finanssektoren (eks. overtid) om lag 45 pst. høyere enn i økonomien samlet sett, jf. figur 8.5. Det er imidlertid betydelige forskjeller på lønnsnivåene i de ulike delene av finanssektoren. Lønnsveksten i finansiell tjenesteyting har videre vært høyere enn gjennomsnittet for økonomien på 2000-tallet. Mens gjennomsnittet vekst i lønn per normalårsverk var 4¾ pst. per år i norsk økonomi i årene 2000–2008, var den tilsvarende veksten innen finansiell tjenesteyting 5¾ pst.

Bruken av variable avlønningssystemer har økt de siste 20 årene. Samlet sett er imidlertid omfanget av bonuser fortsatt relativt begrenset i Norge. Tall fra SSB viser f.eks. at bonuser utgjorde om lag 15 pst. av gjennomsnittlig månedslønn i finanssektoren i 2008. Det er imid-



Figur 8.5 Lønn per sysselsatt normalårsverk 1995–2009 for finansiell tjenesteyting og fastlandsnæringene. 1000 kroner

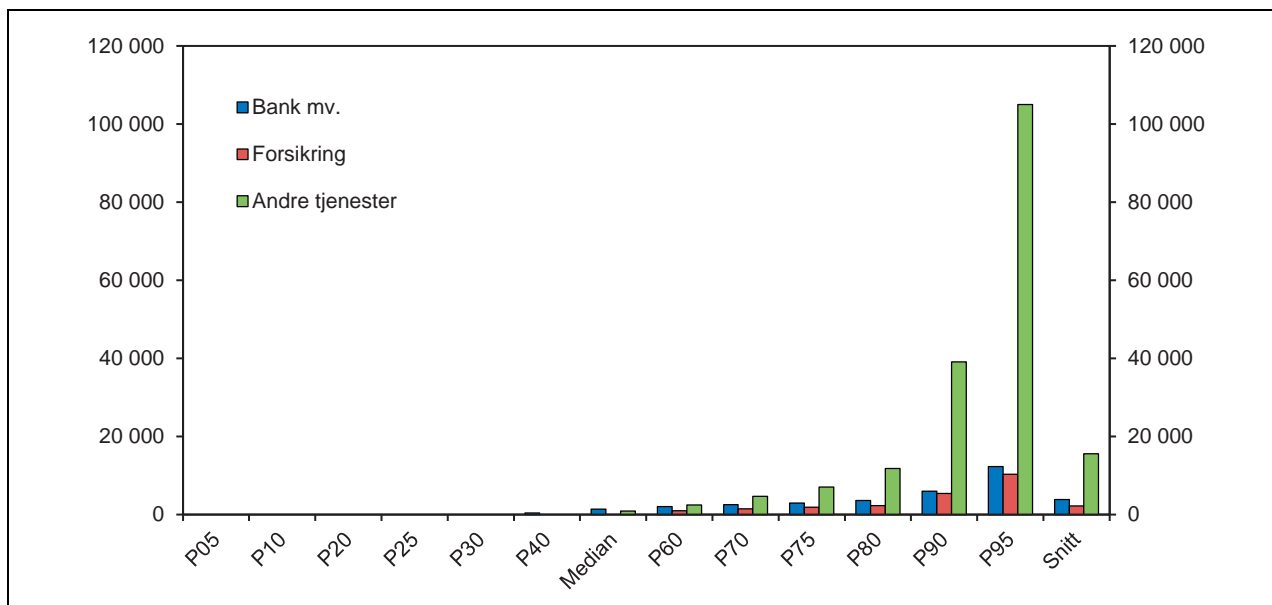
Kilde: Norges Bank.

¹ I Norge har de fem største bankene en andel av samlet forvaltningskapital på ca. 66 pst., mens gjennomsnittet i EU er 60 pst., jf. ECB (2010).

² Finansdepartementet vurderte i 2008 at konkurransesituasjonen i det norske bankmarkedet var «rimelig tilfredsstillende», jf. St.meld. nr. 19 (2007-2008).

³ DnB Nor har også en spesiell rolle i infrastrukturen i det norske banksystemet, bl.a. som oppgjørspartner for mindre banker.

⁴ Forsikringsvirksomhetsloven §§ 11-1 til 11-14.



Figur 8.6 Bonus til ansatte i den norske finanssektoren i 2007, fordelt på inntektspersentiler og næring. Kroner per år.

Kilde: SSB.

lertid betydelige variasjoner mellom de enkelte arbeidstakere og mellom bransjer, jf. figur 8.6.

I 2009 gjennomførte Finanstilsynet en undersøkelse av avlønningssystemene i noen norske finansinstitusjoner. Undersøkelsen viste at avtalestrukturene var forholdsvis enkle, og at nesten alle ledende ansatte hadde avtale om insentivbasert avlønning. Undersøkelsen viste at et mindretall av avtalene innbar opptjening av variabel, insentivbasert lønn over flere år, og at denne avlønningen hovedsakelig ble utbetalt årlig. Avtalene i utvalget inneholdt ikke betingelser om avkorting e.l. ved dårlige resultater i påfølgende år, selv om det skulle skje i løpet av bindingsperioden. I en mindre andel av avtalene ble risikojustert resultat lagt til grunn ved evaluering av måloppnåelse, mens det i de fleste avtalene ble benyttet resultat-elementer og kvalitative faktorer som kriterium. Nivåene for variabel avlønning samsvarte med resultater fra tidligere undersøkelser som Finanstilsynet gjennomførte i 2004 og 2008.⁵ For vel halvparten av de ledende ansatte i 2008-undersøkelsen ble det oppgitt et maksimalt tak i kroner for utbetalingene, og for disse utgjorde dette i gjennomsnitt 114 pst. av faktiske utbetalinger for 2007. For om lag to tredeler av avtalene ble det oppgitt et tak i prosent av fastlønn, og for disse utgjorde dette i gjennomsnitt 43 pst. av fastlønn.

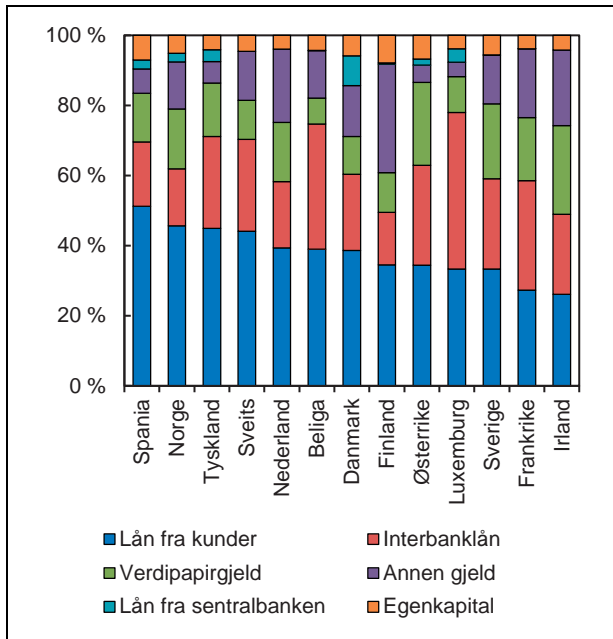
⁵ Finanstilsynet (2008).

8.3 Banksektoren

Finanskrisen artet seg først og fremst som en likviditetskrise for norske banker, og det ble aldri noen soliditetskrise. Alt i alt har norske banker klart seg relativt godt. Hovedårsaken er at den makroøkonomiske utviklingen i Norge har vært klart bedre enn i de fleste andre land. I tillegg har betydelige myndighetstiltak avhjulpet de problemene som oppsto, jf. kapittel 6, men også strukturelle og regulatoriske forhold har hatt betydning.

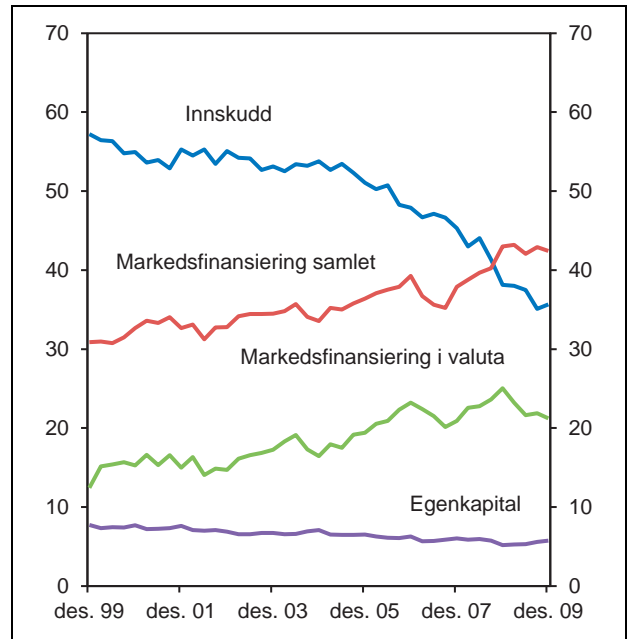
8.3.1 Finansiering

Innskudd fra kunder har vært en nokså stabil finansieringskilde for norske banker gjennom finanskrisen. Noen kunder tok ut eller flyttet innskuddene sine, mens andre splittet innskuddene på flere banker. Sammenlignet med andre land, utgjør kundeinnskudd en relativt høy andel av norske bankers totale finansiering, jf. figur 8.7, og spesielt de mindre bankene har en stor andel innskuddsfinansiering. Fordi utlån dominerer norske bankers aktiva, er imidlertid innskuddsdeknningen, dvs. innskudd som andel av utlån, relativt lav i Norge sammenlignet med andre land. Innskuddene var også nokså stabile gjennom krisen uten ekstraordinære tiltak. Det gjorde norske banker



Figur 8.7 Bankenes passiva i et utvalg land ved utgangen av 2007

Kilde: OECD.



Figur 8.8 Bankene og OMF-foretakenes finansieringskilder i prosent av forvaltningskapital

Kilde: Norges Bank.

mindre berørt av problemene internasjonalt enn banker i andre land.

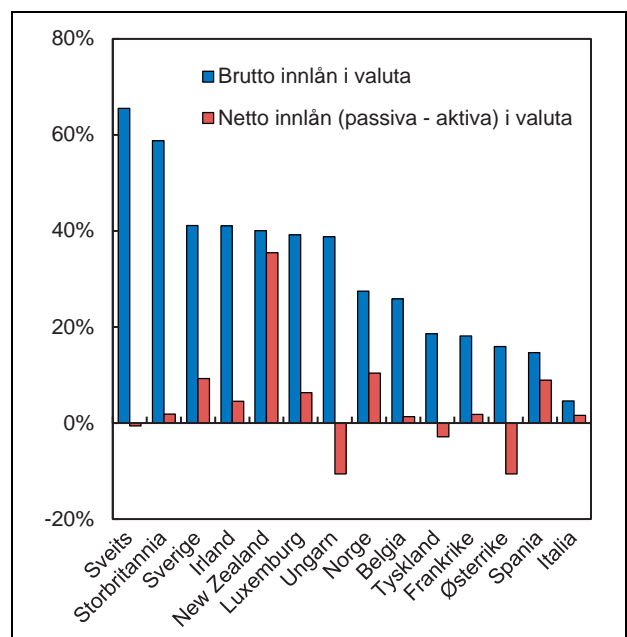
I tillegg til innskudd, finansierer bankene seg med såkalt markedsfinansiering, dvs. finansiering fra sertifikater, obligasjoner og derivater, samt lån fra andre finansinstitusjoner. Markedsfinansiering ble i årene før finanskrisen gradvis en viktigere finansieringskilde for norske banker, jf. figur 8.8. Bankenes utlån og forvaltningskapital vokste mer enn innskuddene. Også internasjonalt var det en trend mot reduserte innskudd som andel av bankenes forvaltningskapital.

Finansieringsstrukturen til norske banker varierer mye. De største bankene har generelt en større andel markedsfinansiering og kortere løpetid på markedsfinansieringen. Dessuten hentes mer av markedsfinansieringen i utlandet.

Kortsiktig markedsfinansiering (kort løpetid) gjør at bankene raskere kan bli utsatt i situasjoner hvor det er vanskelig å fornye innlån i markedet. Mens de største bankene i Norge ruller store deler av sin finansiering hvert år, ruller de mindre bankene om lag 3–4 pst. av finansieringen årlig. Under den internasjonale finanskrisen ble dermed de større bankene mer rammet da det ble vanskeligere og dyrere å rullere markedsfinansieringen.

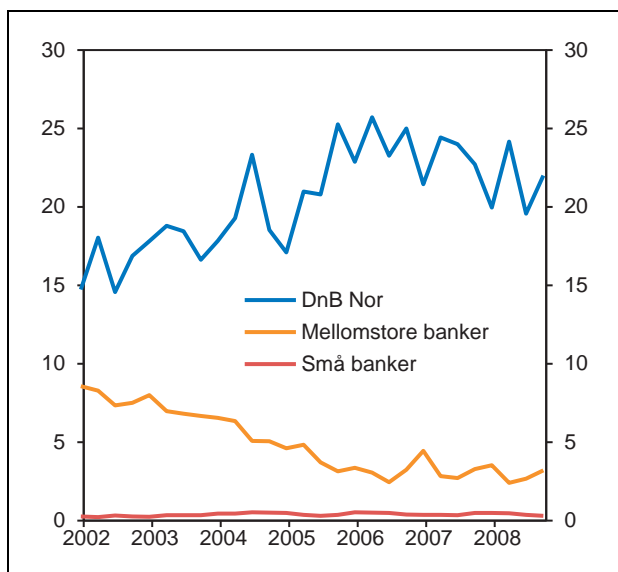
Norske banker har i økende grad finansiert seg i utenlandsk valuta. I en kartlegging av bankenes finansiering i utenlandsk valuta fra OECD,

befinner norske banker seg samlet sett like under gjennomsnittet av landene i undersøkelsen, jf. figur 8.9. Nettotall viser at norske banker låner inn mer i valuta enn de låner ut eller investerer på annet vis. Det er i hovedsak de store bankene som



Figur 8.9 Andelen av bankenes passiva i valuta og andelen passiva fratrukket aktiva ved utgangen av 2007

Kilde: OECD.



Figur 8.10 Norske bankers kortsiktige utenlandsgjeld i prosent av brutto utlån

Kilde: Norges Bank.

finansierer seg kortsiktig i utenlandsk valuta, jf. figur 8.10. De mellomstore bankenes valutafinansiering er i hovedsak begrenset til utstedelser av (langsiktige) obligasjoner. Datterbanker og filialer av utenlandske banker i Norge får det meste av sin finansiering gjennom morbanken.

Norske banker hentet ikke finansiering ved hjelp av verdipapirisering i forkant av krisen, og de hadde ikke garanterte kredittlinjer til foretak som drev slik virksomhet. Da verdipapirisering fikk økt omfang internasjonalt, stilte norske myndigheter krav til organiseringen av slik virksomhet. Nye regler om obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) trådte i kraft i Norge i juni 2007. OMF-modellen skiller seg fra regelverk om verdipapirisering i mange andre land, bl.a. ved at kredittforetak som utsteder OMF er underlagt tilsyn og kapitalkrav på lik linje med bank.⁶

At norske banker ikke hadde basert seg på å hente ny finansiering ved hjelp av verdipapirisering forut for krisen, gjorde de norske bankene, og ikke minst det norske lånemarkedet, mindre sårbart da markedet for verdipapiriserte instrumenter ble kraftig forverret sommeren 2007.⁷ At de norske OMF-reglene var på plass da krisen inntraff, la til rette for bytteordningen, der kredittforetak kunne bytte OMF mot statskasseveksler. Som omtalt i kapittel 6, bidro ordningen til å opp-

rettholde og øke norske finansielle foretaks obligasjonsutstedelser under krisen.

8.3.2 Utlån

Bankers tap avhenger av hvor eksponert de er i markeder som går dårlig. Sammenlignet med banker i andre land, består en stor andel av norske bankers eiendeler av utlån.

Hovedvekten av utlånene er til husholdninger og foretak i Norge, og disse klarte seg godt gjennom krisen. Det bidro til lave tap i Norge totalt sett. En oversikt over misligholdte lån som andel av totale lån for banker i ulike land, viser at Norge er blant landene med lavest misligholdsandel, jf. figur 8.11. Den relativt gode makroøkonomiske utviklingen i Norge sammenlignet med andre land gjennom finanskrisen er trolig den viktigste forklaringen på dette. At boligprisene falt lite, bidro også. I tillegg ga reduserte styringsrenter raskere og kraftigere utslag i utlånsrentene i Norge enn i andre land. Det henger sammen med at andelen lån gitt med flytende rente er høy i Norge.

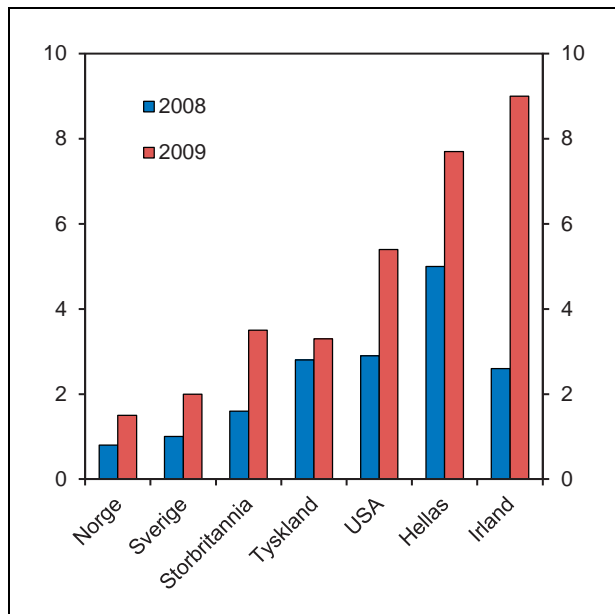
Visse reguleringsmessige forhold i Norge kan også ha bidratt til lite mislighold på boliglån:

- For det første har ikke Norge hatt verdipapirisering der boliglån løftes ut av bankenes balanse, og gir finansiering mens långiver har mindre insentiver til å vurdere låntakerens betalingsevne.
- For det andre følger boliglån låntakeren og ikke bare boligen. Dersom boliglånet bare er knyttet til boligen, kan låntakeren velge å flytte og overlate boligen til banken dersom boligens verdi faller under lånets verdi, slik tilfellet er i mange delstater i USA. Dersom en personlig låntaker i Norge ikke kan betjene gjelden sin og boligen selges, vil delen av gjelden som ikke dekkes av boligsalget fremdeles hefte ved låntakeren. Den norske organiseringen er lik det som er vanlig ellers i Europa.

Norske banker har ikke vært like eksponert i utenlandske markeder som f.eks. flere av de nordiske storbankene. Det kan bl.a. skyldes at norske banker har hatt bedre vekstmuligheter i det nasjo-

⁶ Jf. finansieringsvirksomhetsloven kapittel 5 og Bakke m.fl. (2010).

⁷ Noen banker i andre land, som f.eks. Northern Rock i Storbritannia, hentet hovedvekten av sin finansiering ved å verdipapirisere boliglån. Dette gjorde banken rundt fire ganger i året. Mellom utstedelsene finansierte de nye utlån ved å rullere kortsiktige lån i interbankmarkedet. Sommeren 2007 ble det tydelig at de ikke ville kunne hente inn finansiering som planlagt i september samme år. De måtte også betale mer for de kortsiktige lånene de rullerte. Dette var noe av bakgrunnen for at de henvendte seg til Bank of England for likviditetsstøtte i september 2007.



Figur 8.11 Misilgholte lån i prosent av totale lån

Kilde: IMF.

nale markedet, og derfor ikke hatt samme behov for å ekspandere ute. Norske banker har dessuten hatt dårlig erfaring fra tidligere forsøk på ekspansjon i utlandet, og de fleste norskeide bankene er små i internasjonal og nordisk målestokk.

Den eneste store, norske banken, DnB Nor, er imidlertid representert i Baltikum gjennom DnB Nord, der banken under finanskrisen eide 51 pst. av aksjene.⁸ Ved inngangen til 2008 var DnB Nord den tredje største banken i Litauen og den fjerde største banken i Latvia. Nedskrivninger på DnB Nords eiendomsportefølje i Danmark, Latvia og Litauen bidro i særlig grad til DnB Nors økte utlånstap i 2008. Flere av de andre nordiske storbankene, særlig Swedbank og SEB, hadde betydelig ekspansjon i de baltiske landene i vekstperioden 2000–2007 og ble dermed i større grad eksponert mot den negative utviklingen i disse områdene.

8.3.3 Markedsutsatte verdipapirer

Mange utenlandske banker og finansinstitusjoner fikk i finanskrisens første fase store verditap på verdipapirporteføljen. Tapene svekket soliditeten i finansinstitusjonene, og reduserte den generelle tilliten til institusjonene og det finansielle systemet.

⁸ DnB Nor har siden overtatt samtlige aksjer i DnB Nord.

Eiendeler som er utsatt for markedssvingninger, dvs. verdipapirer ført som såkalte omløpsmidler,⁹ utgjorde om lag 11 pst. av de norske bankenes samlede eiendeler ved utgangen 2008. Dette er en lav andel i internasjonal sammenheng. De fleste bankene i Norge hadde i tillegg hovedsakelig investert i verdipapirer som har holdt seg relativt godt i verdi gjennom finanskrisen. Dette kan det være flere grunner til:

- De fleste norske banker er små og har kun tilgang til det norske verdipapirmarkedet. Verdipapirene de små bankene har investert i har ikke vært regnet som spesielt sikre, men så lenge norsk økonomi har klart seg godt, har også tapene knyttet til norskutstedte verdipapirer være begrensede.
- Banker i Norge låner langt mer i sentralbanken i forhold til egen størrelse enn det banker i andre land gjør. Dette knytter seg til at den strukturelle likviditeten i kroner er nokså lav og svinger mye.¹⁰ Når bankene skal låne av sentralbanken, må de ha verdipapirer som sentralbanken godtar som pant. Norges Bank godtok et bredere spekter av verdipapirer som pant for lån i forkant av finanskrisen enn andre sentralbanker. Dette skyldes delvis bankenes store lånebehov i norske kroner og delvis det begrensede statsobligasjonsmarkedet i Norge.
- En annen mulig medvirkende årsak er at norske banker har hatt relativt god inntjening fra sin tradisjonelle virksomhet og sitt nasjonale marked, og dermed ikke hatt samme behov for å investere i risikable verdipapirer for å tjene penger.

Også norske banker tapte imidlertid på verdipapirer. Kurstap på verdipapirer bidro til over halvparten av reduksjonen i resultatene fra 2007 til 2008.

Bankene i Norge har, sammenlignet med banker i andre land, i liten grad drevet med egenhandel og andre typiske investeringsbankaktiviteter. Bankene kan etter norsk rett maksimalt plassere 4 pst. av forvaltningskapitalen i aksjer og andeler.¹¹ Bestemmelsen reflekterer en norsk banktradi-

⁹ Omløpsmidler er eiendeler som ikke er bestemt til varig eie eller bruk, slik som kortsiktige fordringer, omsettbare verdipapirer og kontanter. Motsetning til omløpsmidler er anleggsmidler.

¹⁰ Strukturell likviditet er bankenes innskudds- eller låneposisjon i Norges Bank slik den ville vært dersom Norges Bank ikke hadde brukt sine instrumenter for å styre banklikviditeten (slik som F-lån). Store betalinger til og fra staten kombinert med at staten har sin konto i Norges Bank, gjør at den strukturelle likviditeten svinger mye.

¹¹ Forretningsbankloven § 24 og sparebankloven § 24.

sjon, hvor bankene ikke skal være både eiere og långivere til næringslivet.

Norske banker har tradisjonelt holdt svært lite aksjer, og for de fleste norske banker har begrensningen hatt liten betydning. Større forretningsbanker driver bankvirksomhet som ligner mer på virksomheten i store internasjonale banker, og restriksjonen kan være mer relevant. Fordi begrensningen ikke berører investeringer i obligasjoner med høy risiko, kunne forretningsbankene uten å ha støtt på kvantitative begrensninger ha valgt å ta høyere risiko enn de gjorde. Det er grunn til å tro at andre faktorer enn regelverket, herunder forretningstradisjon, har hatt betydning for norske bankers risikotagning i verdipapirmarkedet.

8.3.4 Egenkapital

Sammenlignet med andre sektorer utgjør egenkapitalen en liten del av balansen i banksektoren. Høy gjeldsfinansiering gjenspeiler at bankene er et mellomledd mellom sparere og låntakere. Denne formidlerrollen gjør at bankbalansen «blåses opp» av finansielle fordringer på låntakere og gjeld til innskyttere og andre långivere. Som nevnt i kapittel 6, reduserte norske banker egenkapitalandelen i årene før finanskrisen.

På noen områder ble den norske reguleringen satt strengere enn EUs minstekrav til bl.a. kapitaldekning (som var basert på Basel I-reglene) etter den norske bankkrisen på 1990-tallet. Det gjaldt både hva som kunne regnes som kjernekapital og hvordan det risikovektede beregningsgrunnlaget skulle fastsettes. Næringseiendom fikk f.eks. en risikovekting på 100 pst. i Norge, mot et krav om 50 pst. vekting i EU. Videre var kravene til ansvarlig lånekapital og hybridkapital strengere,¹² og det ble kun akseptert tidsbegrenset ansvarlig lånekapital for institusjoner som hadde en kjernekapitaldekning på minst 7 pst. Dette har ikke vært et vanlig krav internasjonalt.

Bankkrisen på 1990-tallet kan også ha bidratt mer indirekte ved at den ga en påminnelse om faren ved høy risikotakning. Dette er i så fall bare en av mange årsaker. Men både det i seg selv å ha opplevd en krise og måten myndighetene håndterte krisen på, kan ha bidratt til at banker i Norge tok mindre risiko enn banker i andre land fram mot denne krisen.

8.4 Verdipapirmarkedene

Verdipapirmarkedene, herunder markedene for aksjer og rentepapirer, skal bidra til effektiv allokering av sparing til de investeringsprosjektene som har størst lønnsomhet justert for risiko. I disse markedene investerer investorene direkte i stedet for å gå veien om finansinstitusjonene. Dersom verdipapirmarkedene ikke fungerer eller verdipapirer svinger svært mye i verdi, vil det kunne forstyrre formidlingen av finansiering, og omfordelingen av risiko.

Det er få særtrekk ved reguleringen av verdipapirmarkedene i Norge. Reguleringen på området faller i stor utstrekning under EØS-avtalen, og er harmonisert med reguleringen ellers i Europa. Reguleringen av verdipapirmarkedet består både av fullharmoniserte regler og minimumsregler. Et eksempel på at norske myndigheter har benyttet muligheten til å ha strengere regulering enn EUs krav, er kravene som har blitt stilt til utstedelse av verdipapirer med pant i eiendeler (verdipapirisering), jf. avsnitt 8.3.1 ovenfor.

8.4.1 Egenkapitalinstrumenter

Kursene til papirene som er notert på Oslo Børs varierer mer enn kursene ved andre børser. Det kan ha sammenheng med at en stor andel av de børsnoterte selskapenes varer og tjenester, som olje, metaller og skipsfrakt har store prissvingninger, og at avkastningen på investert kapital i disse næringene er svært prisfølsomme.

En høy andel av inntjeningen til selskapene på Oslo Børs kommer fra utlandet, og utlendinger er tungt inne på eiersiden.¹³ Ved utgangen av 2007 eide utlendinger 41 pst. av markedsverdien på Oslo Børs, jf. tabell 8.1. I løpet av 2008 ble andelen redusert til 33 pst. Anslagsvis halvparten av reduksjonen kan forklares med at foretakene med størst utenlandsk eierandel tapte seg mer i verdi enn gjennomsnittet, og resten med at utlendinger som gruppe netto solgte seg ned. Nettosalget fra utlendinger kan skyldes at krisen traff hardere «ute», og at de utenlandske investorene dermed trengte å få frigitt midler i større grad enn de norske.

Norsk stat og kommune har også en betydelig eierandel på Oslo Børs, og økte sin andel fra 30 pst. til 40 pst. fra utgangen av 2007 til utgangen av 2008. Økningen skyldtes bl.a. at staten kjøpte seg opp i Statoil i perioden fra juni 2008 til mars 2009, samt rebalanseringkjøp av Folketrygden for å

¹² Hybridkapital er en krysning mellom gjeld og egenkapital. Sammen med egenkapitalen utgjør hybridkapital en finansinstitusjons kjernekapital.

¹³ Norges Bank (2004b).

Tabell 8.1 Oslo Børs – Aksjonærstruktur for egenkapitalinstrumenter i prosent av markedsverdi ved utgangen av hvert år

Sektor	2007	2008	2009
Stat og kommune	30,3 %	39,5 %	37,5 %
Statsforetak	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Banker og finansieringsforetak	1,1 %	1,3 %	1,9 %
Livsforsikring og private pensjonskasser	1,8 %	1,3 %	1,7 %
Skadeforsikring	0,2 %	0,3 %	0,4 %
Aksjefond	3,6 %	3,8 %	5,3 %
Private foretak	18,3 %	16,9 %	14,7 %
Privatpersoner	3,6 %	3,8 %	4,1 %
Utlendinger	40,8 %	32,8 %	34,0 %
Totalt	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Kilde: Oslo Børs.

opprettholde en jevn aksjeandel. Oppkjøpet var bestemt av politiske myndigheter før krisen.¹⁴ I tillegg var kursfallet langt mindre for Statoil, der staten hadde stort eierskap, enn hos andre foretak notert på Oslo Børs. At staten ikke selger seg ut når markedet faller, men isteden faktisk kjøpte aksjer gjennom Folketrygdfondet, kan ha bidratt til å stabilisere aksjeverdiene på Oslo Børs under finanskrisen.

Finanskrisen var i en tidlig fase preget av kraftige fall i markedsverdien på en rekke verdipapirer, særlig aksjer. Norske husholdninger er indirekte betydelig eksponert mot verdipapirmarkedene gjennom statlig eierskap på Oslo Børs og verdipapirer forvaltet av Statens pensjonsfond utland. Norske husholdningers direkte eie av verdipapirer er imidlertid relativt beskjedent. Dette gjør at norske husholdningers privatøkonomi påvirkes mindre direkte av aksjeprisfall enn f.eks. amerikanske husholdninger. Den lave direkte eksponeringen mot verdipapirer har trolig bidratt til å begrense fallet i konsumetterspørselen fra norske husholdninger, og dermed også til å styrke norske næringslivs forutsetninger gjennom krisen.

¹⁴ Etter sammenslåingen av Statoil og Hydros olje- og gassvirksomhet i 2007 eide staten om lag 62,5 pst. av aksjene i det nye selskapet. I tråd med Stortingets beslutning fra 2001 om minst 67 pst. statlig eierandel i Statoil ASA, besluttet Stortinget å videreføre dette også for det nye selskapet. På denne bakgrunn kjøpte staten ved Olje- og energidepartementet aksjer i StatoilHydro i markedet i perioden fra juni 2008 til mars 2009.

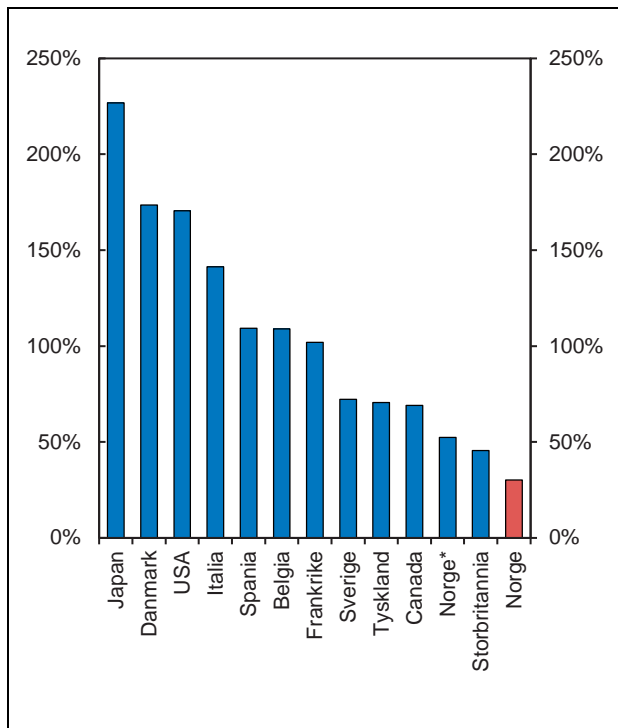
8.4.2 Rentepapirer

Norge har forholdsvis små obligasjons- og sertifikatmarkeder sammenlignet med andre land, også relativt til landenes BNP, jf. figur 8.12. Finansiell sektor står for de fleste av utstedelsene, men også større ikke-finansielle foretak henter finansiering gjennom utstedelse av obligasjoner. De fleste norske foretak er imidlertid små, og innlånene domineres av bankfinansiering. Det finnes imidlertid unntak. I årene før finanskrisen var det f.eks. økt aktivitet i markedet for såkalte høyrenteobligasjoner i Norge («high-yield»), jf. figur 8.13. Uten et substitutt til bankfinansiering, blir bankenes utlånsaktivitet og prising ekstra viktig for norske foretak.

Fordi bankene henter mye av sin finansiering gjennom utstedelse av rentepapirer, er foretak og husholdninger indirekte påvirket av utviklingen i disse markedene. Dersom bankene må betale mye for å låne, vil lånekostnadene reflekteres i rentene til foretak og husholdninger. Utlånskapasiteten avhenger av om bankene får lånt i markedet.

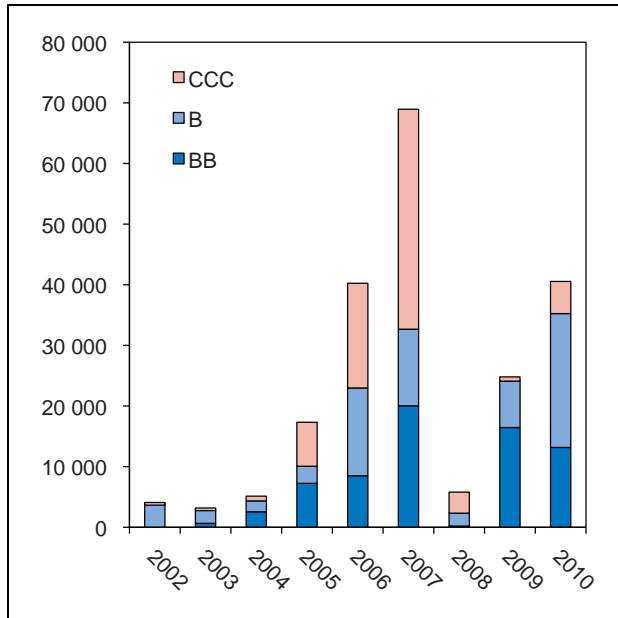
Den norske stat hadde per 2. kvartal 2010 utstedt statsobligasjoner for om lag 228 mrd. kroner. I motsetning til mange andre stater låner den norske stat ikke for å dekke underskudd. Den norske stat er i en netto fordringsposisjon, dvs. at totale fordringer overstiger total gjeld.

I henhold til retningslinjene for budsjettpolitikken blir det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet finansiert ved overføring fra Statens



Figur 8.12 Utestående innenlandske rentepapirer (nasjonale utstedelser) i ulike land som andel av landets BNP

Kilde: BIS.



Figur 8.13 Årslig emisjonsvolum for høyrente industriobligasjoner fordelt på kredittvurdering. Millioner kroner

Kilde: Nordea Markets.

pensjonsfond utland, mens avdrag på statens gjeld, netto utlån og kapitalinnskudd til statsbankene mv. blir dekket ved nye låneopptak og/eller

ved trekk på statens kontantbeholdning. Med disse retningslinjene kommer det bl.a. klart fram hvor stor del av petroleumsinntektene som brukes over budsjettet. Retningslinjene for budsjettpolitikken legger også føringer på statens lånebehov i det norske markedet. En økning i statens lån i det norske markedet utover dette, må dermed motsvares av en tilsvarende plassering i andre papirer, slik det f.eks. ble gjort i bytteordningen under finanskrisen.

Statens alminnelige lånebehov er relativt lite, og det blir derfor lagt vekt på å konsentrere opplåningen om et fåtall lån spredd over flere løpetidssegmenter opp til 10–11 år, slik at hvert lån kan bygges opp til et relativt stort volum. Med denne strategien prøver staten å medvirke til et likvid og velfungerende andrehåndsmarked. En viss spredning av opplåningen på flere løpetider gir trolig gunstige lånevilkår for staten samlet sett, samtidig som det gir en sammenhengende kurve for risiko-fri rente som aktørene i markedet etterspør. Denne rentekurven danner en referanse for renten på andre typer papirer.

Utslagene av finanskrisen i Norge hadde trolig ikke vært vesentlig annerledes med et større statlig låneopptak. Liten tilgang på statspapirer skaper imidlertid enkelte utfordringer for institusjoner og investorer som har behov for sikre plasseringer. I årene som kommer vil norske finansinstitusjoner trolig i større grad etterspørre statsobligasjoner når nye kapitalkrav for banker (Basel III) og nytt solvensregelverk for forsikringsselskaper (Solvens II) innføres.

8.4.3 Pengemarkedene

Markedene for rentepapirer i ulike land er tett sammenvevd. Store aktører flytter seg dit hvor betingelsene er mest gunstige. Finanskrisen førte til økte påslag i renten på sertifikater og obligasjoner, både utstedt i norske kroner og annen valuta.

Den viktigste referansenrenten i det norske pengemarkedet er NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate). NIBOR er referansenrente for ulike derivater, lånekontrakter i verdipapirmarkedet, bankenes utlån til større bedrifter og for større innlån fra markedet. Endringer i NIBOR har dermed en effekt på renten på lån og større innskudd. NIBOR skiller seg fra referansenrenter i andre land fordi den er en avledet rente fra valutalån og er ikke basert på et interbankmarked for lån og plasseringer i norske kroner. NIBOR bestemmes av en anslått rente på usikrede lån i amerikanske dollar mellom banker pluss rentedifferansen mellom kroner og dollar som kommer til

uttrykk i terminmarkedet for valuta.¹⁵ I likhet med referanserentene i andre land er NIBOR indikativ i den forstand at bankene ikke er forpliktet til å handle på rentene de melder inn (kvoterer).

¹⁵ Terminkurven fastsetter bytteforholdet mellom dollar og kroner på en rekke framtidige tidspunkter. For å beregne denne kurven bruker man dagens valutakurser og de respektive valutaenes renter på et tidsrom som tilsvarer tiden fram til valutabytte skal skje, f.eks. tre måneder. Gitt at dagens valutakurser, terminkursene og dollarrenten er kjent så kan renten for norske kroner for det aktuelle tidsrom utledes. Kronerrenten er med andre ord avledet fra terminmarkedet mellom dollar og kroner.

Kvoteringen av interbankrenter i Norge er lite formalisert og regulert, og rentedannelsen er lite gjennomsluktig for utenforstående. Dersom det oppstår uklarheter knyttet til NIBOR-kvoteringen, kan det redusere tilliten til pengemarkedet og finansmarkedet mer generelt, særlig for aktører som ikke selv er delaktig i kvoteringen.

Mens større banker i Norge utsteder en stor andel av sine verdipapirer i utlandet, utsteder de mindre bankene helst i Norge, som regel til en rente tilsvarende NIBOR pluss et påslag. De fleste lån til større foretak prises også til NIBOR pluss et

Boks 8.2 Hvorfor veien om dollar?

NIBOR er konstruert som en avledet rente fordi de store bankene som fastsetter renten i stor grad henter sin markedsfinansiering i valuta i utlandet. Dette kan langt på vei forklares av strukturelle forhold ved norsk økonomi. Historiske årsaker spiller også inn.

Banker i Norge henter finansiering i utlandet samtidig som norske sparere, som livsforsikringsselskaper, pensjonsfond og andre fond, plasserer i utlandet. Dette har sammenheng med at det er vanskelig for sparere og investorer å møtes i et lite marked bl.a. som følge av at investorene ønsker diversifisering. I et lite marked er det videre ikke sikkert at investorer er klare til å kjøpe verdipapirer utstedt av bankene på det tidspunktet bankene ønsker å utstede dem og motsatt. Låntakere kan ønske å hente finansiering i forskjellige markeder, dvs. også «pleie» utenlandske investorer, for derigjennom å ha en mer diversifisert investorbasis.

Likviditeten i dollarmarkedet er normalt svært god. Ved å finansiere seg i utlandet står norske banker overfor et bredere spekter av løpetider og instrumenter, og prisene er trolig gunstigere enn om de hadde måttet hente all finansiering innenlands. Tilsvarende kan livsforsikringsselskaper, pensjonsfond og andre fond investere i et bredt sett av verdipapirer og dermed oppnå god tilpasning mellom løpetid på aktiviteten og sparernes ønskede spareprofil. Både sparerne og bankene kan dermed oppnå

den risikoprofilen de ønsker. Både låntakerne og sparerne inngår terminhandler av valuta for å sikre seg mot uforutsette endringer i valutakursen.¹

Bruk av gjenkjøpsavtaler («swapper») er ikke nytt. Norsk shippingaktivitet, og etter hvert også oljevirkosomheten, ga foretakene inntekter i dollar som bankene vekslet til kroner gjennom å inngå avtaler om å bytte de framtidige dollarinntektene til kroner. Det gjorde terminkjøp av dollar viktig for store norske banker, spesielt etter at oljeskatten begynte å vokse i slutten av 1970-årene. Terminmarkedet mellom dollar og norske kroner var tidlig relativt gjennomsluktig og med forholdsvis høy omsetning.

Den store handelen i markedet mellom dollar og kroner bidrar til at markedet normalt fungerer godt og at norske banker vet at de vil kunne få tilgang på norske kroner dersom de har dollar. Når norske banker låner kroner seg imellom ved hjelp av dette markedet gir det dem dessuten en mulighet til å låne «sikret». Det vil si at bankene bytter til seg dollar mot kroner, framfor å låne bort kroner uten å få noe i pant.²

I enkelte land låner bankene lokal valuta seg imellom gjennom gjenkjøpsavtaler der statskasserveksler med kort løpetid benyttes.³ Fordi statskasse- og statsobligasjonsmarkedet er lite i Norge, vil det være en større utfordring å få en slik struktur til å fungere her i landet, med mindre staten skulle øke sine lånerammer.

¹ En valutaswap innebærer at partene bytter tilbake valutaene de har handlet på et senere tidspunkt.

² Enkelte banker låner riktignok kroner av hverandre usikret «over natten» som en del av den helt kortsiktige likviditetsstyringen, men kun et lite antall banker deltar i dette markedet. Renten på disse lånene er normalt ikke knyttet opp mot NIBOR. For lengre løpetider finnes intet interbankmarked for norske kroner.

³ En gjenkjøpsavtale (også kalt repoavtale) er en avtale hvor det ved salg av et verdipapir samtidig avtales et tidspunkt og en pris for tilbakekjøp av verdipapiret. Verdipapiret blir dermed sikkerheten for en motpart når den gir et lån, og det er viktig at papiret kan forventes å ha en mest mulig fast verdi i repoperioden. Derfor benyttes svært korte statspapirer (statskasserveksler).

påslag. Dersom NIBOR settes høyere enn den faktiske kostnaden bankene har ved å låne i dollar og så veksle om til kroner, vil dette dermed ramme de mindre bankene mer enn de større, og det vil ramme alle som har renten på lån satt som et påslag på NIBOR.

Det er også en viss aktivitet i det rene krone-markedet. De større bankene som opererer i Norge yter hverandre usikrede lån i kroner over natten. Volumet varierer, men mellom 10 og 20 mrd. kroner er vanlig.¹⁶ Renten ligger normalt under NIBOR-renten kvotert for tilsvarende løpetid. De mindre bankene deltar lite i dette markedet og trekker heller på kredittlinjer hos sine oppgjørskontorbanker. Norske banker låner i begrenset grad usikret seg imellom med lengre løpetid enn over natten. Unntaket er at banker i Norge eier rundt 20 pst. av banksertifikater som er utstedt i norske kroner. Tilsvarende tall for bankobligasjoner er 17 pst.

8.4.4 Derivatmarkedene¹⁷

Et lite norsk verdipapirmarked og utstrakt bruk av utenlandsk markedsfinansiering gjør norske finansinstitusjoner spesielt avhengige av velfungerende markeder for valuta- og rentederivater.

Valuta- og rentederivater kan handles og kjøres opp på ulike måter. Norske aktører handler i hovedsak denne typen derivater bilateralt, dvs. uten at det er standardiserte kontrakter notert på en markeds plass. Dette omtales ofte som OTC-derivater («over the counter»-derivater). Når kontraktene handles OTC, er det ulik praksis for hvorvidt det betales marginer og avtalene rundt eventuelle marginbetalinger. I de tilfellene sentral motpart benyttes, betales marginer løpende.

Utstrakt kjøp og salg av kredittderivater (CDSer, «credit default swaps»), der risikomodellene har vært for dårlige og selgere av slike derivater har tatt på seg større risiko enn de har kunnet bære, har blitt identifisert som en kilde til sårbarhet. I USA har dette vært framtrødende. I Norge har det i svært liten grad vært handel med eller eksponering overfor denne formen for derivater. De største direkte konsekvensene av kredittderivathandel i Norge var knyttet til enkelte

norske kommuners investeringer med eksponering mot kredittderivater.

8.5 Livsforsikring og pensjon

Det norske pensjonssystemet er i liten grad svekket som følge av finanskrisen. Rettighetene i, og ytelsene fra, folketrygden er en svært viktig del av systemet og er ikke påvirket av utslagene av krisen. Ettersom de norske statsfinansene er sterke, oppstod det ikke usikkerhet om hvorvidt staten kan innfri sine pensjonsforpliktelser. Også den private delen av pensjonssystemet har kommet forholdsvis godt ut av krisen. Ingen livsforsikringselskaper eller pensjonskasser fikk problemer med soliditeten, og sikkerheten til oppjente tjenstepensjonsrettigheter ble ikke truet. Kostnadene fra negativ avkastning på pensjonsmidlene i ytelsesbaserte ordninger i 2008 ble imidlertid i stor grad veltet over på kundene.

Når det gjelder innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger, er den oppsparte kapitalen fortsatt liten, slik at arbeidstakere i slike ordninger i liten grad ble rammet av den negative kapitalavkastningen i 2008.

8.5.1 Utslagene i pensjonssystemet







Ulik utforming innebærer at pensjonssystemene i forskjellige land er berørt på forskjellig måte av finanskrisen. Figur 8.14 gjengir en oversikt fra OECD over hvordan ulike aldergruppers pensjonsytelser påvirkes av finanskrisen. For Norges del er utslagene for arbeidstakere og pensjonister minimale i internasjonal sammenheng. I tabellen kunne det norske flagget vært plassert i den nederste raden («liten innvirkning») for alle tre aldersgrupper.

I en finanskris eller i økonomiske nedgangstider, vil trygghet for pensjon gjennom det offentlige systemet kunne bidra til at husholdningsspareraten øker mindre enn den ellers ville gjort. Dersom ytelsene fra det offentlige systemet f.eks. avhenger av verdiutvikling på tilknyttede fondsreserver e.l., er den enkeltes forventede pensjonsinntekt mer utsatt ved svingninger i markedene, noe som kan føre til økt forsiktighetssparing. Økt forsiktighetssparing vil på kort sikt virke kontraherende på økonomien, og således kunne forlenge og forverre økonomisk tilbakegang.

Sammenliknet med en del andre land, spiller det offentlig pensjonssystemet i Norge en relativt stor rolle, og det private pensjonssystemet en relativt mindre rolle, jf. figur 8.15. Forventet pensjon

¹⁶ Akram og Christophersen (2010).

¹⁷ Et derivat er en avtale om en framtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes eller avledes av prisutviklingen på et underliggende objekt som den framtidige transaksjonen er knyttet til. Det kan være finansielle instrumenter, varepriser, indekser eller valutakurser.

Innvirkning	Alder		
	Yngre	Nær pensjonsalder	Pensjonister
Kraftig		Personer med lang tids oppsparing i innskuddsbaserte ordninger <i>Særlig de med høy porteføljerisiko</i> 	Personer som ikke konverterte innskuddspensjonskapital til forsikring ved pensjonering <i>Særlig de med høy porteføljerisiko</i> 
Moderat		Personer med lang opptjening i ytelsesbaserte ordninger <i>Særlig hvis ordningene har soliditetsproblemer</i>  Personer i land der utgiftene til offentlige pensjoner (sosialforsikring) er høye  Personer i land der de sosiale sikkerhetsnettene er svake 	Pensjonister i ordninger/system med automatisk justering av ytelser (etter avkastningsresultat) 
Liten	De fleste	Personer omfattet av nylig etablerte innskuddsordninger	Pensjonister som konverterte innskuddspensjonskapital til forsikring før krisen De fleste pensjonister med ytelsesbaserte ordninger og offentlige pensjonsytelser

Figur 8.14 Finanskrisens innvirkning på pensjonsytelsene til personer i ulike aldergrupper
Kilde: OECD.

som andel av sluttlønn fra den norske folketrygdens alderspensjon ligger på om lag 60 pst. ifølge OECD, noe som er nokså høyt i internasjonal sammenheng.¹⁸ Til sammenligning ligger tilsvarende andel i Sverige og Danmark på hhv. ca. 40 pst. og 25 pst. Privat pensjonskapital i Norge utgjør noe over halvparten av norsk BNP, et godt stykke under OECD-gjennomsnittet.

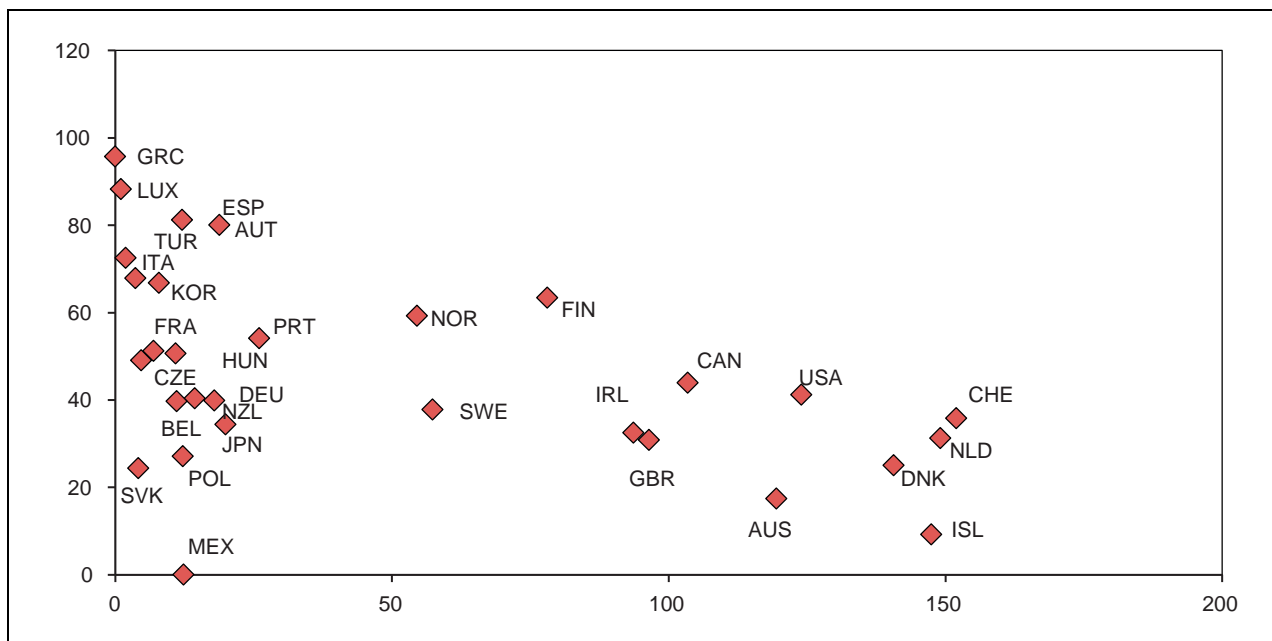
Den norske folketrygden finansieres løpende over statsbudsjettet etter hvert som pensjonene kommer til utbetaling. Den sterke statsfinansielle situasjonen i Norge innebærer at det er svært lite sannsynlig at staten ikke vil være i stand til å innfri

sine pensjonsforpliktelser. I motsetning til i en rekke andre land, har ikke utslagene av finanskrisen skapt usikkerhet om bærekraften i det norske pensjonssystemet.¹⁹

Til tross for at finanskrisen medførte betydelige tap i Statens pensjonsfond utland i 2008, får utslagene av krisen ingen innvirkning på opptjente pensjonsrettigheter i den norske folketrygden. Dette står i kontrast til hvordan de offentlige pensjonssystemene er utformet i enkelte andre land.²⁰

¹⁸ Med «forventet pensjon som andel av sluttlønn» menes forventede bruttoytelser (før skatt) fra det offentlige pensjonssystemet i landene (i Norge alderspensjonen i folketrygden) som prosentandel av en gjennomsnittlig arbeidstakers sluttlønn, gitt inntreden i arbeidsmarkedet i 2005 og full opptjening gjennom yrkeskarrieren. Det vises for øvrig til OECD (2008).

¹⁹ Det kan nevnes at reformen av alderspensjonen i den norske folketrygden fra 2011, jf. Ot.prp. nr. 37 (2008-2009), bl.a. innebærer ny opptjeningsmodell som gir uttelling for alle år i arbeid (alleårsopptjening), fleksibelt uttak av pensjon i fra 62 til 75 år, og mulighet til å kombinere arbeid og pensjon uten pensjonsavkortning. I tillegg vil alderspensjonen bli justert for den enkelte alderskohorts forventede levealder, slik at ikke en økning i befolkningens levealder over tid vil føre til stadig økende utgifter til pensjoner.



Figur 8.15 Offentlige pensjonsytelser (sosialforsikring/trygd) som prosentandel av sluttlønn (vertikal akse), og privat pensjonskapital som andel av BNP i 2007 (horisontal akse), i OECD-land

Kilde: OECD (2008).

8.5.2 Pensjonsleverandørenes tilpasning

Tradisjonelle, ytelsesbaserte pensjonsordninger er fortsatt dominerende i det norske tjenstepensjonsmarkedet, med en forvaltningskapital på over 500 mrd. kroner. Dette er typisk ordninger hvor livsforsikringsselskap eller pensjonskasser (pensjonsleverandører) mot forsikringspremier overtar pensjonsforpliktelser, bestemmer hvilke eienere kapitalen skal plasseres i, og bærer risikoen for verdiutviklingen på midlene.²¹ Arbeidstakere som er medlem i slike ordninger er dermed i utgangspunktet ikke rammet av utslagene av finanskrisen, men vil kunne bli indirekte rammet gjennom høyere pensjonskostnader hos arbeidsgiver.²²

²⁰ I Canada, Tyskland og Sverige avhenger f.eks. de offentlige ytelsene (sosialforsikringssystemet) til en viss grad av soliditeten i statlige pensjonsfond. Det svenske systemet innebærer at både pensjon under utbetaling og opptjente pensjonsrettigheter, vil bli redusert dersom det offentlige systemets pensjonsforpliktelser overstiger verdien av de avsatte midlene i statlige pensjonsfond.

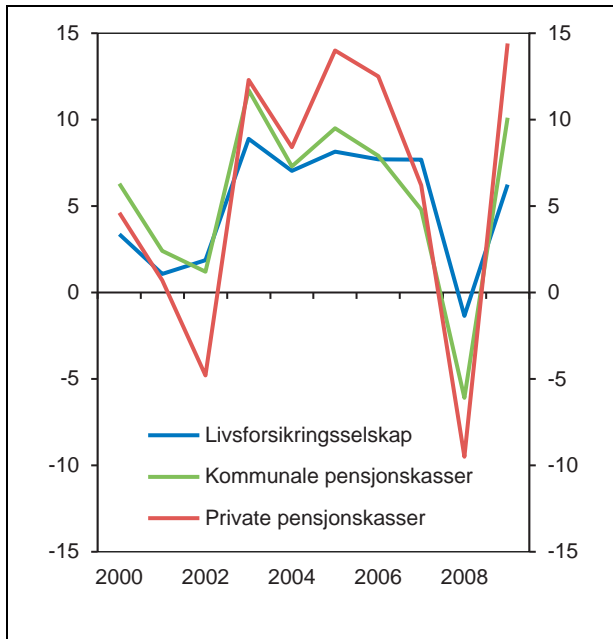
²¹ Det vises til NOU 2009: 13 og NOU 2010: 6 for en nærmere beskrivelse av det norske pensjonssystemet og strukturen i det norske tjenstepensjonsmarkedet.

²² Imidlertid kan regulering av pensjoner under utbetaling påvirkes negativt av svak avkastning, i tillegg til at potensielle soliditetsproblemer i pensjonsinnretningene i ytterste konsekvens kan føre til usikkerhet også om garanterte ytelser.

Selv om dårlig avkastningsresultat førte til store tap i 2008, var det aldri fare for at pensjonsleverandørene ikke kunne oppfylle sine pensjonsforpliktelser. Det ble ikke iverksatt statlige støtteiltak overfor norske livsforsikringsselskap eller pensjonskasser, i motsetning til hva som var nødvendig overfor bankene. Den såkalte bufferkapitalen gir uttrykk for pensjonsleverandørenes evne til å bære tap uten å bryte lovkravene til kapitaldekning.²³ Avkastningsunderskuddene i 2008 ble i stor grad dekket av kundemidlene, men også egenkapitalen tok tap (for første gang siden 2002). Bufferkapitalen ble betydelig redusert i 2008, men ikke til så lave nivåer som etter det kraftige aksjekursfallet i 2001/2002.

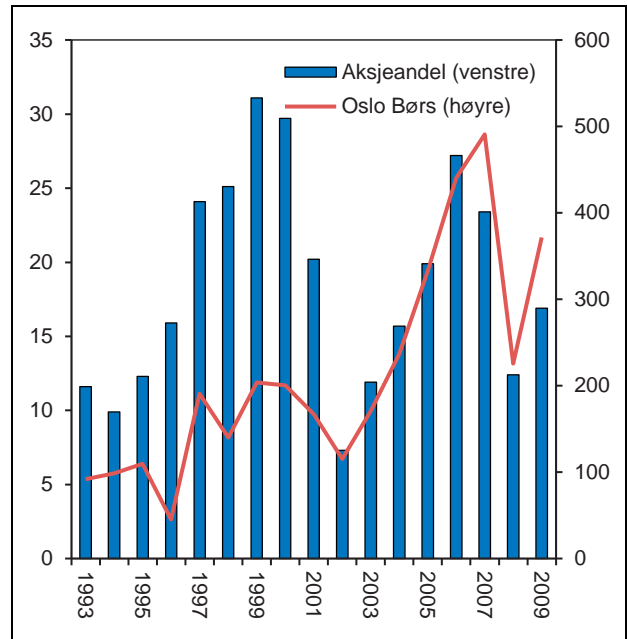
Fallet i aksjemarkedene i 2008 gjorde at den faktiske avkastningen på kundemidlene hos de norske pensjonsleverandørene falt kraftig, jf. figur 8.16. Avkastningsresultatet tok seg betydelig opp i 2009 som følge av oppgangen i aksjemarkedet. For kundene innebærer avkastningsunderskuddet i 2008 for det første at det ikke ble utbetalt overskudd (som kunne redusert kostnadene til framtidige premieinnbetalinger), og for det andre at en større del av framtidige overskudd vil måtte gå med til å bygge opp nye tilleggsavsetninger.

²³ Bufferkapitalen består av leverandørens egenkapital (kjernekapital) ut over minstekravet, og kundebuffer i form av tilleggsavsetninger tilsvarende opptil ett års rentegaranti, kursreguleringsfond og risikoutjevnsningsfond



Figur 8.16 Verdijustert kapitalavkastning (som inkluderer urealiserte kursgevinster og -tap) i livsforsikringsselskapene og pensjonskassene

Kilde: Finanstilsynet.



Figur 8.17 Aksjeandel i kollektivporteføljen til livsforsikringsselskapene (prosent) og utviklingen i på Oslo Børs

Kilde: Finanstilsynet.

Slik får kundene mindre bidrag til premieinnbetalinger og dermed høyere kostnader.

Private ytelsesbaserte ordninger i det norske systemet er fullt fonderte, og pensjonsforpliktelsene skal føres som gjeld i pensjonsleverandørenes regnskaper. For å motvirke spekulativ virksomhet, blir den høyeste tillatte rente som kan benyttes til å beregne nåverdien årlig fastsatt av Finanstilsynet. Denne renten er i realiteten et tak på hvor høy garantert rente på midlene under forvaltning pensjonsleverandørene kan tilby kundene.²⁴ Rentegarantiperioden er i de fleste ytelsesbaserte pensjonsprodukter ett år, dvs. at pensjonsleverandøren hvert år må godskrive kunden den faktiske avkastningen på kundens midler siste år.²⁵

Etter nye virksomhetsregler i forsikringsvirksomhetsloven fra 2008, skal kundene forhåndsbetale for rentegarantien hvert år, mot tidligere system med deling av avkastningsoverskudd mellom

kunde og leverandør. For pensjonsleverandørene innebærer dette at de får bidrag til egenkapitalen i form av rentegarantipremier, selv når faktisk avkastning er lavere enn rentegarantien, noe som bidrar til å styrke leverandørenes soliditet og dermed sikkerheten for pensjonsmidlene. Under og etter finanskrisen har særlig lange renter falt, noe som gjør det vanskeligere å oppnå avkastning på høyde med garantien. Resultatet kan bli økt pris på rentegarantien til kundene.

Som en del av sin risikostyring tilpasser pensjonsleverandørene sammensetningen av sine eiendeler til risikonivået i markedet og til sin egen risikobærende evne (egenkapital). Ved fall i aksjekursene, må leverandørene med relativt mye aksjer i forhold til egenkapital derfor enten redusere beholdningen av aksjer, eller hente inn mer egenkapital.

Da aksjekursene falt i 2007/2008, ble aksjeandelen i kapitalforvaltningen redusert både ved nedslag av aksjer og ved verdifall, jf. figur 8.17.²⁶

²⁴ En annen måte å si dette på er at pensjonsinnretningene legger til grunn en viss avkastning på pensjonskapitalen (beregningsrenten) når de beregner nødvendige premier for å kunne levere en viss framtidig pensjonsytelse. For kundene, som i tjenstepensjonssammenheng er foretakene (arbeidsgiverne), er dette å regne som en rentegaranti.

²⁵ Dersom faktisk avkastning er lavere enn rentegarantien skal kunden godskrives en avkastning lik den garanterte renten.

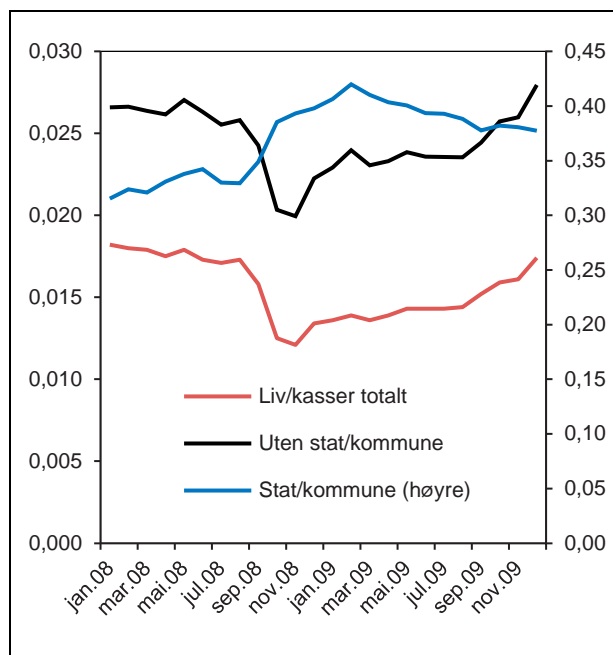
²⁶ I sin årsrapport for 2008 skriver Storebrand f.eks. at selskapet har «utøvet en solvensbasert risikostyring og således redusert aksjeandelen i kundenes investeringsporteføljer betydelig». Vital skriver at en «betydelig reduksjon i eksponeringen mot aksjemarkedet bidro til en reduksjon i risikojustert kapital», mens Sparebank 1 Livsforsikring rapporterte at de valgte «å stå igjennom krisen uten vesentlig nedslag i aksjer».

Den reduserte aksjeholdningen gjorde selskapene mindre sårbare for ytterligere verdifall i aksjemarkedene, men gjorde også at de ikke fikk med seg den kraftige oppgangen i aksjemarkedene i 2009. Fra utgangen av 2007 til utgangen av 2008 falt aksjeandelen fra ca. 23 pst. til om lag 12 pst. Pensjonskassene reduserte aksjeandelen i mindre grad enn livsforsikringsselskapene i 2008, mulig gjort gjennom tilførsel av ny risikokapital fra eierne.²⁷

Samvariasjonen mellom livsforsikringsselskapenes aksjeandel og utviklingen i norske aksjekurser har betydning for avkastningen på kundenes pensjonsmidler, og kan også ha virkninger tilbake på utviklingen i verdipapirmarkedene. Det har vært framført fra ulike hold at livsforsikringsselskapenes aksjenedsalg bidro til å forsterke utslagene av finanskrisen i Norge ved at det økte tilbudet av aksjer presset aksjekursene ytterligere ned.²⁸ Ved inngangen til finanskrisen hadde livsforsikringsselskapene og pensjonskassene en eierandel på Oslo Børs på om lag 1,8 pst., jf. figur 8.18. Andelen falt til 1,2 pst. i november 2008. Fallet på 0,6 prosentpoeng reflekterer livsforsikringsselskapenes nedsalg av aksjer. Nedsalget forsterket trolig den negative kurseffekten av utenlandske investorers enda større nedsalg i perioden.

Livsforsikringsselskapenes lave eierandel tilsier likevel at et eventuelt nedsalg av aksjer under finanskrisen trolig har hatt en relativt liten innvirkning på aksjekursutviklingen på Oslo Børs. Andre forhold må ha spilt en vesentlig større rolle for kursutviklingen. Utenlandske investorer/foretak reduserte f.eks. sin eierandel på Oslo Børs fra om lag 40 pst. i august 2008 til ca. 33 pst. i november 2008, dvs. en nedgang på 7 prosentpoeng.

Forvaltning av fripoliser kan være særlig utfordrende, da det på slike produkter ikke kan innkreves rentegarantipremie.²⁹ Pensjonsleverandørens inntekter kommer isteden i hovedsak fra deling av et eventuelt avkastningsoverskudd, dvs. avkastning på midlene ut over rentegarantien, med kunden (den forsikrede). Det gjør pensjonsleverandørene sårbare ved avkastningssvikt og rentefall. De forsikrede kan også oppleve at det blir lite avkastning igjen til regulering av pensjonen for den generelle lønns- og prisstigningen, ettersom et eventuelt avkastningsoverskudd delvis tilfaller



Figur 8.18 Livsforsikringsselskap og private pensjonskassers eierandel av aksjene på Oslo Børs (andel av markedsverdi). Per utgangen av hver måned, januar 2008 til desember 2009

Kilde: Oslo Børs.

pensjonsleverandøren. Dette kan særlig gjøre seg gjeldende i et lavrentescenario.

En annen utfordring for forvaltere av fripoliser kommer av at rentegarantien på fripoliser ofte er høyere enn på pensjonskapital med rentegaranti for øvrig. Gjennomsnittlig rentegaranti på pensjonsleverandørens forpliktelser tilknyttet aktive ordninger synker over tid,³⁰ mens fripoliser er opptjente, individuelle pensjonsrettigheter med en viss rentegaranti som ligger fast helt til pensjonsutbetalingene opphører. Jo lenger tilbake i tid rettighetsopptjeningen fant sted, jo høyere er typisk rentegarantien. Ved utgangen av 2009 var om lag 128 mrd. kroner under forvaltning i fripoliser, fordelt på mer enn 900 000 avtaler.³¹

8.5.3 Innskuddspensjonsordninger og markedsrisiko

I innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger bærer som hovedregel arbeidstakerne risikoen

²⁷ Aksjeandelen var hhv. 30 pst. og 21 pst. i private og kommunale kasser ved utgangen av 2008.

²⁸ Se f.eks. artikkel på E24.no 15. juli 2009.

²⁹ Fripoliser er ferdig betalte pensjonsforsikringer som sikrer arbeidstakeren de pensjonsrettighetene arbeidstakeren har opptjent i en ytelsesbasert pensjonsordning fram til medlemskapet i ordningen opphørte (før pensjonsalder).

³⁰ I aktive tjenestepensjonsordninger vil det normalt være yngre og eldre medlemmer, med pensjonsrettigheter opptjent over lang tid og med forskjellige rentegarantier. Høyeste tillatte rentegaranti har blitt redusert de senere årene, i noen grad for all ny opptjening av rettigheter, og i stor grad for nye medlemmer i ordningene.

³¹ Tall fra FNO.

for verdiendringer på den oppsparte pensjonskapitalen. Dermed vil fall i markedsverdien på aksjer og andre eiendeler i innskuddspensjonsporteføljene ha betydning for nivået på framtidige pensjonsytelser til arbeidstakerne. Dette gjelder i særlig grad for eldre arbeidstakere nær pensjonsalder og med mye oppspart kapital.³²

Innskuddspensjonsordninger i det norske markedet er fortsatt unge og har lite pensjonskapital under forvaltning.³³ De fleste ble etablert etter innføringen av obligatorisk tjenstepensjon i 2006, slik at det ved inngangen til finanskrisen ikke var spart opp store summer verken for den enkelte eller i ordningene samlet. Ved utgangen av 2007 var samlet forvaltningskapital i innskuddsordningene om lag 14 mrd. kroner. Samtidig var omtrent 820 000 arbeidstakere omfattet av slike ordninger i privat sektor, dvs. at gjennomsnittlig pensjonskapital per arbeidstaker var ca. 17 000 kroner. Virkningene av finanskrisen gjennom innskuddspensjonsordninger, både direkte på arbeidstakernes framtidige pensjonsytelser og via husholdningenes sparing, må dermed ha vært beskjeden i Norge. Det er langt mer pensjonskapital under forvaltning i ytelsesordningene, siden slike ordninger var enerådende i det norske markedet i mange år.

Et av de mest sentrale trekkene ved en rekke pensjonssystemer, herunder det norske, er overgangen fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger i privat sektor. For arbeidsgiverforetakene kan slik overgang dels gi lavere utgifter til ordningen, dels bidra til mer forutsigbare kostnader. I 2009 var flere enn 40 000 arbeidstakere omfattet av ytelsesordninger som gikk til opphør eller ble omdannet.³⁴

Nesten alle norske innskuddspensjonsordninger er ordninger med investeringsvalg for arbeidsgiverforetaket eller for arbeidstakerne. Pensjonsleverandørene tilbyr typisk standardiserte alternativer for porteføljesammensetning og risiko (investeringsprofil). Den vanligste profilen har aksjeandel på 50 pst. og kalles ofte «moderat» eller «balansert». I tillegg tilbys typisk en «forsiktig» (20–30 pst. aksjer) og en «offensiv» (70–80 pst. aksjer) profil. For de foretak og arbeidstakere

som ikke aktivt velger investeringsprofil er vanligvis profilen med 50 pst. aksjer forhåndsvalgt i avtalen med pensjonsleverandøren. Dette er også den mest populære profilen blant de som aktivt velger profil selv.³⁵

I en rekke andre land, hvor innskuddspensjonsordninger har vært utbredt lenge, ble særlig eldre arbeidstakere hardt rammet av finanskrisen. I USA hadde f.eks. nesten 45 pst. av arbeidstakere mellom 55 og 65 år med pensjonssparing i såkalte 401(k)-ordninger, en aksjeandel på mer enn 70 pst. i forkant av krisen, jf. OECD (2009c).³⁶ Mer enn 20 pst. av pensjonssparerne i denne aldersgruppen hadde en aksjeandel på 90 pst. eller høyere.

I henhold til norske regler, skal investeringsporteføljene i innskuddsordninger for arbeidstakere som nærmer seg pensjonsalder settes sammen slik at pensjonskapitalen blir forvaltet på «en særlig betryggende måte».³⁷ På pensjone-ringstidspunktet er det opp til den enkelte å avgjøre om pensjonskapitalen i innskuddsordningen fortsatt skal forvaltes i spareavtale eller konverteres til pensjonsforsikring. Velges førstnevnte vil pensjonskapitalen være utsatt for markedsrisiko også i utbetalingsperioden. Konvertering innebærer at pensjonskapitalen omdannes til garanterte ytelser livet ut eller over et visst antall år.

Avkastningen på kapital i innskuddsordningene var gjennomgående negativ i 2008, hovedsakelig som følge av verdifallet på aksjer. De porteføljesammensetninger/risikoprofiler med relativt større aksjeandel hadde således svakere verdiutvikling enn profilene med en lavere aksjeandel.

I enkelte land, som USA og Australia, unnlot eller utsatte mange pensjonister å konvertere innskuddspensjonskapitalen i forkant av krisen, i tillegg til at aksjeandelen i investeringsporteføljene gjerne var høy. Dette medførte store tap gjennom finanskrisen, og kan ha gitt vesentlig (og varig) reduksjon i ytelsene til denne gruppen. I Norge har det ikke vært utslag av et slikt omfang når det gjelder innskuddspensjon. Det skyldes i første

³² Verdifall på verdipapirer kan også tenkes å ha virkning på økonomien som helhet gjennom innskuddspensjonsordninger, i den grad verdifallet fører til at husholdningenes sparetilbøyelighet øker.

³³ Innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger ble skattefavisert fra 2001 som et alternativ til tradisjonelle ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger. Dette skjedde en del senere i Norge enn i de fleste andre land.

³⁴ Tall fra FNO.

³⁵ Eksempelvis var om lag 75 pst. av innskuddspensjonsmidlene i Storebrand per januar 2010 forvaltet etter den moderate risikoprofilen, mens 6 pst. og 19 pst. av midlene var plassert etter hhv. den forsiktede og offensive profilen. Ifølge Storebrand har denne fordelingen vært stabil gjennom krisen.

³⁶ 401(k)-planer er amerikanske skattefaviserte innskuddspensjonsordninger, der innskuddet innbetales av arbeidsgiver. Arbeidstakeren har typisk investeringsvalg. Navnet «401(k)» kommer fra nummeret på en aktuell skattebestemmelse.

³⁷ Innskuddspensjonsloven § 3-2a.

rekke at pensjonister og eldre arbeidstakere ikke har rukket å spare opp mye kapital på den relativt korte tiden de norske innskuddsordningene har vært aktive. Videre har avkastningsutviklingen i innskuddsordningene neppe hatt betydning for husholdningenes sparetilbøyelighet. Til det er det for lite kapital i ordningene.

Stadig flere norske arbeidstakere blir omfattet av innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger, mens utbredelsen av ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger er på vei ned i privat sektor. Ved utgangen av 2009 var det henholdsvis om lag 940 000 og 406 000 arbeidstakere i de to typene tjenestepensjonsordninger.³⁸ Etter hvert som oppspart kapital i innskuddsordningene øker, blir de potensielle virkningene av et kraftig aksjevverdifall større, både for den enkelte arbeidstaker og for økonomien som helhet.³⁹

8.6 Forbrukerne i finansmarkedet

8.6.1 Et spesielt marked

Forbrukerne – og etterspørselssiden mer generelt, står overfor en rekke spesielle utfordringer i finansmarkedet. I kanskje større grad enn i noe annet marked er finansmarkedet preget av informasjonsasymmetri mellom forbrukere og finansinstitusjoner, noe som bl.a. kan føre til bevisst uvørenhet fra institusjonenes side. Forbrukerne har ofte liten mulighet til å vurdere kvaliteten på finansielle tjenester før avtalen er inngått. Problemene med informasjonsasymmetri mellom produsent og forbruker forsterkes av at det ved kjøp av finansielle tjenester er lite rom for «prøving og feiling». Noen beslutninger, så som kjøp av livsforsikrings- og pensjonsprodukter, foretas få ganger i livet, og har stor betydning for den enkeltes økonomi.

Som ikke-profesjonelle brukere av ulike finansielle tjenester, med begrensede ferdigheter innen finans, har forbrukerne behov for beskyttelse.⁴⁰ I Norge og andre land søkes hensynet til forbrukerne ivaretatt både direkte gjennom regelverk som skal ivareta forbrukernes rettigheter og interesser, og gjennom soliditets- og likviditetskrav til

finansinstitusjoner mv., herunder gjennom innskuddsgarantiordninger. Velfungerende finansmarkeder og solide finansinstitusjoner er grunnleggende forutsetninger for at forbrukerne på en trygg og tilfredsstillende måte kan benytte seg av viktige og nødvendige finansielle funksjoner.

Det felleseuropeiske regelverket om bl.a. investeringstjenester (MiFID), verdipapirfond (UCITS) og markedsmisbruk (MAD), inneholder i dag en rekke bestemmelser som er ment å bidra til at forbrukerne får informasjon på et nivå – og av en slik art, som er forståelig nok til at den kan danne forsvarlig grunnlag for investeringsbeslutninger. Reglene innebærer bl.a. at det er strengere krav til opplysninger og produktutforming for ikke-profesjonelle investorer (forbrukere), enn for det som er definert som profesjonelle investorer.

I Norge er EU-reglene på dette området gjennomført i bl.a. finansavtaleloven, verdipapirhandelloven og verdipapirfondloven. Hensynet til forbrukerne søkes også ivaretatt i mange andre deler av den norske lovgivningen på finansmarkedsområdet, så som i forsikrings- og pensjonslovgivningen og banklovgivningen. Den norske innskuddsgarantiordningen er et eksempel på en lovgivning på bankområdet som har stor betydning for forbrukerne. Ordningen dekker innskudd opp til 2 mill. kroner per innskyter per bank, en dekning som er blant de høyeste i verden.

Finansielle produkter og markeder blir stadig mer komplekse, og forbrukeren står i mange sammenhenger overfor langt flere valg enn før. Endret demografi og lengre forventet levealder øker behovet for privat pensjonssparing, og arbeidstakerne får etter hvert mer innflytelse over egen pensjon. Valgene den enkelte gjør her kan få stor betydning for privatøkonomien. Videre har stadig flere husholdninger en økonomi som gjør det mer aktuelt å investere i finansielle markeder og instrumenter, og som dermed øker etterspørselen etter investeringsprodukter og -tjenester. Et langvarig lavt rentenivå kan også bidra til at flere vil se seg om etter alternative plasseringer.

Det legges iblant til grunn at forbrukere er fullt ut rasjonelle aktører i markedene som, gitt tilstrekkelig informasjon og lave leteteknoder, stort sett vil fatte beslutninger som ivaretar ens egne økonomiske interesser på en best mulig måte. Det er imidlertid i en rekke eksperimenter påvist at forsøkspersoner systematisk tenderer mot økonomisk irrasjonelle disposisjoner. Slike tendenser kan være spesielt problematisk for forbrukerne i finansmarkedet, og slike tendenser gjør det svært

³⁸ Tall fra FNO.

³⁹ Med utgangspunkt i innskudd per arbeidstakermedlem i 2008, samt visse forutsetninger om avkastning og vekst i antall medlemmer, kan en komme til at gjennomsnittlig innskuddspensjonskapital per medlem kan bli rundt 200 000 kroner i 2020 og rundt 440 000 kroner i 2030 (2008-kroner).

⁴⁰ Undersøkelser i Norge og internasjonalt viser at forbrukernes kunnskaper om finansmarkeder og finansielle instrumenter er svak. Det vises i denne sammenheng til OECD (2005), som bl.a. gjengir resultatene fra en rekke internasjonale undersøkelser.

krevende å utforme generelt velfungerende forbrukerrettet regulering på finansmarkedsområdet.⁴¹

8.6.2 Rådgivning og produksalg

Det som kanskje har fått mest oppmerksomhet på forbrukerområdet i Norge, både før og etter finanskrisen, er salget av ulike alternative investeringsprodukter med et mer komplisert risiko- og avkastningsbilde enn tradisjonelle produkter. Hovedkritikken har gått ut på at slike produkter har blitt solgt i stor skala til ikke-profesjonelle investorer som ikke har hatt grunnlag for å forstå de grunnleggende egenskapene ved produktene, og at salget i stor grad har vært preget av interessekonflikter. I en undersøkelse av det norske sparemarkedet i 2008, uttalte Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) følgende.⁴²

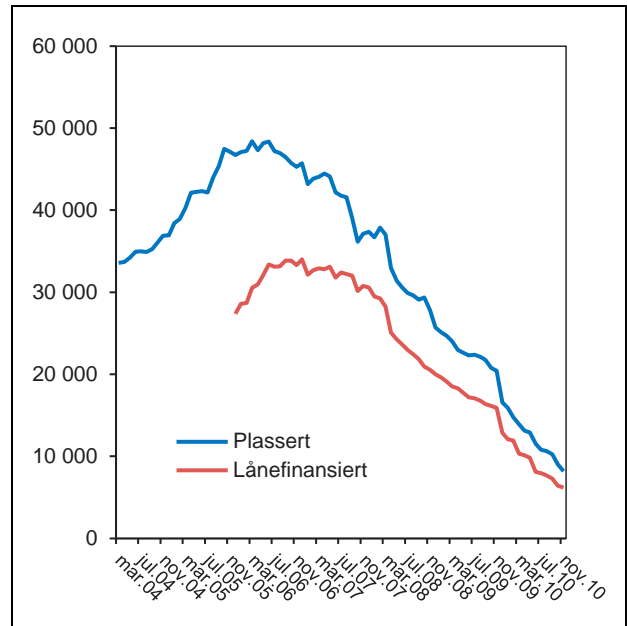
«Gjennom Kredittilsynets tilsynsvirksomhet har det vært påvist tilfeller hvor foretak som driver investeringsrådgivning og formidling av spareprodukter, har ivaretatt hensynet til egen inntjening ved å anbefale spareprodukter som gir dem høy fortjeneste på bekostning av investorenes interesser.»

Sammensatte produkter⁴³ ble introdusert på det norske massemarkedet på midten av 1990-tallet, og norske husholdningenes investeringer i disse økte betydelig utover 2000-tallet. Særlig populære i det norske markedet var såkalt bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA) og aksjeindeksobligasjoner (AIO). Omfanget nådde en topp ved utgangen av første halvår 2006, hvor det til sammen var investert om lag 50 mrd. kroner i slike produkter, jf. figur 8.19. Dette utgjorde likevel ikke mer enn om lag 2,5 pst. av norske husholdningers finansielle fordringer. Selv om dette markedet var forholdsvis lite, og trolig hadde liten betydning for virkningene av finanskrisen i Norge, har investeringer i slike produkter hatt vesentlig betydning for enkeltpersoner, foretak, kommuner og andre før, under og etter krisen.

⁴¹ Se f.eks. Ariely (2008).

⁴² Kredittilsynet (2008).

⁴³ I Norge er sammensatte produkter definert som «spareprodukter som er satt sammen av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel der kundens avkastning er knyttet til indekser eller andre nærmere definerte markedsvARIABLE, som aksjer, renter, råvarer, valuta eller porteføljer av enkeltaksjer, herunder aksjeindekserte obligasjoner og bankinnskudd med aksjeavkastning», jf. forskrift 25. september 2006 nr. 1317 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.



Figur 8.19 Volum, sammensatte produkter (aksjeindeksobligasjoner, bankinnskudd med aksjeavkastning mv.) i norske banker. Mill. kroner

Kilde: Finanstilsynet.

Produktene var i stor grad strukturert med lånefinansiering, jf. figur 8.19.

Etter 2006 har husholdningenes nettotegning av sammensatte produkter vært negativ og beholdningen har avtatt betydelig. Finanstilsynet fastsatte i februar 2008 skjerpede krav til salg av sammensatte produkter. Ved forskrift ble det stilt høyere krav til de som selger sammensatte produkter. Det ble bl.a. stilt krav om at selger måtte vurdere at kunden var finansielt i stand til å håndtere og forstå risikoen. Innstramningen førte til at det i praksis ble en stans for lånefinansiering av sammensatte produkter, og per november 2009 var samlet volum nede i ca. 20 mrd. kroner.

Ulike typer eiendomsprosjekter (ofte omtalt som «eiendomsfond») er en annen klasse av investeringer som har medført store tap for forbrukere. Under finanskrisen ble det tydelig for mange at likviditeten i investeringene var dårlig, og at det ikke var mulig å komme seg ut av investeringene når eiendomsverdiene falt.

Erfaringene med sammensatte produkter, eiendomsprosjekter mv., og salget av disse produktene, har preget forbrukernes forhold til markedet for spare- og investeringsprodukter. Blant annet har EU-kommisjonen etter en undersøkelse konkludert med at investeringsmarkedene i Europa oppleves som dysfunksjonelle for forbrukerne.⁴⁴ Resultatene som gjelder for norske for-

brukere isolert, viser tilsvarende resultat. Ifølge undersøkelsen har halvparten av norske forbrukere ikke tillit til at finansaktørene etterlever de lover og regler som skal beskytte forbrukerne i finansmarkedene.

Uheldige incentiver og kvalitetsmessige svakheter i distribusjonsleddet har fått mye av skylden for problemene knyttet til ulike typer investeringsprodukter i det norske markedet. Forbrukerrådets etterprøving av kvaliteten på finansiell rådgivning vist at mer enn halvparten av rådgivningsseansene ikke var i tråd med regelverket.⁴⁵ Blant annet ble det bare gjort tilfredsstillende risikobeskrivelser i hver femte rådgivningssamtale. I etterkant av finanskrisen har imidlertid bransjen selv etablert en autorisasjonsordning for finansrådgivere (AFR), som har til mål å styrke kvaliteten på finansiell rådgivning.

8.6.3 Tilsynsmyndighetenes rolle

Det samlede ansvaret for tilsyn med og regulering av forhold med betydning for forbrukernes stilling i finansmarkedene er delt mellom fire departement, jf. figur 8.20. Finansdepartementet har bl.a. ansvar for den offentligrettslige reguleringen av finansinstitusjoner og verdipapirmarkedene,

⁴⁴ EU-kommisjonens «Consumer Market Monitor Survey 2010» målte forbrukeropplevelsen i 27 land og viste at investeringsmarkedet var den bransjen som presterte dårligst av de i alt 50 bransjene som ble undersøkt. Også i Norge kom investeringsmarkedet dårligst ut av 50 bransjene som inngikk i undersøkelsen.

⁴⁵ Forbrukerrådet (2009).

herunder virksomhets- og atferdsregler. Justisdepartementet har ansvar for lovregler om rettighetsforhold ved inngåelse av avtaler med finansinstitusjoner mv. Barne-, likestillings og inkluderingsdepartementet har ansvar for det generelle forbrukervernsregelverket, så som markedsføringsloven. Fornyings-, administrasjons- og kirke departementet har ansvar for konkurranselovvingen.

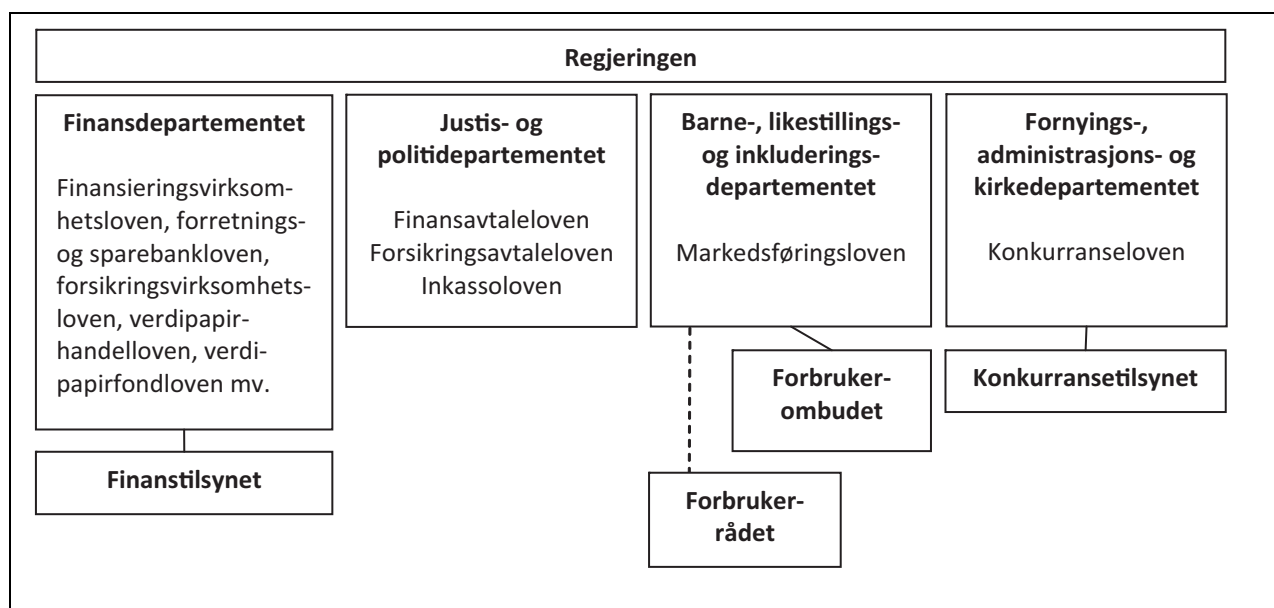
Finanstilsynet fører tilsyn med hele den norske finanssektoren og har et bredt mandat. Tilsynet skal i henhold til sitt mandat «se til at de institusjoner det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov samt med den hensikt som ligger til grunn for institusjonens opprettelse, dens formål og vedtekter».⁴⁶

Finanstilsynets mandat på forbrukerområdet er nærmere beskrevet i de årlige tildelingsbrevene fra Finansdepartementet. I tildelingsbrevet for 2010 heter det bl.a. at tilsynet skal:

«Videreutvikle og sørge for en konsistent praksis når det gjelder kravene til god forretningsskikk for verdipapirforetak. Før tilsyn med investeringsrådgivning, særlig med sikte på god investorbeskyttelse. (...)

Bidra til at det gis god informasjon til forbrukere og investorer om risiko og andre egenskaper ved finansielle produkter gjennom fortsatt samarbeid med Forbrukerombudet og Forbrukerrådet

⁴⁶ Finanstilsynsloven § 3 første ledd.



Figur 8.20 Oversikt over ansvars- og rollefordeling på forbrukerområdet

om informasjon på [Finansportalen], og gjennom fortsatt samarbeid med bransjeorganisasjonene.»

Forbrukerhensyn henger sammen med finansiell stabilitet, og en del av forbrukervernet i tilsynsvirksomheten må dermed nødvendigvis skje gjennom regulering og tilsyn med finansinstitusjonenes soliditet og likviditet. God soliditet i finansinstitusjonene gir forbrukerne bl.a. sikkerhet for innskudd og for at løpende avtaler med institusjonene opprettholdes og honoreres.

Blant Finanstilsynets øvrige tilsynsoppgaver som er viktige for forbrukeren, kan nevnes tilsynet med at

- investeringsrådgivere, forsikringsmeglere, fondsforvaltere, eiendomsmeglere og inkassoselskaper etterlever krav til god forretningsskikk, undersøkelses- og opplysningsplikt, kontraktsregler osv.,
- systemer for betalingstjenester innrettes og drives i samsvar med lovregler,
- børsnoterte foretaks periodiske finansielle rapportering overholder lovregler,
- arbeidsgivere oppretter tjenstepensjonsordninger for sine ansatte i henhold til lov om obligatorisk tjenstepensjon, og at
- tjenstepensjonsordninger opprettes og forvaltes i samsvar med lovgivingen.

I tillegg til Finanstilsynet er Konkurransetilsynet, Forbrukerombudet og Forbrukerrådet relevante institusjoner for utviklingen på dette området.

Konkurransetilsynets hovedoppgave er å fremme konkurranse for derigjennom å bidra til effektiv bruk av samfunnets ressurser, og særlig ta hensyn til forbrukernes interesser.⁴⁷ Oppgaven er altså å fremme virksom konkurranse generelt, og å håndheve konkurranseloven, som bl.a. forbyr samarbeid som begrenser konkurransen og mis-

bruk av dominerende stilling. Foretak har plikt til å melde fusjoner og oppkjøp til Konkurransetilsynet, og tilsynet kan gripe inn mot oppkjøp og fusjoner som begrenser konkurransen vesentlig.

Forbrukerombudet, som er et offentlig myndighetsorgan, fører bl.a. tilsyn med at næringsdrivendes markedsføring og standardkontrakter overfor forbrukerne er i samsvar med markedsføringsloven. Ombudet har i oppgave å forebygge og stoppe ulovlig markedsføring og urimelige kontrakter.

Forbrukerrådet er en interesseorganisasjon for forbrukerne, og er offentlig finansiert og uavhengig av kommersielle interesser. I henhold til Forbrukerrådets vedtekter skal organisasjonens bl.a. «drive påvirkning overfor myndigheter, organisasjoner og næringsdrivende, dyktiggjøre forbrukerne gjennom informasjon, råd og veiledning, og gi bistand til forbrukere».

Finanstilsynet vurderte i 2009 sitt bidrag til forbrukerbeskyttelse og -informasjon, og konkluderte bl.a. med følgende:⁴⁸

«Den samlede forbrukerbeskyttelse på finansområdet fremstår som relativt god, men noe fragmentert. Det er ikke definert noe generelt ambisjonsnivå for hvilken beskyttelse som er ønskelig innen området. At forbrukerbeskyttelsen fremstår som god, skyldes ikke en helhetlig vurdering av problemstillingen, men ulike regelendringer og tiltak som er gjennomført over mange år.»

Finansdepartementet har senere uttalt at denne vurderingen ikke foranlediger endringer i Finanstilsynets mandat, eller endringer i ansvarsfordelingen mellom ulike departementer og underordnede etater.⁴⁹

⁴⁷ Jf. konkurranseloven § 1.

⁴⁸ Kredittilsynet (2009).

⁴⁹ Brev 30. juli 2010 fra Finansdepartementet til Finanstilsynet.

Del III

Føringer for nye tiltak og regelverksendringer

Kapittel 9

Rammer for norsk finansmarkedsregulering

9.1 Innledning

Velfungerende finansmarkeder og solide finansinstitusjoner er avgjørende for en stabil og effektiv økonomi. Finansinstitusjoner skiller seg fra andre typer foretak på flere måter, og er underlagt en spesiell og omfattende regulering. Mange av finansinstitusjonenes funksjoner er uunnværlige for økonomien, så som forsikring, kredittgivning, betalingstjenester, plassering av innskudd osv. Bortfall eller innskrenkninger av funksjonene som følge av problemer i finansinstitusjonene kan få svært store skadevirkninger for den øvrige økonomien. Hovedmålet for reguleringen av slike institusjoner – og markedene de opererer i – er derfor å sikre soliditet og stabilitet.

Finanskrisen avdekket behov for å endre finansmarkedsreguleringen i en rekke land, herunder USA. Endringsforslag drives fram i internasjonale fora, i erkjennelse av at globaliserte markeder krever en global tilnærming, med sikte på å etablere bedre og mer ensartede reguleringsregimer på tvers av land og markeder. For Norge, som har en liten, åpen økonomi, vil utfallet av disse prosessene få betydning gjennom flere kanaler. For det første vil bedret regulering internasjonalt gjøre den norske økonomien mindre utsatt for den type sjokk som finanskrisen medførte. For norske finansinstitusjoner vil endret regulering av denne bransjen i andre land også kunne innebære endrede komparative rammebetingelser. For norske myndigheter er det viktig å følge med på de politiske driverne i debatten om framtidens finansmarkedsregulering, kanskje først og fremst representert av G20-landenes toppmøter, men i enda større grad må norske myndigheter forholde seg til de faktiske regelverksendringene som blir gjennomført i andre land og i EU-systemet.

Utformingen av norsk regulering på finansmarkedsområdet må ta hensyn til de forpliktelser som følger av internasjonale avtaler, herunder EØS-avtalen. I tillegg bør rettstilstanden harmonere med, og ikke stå i motstrid til, rettsreglene på andre nasjonale rettsområder, så som f.eks. sel-

skapsretten, kontraktsretten og skatteretten. De mest omfattende og konkrete rettslige forpliktelser for norsk finansmarkedsregulering følger av EUs reguleringer av finansmarkedene, som Norge gjennom EØS-avtalen er forpliktet til å gjennomføre. EUs rettsregler på finansmarkedsområdet påvirker nasjonale myndigheters handlingsrom, dels gjennom at nasjonale myndigheter pålegges å gjennomføre visse rettsregler, og dels gjennom forpliktelser om ikke å gjennomføre bestemmelser som bryter med disse.

I dette kapitlet omtales norsk reguleringstradisjon på finansmarkedsområdet, herunder de mest sentrale hensyn og prinsipper som ligger til grunn for regelverksutformingen. Deretter drøftes det norske handlingsrommet innenfor EØS-forpliktelsene, samt påvirkningsmulighetene under regelverksutviklingen i EU. Det gis også en kort oversikt over omfanget av EØS-regelverket på finansmarkedsområdet.

I kapittel 10 redegjøres det for noen av de regelverksendringer som har kommet (eller som trolig vil komme) internasjonalt, herunder fra EU, som følge av erfaringene fra finanskrisen. Også tiltak og regelverksendringer som er gjennomført i Norge og en del andre enkeltland omtales.

9.2 Norsk reguleringstradisjon

9.2.1 Regelverksutviklingen

Det er et klart skille mellom to typer av regulering på finansmarkedsområdet: kredittstyring og regulering av finansinstitusjoner mv. (herunder soliditetskrav). I Norge kan utviklingen i reguleringen på finansmarkedsområdet sett under ett deles inn i tre hovedfaser, i tiden etter andre verdenskrig:

- Fram til midten av 1980-tallet var reguleringsregimet i Norge, og for så vidt også i mange andre land, preget av strenge, kvantitative regler for tilbudet av kreditt.¹

¹ Se bl.a. NOU 1992: 30 om bankkrisen.

- På 1980-tallet var finansmarkedene gjenstand for omfattende deregulering av kredittstyringen, der politisk detaljstyring i stor grad ble erstattet av markedsmekanismer, samtidig som reguleringen av finansinstitusjonene var gjenstand for store endringer.
- De siste 20 årene har implementering av stadig flere EU/EØS-regler i norsk lovgivning preget regelverksutviklingen i Norge, men på viktige områder skiller den norske reguleringen seg fra EUs minstekrav, og Norge har videreutviklet en selvstendig norsk reguleringstradisjon.

Etter finanskrisen kan vi i tillegg se konturene av en ny, fjerde fase, der EU/EØS-reglene er i sterk endring og hvor nye regler utvikles og samordnes i internasjonale fora, jf. kapittel 10.

De store forandringene i norsk finansmarkedsregulering på 1980-tallet dreide seg i stor grad om en deregulering av kredittmarkedene. Dereguleringen tvang seg fram av at kreditt i større grad ble kanalisert utenom bankene og de kvantitative utlånsreguleringene. Produktinnovasjon og nye atferdsmønstre i kredittmarkedet førte til at reguleringene ikke lenger virket etter hensikten, og til at myndighetene mistet oversikten over aktiviteten i markedet. I tillegg ble det lagt vekt på at kredittreguleringene stod i veien for at markedet kunne allokere kreditt på en vekstfremmende og samfunnsøkonomisk effektiv måte.

På den andre siden førte dereguleringen av kredittmarkedene til utfordringer for soliditetsreguleringen av finansinstitusjoner, og det var en bevegelse mot en bredere og mer helhetlig tilnærming til regulering, bl.a. ut fra de erfaringer som var gjort med omgåelse av gjeldende regelverk. Tidligere var ulike typer finansinstitusjoner, både i Norge og i andre land, stort sett regulert forskjellig i egne lover. I 1988 ble det i den nye finansieringsvirksomhetsloven innført felles norske regler for alle typer finansinstitusjoner på sentrale virksomhetsområder, herunder likelydende kapitalkrav. Dette hadde også bakgrunn i at konkurransen mellom ulike bransjer hadde økt, og at flere finansinstitusjoner etter hvert – gjennom ulike selskaper i samme konsern – drev virksomhet på tvers av bransjer. Det var derfor nødvendig med likere bestemmelser for ulike typer finansinstitusjoner, både av hensyn til konkurransen mellom ulike institusjonstyper, og ut fra hensynet til at finansinstitusjoner som ved sin virksomhet påfører kunder og samfunnet lik risiko, også bør underlegges like regulatoriske krav til bl.a. kapital. Prinsippet om at lik risiko skal reguleres likt

har siden stått sentralt i norsk finanslovgiving, jf. avsnitt 9.2.4 nedenfor.

I 1986 ble Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) opprettet som et av verdens første felles tilsynsorgan for en hel finanssektor.² Samordningen bidro til bedre samsvar mellom tilsynsområdet (tilsynsobjektene) og lovgivningens anvendelsesområde, i tillegg til alminnelige effektivitetsgevinster. Det ble lagt til grunn at et fellestilsyn generelt vil ha bedre forutsetninger for å ha god oversikt over utviklingen i finansnæringen enn det flere ulike sektorbaserte tilsyn vil ha. Forskjellige måter å organisere tilsynsmyndighetene på har ulike sterke og svake sider, og hva som anses som gode løsninger kan endre seg over tid. Et felles tilsynsorgan har imidlertid vært en modell som stadig flere land har valgt.

På 1990-tallet ble EUs direktiver på finansmarkedsområdet, i henhold til EØS-avtalen, gjennomført i Norge. Gjennomføringen de første årene medførte ikke store endringer i eksisterende lovgivning, da den norske lovgivningen stort sett oppfylte EUs minimumskrav fra før.³ Den norske felleslovgivningen for finansinstitusjoner var på noen punkter bevisst utformet i samsvar med EU-retten, og det hadde generelt blitt lagt stor vekt på konkurranseforhold og kravene til soliditet.

EU/EØS-reglene førte imidlertid etter hvert til en betydelig omlegging av innretningen på deler av norsk lovgivning, bl.a. ble kvantitative regler i stadig større grad byttet ut med mer skjønnsmessige, kvalitative regler. Det har særlig hatt stor betydning for tilsynsmyndighetenes rolle, som gikk fra å kontrollere etterlevelsen av kvantitative regler, til et mer risikobasert tilsyn med hovedvekt på de store risikofaktorene for finansinstitusjonenes soliditet og for markedets integritet. Et eksempel er de norske kvantitative kravene til finansinstitusjoners likviditetsbeholdning, som for få år siden ble erstattet av kvalitative EU/EØS-regler om likviditetsstyring. Etter finanskrisen diskuteres det imidlertid om det igjen bør innføres mer kvantitative krav til likviditet og soliditet, jf. kapittel 10.

Dagens norske regulering på finansmarkedsområdet er i stor grad preget av EU-tilpasning og EU-regler, men har fortsatt en del trekk som kan tilskrives en selvstendig norsk reguleringstradisjon. På flere viktige områder skiller den norske lovgivningen seg fra EUs minstekrav, og fra den

² Kredittilsynet ble etablert ved en sammenslåing av Bankinspeksjonen (hvor Meglerkontrollen var innlemmet tre år tidligere) og Forsikringsrådet.

³ Selvig (2006).

lovgivningen en del andre land har lagt seg på. En viktig årsak kan være de erfaringer som ble høstet i Norge etter dereguleringen på 1980-tallet.

9.2.2 Betydningen av bankkrisen på 1990-tallet

Mange norske banker fikk alvorlige økonomiske problemer under bankkrisen på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Disse bankene stod for nesten 60 pst. av de samlede utlånene til ikke-finansiell sektor i Norge. Bakgrunnen for krisen var store utlånstap etter rask og kraftig utlånsvest på 1980-tallet, kombinert med svekket soliditet og inntjening i årene før dereguleringen av kredittmarkedet. Fra 1988 til 1991 gjorde problemene seg i hovedsak gjeldende for mindre banker, som ble håndtert i henhold til eksisterende regler og ordninger. I 1991 utviklet situasjonen seg til en systemkrise der alle de tre største norske forretningsbankene etter hvert gikk over ende.

I myndighetenes krisehåndtering ble det lagt vekt på at *aksjonærene skal bære risikoen ved bankvirksomhet*. Gjennom lovendringer ble det åpnet for at myndighetene kunne beslutte å skrive ned kapitalen (aksjonærverdiene) i kriserammede banker med verdien av bankenes tap (potensielt til null), og at staten gjennom egenkapitaltilskudd kunne få eierskap i bankene. Lån og egenkapitaltilskudd ble gitt fra myndighetene til de kriserammede norske bankene på strenge vilkår, som bl.a. kunne innebære krav om bytte av styre og ledelse, aktivitetsbegrensninger og kostnadskutt. I motsetning til hva som ble gjort under lignende kriser i en del andre land, bl.a. i Finland og Sverige, ga ikke norske myndigheter en generell garanti for bankenes forpliktelser, og det ble ikke etablert såkalte «bad bank»-løsninger for krisebankenes eiendeler.⁴ I stedet ble bankenes egenkapital skrevet ned med tapene, før staten gikk inn med ny kapital for å sikre videre drift.⁵ På denne måten måtte eierne bære tapene fra bankvirksomheten, mens staten fikk full gevinstmulighet i bytte mot risikoen ved bankeierskapet. På et tidspunkt eide staten alle de tre største norske forretningsbankene.⁶

⁴ Begrepet «bad bank» benyttes ofte om finansinstitusjoner som etableres for å overta og forvalte tapsutsatte eiendeler fra banker som har økonomiske problemer.

⁵ Rask oppkapitalisering satte bankene i stand til å gjenoppta normal utlånsvirksomhet, noe som bidro til ny økonomisk vekst.

⁶ Staten eide 87,5 pst. av aksjene i DnB, 100 pst. av aksjene i Kreditkassen og 100 pst. av aksjene i Fokus Bank.

Krisehåndteringen bidro til å forme markedsaktørenes forventninger til hvordan norske myndigheter vil håndtere eventuelle framtidige kriser. Særlig viktig i så henseende var det at krisen ble løst ut fra et prinsipp om at eierne skal bære det økonomiske ansvaret fullt ut for de tap som oppstod i bankene, og før ny statlig kapital ble tilført. At krisen ble håndtert på denne måten kan ha bidratt til bedre virksomhetsstyring og lavere risiko i norske finansinstitusjoner.

*Erfaringene fra bankkrisen har også spilt en rolle for regelverksutviklingen i Norge.*⁷ Krisen viste at bankenes kapital, og kapitalens tapsbærende evne, er viktig for stabiliteten i finanssystemet. På dette området har det nasjonale handlingsrommet innenfor EU/EØS-reglene blitt anvendt på en slik måte at de norske reglene er strengere enn minstekravene i EU-retten. Eksempelvis er de norske reglene om sammensetningen av ansvarlig kapital og om risikovekting av utlån strengere enn det som følger av forpliktelsene etter EØS-avtalen, jf. omtalen i kapittel 8.2.

9.2.3 Vektlegging av sentrale hensyn

Politikk handler for en stor del om å veie ulike hensyn opp mot hverandre, og å forsøke å finne fram til løsninger som på en best mulig måte kan bidra til å realisere målsetningene for politikken. På finansmarkedsområdet kan norske myndigheters tilnærming til regulering sies å være karakterisert av en aktiv utnyttelse av rettslig og konkurransemessig handlingsrom, der en fra sak til sak har vurdert ulike reguleringsspørsmål opp mot noen sentrale hensyn. Særlig er det belegg for at en har lagt vekt på hensynet til:

- soliditet i finansinstitusjonene,
- finansiell stabilitet,
- forbrukerne,
- effektive markeder, og
- finansnæringens konkurranseevne.

Det er liten tvil om at myndighetene i en del andre land har lagt stor vekt på næringspolitiske hensyn, f.eks. for å tiltrekke seg etablering av finansinstitusjoner og stimulere til oppbygging av finanssentra. Norske myndigheter synes derimot gjennomgående, under skiftende regjeringer, å ha hatt en bredere målsetting for finansmarkedsreguleringen.

De hensyn norske myndigheter har lagt vekt på under utformingen av nasjonale regler er neppe unike, men hensynene har vært tillagt ulik

⁷ Se f.eks. Berg m.fl. (2009).

vekt i ulike land. Det er f.eks. et inntrykk at norske myndigheter har lagt relativt stor vekt på hensynet til forbrukerne, både direkte gjennom regelverk som skal ivareta forbrukernes rettigheter og interesser, og gjennom soliditetskrav til finansinstitusjoner mv. Et eksempel på førstnevnte er at norske långivere har plikt til å fraråde lånetakere fra å ta opp lån, dersom det er grunn til å anta at økonomisk evne eller andre forhold på lånsøkerens side tilsier at han eller hun bør avstå fra å ta opp lånet.⁸ Dersom långiveren ikke oppfyller frarådningsplikten, kan låntakers forpliktelser lempes. Et annet eksempel er kravene til salg av sammensatte produkter, jf. omtale i kapittel 8.

Den norske innskuddsgarantiordningen har stor betydning for forbrukerne. Ordningen dekker innskudd opp til 2 mill. kroner per innskyter per bank (dersom banken er medlem av Bankenes sikringsfond, hvilket er obligatorisk for norske banker), og er en integrert del av den norske finanslovgivningen. Dekningsbeløpet er blant de høyeste i verden og har ligget fast siden 1996. Det høye dekningsnivået gir god sikring for innskyterne og reduserer risikoen for såkalte «bank runs», dvs. massive uttrekk av kundeinnskudd (som kan true stabiliteten i banksystemet). Under finanskrisen var Norge det eneste OECD-landet i EU/EØS-området som ikke så seg nødt til å øke dekningsnivået. Etter krisen har EU vedtatt endringer i sitt innskuddsgarantidirektiv, som trolig vil få konsekvenser for den norske ordningen, jf. kapittel 10.

På livsforsikrings-/pensjonsområdet har en ikke krav om garantiordninger tilsvarende ordningen for garanti av bankinnskudd, selv om mange pensjonsprodukter har en viktig sparefunksjon. Dette må ses i sammenheng med at slike ordninger heller ikke er vanlig i andre land, at pensjonsleverandører er underlagt et strengt solvensregelverk som skal gi god trygghet for pensjonsmidlene, og at kollektivet av livsforsikringsselskaper i Norge er begrenset.

På forsikringsområdet var en i Norge tidlig ute med å gi kundene omfattende rettigheter overfor institusjonene. For eksempel har foretak og enkeltpersoner rett til å flytte hhv. pensjonsordninger og individuelle pensjonsrettigheter mellom pensjonsleverandører.⁹ Dette er begrunnet ut fra hensynet til konkurransen mellom aktørene i markedet, noe som har vært vektlagt i et lite marked som det norske. Da innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger ble skattefavisert fra 2001,¹⁰ ble det dessuten åpnet for konkurranse på tvers

av institusjonstyper. Innskuddsbaserte pensjonsprodukter kan tilbys av banker og forvaltningsselskap for verdipapirfond, i tillegg til livsforsikringsselskap og pensjonskasser (de tradisjonelle leverandørene av pensjonsprodukter). Et lignende tilfelle av konkurranse på tvers av tradisjonelle bransjeskiller, er at banker som har konsesjon som verdipapirforetak kan konkurrere med verdipapirforetakene i markedet for verdipapir- og investeringstjenester.

Det er et hovedinntrykk at norsk finansmarkedsregulering på en del områder har ligget i forkant av utviklingen internasjonalt, men også at myndighetene etter bankkrisen generelt har vært forsiktige i sin tilnærming til regelendringer, i alle fall når det er tale om endringer med betydning for soliditeten og integriteten i finanssystemet. Et eksempel kan være at en var tilbakeholden med å åpne for såkalt verdipapirisering. Først i 2007 kom det i Norge egne lovregler om verdipapirisering i Norge, og da først og fremst i form av adgang til å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Myndighetene har også holdt igjen når det gjelder norske institusjoners muligheter til å engasjere seg i markeder for «eksotiske» derivater og produkter, som f.eks. kredittderivater (CDSer o.l.).

9.2.4 Prinsippet om lik regulering av lik risiko

Som nevnt står prinsippet om lik regulering av lik risiko sentralt i den norske finansmarkedsreguleringen. Hovedformålet med å holde seg til et slikt prinsipp er å fremme soliditeten i norsk finansnæring, bidra til ensartede konkurransevilkår, og å hindre at risiko hopper seg opp der den er minst regulert. I det følgende gis et par eksempler på hvordan prinsippet har fått anvendelse i norsk regulering.

Likviditetsstyringen i finansinstitusjoner er underlagt visse kvalitative krav i norsk lov og forskrift. Kravene bygger på anbefalinger om god likviditetsstyring i banker fra Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS). I Norge har disse kravene blitt gjort gjeldende for alle typer av finansinstitusjoner, ikke bare for banker.

Norske banker, livsforsikringsselskap og pensjonskasser er underlagt mange av de samme kravene til kapitaldekning, uten hensyn til hvilke formelle konsesjoner institusjonene har. Livsforsi-

⁸ Finansavtaleloven § 47.

⁹ Forsikringsvirksomhetsloven §§ 11-1 til 11-14.

¹⁰ Skattefavisering av innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger ble innført som et alternativ til tradisjonelle ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger en del senere i Norge enn i flere andre land.

kringselskap og pensjonskasser er f.eks. underlagt kapitalkrav også for risiko på aktivasiden av balansen (markedsrisiko), noe som ikke har vært vanlig i andre land. Når Solvens II-regelverket blir innført i EU/EØS-området i 2013 kommer det imidlertid i hele EU/EØS-området krav om at forsikringselskap må ha kapital for å dekke risiko på aktivasiden.

I noen land har foretak som verdipapirisierer utlån vært untatt fra ordinære kapitaldekningskrav. Reguleringen i Norge innebærer at kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er underlagt de samme kapitalkravene som bankene. Dermed er det f.eks. ikke mulig for finanskonsern å omgå kapitalkravene ved å verdipapirisere utlån.

Da finanskonsern begynte å få utbredelse i Norge, ble det raskt etablert et konsernregelverk. Reglene om kapitaldekning på konsolidert nivå i dette regelverket har lenge virket stabilitetsfremmende. Finansinstitusjoner (konsern) kan etter reglene ikke opprette datterselskap uten at de tas inn i balansen og underlegges ordinære kapitalkrav. Slik blir det vanskelig å gjemme bort problemer i datterselskaper, og faren mindre for at eventuelle problemer i ett konsernselskap skal smitte over på andre selskap i samme konsern.

9.3 Handlingsrom innenfor Norges EØS-forpliktelser

9.3.1 EØS-avtalen og norsk regelverk

Ved undertegnelse av EØS-avtalen har Norge, Island og Liechtenstein forpliktet seg til å gjennomføre det meste av EU-retten i sin nasjonale lovgivning.¹¹ Avtalen omfatter ikke EU-samarbeidet i sin helhet, men først og fremst reglene om det indre marked.¹² Den økonomiske politikken er f.eks. ikke en del av EØS-avtalen. På de områder som er omfattet av EØS-avtalen er EU-retten retningsgivende på ulike måter, bl.a. ved at den kan innebærer en forpliktelse til å utarbeide regler på et bestemt område, eller til å ikke regulere et bestemt område, og ved at den kan legge føringer for det nærmere innholdet i de reglene som skal utarbeides nasjonalt.

EUs rettsakter, dvs. dokumenter med lover og bestemmelser vedtatt av EUs institusjoner, har i utgangspunktet ingen direkte virkning for Norge

som EØS-land, slik som situasjonen kan være for de landene som er medlem av EU. Dette er imidlertid en forskjell av hovedsakelig formell karakter, da vedtatte EU-rettsakter (som er relevante for EØS-avtalen) skal inntas i EØS-avtalen gjennom vedtak i EØS-komiteen. Vedtak der er folkerettslig forpliktende for Norge og skal gjennomføres i norsk rett, f.eks. ved lov- eller forskriftsendring.¹³ Norge er således i det alt vesentlige like bundet av EU-retten som det enkelte EU-land, i alle fall på finansmarkedsområdet.

EU anvender tre typer av bindende rettsakter på de fleste områder: forordninger, direktiver og beslutninger (vedtak). Forordningene har direkte virkning i alle medlemsland og skal gjennomføres i sin helhet. Direktivene beskriver hvilke mål medlemslandene skal oppnå, men det er opp til de nasjonale myndigheter å avgjøre hvordan direktivets bestemmelser skal gjennomføres i nasjonal rett. Beslutningene gjelder direkte for de individuelle fysiske eller juridiske personer de retter seg til, og benyttes mest til mer administrative formål eller for tilpassing av gjeldende lover.

Særlig viktig for finansmarkedene er EU-lovgivningen som skal sikre fri bevegelighet for tjenester og kapital i det indre marked, i hovedsak operasjonalisert i form av direktiver. Utover den EU-lovgivningen som er rettet direkte mot finansinstitusjoner og finansmarkeder, er også reglene i EUs selskapsrett, konkurransereglene, statsstøtteregele og regnskapsreglene av betydning. Det er ingen spesialregler eller unntak av betydning på finansmarkedsområdet i EØS-avtalen, noe som i praksis innebærer at EU-reglene skal gjelde uavkortet i norsk finansmarkedsregulering.

9.3.2 Påvirkningsmuligheter under regelverksutviklingen i EU

Prosessen ved gjennomføring av ny lovgivning i EU/EØS-området kan i de fleste tilfeller inndeles i tre faser:

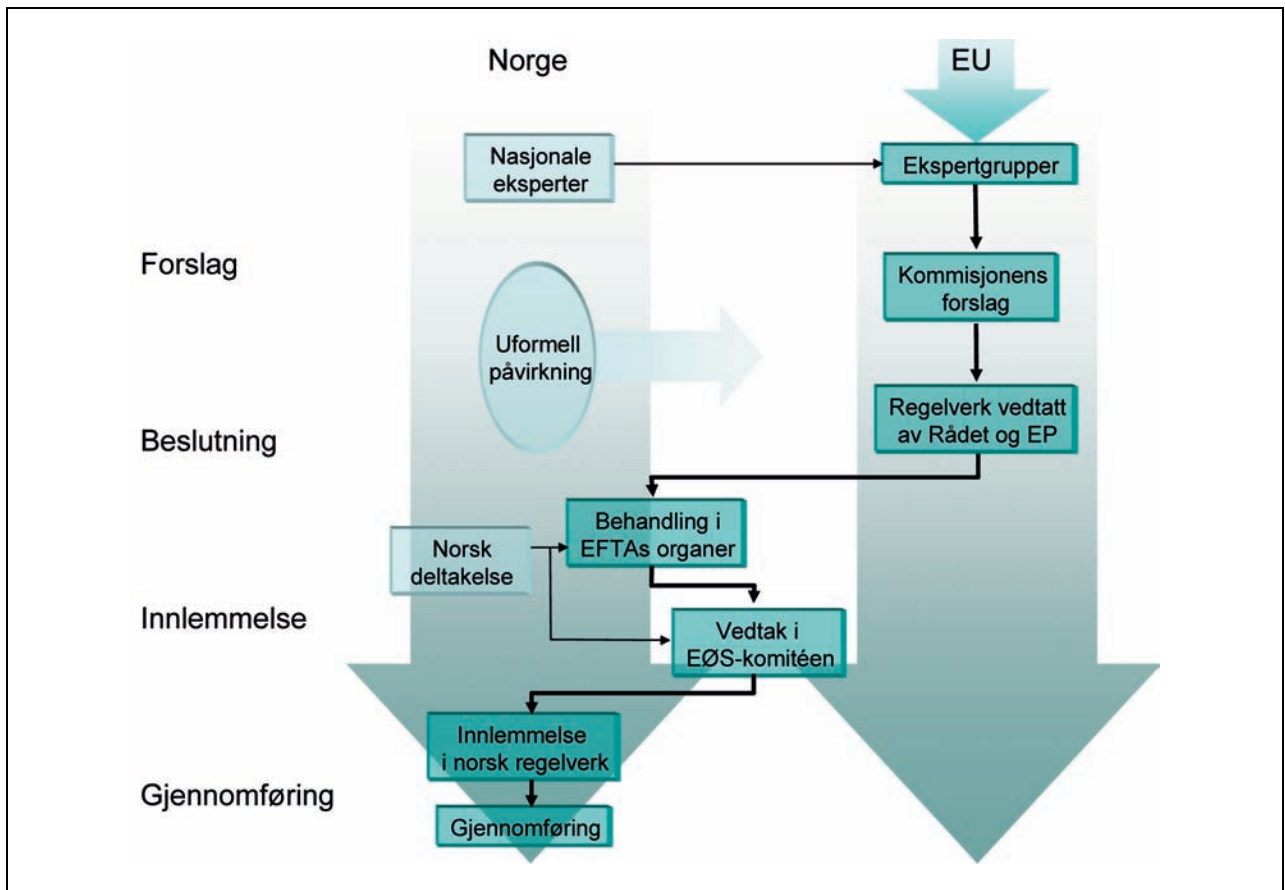
- utredningsfasen, der forslag til nye rettsakter blir utarbeidet av EU-kommisjonen,
- beslutningsfasen, der rettsaktene blir vedtatt i EU-rådet (Ministerrådet) og EU-parlamentet, og
- innlemmelses- og gjennomføringsfasen, der rettsaktene blir innlemmet i EØS-avtalen og deretter gjennomført i nasjonal lovgivning.¹⁴

¹¹ Avtalen om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) ble undertegnet i 1992, med virkning fra 1994.

¹² Det indre marked er et økonomisk område (EU-landene, Norge, Island og Liechtenstein) med fri bevegelse av varer, tjenester, kapital og personer (de fire friheter).

¹³ Hvis norsk regelverk allerede er i harmoni med nye EU-regler kan det «konstateres rettsharmoni», og ytterligere nasjonale tiltak er unødvendig.

¹⁴ For EU-landene er det naturligvis her bare tale om gjennomføring.



Figur 9.1 EØS-prosedyren og mulighetene for norsk påvirkning.

Kilde: St.meld. nr. 23 (2005–2006).

Norske myndigheter (og andre berørte eller interesserte parter) har en viss mulighet til å påvirke regelverksutviklingen, først og fremst i utredningsfasen, men dels også under beslutningsfasen.

I den forberedende utredningsfasen har Norge adgang til å delta med faglige innspill i arbeidsgrupper, ekspertgrupper og rådgivende komiteer som arbeider med forslag til rettsakter med EØS-relevans. For eksempel deltar Finanstilsynet i en rekke tekniske arbeidsgrupper på lik linje med tilsynsmyndighetene i EU-landene. Deltakelsen gir tilgang på viktig informasjon og muligheter til å framføre nasjonale holdninger og prioriteringer på et tidlig stadium i regelverksutviklingen.

Norske myndigheter kan også øve innflytelse gjennom møter med EU-kommisjonen, i det nordiske samarbeidet og gjennom ulike typer bilateral kontakt med EU-organer eller EU-land. Ved å avgi uttalelser til forslag som Kommisjonen sender på høring kan norske myndigheter spille inn argumenter og synspunkter før Kommisjonen fat-

ter vedtak. Dette kan samlet sett bidra til at norske erfaringer og forhold reflekteres i forslag til nytt EU-regelverk.¹⁵

Etter at EU-kommisjonen har vedtatt forslag til rettsakter, oversendes forslagene til EU-rådet og EU-parlamentet (som er EUs lovgivende organer) for behandling og vedtak.¹⁶ Forslagene kan der bli endret i begge avdelinger. Mens forslag er til behandling i Rådet og Parlamentet har Norge imidlertid ingen formell rett til å delta og kan kun påvirke via uformelle kanaler, f.eks. gjennom møter med representanter fra EU-land.

Når rettsakter er vedtatt i EU skal EØS-komiteen så snart som mulig fatte beslutning om innlemmelse av rettsakten i EØS-avtalen, noe som forutsetter enighet om saken mellom EU på den ene siden og EØS/EFTA-landene på den andre. I

¹⁵ Det vises til St.meld. nr. 23 (2005-2006) om gjennomføring av europapolitikken, som deler av teksten i dette avsnittet er basert på.

¹⁶ Denne fasen tar som regel mellom 6 og 18 måneder, men kan i noen tilfeller vare vesentlig lenger hvis det f.eks. er vanskelig for Rådet og Parlamentet å komme til enighet om rettsaktens innhold.

denne fasen kan Norge påvirke det endelige EØS-regelverket, bl.a. når det gjelder overgangsordninger og tilpasninger som bedre reflekterer norske forhold.

9.3.3 Handlingsrom etter vedtak i EU

EØS-avtalen gir norske myndigheter mulighet for å reservere seg mot gjennomføring av EU-rettsakter, en reservasjonsrett som ikke har vært benyttet siden EØS-avtalen trådte i kraft i 1994. I det følgende ses det bort fra muligheten til å benytte reservasjonsretten for å skaffe seg handlingsrom.

Når det generelt er tale om hvilket handlingsrom norske myndigheter har til å regulere finansinstitusjoner og finansmarkeder er det hensiktsmessig skille mellom tilfeller hvor:

- den ønskede reguleringen gjelder forhold som faller utenfor EØS-avtalen,
- saksområdet er omfattet av EØS-avtalen, men det finnes ikke EØS-regler,
- EØS-reglene tillater strengere nasjonale regler,
- EØS-reglene er skjønnsmessige, og tilfeller hvor
- EØS-reglene kan tolkes på ulike måter.

Hvis det er ønske om å innføre en *regulering som gjelder forhold som faller utenfor EØS-avtalen*, har Norge i utgangspunktet stort handlingsrom til å velge om forholdet skal reguleres og hvordan reguleringen i så fall skal utformes. Handlingsrommet er imidlertid ikke ubegrenset. Det generelle ikke-diskrimineringsprinsippet, som forbyr forskjellsbehandling av økonomiske aktører fra ulike EU-stater, kan f.eks. ha betydning for mulighetene til å innføre visse regler eller tiltak. EUs statsstøtteregler vil også kunne slå inn hvis norske myndigheter på en eller annen måte skulle gi fordeler til norske finansinstitusjoner som kan vri konkurransen i det indre markedet.

Såkalt «omvendt diskriminering» representerer en viss frihetsgrad for nasjonale myndigheter, og innebærer at nasjonale restriksjoner bare gjøres gjeldende for egne institusjoner, ikke for andre EØS-institusjoner som driver virksomhet i landet. Slike restriksjoner kan regnes som «interne forhold» uten virkning for andre parter i EØS-avtalen, og berøres da ikke av EØS-avtalen.

Hvis et saksområde er *omfattet av EØS-avtalen, uten at det finnes EØS-regler*, kan de nasjonale myndighetene ha frihet til å fastsette konkrete regler på ulike måter. Et eksempel er EU-direktivet om avvikling av kredittinstitusjoner, som i en bestemmelse sier at kredittinstitusjoner skal avvikles i overensstemmelse med lovverket i det

enkelte medlemsland, og at dette lovverket skal inneholde regler om visse forhold.¹⁷ Rammene og formålet er altså angitt fra EU, men det enkelte land har frihet til å utforme konkrete regler i samsvar med direktivbestemmelsen. I andre tilfeller kan friheten være større, hvis f.eks. EU ikke har utnyttet sin reguleringskompetanse på et område, eller EØS-reglene bare oppstiller hvilket formål som skal søkes oppnådd gjennom en regulering, eventuelt hvilke hensyn som skal vektlegges i valget av bestemmelsenes innhold.

Hvis *EØS-reglene tillater strengere nasjonale regler*, eller uttrykkelig gir medlemslandene beslutningsmyndighet, er det nasjonale handlingsrommet klart definert og rimelig enkelt å forholde seg til. EØS-reglene kan f.eks. fastsette minimumskrav til den nasjonale lovgivningen («minimumsharmonisering»), eller det kan være et visst «spenn» i handlingsrommet. Et eksempel på førstnevnte er EUs innskuddsgarantidirektiv, som innstilte nylig bl.a. hadde bestemmelser om at garanti-beløpet i de enkelte lands innskuddsgarantiordninger minst skulle tilsvare 20 000 euro.¹⁸ Landene stod fritt til å sette garantibeløpet høyere. I kapitalkravsdirektivet har nasjonale myndigheter et angitt handlingsrom, bl.a. når det gjelder fastsettelse av krav til risikovektning av eiendeler.

I mange tilfeller kan det være at *EØS-reglene er skjønnsmessige*, dvs. at det er opp til nasjonale myndigheter å spesifisere eller vurdere kravene nærmere. Behovet for å åpne for skjønn kan skyldes ulike forhold, f.eks. at nasjonal regulering av selskapsrett og avtalerett er ulik, at de vurderinger som må gjøres er vanskelig å klargjøre godt nok på forhånd, at vurderingene forutsetter sakkunnskap som medlemsstatenes myndigheter er nærmere til å ha osv. Et eksempel er kravene til markedsadferd og god forretningsskikk i MiFID-reglene. Etter disse EØS-reglene skal medlemslandene bl.a. sikre at tilbydere av investeringstjenester opptrer ærlig, rimelig og profesjonelt i overensstemmelse med kundens interesser. Videre skal kundene få «passende» informasjon og veiledning mv. slik at de er i rimelig stand til å forstå risikoen ved investeringen og til å ta investeringsbeslutning på informert grunnlag.¹⁹ Dermed kan nasjonale myndigheter f.eks. spesifisere nærmere de opplysninger som skal gis.

¹⁷ Direktiv 2001/24/EF, art. 10.

¹⁸ Innskuddsgarantidirektivet er vesentlig endret som følge av finanskrisen, jf. kapittel 10. Den viktigste endringen er at garantibeløpet fullharmoniseres til 100 000 euro.

¹⁹ Direktiv 2004/39/EF, art. 19.

EØS-reglene kan tolkes på ulike måter, slik nasjonale regler også ofte kan. EØS-reglene gir imidlertid oftere et større tolkningsrom enn nasjonale rettsregler pga. måten EU-retten blir til på, med sammensatte kompromissdannelser, mer varierte rettskulturer og stort språkmangfold. Om ulike tolkningsmuligheter representerer en reell handlefrihet for nasjonale myndigheter vil avhenge av omstendighetene. De overordnede prinsippene for EU-lovgivningen kan f.eks. påvirke valget. Dessuten vil en fortolkning kunne forelegges EU-domstolen til avgjørelse av en domstol i en medlemsstat. Nasjonale myndigheter tar en risiko dersom de fastsetter egne regler basert på en tvilsom tolkning av EU-retten. Tilsvarende gjelder for foreleggelse for EFTA-domstolen fra domstoler i EØS/EFTA-statene.

9.3.4 Reguleringene på finansmarkedsområdet

EU/EØS-retten på finansmarkedsområdet tar utgangspunkt i regulering av finansinstitusjonenes virksomhet. Det er i tråd med europeisk reguleringstradisjon, og fellesreglene passer derfor godt inn i den nasjonale lovgivningen i de fleste EU/EØS-landene. De siste ti årene har det skjedd omfattende endringer i regelverket, dels på bakgrunn av EUs Financial Services Action Plan (FSAP) fra 1999. Målsetningen var å harmonisere regelverket i Europa for å fjerne barrierer mot grensekryssende transaksjoner og investeringer, og slik legge til rette for et mer effektivt og velfungerende indre marked for finansielle tjenester. Forskjellene mellom de enkelte lands regulering er således bygget ned, og langt flere markeder og tjenester er blitt underlagt felles regulering. Videutvikling og harmonisering av EU/EØS-retten er imidlertid en pågående prosess, og finanskrisen har gitt opphav til en ny bølge med omfattende endringer og utvidelser av regelverket, jf. kapittel 10.

For finansmarkedene er det i EU/EØS-retten rettsakter (særlig direktiver) om bl.a.:

- banker og finansieringsforetak,
- forsikringsselskaper,
- verdipapirforetak og verdipapirhandel,
- forvaltningsselskaper for verdipapirfond,
- børsvirksomhet, og
- betalingstjenester.

Rettsaktene på finansmarkedsområdet dekker bare en del av de områder som tradisjonelt omfattes av nasjonal lovgivning, da EU/EØS-retten er avgrenset til forhold med betydning for gjennom-

føringen av et indre marked for finansielle tjenester. Rettsaktene inneholder i hovedsak bestemmelser om konsesjon for finansinstitusjoner, sikring av institusjonenes soliditet, og markedsadgang i andre land innenfor EU/EØS.²⁰

EU/EØS-reglene innebærer krav om at det skal være *nasjonale konsesjonsordninger* slik at en finansinstitusjon bare kan drive virksomhet i henhold til konsesjon fra myndighetene i institusjonens hjemland. Det er fastsatt enkelte minstekrav som må være oppfylt for at konsesjon kan gis, bl.a. om startkapital, driftsplan og organisasjon, samt egnethetskrav til ledelse, styre og aksjonærer.

EU/EØS-reglene stiller for det andre krav til *nasjonale regelverk for soliditet* i finansinstitusjonene, basert på følgende hovedelementer:

- forbud mot at en institusjon driver annen virksomhet enn virksomhet omfattet av sin konsesjon og tilknyttet virksomhet, samt forbud mot å ha større eierandeler i selskaper som driver annen næringsvirksomhet,
- minstekrav til institusjonenes kapitalgrunnlag, dvs. minstekrav til ansvarlig kapital i banker, og minstekrav til forsikringsmessige avsetninger og solvensmarginkapital i forsikringsselskaper,
- krav om anvendelse av soliditetskravene på konsolidert basis, og
- minstekrav til tilsynet med institusjoner som har fått konsesjon.

For det tredje gir EU/EØS-reglene finansinstitusjoner med konsesjon fra hjemlandet *rett til markedsadgang i andre land innenfor EU/EØS-området*, basert på prinsippene om etableringsrett og fri utveksling av tjenesteytelser over landegrensene, samt grenser for vertslanenes tilsyn med slik virksomhet.

Nedenfor en kort oversikt over noen av de mest sentrale «reguleringspakken» på finansmarkedsområdet i EU/EØS-retten.

Det europeiske *kapitalkravsdirektivet*, CRD,²¹ bygger på de tre pilarene i de såkalte Basel II-reglene. Pilarene inneholder hhv. kvalitative minstekrav til kapital basert på risikomålingsmetoder, regler om tilsynsmyndighetens vurdering av enkeltinstitusjonenes samlede risiko og kapital (med mulighet for at tilsynet kan stille tilleggskrav til kapital), samt regler om informasjonsplikt

²⁰ Oversikten her er i stor grad basert på Selvig (2006).

²¹ Direktivene 2006/48/EF og 2006/49/EF omtales ofte samlet som kapitalkravsdirektivet («Capital Requirements Directive», CRD).

og offentliggjøring. Basel II-reglene avløste Basel I-baserte regler i 2007, og innebar bl.a. at kapitalkravene ble knyttet nærmere sammen med den faktiske risikoen i den enkelte finansinstitusjon.

Det europeiske *solvensregelverket for forsikringsselskaper* består av en rekke direktiver, og omtales iblant samlet som Solvens I. Regelverket oppstiller bl.a. krav om solvensmargin som en prosentandel av de forsikringstekniske avsetninger i livsforsikring, og som en prosentandel av premier og fordringer i skadeforsikring. EU har siden 1990-tallet arbeidet med et nytt, samlet solvensregelverk på forsikringsområdet, kalt Solvens II, som bl.a. skal gi kapitalkrav som henger bedre sammen med den reelle risikoen i virksomheten til det enkelte selskap. Etter planen skal det nye regelverket tre i kraft i 2013.

Direktivet om *markeder for finansielle instrumenter*, MiFID,²² skal sikre effektivitet, integritet og oversiktighet i europeiske verdipapirmarkeder, og at investorer har tillit til markedene og tilstrekkelig informasjon til å foreta gode investeringsbeslutninger. MiFID regulerer både yterne av investeringstjenester (verdipapirforetak og kredittinstitusjoner) og markedene for finansielle instrumenter som sådan.

Direktivet om *verdipapirfond*, UCITS,²³ oppstiller visse krav til verdipapirfond som kan selges i det europeiske massemarkedet, bl.a. når det gjelder hvilke typer eiendeler fondet kan investere i. Et fond med UCITS-godkjenning fra et EU/EØS-land kan selges i hele EU/EØS-området. Etter en direktivendring i 2009 blir UCITS-reglene endret fra juli 2011,²⁴ noe som bl.a. vil innebære nye opp-

lysningskrav overfor investorer, regler om tilsynsamarbeid, og at det blir enklere å slå sammen fond og å distribuere fond på tvers av land.

Direktivet om *innsidehandel og markedsmanipulasjon* (markedsmisbruksdirektivet), MAD,²⁵ skal sikre integriteten til verdipapirmarkedene, bl.a. gjennom å fremme investortillit og velfungerende omsetning av finansielle instrumenter. De mest sentrale bestemmelser omhandler forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon.

Det såkalte *transparensdirektivet*²⁶ gir regler om hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på regulert marked, må gi til markedet. Direktivet innebærer bl.a. minstekrav til periodisk finansiell rapportering og til opplysningsplikt ved omsetning av større eierposter.

Direktivet om *innskuddsgarantiordninger*²⁷ oppstiller visse minstekrav til nasjonale bankinnskuddsgarantiordninger, herunder om dekningsbeløp, utbetalingstid mv. I 2009 ble det vedtatt vesentlige endringer i direktivet,²⁸ jf. kapittel 10.

*Betalingstjenstedirektivet*²⁹ inneholder bl.a. krav til virksomhetsregler (konsesjon) for institusjoner som tilbyr betalingstjenester, samt krav om gjensidig tilgang mellom betalingssystemer.

Regnskapsstandarder utvikles i regnskapsfaglige miljøer, og kan gjøres rettslig bindende gjennom lovgivning (regnskapsregler). I henhold til EU-retten skal foretak som er notert på regulerte markeds plasser i EU/EØS benytte de internasjonale regnskapsstandarder (IFRS), og det er fastsatt egne regnskapsregler for unoterte foretak.

²² Direktiv 2004/39/EF («Markets in Financial Instruments Directive», MiFID).

²³ Direktivene 85/611/EØF, 2001/107/EF og 2001/108/EF omtales ofte samlet som «Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive» (UCITS-direktivet).

²⁴ Direktiv 2009/65/EF vil erstatte gjeldende UCITS-direktiv.

²⁵ Direktiv 2003/6/EF («Market Abuse Directive», MAD).

²⁶ Direktiv 2004/109/EF.

²⁷ Direktiv 94/19/EF.

²⁸ Direktiv 2009/14/EF.

²⁹ Direktiv 2007/64/EF.

Kapittel 10

Tiltak og regelverksendringer internasjonalt

10.1 Innledning

Helt siden uroen i internasjonale finansmarkeder utviklet seg til en krise høsten 2008 har myndigheter over hele verden arbeidet med tiltak. Tiltak vedtatt for å dempe de umiddelbare virkningene av krisen og for å hindre (eller i det minste gjøre det mindre sannsynlig) at det oppstår en ny krise. Dette arbeidet foregår på flere plan og i ulike fora, nasjonalt og internasjonalt. I dette kapitlet omtales noen hovedprosesser i regi av G20 og EU, som må kunne sies å være av stor betydning for hva Norge kan, bør og må gjøre på finansmarkedsområdet.

Som drøftet i kapittel 9 er prosessene i EU særlige viktige fordi Norge i henhold til EØS-avtalen er forpliktet til å gjennomføre EU-retten i norsk lovgivning.¹ Figur 10.1 gir et forenklet bilde av hvordan Norge kan og må forholde seg til prosesser i G20 og EU.

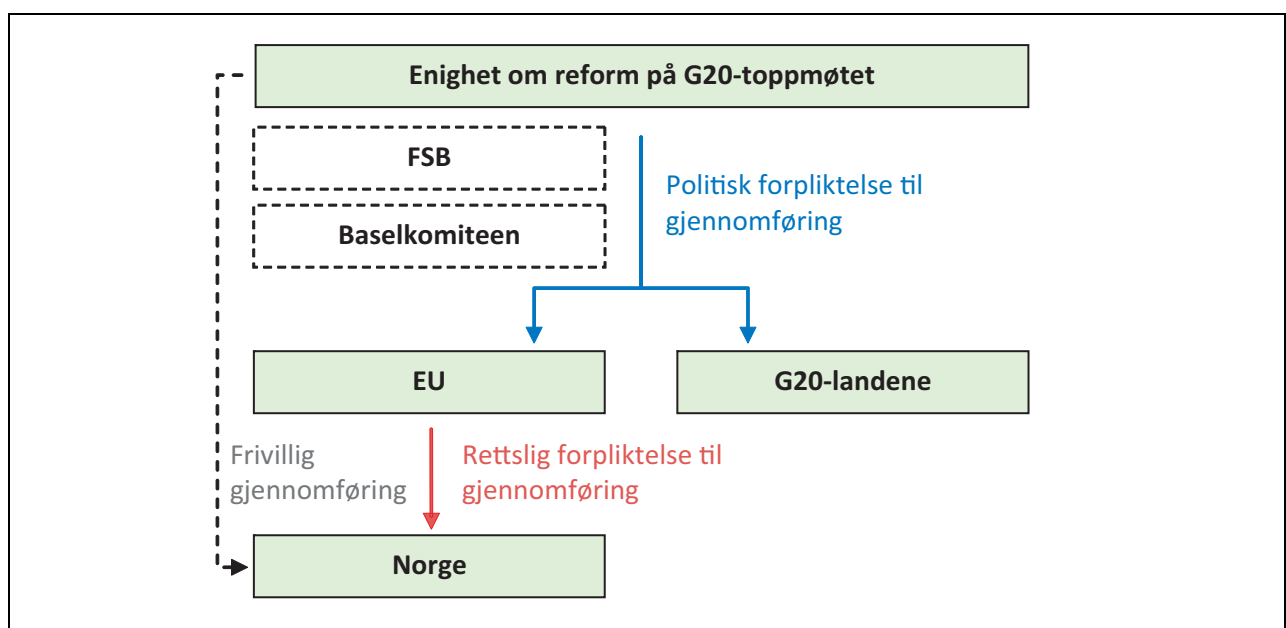
¹ I tillegg er det generelt av stor betydning hva Norges nærmeste handelspartnere gjør av regelverksendringer på dette området.

Senere i kapitlet følger en oversikt over relevante regelverksprosesser og -utvikling i Norge, samt over prosesser i enkelte andre land, herunder USA.

10.2 G20 og internasjonalt reformsamarbeid

G20 ble etablert i 1999 som et uformelt samarbeidsforum bestående av finansministre og sentralbanksjefer fra 19 land samt EU.² Det første toppmøtet av G20-landenes regjeringssjefer ble avholdt i Washington D.C. i november 2008, dels som et svar på den internasjonale finanskrisen. I tillegg til enighet om behovet for umiddelbare støtteiltak overfor finanssektoren og for ekspansiv penge- og finanspolitikk, sluttet landene under

² G20-gruppen består av Argentina, Australia, Brasil, Canada, Frankrike, India, Indonesia, Italia, Japan, Kina, Mexico, Russland, Saudi-Arabia, Storbritannia, Sør-Afrika, Sør-Korea, Tyrkia, Tyskland, USA og EU.



Figur 10.1 Norges forhold til prosesser i G20 og EU.

møtet seg til en felles plan for reform av finansmarkedsreguleringen. Siden er det avholdt fire nye G20-toppmøter der det økonomiske samarbeidet og planene for finansmarkedsreform er videreutviklet og konkretisert.

Det forberedende arbeidet til G20-møtene, herunder utarbeidelse av konkrete regelverks- og tiltaksforslag (beslutningsgrunnlag), utføres i hovedsak av Financial Stability Board (FSB), Baselkomiteen for banktilsyn og IMF. FSB ble etablert etter G20s toppmøte i april 2009, og fikk da bl.a. i oppgave å utvikle og fremme implementeringen av bedre finansmarkedsregulering, effektivt tilsyn og andre tiltak overfor finanssektoren, herunder å koordinere standardsettere og nasjonale myndigheters arbeid.³ FSB samarbeider bl.a. med IMF om oppfølgingen av beslutningene i G20-møtene. Baselkomiteen utformer tilsynsstandarder og anbefalinger om bankregulering, og er mest kjent for komiteens internasjonale standarder for kapitalkrav til banker; Basel I- og Basel II-reglene.⁴

På finansmarkedsområdet⁵ er det på G20-toppmøtene bl.a. oppnådd enighet om å

- skjerpe kravene til kapital og likviditet i banker,
- finne fram til tiltak overfor systemviktige finansinstitusjoner,
- innføre ny regulering av derivathandel, hedgefond, kredittvurderinger mv.,
- forbedre internasjonale regnskapsstandarder,
- lede an i implementeringen av nye tilsyns- og reguleringsstandarder,
- forbedre godtgjørelsespraksisen til finansinstitusjoner til fremme for finansiell stabilitet, og om at
- finanssektoren bør bidra betydelig til å betale for kostnadene knyttet til statlige støttetiltak under kriser.

Hovedformålet med nye *krav til kapital og likviditet* er å sikre at banker vil kunne tåle nye kriser av samme omfang som finanskrisen, uten å være avhengige av støttetiltak fra myndighetene. Kapitalkravene skal også motvirke medsyklisk kredittilbud ved å fremme oppbygging av kapitalbuffer i gode tider som kan trekkes på i dårligere tider. G20-landene har sluttet seg til nye krav utarbeidet av Baselkomiteen, de såkalte Basel III-reglene, som etter planen skal implementeres mellom 2013 og 2019. I EU har dette arbeidet kommet langt og pågår i stor grad parallelt med arbeidet i Baselkomiteen. Prosessen, og den mer konkrete utformingen av kravene, er nærmere omtalt i avsnitt 10.3 nedenfor.

Når det gjelder *tiltak overfor systemviktige finansinstitusjoner*, har FSB utarbeidet anbefalinger om hvordan regulerings- og tilsynsmyndigheter bør håndtere atferdsrisikoproblemet knyttet til slike institusjoner. Atferdsrisikoproblemet har opphav i at kriser eller økonomiske problemer i systemviktige finansinstitusjoner vil kunne ha kraftige virkninger i markedene og svært høye samfunnsøkonomiske kostnader, jf. virkningene av konkursen i Lehman Brothers. Det er derfor å forvente at myndighetene vil se seg nødt til å iverksette støttetiltak overfor systemviktige finansinstitusjoner (før de havner) i krise. En slik «implisitt statsgaranti» vil måtte innebære omfordeling av risiko og kostnader mellom skattebetalere og eiere av finansinstitusjoner i sistnevntes favør, i tillegg til at institusjonene får lavere innlånskostnader (pga. den lavere risikoen for kreditorene) og dermed bedre vekstmuligheter (slik at de kan bli enda mer systemviktige).

FSB anbefaler bl.a. at systemene og regelverket for håndtering av finansinstitusjoner i krise endres, slik at myndighetene kan avvike også systemviktige institusjoner i krise på en ordnet måte. Det forutsetter at viktige funksjoner i institusjonene kan opprettholdes og videreføres selv om institusjonen avvikles.⁶ Et slikt system for ordnet avvikling av systemviktige finansinstitusjoner vil ifølge FSB kreve endringer på nasjonalt nivå, så vel som i det tilsynsmessige samarbeidet om grensekryssende finansinstitusjoner. Videre anbefaler FSB at systemviktige institusjoner, og i særdeleshet institusjoner som er viktige i det globale finanssystemet, ilegges krav til høyere tapsbærende evne enn det som vil følge av de nye kapitalkravene i Basel III-regelverket. Problemstillinger og mulige tiltak knyttet til systemviktige finansin-

³ FSB ble opprinnelig etablert som Financial Stability Forum (FSF) i 1999, og hadde inntil reetableringen i 2009 et smale mandatområde knyttet til å fremme internasjonal finansiell stabilitet. En rekke lands sentralbanker og finansdepartement er representert i FSB, inkludert alle G20-landene og EU. Norge har ikke representasjon. FSB holder i likhet med Baselkomiteen til hos Den internasjonale oppgjørsbanken (Bank for International Settlements, BIS) i Basel i Sveits.

⁴ Baselkomiteen (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) ble etablert i 1974 og består i dag av representanter fra 27 land. Norge har ikke representasjon. Komiteens forslag/anbefalinger er ikke bindende for medlemslandene eller andre; det er opp til det enkelte land (og EU) om og/eller hvordan forslagene skal implementeres.

⁵ Agendaen til G20 omfatter en rekke andre områder som ikke omtales nærmere her, bl.a. samarbeid om den økonomiske politikken, handel, bistand, IMF-reformer mv.

⁶ FSB (2010b).

stisjoner er nærmere omtalt og drøftet i kapittel 16.

Derivathandel, hedgefond og kredittvurderinger har til nå i mindre grad vært underlagt regulering, men har blitt stadig viktigere for virkemåten til det internasjonale finanssystemet. For å sikre større åpenhet og kontroll med markedsaktiviteten på disse områdene, har G20-landene blitt enige om at mer av derivathandelen skal skje på regulerte markedsplasser, og at virksomheten til hedgefondforvaltere og kredittvurderingsbyrå skal underlegges regulering og tilsyn. Konkrete tiltaksforslag i EU-systemet er nærmere omtalt i avsnitt 10.3 nedenfor.

Utviklingen av *internasjonale regnskapsstandarder* foregår hos internasjonale standardsettere. G20-lederne har bedt standardsetterne arbeide for å etablere felles internasjonale standarder av høy kvalitet innen utgangen av 2011, og for å forbedre standarder for verdsetting av eiendeler og for tapsavsetninger (med formål å redusere medsykliske virkninger). Utviklingen på dette området er nærmere omtalt i avsnitt 10.4 nedenfor.

FSBs medlemsland har *forpliktet seg til å lede an i implementeringen* av nye, internasjonale tilsyns- og reguleringsstandarder, og til å opplyse om graden av etterlevelse. Landene skal jevnlig undergå implementeringsevalueringer av IMF/Verdensbanken, i tillegg til gruppeevalueringer av andre FSB-land.⁷ Hittil er det gjennomført gruppeevalueringer om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, risikopplysninger fra større finansinstitusjoner, og boliglånspraksis.

Nye regler om *godtgjørelsessystemer i finansinstitusjoner* er ment å redusere insentivene til overdreven risikotaking hos den enkelte ansatte og hos institusjonene som helhet. G20-landene har sluttet seg til standarder utarbeidet av FSB,⁸ og oppfordret «alle land og alle finansinstitusjoner» til å implementere standardene. I EU har regler for godtgjørelse i finansinstitusjoner i tråd med FSBs standarder blitt tatt inn i kapitalkravsregelverket, jf. nærmere omtale i avsnitt 10.3 nedenfor.

Når det gjelder *finanssektorens bidrag for å dekke statlige kostnader* knyttet til støttetiltak under kriser, har ikke G20-landene samlet seg om et felles virkemiddel eller en felles tilnærming, men har mer generelt blitt enige om noen prinsipper.⁹ I henhold til prinsippene skal det ved utforming av tiltak legges vekt på å beskytte skattebetalerne, redusere risikoen fra finanssystemet,

beskytte kredittflyten og bidra til like rammebetingelser på tvers av land. Relatert til dette har EU-kommisjonen gått inn for nye regler som skal sikre etablering av finanssektorfinansierte utviklingsfond, mens noen enkeltland har innført særskilt skatte-/avgiftslegging av finanssektoren. Disse initiativene er nærmere omtalt i hhv. avsnitt 10.3 og 10.5 nedenfor.

10.3 Prosesser i EU/EØS

EU har forpliktet seg til å følge opp G20-anbefalingene, og har som mål å lede an både i utviklingen og implementeringen av nytt regelverk. I tillegg til det som følger av G20-samarbeidet har EU, som overnasjonal myndighet og som forvalter av et omfattende regelverk på finansmarkedsområdet, en rekke selvstendige og egeninitierte prosesser på gang.

Særlig viktig er endringene i EUs kapitalkravsdirektiv, CRD,¹⁰ som bl.a. omfatter kapital- og likviditetskrav til banker. Etter innføringen av CRD i 2006 har det blitt satt i gang tre runder med endringer. Den første runden med endringer, kalt CRD II, ble foreslått av EU-kommisjonen sent i 2008, dels som følge av den internasjonale finanskrisen. Den neste pakken med endringer, CRD III, ble lagt fram i juli 2009 og var et rent svar på svakheter som ble avdekket av finanskrisen. Både CRD II og III trådte i kraft 1. januar 2011. De største endringene vil imidlertid trolig komme med CRD IV, basert på det såkalte Basel III-regelverket, som etter planen skal implementeres mellom 2013 og 2019.¹¹ Videre er tiltak og regelverksendringer på en rekke andre områder foreslått og gjennomført, bl.a. om innskuddsgaranti, utviklingsordninger for banker, forbrukervern, verdipapirhandel, hedgefond, kredittvurderingsbyrå, ny europeisk tilsynsstruktur mv. Nedenfor omtales noen av de mest sentrale reformprosessene i EU tematisk.¹²

¹⁰ Direktivene 2006/48/EF og 2006/49/EF omtales ofte samlet som kapitalkravsdirektivet («Capital Requirements Directive», CRD).

¹¹ EU-kommisjonen har varslet at den vil legge fram forslag til CRD IV-direktiv i mars 2011, som i stor grad vil gjennomføre Basel III-reglene. Omtalen av CRD IV-forslagene i dette kapitlet tar derfor utgangspunkt i foreløpige føringer, bl.a. fra Baselkomiteen og Kommisjonens høringsdokument om CRD IV.

¹² Kommende endringer (fra 2013) i EUs solvensregelverk for forsikringsselskaper, Solvens II-prosessen, omtales ikke i dette kapitlet. Solvens II er en omfattende og viktig prosess, med stor betydning for det norske forsikringsmarkedet, men er i liten grad berørt av finanskrisen.

⁷ FSB (2010a).

⁸ FSF (2009).

⁹ G20 (2010a).

10.3.1 Kapitalkrav

Hovedhensikten med regulatoriske krav til ansvarlig kapital i finansinstitusjoner er å sikre at institusjonene har evne til å bære uventede tap på sine investeringer. Under den internasjonale finanskrisen ble finansinstitusjonene påført betydelige tap både på utlån og på andre typer investeringer. For mange institusjoner i bl.a. Europa og USA var ikke den ansvarlige kapitalen tilstrekkelig til å absorbere tapene, verken når det gjaldt mengde eller kvalitet. Etter krisen er det bl.a. i EU lagt stor vekt på å styrke kapitalkravene slik at finansinstitusjonene (først og fremst banker) i framtiden skal ha nok kapital til å kunne bære tap uten å måtte stramme inn utlånstilbudet, og nok kapital til å beskytte kundeinnskudd og prioritert gjeld i tilfelle institusjonen må avvikles.

Kravene til *kvalitet på ansvarlig kapital* i banker og verdipapirforetak blir endret ved innføringen av CRD II. Endringene innebærer maksimalgrenser for hvor mye såkalt hybridkapital kan utgjøre av kjernekapitalen, samt krav til egenskapene til den hybridkapitalen som inngår i kjernekapitalen. Grensen for hybridkapital er satt til 50 pst. av kjernekapitalen og kan ikke fravikes i nasjonal lovgivning (maksimumsharmonisering), men innenfor grensen på 50 pst. er det tre intervaller med ulike kvalitetskrav.¹³ Hybridkapitalinstrumenter har egenskaper til felles både med egenkapital og gjeld, og er normalt utformet slik at investorene må bære tap før alle andre kreditorer, men etter eierne (av aksjekapitalen). Endringene på dette området som følge av CRD II har begrenset praktisk betydning da slike krav lenge har vært gjeldende rett i mange land, også i Norge.

Med CRD IV ser det ut til å komme større endringer. Blant annet legges det opp til å harmonisere og forenkle definisjonene av kjernekapital og ansvarlig kapital. I høringsnotatet ble det særlig lagt vekt på tiltak for å sikre at kapitalen har god tapsbærende evne under løpende drift (altså ikke bare etter en konkurs), harmoniserte regler om justering og fradrag fra kapitalen, samt bedre informasjon til markedet om sammensetningen av kapitalen i den enkelte finansinstitusjon.

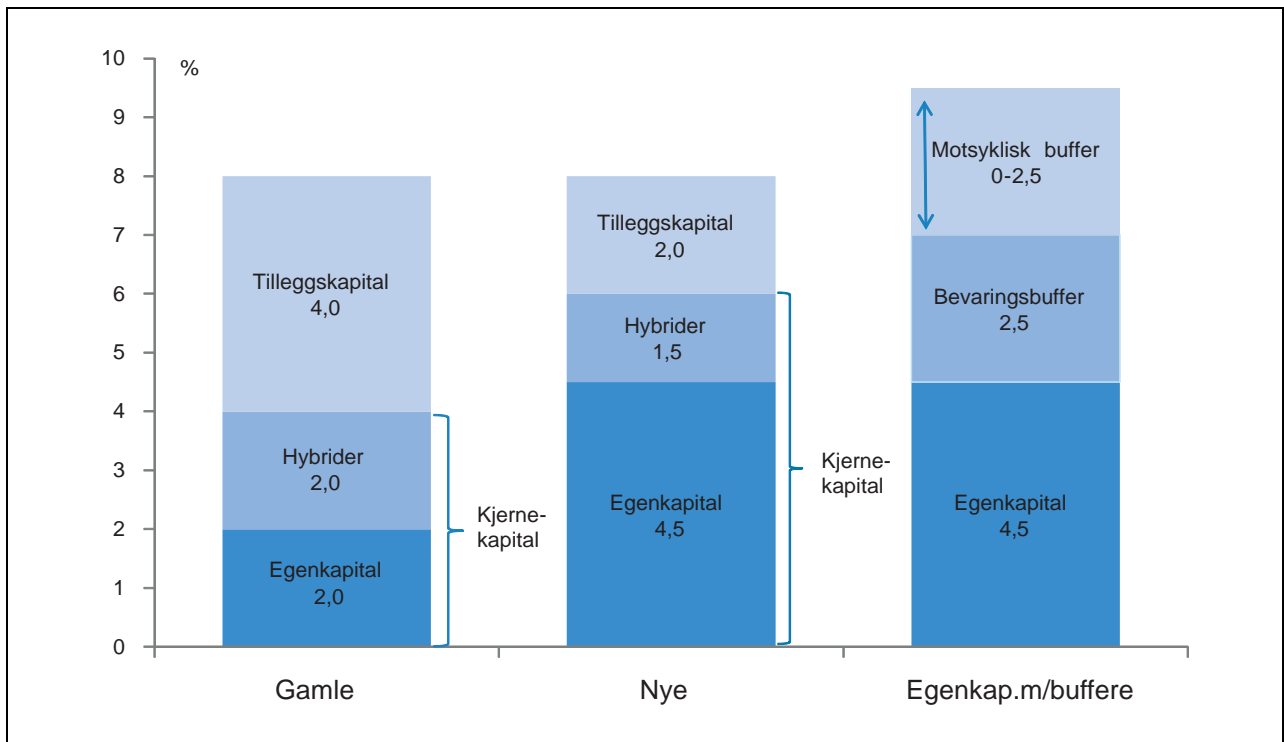
CRD IV vil innebære *vesentlig høyere minstekrav til risikovektet kapitaldekning* enn det som følger av gjeldende EU-rett. Minstekravet til kapital-

dekning skal fremdeles være 8 pst., men en større andel av dette skal være kjernekapital (egenkapital). Ren kjernekapital vil trolig måtte utgjøre minst 4,5 pst. (i dag 2 pst.), mens hybridkapital kan utgjøre 1,5 pst., og såkalt tilleggskapital (ikke kjernekapital) 2 pst. Formålet med å heve de risikovektede kapitalkravene er å bedre finansinstitusjonenes evne til å bære tap, særlig under løpende drift, og å innføre regulatoriske kapitalkrav som bedre samsvarer med den reelle risikoen i finansinstitusjoner.

I tillegg til at kjernekapital skal utgjøre en større andel av kapitalen, kommer det i CRD IV trolig også krav om kapitalbuffer ut over minstekravene til kapitaldekning. Den såkalte bevaringsbufferen skal utgjøre minst 2,5 pst. av det risikovektede beregningsgrunnlaget, og bestå av kjernekapital, jf. figur 10.2. Dersom dette bufferkapitalkravet ikke er oppnådd, legges det begrensninger på bl.a. utbytteutbetalinger og tilbakekjøp av egne aksjer. Videre kommer trolig et motsyklisk bufferkapitalkrav som vil variere mellom 0 og 2,5 pst. av det risikovektede beregningsgrunnlaget, avhengig av den økonomiske situasjonen. Bakgrunnen for et slikt krav er at risikovektede kapitalkrav uvegerlig vil medføre at kapitalkravene til en viss grad øker i dårligere tider (da risikoen for bl.a. mislighold kan antas å øke) og reduseres i bedre tider, slik at kredittilbudet kan bli for stramt og for lempelig i hhv. dårlige og gode tider (medsykliske virkninger). Det motsykliske bufferkravet skal pålegges i perioder med spesielt høy kredittvekst eller annen utvikling som innebærer økt systemrisiko, etter nærmere bestemmelse av myndighetene.

De risikovektede kapitalkravene i CRD IV vil trolig bli supplert med *et nytt ikke-risikovektet egenkapitalkrav*, en såkalt «leverage ratio». Formålet med et slikt krav er å forhindre overdreven gjeldsoppbygging i finansinstitusjonene, og slik unngå destabiliserende virkninger som følge av brå gjeldsnedbygging. De ordinære risikovektede kapitalkravene skal sikre at den risikobærende evnen (kapitalen) samsvarer med den reelle risikoen i institusjonenes virksomhet. Modellberegning av kapitalkrav basert på antatt risiko innebærer imidlertid et betydelig innslag av skjønn og vurderinger, samt at ulike modeller i ulike institusjoner kan gi forskjeller i kapitalkrav for en gitt risiko. Under finanskrisen var det tydelig at enkelte typer av eiendeler som var antatt å ha lav risiko og å være likvide, raskt ble illikvide og forbundet med høy risiko. Et ikke-risikovektet kapitalkrav er tenkt å legge begrensninger på balansen til finansinstitusjoner og gjøre det enklere å

¹³ Kvalitetskravene knytter seg til tapsbærende evne, fleksibel rente-/utbytteutbetaling (ingen utbetaling under visse omstendigheter) og tilgjengelighet (kapitalen må være permanent tilgjengelig slik at den kan bære tap før innskytere og andre kreditorer i krisesituasjoner).



Figur 10.2 Gjeldende minstekrav til kapitaldekning i EU («gamle») og Baselkomiteens nye anbefalinger om kapitalkrav (Basel III-reglene). Prosent av risikovektet beregningsgrunnlag.

Kilde: Norges Bank.

sammenlikne soliditeten i finansinstitusjoner som benytter seg av ulike risikomodeller og regnskapsstandarder. I Baselkomiteen er det enighet om at det bør innføres et minstekrav til kjernekapital på 3 pst. av uvektet beregningsgrunnlag (balansen). Dette vil trolig bli gjennomført i CRD IV.

CRD IV vil kunne få stor betydning for norsk lovgivning og for norske finansinstitusjoner, men implementeringen fra EUs side vil trolig trekke ut i tid. Det vil derfor være et spørsmål om reglene eventuelt bør gjennomføres raskere nasjonalt. Disse spørsmål diskuteres i kapittel 17.

Reglene for *store engasjement* blir strammet inn og ytterligere harmonisert ved innføringen av CRD II. Formålet med regelendringene er å forhindre at finansinstitusjoner påføres uforholdsmessig store tap som følge av økonomiske problemer, konkurs e.l. hos en enkelt låntaker (eller låntakergruppe), herunder andre finansinstitusjoner. I tillegg til innstramming i reglene for hvor store engasjement (utlån mv.) finansinstitusjoner kan inngå med enkeltlåntakere, fjernes en rekke nasjonale valg i regelverket.

Med CRD III kommer *økte kapitalkrav for egenhandel* når finansinstitusjonene benytter interne modeller for å beregne kapitalkrav for slik

handel, såkalte «value-at-risk» («VaR»)-modeller. Kapitalkrav for egenhandel skal etter CRD III i større grad ta høyde for potensielle tap under markedsforhold av samme karakter som under finanskrisen.

10.3.2 Likviditetskrav

Gjeldende EU- og EØS-regelverk stiller få konkrete krav til regulering av likviditetsrisiko i banker og andre finansinstitusjoner. Under finanskrisen fikk både solide og mindre solide banker problemer med å møte sine forpliktelser ved forfall, mest på grunn av vanskeligheter med å omfinansiere kortsiktig gjeld i finansieringsmarkedene, men også som følge av at enkelte typer eiendeler brått ble vanskeligere å omsette. Krisen viste hvor raskt finansieringsmulighetene til bankene kan endre seg, og hvor stor innvirkning svikt i finansieringsmarkedene kan ha for stabiliteten i det internasjonale finanssystemet. EU har derfor lagt vekt på å innføre nye formelle krav til likviditetsstyring og til den tilsynsmessige oppfølgingen av disse.

Med CRD II innføres nye *kvalitative krav til likviditetsstyring* i banker, herunder krav om rutiner for måling og håndtering av likviditetsrisiko

over ulike tidsperioder (inkludert intradag) slik at banken kan opprettholde en tilstrekkelig kapitalbuffer. I tillegg kommer nærmere krav til hvilke forhold nasjonale tilsynsmyndigheter skal vurdere, herunder hvilke virkninger tilsynenes eventuelle tiltak kan ha for finansiell stabilitet i andre land. Disse endringene vil trolig ha liten praktisk betydning.¹⁴

CRD IV vil trolig innebære at det blir innført *kvantitative likviditetskrav*. Det er antydning at det vil komme to separate likviditetskrav, ett som skal sikre at bankene minst har nok likvide midler til å klare seg gjennom en 30 dagers «stressperiode», og ett som skal sikre at bankene har langsiktig og stabil finansiering av lite likvide eiendeler (som f.eks. boliglån).

Det første kalles «Liquidity Coverage Requirement» (LCR) og krever at banken har en beholdning av likvide eiendeler som tilsvarer eller overstiger verdien av en antatt (netto) kontantutgang over 30 dager i et visst stressscenario. I stressscenarioet, som bygger på faktiske omstendigheter under finanskrisen, antas det bl.a. at bankens kredittverdighet nedgraderes tre hakk av kredittvurderingsbyråene, en viss andel av kundeinnskuddene trekkes ut, det blir vanskeligere å skaffe ny finansiering i markedene, og at valutamarkedene ikke fungerer som normalt. LCR-kravet skal etter planen innføres i EU fra 2015.

Det andre kvantitative likviditetskravet kalles «Net Stable Funding Requirement» (NSFR) og innebærer at lite likvide eiendeler skal være finansiert på en langsiktig og stabil måte, slik at banken klarer seg gjennom ett år i et visst stressscenario. Finansiering anses som stabil hvis den har minst ett års løpetid. Kundeinnskudd kan også regnes med som stabil finansiering, dog betydelig avkortet. I stressscenarioet er tilgangen på ny finansiering begrenset, og uttrekket av kundeinnskudd betydelig. NSFR-kravet skal etter planen innføres i EU fra 2018.

10.3.3 Godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner

Godtgjørelsesordninger som motiverte de ansatte i finansinstitusjoner til å ta høy risiko på institusjonenes vegne, er fra ulike hold framhevet som en viktig faktor i oppbyggingen til den internasjonale finanskrisen. Særlig gjelder dette ordninger som belønnet kortsiktig gevinst i store, internasjonale

finansinstitusjoner, hvis samlede risikotaking spiller en stor rolle for risikoen i finanssystemet som helhet. I tråd med standarder utarbeidet av FSB har EU, gjennom CRD III, vedtatt regler som pålegger finansinstitusjoner å ha godtgjørelsesordninger som samsvarer med god risikostyring, og som ikke inviterer til overdreven risikotaking. Reglene gjelder ledende ansatte og andre ansatte med arbeidsoppgaver av betydning for institusjonens risikoeksponering.

I henhold til direktivendringene skal institusjonene *offentliggjøre informasjon* om godtgjørelsesordningen, herunder hovedprinsippene for fastsettelse av godtgjørelse, kriterier for eventuell variabel godtgjørelse, samt kvantitativ informasjon om faktisk utbetalt/tildelt godtgjørelse.

Videre skal det føres *tilsyn med godtgjørelsesordninger* som del av evalueringen av risiko- og kapitalvurderingsprosessene i institusjonene. Institusjoner som ikke etterlever de nye reglene vil således kunne bli pålagt å gjennomføre endringer i ordningene, eventuelt å øke kapitaldekningen. Tilsynsorganene skal også kunne ilegge institusjoner sanksjoner (herunder bøter) for manglende etterlevelse.

Når det gjelder *krav til utforming* av godtgjørelsesordninger oppstilles det i CRD III en rekke konkrete regler, bl.a. de følgende:

- Resultatavhengig avlønning skal baseres på prestasjonene til både den enkelte ansatte og foretaket som helhet.
- Variabel avlønning skal baseres på resultater over flere år.
- Grunnlaget for variabel avlønning skal justeres for alle typer risiko som kan ha betydning for resultatene.
- Garantert variabel avlønning, som ikke avhenger av faktiske resultater, skal kun forekomme ved nyansettelser og skal begrenses til det første året.
- Andelen fastlønn av total avlønning skal være så høy at foretaket har fleksibilitet til ikke å utbetale variabel avlønning, hvis resultatene eller andre forhold skulle tilsi det.
- Minst 50 pst. av en eventuell variabel avlønning skal gis i form av aksjer i institusjonen eller i annen form enn kontanter, og med en viss bindingstid.
- Minst 40 pst. av en eventuell variabel avlønning skal tilbakeholdes i minst tre år (utsatt utbetaling). Utgjør den variable avlønnen et spesielt høyt beløp, skal minst 60 pst. tilbakeholdes i minst tre år.
- Utbetalinger ved tidlig avslutning av arbeidskontrakt, skal avhenge av oppnådde resultater

¹⁴ Det er kanskje talende at EU-kommisjonen i forslaget til direktivendringer (CRD II) plasserte de nye likviditetskravene under overskriften «tekniske endringer».

over tid, og skal ikke belønne manglende prestasjoner.

- Variabel avlønning skal kun utbetales når dette er forenlig med finansinstitusjonens finansielle situasjon, og er rimelig i forhold til resultatene i institusjonen og den enkeltes prestasjoner. Svak resultatutvikling skal gi betydelig reduksjon i utbetalingen av variabel avlønning.
- Samlet variabel avlønning skal ikke være av et slikt omfang at institusjonens mulighet til å styrke kapitalbasen begrenses.

Reglene er gjennomført i norsk rett, jf. avsnitt 10.6 nedenfor.

10.3.4 Innskuddsgarantiordninger

En innskuddsgarantiordning sikrer, opp til et visst beløp, innskyternes midler i tilfelle en bank ikke kan gjøre opp for seg. Slike ordninger bidrar til stabilitet i finanssystemet ved at de reduserer faren for såkalte «bank runs», dvs. situasjoner der en stor andel av innskyterne i en bank samtidig ønsker å uttrekke sine innskudd av frykt for at de ikke er trygge i banken. Et «bank run» vil, uavhengig av bankens økonomiske situasjon, føre til at banken ikke kan gjøre opp sine forpliktelser i tide, siden ingen bank har nok likvide midler til utbetale alle (eller en stor andel av) innskuddene på kort varsel. Dekningsbeløpet i nasjonale innskuddsgarantiordninger ble i 2008 hevet i mange land for å bedre tilliten i finansmarkedene og for å redusere sannsynligheten for «bank run». Flere land innførte ubegrensede statsgarantier.

I 2009 hevet EU det *minste tillatte dekningsbeløp* i nasjonale innskuddsgarantiordninger fra 20 000 euro til 50 000 euro, ved endringer i innskuddsgarantidirektivet.¹⁵ Fra 1. januar 2011 er dekningsbeløpet hevet til 100 000 euro. Mens det til nå har vært opp til det enkelte EU/EØS-land om dekningsbeløpet skal settes høyere enn EUs minstekrav, er dekningsbeløpet i EU *fullharmonisert* til 100 000 euro fra 2011, dvs. at alle EU-land skal ha en innskuddsgarantiordning med dekningsbeløp som er nøyaktig 100 000 euro.¹⁶ Videre skal det ikke lenger være tillatt å ha regler om at innskyterne skal dekke deler av et eventuelt tap som omfattes av dekningsbeløpet. Tidligere

¹⁵ Direktiv 94/19/EF, endret ved direktiv 2009/14/EF.

¹⁶ EU-kommisjonen har imidlertid foreslått at medlemslandene skal kunne fastsette dekningsbeløp høyere enn 100 000 euro for innskudd knyttet til eiendomstransaksjoner og «særskilte livshendelser», så lenge dekningen er begrenset til 12 måneder.

kunne landene begrense ordningene til å gjelde ned til 90 pst. av tap.

EU-kommisjonen har i et nytt forslag til endringer i innskuddsgarantidirektivet fra juli 2010 foreslått at *maksimal utbetalingstid* til innskytere settes til én uke, mot tidligere maksimalt tre måneder, og at det ikke skal være nødvendig for den enkelte innskyter å søke om utbetaling.¹⁷

EU-kommisjonens forslag til endringer i innskuddsgarantidirektivet inneholder også bestemmelser om bl.a. garantifondenes størrelse og om utformingen av avgifter til fondene. Innskuddsgarantifond skal etter forslaget ha midler tilsvarende 1,5 pst. av innskuddene som omfattes av garantien, etter en overgangsperiode på 10 år. Ifølge Kommisjonen bør avgiftene til slike fond harmoniseres i EU, og baseres på risikoen i den enkelte bank.

Endringene i EUs innskuddsgarantidirektiv vil trolig få betydning for den norske innskuddsgarantiordningen, som i dag dekker inntil 2 mill. kroner per innskyter per bank. Dette spørsmålet er nærmere omtalt i kapittel 17.

10.3.5 Avviklingsfond og krisehåndtering

Med formål å sikre ryddig og betimelig avvikling av banker som, til tross for forbedret regulering og tilsyn, havner i økonomiske problemer, har EU-kommisjonen gått inn for at det etableres nasjonale avviklingsfond i alle EU-land, koblet til et felleseuropeisk regelverk for krisehåndtering.¹⁸ På sikt (etter 2014) ønsker Kommisjonen å opprette et felles EU-avviklingsfond, framfor at det skal være egne fond i det enkelte land. Målet for rammeverket er å legge til rette for at alle typer finansinstitusjoner, uavhengig av type aktivitet og størrelse, kan avvikles uten å forårsake finansiell ustabilitet og uten å belaste offentlige budsjetter.

EU-kommisjonen mener at avviklingsfondene bør *forhåndsfinansieres av bankene* (ex ante-finansiering),¹⁹ men det er ikke konkludert når det

¹⁷ I direktivendringen fra 2009 ble det tatt forbehold om bl.a. fullharmonisering av dekningsbeløp til 100 000 euro fra 2011, og det ble lagt opp til at EU-kommisjonen etter en tid skulle vurdere egnetheten av en slik harmonisering, sett hen til bl.a. forbrukervern og finansiell stabilitet. I direktivendringen fra 2009 ble maksimal utbetalingstid redusert fra 3 mnd. til 20 arbeidsdager. EU-kommisjonen la i juli 2010 fram forslag til et nytt endringsdirektiv til innskuddsgarantidirektivet, og stadfestet da – i tillegg til å foreslå enkelte bestemmelser om bl.a. ytterligere reduksjon i maksimal utbetalingstid – at dekningsbeløpet burde fullharmoniseres til 100 000 euro fra 2011. Dette forslaget er nå til behandling i Rådet og Parlamentet.

¹⁸ Meddelelse fra EU-kommisjonen 26. mai 2010, COM(2010) 254.

gjelder avgiftsgrunnlag eller fondets størrelse. Avgifter til avviklingsfond bør imidlertid ifølge Kommisjonen utformes slik at de gir bankene insentiv til en atferd/drift som reduserer risikoen for kriser, og slik at inntektene til fondene står i forhold til sannsynligheten for og kostnadene ved kriser. Som mulige avgiftsgrunnlag nevnes bankenes gjeld, eiendeler og overskudd.

EU-kommisjonen har varslet at den på dette området tar sikte på å legge fram konkrete lovforslag for EU-rådet og EU-parlamentet tidlig i 2011. I Kommisjonens meddelelse fra oktober 2010 framlegges de overordnede prinsippene og en rekke konkrete forslag for rammeverket.²⁰ Virkemidlene deles inn i

- «forebyggende og preventive tiltak», herunder økte tilsynskrav og krav om at alle institusjoner lager avviklings- og gjenopprettingsplaner («testamente»),
- «tidlig inngripen», og
- «hjemler og verktøy for avvikling».

Kommisjonen viser til at rammeverket må tilpasses eksisterende ordninger og kriseløsningssystemer i de ulike jurisdiksjonene, men at målet på lang sikt er harmonisering.

Myndighetene i EU-området bør ifølge Kommisjonen få adgang til tidlig inngripen overfor vaklende institusjoner. Sammenlignet med minstekravene i gjeldende EU-rett foreslår Kommisjonen utvidede og klare krav til hvilke hjemler myndighetene skal ha overfor finansinstitusjoner i krise. Det gjelder bl.a. muligheten til å forby utbytte og kupongutbetaling på hybridkapital, krav om endringer i ledelsen, og krav om endringer i foretningsdriften som vedrører risikoutviklingen. Tiltakene skal etter planen kunne iverksettes på bakgrunn av utsikter til brudd på minstekravene i kapitalkravsregelverket, og ikke betinge faktisk brudd. Ved brudd på minstekravene til kapital eller likviditet skal institusjonen i alle tilfeller pålegges å legge fram troverdige planer for hvordan den vil snu utviklingen. Dersom troverdige planer ikke legges fram eller ikke følges opp, skal tilsynsmyndighetene kunne oppnevne en

midlertidig ledelse for å ta over styringen i institusjonen.

Ansvaret for *avvikling* bør ifølge Kommisjonen ligge i en egen enhet, uavhengig av tilsynsmyndigheten. Rammeverket for avvikling skal muliggjøre at finansinstitusjoner kan avvikles etter samme prinsipper som andre foretak. Dersom avvikling ikke er mulig av hensyn til finansiell stabilitet kan særskilte mekanismer for delvis avvikling benyttes. Det kan innebære bruk av såkalt brobank, styrt videresalg, eller oppdeling. Hvis institusjonens funksjoner er ansett som systemviktige og ikke kan overtas av andre, og institusjonen av en eller annen grunn ikke kan videreselges, kan et tredje nivå for håndtering tre inn. Målsettingen vil da være videre drift snarere enn avvikling. På dette nivået vil ordninger som gjeldsnedskrivning og instruert konvertering av gjeld til egenkapital vurderes.

Fordi det vil ta tid få harmonisere rammeverk for krisehåndtering i EU-landene, har Kommisjonen varslet forslag om opprettelse av kollegier etter modell fra tilsynskollegiene. Kommisjonen mener at hjemlandsmyndigheten, som leder av eventuelle avviklingskollegier, bør ha mandat til å fastsette hvorvidt det skal igangsettes en sentral prosess for gruppen som helhet, eller om hver institusjon bør behandles for seg.

10.3.6 Forbrukervern

Når det gjelder regelverk som skal ivareta forbrukernes rettigheter og interesser overfor (profesjonelle) motparter i markedet, har det kommet – eller vil trolig komme – nye regler om bl.a. innskuddsgaranti (omtalt ovenfor), investorkompensasjon, garantiordninger for forsikringsfordringer, verdipapirfond, samt et nytt fellesregelverk for rådgivning og distribusjon av ulike typer spare- og investeringsprodukter.

EU-kommisjonen har foreslått endringer i direktivet om *investorkompensasjon*,²¹ som bl.a. vil innebære at investorer (som et minimum) kan få dekket tap opptil 50 000 euro, mot tidligere 20 000 euro, dersom et verdipapirforetak av en eller annen grunn ikke er i stand til å utbetale eiendeler som tilhører investoren.²² De foreslåtte endringene gjelder bl.a. også raskere utbetalingstid, bedre informasjon til investorene og krav om for-

¹⁹ Det motsatte, såkalt *ex post*-finansiering, vil innebære at staten finansierer (direkte eller gjennom garantier) kostnadene ved håndtering av kriser når de inntreffer, mens bankene betaler inn til fondet/ staten etter krisen. I tillegg til å påføre staten kostnader og risiko, vil en slik finansieringsmodell medføre at det bare er banker som «overlever» kriser som må betale.

²⁰ Meddelelse fra EU-kommisjonen 20. oktober 2010, COM(2010) 579.

²¹ EU-kommisjonens forslag 12. juli 2010, COM(2010) 371, til endring av direktiv 97/9/EF («Investor Compensation Scheme Directive»).

²² F.eks. som følge av svindel, uaktsomhet eller systemfeil hos foretaket. Direktivet gir ikke beskyttelse mot tap på investeringer.

håndfinansiering av de enkelte lands kompensasjonsordninger.

EU-kommisjonen har sendt på høring et forslag om *garantiordninger for forsikringsfordringer*,²³ lignende regelverket for garantiordninger for bankinnskudd. Forslaget innebærer at alle EU/EØS-land skal ha en ordning som beskytter forbrukerne dersom et forsikringsselskap ikke er i stand til å møte sine forpliktelser, enten ved å utbetale kompensasjon for tap eller ved å sikre videreføring av forsikringskontrakten. Det eksisterer ikke EU-regelverk på dette området i dag. I høringsnotatet drøftes en rekke mulige tilnærminger til nytt regelverk, og Kommisjonen har varslet at den tar sikte på å fremme forslag om et direktiv med minimumskrav til slike ordninger.

EU-kommisjonen har vedtatt mindre *endringer i EU-reglene om verdipapirfond* (UCITS-direktivet).²⁴ Blant endringene er et krav til et nytt, standardisert opplysningsdokument som er ment å bedre investorenes beslutningsgrunnlag for investeringer i verdipapirfond (ved bl.a. å gi mer forståelig og «investorvennlig» informasjon om risiko). EU-kommisjonen har for øvrig varslet, som svar på problemstillinger aktualisert av Madoff-saken i USA, at den tidlig i 2011 vil foreslå endringer av reglene for depotfunksjonen i UCITS-systemet.²⁵

EU-kommisjonen har varslet at den vil legge fram forslag til et *nytt fellesregelverk for rådgivning og distribusjon av ulike typer spare- og investeringsprodukter*,²⁶ såkalte «Packaged Retail Investment Products» (PRIPs). Målet er å etablere et harmonisert regelverk (like regler) for informasjon om, og salg av, produkter som verdipapirfond, pensjonssparing/livsforsikring og strukturerte verdipapirer/produkter, herunder krav til rådgivning og god forretningsskikk. Ulike typer produkter er i dag regulert forskjellig, avhengig av f.eks. sektor eller innretning. Det nye regelverket vil etter planen i stor grad bygge på prinsipper og bestemmelser i gjeldende regelverk som MiFID²⁷ forsikringsformidlingsdirektivet²⁸ og UCITS-direktivet

når det gjelder hhv. krav til god forretningsskikk og krav til informasjon, men vil altså få et bredere anvendelsesområde. Et konkret forslag til PRIPs-direktiv ventes lagt fram av EU-kommisjonen tidlig i 2011.

10.3.7 Alternative investeringsfond (hedgefond)

I EU/EØS-området er verdipapir-/investeringfond enten UCITS-fond, dvs. fond som tilfredsstiller kravene i UCITS-direktivet og som således kan markedsføres i hele EU/EØS-området, eller ikke-UCITS-fond, dvs. alle andre typer fond (herunder hedgefond). I tillegg finnes det andre kollektive investeringsporteføljer som ikke er verdipapirfond, som bl.a. investerer i eiendom og råvarer. Disse kalles ofte alternative investeringsfond, og kan generelt være forbundet med høyere risiko. Fondene er derfor regnet som uegnede investeringsobjekter for ikke-profesjonelle investorer i massemarkedet, og salg av slike fond har tradisjonelt vært begrenset til profesjonelle investorer. Alternative investeringsfond har hittil ikke vært regulert på EU-nivå.

EU har vedtatt et direktiv som innebærer at forvaltere av alternative investeringsfond blir underlagt krav om konsesjon eller registrering, avhengig av størrelsen på forvaltningskapitalen, og felles EU-regler om bl.a. investorbeskyttelse, uavhengig verdifastsettelse, kapitalkrav, risikostyring, informasjon/rapportering og godtgjørelsesordninger.²⁹ Forvaltere med forvaltningskapital (inkl. gearet kapital) under 100 mill. euro, og forvaltere som bare forvalter ikke-gearede fond (uten innløsningsrett i 5 år etter fondets etablering) med en samlet forvaltningskapital under 500 mill. euro, vil bare bli underlagt krav til registrering hos tilsynsmyndighetene. Forvaltere med forvaltningskapital over disse grensene antas å kunne ha betydning for finansiell stabilitet, og må derfor ha tillatelse (konsesjon) fra offentlig myndighet.

Hensikten med AIFM-direktivet («Alternative Investment Fund Managers Directive») er å regulere alle større kilder til risiko i verdikjeden, samt skape mer transparens rundt virksomheten til fondsforvalterne og fondene de forvalter. Forval-

²³ EU-kommisjonens notat 12. juli 2010, «White paper on insurance guarantee schemes», COM(2010) 370. Høringen ble avsluttet i slutten av november 2010.

²⁴ Gjennomføringstiltak 1. juli 2010 med hjemmel i direktiv 2009/65/EF («Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive»). UCITS-direktivet oppstiller krav til verdipapirfond som kan selges i massemarkedet. Et fond med UCITS-godkjenning (fra et EU/EØS-land) har tillatelse til å operere i hele EU/EØS-området.

²⁵ EU-kommisjonens meddelelse 2. juni 2010, COM(2010) 301.

²⁶ EU-kommisjonens meddelelse 30. april 2009, COM(2009) 204.

²⁷ Direktiv 2004/39/EF («Markets in Financial Instruments Directive») regulerer investeringstjenester i EU/EØS-området.

²⁸ Direktiv 2002/92/EF.

²⁹ Det vises til EU-kommisjonens direktivforslag 30. april 2009, COM(2009) 207, og til Kommisjonens pressemelding 11. november 2010 om vedtakelsen av direktivet.

tere med konsesjon fra et EU-land kan i henhold til direktivet markedsføre alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i hele EU («passport»). Også alternative investeringsfond fra tredjeland skal kunne markedsføres i EU gitt at forvalterne tilfredsstiller kravene i AIFM-direktivet og har konsesjon fra ett av EU-landene (etter en overgangsperiode på to år).

10.3.8 Verdipapirhandel

Handelen i verdipapirmarkedene bør ifølge EU-kommisjonen bli gjenstand for mer regulering i lys av finanskrisen, først og fremst den delen av derivathandelen som hittil har vært lite regulert. Nytt regelverk kan også bli innført for shortsalg.

Når det gjelder *verdipapirisering*³⁰ er det vedtatt enkelte regelendringer i kapitalkravsdirektivet. Med CRD II kommer det endringer som innebærer at finansforetak som «pakker» sammen lån og utsteder omsettelige verdipapirer basert på disse, må beholde enn viss eksponering mot verdipapirene. Formålet er å utjevne interessemotsetningene mellom de som utsteder og de som kjøper slike papirer. For finansinstitusjoner som kjøper slike papirer (og som er omfattet av kapitalkravsdirektivet, dvs. banker og investeringsforetak) skal investeringen etter regelendringene vurderes nøye på forhånd («comprehensive due diligence»). Hvis ikke kan institusjonen bli ilagt tilleggskrav til kapital.

Ved innføringen av CRD III kommer det *høyere kapitalkrav for banker som eier omverdipapiriserte instrumenter*, dvs. kompliserte instrumenter som er blitt til etter verdipapirisering med verdipapiriserte instrumenter som underliggende. Bankene blir også pålagt å opplyse om risikoen knyttet til eventuelle investeringer i slike instrumenter.

EU-kommisjonen har foreslått *ny regulering av derivatmarkedene* i Europa.³¹ Derivater er tradisjonelt ansett som finansielle instrumenter som utelukkende benyttes av profesjonelle, og har bl.a. derfor hittil vært gjenstand for «light-handed regulation» på EU-nivå. Bruken av derivater har imidlertid blitt framhevet som en medvirkende årsak til at den internasjonale finanskrisen ble så

alvorlig som den ble, gjennom økt gjeldsgrad hos – og tettere finansiell sammenveving av – markedsaktørene. Videre er det fra flere hold anført at derivatmarkedene var for lite transparente, slik at den reelle risikoen forbundet med derivathandelen var vanskelig å få oversikt over, både for myndighetene og for markedsaktørene selv.

Ifølge EU-kommisjonens forslag til ny regulering på dette området legges det bl.a. opp til følgende:

- Motpartsrisikoen skal reduseres ved å innføre nye regler for sentrale motparter, obligatorisk bruk av sentral motpart for standardiserte derivatkontrakter, øke kravene til sikkerhetsstillelse for derivatkontrakter med bilateralt oppgjør (dvs. uten bruk av sentral motpart), og øke de regulatoriske kapitalkravene for transaksjoner med bilateralt oppgjør.
- Den operasjonelle risikoen skal reduseres gjennom krav om måling, overvåking og reduksjon av risiko knyttet til inngåelse og utførelse av kompliserte derivatkontrakter.
- Derivatmarkedene skal bli mer transparente ved å pålegge markedsaktørene å registrere alle posisjoner og transaksjoner uten sentralt oppgjør i regulerte handelsdatabanker («trade repositories»), og kreve at handel med standardiserte derivater foregår på børser eller andre organiserte handelsplasser.

EU-kommisjonen har foreslått *nye regler om shortsalg*, dvs. salg av finansielle instrumenter selgeren ikke eier.³² Dersom shorts selgeren har sikret seg tilgang til det finansielle instrumentet på leveringstidspunktet, f.eks. ved å låne inn instrumentet, sies det at shorts salget er *dekket*. Dersom selgeren ikke har sikret seg slik tilgang, men f.eks. regner med å få lånt inn instrumentet innen oppgjørstidspunktet, er shorts salget *udekket*. Investorer som shorts selger et finansielt instrument vil generelt få gevinst dersom prisen på instrumentet er høyere på salgstidspunktet enn på det senere tidspunktet for «lukking» av shorts salget, typisk når investoren går ut i markedet og kjøper inn instrumentet for tilbakelevering til den som har lånt det ut.

Under finanskrisen iverksatte mange land ekstraordinære tiltak for å begrense eller forby shorts salg i visse finansielle instrumenter, med begrunnelse i den da rådende uroen i markedene. De aktuelle myndighetene la bl.a. til grunn at shorts salg av finansaksjer, under de rådende mar-

³⁰ Utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) i henhold til norsk lovgivning er ikke å regne som «verdipapirisering» i denne sammenheng, og omfattes således ikke av endringen i EU-regelverket. OMF-modellen skiller seg fra regelverk om verdipapirisering i mange andre land, bl.a. ved at kredittforetak som utsteder OMF er underlagt tilsyn og kapitalkrav på lik linje med bank.

³¹ EU-kommisjonens direktivforslag 15. september 2010, COM(2010) 484/5.

³² EU-kommisjonens forslag til forordning 15. september 2010, COM(2010) 482.

kedsforhold, kunne forsterke kursnedgangen på slike instrumenter. Tiltakene ble truffet uavhengig av hverandre og med basis i nasjonal lovgivning. Kommisjonen mener at erfaringen var at ukoordinerte tiltak var lite effektive og medførte uklare forhold for markedsaktørene, og at det derfor er ønskelig å harmonisere reglene om shortsalg og kredittbytteavtaler («credit default swaps») i EU.

Kommisjonen har foreslått krav til flagging av shortsalg på handelsplasser, og krav om at investorer opplyser tilsynsmyndighetene og markedsplassen om shortposisjoner som overstiger hhv. 0,2 pst. og 0,5 pst. av verdien av et enkelt-selskaps aksjekapital. Et lignende opplysningskrav er foreslått å gjelde for shortposisjoner i EU-landenes statsgjeld, herunder shortposisjoner oppnådd gjennom kredittbytteavtaler. Videre mener Kommisjonen at nasjonale tilsynsmyndigheter i ekstraordinære markedssituasjoner bør kunne forby eller begrense visse former for shortsalg eller lignende transaksjoner som ellers er lovlig, men med koordinering fra det nye europeiske verdipapirtilsynsorganet ESMA («European Securities and Markets Authority»). ESMA skal etter forslaget også kunne iverksette egne midlertidige tiltak for å forby eller begrense shortsalg, under visse omstendigheter. Kommisjonen foreslår i tillegg at det innføres et krav om at shortsalg må være dekket, jf. ovenfor. Dette er begrunnet ut fra den oppgjørsrisiko udekkede shortsalg kan medføre.

10.3.9 Kredittvurderingsbyrå

Kredittvurderingsbyrå tilbyr vurderinger av kredittverdigheten til foretak, stater og kredittrisikoen ved å investere i en rekke typer finansielle instrumenter. Dette er svært nyttig informasjon for investorer, og slike vurderinger kan være avgjørende for låntakeres lånevilkår og finansinstitusjoners adgang til å investere i ulike typer papirer.

Etter finanskrisen er kredittvurderingsbyråene blitt kritisert for å ha undervurdert risikoen i strukturerte instrumenter basert på bl.a. amerikanske subprime-lån. Gode kredittkarakterer ble dessuten opprettholdt lenge etter at de markedsmessige omstendighetene burde tilsi nedjustering. Videre er det anført at forholdet mellom kredittvurderingsbyråene og utstedere av ulike typer finansielle instrumenter har vært preget av interessekonflikt, og at foretakene dermed ikke har kunnet foreta virkelig uavhengige analyser og vurderinger. I mange sammenhenger var det f.eks. vanlig at kredittvurderingsbyråene ga råd om

sammensetningen av de samme instrumentene som de senere satte kredittkarakter på (slik at utstederen kunne oppnå best mulig karakter).

EU vedtok på denne bakgrunn en forordning om kredittvurderingsbyrå i 2009, som innebærer *direkte regulering av kredittvurderinger* og foretak som utsteder slike vurderinger.³³ Formålet er å redusere interessekonflikter mellom foretakene og de som utsteder finansielle instrumenter, og å bedre kvaliteten på vurderingene. De nye reglene betyr bl.a. at kredittvurderingsbyråene

- må være registrert hos europeiske tilsynsmyndigheter for å kunne tilby vurderinger i EU/EØS-området,
- må opplyse om modeller, metoder og forutsetninger som kredittvurderingene er basert på,
- må markere vurderinger av mer kompliserte instrumenter med et særskilt symbol,
- må etablere en intern ordning for gjennomgang av kvaliteten på kredittvurderingene,
- ikke kan tilby rådgivningstjenester, og at de
- ikke kan kredittvurdere finansielle instrumenter uten tilstrekkelig informasjon av høy kvalitet om instrumentet.

EU-kommisjonen har senere foreslått visse endringer i forordningen, hovedsakelig når det gjelder *tilsyn med kredittvurderingsbyråene*.³⁴ Etter forslaget skal det kommende europeiske verdipapirtilsynsorganet ESMA, jf. nærmere forklaring i avsnitt 10.3.10 nedenfor, stå for alt tilsyn med kredittvurderingsbyrå registrert i EU. Endringsforslaget innebærer også at utstedere av strukturerte finansielle instrumenter må gi alle interesserte kredittvurderingsbyrå tilgang til den samme informasjonen som utstederne gir til «sitt eget» kredittvurderingsbyrå, slik at foretakene (uoppfordret) kan utgi alternative kredittvurderinger.

10.3.10 Tilsynsstruktur

På samme måte som finanskrisen avdekket tydelige mangler i reguleringen av finansinstitusjoner og markeder internasjonalt, trekkes også svikt i tilsynet med finansmarkedene fram i etterkant av krisen, særlig når det gjelder overvåkingen av

³³ Forordning (EF) nr. 1060/2009. Denne EU-reguleringen ble dels vedtatt som følge av at det i USA, hvor de fleste kredittvurderingsbyrå med virksomhet i Europa har sine hovedkontor, ble innført regulering av slike foretak i 2007. EU-reguleringen bygger på de samme prinsippene som de amerikanske reglene. Det vises for øvrig til EU-kommisjonens forordningsforslag 12. november 2008, COM(2008) 704.

³⁴ EU-kommisjonens forslag 2. juni 2010, COM(2010) 289.

risikoen i finanssystemet som helhet. EU mener at tilsynene før og under finanskrisen var innrettet på en slik måte at de verken var i stand til å forhindre eller håndtere en så stor krise. Det har derfor blitt foreslått og gjennomført omfattende tiltak på dette området.

Med CRD II kommer det *regler om tilsynskollegium* («supervisory colleges») som skal styrke utviklingen av ensartet tilsynspraksis på tvers av land og bedre samarbeidet om tilsyn med finansinstitusjoner med virksomhet i flere land. Bakgrunnen for de nye reglene er at utviklingen mot større og mer grensekryssende finansinstitusjoner, med stadig mer sentral styring av likviditet og kapitaldekning, gjør det vanskeligere å føre tilfredsstillende tilsyn med virksomheten til slike institusjoner på nasjonal basis. Tilsynskollegiene skal bestå av den enkelte finansinstitusjons hjemlandstilsyn (tilsynet i det landet institusjonen har sitt hovedkontor) og vertslandstilsyn (tilsynene i de landene hvor institusjonen har annen virksomhet, f.eks. filialer).

EU har etablert *nye tilsynsorganer på EU-nivå*,³⁵ med formål å styrke tilsynet med hele den europeiske finanssektoren og bedre forutsetningene for finansiell stabilitet. Den nye strukturen skal sikre at regler gjennomføres og håndheves på en konsistent måte i alle land, at systemrisiko blir identifisert på et tidlig stadium, at ulike europeiske myndigheter raskt kan samarbeide om tiltak i krisesituasjoner, og at uenigheter mellom nasjonale tilsynsmyndigheter kan løses i et overordnet organ. Strukturen har to hoveddeler:

1. Et europeisk finanstilsynssystem («European System of Financial Supervisors», ESFS) for tilsyn med finansinstitusjoner, bestående av et nettverk av nasjonale tilsynsmyndigheter og tre nye tilsynsorganer på europeisk nivå:
 - et banktilsynsorgan («European Banking Authority», EBA)
 - et forsikrings- og tjenestepensjonstilsynsorgan («European Insurance and Occupational Pensions Authority», EIOPA)
 - et verdipapir- og markedstilsynsorgan («European Securities and Markets Authority», ESMA)
2. Et europeisk systemrisikoråd («European Systemic Risk Board», ESRB) som skal overvåke og vurdere forhold som kan true den finansielle stabiliteten.

³⁵ En rekke forordningsforslag ble lagt fram 23. september 2009, jf. EU-kommisjonens meddelelse 27. mai 2009, COM(2009) 252. Tilsynsorganene ble etablert 1. januar 2011.

I *Det europeiske finanstilsynssystem* (ESFS) skal det daglige tilsynet med finansinstitusjoner fortsatt ligge hos de nasjonale tilsynsmyndighetene. De nye sektorbaserte tilsynsorganene på EU-nivå nevnt ovenfor skal ta over den rådgivende rollen til eksisterende tilsynskomiteer,³⁶ og får i tillegg en rekke nye oppgaver. Tilsynsorganene skal etter planen bl.a. utvikle forslag til tekniske standarder og regler, avgjøre uenigheter mellom nasjonale tilsynsmyndigheter (i de tilfeller hvor EU-lovgivningen krever at nasjonale tilsynsmyndigheter skal samarbeide, enes om tiltak e.l.), bidra til konsistent gjennomføring av regelverk på tvers av land og koordinere tiltak i krisesituasjoner.

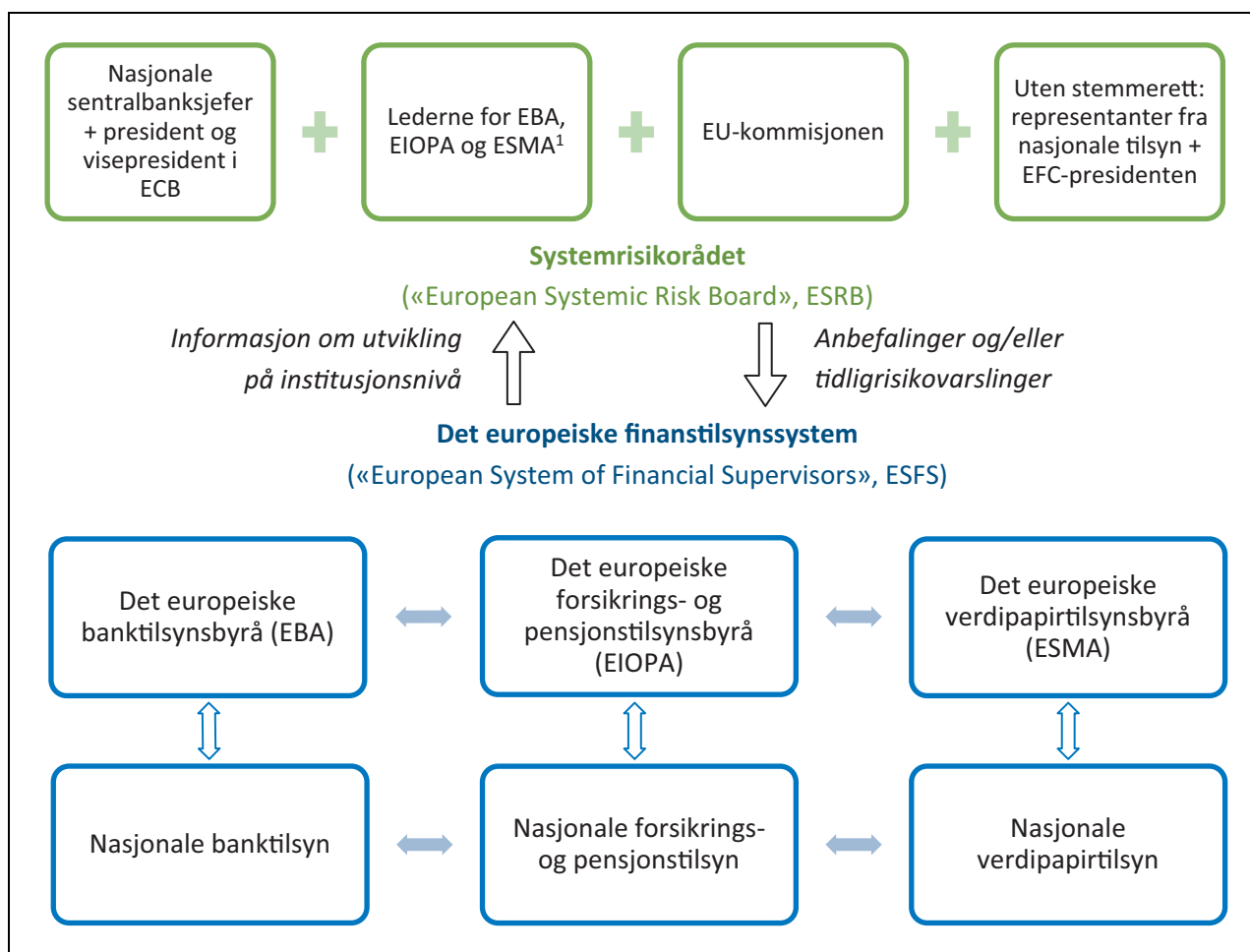
Styrene i de tre tilsynsorganene skal bestå av lederne for de nasjonale tilsynsmyndighetene i EU-landene. EØS/EFTA-landene, herunder Norge, vil få permanent observatørplass i de nye organene, men vil ikke få delta i organenes diskusjoner av enkeltinstitusjoner, bortsett fra når EØS/EFTA-landene har direkte interesse i saken. *Det europeiske systemrisikorådet* (ESRB) skal bestå av presidenten og visepresidenten i den europeiske sentralbanken (førstnevnte leder systemrisikorådet), sentralbanksjefene i EU-landene, lederne for de nye europeiske tilsynsorganene (EBA, EIOPA og ESMA) og et medlem fra EU-kommisjonen. En representant fra tilsynsmyndighetene i hvert EU-land, samt lederen for EFC,³⁷ vil ha observatørstatus. EØS/EFTA-landene vil kunne delta på «ad hoc»-basis, men får ikke være tilstede når enkeltelskaper eller enkelte medlemsland blir diskutert.

Hovedoppgavene til rådet bør ifølge EU-kommisjonen være å

- samle inn og analysere all informasjon som er relevant i overvåkingen og vurderingen av forhold som kan true den finansielle stabilitet, både fra makroøkonomien og fra finanssystemet som sådan,
- identifisere og prioritere slike forhold,
- utstede risikoadvarsler når en identifiserer forhold som innebærer betydelig risiko,
- utforme anbefalinger om mulige tiltak,

³⁶ CEBS («Committee of European Banking Supervisors»), CEIOPS («Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee») og CESR («Committee of European Securities Regulators») legges ned til fordel for de nye organene.

³⁷ EFC står for «Economic and Financial Committee», som er en komité bestående av representanter fra finansdepartement og sentralbanker i EU-landene. Komiteen har bl.a. i oppave å forberede møter i EU-rådet (finansministermøter).



Figur 10.3 Den nye europeiske tilsynsstrukturen.

Kilde: Meld. St. 12 (2009–2010).

- overvåke oppfølgingen av advarsler og anbefalinger, og
- samarbeide og utveksle informasjon med IMF, FSB og systemrisikorådets eventuelle motstykker i andre land (utenfor EU).

Systemrisikorådet vil etter Kommissjonens forslag ikke få rettslig bindende kompetanse til å fatte vedtak, men det forventes at rådet likevel kan øve betydelig innflytelse overfor de myndigheter advarsler og anbefalinger fra systemrisikorådet rettes mot, siden bl.a. alle sentralbanksjefene i EU og EU-kommisjonen deltar i rådet.

10.4 Regnskapsregler

Det er fra ulike hold hevdet at internasjonale regnskapsregler bidrar til å forsterke markedssvingninger og finanskriser. Kritikken er først og fremst rettet mot reglene om regnskapsføring av eiendeler til virkelig verdi (markedsverdi) og mot

reglene for avsetninger for tap. Som nevnt i kapittel 9 står regnskapsfaglige miljøer for utviklingen av regnskapsstandarder, som kan gjøres rettslig bindende gjennom lovgivning (regnskapsregler). I EU/EØS-området skal foretak som er notert på regulerte markedsplasser benytte de internasjonale regnskapsstandardene (IFRS), mens unoterte foretak skal benytte egne EU-regler.

10.4.1 Virkelig verdi i regnskapet

Regnskapsføring av finansielle instrumenter til virkelig verdi innebærer enkelt sagt at verdien av eiendeler og forpliktelser vurderes ut fra de priser som ville gjelde om en skulle selge eiendelene eller gjøre opp forpliktelsene umiddelbart i en frivillig transaksjon i et velfungerende og aktivt marked. Endringer i virkelig verdi har direkte betydning for foretakenes egenkapital. Under og etter finanskrisen har dette regnskapsføringsprinsippet blitt kritisert bl.a. fordi det er vanskelig å anslå virkelig verdi i illikvide markeder (slik at det kan

oppstå tvil om rapporterte tap og gevinster), og fordi urealiserte tap i regnskapet kan bidra til negative vekselvirkninger mellom prisdannelsen i markedene og regnskapsførte verdier («onde sirkler»). Fallende verdier vil f.eks. innebære at banker krever mer sikkerhet ved utlån, noe som kan føre til at låntakerne (foretak) eller bankene må selge eiendeler i fallende markeder, slik at verdifallet forsterkes.

På bakgrunn av de medsykliske utslagene av regnskapsreglene under finanskrisen, ble det allerede i oktober 2008 fastsatt visse endringer og unntak i de internasjonale regnskapsstandardene, bl.a. slik at finansielle instrumenter i enkelte tilfeller kunne omklassifiseres og ikke føres til virkelig verdi i regnskapet. Senere har Det internasjonale regnskapsstandardsstyret (IASB)³⁸ satt i gang en gjennomgang av standardene for finansielle instrumenter, hvor første fase har resultert i en ny regnskapsstandard (IFRS 9) for når hhv. virkelig verdi og amortisert kost skal benyttes. Den nye standarden skal etter planen gjelde fra andre halvår 2011.

10.4.2 Tapsavsetninger

IASB har i samarbeid med Baselkomiteen for banktilsyn foreslått at gjeldende modell for nedskrivning for tap på utlån erstattes av en «forventet tap»-modell. Den gjeldende hendelsesbaserte nedskrivningsmodellen har vært gjenstand for kritikk etter finanskrisen, bl.a. fordi modellen krever objektive bevis for at en tapshendelse har funnet sted, før foretaket kan nedskrive for tap. Dette kan føre til at nedskrivningsbehovet hopper seg opp i påvente av objektive hendelser som utløser faktiske nedskrivninger. Den nye, foreslåtte modellen innebærer at nedskrivningsbehovet beregnes med utgangspunkt i forventninger på balansedagen om framtidige kontantstrømmer inkludert forventede tap. Dersom forventede framtidige kontantstrømmer som er neddiskontert med opprinnelig forventet effektiv rente, gir en lavere verdi enn tidligere balanseført verdi, skal utlånet nedskrives til denne lavere verdien.

EU tar sikte på å vurdere om nye internasjonale standarder skal gjelde for europeiske foretak, og fra hvilket tidspunkt de eventuelt skal gjelde fra. EU-kommisjonen skal også vurdere behovet

for eventuelle særskilte regler om dynamiske tapsnedskrivninger i kapitaldekningsregelverket.

Endringer i regnskapsreglene for tapsavsetninger må ses i sammenheng med eventuelle nye krav om motsykliske kapitalbuffer. Begge virkemidler er i utgangspunktet egnet til å adressere mange av de samme problemstillingene knyttet til systemvirkningene av medsyklisk atferd i banksektoren. Motsykliske kapitalkrav er nærmere omtalt i avsnitt 10.3.1 ovenfor.

10.5 Prosesser i noen enkeltland

10.5.1 Eksempler fra Europa

De fleste land har parallelt med, og til dels uavhengig av, EU-prosessene iverksatt egne regulatoriske, tilsyns- og skattemessige tiltak i lys av erfaringene fra finanskrisen. Nedenfor følger noen eksempler på tiltak i EU-land, ut over EUs prosesser.

I *Sverige* er det innført (2009) en stabilitetsavgift rettet mot banker, til oppbygging av et stabilitetsfond som over en del år er tenkt å utgjøre 2,5 pst. av svensk BNP. Fondet skal finansiere tiltak rettet mot forhold som kan true den finansielle stabilitet. Avgiften er på 0,036 pst. av bankenes gjeld (med enkelte fradrag), jf. nærmere omtale i kapittel 14. Det svenske finanstillsynet, Finansinspektionen, har utstedt retningslinjer for bankenes boliglånspraksis, som bl.a. sier at lån ikke bør overstige 85 pst. av boligens markedsverdi.

I *Danmark* har det danske finanstillsynet fastsatt fem kvantitative retningslinjer som bankene skal etterleve innen utgangen av 2012:

- summen av store engasjementer skal være under 100 pst. av den ansvarlige kapital,³⁹
- utlånsveksten skal ikke overstige 20 pst. per år,
- eiendomseksposeringen skal være mindre enn 25 pst. av samlede utlån,
- samlede utlån skal ikke utgjøre mer enn 1,25 ganger samlede innlån (stabil finansiering), og
- likviditetsdekningen skal ligge 50 pst. over lovkravet.⁴⁰

Det danske finanstillsynet har også foreslått regler om risikomerking av investeringsprodukter.⁴¹ Et investeringsprodukt skal etter forslaget merkes

³⁸ IASB («International Accounting Standards Board») er en uavhengig, privatfinansiert organisasjon som utvikler internasjonale standarder for finansiell rapportering («international financial reporting standards», forkortet IFRSer).

³⁹ Et stort engasjement er definert som et samlet engasjement med en enkelt motpart som utgjør 10 pst. eller mer av bankens ansvarlige kapital.

⁴⁰ Etter dansk lov skal banker ha likvide midler minst tilsvarende 15 pst. av gjeld som forfaller en måned fram i tid, og 10 pst. av samlede gjelds- og garantiforpliktelser.

⁴¹ Forslag fra det danske finanstillsynet 26. oktober 2010.

«grønn» hvis risikoen for å tape innskutt kapital er liten og produktet er transparent, «gul» hvis det er risiko for å tape innskutt kapital helt eller delvis, og «rød» hvis det er risiko for å tape mer enn innskutt kapital og produktet ikke er transparent for investoren.

I Tyskland har det tyske finanstillsynet (Bafin) nedlagt midlertidig forbud (mai 2010 til mai 2011) mot udekket shortsalg av aksjer i visse finansinstitusjoner og mot å inngå kredittbytteavtaler (CDSer) på statsobligasjoner utstedt av eurosone-land, dersom man ikke eier de underliggende statsobligasjonene. Det er varslet at det ved lovendringer etter vært vil bli lagt ned permanent forbud mot udekket shortsalg og «udekkede» CDS-kjøp. Den tyske regjeringen har foreslått å innføre en risikojustert avgift, rettet mot banker, som likner på den svenske stabilitetsavgiften, jf. nærmere omtale i kapittel 14.

I Storbritannia har regjeringen foreslått å etablere tre nye tilsynsorganer:

- en komité («Financial Policy Committee») med ansvar for overvåking av systemrisiko og finansiell stabilitet skal opprettes i Bank of England, og få tilgang til såkalte «makroprudensielle verktøy»;
- ansvaret for tilsyn med enkeltinstitusjoners soliditet skal overføres fra dagens britiske finanstillsyn FSA til en ny avdeling i Bank of England;
- et nytt forbrukerbeskyttelses- og markedstilsyn skal erstatte resten av dagens FSA.

Den britiske regjeringen har foreslått en ny skatt på balansen til alle banker som driver virksomhet i Storbritannia, jf. nærmere omtale i kapittel 14. I tillegg til å drive inn anslagsvis 2 mrd. pund årlig til statskassen, skal skatten gi bankene insentiv til å redusere sin avhengighet av kort markedsfinansiering ved at finansiering med løpetid lengre enn ett år vil være gjenstand for en lavere skattesats.

10.5.2 Regulerings- og tilsynsreform i USA

Manglende regulering og tilsyn i USA har fått mye av skylden for finanskrisen, og mye oppmerksomhet er rettet mot de endringer som vil måtte komme her. På grunn av sin størrelse og rolle i verdensøkonomien og det internasjonale finanssystemet, har kvaliteten på regulering og tilsyn i USA konsekvenser langt utenfor landets grenser.

USA er medlem av G20 og derfor politisk forpliktet til å gjennomføre de tiltak og regelverksendringer som gruppen enes om, herunder Basel III-reglene om nye kapital- og likviditetskrav. De

eksisterende Basel-reglene for kapitalkrav (Basel II), som reguleringen i bl.a. EU/EØS-området bygger på, er for øvrig også gjennomført i amerikansk lovgivning.

Den amerikanske kongressen vedtok i juli 2010 en omfattende reform av landets finansmarkedsregulering og tilsynsstruktur. De vedtatte lovreglene er forholdsvis overordnede og generelle. Det meste av konkrete endringer vil bli gjennomført av eksisterende og nye myndighetsorganer, som i mange tilfeller har fått utvidet kompetanse. Det gjenstår betydelig forskriftsarbeid fra ulike myndighetsorganer før en får sett den fulle virkning på finanssektoren.

Det er vedtatt nye regler, eller hjemler for nye regler, på mange av de samme områdene som er vektlagt i EU etter krisen, så som godtgjøringsordninger i finansinstitusjoner, derivathandel, verdipapirisering, hedgefond, kredittvurderingsbyrå mv. Blant det viktigste i reformen er etableringen av to nye tilsynsorganer:

- Financial Stability Oversight Council (FSOC) skal overvåke systemrisikoen i det amerikanske finanssystemet, og skal ledes av det amerikanske finansdepartementet. FSOC kan bl.a. gi anbefalinger om strengere regulering av store og komplekse finansinstitusjoner til Federal Reserve (den amerikanske sentralbanken), og (som en siste utvei) godkjenne eventuelle forslag fra Federal Reserve om å splitte opp store finansinstitusjoner.
- Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) skal føre forbrukerrettet tilsyn med – og håndheve reguleringer overfor – større finansinstitusjoner som tilbyr finansielle produkter og tjenester i massemarkedet, og blir underlagt Federal Reserve.

Videre blir det endringer i banktilsynsstrukturen med formål å fjerne tilsynshull og etablere klare ansvarsområder for de ulike tilsynsorganene på føderalt nivå. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) og Office of the Controller of the Currency (OCC) får tilsynsansvaret overfor mindre banker med henholdsvis delstatskonsesjon og føderal konsesjon, mens Federal Reserve skal føre tilsyn med større banker (forvaltningskapital over 50 mrd. dollar). Federal Reserve får dessuten formelt ansvar for å identifisere, måle, overvåke og motvirke risiko for finansiell ustabilitet i USA.

Den såkalte Volcker-regelen i reformen innebærer visse begrensninger på finansinstitusjoners handel for egen regning, bl.a. ulike kvalitative krav som skal forhindre interessekonflikter og investeringer som gir for høy risikoeksponering.

Et kvantitativt krav sier at en finansinstitusjon ikke kan eie mer enn tre pst. av et hedgefond eller et private equity-fond, og at institusjonens investeringer i denne type fond ikke kan utgjøre mer enn tre pst. av institusjonens kjernekapital.

Tilsynsmyndighetene skal i henhold til reformen fastsette nærmere retningslinjer/regler for insentivbaserte godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, som skal forhindre at slike ordninger inviterer til uforsvarlig høy risikotaking. Dette er i tråd med oppfordringer fra G20-toppmøtene, jf. avsnitt 10.2 ovenfor.

Når det gjelder derivater, skal tilsynsmyndighetene fastsette hvilke som kan omsettes innenfor en bank og hvilke som må handles i egne foretak, og det kommer krav om økt bruk av sentral motpart og handel over børs. Foretak som står for derivathandel skal pålegges kapitalkrav og nye virksomhetsregler.

Den amerikanske innskuddsgarantiordningen er utvidet på permanent basis, slik at den dekker innskudd opptil 250 000 dollar per innskyter per bank. Under finanskrisen ble dekningsbeløpet midlertidig hevet fra 100 000 dollar til 250 000 dollar.

Den amerikanske regjeringen har foreslått å innføre en skatt rettet mot større finansinstitusjoner (banker, investeringsselskap, forsikringsselskap mv. med forvaltningskapital 50 mrd. dollar eller mer) for å dekke inn myndighetenes utgifter til støttetiltak under finanskrisen. Skattesatsen blir etter forslaget på 0,15 pst. av institusjonenes gjeld (med fradrag av kundeinnskudd), og skal kreves inn inntil støttetiltakskostnadene er dekket inn (anslått til om lag 10 år). Skatten kan imidlertid også bli innført som et permanent virkemiddel rettet mot systemviktige finansinstitusjoner (i den grad størrelse tilsier systemviktighet) ved å øke kostnadene for store institusjoner.

10.6 Prosesser i Norge

I Norge er det igangsatt en rekke prosesser mot regelverksendringer og tiltak som følge av erfaringene fra finanskrisen. Noen gjennomførte eller kommende endringer er implementering av endringer i EU-regelverket (via EØS-avtalen), andre følger av egne nasjonale initiativ eller den internasjonale utviklingen og debatten generelt.

De vedtatte endringene i *EUs kapitalkravsdirektiv*, CRD II og CRD III trer i kraft i EU/EØS-området fra 2011, og er gjennomført i Norge bl.a. ved endringer i kapitalkravsforskriften. Når det gjelder kravene til kapital og likviditet, er ikke

direktivendringene av en slik karakter at de medfører behov for lovendringer i Norge. Norske regler og tilsynspraksis har hittil vært strengere enn EU-reglene på noen områder, slik at EU-innstrammingene fra 2011 ikke vil innebære vesentlige utfordringer for norske finansinstitusjoner.⁴²

Reglene om *godtgjørelse i finansinstitusjoner* i CRD III er gjennomført i Norge ved lovendring og ny forskrift. Med hjemmel i nye bestemmelser i finansieringsvirksomhetsloven, er det fastsatt en forskrift om godtgjørelse i finansinstitusjoner med regler i tråd med CRD III, jf. avsnitt 10.3.⁴³ Selv om EUs kapitalkravsdirektiv i utgangspunktet bare omfatter banker og verdipapirforetak, gjelder de nye norske reglene alle norske banker, finansieringsforetak, forsikringsselskaper, pensjonsforetak, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og holdingsselskaper i finanskonsern.

Når det gjelder *neste runde med endringer i kapitalkravsdirektivet*, CRD IV, vil den trolig innebære større konsekvenser for norsk lovgivning og for norske finansinstitusjoner enn CRD II og III. Reglene i CRD IV vil trolig bli fasett inn i en periode fram til ca. 2019–2023. Det vises til kapittel 17 for utvalgets drøftinger på dette området.

Stortinget har vedtatt *nye regler om shortsalg* i verdipapirhandelloven.⁴⁴ Endringene innebærer for det første at bestemmelser om at verdipapirforetak ikke kan foreta eller formidle udekket shortsalg ble endret til et generelt forbud mot udekket shortsalg, rettet mot shortsælgeren direkte.⁴⁵ Begrunnelsen for endringen var i hovedsak at det kan være vanskelig for verdipapirforetakene å bringe på det rene om kunden virkelig har tilgang til instrumentene som selges, noe som kan påføre foretaket – og verdipapirmarkedene generelt – høy oppgjørssisiko. For det andre betydde lovendringene at Finanstilsynet har hjemmel for å nedlegge midlertidig forbud mot dekket shortsalg,

⁴² Finanstilsynets vurdering i høringsnotat 19. mars 2010 om gjennomføring av CRD II og CRD III.

⁴³ Forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Lovendringen ble vedtatt i Stortinget i juni 2010, jf. Prop. 117 L (2009-2010) kapittel 13.

⁴⁴ Lovendringen ble vedtatt i Stortinget i juni 2010 (med ikrafttredelse 1. juli 2010), jf. Prop. 84 L (2009-2010) kapittel 3.

⁴⁵ Før 1997 var oppfatningen at norske verdipapirforetak ikke kunne involvere seg i noen form for shortsalg uten å bryte kravet til god forretningsskikk. I 1997 fikk norske verdipapirforetak adgang til å gjennomføre dekket shortsalg for kunder (ordre) og i egenhandelen, bl.a. av hensyn til økt likviditet i verdipapirmarkedene og bedre samspill mellom derivatmarkeder og markeder i underliggende verdipapirer.

under markedsforhold der shortsalg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet.⁴⁶ De foreslåtte *EU-reglene om shortsalg* likner på de nye norske reglene, jf. avsnitt 10.3.

Lovverket for *Bankenes sikringsfond* er for tiden under revisjon hos Banklovkommissjonen. Dagens avgift til sikringsfondet er delvis risikobasert og delvis beregnet ut fra innskudd. Fondet kan bistå i avviklingen av banker i krise og garanterer innskudd for opptil 2 mill. kroner per innskyyter per bank. I revisjonen tas det bl.a. sikte på å innføre sikringsfondsavgifter som ytterligere avhenger av den enkelte banks risikoprofil og å oppheve begrensningen på fondets størrelse.⁴⁷

Finansdepartementet har i en regelverksfortolkning slått fast at *salgsbasert avlønning av investeringsrådgivere er ulovlig*.⁴⁸ Avlønning som er direkte knyttet til hvilke produkter kunden investerer i, eller direkte knyttet til kundens valg om investering kontra ikke-investering, utgjør ifølge departementet en interessekonflikt som er i strid med gjeldende bestemmelser i verdipapirhandelloven (som bygger på det europeiske MiFID-direktivet). Departementet har også vist til at foretak som driver investeringsrådgivning ikke kan motta vederlag fra andre enn kunden, med mindre særskilte vilkår er oppfylt.⁴⁹

Finanstilsynet har fastsatt 10 *retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis* for lån til boligformål.⁵⁰ Retningslinjene er rettet mot norske banker og

filialer av utenlandske banker. Eventuelle brudd på retningslinjene vil kunne medføre pålegg fra Finanstilsynet og/eller økte kapitalkrav. Retningslinjene kan oppsummeres som følger:

1. Det må innhentes sikker informasjon om låntakerens inntekt og samlede gjeld, og om den bolig som skal belånes.
2. Banken må kunne beregne kundens evne til å betjene lånet med utgangspunkt i inntekt og utgifter. Dersom låntaker har et likviditetsunderskudd etter mulig renteøkning, bør som hovedregel lånet ikke bevilges. Lånet bør normalt ikke overstige tre ganger samlet bruttoinntekt.
3. Banken må ha sikkerhet, slik at det også er en viss margin i forhold til aktuell markedsverdi. Normalt må lånet ikke overstige 90 pst. av boligens markedsverdi.
4. Ved avvik fra normene må det enten foreligge en formell tilleggssikkerhet (annen eiendom, kausjon/garanti) eller banken må ha gjort en særskilt forsvarlighetsvurdering.
5. Lån med høy belåningsgrad bør normalt ha betaling av avdrag slik at det opparbeides en bedre sikkerhetsbuffer.
6. Banken må klargjøre hvilke kundegrupper som kan innvilges rammekreditt. Det bør tas hensyn til at betjeningsevnen vil kunne svekkes vesentlig i kredittiden som følge av svekket inntekt ved pensjonering mv.
7. Innvilgelse av rammekreditter må bygge på en forsvarlighetsvurdering og normalt ikke overstige 75 pst. av boligens markedsverdi.
8. I vurdering av betalingsevne må banken ta høyde for at renten kan øke betydelig fra det aktuelle nivå. Det er viktig å informere låntakeren godt om dette. Banken bør i sin rådgivning alltid klargjøre konsekvensene av valget mellom fast og flytende rente.
9. I den grad banken skal avvike sine interne retningslinjer, må beslutningene fattes på et høyere nivå enn det som vanligvis har fullmakt til å gi boliglån.
10. For hvert kvartal skal bankens styre (eller ledelsen for utenlandske filialer) forelegges en rapport om bankens oppfølging av retningslinjene for forsvarlig boligfinansiering.

⁴⁶ Høsten 2008 la Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) i praksis ned et midlertidig forbud mot alt shortsalg av egenkapitalinstrumenter utstedt av norske finansinstitusjoner på Oslo Børs, ved å uttale at slikt shortsalg ville være i strid med forbudet mot urimelige forretningsmetoder i den situasjonen markedet da befant seg i. Ved lovendringen har Finanstilsynet fått en klarere hjemmel for denne type tiltak.

⁴⁷ Brev 26. juni 2009 fra Finansdepartementet til Banklovkommissjonen.

⁴⁸ Brev 25. juni 2010 fra Finansdepartementet til Finanstilsynet.

⁴⁹ Vilkårene for at foretaket kan motta vederlag fra andre enn kunden er at (1) kunden skal få informasjon om vederlagets art og verdi før tjenesten ytes, (2) vederlaget skal være egnet til å forbedre kvaliteten på investeringsrådgivningen, og at (3) vederlaget ikke skal svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte.

⁵⁰ Rundskriv 3. mars 2010 nr. 11/2010 fra Finanstilsynet.

Del IV
Lærdommer og forslag

Kapittel 11

Internasjonale lærdommer, norske utfordringer og prioriteringer

11.1 Innledning

En velfungerende finanssektor bidrar til økonomisk vekst og stabilitet. Når finanssektoren ikke fungerer, kan det ha store skadevirkninger for realøkonomien. Den internasjonale finanskrisen førte til det mest omfattende økonomiske tilbakeslaget i verdensøkonomien siden andre verdenskrig, med en kraftig økning i arbeidsledigheten i mange land. I historisk sammenheng er økonomiske tilbakeslag som sammenfaller med finanskriser dypere og mer langvarige enn andre tilbakeslag. Langsiktig finansiell stabilitet er derfor et av hovedmålene for den økonomiske politikken og reguleringen internasjonalt og i Norge.

Alle land står overfor et bredt sett av utfordringer i arbeidet med å sikre finansiell stabilitet. Noen er universelle, andre er spesielle for det enkelte land. De norske utfordringene er preget av at Norge er et lite land, med en åpen økonomi, og som påvirkes i stor grad av den internasjonale økonomiske og politiske utviklingen. Samtidig har Norge handlefrihet, både politisk og økonomisk, i arbeidet for å sikre finansiell stabilitet.

Finanskrisen slo ulikt ut i forskjellige land, og virkningene både i finanssektoren og realøkonomien var ulike. Ikke minst er det viktige forskjeller mellom kriseforløpet i USA og i de landene som opplever mer tradisjonelle bankkriser med utspring i bl.a. eiendomsmarkedet, så som bl.a. Irland og Spania. Det er ikke én internasjonal finanskriser, men flere nasjonale kriser som på forskjellige måter henger sammen.

I en norsk sammenheng er det viktige lærdommer å trekke fra erfaringene fra finanskrisen internasjonalt, bl.a. når det gjelder regulatoriske utfordringer og endringene i tenkesett. En ny finanskriser kan komme som resultat av nasjonale ubalanser, eller globale eller regionale kriseimpulser som slår inn i norsk økonomi. Arbeidet for å sikre finansiell stabilitet og å etablere mer permanent kriseberedskap, må baseres på at den neste

finanskrisens karakter og forløp kan være svært forskjellig fra denne finanskrisen.

Den norske utfordringen er dessuten formet av at det er betydelig usikkerhet knyttet til den økonomiske utviklingen internasjonalt. Virkningene av de internasjonale omreguleringsprosessene er også usikre.

I de øvrige kapitlene i utredningens del IV gjennomgås de sentrale lærdommene fra finanskrisen, og derfra utformes forslag på utvalgte områder som kan bidra til finansiell stabilitet i Norge, og til at finanssektoren i større grad understøtter overordnede samfunnmessige effektivitetsmål. Herunder er det viktig at det gjennom reguleringspraksis og andre mekanismer tilstrebes en rimelig balanse mellom næringsinteresser, forbrukere og andre aktører i økonomien.

I dette innledende kapitlet tas det utgangspunkt i noen hovedlærdommer fra den internasjonale finanskrisen, og hva som preger den norske utfordringen i arbeidet med finansiell stabilitet framover, for å peke på noen overordnede anbefalinger om samfunnmessige prioriteringer for norsk politikk på finansmarkedsområdet.

11.2 Hovedlærdommer fra den internasjonale finanskrisen

11.2.1 Undervurdering av risiko

Som så ofte tidligere, førte de gode økonomiske tidene forut for denne finanskrisen til overoptimisme og urealistiske risikovurderinger. Manglende kunnskap og overdreven optimisme resulterte i feilvurderinger, feilinvesteringer og for høyt gjeldsoptak, som ofte gikk sammen med for liten oppmerksomhet om og undervurdering av den reelle risikoen. I tillegg er det mye som tyder på at usikkerhet som sådan ble systematisk forvekslet med mer eller mindre målbar risiko. Bruk av sofistikerte modeller for beregning av risiko på basis av mangelfulle data, forventninger som viste

seg ikke å være holdbare, og uprøvde antakelser – som pretenderte å gi presise, kvantitative anslag på risikoer som i realiteten var forbundet med en høy grad av usikkerhet – er eksempler på denne forvekslingen hos finansinstitusjoner, investorer, låntakere, tilsynsmyndigheter og sentralbanker. I den økonomiske politikken synes en å ha undervurdert risikoen knyttet til økonomiske ubalanser og høyere gjeldsgrad i økonomien.

Store strukturelle endringer i verdensøkonomien og i de internasjonale finansmarkedene, slik som innlemmelsen av framvoksende økonomier, økt globalisering, samt ny finansiell integrasjon og innovasjon, bidro dessuten til å skape forventninger om langvarig vekst og lav risiko. Ekspansiv pengepolitikk i flere land, bl.a. i USA, ga lave renter over lang tid, og søken blant investorer etter avkastning fra alternative og ofte mer risikofylte plasseringer.

Finansinstitusjoner i mange land satte i perioden forut for finanskrisen ikke av nok kapital til å bære risikoen de tok på seg. Lave renter og høy låneetterspørsel fra kunder ble møtt med stor utlånsvilje fra bankene. Gevinstene fra risikospredning ble overvurdert, og sårbarhetene som bygget seg opp ved at mange aktører tilpasset seg på samme måte ble undervurdert. Finansinstitusjonenes risikostyringsmodeller var f.eks. ikke tilstrekkelig innrettet mot å håndtere risiko i urolige og kriserammede markeder. Mange lands myndigheter så heller ikke faren med huller i reguleringen, og stanset ikke oppbyggingen av risiko i markeder og institusjoner som var underlagt lite eller ingen regulering.

Gjeldsoppbygging innebærer som regel en økning i risiko. Forklaringer om at «denne gangen er det annerledes», og at gjeldsoppbygging av en eller annen grunn ikke skulle medføre fare, holder sjelden. En sentral lærdom for både myndigheter, finansinstitusjoner, husholdninger og andre er viktigheten av å være forberedt på et bredt sett av trusler, tilegne seg kunnskap om finansielle nyvinninger og utviklingstrekk, og å være varsom med å tre inn i engasjementer en ikke forstår risikoen ved.

Et generelt trekk ved oppbyggingen til kriser er at spekulasjon og overoptimisme om framtiden driver opp prisene, slik at det dannes ubalanser i markedene. I tillegg til de rasjonelle beveggrunnene til å hive seg på prisbobler, blir den menneskelige psykologi og kultur ofte trukket fram som en viktig forklaring på øyensynlig irrasjonell atferd. John Maynard Keynes skrev f.eks. i 1936 om «animal spirits» i denne sammenheng:¹

«Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than mathematical expectations, [which] can only be taken as the result of animal spirits – a spontaneous urge to action rather than inaction (...).»

Finanskriser avdekker også etiske kriser. Eksempler på det er velinformerte individer som med overlegg og for egen vinning påfører andre aktører høy risiko, og salg av dårlig forståtte lånefinansierte investeringsprodukter. Det er videre eksempler på uetisk atferd i fasen der en finansbølge er under oppbygging, bl.a. knyttet til atferdsrisiko («moral hazard») hos banker med garantier fra det offentlige. Et annet fenomen fra denne krisen er at kredittvurderingsbyråene fikk tiltagende habilitetskonflikter når de skulle gå god for verdipapirer utstedt av deres egen kunde, samtidig som honoraret ble fastsatt som en andel av papirets pålydende. Videre har muligheten for såkalte «naked positions» i markedet for kredittbytteavtaler («credit default swaps», CDSer), dvs. muligheten til å «forsikre» seg mot verdifall på porteføljer man ikke eier selv, gitt opphav til anklager om manipulasjon. Eksempelvis kunne investeringsbanker selge produkter de selv ikke trodde på, for deretter å forsikre seg mot fall i verdien på produktene (som de ikke lenger eide selv).

I den grad uetisk atferd er innvevd i enkelte banker og andre institusjoners forretningsmodell, vil tradisjonelle økonomiske virkemidler som økte kapitaldekningskrav og moderate skatter og avgifter i seg selv ikke være tilstrekkelige til å forebygge uønsket atferd i framtiden.

11.2.2 Uheldige insentiver

Insentiver til å tilpasse seg på en måte som setter den finansielle stabiliteten i fare, er en viktig årsak til krisen. Finansinstitusjoner tjente på å flytte virksomhet til mindre regulerte institusjonstyper og markeder, og kunne ofte regne med at staten ville gripe inn med støttetiltak før en eventuell overdreven risikotaking materialiserte seg i økonomiske problemer. Innad i institusjonene førte svakheter i styringssystemene og uheldig utforming av avlønningssystemer til premiering av høy risiko, kortsiktig gevinst og dårlig kunderådgivning. Disse mekanismene bidro til for høy risiko-

¹ Keynes (1936).

taking og påførte økonomien og skattebetalerne store kostnader.

Den amerikanske subprimekrisen utløste den internasjonale finanskrisen. Den sterke volumveksten i utlån til grupper med lav tilbakebetalings- evne i årene forut for krisen må ses i sammenheng med at mange av lånene ble solgt av agenter som kunne innkreve honorarer basert på solgte lån. I enkelte amerikanske stater var det vanlig med lån uten krav til dokumentasjon av inntekt, som var egnet til å svekke lånesøkernes egenrederinger. I mange tilfeller var heller ikke lånene konstruert slik at de som innvilget dem hadde insentiv til å gjennomføre gode kredittvurderinger, siden lånene raskt skulle pakkes sammen med andre lån, og selges videre til nye investorer. Slik kunne risikoen ende opp hos investorer med begrenset innsikt i den forutgående kredittgivningen og med begrenset evne til selv å vurdere kvaliteten på lån i egen portefølje og den risiko som bygget seg opp i subprimesystemet som helhet.

Sterkere internasjonal konkurranse og ønske om å bygge opp en stor finansnæring kan gi stater insentiv til å lempe på regulering og tilsynsmessig oppfølging av finansinstitusjoner («race to the bottom»)². Det kan være god næringspolitikk på kort sikt, mens farene ved lempeligere regulering, som faren for finanskriser, er betydelige, og deles med andre land, f.eks. via filialetablering.

På samme måte som det enkelte land ikke belastes for skadevirkningene landets finanssektor kan ha for finansiell og økonomisk stabilitet i andre land, avkreves ikke finansinstitusjoner de samfunnsøkonomiske kostnadene som institusjonenes virksomhet kan forårsake.³ Siden de potensielle samfunnsøkonomiske kostnadene ved problemer i finanssektoren er høyere enn forventede privatøkonomiske kostnader – og siden praksis i mange land har underbygget dette, har institusjonene insentiv til å ta for høy risiko.

11.2.3 Kompleksitet og maktforhold

Finansiell innovasjon, herunder nye og kompliserte finansielle instrumenter, skulle gi låntakere og investorer tilgang til produkter med bedre tilpassede risiko- og avkastningsegenskaper, men

førte samtidig til økt kompleksitet i den internasjonale finanssektoren. Mange av de nye instrumentene var kompliserte og lite transparente, og forsterket informasjonsasymmetrien mellom aktørene i markedet.

Mange, både profesjonelle og forbrukere, investerte i instrumenter de ikke hadde forutsetninger for å kunne forstå, og som ofte medførte høy og skjult risiko. Kompliserte risikostyrings-systemer i institusjonene, og til dels også et komplisert regelverk, ga falsk trygghet, hindret oversiktighet og svekket eierne og ledelsens mulighet til styre institusjonene på en forsvarlig måte. I tillegg reduserte dette myndighetenes mulighet til å føre tilstrekkelig kontroll med virksomheten. På denne måten ble usikkerheten tilslørt i det internasjonale finanssystemet. Få, om noen, visste hvor den reelle risikoen egentlig lå. Finanssektoren ble mer sårbar for sjokk.

Finanskrisen har også avdekket en ubalanse i makt og innsyn mellom store og komplekse finansinstitusjoner på den ene siden og kunder og offentlige myndigheter på den andre.

Et mindretall i utvalget, bestående av *medlemene Flesland, Hippe, Lindholt, Reegård og Tranøy*, vil vise til at finanssektorens makt vis-à-vis offentlig sektor også kommer til uttrykk gjennom markedsrelasjoner. Dels på måter som er helt analoge til forholdet mellom sektoren og private småsparere (Terra-saken), og dels nå i etterkant av krisen ved at obligasjonsmarkedet i Europa (som i sin tur er nært forbundet med statsstøttede banker og spekulative hedgefond) «krever» raske kutt i offentlig sektor for å tilbakebetale en statsgjeld som i mange tilfeller i stor grad er direkte (og indirekte) resultat av finanskrisen.

11.2.4 Overdreven tro på velfungerende markeder

I henhold til tesen om effektive markeder bør myndighetene utvise tilbakeholdenhet i sine politikkambisjoner siden myndighetene ikke har et bedre informasjonsgrunnlag enn det store antall uavhengige og velinformerte aktører som bestemmer markedsprisene. Denne tesen har hatt innflytelse på internasjonale finansmarkedsregulering, tilsyn og økonomisk politikk i mange år. Erfaringene fra finanskrisen har minnet om at forutsetningen om effektive og velfungerende markeder ikke kan tas for gitt, og at markedssvikt kan bidra til selvforsterkende mekanismer med oppbygging av ubalanser i gode tider og dramatiske korreksjoner med bortfall av markeder i krisetider. Overdreven tro på velfungerende markeder bidro

² Eksempler kan være «light touch»-regulering i Storbritannia, irske myndigheters ønske om å trekke til seg en stor finansnæring, veksten i banknæringen på Island mv., jf. f.eks. Warwick-kommisjonen (2009).

³ Det vises til kapittel 15 og 16 for en drøfting av såkalt implisitt statsgaranti og ratingbyråenes hensyntaken til forventninger om statlig inngripen når gjelden til finansinstitusjoner rates.

til undervurdering av risiko, og til undervurdering av behovet for bedre og mer robust regulering.

Markedsaktørene klarer ofte ikke å prise inn den reelle risikoen i finansielle instrumenter, særlig ikke når instrumentene er svært komplekse og når risikoen i stor grad er avhengig av risikoen i det finansielle systemet som sådan. I perioder med markedsuro blir på den annen side graden av usikkerhet ofte tillagt overdreven vekt, og prisene kan falle så kraftig at uroen raskt kan utvikle seg til en krise. Disse innsiktene så ut til å være fraværende før og under finanskrisen.

Spesielt alvorlig var det at finansinstitusjoner og regulatoriske myndigheter – bl.a. gjennom modeller for risikostyring, i for stor grad la til grunn at markedene ville fungere godt, nærmest til enhver tid.

Etter finanskrisen er det rettet kritikk mot at finanssektoren internasjonalt hadde fått for stor innflytelse over finansmarkedsreguleringen, bl.a. ved hjelp av et omfattende lobbyapparat som argumenterte for at markedene ville korrigerer seg selv. Dersom myndigheter baserer seg på at finansmarkedene er selvkorrigerende, øker faren for kriser, med tilhørende store, negative samfunnsøkonomiske konsekvenser.

Et mindretall i utvalget, bestående av *medlemene Flesland, Lindholt, Reegård og Tranøy*, mener det er grunn til å advare mot det som kan kalles finansiell idealisme. Det vil si en tro på at frie finansmarkeder gir en svært god (om ikke optimal) allokering av ressurser over tid og mellom sektorer og geografiske områder, samtidig som de er selvkorrigerende og stabile. Farene ved å legge seg for tett opp til en slik finansiell idealisme er at reguleringsmyndigheter og andre hvis jobb det er å tenke kritisk og årvåkent omkring utviklingen i finansmarkedene, får en uheldig tolkningsramme å forstå løpende utviklingstrekk innenfor. For eksempel er det en fare for at man underspiller de sosiale kostnader forbundet med spekulasjon fordi man i stedet ser ethvert kjøp og salg som et bidrag til at markedet skal «finne riktig pris», såkalt «price discovery». Tilsvarende kan det lede til at all økning i markedets likviditet framstår som et gode, og målet blir å maksimere antallet transaksjoner (noe som nesten alltid vil være i finanssektorens interesse) heller enn å spørre om hva som er et optimalt antall transaksjoner (et spørsmål forankret i de realøkonomiske aktørenes interesse). Endelig kan en slik grunnholdning lede til at finansielle innovasjoner i utgangspunktet anses som positive heller enn at man vurderer hver enkelt innovasjon for seg.

Dette er problematisk for så vel ressursallokering og samlet risiko i systemet, som i forholdet mellom den enkelte institusjon og dens kunder.

11.2.5 Gjensidig avhengighet

Finansiell stabilitet kan ikke sikres fullt ut på nasjonalt plan, men er avhengig av den internasjonale økonomiske utviklingen og god styring også i andre land. Dårlig regulerte finansinstitusjoner i ett land utgjør en trussel mot stabiliteten i andre land. Økonomisk vekst og stabilitet hjemme påvirkes av utviklingstrekk og politikken som føres ute. Finansinstitusjoner har omfattende økonomiske forbindelser med hverandre. Verdens finansmarkeder er tett sammenvevde, og problemer i én institusjon eller ett marked kan f.eks. føre til at finansieringskilder tørker inn eller til økonomiske tap i andre markeder.

Denne gjensidige avhengigheten på mange plan understreker behovet for internasjonal koordinering av arbeidet med reform av finansmarkedsreguleringen. Også for den økonomiske politikken har krisen illustrert den tette sammenhengen mellom finansinstitusjoner, markeder og økonomisk utvikling. Viktigheten av internasjonalt samarbeid har blitt tydelig. Mens finanskrisen på et tidlig stadium dreide seg om at myndigheter støttet opp om finansiell stabilitet i eget land, har den senere utviklingen vist betydningen av smittevirkninger på tvers av landegrenser og at finansiell ustabilitet i ett land kan undergrave tilliten til finansinstitusjoner og statsfinanser i andre land.

11.3 Den norske utfordringen

For en liten, åpen økonomi som den norske, blir endringene i den nasjonale politikkenes omgivelser av avgjørende betydning.

Ubalansene som bygget seg opp i forkant av krisen, både i form av høy gjeldsbelastning og handelsubalanser, er ikke rettet opp. Videre har krisen gitt en kraftig økning i statsgjelden i mange land. Hvilke konsekvenser statsgjeldssituasjonen vil få for den økonomiske utviklingen er høyst usikkert.

Det er også usikkerhet knyttet til hvor de internasjonale reguleringsreformprosessene vil ende, og hva virkningene av reformene vil bli. De internasjonale reformforslagene er blitt vannet ut underveis i prosessene, og gjennomføringen av endringene vil trolig trekke ut i tid. Det er også risiko forbundet med å gjennomføre store regelverksendringer på kort tid, og finanssektoren har

til nå vist stor evne til å tilpasse seg regelverk og andre rammer på en måte som ikke nødvendigvis er i samsvar med reguleringsformål eller til fremme for finansiell stabilitet. Selv om det er en målsetning å harmonisere regelverket i større grad internasjonalt, vil det fortsatt være store reguleringsmessige forskjeller mellom f.eks. USA, Europa og Asia.

Nye kriser vil helt sikkert komme. Det er vanskelig å forutse hvilken form den neste krisen vil ta, hva årsakene til den vil være, hvilke deler av verdensøkonomien den vil oppstå i, og hvordan den vil slå ut for ulike sektorer og land. Risikoen for at vi nå i første rekke beskytter oss mot forrige krise er til stede. Det er også en betydelig risiko for at også det internasjonale reguleringsarbeidet etter finanskrisen vil etterlate deler av markedene i dårlig regulert stand.

For Norge har aktiviteten og hendelsene internasjonalt stor betydning for den innenlandske utviklingen. Nye kriser kan komme utenfra, som denne finanskrisen, men kan også oppstå nasjonalt. Det er en fare for at mye oppmerksomhet om risikoen for importerte kriser kan gjøre oss uoppmerksomme på risikoer hjemme. God finansmarkedsregulering og en forsvarlig økonomisk politikk er forutsetninger for å redusere faren for innenlandske kriser.

Eiendomsmarkedene spiller ofte en viktig rolle i økonomiske og finansielle kriser, slik det f.eks. gjorde i den amerikanske subprimekrisen. I Norge, som i mange andre land, har husholdningene det meste av sin formue i boligeiendom, med tilhørende boliglån. Raskt stigende boligpriser og stadig høyere gjeldsbelastning er en viktig risikofaktor og kan utgjøre en trussel mot finansiell stabilitet. Utviklingen i olje- og gasspriser i verdensmarkedet er viktig for utviklingen i norsk økonomi, og økonomiske sjokk gjennom denne kanalen vil også kunne slå hardt ut i Norge.

Den økonomiske politikken vil stå overfor betydelige utfordringer i årene framover. Sammenliknet med de fleste andre land er den statsfinansielle stillingen i Norge svært god, både vurdert ved budsjettunderskuddet og ved statens netto fordringsposisjon. På lengre sikt står imidlertid også Norge overfor betydelige statsfinansielle utfordringer, bl.a. i forbindelse med aldringen av befolkningen. I finanspolitikken vil det derfor være sentralt å sikre en god forvaltning av statens inntekter og formue framover. Internasjonalt er pengepolitikken preget av svært lave rentenivåer, og det er en bekymring for at flere land vil konkurrere for å svekke sine valutakurser for derigjen-

nom å stimulere økonomien. Dette kan sette pengepolitikken i Norge i en vanskelig situasjon. Man kan risikere å havne i en situasjon der hensynet til utviklingen i innenlandsk etterspørsel, boligpriser mv. tilsier et vesentlig annet rentenivå enn hensynet til utviklingen i næringer utsatt for konkurranse fra utlandet.

For å møte statsfinansielle og demografiske utfordringer, gjør mange industriland store endringer i velferdssystemet, herunder innsparinger i det sosiale sikkerhetsnettet og offentlige pensjonsordninger. I tillegg kan svak økonomisk vekst holde rentene og lønnsveksten nede. Dette kan legge press på det sosiale sikkerhetsnettet også i Norge. En av erfaringene fra finanskrisen er at et godt utbygd sosialt sikkerhetsnett kan virke stabiliserende i krisesituasjoner. Utviklingen framover vil også kunne legge press på samarbeidet mellom partene i arbeidslivet, så vel som samarbeidet mellom myndighetene og partene i arbeidslivet. Ved tidligere erfaringer med store omveltninger, har norsk økonomi og den norske samfunnsmodellen imidlertid vist seg omstillingsdyktig til nye rammebetingelser.

I de norske finansmarkedene er det særlig banksektoren som bærer preg av at Norge er en liten, åpen økonomi. Det er et stort innslag av filialer og datterselskaper av utenlandske finansinstitusjoner, i hovedsak fra andre nordiske land. Filialeablering fremmer konkurransen mellom aktørene, men reiser også utfordringer for norske myndigheter, både når det gjelder å forebygge ustabilitet gjennom regulering, og når det gjelder krisehåndtering. I EU/EØS-området er filialer av utenlandske finansinstitusjoner i hovedsak underlagt reguleringen i institusjonens hjemland, og en eventuell krisehåndtering vil i utgangspunktet også måtte skje derfra, kanskje etter at institusjonens filialer i utlandet er stengt. Nasjonale myndigheter vil dermed bare kunne regulere en del av banksektoren, noe som understreker hvor viktige de internasjonale regelverksprosessene er for Norge, og for andre land med et betydelig innslag av filialer i det innenlandske markedet.

Den norske livsforsikrings- og tjenestepensjonssektoren er, i likhet med disse sektorene i de fleste andre land, i større grad preget av nasjonale tradisjoner og tilpasning til pensjonssystemet for øvrig. Integrasjonen over grensene har kommet kortere enn for banksektoren, og det kan derfor oppstå utfordringer når EU i løpet av de neste to årene skal innføre et nytt, felleseuropeisk regelverk for denne delen av finansmarkedene.

11.4 Overordnede prioriteringer

Utvalget vil i de neste kapitlene ta for seg en rekke problemstillinger og erfaringer fra finanskrisen, og drøfte hvilke konkrete tiltak som eventuelt kan og bør gjennomføres på de enkelte områder. I dette avsnittet vil utvalget foreslå noen mer overordnede prioriteringer og tiltak i lys av finanskrisen.

11.4.1 En robust og formålstjenlig finanssektor

Store statsfinansielle og samfunnsøkonomiske kostnader forbundet med krisen har aktualisert spørsmålet om hvilken rolle finanssektoren bør ha i framtiden, og hvilke aktiviteter økonomien som helhet er tjent med at sektoren bedriver.

Utfordringene som har å gjøre med gjeld og risikobærende evne i finanssektoren kan trekkes fram spesielt. Mer egenkapital og mindre kortsiktig gjeldsfinansiering i finanssystemet, og et bærekraftig og forsvarlig gjeldsnivå i økonomien for øvrig, gir vern mot finansiell ustabilitet. Bankene bør særlig være gjenstand for stabilitetsfremmende tiltak gitt deres spesielle stilling og betydning for finansiell og økonomisk stabilitet. Erfaringene fra finanskrisen tilsier imidlertid at stabilitetsfremmende tiltak ikke uten videre kan begrenses til bare å gjelde banker. Volumene av kredittformidling utenfor det tradisjonelle banksystemet var f.eks. i USA av en slik dimensjon at stabiliteten i kredittsystemene utenfor banksektoren også var avgjørende for landets finansielle stabilitet.

Åpenhet er viktig for stabiliteten og konkurransen i finanssystemet. I lys av finanskrisen bør det bli mer åpenhet om aktiviteten og risikotakingen i finansmarkedene, særlig når det gjelder banker og andre finansinstitusjoners virksomhet. Herunder bør det bli mer åpenhet om hvordan bankene beregner sitt kapitalbehov ved hjelp av modeller og antakelser om risiko.

Fordelingen av finansiell risiko mellom husholdninger, finansinstitusjoner, stater og andre, og mellom ulike typer av finansinstitusjoner, har stor betydning for finanssystemet. Aktørene har ulike forutsetninger for å bære risiko, og risikonivået i det finansielle systemet som helhet er i stor grad avhengig av hvor risikoene er plassert.

En vesentlig del av veksten i den internasjonale finanssektorens de siste tiår er knyttet til interne forhold i finanssektoren, og til at finanssektoren i enkelte land – og kanskje særlig på 1990-tallet – var ansett som en katalysator for næringsutvikling og økonomisk vekst i mange år.

Mange steder var finanssektoren stor sammenlignet med landenes økonomi som sådan, slik at kriser i sektoren er egnet til å påføre landene spesielt høye samfunnsøkonomiske kostnader. Nærliggende eksempler er Island og Irland. Når en krise i finanssektoren truer et lands stabilitet er finanssektoren *for* stor.

Svakhetene i finanssystemet i USA var som nevnt bl.a. knyttet opp mot framveksten av kredittsystemer utenfor bankvesenet. Disse svakhetene adresseres i den reviderte virkemiddelbruken ovenfor den finansielle sektoren også i Norge, hvor både lovregler og tilsyn bør innrettes med sikte på forbedringer.

Etter utvalgets syn er det viktig at et bredt sett av virkemidler, som best kan fange opp og korrigere svakheter, benyttes for å sikre en robust og formålstjenlig finanssektor. Herunder kan skatter eller avgifter supplere regulering og tilsyn på en nyttig måte.

11.4.2 Virksom konkurranse og enklere produkter

Virksom konkurranse mellom tilbydere av finansielle tjenester er en forutsetning for en effektiv og velfungerende finanssektor. I normale tider kan graden av konsentrasjon på tilbudssiden, altså antall aktører og deres markedsandeler, være utslagsgivende for hvor virksom konkurransen er mellom tilbyderne. I perioder med uro og krise vil konsentrasjon på tilbudssiden kunne ha stor betydning også for finansiell og økonomisk stabilitet, men hvorvidt en høy konsentrasjon i slike tilfelle vil virke destabiliserende eller stabilitetsfremmende vil avhenge av de spesifikke omstendighetene.

Etter utvalgets syn bør myndighetene generelt bedre forutsetningene for virksom konkurranse i finansmarkedene, bl.a. gjennom å legge til rette for flere konkurrerende aktører, og enklere og mer sammenlignbare produkter og tjenester.

Etterspørselssiden i finansmarkedene er sammensatt og representerer mange ulike behov, noe som også bør gjenspeiles i strukturen på tilbudssiden. Ikke minst er det viktig at tilbudssiden består av mange og ulike aktører med forståelse av de norske markedene, og med variert institusjonell innretning, slik at tilbudssiden samlet sett blir mindre utsatt for de samme risikofaktorene. Der som kundene har tilgang til mange ulike kilder for de samme produktene og tjenestene, kan konkurransen om kundene bedre opprettholdes både i normale og urolige perioder. Imidlertid vil det alltid være vanskelig å gardere seg mot utslagene av

en kredittinnstramming av den karakter en så under den internasjonale finanskrisen, da usikkerheten var høy og det for institusjonene var krevende nok å yte kreditt til eksisterende kunder.

Finanssektoren både i Norge og internasjonalt har de senere årene vært preget av en konsolidering og økt markedskonsentrasjon, herunder gjennom sammenslåinger og oppkjøp av finansinstitusjoner. Konsolidering bidrar til økt konsentrasjon, som igjen kan være egnet til å svekke konkurransen i markedene. Konsolidering kan imidlertid også bidra til mer virksom konkurranse i markedene, f.eks. ved at flere mindre aktører slår seg sammen og gir større aktører mer konkurranse. Hvilke virkninger et oppkjøp eller en fusjon vil ha, må derfor vurderes konkret i det enkelte tilfelle.

Økt konsentrasjon kan også ha andre uheldige effekter enn svekket konkurranse, bl.a. ved at en større del av finanssektoren blir systemviktig. Store, systemviktige finansinstitusjoner kan utgjøre en særlig stor risiko for finansiell og økonomisk stabilitet. Ut fra dette er det en lærdom fra finanskrisen at myndighetene bør være mer varsomme med å tillate konsentrasjon i finanssektoren.

Nye og strengere kapital- og likviditetskrav som trolig vil bli innført i kjølvannet av finanskrisen, kan redusere marginene innen tradisjonell bankvirksomhet, og således øke bankenes behov for å holde på med andre aktiviteter for å opprettholde fortjenesten. Det vil kunne gi større finansinstitusjoner et utilsiktet konkurransefortrinn overfor mindre institusjoner, som i så fall bør adresseres av myndighetene gjennom kompensende tiltak. Også i finansmarkedsreguleringen bør det skjelles mellom kravene til store, systemviktige institusjoner, og mindre institusjoner.⁴

Det norske finansmarkedet er preget av særlig én stor aktør, DnB Nor-konsernet, som har store markedsandeler innen bank, forsikring, verdipapirtjenester mv. Konsernets dominans er egnet til å svekke konkurransen mellom aktørene i markedet. Videre er banken i konsernet, DnB Nor Bank, systemviktig i Norge, både fordi banken er stor i de ulike kundesegmentene, men også fordi banken utfører viktige funksjoner for andre norske banker. Dersom banken skulle havne i problemer kan bankens kreditorer og andre motparter nærmest regne med at den norske stat vil gripe inn med støttetiltak, siden konsekvensene ellers kunne blitt svært alvorlige for økonomien og

finanssystemet. Det gir DnB Nor Bank tilgang til billigere markedsfinansiering enn en del andre banker, og et dermed et konkurransefortrinn, fordi motpartene i finansieringsmarkedene antar at det er mindre sannsynlig at myndighetene vil la banken gå over ende dersom den skulle få økonomiske problemer. Det at staten er medeier i DnB Nor kan også bidra også til en slik forventingsdannelse.

Flere av de andre nordiske storbankene har også slike fordeler i finansieringsmarkedene. Også for disse bankene kan fordelene bunne ut i at bankene er viktige i de nordiske bankmarkedene, og fordi de nordiske statene har eierandeler i bankene. Det at de nordiske finansmarkedene er forholdsvis integrerte bidrar til at de store bankene møter konkurranse fra andre (utenlandske) storbanker i sine hjemmemarkeder. I det norske markedet har f.eks. DnB Nor Bank konkurranse fra bl.a. Nordea og Danske Bank.

11.4.3 Oversiktlige konsernstrukturer

Svært mange finansinstitusjoner inngår i konsern. Finanskonsern består oftest av ulike typer av finansinstitusjoner (kredittforetak, banker, livsforsikringsselskap, skadeforsikringsselskap mv.), og kalles da blandede finanskonsern. Finanskonsern kan videre bestå av flere «lag» av selskaper (morselskapet har et datterselskap, som er morselskap for et nytt datterselskap osv.).

Erfaringene fra denne finanskrisen, og tidligere kriser i finansiell sektor, tilsier at finanskonsernene bør ha enkle og oversiktlige strukturer. Da vil det i en krisesituasjon være lettere å få oversikt over konsekvensene av økonomiske problemer i konsernet, og hvilke selskaper i konsernet som er berørt.

Finansieringsvirksomhetsloven inneholder regler om organisering av norske finanskonsern. Reglene skal sikre at det innen finanskonsernet er tilstrekkelige skiller mellom de ulike virksomhetsområdene, og legge forholdene til rette for et godt offentlig tilsyn. I tråd med denne målsetningen kan konsernspissen være et rent holdingselskap som bare forvalter eierinteresser i de operative konsernselskapene. Loven er likevel ikke til hinder for at en operativ finansinstitusjon alternativt kan være konsernspiss.

I praksis har imidlertid norske finanskonsern i hovedsak et «rent» holdingselskap som konsernspiss. Det skyldes bl.a. at modellen med et rent holdingselskap som konsernspiss har vært myndighetenes foretrukne alternativ. At dette har vært det foretrukne alternativ framgår bl.a. av

⁴ Det vises til kapittel 16 for en nærmere omtale av problemstillinger knyttet til systemviktige finansinstitusjoner.

Ot.prp. nr. 42 (2006–2007) pkt. 2.4.2 hvor det står at det vanligvis stilles krav om at konsernspiss i blandet finanskonsern skal være et rent holdingselskap. Det er likevel gitt en viss adgang til unntak for de konsernene hvor det er stor forskjell i størrelsen på hhv. forsikrings- og bankdelen. Adgangen må videre ses i sammenheng med et ønske fra myndighetene om å åpne for en konsernstruktur som ikke utelukker sparebanker og gjensidige forsikringsselskaper fra å inngå i blandet finanskonsern, vel å merke så lenge dette ikke går på bekostning av sikkerhets-, soliditets- og tilsynshensyn, jf. Ot.prp. nr. 2 (1991–1992).

Etter utvalgets vurdering er det viktig at finanskonsernene organiseres på en oversiktlig måte, slik at eventuelle økonomiske problemer i operative konsernselskaper i stor utstrekning forplanter seg i rett linje oppover i konsernet, og slik at de økonomiske problemene får minst mulig virkning for andre operative konsernselskaper. En slik ryddig struktur er også viktig for muligheten til å kunne restrukturere eller avvikle institusjoner i en krisesituasjon. Utvalget registrerer at det i finansieringsvirksomhetsloven er adgang til å benytte ulike modeller, men at forannevnte hensyn i stor utstrekning er ivarettatt gjennom konsesjonspraksis. Utvalget tilrår at norske myndigheter i sin konsesjonspraksis legger stor vekt på forannevnte hensyn.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask, Berland, Christiansen og Harto, vil peke på at det er ulike fordeler og ulemper, både bedriftsøkonomisk og samfunnmessig, knyttet til ulike måter å organisere finanskonserner på. Disse medlemmer finner ikke at finanskrisens forløp i Norge gir grunnlag for å gi særlige føringer for myndighetenes konsesjonspraksis.

I USA har svekkelsen av bransjeskillet mellom tradisjonell bankvirksomhet og verdipapirvirksomhet vært omdiskutert. Enkelte har hevdet at bankenes omfattende verdipapirvirksomhet har vært en viktig årsak til krisen i USA, og at verdipapirvirksomheten i større grad burde vært skilt ut fra bankene, og over i egne verdipapirforetak,

Som omtalt i kapittel 16 var det relativt begrensede innslaget av verdipapirer i norske bankers balanse, og sammensetningen av verdipapirene, en medvirkende årsak til at bankene klarte seg relativt godt gjennom finanskrisen. Norske lovregler legger til rette for at finanskonserner kan ha virksomhet både innefor tradisjonell bankvirksomhet og verdipapirvirksomhet. Virksomhetene kan være skilt ut i ulike selskaper (f.eks. en bank og et verdipapirforetak), men lovreglene er ikke til hinder for en omfattende verdipapirvirksomhet i banken. En bank kan søke om konsesjon som

verdipapirforetak, og både i Norge og i andre land er det vanlig at større banker har nokså omfattende konsesjoner på verdipapirområdet.

Selv om verdipapirvirksomheten i norske banker framstår som relativt begrenset i en internasjonal sammenheng, har virksomheten vesentlig betydning for bankenes resultater. Eksempelvis hadde norske banker i 2008 et kurstap på om lag 1,2 mrd. kroner på verdipapirer, og i 2009 en verdipapirgevinst på om lag 11,5 mrd. kroner. Til sammenligning utgjorde bankenes netto renteinntekter i hvert av disse årene om lag 45 mrd. kroner. Det eventuelt å skille verdipapirvirksomheten ut i egne verdipapirforetak vil altså påvirke bankenes resultater, men vil ikke direkte påvirke konsernens resultater. Det må imidlertid antas å være visse synergieffekter ved å legge verdipapirvirksomhet til bank framfor å skille denne ut i en egen juridisk virksomhet. Finanskrisen har imidlertid vist at en slik samordning av verdipapirvirksomhet og tradisjonell bankvirksomhet i samme selskap også har betenkelige sider.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Flesland, Hippe, Johnsen, Lindholt, Reegård, Tranøy og Ulltveit-Moe, anser det som særlig viktig at finanskonsernene organiseres slik at problemer ikke smitter over til, eller i rett linje opp til, konsernselskap som er bank. Disse medlemmer mener videre at bankenes adgang til å ta risiko gjennom annen aktivitet enn kjernevirksomheten, bør avgrenses ytterligere, og ut over det som i dag er nedfelt i norsk bank- og konsernlovgivning.

11.4.4 Videreutvikling av finansmarkedsreguleringen

Det er flere viktige trekk og egenskaper ved norsk finansmarkedsregulering og tilsynspraksis som bør videreføres. Det har bl.a. vært viktig at reguleringen av finanskonsern og kravene til bankenes egenkapital har vært noe strengere i Norge enn i andre land. Videre har myndighetene hatt en forsiktig tilnærming til godkjenning av finansinstitusjonenes kapitalbehov, med krav om at tapsanslag skal baseres på erfaringer over lang tid. Krav om at erfaringene fra den norske bankkrisen på 1990-tallet skal gjenspeiles i bankenes tapsanslag, og derigjennom i kapitalbehovet, har særlig hatt betydning.

Prinsippet om at lik risiko skal reguleres likt har, som nevnt i kapittel 9, stått sentralt i norsk finanslovgiving siden det i 1988 ble det innført felles regler for finansinstitusjoner på sentrale virksomhetsområder, herunder likelydende kapitalkrav. Etter finanskrisen ser det ut til at dette prin-

sippet får større gjennomslag internasjonalt, som et ledd i å hindre at risiko på ny vil hope seg opp der den er minst regulert. Utvalget viser til at det er viktig at finansinstitusjoner som ved sin virksomhet påfører kunder og samfunnet lik risiko, også underlegges like regulatoriske krav til bl.a. kapital. En eventuell forskjellsbehandling av institusjonstyper må i så fall f.eks. begrunnes i at økonomiske problemer i institusjonene kan ha ulike konsekvenser for kundene og for samfunnet.

Erfaringene fra den norske bankkrisen på 1990-tallet preger trolig fortsatt kulturen i norske finansinstitusjoner og hos norske myndigheter. Den innsikt og varsomhet en tilegnet seg den gang, kan i noen grad ha bidratt til at Norge og den norske økonomien klarte seg bedre gjennom den internasjonale finanskrisen. Den innsikten er det viktig å ta vare på i årene framover, både hos myndighetene og hos institusjonene og deres eiere. Denne finanskrisen bør også etterlate seg varige endringer i kulturen i institusjonene og hos myndighetene, selv om mange av de avdekkede manglene og sårbarhetene ikke gjorde seg direkte gjeldende i Norge.

En globalisert verdensøkonomi og sammenvevde finansmarkeder fordrer internasjonalt politiksamarbeid. Dette har stått høyt på den internasjonale dagsorden i mange år, og har fått prioritet under og etter finanskrisen. Som omtalt i kapittel 10, er det satt i gang en rekke prosesser med formål å samkjøre og forbedre finansmarkedsreguleringen internasjonalt. Prosessene i G20- og EU-regi, som også er nært koordinert med arbeidet i Baselkomiteen, er særlig viktige.

Noe av det viktigste som bør komme ut av de internasjonale prosessene, er at det internasjonale samfunnet samler seg om tiltak for å motvirke reguleringskonkurransen mellom land. En forutsetning for finansiell stabilitet i Norge er at andre lands finanssektorer er underlagt god regulering og effektivt tilsyn, samt at andre land fører en forsvarelig og bærekraftig økonomisk politikk.

Finansmarkedsreguleringen og forholdet til Europa

Den norske finansmarkedsreguleringen er, som omtalt i kapittel 9, nært forbundet med EU-retten på finansmarkedsområdet. Også for Norge er det viktig at EU-reglene blir så gode som mulig, slik at forutsetningene for finansiell stabilitet bedres i Europa som helhet, og regelverksforskjellene mellom land kan bli mindre. Samtidig er det en fordel om norske myndigheter fortsatt kan ha handlingsrom til å tilpasse regulering og tilsyn etter norske forhold og norske vurderinger.

EU-reglene som regulerer filialetablering av banker og andre kredittinstitusjoner er basert på prinsippene om én EØS-konsekusjon («gjensidig godkjenning») og hjemlandstilsyn. På denne bakgrunn er den enkelte medlemsstat forpliktet til å anerkjenne kredittinstitusjoners hjemstatskonsekusjon som grunnlag for å drive virksomhet i medlemsstaten (vertslandet). Slike institusjoners filialer kan utgjøre viktige deler av finansmarkedene i andre land – og fremme konkurransen, men uten at myndighetene i vertslandene kan stille de samme regulatoriske krav til filialene som til egne finansinstitusjoner.⁵

Videre kan det at finansinstitusjoner kan ha stor virksomhet i andre land gjennom filialer innebære risiko for institusjonens hjemstat, særlig ved rask og risikofylt ekspansjon. Dersom en banks filialer i andre land f.eks. påfører banken store tap, kan det true den finansielle stabiliteten i hjemstaten, selv om bankens virksomhet hjemme ikke får problemer. Hjemstaten kan også påføres kostnader gjennom innskuddsgarantiordningen, som vil gjelde for innskudd i bankens utenlandske filialer så vel som for hjemlandske innskudd i banken.⁶

Bankene står således i en særstilling når det gjelder hvilken risiko EUs prinsipper om hjemstatsregulering og filialetableringer kan innebære for finanssystemet, økonomien og statsfinansene. Etablering av selvstendige, nasjonale juridiske enheter (datterselskaper) framfor filialer kan derfor i mange tilfeller være ønskelig på bankområdet.

Etter utvalgets syn tilsier erfaringene fra finanskrisen at norske myndigheter bør arbeide for en adgang i EU/EØS-retten for vertsland til å kreve omdanning fra filial av utenlandsk bank til datterselskap, og en tilsvarende adgang til å kreve at egne banker organiserer sin virksomhet i utlandet gjennom datterselskaper framfor filialer. Videre bør

⁵ Et godt eksempel på hva dette kan bety så en ved krisen i Kaupthing-konsernet høsten 2008. I Danmark var den islandske banken Kaupthing etablert med en datterbank, og det var således de danske tilsynsmyndighetene som utøvet tilsyn med banken, både på soliditetssiden og likviditetssiden. Da krisen kom var datterbanken i Danmark i praksis uberørt. Årsaken var at de danske tilsynsmyndighetene hadde satt som krav at likviditetsinnhentingen skulle skje i ordinære (internasjonale) lånemarkeder, og at bare en begrenset andel av likviditeten kunne komme fra Kaupthing-konsernet på Island.

⁶ Det fremste eksemplet på dette er kanskje Island under finanskrisen. Som følge av islandske bankers ekspansjon (gjennom etablering av filialer i andre land) i forkant av finanskrisen, ble den islandske stat påført store kostnader til dekning av tapte innskudd for innskyttere i bl.a. Nederland og Storbritannia.

regulerings- og tilsynssamarbeidet på tvers av landegrensene styrkes.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Christiansen og Harto, er enig i at erfaringene fra finanskrisen tilsier at regulerings- og tilsynssamarbeidet i EUs indre marked styrkes. Et pålegg om omdanning fra en filial av utenlandsk bank til et datterselskap vil imidlertid gripe direkte inn i den frie etableringsrett. Det er vanskelig å se at norske myndigheter bør arbeide for dette. Disse medlemmer mener derfor at behovet for en større grad av vertslandsregulering bør ivaretas ved et sterkere samarbeid mellom hjemlands- og vertslandsmyndigheter. Det eksisterende samarbeid på området bør videreutvikles. Dette legges det opp til i EU.

Det synes som EU vil bevege seg i retning av mer overnasjonal regulering og tilsyn, og tettere samarbeid mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. Dette kommer bl.a. til uttrykk gjennom etableringen av nye tilsynsorganer på EU-nivå, jf. kapittel 10, og ved at EU-reglene på finansmarkedsområdet i større grad skal utformes likt i alle EU/EØS-land (fullharmonisering).

Det er fordeler med en større grad av harmonisering i den europeiske finansmarkedsreguleringen, så som eliminasjon av risikoen forbundet med utnyttelse av regelverksforskjeller, men det innskrenker også det nasjonale handlingsrommet. Spesielt for mindre land kunne det på mange måter vært bedre med en videreføring av tradisjonen med minstekrav til nasjonal regulering, særlig innenfor finansmarkedsreguleringen. Ved fullharmoniseringsregler, som ofte er gjenstand for kompromisser når det gjelder strenghet mv., vil en tape muligheten for strengere eller supplerende regler i land som ønsker det. Dersom f.eks. større EU-land med store finansnæringer får gjennomslag for lempelige maksimumskrav til nasjonalt regelverk, kan det føre til at mindre land må gjennomføre regelverk som er dårlig tilpasset markedssituasjonen i landene, og til økt fare for finansiell ustabilitet. Norge har, som nevnt, med godt resultat utnyttet handlingsrommet innenfor EUs minstekrav i noen sammenhenger i årene forut for finanskrisen.

Nordisk samarbeid

Finansmarkedene i de nordiske landene er i stor grad integrerte og utgjør på mange måter et naturlig og hensiktsmessig reguleringsområde. De fleste utenlandskeide finansinstitusjoner i de nordiske landene er f.eks. eiet av finansinstitusjoner i andre nordiske land. De nordiske institusjo-

nene har liten virksomhet utenfor Norden. Hensynet til finansiell stabilitet i det enkelte land, og til at finansinstitusjonene bør ha forholdsvis like konkurransevilkår, taler for et nordisk samarbeid på finansmarkedsområdet.

Dersom det skulle være ønskelig å ha regler som, innenfor et nasjonalt handlingsrom, er strengere eller på annen måte går ut over EUs minstekrav til nasjonalt regelverk på finansmarkedsområdet, bør dette etter utvalgets syn først og fremst søkes oppnådd på nordisk nivå, gjennom en harmonisering av de aktuelle reglene i de nordiske landene. En slik tilnærming kan også adressere de ovennevnte utfordringene knyttet til EUs hjemlandsreguleringsregime.

Det er i dag et omfattende samarbeid mellom nordiske tilsynsmyndigheter, bl.a. når det gjelder tilsynspraksis knyttet til EUs kapitalkravsregler, og det utarbeides årlige rapporter som bl.a. søker å sammenlikne kalibreringsnivåer for såkalte interne risikomodeller mellom landene.⁷ Det er over mange år gjort forsøk på å etablere et tettere nordisk samarbeid om finansmarkedsregulering, men det har hittil ikke ført fram bl.a. pga. ulik vektlegging av næringspolitiske hensyn. Etter finanskrisen kan dette være endret, og mulighetene for et samarbeid kan være større, selv om det utvilsomt vil være mange hindre for at et slikt samarbeid kan komme i stand.

Et styrket nordisk samarbeid kan bidra til mer konkurranse i de nordiske finansmarkedene, begrense samfunnsøkonomisk uønskede tilpasninger motivert av ulikheter i reguleringsregimene, og gi grunnlag for en mer samordnet nordisk påvirkning overfor EU og andre internasjonale institusjoner. Finansmarkedsreguleringen kan i mange tilfelle være krevende å håndtere isolert innenfor en nasjonal ramme. Betydelig mer krevende blir det når regulering og tilsyn i større grad skal utøves på tvers av land, bl.a. når det gjelder grensekryssende finansinstitusjoner, og når EUs regler på finansmarkedsområdet blir stadig mer omfattende. Skal samordnende nordiske hensyn få gjennomslag nasjonalt i de aktuelle land, og overfor andre land og internasjonale institusjoner, må et samarbeid ha et politisk mandat og en institusjonell oppfølging med tilstrekkelig tyngde.

Utvalget tilrår at norske myndigheter tar initiativ til å etablere et utvidet samarbeid på finansmarkedsområdet med de andre nordiske landene, både når det gjelder regulering og tilsynspraksis. Et slikt

⁷ Det avholdes også jevnlig møter mellom finansdepartement, sentralbanker og tilsynsorgan i de nordiske og baltiske landene.

samarbeid kan f.eks. ta form av en ny institusjon på nordisk plan, etablering en sekretariatsfunksjon tilknyttet etablerte institusjoner e.l. Det bør søkes enighet om jevnlig å vurdere regulerings- og tilsynsspørsmål på finansmarkedsområdet. Et rådgivende utvalg eller annet forum kan spille en viktig rolle i overvåkingen av systemrisiko og trusler mot den finansielle stabilitet i Norden.

Selvstendig nasjonal vurdering

Norske myndigheter må fortsatt vurdere de enkelte reguleringssspørsmål fra sak til sak, på selvstendig grunnlag. Dette følger av norske myndigheters ansvar for regulering av og tilsyn med den norske finanssektoren. Norge bør imidlertid ha et aktivt forhold til hvorvidt et handlingsrom innenfor EØS-forpliktelsene bør benyttes, særlig dersom det ikke lykkes å få på plass et nordisk samarbeid om finansmarkedsregulering. Det er viktig å ha regler som er tilpasset lokale og tilstøtende markeder, og som samsvarer med en egen vurdering av relevante risikoforhold. Når viktige grunner taler for det, f.eks. knyttet til nasjonale særtrekk, bør nasjonale vurderinger av egnet regulerings- og tilsynspraksis kunne gi seg utslag i et strengere regelverk i Norge enn i andre land. Det kan også etter omstendighetene være behov for supplerende regler, uten at disse nødvendigvis er strengere. Tilsvarende kan det være behov for å gjennomføre endringer raskere enn det som det legges opp til i EU.

Den økte betydningen europeisk og internasjonal regulering etter hvert har fått for Norge bl.a. gjennom EØS-avtalen, tilsier at norske myndigheter bør være tidlig ute med vurderinger av behov for endringer i regulering og tilsyn, og gjennomføringen av denne. Dette vil sammen med et nordisk samarbeid kunne bidra til å påvirke regelverksprosesser i EU.

11.5 Utvalgets videre vurderinger og forslag

I de følgende kapitlene tar utvalget for seg en rekke problemstillinger og erfaringer fra den internasjonale finanskrisen. Målsettingen er å finne fram til de sentrale lærdommene fra krisen, og derfra utforme forslag på utvalgte områder som kan bidra til finansiell stabilitet i Norge, og til at finanssektoren i større grad understøtter hovedmålene for den økonomiske politikken. Utvalget skiller herunder mellom forslag til tiltak, forslag til utredninger, samt anbefalinger.

Kapitlene omhandler følgende tema:

- Den økonomiske politikken, herunder finans- og pengepolitikken som verktøy i håndteringen av kriser.
- Prisbobler, herunder ubalanser i eiendomsmarkedet og beskatning.
- Forbrukerhensyn, herunder finansiell rådgivning og tilsynsmyndighetenes rolle.
- Bedre skattlegging av finansiell sektor, herunder aktivitetsskatt og stabilitetsavgift.
- Bankene, herunder likviditetsstyring og soliditetskrav.
- Verdipapirmarkedene, herunder markedsatferd og Nibor-fastsettelsen.
- Livsforsikring og pensjon, herunder innskuddspensjon og markedsrisiko, lavrentescenario og rentegarantier.
- Systemrisiko og makroregulering, herunder virkemidler og rollefordeling.
- Krisehåndtering og atferdsrisiko, herunder nye virkemidler for håndtering av kriser i enkeltinstitusjoner.

Til slutt følger en oversikt over utvalgets samlede vurderinger, og et kapittel om de økonomiske og administrative konsekvensene av utvalgets forslag.

Kapittel 12

Den makroøkonomiske politikken

12.1 Innledning

Den økonomiske politikken kan bidra til å forebygge kriser i det finansielle systemet. Gjennom den økonomiske politikken kan man også bidra til å gjøre økonomien robust og motstandsdyktig mot finanskriser dersom de likevel oppstår. En økonomi i rimelig balanse vil ha et bedre utgangspunkt for å håndtere en krise enn en økonomi med store ubalanser. En økonomis evne til å tilpasse seg nye rammevilkår kan påvirkes av bl.a. konkurransepolitikken og reguleringer i arbeidsmarkedet og i produkt- og tjenestemarkedene. Hvis krisen først kommer, er det viktig for en økonomi å være omstillingsdyktig og ha tilstrekkelig fleksibilitet i arbeidsmarkeder mv., slik at den raskt tilpasser seg de nye omstendighetene. Over tid har norsk økonomi vist seg relativt godt stand til å gjøre slike tilpasninger. Utover de fordelene det har ved kraftige tilbakeslag, er dette sentralt for å sikre høy økonomisk vekst over tid. God omstillingsevne og gunstige ytre forhold, som oljeprisutviklingen, er viktige for å forklare at norsk økonomi de siste tyve årene har prestert klart bedre enn OECD-gjennomsnittet, både når det gjelder økonomisk vekst og når det gjelder evnen til å holde et lavt nivå på arbeidsledigheten over tid.

Erfaringer fra de siste årene viser at finanskriser sprer seg raskt mellom både land og regioner som følge av svært integrerte finansmarkeder internasjonalt. For enkeltland er det da viktig å ha et rammeverk for den økonomiske politikken som begrenser de realøkonomiske konsekvensene.

Det er flere lærdommer man kan trekke fra den siste finanskrisen i denne sammenhengen, både når det gjelder opphavet til krisen og til håndteringen av den da den brøt ut. Det er bred enighet om at den lange perioden med svært lave styringsrenter flere steder medvirket til oppbyggingen av finansielle ubalanser både i enkeltland og i verdensøkonomien i årene forut for krisen, jf. nærmere omtale i kapittel 5. Videre hadde de fleste OECD-land til dels betydelige strukturelle

budsjettunderskudd og et høyt offentlig gjeldsnivå ved inngangen til krisen, noe som begrenset rommet for å dempe de realøkonomiske utslagene da finanskrisen var et faktum. Også skattepolitikken kan ha betydning for oppbygging av finansielle ubalanser. Sysselsettings- og inntektspolitikken og det sosiale sikkerhetsnettet har betydning for hvordan økonomiske sjokk slår ut i arbeidsmarkedet og i hvilken grad usikkerhet slår ut i lavere etterspørsel og aktivitet i økonomien.

I dette kapitlet drøftes noen lærdommer fra denne og tidligere finanskriser for den økonomiske politikken, etterfulgt av utvalgets anbefalinger på området.

12.2 Lærdommer fra finanskrisen

12.2.1 Stabiliseringspolitikken

Et viktig mål i den økonomiske politikken er å legge til rette for en stabil økonomisk utvikling. Dette gjøres først og fremst ved å bruke finans- og pengepolitikken til å påvirke samlet etterspørsel i økonomien.

I de to tiårene fram mot finanskrisens utbrudd var det en sterk tendens internasjonalt til at pengepolitikken ble tillagt hovedansvaret i stabiliseringspolitikken, selv om denne tendensen nok var sterkere i litteraturen enn i den faktiske utøvelsen av politikken.¹ Den rådende tanken var at pengepolitikken ved hjelp av rentesettingen skulle levere lav og stabil inflasjon i økonomien, og dette ville også dempe svingningene i produksjon og sysselsetting. Samtidig skulle finanspolitikken la de automatiske stabilisatorene få virke, men utover dette stort sett forholdes passiv og heller konsentreres om å sikre langsiktig bærekraft i offentlige finanser.

I Norge er ansvaret for stabilisering delt mellom finans- og pengepolitikken i henhold til retningslinjene for den økonomiske politikken som

¹ Se f.eks. Auerbach (2002), Cotis (2004) og Blanchard, Dell'Ariccia og Mauro (2010).

ble lagt fram i St. meld. 29 (2000–2001). Retningslinjene innebærer at finanspolitikken skal føres i tråd med den såkalte handlingsregelen. Denne regelen innebærer at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Den forventede realavkastningen er anslått til 4 pst. Retningslinjene åpner for at budsjettpolitikken kan benyttes til å stabilisere produksjon og sysselsetting. I perioder med høy eller raskt stigende ledighet kan en bruke mer enn forventet realavkastning for å stimulere produksjon og sysselsetting, slik en gjorde under tilbakeslaget tidlig på 2000-tallet og i 2009 og 2010. Motsatt innebærer retningslinjene at det vil være et behov for å bruke mindre enn forventet avkastning i perioder med høy aktivitet i økonomien og knapphet på ledige ressurser, slik en gjorde i årene 2006–2008. Samtidig med innføringen av handlingsregelen ble det innført nye retningslinjer med fleksibel inflasjonsstyring i pengepolitikken, i likhet med det som nå praktiseres i de aller fleste andre industrialiserte land². Ifølge forskrift om pengepolitikken skal Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon, definert som en årsvekst i konsumprisene nær 2,5 pst. Av forskriften følger det videre at pengepolitikken skal bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Finanskrisen har reist flere spørsmål internasjonalt rundt stabiliseringspolitikken, både når det gjelder virkemiddelbruken og rollefordelingen. Krisen har minnet oss på at myndighetene i den stabiliseringspolitiske utøvelsen, i tillegg til å se på endringer i størrelser som BNP, sysselsetting, priser og budsjettbalanse, også må legge vekt på utviklingen i sentrale beholdningsstørrelser, som privat sektors gjeld, offentlig gjeld, utenlandsgjeld samt aktivaverdier som aksjer, eiendom og råvarer. Videre reiser finanskrisen spørsmål om hvilke ambisjoner man realistisk sett kan ha i stabiliseringspolitikken. Jo høyere ambisjonsnivå, jo sikrere må man være om økonomiens tilstand og utvikling framover. Videre krever et høyt ambisjonsnivå at man er relativt sikker på når og hvor kraftig stabiliseringspolitiske tiltak gjennom finans- og pengepolitikken påvirker økonomien. Erfaringene fra finanskrisen og tidligere tilbakeslag viser at vår evne til å fastslå hvor økonomien befinner seg, hvor den skal videre og dens nøyaktige virkemåte er begrenset. En lærdom fra den internasjonale finanskrisen kan dermed være at

² Et sjeldent unntak er Danmark som har fast valutakurs mot euro.

man generelt bør være forsiktige med ambisjoner om finstyring i stabiliseringspolitikken og at innsatsen bør konsentreres om å beskytte økonomien mot særlig kraftige tilbakeslag.

12.2.2 Nærmere om pengepolitikken

I årene forut for finanskrisen var det en tendens internasjonalt til at pengepolitikken ble ført ut fra prinsippet om at stabilisering av inflasjonen var det beste pengepolitikken kunne gjøre for å skape jevn økonomisk vekst og velferd. Samtidig ble det også hevdet at stabil inflasjon ville redusere risiko-premier og bidra til finansiell stabilitet.³

Sentralbankene verden over lyktes i å holde konsumprisveksten lav og stabil i tiåret fram til finanskrisen, men en sentral lærdom er at dette ikke er tilstrekkelig for å sikre stabilitet, verken finansielt eller realøkonomisk. I ettertid var det åpenbart at det bygget seg opp betydelige ubalanser internasjonalt, bl.a. i form av oppbygging av gjeld og sterk vekst i formuespriser. Finanskrisen har videre vist at oppbygging av slike ubalanser potensielt har betydelige, negative realøkonomiske konsekvenser.

Langvarig lave renter kan bidra til ubalanser

Den lange perioden med svært lave styringsrenter internasjonalt var en medvirkende årsak til den kraftige veksten i gjeld og formuespriser i forkant av den internasjonale finanskrisen, selv om den neppe var noen hovedårsak. Ifølge IMF er den empiriske sammenhengen mellom pengepolitikken og formuespriser, som f.eks. boligpriser, relativt svak for de fleste land.⁴ Dette kan bl.a. tilskrives at i mange land er en stor andel av lån til bl.a. boliglån med fast rente. I land med utstrakt bruk av lange fastrenter vil lave styringsrenter, selv i perioder på noen år, gi relativt begrensede utslag selv i rentene på nye boliglån. Dermed vil lav styringsrente i seg selv gi begrensede utslag i gjeldsoppbygging og formuespriser. Gjennom andre kanaler, som utvikling av nye produkter, kan likevel svært lave renter over noe tid gi opphav til sterk gjeldsoppbygging. Det kan derfor uansett være grunn for sentralbanker til å være særlig på vakt for tegn til gjeldsoppbygging i perioder med lave renter.

³ Jf. IMF (2009b).

⁴ IMF (2009b) illustrerer dette både når pengepolitikken illustreres med reell styringsrente (deflatert med KPI) og faktisk styringsrente i forhold til hva en enkel politikregel ville tilsi.

I Norge kan utfordringen knyttet til lave styringsrenter være større enn ellers. Boliglån gis i all hovedsak med flytende rente, og det ser i hovedsak ut til å være den flytende renten som har betydning for boligprisutviklingen, jf. nærmere omtale i kapittel 13. Dette trekker isolert sett i retning av at perioder med lav styringsrente vil kunne gi større utslag i boligpriser og gjeld enn i andre land. Selv om det kan være gunstig at renteendringer slår raskt ut i aktivitet og sysselsetting når sentralbanken ønsker å dempe eller stimulere etterspørselsveksten, vil det også lettere kunne oppstå situasjoner der det er vanskelig å finne ett rentenivå som både er tilpasset husholdningssektoren og næringslivet⁵.

Den langvarige lavrenteperioden reiser også spørsmål knyttet til hvilke mål på konsumprisen som gir et godt bilde av den underliggende inflasjonen i økonomien. Lavrenteperioden ble i stor grad begrunnet med frykt for deflasjon i flere vestlige økonomier. Målt ved tradisjonelle mål på underliggende prisvekst, f.eks. konsumpriser utenom energivarer eller konsumpriser utenom energi- og matvarer, var også prisveksten lav, både under lavrenteperioden og årene rett etter. Det kan imidlertid argumenteres for at disse målene kun tok med seg den ene siden av virkningene av den økte integrasjonen av verdenshandelen i perioden. Målene fanget opp at billige importerte konsumvarer fra Kina og andre framvoksende økonomier trakk konsumprisveksten ned, men fanget ikke opp at den sterke veksten i de framvoksende økonomiene samtidig medvirket til svært høy vekst i priser på energi, matvarer og andre råvarer. For stor vektlegging av disse enkle målene på underliggende prisvekst kan ha medvirket til at rentene ble holdt for lavt for lenge. Særlig kan dette gjelde USA der den samlede konsumprisveksten ble liggende relativt høyt utover i lavrenteperioden. I Norge var derimot også den samlede konsumprisveksten relativt lav gjennom lavrenteperioden. Erfaringene fra denne perioden understreker at det på forhånd er svært vanskelig å komme opp med ett enkelt mål på den underlig-

gende prisveksten, og etter hvert har det også blitt mer vanlig å bruke et bredt sett med indikatorer for å vurdere den underliggende prisveksten.⁶

Fleksibel inflasjonsstyring og stabiliserende pengepolitikk

Samlet sett har fleksibel inflasjonsstyring vært et effektivt pengepolitisk regime for å dempe de realøkonomiske konsekvensene av den internasjonale finanskrisen. I møte med sterkt svekkede utsikter for økonomisk vekst og inflasjon satte sentralbankene i Norge og andre land raskt rentene kraftig ned, noe som bidro til å dempe nedgangen i realøkonomien.

Slik sett er kontrasten stor til situasjonen under den norske bankkrisen på 1990-tallet. Da ble rentenivået i Norge holdt høyt for å bidra til en stabil valutakurs. Ettersom den norske kronen svekket seg betydelig gjennom høsten 2008, ville et tilsvarende pengepolitisk regime som den gang kunne ha trukket i retning av at sentralbanken ville ha økt renten sammenliknet med andre land for å stabilisere valutakursen.

Norges Bank satte ned renten i om lag samme tempo og i samme omfang som ellers i Europa, jf. figur 7.5 i kapittel 7. Rentenedsettelsene i Norge virket imidlertid trolig både raskere og kraftigere enn i andre land som følge av høy gjeldsbelastning og utstrakt bruk av flytende renter, jf. nærmere omtale i kapittel 7. Slik sett var den høye andelen flytende rente blant norske husholdninger en fordel da det var behov for raske og betydelige stimulanter fra pengepolitikken.

Vurderingene fra Norges Bank Watch, IMF og OECD om Norges Banks utøvelse av pengepolitikken i kjølvannet av finanskrisen er i all hovedsak positive.

Lave inflasjonsmål kan begrense muligheten for å stimulere økonomien

Da finanskrisen slo ut for fullt høsten 2008 reduserte sentralbankene i de fleste industrilandene styringsrenten raskt til nær null. Dette ga viktige stimulanter til svekkede økonomien, men samtidig ble rommet for videre rentenedsettelse raskt uttømt.⁷ Manglende mulighet til å sette styringsrentene ytterligere ned var trolig en hovedårsak

⁵ Dette kan illustreres ved følgende sitat fra Norges Bank (2009) «Renten er lav. Det har gitt ny vekst i husholdningenes forbruk. Samtidig stiger boligprisene. Over tid kan husholdningenes låneopptak igjen øke mye og sparingen falle. Lav produktivitet, økte kostnader for næringslivet, vekst i husholdningenes etterspørsel og høyere kapasitetsutnyttning kan føre til at inflasjonen etter hvert blir for høy. Det trekker i retning av at renten bør settes opp. På den annen side kan en markert renteøkning i Norge og høyere rentedifferanse mot utlandet gi risiko for at kronen blir sterkere enn anslått slik at inflasjonen blir for lav. Det trekker i retning av at renten ikke bør settes opp for raskt.»

⁶ Se f.eks. Gjedrem (2006).

⁷ Selv om null er ikke noe absolutt nedre grense for renten, bl.a. var renten på innskudd over natten i Sveriges Riksbank i perioden sommeren 2009 til høsten 2010 -0,25 pst., er det vanskelig å tenke seg at renten over tid kan ligge vesentlig under null.

til at en rekke sentralbanker satte i gang programmer for å stimulere økonomien gjennom kjøp av rentepapirer i markedene, såkalte kvantitative lettelse.

Enkelte har i denne forbindelse tatt opp problemstillingen om hvorvidt lave inflasjonsmål i for stor grad begrenser sentralbankenes mulighet til å motvirke kraftige tilbakeslag.⁸ Dersom inflasjonsmålene, og dermed over tid de nominelle rentene, i utgangspunktet hadde vært høyere, ville sentralbankene kunne gjennomført større rentenedsettelse før de nådde gulvet. Da ville behovet for ekspansiv finanspolitikk og mer utradisjonelle pengepolitiske virkemidler som såkalte kvantitative lettelse også blitt mindre. Det er imidlertid flere innvendinger mot et slikt forslag. For det første må en eventuell gevinst av økt handlingsrom i stabiliseringspolitikken veies opp mot kostnadene ved økt inflasjon over tid. Videre må det tas hensyn til at en endring av et inflasjonsmål i seg selv kan ha en betydelig kostnad. En endring kan redusere troverdigheten til målet. Dette vil kunne gi større usikkerhet om framtidig inflasjon. Uten solid forankrede inflasjonsforventninger vil pengepolitikkenes muligheter til å stabilisere realøkonomien bli betydelig mindre.

For Norges del kan problematikken knyttet til et for lavt inflasjonsmål være mindre enn for mange andre land. Det skyldes at lavere styringsrenter slår kraftigere og raskere ut i husholdningenes inntekter og dermed deres etterspørsel, jf. nærmere omtale over. Videre er inflasjonsmålet i Norge noe høyere enn i de fleste andre vestlige land.

12.2.3 Nærmere om finans- og skattepolitikken

Finanspolitikken har en stabiliseringspolitisk rolle ved tilbakeslag

Finanskrisen har vist at finanspolitikken fortsatt har en sentral rolle i stabiliseringspolitikken. Betydelige automatiske stabilisatorer bidrar til økonomisk stabilitet og demper andrerundevirkningene av bl.a. finanskriser. Videre er diskresjonære finanspolitiske tiltak virkningsfulle ved store negative sjokk. Dette gjelder særlig i situasjoner der problemer i kredittmarkedene gjør at virkningen av rentenedsettelse kan være svakere og mer usikker en normalt.

Det er imidlertid også viktig å være klar over at det er en del utfordringer knyttet til bruk av

finanspolitikk i stabiliseringspolitikken.⁹ Det kan ta tid fra økonomien snur til man får iverksatt effektive finanspolitiske tiltak. Videre kan det være mer utfordrende å stramme inn enn å stimulere, slik at stabiliseringspolitikken i seg selv leder til høyere offentlige utgifter over tid. Det kan også være en utfordring å sikre at slike diskresjonære tiltak ikke hindrer nødvendige omstillinger i økonomien.

Norge brukte finanspolitikken raskt og aktivt under krisen, jf. nærmere omtale i kapittel 7. Den finanspolitiske tiltakspakken som regjeringen la fram i januar 2009 var basert på at den skulle være målrettet og midlertidig. Hovedvekten av pakken ble lagt på statsbudsjettets utgiftsside og på tiltak som raskt ville kunne gjennomføres i de områdene av økonomien som var hardest rammet av tilbakeslaget.

Både OECD og IMF har vurdert den norske finanspolitiske responsen høsten 2008 og vinteren 2009 som vellykket. IMF's styre har bl.a. uttalt at det «considered the large fiscal stimulus implemented in 2009 timely and well designed»,¹⁰ mens OECD om norsk økonomi har skrevet at «The economy's resilience can partly be ascribed to the strong policy response».¹¹ Både OECD og IMF er imidlertid mer kritiske til at de midlertidige tiltakene fra statsbudsjettet for 2009 ble erstattet med mer permanente tiltak i 2010-budsjettet.

Norge har relativt kraftige automatiske stabilisatorer, og dette bidro til å dempe det økonomiske tilbakeslaget i Norge, jf. nærmere omtale i kapittel 7. Skatte- og avgiftssystemet utgjør den største delen av de automatiske stabilisatorene, men også regelbaserte utgiftsordninger som arbeidsledighetstrygd bidrar. Norge har i internasjonal sammenheng et skattesystem som fungerer godt ved svingninger i konjunktorene. Skattegrunnlagene samsvarer forholdsvis godt med reelle verdier og fanger dermed opp endring i forbruk, inntekt og overskudd.

De relativt store automatiske stabilisatorene reflekterer også at Norge har et godt utbygd sosialt sikkerhetsnett. Sammenliknet med innbyggere i andre land er norske arbeidstakere bl.a. godt sikret mot inntektsbortfall som følge av tap av arbeid.¹² De sjenerøse inntektssikringsordningene kan ha bidratt til at tilbakeslaget ble relativt mildt i Norge:

⁹ Se f.eks. Auerbach (2002).

¹⁰ IMF (2010c).

¹¹ OECD (2010).

¹² Se f.eks. tabell 1.6 i OECD (2009b).

⁸ Se f.eks. Blanchard, Dell'Ariccia og Mauro (2010).

- For det første kan gode inntektssikringsordninger bidra til at svekkede utsikter og usikkerhet om den økonomiske utviklingen i mindre grad slår ut i lavere etterspørsel, jf. nærmere omtale i kapittel 7.
- I tillegg demper ordningene tilbakeslaget når det først har kommet ettersom mindre inntektstap ved økt arbeidsledighet gir mindre innstramming i forbruk og dermed mindre ringvirkninger i økonomien.

Aktiv bruk av finanspolitikken krever solide offentlige finanser

Både i denne og i tidligere finanskriser og andre kraftige konjunkturtilbakeslag har offentlige underskudd og gjeld økt raskt. Den viktigste årsaken til dette er som regel fallende skatteinntekter som følge av lavere økonomisk aktivitet. Utgifter til diskresjonære finanspolitiske tiltak og tiltak rettet mot finansmarkedene utgjør som regel en langt mindre del av svekkelsen.

Ifølge anslag fra OECD vil offentlig gjeld som andel av BNP i OECD-landene øke fra drøyt 70 pst. i 2007 til drøyt 100 pst. i 2011. Den kraftige økningen i gjelden illustrerer at aktiv bruk av finanspolitikken krever solide offentlige finanser og at det etableres solide finansielle buffere i gode tider. Hvis ikke er det en fare for at for kraftig gjeldsoppbygging fører til at man må stramme inn i finanspolitikken mens arbeidsledigheten er høy og økende. Dette ser man nå i store deler av Europa, jf. nærmere omtale i kapittel 3. Videre vil kraftig gjeldsoppbygging kunne gjøre at stimulanter gjennom finanspolitikken i økende grad blir motsvart av økt sparing i husholdningssektoren ettersom aktørenes tillit til den økonomiske politikken blir mindre. For eksempel viser Berben og Brosen (2007) at nivået på offentlig gjeld ikke har betydning for husholdningenes etterspørsel i land med lav statsgjeld, mens det i land med høy statsgjeld har en klar negativ effekt¹³.

Generelt vil økte offentlige utgifter gi raskere og sterkere utslag i både aktivitet, sysselsetting og arbeidsledighet enn skattelette når det er ledig produksjonskapasitet i økonomien.¹⁴ Å øke offentlig sysselsetting gir de kraftigste virkningene, men dette er også et tiltak som er vanskeligere å

reversere fra ett år til det neste enn f.eks. økte vedlikeholdsinvesteringer, økte offentlige produktkjøp eller skatte- og avgiftslette.

Samlet sett bør diskresjonære finanspolitiske tiltak være tiltak som virker raskt på økonomien og som er midlertidige. Videre er det ønskelig at de er rettet inn mot de delene av økonomien som har behov for en midlertidig stimulans, men ikke på slik måte at de hindrer nødvendige omstillinger i økonomien.

Skattemessig behandling av gjeld og egenkapital

Et skattesystem som favoriserer gjeldsfinansiering av virksomheter framfor egenkapitalfinansiering er uheldig fordi det vrir bedriftenes finansieringssammensetning. Økt bruk av gjeldsfinansiering vil bl.a. lede til at selskapene blir mindre robuste.

Mange land skatlegger (usikre) gevinster gunstigere enn løpende (sikre) inntekter, herunder renter. En slik skjevhet i skatleggingen kan gi insentiver til å basere seg på finansielle produkter med stort innslag av usikker avkastning. Det har vært pekt på at dette i enkelte land kan ha bidratt til å øke risikotakingen og sånn sett forsterket den uheldige utviklingen som ledet til finanskrisen.¹⁵ Den tilnærmede nøytraliteten som kjennetegner det norske skattesystemet har trolig begrenset dette eventuelle problemet i Norge.

Den norske kapitalbeskatningen er utformet for å oppnå størst mulig grad av nøytralitet mellom gjeldsfinansiering og egenkapitalfinansiering. Utgangspunktet er at alle netto kapitalinntekter, både innenfor og utenfor selskapssektoren, skatlegges med 28 pst., at grunnlaget tilsvarende økonomiske realiteter og at inntekter og utgifter behandles symmetrisk. Symmetrien innebærer at rentekostnader er fradragsberettiget i selskapskatten, mens renteinntekter er skattepliktig med samme sats hos mottaker dersom dette er en norsk skattyter. Avkastningen på egenkapitalen er ikke fradragsberettiget, men symmetrien søkes oppnådd ved at normalavkastningen på egenkapitalen etter selskapskatt er skattefri på aksjonærens hånd.

I kjølvannet av finanskrisen har det har vært diskutert om skattefavoriseringen av bolig har bidratt til økt gjeldsvekst og finansiell sårbarhet for husholdningene i Norge. Problemstillinger knyttet til boligbeskatning og finansiell stabilitet er nærmere omtalt i kapittel 13.

¹³ I undersøkelsen på OECD-land i perioden 1983-2003 er lav gjeld definert som at offentlig gjeld er under 55 pst. av BNP, mens høy gjeld er definert som offentlig gjeld over 75 pst. av BNP.

¹⁴ Se Eika og Prestmo (2009) for modellberegninger av virkninger av ulike finanspolitiske tiltak.

¹⁵ Se f.eks. Lloyd (2009).

Forvaltningen av statens fordringer og gjeld påvirker handlefriheten

Den norske statens finansielle situasjon svekket seg under finanskrisen. Svekkelsen skjedde gjennom de samme kanaler som i andre land, bl.a. gjennom redusert skatteinntang og økte utgifter til arbeidsledighetstrygd som følge av svakere økonomisk aktivitet. I Norge opplevde man i tillegg en vesentlig nedgang i petroleumsinntektene og et betydelig fall i verdien av Statens pensjonsfond. Mens en stor offentlig sektor generelt krever solide offentlige finanser for å motstå realøkonomiske sjokk, gjør Norges eksponering overfor utviklingen i internasjonale energipriser og finansmarkeder at man må ha en bredere tilnærming til risikostyring av statsfinansene enn mange andre land.

Strategien hvor redusert petroleumsformue (gjennom utvinning av olje og gass) erstattes av en økende finansformue (gjennom plassering i Statens pensjonsfond utland) gjør at statens samlede formue over tid oppnår en bedre risikospredning. Utviklingen over tid i retning av mer likvide aktiva med hyppigere prising bidrar samtidig til at formuesverdien og dens endringer blir stadig mer synlige, samtidig som det dreier seg om stadig større nominelle beløp. En solid forankring av prinsippene for investeringsvirksomheten er dermed nødvendig for at man under skiftende markedsforhold skal klare å holde fast ved en langsiktig forvaltningsstrategi tilpasset fondets formål.

I tillegg til at finanskrisen brakte med seg store utslag i verdsettingen av finansaktiva, var det også store endringer i aktivaenes omsettelighet. For en investor med lang investeringshorisont og lite behov for tilgang til likvide midler er ikke dette nødvendigvis et stort problem. Under kriser kan langsiktige investorer i stedet dra nytte av økte risikopremier, og samtidig bidra til mer velfungerende markeder.

Finanskrisen brakte ikke bare med seg nye erfaringer om markedsrisiko og likviditet, men også ulike lærdommer rundt den operative forvaltningen og risikostyringen. Videre fikk man aktualisert viktigheten av at institusjonelle eiere utøver sin eierskapsrolle konstruktivt og bidrar til et disiplinierende press på selskapers styre og administrasjon.

Mange av erfaringene man kan trekke for forvaltningen av statens fordringer har sin parallell for forvaltningen av statens gjeld. Selv om Norge ikke har mye utestående gjeld, er statsgjeldmarkedet viktig for staten og private investorer. Når staten som ledd i håndteringen av finanskrisen

hadde behov for å utstede store mengder statspapiere, var det en fordel at det allerede eksisterte et relativt velfungerende marked i statspapiere. En lærdom utstedere har trukket mer generelt, er viktigheten av en jevn forfallsstruktur med tilstrekkelig lang gjennomsnittlig løpetid, som gjør en mindre sårbar overfor risikoen for å måtte refinansiere under ugunstige markedsforhold.

12.2.4 Inntektspolitikken

Det norske arbeidsmarkedet er kjennetegnet av sterke parter både på arbeidsgiver- og arbeidstakersiden, høy organisasjonsgrad, høy avtaledeking, relativt sterkt koordinert og sentralisert lønnsdannelse og et formalisert trepartssamarbeid mellom organisasjonene og staten. Videre gir et omfattende sosialt sikkerhetsnett økonomisk trygghet for arbeidstakerne og kan legge dermed grunnlag for en fleksibel og omstillingsdyktig økonomi. En koordinert lønnsdannelse har bidratt til en jevn inntektsfordeling. Det norske systemet for inntektspolitikken har over tid falt sammen med et av de laveste nivåene på arbeidsledighet i Europa.

Over tid har land med relativt høy grad av koordinering i lønnsdannelsen, som Norge, og land med svært desentralisert lønnsdannelse, som USA, hatt klart lavere arbeidsledighet enn land der lønnsdannelsen har vært preget av en mellomløsning, som f.eks. Tyskland. Det at disse systemene over tid har gitt lavere ledighet har også trolig reflektert at de har bidratt til at økonomiene har vært mer omstillings- og motstandsdyktige i møte med realøkonomiske sjokk.

Det er foreløpig for tidlig å si om dette har vært tilfellet under den internasjonale finanskrisen, særlig hva gjelder resultatene for økonomier med svært desentralisert lønnsdannelse og liten koordinering. For eksempel har arbeidsledigheten, og også langtidsledigheten, økt klart mer i USA enn i Tyskland, selv om nedgangen i BNP har vært større i Tyskland. Dette må ses i sammenheng med at redusert arbeidstid har gitt mindre nedgang i personsysselsettingen i Tyskland. En kan imidlertid ikke utelukke at det delvis også kan reflektere at man i USA raskere har tatt nødvendige omstillinger som følger av krisen, og at man derfor kan vente seg en relativt bedre utvikling i arbeidsmarkedet i USA framover enn i Tyskland.

Videre kan det være en lærdom fra tidligere kriser at land med bredt samarbeid mellom myndighetene og partene i arbeidslivet lettere kan skape bred samfunnsmessig aksept for nødven-

dige reformer dersom et land har havnet i en krise. Dette så en bl.a. i flere av de nordiske landene på begynnelsen av 1990-tallet.

12.3 Utvalgets forslag

12.3.1 Pengepolitikken

Rammeverket for pengepolitikken i Norge ga etter utvalgets vurdering et godt utgangspunkt for å stabilisere økonomien under finanskrisen, og utvalget finner heller ikke andre lærdommer fra finanskrisen som tilsier endringer i rammeverket for pengepolitikken i Norge.

Finanskrisen tydeliggjorde imidlertid en del viktige forhold for utøvelsen av pengepolitikken. Regimer der pengepolitikken skal være framoverskuende, som i fleksibel inflasjonsstyring, stiller store krav både til økonomiske prognoser og til vurdering av hvordan pengepolitiske tiltak påvirker økonomien. Dette understreker viktigheten av at sentralbanken kontinuerlig arbeider for å videreutvikle forståelsen av norsk og internasjonal økonomi og for hvordan pengepolitikken påvirker økonomien.

Det har lenge vært en debatt om hvorvidt pengepolitikken skal forsøke å dempe, eller til og med punktere, finansielle bobler som er under oppbygging eller om den skal vente til boblene ev. sprekker og deretter forsøke å minimere de realøkonomiske konsekvensene.

Forut for finanskrisen argumenterte bl.a. den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, for at sentralbanker ikke burde forsøke å dempe bobler under oppbygging, men heller dempe utslagene når boblen brister.¹⁶ Argumentasjonen gikk dels på at bobler er vanskelige å identifisere før de brister, at det uansett kan være vanskelig å deflatere bobler man har identifisert uten å gjøre større skade enn gagn, men også og at aktivobler sjelden har store realøkonomiske konsekvenser. Andre sentralbanker, som Bank of England, argumenterte for at man kunne bruke lenger tid på å nå inflasjonsmålet dersom det var bobletendenser i aktivamarkeder, men ingen sentralbanker forsøkte aktivt å dempe utslag i aktivapriser (utenom valutakurser).

¹⁶ Se f.eks. Greenspan (2004). Denne taktikken med å senke styringsrenten og tilføre likviditet når aktivamarkedene faller, også kalt «the Greenspan put», har blitt kritisert for at den har forsterket bobletendenser ettersom aktørene vet at sentralbanken kommer til unnsetning dersom markedene faller, se f.eks. artikkelen «Greenspan put may be encouraging complacency» i Financial Times 8. desember 2000.

Det er ikke åpenbart hvordan man i praksis bør ta hensyn til formuespriser og gjeldsoppbygging i rentesettingen. Enkelte argumenterer for at renten bør holdes høyere enn det inflasjonsstyring isolert sett skulle tilsi i perioder med høy kredittvekst.¹⁷ Andre argumenterer for at styringsrenten er lite egnet til å ivareta disse hensynene.¹⁸ Mens det er uenighet om bruken av renten vil kunne være et egnet virkemiddel for å dempe oppbygging av finansielle ubalanser, ser det ut til å være større enighet om behov for makrotilsyn og makrotiltak, jf. nærmere omtale i kapittel 19.

Etter utvalgets vurdering er finanskrisen en påminnelse av viktigheten av at Norges Bank tar tilstrekkelig hensyn til utviklingen i formuespriser og gjeld i rentesettingen og i utarbeidingen av rentebaner. Som nevnt kan det store innslaget av flytende renter og høy gjeldsbelastning i Norge gjøre dette til en viktigere problemstilling her enn i mange andre land. Norges Bank tar i dag slike hensyn. I bankens kriterier for en god rentebane står det bl.a. følgende:¹⁹

«I avveieningen [mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen] tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon.»

Videre skriver banken i en nylig pengepolitisk rapport bl.a. følgende:²⁰

«Styringsrenten i Norge har vært lav nokså lenge. Hensynet til å gardere mot finansielle ubalanser som kan utløse brå og store fall i produksjonen og i inflasjonen et stykke fram i tid, taler for at renten ikke holdes lav for lenge.»

Utvalget understreker viktigheten av at sentralbanken fortsetter å ta tilstrekkelig hensyn til utvikling i formuespriser og gjeld framover. Samtidig erkjenner utvalget at det er begrenset hvor mange oppgaver som kan oppfylles av én enkelt politikkv variabel som styringsrenten. Dette understreker behovet for makrotiltak.

12.3.2 Finanspolitikken

Rammeverket for finanspolitikken i Norge ga etter utvalgets vurdering et godt utgangspunkt for å

¹⁷ Se f.eks. White (2009).

¹⁸ Se f.eks. Blanchard, Dell'Ariccia og Mauro (2010).

¹⁹ Se Norges Bank (2010b).

²⁰ Se Norges Bank (2010c).

stabilisere økonomien under finanskrisen, og utvalget finner heller ikke andre lærdommer fra finanskrisen som tilsier endringer i rammeverket for finanspolitikken i Norge.

Samtidig vil utvalget peke på at jo større ambisjoner man har for finanspolitikken i stabiliseringspolitikken, enten gjennom kraftige automatiske stabilisatorer eller gjennom betydelige diskresjonære stimulanser, jo større buffere bør man ha. Videre bør land med konjunkturavhengige ressursinntekter, som Norge, ha særlig store buffere ettersom inntektene kan falle svært kraftig ved et internasjonalt tilbakeslag. Det at Norge både har relativt store automatiske stabilisatorer og store konjunkturavhengige ressursinntekter fra petroleumsvirksomheten trekker i retning av at Norge bør ha særlig store finansielle buffere for å møte økonomiske tilbakeslag. I tillegg er det viktig at offentlig sektors gjeld og fordringer er satt sammen på en slik måte at man får tilgang til de midlene man trenger. Blant annet er det viktig å ha en tilstrekkelig lang og diversifisert forfallsstruktur på statsgjelden, og for Norges del er det viktig at Statens pensjonsfond utland inneholder en tilstrekkelig mengde likvide aktiva.²¹

Utvalget registrerer videre at institusjoner som OECD og IMF anbefaler at man raskt strammer inn igjen i finanspolitikken etter hvert som den økonomiske utviklingen bedrer seg. Institu-

sjonene legger i sin argumentasjon både vekt på hensynet til langsiktig opprettholdbarhet i offentlige finanser og på at en slik politikk vil gi handlingsrom i finanspolitikken dersom Norge om noen år på nytt skulle bli rammet av et konjunkturtilbakeslag. Videre vil dette dempe belastningen på pengepolitikken gjennom å redusere behovet for særnorske renteøkninger. I en situasjon der kostnadsnivået i de utekonkurrerende næringene er høyt, vil særnorske renteøkninger og faren for en tilhørende styrking av kronkursen være særlig uheldig. Utvalget deler disse vurderingene.

Etter utvalgets vurdering viser erfaringene fra finanskrisen tydelig viktigheten av at finanspolitisk handlingsrom og tillit til statsfinansene bygges opp i gode tider. Utvalget støtter derfor anbefalingene fra bl.a. OECD og IMF om at man etter hvert som den økonomiske utviklingen bedrer seg bygger opp handlingsrom i finanspolitikken til å stå tilstrekkelig godt rustet til å møte neste tilbakeslag.

12.3.3 Inntektspolitikken

Det inntektspolitiske samarbeidet har over tid falt sammen med et velfungerende og omstillingsdyktig arbeidsmarked i Norge. I tillegg kan et slikt samarbeid gjøre det lettere å komme fram til nødvendige samfunnsendringer dersom et land har havnet i en krevende økonomisk situasjon. Utvalget vil på denne bakgrunn understreke viktigheten av at staten og partene i arbeidslivet fortsetter det brede inntektspolitiske samarbeidet i årene framover.

²¹ For øvrige vurderinger rundt lærdommer for Statens pensjonsfond, se Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 og St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008.

Kapittel 13

Prisbobler

13.1 Innledning

Aktivapriser, som aksje- og boligpriser, kan svinge mye over konjunktursyklusen. Historisk sett har finanskriser ofte vært kjennetegnet av en kraftig, og ofte i betydelig grad kredittrevet, oppgang i disse prisene forut for krisen, etterfulgt av et kraftig fall, jf. nærmere omtale i kapittel 3. Slik var det også i denne finanskrisen.

Tendensen til tidvis kraftige svingninger i aktivapriser kan bl.a. skyldes at tilbudet av aktivaene er gitt på kort sikt. Dermed vil bevegelser i etterspørselen gi lite utslag i volum og store utslag i pris. Også på mellomlang sikt endres tilbudet av mange aktivatyper, som f.eks. boliger, lite. Dette bidrar til at etterspørselsendringer også lett kan slå ut i langvarige prisendringer. Videre er aktivapriser særlig følsomme for forventninger ettersom verdien avhenger av forventninger til en framtidig kapitalstrøm knyttet til objektet. Endringer i forventninger vil dermed kunne gi markerte utslag i prisene. Også organiseringen av markedene, der kjøp og salg i stor grad går gjennom mellommenn som har en egeninteresse i å drive opp priser og omsetning, kan ha betydning for at aktivamarke-der ofte utviser kraftige og langvarige prissvingninger.

Dersom endringer i etterspørsel reflekterer utviklingen i såkalt fundamentale forhold, som en endring i det langsiktige rentenivået eller varig høyere produktivitet og lønninger, kan prissvingningene sies å være en rasjonell tilpasning til endrede rammebetingelser. Selv dersom tilpasningen er rasjonell, kan imidlertid svingningene ha betydelige negative konsekvenser.

Dersom svingningene reflekterer at prisene avviker vesentlig fra hva de fundamentale forholdene skulle tilsi, dvs. en situasjon der vi har en aktivaprisboble, er det større grunn til bekymring. En slik utvikling kan en f.eks. få i situasjoner der kraftig prisvekst i en periode gjør at aktørene forventer kraftig oppgang også framover. Handel basert på spekulasjon om framtidig prisvekst vil da i seg selv kunne virke ytterligere prisdrivende,

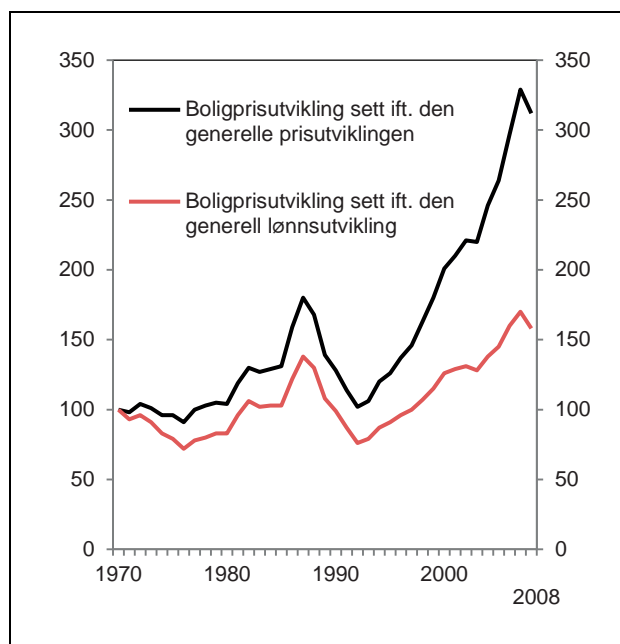
og prisene vil kunne øke langt over det prisnivået fundamentale forhold tilsier. Tilsvarende vil prisene i perioder med stor grad av pessimisme kunne bli liggende langt lavere enn det fundamentale forhold tilsier.

I praksis er det vanskelig å skille situasjoner der store aktivaprisøkninger skyldes en rasjonell tilpasning til ny informasjon og situasjoner der økningen kan tilskrives bobletendenser. Det man kaller bobler blir som oftest endelig identifisert etter at de har sprukket, prisene har falt markert og man i ettertid ser at det ikke var grunnlang for oppgangen. Mens prisene fortsatt øker, forklares ofte økningen av at det har skjedd varige og betydelige endringer i de underliggende faktorene som driver prisene.

Store svingninger i prisene kan i seg selv skape finansiell sårbarhet, f.eks. reduseres verdien av pant som stilles for lån når aktivaprisene faller. Dersom dette leder til krav om tilleggsikkerhet fra långiver, kan det igjen gi opphav til selvforsterkende effekter i fallende markeder. Slike svingninger har også betydelige fordelingsvirkninger. Med sterkt svingende boligpriser vil husholdningers økonomiske velstand også på sikt i stor grad påvirkes av hvorvidt boligprisene var høye eller lave i forhold til mer langsiktige normalnivåer da de gikk inn i boligmarkedet. Kraftige og langvarige prissvingninger kan gi opphav til betydelige feilinvesteringer (eller underinvesteringer) dersom investeringene er basert på priser som er langt unna det fundamentale forhold skulle tilsi.

De fleste aktivamarke-der ser ut til å være kjennetegnet av kraftige og langvarige svingninger i prisene. Særlig kraftige er svingningene i aksjekurser, mens svingninger i priser på f.eks. bolig og næringseiendom er noe mindre.¹ Historisk sett kan det se ut til at kraftige fall i boligprisene særlig ofte sammenfaller med kraftige realøkonomiske tilbakeslag, mens sammenhengen mellom kraftige fall i aksjemarkedene og realøkonomiske

¹ Se f.eks. Borio og Lowe (2002).



Figur 13.1 Boligprisutviklingen 1970–2008

Kilder: Norges Bank, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

tilbakeslag er mindre sterk.² Resten av dette kapitlet handler derfor først og fremst om boligmarkedet.

13.2 Generelt om bobler i boligmarkedet

Boligpriser, både i Norge og i andre land, har historisk vært preget av lange perioder med kraftig oppgang etterfulgt av perioder med betydelig nedgang, jf. figur 13.1. Dette er trekk som kan tyde på at markedene kan være utsatt for bobletendenser, der oppganger blir selvforsterkende og frikoplet fra hva man kan vente av prisene på lengre sikt. Det er imidlertid betydelig forskjell mellom land når det gjelder hvor mye boligprisene svinger. Historisk sett har svingningene i norske boligpriser vært om lag som gjennomsnittet i OECD-landene.³

Kraftige svingninger i boligprisene har historisk sett falt sammen med svingninger i aktivitet og sysselsetting. Selv om dette potensielt kunne skyldes at felles ytre faktorer påvirker både den økonomiske aktiviteten generelt og boligprisene, er det grunn til å tro at det er en mer direkte sam-

menheng. For eksempel finner Goodhart og Hofman (2008) at boligpriser og aktivitet gjensidig påvirker hverandre og at denne gjensidige påvirkningen nå er større enn forut for dereguleringen av kredittmarkedene på 1970- og 1980-tallet.⁴ Graden av slike samspillseffekter vil kunne avhenge av organiseringen av boligmarkedene, inkludert markedene for boligfinansiering. Særlig kan det være grunn til å tro at effektene vil være sterke i markeder der det er gode muligheter for husholdningene å kunne hente ut deler av gevinsten av prisvekst på egen bolig gjennom refinansiering og lignende.

Boligprisene kan påvirke aktiviteten i økonomien gjennom flere kanaler:

- Økte boligpriser gir økt lønnsomhet i boligbygging og vil dermed trekke i retning av økt byggeaktivitet.
- Husholdningenes mulighet for å stille sikkerhet for lån øker med boligprisene. Dermed vil økte boligpriser kunne gi økt tilgang på kreditt og økt låneopptak og etterspørsel for husholdningene. Denne effekten kan forsterkes av at framveksten av nye låneprodukter, som f.eks. rammelån, gjør det enklere for husholdningene å øke sin belåning med pant i boligen.
- Økte boligpriser kan også stimulere husholdningenes etterspørsel direkte, selv om husholdningene som sektor samlet ikke blir rikere av økte boligpriser.⁵ Dette kan bl.a. skyldes at økte boligpriser kan gi en «opplevelse» av rikdom. Dette kan gi en økning i husholdningenes etterspørsel, bl.a. gjennom redusert ønske om forsiktighetsmotivert sparing.

Videre vil aktiviteten i økonomien påvirke boligprisene, bl.a. gjennom at endringer i inntekt eller forventninger til framtidige endringer i inntekt vil påvirke husholdningenes etterspørsel etter boliger.

Sammenhengen mellom boligpriser, økonomisk aktivitet og tilgang på kapital innebærer at bobler i boligmarkedet kan ha betydelige samfunnsøkonomiske kostnader ettersom de i betydelig grad kan forårsake økt ustabilitet i økonomien. Derfor er det interessant å se hva som kan tenkes å påvirke muligheten for slike bobledannelser og

² Se f.eks. IMF (2003).

³ Se Catte, Girouard, Price og André (2004).

⁴ Undersøkelsen er basert på 17 industrialiserte land, deriblant Norge, i perioden 1970-2006.

⁵ Økningen i formuen som følge av prisøkningen vil definisjonsmessig motsvares av en tilsvarende økning i prisen på framtidig boligkonsum. Slik sett gir ikke økte boligpriser noen endring i husholdningenes samlede forbruksmuligheter. Unntaket er selvfølgelig dersom deler av boligformuen realiseres ved salg til utlendinger.

om det er tiltak myndighetene kan gjøre for å redusere faren for en slik utvikling.

Dersom boligmarkedene er preget av bobletendenser, innebærer det at boligprisene i lange perioder kan avvike betydelig fra det man kan forvente er et normalnivå. Dette reiser spørsmål om hvilke fundamentale forhold som bestemmer boligprisene og hva som er å betrakte som et normalnivå.

Boligprisene bestemmes av tilbudet av og etterspørselen etter boliger. På lang sikt bestemmes tilbudet av boliger i stor grad av byggekostnadene og reguleringsmessige forhold, som f.eks. tilgang på tomter. Etterspørselen etter boliger avhenger i hovedsak av inntekt, demografi, flyttestrømmer, brukerprisen på bolig og tilgang på finansiering. Brukerprisen avhenger av realrenten etter skatt, slitasje og av forventninger om framtidig boligprisutvikling.⁶ Reglene for skattlegging av bolig og boligjenester er også viktige faktorer som er med på å bestemme brukerprisen. På kort sikt vil også tilgangen på kreditt og bankenes utlånsvilje i vesentlig grad kunne påvirke bolig- etterspørselen.

Det at forventninger om framtidig boligprisutvikling inngår i brukerprisen på bolig gjør at forventninger om økte boligpriser framover lett vil resultere i sterk vekst i boligprisene i dag. Dersom disse forventningene er tilbakeskuende, dvs. at prisveksten man har sett de siste årene har stor betydning for hva man venter framover, og andre faktorer i liten grad virker i motsatt retning, vil forventninger i seg selv kunne skape langvarige og kraftige sykler i boligprisene. Motsatt vil et klart definert normalnivå på boligprisene på litt lengre sikt forankre forventningene og dermed begrense svingningene i boligprisene.

En utfordring er at det historisk sett har vært vanskelig å påvise noen slik klart definert likevektspris i boligmarkedet, eller noen faste langsiktige forhold mellom boligpriser og andre sentrale størrelser.

- Verken forholdet mellom boligpriser og konsumpriser eller boligpriser og lønn viser tydelige tegn til å være stasjonære, jf. figur 13.1. og 13.2. Det er imidlertid ikke åpenbart hvorfor det skulle være noe nær konstant forhold mellom boligpriser og konsumpriser og lønninger, selv om det vil være grenser for hvor mye boligprisene kan øke i forhold til lønningene.

- Heller ikke mellom boligpriser og byggekostnader ser det ut til å være noe tilnærmet konstant, langsiktig forhold. En årsak til dette er at tomteprisen er en viktig del av boligprisen. Selv om forholdet mellom den implisitte prisen på selve bygningen og byggekostnadene skulle utvikle seg parallelt, vil utviklingen i tomtekostnadene kunne bidra til at det ikke noen tilsvarende konstant sammenheng mellom boligprisen og byggekostnadene.
- Heller ikke forholdet mellom boligpriser og leiepriser ser ut til å være stabilt på lang sikt. Ut fra enkel teori skulle utviklingen i boligprisene og leieprisene på lang sikt ikke avvike for mye, med mindre avviket kan tilskrives endringer i f.eks. den langsiktige realrenten eller endringer i rammebetingelser som endrer den relative lønnsomheten mellom å eie og å leie. Dersom boligprisene over tid øker mer enn husleiene, skulle en tro at flere valgte å leie framfor å eie. Tilsvarende, dersom husleiene økte mer enn boligprisene skulle en tro at flere gikk over til å eie. En mulig forklaring på at forholdet mellom eie og leiepriser ikke er tilnærmet konstant over tid, kan ligge i at det norske utleiemarkedet er lite sammenliknet med det en ser i andre land. I tillegg utgjør utleie til slekt og venner og utleie fra det offentlige om lag halvparten av utleiemarkedet. En annen forklaring kan ligge i at det er mye gunstigere skattemessig å eie enn å leie bolig, en fordel som ble forsterket da fordelsbeskatningen av bolig ble fjernet helt i 2005.

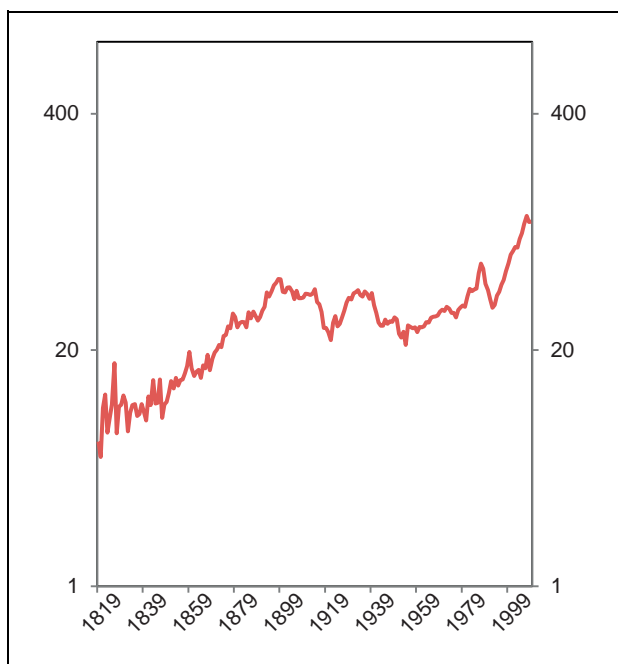
Ettersom det er få forhold som klart forankrer boligprisene, trekker det i retning av at boligpriser kan være særlig utsatte for langvarige, forventningsdrevne prissvingninger. Ettersom disse kan medføre betydelige kostnader er det viktig for myndighetene å se om det er forhold som kan dempe disse svingningene.

13.3 Lærdommer fra finanskrisen

13.3.1 Virkemidler for å dempe boligprissvingninger

Utover pengepolitikken, som er diskutert i kapittel 12, har myndighetene i hovedsak tre virkemidler for å påvirke svingningene i boligpriser og boligprisenes virkning på den økonomiske aktiviteten – skatt, regulering av bankenes utlån til bolig og regulering som påvirker tilgangen på tomter og tilbudet av boliger. Videre kommer eventuelle tiltak som påvirker hvorvidt hushold-

⁶ Se f.eks. s. 191–199 i Boug og Dyvi (2008) og Jacobsen og Naug (2004) for forsøk på økonometrisk modellering av boligmarkedet.



Figur 13.2 Boligpriser deflatert med KPI. 2000=100. Logaritmisk skala

Kilder: Norges Bank, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

ningene velger flytende eller fast rente på sine boliglån. Anvendelsen av slike virkemidler må selvfølgelig også vurderes opp mot konsekvensene for øvrige mål i boligpolitikken. Videre må det tas hensyn til at de aller fleste som kjøper bolig først og fremst gjør dette med sikte på å bo i boligen og i mindre grad gjennomfører kjøpet som en finansiell investering.

Skatter og avgifter

Skattleggingen av bolig og fast eiendom er gunstig i Norge sammenlignet med mange andre land, og bolig favoriseres som nevnt skattemessig sammenlignet med andre investeringer og det å leie bolig. Dette til tross for at boligkapitalen er lite mobil og derfor et egnet skatteobjekt.

Mens det virker åpenbart at den fordelaktige beskatningen av bolig i Norge bidrar til økt boligbeholdning og økte boligpriser, er betydningen for svingningene mer usikker. Under visse forutsetninger viser Poterba (1984) at økte rentefradrag også kan øke svingningene i prisene som skyldes endringer i boliggetterspørselen. Unntaket er ved endringer i boliggetterspørselen som skyldes renteendringer, der vil rentefradrag naturlig nok dempe svingningene. I en slik modell vil dermed skattesystemets betydning for svingningene i boligprisene avgjøres av hvorvidt det er endringer

renten eller andre forhold som er viktigst for svingningene i etterspørselen.

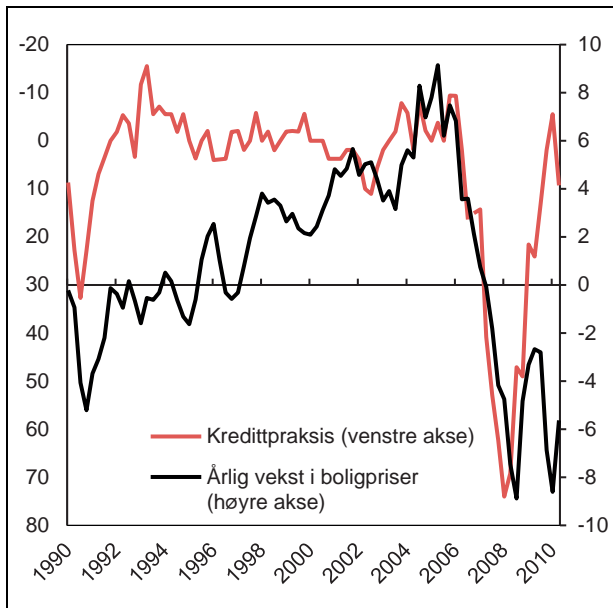
Van den Noord (2005) viser at for perioden 1970–2000 var det en positiv sammenheng mellom variabilitet i boligprisene i perioden og graden av skattesubsidiering av bolig i sluttåret for undersøkelsen for åtte utvalgte euroland. Undersøkelsen forsøker imidlertid ikke å korrigere for andre forhold som kan tenkes å ha påvirket variabiliteten i perioden, slik som deregulering av kreditt- og boligmarkedet, bruk av fastrente, generell makroøkonomisk stabilitet osv. For utviklingen på 2000-tallet konkluderer Hemmelgarn og Nicodeme (2010) med at skatteforhold ikke var noen hovedårsak til den kraftige oppgangen, ettersom de aller fleste land opplevde en svært lik utvikling i boligprisene uavhengig av skattesystem.

Videre kan det at skattefordelene gjør at husholdningene har en større andel av sin formue plassert i bolig i seg selv virke destabiliserende på økonomien, uavhengig av om skattebehandlingen i seg selv påvirker boligprissvingningene i vesentlig grad. Dette kan skje ettersom samme endringer i boligpris da påvirker en større boligformue slik at utslagene i realøkonomien kan bli større. Siden boligformue ofte vil bli vurdert som et bedre pant for gjeld enn mange andre formuesobjekter, vil det at norske husholdninger har mye av sin formue plassert som boligformue kunne bidra til at det blir lettere å øke gjelden i oppgangskonjunkturer.⁷ Dermed vil samspeilet mellom en finanssektor med medsyklisk utlånspraksis og et skattesystem som stimulerer til høy boligformue kunne være en kime til ustabilitet.

Regulering av bankenes utlån

Husholdningenes investering i bolig er kjennetegnet ved at de i stor grad er finansiert med lån. Hvilke krav bankene stiller for å låne ut penger vil derfor ha stor betydning for utviklingen i boligprisene. Blant annet kan reduserte krav fra bankene til sikkerhet og inntekt i oppgangstider bidra til å forsterke en boligprisoppgang, mens økte krav i nedgangstider kan forsterke nedgangen. Slik kan variasjoner i bankenes utlånspraksis over sykkelen bidra til å forsterke boligprissvingninger. Grader av slik prosyklisk utvikling finner man i alle land, og det er grunn til å tro at samme mekanisme har forekommet i Norge.

⁷ Blant annet peker Andrews (2010) på at skattefavourisering av bolig kan gi ustabilitet ettersom det vil oppfordre husholdningene til å øke sin gjeldsgrad.



Figur 13.3 Boligpriser og kredittpraksis i USA. Prosent. Lavere verdi for kredittpraksis indikerer strengere vilkår for långivning

Kilde: Reuters EcoWin.

Dersom man kan hindre at bankene reduserer sine krav til låntaker for mye under en oppgang, vil man kunne oppnå mindre svingninger i boligprisene og mindre kostnader for økonomien. Dette kan man f.eks. gjøre ved at det stilles eksplisitte terskler for hvor store lån som kan gis i forhold til boligens verdi eller i forhold til låntakers inntekt.

Det norske finanstilsynet fastsatte i mars 2010 retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis. Disse sier bl.a. at lån til bolig normalt ikke må overstige 90 pst. av boligens markedsverdi eller tre ganger samlet bruttoinntekt for låntaker.⁸ Retningslinjene presiserer videre at rammekreditter kan representere økt risiko for bankene og at slike lån normalt ikke bør overstige 75 pst. av boligens markedsverdi. Retningslinjene sier videre at banken i vurdering av betalingssevne, og eventuell bruk av reglene om fraråding, må ta høyde for at renten kan øke betydelig fra det aktuelle nivå. Det er imidlertid ikke nærmere presisert hvilket nivå eller hvor stor økning i renten bankene skal legge til grunn i denne vurderingen. I Vatne (2010) illustreres det ved hjelp av enkle analyser av data på husholdningsnivå at Finanstilsynets retningslinjer kunne ha dempet den kraftige kredittveksten til husholdningene i oppgangsperioden fram til 2007.

⁸ Finanstilsynet (2010).

Rammebetingelser

Et sentralt bidrag myndighetene kan gi for å redusere faren for store bobler er å sikre forutsigbare rammebetingelser. Det at forventninger er sentrale for prisdannelsen i boligmarkedet og at det er få forhold som klart forankrer boligprisene, gjør at endringer i rammebetingelsene kan gi kraftige reaksjoner i boligmarkedet. Slike endringer kan f.eks. være reformer som endrer tilgangen på tomter, endringer i finansmarksreguleringer som påvirker bankenes utlån og endringer i beskatning. Reaksjonene i boligmarkedet kan være større enn det man med rimelighet skulle kunne forvente fulgte av endringer i rammebetingelsene. Dette illustreres av at begge de to store boligkrakkene i Norge, Christianiakrakket og det kraftige boligprisfallet på slutten av 1980- og begynnelsen av 1990-tallet, kom i kjølvannet av betydelige endringer i rammevilkårene for boligmarkedet (inkludert markedet for boligfinansiering).

13.3.2 Valg mellom fast og flytende rente

Det kan være grunn til å tro at den høye andelen boliglån med flytende rente i Norge bidrar til å øke omfanget av boligprissvingninger. Dersom husholdningene var økonomisk rasjonelle i sin tilpasning skulle endringer i korte renter kun påvirke deres betalingsvillighet for bolig i den grad de reflekterte lavere forventet rente over boligens levetid. Dette ville innebære at det først og fremst var lange renter som påvirket boligprisene.

I de fleste forsøk på å modellere boligprisene i Norge er det imidlertid de korte rentene som gir forklaringskraft for husholdningenes etterspørsel etter bolig.⁹ Dette kan tyde på at husholdningene legger for stor vekt på utviklingen i de kortsiktige rentene i sin boligetterspørsel, noe som kan bidra til å øke svingningene i boligmarkedet. I så fall vil økt bruk av fastrentelån for husholdningene kunne gi mindre svingninger i boligmarkedet og redusere faren for bobletendenser. Særlig i perioder der korte renter avviker betydelig fra de lange rentene, slik som fra sommeren 2003 til sommeren 2007, er det grunn til å tro at økt bruk av fastrente blant husholdningene ville kunne redusert utslagene i boligprisene.

Et eventuelt ønske om å øke bruken av fastrente må imidlertid veies opp mot andre hensyn. Det er ikke gitt at husholdningene er tjent med

⁹ Se f.eks. Boug og Dyvi (2008) og Jacobsen og Naug (2004).

vanlige fastrentelån. Dersom de av ulike grunner ønsker å gå ut av lånekontrakten før rentebindingsperioden er utløpt, risikerer de å måtte betale en betydelig overkurs dersom renten har falt siden kontrakten ble inngått. Det er mulig å lage mekanismer som gjør at et fastrentelån, mot et tillegg i fastrenten, kan innløses til pari kurs. Man har slike løsninger i bl.a. Danmark og i USA. Dagens pengepolitiske regime kan også innebære at det er hensiktsmessig for husholdningene å ha flytende rente, ettersom renten gjerne vil være lav i perioder der sannsynligheten for arbeidsledighet er høy og at den gjerne er høy i perioder med lav ledighet. Selv om økt innslag av fastrente vil kunne dempe boligprissvingningene, er det ikke åpenbart at husholdningene samlet sett ville vært tjent med en høyere andel fastrentelån.

Det er imidlertid også enkelte forhold som peker i retning av at forhold på tilbudssiden bidrar til at bruken av fastrentelån er lav i Norge. Blant annet har rentemarginene på fastrentelån tradisjonelt vært noe høyere enn på lån med flytende rente i Norge.¹⁰ Dette kan skyldes at boliglån i Norge gjennomgående gis av banker som selv finansierer seg til flytende rente. Andelen fastrentelån er klart høyere på lån fra statlige låneinstitutter, der rentemarginen er lik for lån med fast og flytende rente, enn på lån fra private finansinstitusjoner. Det kan tyde på at denne marginforskjellen kan ha en viss betydning.

13.4 Handlingsrom og ytre rammer

De omtalte virkemidlene for å dempe boligprissvingningen er i liten grad omfattet av spesifikke internasjonale forpliktelser gjennom EØS-avtalen eller lignende. Norske myndigheter antas derfor å ha stor grad av handlefrihet med hensyn til innretningen av disse virkemidlene.

13.5 Utvalgets forslag

13.5.1 Retningslinjer for bankenes utlån

Etter utvalgets vurdering er Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis et godt tiltak for å bygge opp under finansiell stabilitet. Etter utvalgets syn bør det vurderes om disse retningslinjene skal utvides.

Utvalget anbefaler at myndighetene vurderer om retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis bør presiseres ytterligere, bl.a. med hensyn til hva slags rente-

økning bankene skal legge til grunn i sin vurdering av kundenes betalingsevne. Videre bør myndighetene vurdere om slike retningslinjer også kan være egnet for lån til næringseiendom.

Som utdypet i kapittel 19, anbefaler utvalget også at det sikres at Finanstilsynet har tilstrekkelige hjemler til å sette krav om øvre grenser på bankenes utlån i forhold til pantets verdi (loan-to-value).

13.5.2 Skatter og avgifter

Det er bred enighet blant økonomer om at bolig og fast eiendom generelt er for lavt beskattet i Norge, selv om den norske boligbeskatningen neppe har spilt noen vesentlig rolle ved akkurat denne finanskrisen. Inntektsbortfallet som følger av manglende skattlegging av bolig, medfører høyere skatt på andre skattegrunnlag der de samfunnsøkonomiske kostnadene ved skattlegging potensielt er større. Dette gjelder f.eks. skatt på arbeidsinntekter, hvor skatten bidrar til å redusere avkastningen av arbeidsinnsatsen og dermed kan føre til lavere arbeidstilbud.

Som omtalt i kapittel 12 er den norske kapitalbeskatningen basert på et prinsipp om symmetri, dvs. at inntekter og utgifter (gevinster og tap) skattlegges med samme effektive sats. Denne symmetrien er viktig for skattesystemets funksjonsmåte og forhindrer en rekke former for skattearbitrasje. Symmetriprinsippet tilsier bl.a. at gjeldsrenter må kunne trekkes fra i inntekten så lenge avkastningen av den gjeldsfinansierte investeringen skattlegges.

Boligbeskatningen bryter imidlertid med dette prinsippet:

- Siden 2005 inntektsbeskattes ikke den beregnede fordelen av egen bolig og fritidsbolig.
- Gevinst ved salg av egen bolig er unntatt beskatning på visse vilkår. Det samme gjelder utleieinntekter ved utleie av deler av egen bolig.
- Renter på boliglån (og alle andre lån) kan trekkes fra inntekten uten begrensninger.
- Bolig og næringseiendom verdsettes lavt for formuesskatteformål (rundt hhv. 25 pst. og 40 pst. av omsetningsverdien).
- På den annen side ilegges bolig og eiendom 2,5 pst. dokumentavgift ved omsetning (selveierboliger) og mange kommuner eiendomsbeskatter bolig. Dette veier imidlertid ikke på langt nær opp for favoriseringen av eiendom innenfor den generelle kapitalbeskatningen.

Mangelfull fordels-, gevinst- og formuesbeskatning av bolig fører til overinvesteringer og kan

¹⁰ Se Norges Bank (2007).

bidra til å presse boligprisene opp sammenliknet med en situasjon der bolig beskattes på linje med andre formuesobjekter. Videre kan husholdningenes høye sparing i bolig gi redusert tilgang på kapital til andre formål, herunder egenkapital i næringslivet. Overinvesteringene i bolig og fritidseiendom kan dermed medføre at for mye av realkapitalen i samfunnet bindes opp i boligsektoren. Dette innebærer et velferdstap ved at ressursene i samfunnet ikke benyttes der de kaster mest av seg.

Videre har dagens skatteregler knyttet til bolig og fritidseiendom uheldige fordelingsmessige konsekvenser, siden andelen som eier egen bolig og/eller fritidseiendom er høyere blant de med høy inntekt enn blant de med lavere inntekt. Det at husholdningene har en uforholdsmessig stor del av sin formue plassert i bolig innebærer videre at husholdningene blir mer sårbare overfor svingninger i boligprisene.

Flere tidligere utvalg har foreslått å redusere favoriseringen av bolig i skattesystemet.¹¹

Utvalget er enig i at dagens skattemessige favorisering av investeringer i bolig har uheldige sider, bl.a. ettersom husholdningene blir sårbare overfor svingninger i boligpriser. Denne sårbarheten forsterkes i den grad boligen i opphetede perioder i finansmarkedet blir brukt som pant for lån til finansielle investeringer. Utvalget tilrår derfor at beskatningen

av bolig bringes mer på linje med skattleggingen av øvrige formuesobjekter. En skatteveksling, der økt skatt på bolig brukes til å redusere andre skatter og avgifter, vil kunne gi betydelige samfunnsøkonomiske gevinster. Utvalget understreker likevel at det også er behov for stabile og forutsigbare skatteregler for bolig og at det er betydelige utfordringer ved eventuelt å gjøre store endringer i boligbeskatningen raskt.

13.5.3 Valg mellom fast og flytende rente

Utvalget ser at utstrakt bruk av flytende rente i noen grad kan bidra til økte svingninger i boligprisene. Videre er Norge blant de landene i Europa med lavest andel fastrentelån blant husholdningene. Det er imidlertid også fordeler ved bruk av flytende renter for husholdningene, bl.a. at de alltid kan løses ut til pari kurs og at renten forventningsmessig vil være lavere når sannsynligheten for å være arbeidsledig er høy. Det er derfor ikke åpenbart at husholdningene samlet sett ville vært tjent med en høyere andel ordinære fastrentelån.

I flere land finnes det imidlertid låntyper der noen av ulempene ved ordinære fastrentelån er fjernet. Disse lånene har et pristillegg i fastrenten som gjør at de kan innløses til pari kurs. Slike lån kan være interessante for mange norske husholdninger, og et eventuelt økt innslag av fastrente som følge av tilbud om slike lån vil trolig kunne bidra til å dempe boligprissvingningene i det norske boligmarkedet noe.

¹¹ Se f.eks. NOU 2003: 9 Forslag til endringer i skattesystemet (Skatteutvalget) og NOU 2009: 10 Fordelingsutvalget.

Kapittel 14

Forbrukerhensyn

14.1 Innledning

Uten finansiell stabilitet, herunder velfungerende finansmarkeder og solide finansinstitusjoner, kan forbrukere ikke trygt bruke finansielle funksjoner som betalingsformidling, sparetilbud osv. Den finansielle ustabilitet som i mange land og markeder rådet under finanskrisen satte sentrale funksjoner delvis ut av spill og hadde alvorlige skadevirkninger på realøkonomien, og for forbrukerne. Det er derfor avgjørende for forbrukerne at reguleringen og tilsynet med finansinstitusjonene, og overvåkingen av risikooppbyggingen i det finansielle systemet, styrkes, slik at forbrukerne kan ha tillit til at institusjonene kan opprettholde nødvendige funksjoner og til enhver tid innfri sine forpliktelser overfor kundene.

Myndighetene må bidra til å ivareta forbrukernes rettigheter og interesser overfor (profesjonelle) motparter i markedet, og til at det som i næringen ofte omtales som «massemarkedene» er gjenstand for god konkurranse. Grunnleggende sett må finanssystemet og dets aktører reguleres på en slik måte at forbrukerne trygt og effektivt kan benytte seg av finansmarkedenes funksjoner.

Aktørene i finansmarkedene har også et stort selvstendig ansvar for den virksomheten de driver og de produkter de tilbyr forbrukerne. Eierne må sørge for at finansinstitusjonene drives i tråd med prinsipper for god selskapsstyring og god forretningsskikk. Herunder er det et minstekrav at atferden overfor forbrukerne er etisk forsvarlig.

Dette kapitlet tar utgangspunkt i at forbrukerhensyn blir stadig viktigere i finansmarkedene. Finansielle produkter og markeder blir stadig mer komplekse, og forbrukeren står i mange sammenhenger overfor langt flere valg enn tidligere. Mange må i dag f.eks. treffe beslutninger om pensjoneringstidspunkt, forvaltning av tjenstepensjonsmidler mv. Husholdningenes videre inntektsvekst vil også gjøre det mer aktuelt å investere i finansielle markeder og instrumenter, noe som øker etterspørselen etter investeringsprodukter og -tjenester.

Forbrukernes stilling i finansmarkedet er nærmere drøftet i kapittel 8. I dette kapitlet drøftes forbrukerspørsmål og lærdommer fra denne finanskrisen, bl.a. når det gjelder låneopptak og gjeldsbelastning, innskuddsgaranti, investeringsprodukter og rådgivning, og tilsynsmyndighetenes rolle. Til slutt følger utvalgets forslag.

14.2 Lærdommer fra finanskrisen

14.2.1 Informasjon og finansiell kunnskap

I takt med at finansielle produkter har blitt mer kompliserte, og samtidig mer etterspurte, har informasjonen kundene har måttet forholde seg til vokst både i mengde og vanskelighetsgrad. Det finnes mange eksempler på produkter som har blitt markedsført mot forbrukersegmentet, men som få forbrukere hadde forutsetninger for å forstå ut fra de opplysninger som ble gitt i salgsmøte e.l.

Mange av de valgene forbrukerne tar i finansmarkedene skiller seg betydelig fra valg på andre livsområder. Valg om f.eks. pensjonssparing, lån til boligkjøp og verdipapirinvesteringer kan medføre stor risiko for den enkelte, og det er sjelden rom for «prøving og feiling». Få og viktige valg, liten diversifisering og dårlig kunnskap og bevissthet om risiko, kan under visse omstendigheter ha uheldige konsekvenser for privatøkonomien.¹

I tillegg til utslagene som svak finansiell kunnskap kan ha for den enkelte, både i kriser og mer generelt, kan også den finansielle stabiliteten og markedenes integritet bli skadelidende. Det er enighet om at svak finansiell kunnskap hos forbrukerne, i kombinasjon med uforsvarlig markedsatferd fra tilbudssiden, har forsterket virkningene av krisen internasjonalt.² Manglende risikoforståelse og evne til privatøkonomisk planlegging

¹ Låntakere på Island og i Baltikum som tok opp store boliglån i utenlandsk valuta, fordi renten da ble lavere, var f.eks. blant de hardest rammede av finanskrisen.

² Se f.eks. OECD (2009d).

kan f.eks. bidra til overbelåning og uhåndterlige gjeldsnivå, mens negative erfaringer kan være egnet til å svekke forbrukernes tillit til finansmarkedene og finansinstitusjonene. Begge deler kan ha alvorlige systemvirkninger.

Gode kunnskaper om finansielle markeder og instrumenter, og økonomiske sammenhenger generelt, er ingen garanti mot å gjøre feil. Tvert imot kan det virke som om de som kanskje burde hatt de beste forutsetninger for å treffe formålstjenlige investeringsbeslutninger – profesjonelle investorer og ansatte i store finansinstitusjoner – feilberegnet stort og gjorde de største feilene under finanskrisen. Overdreven tillit til egne ferdigheter kan være vel så farlig som svake ferdigheter.

14.2.2 Innskuddsgaranti

Ordninger for garanti av bankinnskudd er viktige for innskytternes tillit til bankene, som igjen er av avgjørende betydning for stabiliteten til bankenes viktigste finansieringskilde, innskudd. Bankinnskudd er den vanligste spareformen for husholdningene, og standardiserte garantiordninger gjør det enkelt å forholde seg til innskudd som produkt. Tvil om sikkerheten til innskuddene kan ha uheldige konsekvenser for finansiell stabilitet og husholdningenes økonomiske situasjon.

Forbrukernes tillit til at innskuddsmidlene er trygge vil måtte avhenge av ordningenes dekningsnivå, og ikke minst av soliditeten. Ordningenes evne til å innfri eventuelle krav bestemmes i utgangspunktet av hvorvidt ordningene er fondert og om fondet i så fall er tilstrekkelig stort.³ Ordningenes utbetalingstid er også viktig for innskytternes tillit, da den har alt å si for midlenes likviditet gjennom en krise.

I mange land ble dekningsnivået i innskuddsgarantiordningen midlertidig eller permanent hevet under finanskrisen,⁴ bl.a. i USA og EU-landene. Noen land utstedte ubegrensede garantier for bankinnskudd, enten i form av politisk lovnad eller formelle vedtak. Gjeldende dekningsnivå ble således vurdert til å være for lave til å opprettholde tilliten til bankene, og til å sikre innskytterne en tilstrekkelig høy dekning, i den situasjonen markedene befant seg i. EUs minstekrav til dekningsnivå hadde siden 1994 vært 20 000 euro, og

³ Fondering er særlig viktig i land med svake statsfinanser.

⁴ Endringene var i stor grad begrunnet i andre forhold enn forbrukerbeskyttelse, som stabiliteten til innskudd som finansieringskilde for bankene.

få av EU/EØS-landenes dekningsnivå var vesentlig høyere enn dette. Etter krisen har EU kommet til at dekningsnivået bør være 100 000 euro, altså fem ganger høyere, mens nivået i USA skal heves fra 100 000 dollar til 250 000 dollar (om lag 1,5 mill. kroner).

Dekningsnivået på 2 mill. kroner per innskyter per bank i den norske innskuddsgarantiordningen ble ikke hevet under finanskrisen. Dagens dekningsbeløp dekker om lag 58 pst. av norske innskytters innestående bankinnskudd, og må kunne sies å være godt tilpasset vanlig størrelse på innskudd i Norge.⁵

Krisen i den islandske banken Kaupthing førte til at over 5 000 innskytere i bankens norske filial ikke fikk tatt ut innskuddene sine. Som omtalt i kapittel 6 tapte ingen norske innskytere midler som følge av krisen i den islandske morbanken. Siden filialen var medlem av Bankenes sikringsfond hadde kundene garanti også for innskudd mellom det islandske dekningsbeløpet på ca. 175 000 kroner og det norske dekningsbeløpet på 2 mill. kroner.⁶

Det gikk 18 dager fra Kaupthings norske filial stengte nettbank og bankautomater for uttak 9. oktober 2008, til det norske sikringsfondet startet utbetalingene 27. oktober 2008. For innskytere er 18 dager lenge å være uten tilgang til innskudd og betalingstjenester. Det var imidlertid få innskytere i Kaupthings norske filial som ikke hadde konto også i andre banker.

14.2.3 Spare- og investeringsprodukter

En viktig funksjon i finanssystemet er å tilby husholdningene gode og trygge alternativer for sparing og investering, som passer ulike spare- og investeringsbehov, risikotoleranse mv. De vanligste alternativene er bankinnskudd, verdipapirfond, aksjeinvesteringer og pensjonssparing, og de senere årene har det kommet til en rekke alternative investeringsprodukter med mer kompliserte risiko- og avkastningsegenskaper.

⁵ Til sammenligning kan det nevnes at 58 pst. av innestående innskudd i EU-landene i gjennomsnitt ville være dekket allerede med et dekningsbeløp på 50 000 euro (om lag 400 000 kroner).

⁶ Det viste seg imidlertid at den islandske garantiordningen hadde store betalingsproblemer, og norske myndigheter forskutterte derfor utbetalingen av de innskudd som etter reglene skulle dekkes av den islandske ordningen. Innskytterne fikk dermed full dekning for innskudd opptil 2 mill. kroner fra Bankenes sikringsfond og norske myndigheter.

Nye produkter i et umodent marked førte til mange feilinvesteringer

Da sammensatte produkter og andre investeringsprodukter begynte å få utbredelse i Norge på begynnelsen av 2000-tallet, var dette nye og ukjente investeringsalternativer for de fleste forbrukere. Både kunnskap om og erfaring med slike produkter var svak blant kjøpere og selgere. I tillegg var informasjonsmateriellet ofte dårlig. Det førte til at mange forbrukere ble lokket av markedsføring og salgsframstøt til å sette sparepengene i uprøvde alternativer. I ettertid stod det klart at mange hadde investert i produkter som ikke var i tråd med deres investeringsmål, likviditetsbehov eller risikotoleranse.

Mange av de investeringsproduktene som ble introdusert i det norske markedet tilførte i utgangspunktet nye egenskaper til floraen av investeringsmuligheter som var tilgjengelig for norske forbrukere. Sammensatte produkter inneholdt f.eks. ofte en sikring mot tap av det nominelle investeringsbeløpet, samtidig som investoren fikk eksponering mot potensielt høyere avkastningskilder (oftest aksjekursindekser). Imidlertid var kostnadskomponenten i mange av produkttypene så høy, gjerne 9–10 pst. av innskutt beløp, at avkastningspotensialet til investoren ble for lavt i forhold til andre plasseringer med lignende risikoprofil.

Et forhold som gjorde produktene ugunstige for forbrukerne, var den utstrakte lånefinansieringen av slike investeringer. Forbrukere ble i mange tilfelle oppfordret til å ta opp lån for å investere, noe som økte både risikoen og kostnadene betydelig. Etter «gearing» ble investeringsproduktene i mange tilfeller langt mindre gunstige for den jevne forbruker, enn det f.eks. banksparing eller nedbetaling av boliglån ville vært. Flere småinvestorer opplevde å betale høyere renter på lånefinansieringen enn den de fikk på den sikre delen av det sammensatte produktet, samtidig som verdien av den risikoutsatte delen av produktet falt til null.

Forbrukere har trukket finansinstitusjoner inn for klagenemnder, og senere domstolene, etter å ha kommet dårlig ut av investeringer i ulike former for sammensatte produkter. Forbrukere har vunnet fram, men disse sakene vil trolig i mange tilfelle ikke bli endelig avgjort før om noen år.

Finansinstitusjonene satte egne interesser foran kundens

Både internasjonalt og i Norge har det vært et utviklingstrekk, og flere eksempler på, at finansin-

stitusjoner har utnyttet sitt informasjonsovertak overfor kundene, kanskje først og fremst når det gjelder investeringsrådgivning og salg av investeringsprodukter. Institusjonene, som produsenter og distributører, tjener mer på å selge visse produkter framfor andre, noe som sjelden er positivt korrelert med kundens økonomiske interesser.

Bankene var blant de mest aktive finansinstitusjonene i markedet for spare- og investeringsprodukter, noe som kan sies å bryte med den tradisjonelle rollen bankene har hatt, i alle fall i Norge. Stor tillit og godt omdømme blant kundene gjorde det trolig lettere for bankene å selge produkter som i liten grad var egnet eller passende for den enkelte kunde.

Svak kunnskap og uheldige insentiver hos selgerne

På samme måte som forbrukerne ikke hadde grunnlag for å forstå viktige sider ved de nye investeringsproduktene, har heller ikke selgere av slike produkter utvist betryggende forståelse av det de har gitt råd om og solgt. Mange selgere hadde i utgangspunktet svak kompetanse på feltet de arbeidet innenfor, i tillegg til at de ofte måtte forholde seg til for komplisert og for mye informasjonsmateriell fra produktleverandørene, og fikk for lite opplæring i forkant av salget.⁷

Det har også vært vanlig med salgsbasert avlønning av selgere, noe som har bidratt til at kundene i for stor grad ble anbefalt investering framfor ikke-investering, og produkter som selgerne eller institusjonene tjente godt på, selv om produktene var uegnet for kunden.

14.2.4 Tilsynsmyndighetenes rolle

En rekke forhold gjør det utfordrende å opprettholde godt tilsyn med finansinstitusjoner og andre markedsaktørers atferd overfor forbrukerne. Høy finansiell innovasjonstakt, utstrakt bruk av muntlig kommunikasjon osv. gjør det særlig viktig med effektivt tilsyn, herunder å påse at institusjonene gir relevant og forståelig informasjon om ulike finansielle produkter, og tilbyr produkter i tråd med god forretningsskikk.

Prioriteringer mellom tilsynsområder og -oppgaver kan ha ført til at det har vært rettet for lite oppmerksomhet mot forbrukerspørsmål. Det norske Finanstilsynet har selv vist til denne problem-

⁷ Det har f.eks. i media kommet fram at investeringsrådgiverne i noen tilfeller bare fikk én times opplæring om kompliserte produkter, og at selgerne ikke visste hvor høy risikoen produktene kunne påføre kjøperen.

stillingen i forbindelse med sin vurdering av egen innsats på forbrukerområdet, og skriver bl.a. at «utvidede oppgaver knyttet til forbrukerbeskyttelse vil medføre ytterligere prioriteringss spørsmål og kan medføre svekket overvåkning av områder der det kan oppstå kriser».⁸ I Storbritannia har finansstilsynsorganet FSA blitt kritisert etter krisen for å ha lagt for stor vekt på forbrukerspørsmål sammenlignet med mer tradisjonelt soliditets- og likviditetstilsyn.⁹

Det norske Finanstillsynet har ikke vært gjenstand for en slik kritikk etter finanskrisen. Derimot har utviklingen knyttet til bl.a. framveksten av sammensatte produkter blitt trukket fram som et område Finanstillsynet burde hatt bedre oversikt over og kontroll med. Da de nye reglene om sammensatte produkter kom i 2008, hadde praksisen med lånefinansierte investeringer pågått i mange år, jf. kapittel 8. Det er et inntrykk at tilsynsmyndighetene la større vekt på overvåking av bankenes soliditet, og mindre vekt på bankenes produkttilbud og avtalebalanse overfor kundene.

Verken i Norge eller i andre europeiske land er det tradisjon for at myndighetene regulerer produktutviklingen i finansmarkedet. Regulering og tilsyn inntreer i form av etterfølgende markeds- tilsyn og dokumentasjon, i etterkant av de råd selgerne i banken har gitt.

Antakelsen om at forbrukerne i en konkurranse situasjon mellom finansaktørene vil velge det beste tilbudet og tvinge fram lavere priser, forbedret kvalitet og mer variasjon, har ikke holdt tritt i sparemarkedet, hvor mangel på begrensinger førte til at aktørene utviklet nye produkter som var vanskelige å sammenligne og å forstå oppbyggingen av.

14.3 Handlingsrom og ytre rammer

På noen områder er forbrukervernet gjenstand for en omfattende regulering i EU-retten. Som nevnt i kapittel 9, er bl.a. EU-direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og direktivet om verdipapirfond (UCITS-direktivet) av stor betydning. MiFID regulerer både yterne av investeringstjenester (verdipapirforetak og kredittinstitusjoner) og markedene for finansielle instrumenter som sådan, og skal bl.a. sikre at investorer har informasjon til å foreta gode investeringsbeslutninger. UCITS-direktivet stiller visse krav til verdi-

papirfond som kan selges i det europeiske markedet, herunder opplysningskrav overfor investorer.

Som omtalt i kapittel 10, er det vedtatt en forordning til UCITS-direktivet, som bl.a. innebærer krav til et nytt, standardisert opplysningsdokument («key investor information document») som er ment å bedre investorenes beslutningsgrunnlag for investeringer i verdipapirfond (ved bl.a. å gi mer forståelig og «forbrukervennlig» informasjon om risiko og avkastningspotensial). Dette dokumentet må tilfredsstillende en rekke detaljerte krav, så som at det skal benyttes et enkelt og ikke-teknisk språk, gi eksplisitt veiledning om passende investeringshorisont, forklare alle relevante risikoer og kostnader, og ikke være lenger enn to A4-sider. Hva gjelder kostnader, skal det forklares hvilken betydning de kan ha for avkastningspotensialet, investeringshorisont mv. Kvalitative beskrivelser av risiko og avkastning skal suppleres med bl.a. en kvantitativ indikator, som skal plassere produktet i en standardisert risiko-/avkastningskategori. I tillegg er det krav om ulike typer av advarsler og fraråding, avhengig av egenskapene til det aktuelle produktet.

EU-kommisjonen har varslet at den vil legge fram forslag til et nytt fellesregelverk for rådgivning og distribusjon av ulike typer spare- og investeringsprodukter, såkalte «Packaged Retail Investment Products» (PRIPs). Målet er å etablere et harmonisert regelverk (like regler) for informasjon om og salg av produkter som verdipapirfond, pensjonssparing/livsforsikring og strukturerte verdipapirer/produkter, herunder krav til rådgivning og god forretningsskikk. Et standardisert opplysningsdokument, lignende det som er vedtatt for verdipapirfond (UCITS), blir trolig sentralt også i dette regelverket. Et konkret forslag til PRIPs-direktiv ventes lagt fram av EU-kommisjonen tidlig i 2011.

I noen land er det vedtatt eller foreslått vedtatt endringer i tilsynsstrukturen som følge av erfaringene fra finanskrisen. I Storbritannia er det foreslått å etablere tre nye tilsynsorgan: en komité med ansvar for overvåkning av systemrisiko og finansiell stabilitet skal opprettes i Bank of England, og få tilgang til såkalte «makroprudensielle verktøy»; ansvaret for tilsyn med enkeltinstitusjoners soliditet skal overføres fra dagens britiske finansstilsyn FSA til en ny avdeling i Bank of England; og et nytt forbrukerbeskyttelses- og markedsstilsyn skal erstatte resten av dagens FSA. I USA er det vedtatt å opprette et forbrukerfinansstilsyn, Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), som skal føre forbrukerrettet tilsyn med – og håndheve reguleringer overfor – større

⁸ Kredittilsynet (2009).

⁹ Kredittilsynet (2009).

finansinstitusjoner som tilbyr finansielle produkter og tjenester i massemarkedet.

14.4 Utvalgets forslag

14.4.1 God og riktig informasjon

Den informasjonen finansinstitusjoner og andre gir forbrukere og andre som overveier investering, produktkjøp, låneopptak e.l., bør for det første være tilpasset den finansielle kunnskapen mottakeren kan antas å inneha. For det andre bør informasjonen være så standardisert som mulig, slik at forbrukeren lett kan sammenligne ulike produkter fra ulike leverandører. Informasjonen bør også være underlagt strenge krav til relevans, slik at ikke viktige punkter tilsløres av «informasjonsstøy». Dette bør også gjelde for informasjon om pensjonsopptjening, verdiutvikling mv. i tjenstepensjonsordninger, informasjonen til fripolisekunder og kunder med sparing i andre pensjonsprodukter.

Et sentralt tiltak på dette området er de nye EU-reglene om et standardisert opplysningsdokument («key investor information document») for salg av verdipapirfondsandeler (UCITS), jf. ovenfor. Etter utvalgets syn kan krav om et slikt enkelt opplysningsdokument være egnet til å styrke forbrukervernet – og forbrukernes forutsetninger for å treffe gode investeringsbeslutninger, også på en rekke andre områder. Som nevnt kan et lignende krav bli en del av EUs nye PRIPs-direktiv om rådgivning og distribusjon av ulike typer spare- og investeringsprodukter.

Utvalget tilrår at norske myndigheter innfører krav om at det skal utarbeides et kort, standardisert opplysningsdokument om spare- og investeringsprodukter, herunder pensjonsprodukter rettet mot ikke-profesjonelle investorer (forbrukere).

Det hender at finansinstitusjoner i Norge og ellers i verden markedsfører seg med andre betegnelser enn institusjonens virkelige navn. Praksisen kan skyldes at en finansinstitusjon f.eks. ønsker å videreføre navnet til en bank som er kjøpt opp og innfusjonert. Bruk av betegnelser og symboler som avviker fra finansinstitusjonens egne kan skape forvirring, og vilde kunder til å tro at de forholder seg til en annen institusjon enn det de egentlig gjør. Dersom en kunde f.eks. har innskudd i det som oppfattes som to ulike banker, men som i realiteten er avdelinger, filialer e.l. i én og samme bank, er det bare den delen av de samlede innskuddene som ligger innenfor garanti grensen som er dekket av innskuddsgarantien.

Utvalget viser til viktigheten av at kundene på en klar måte vet hvilken finansinstitusjon som

markedsfører seg i ulike sammenhenger, og som de er faktiske eller potensielle kunder i, og hvilken finansinstitusjon som er eller vil være motpart i en (eventuell) avtale.

Utvalget foreslår at finansinstitusjoner ikke lenger skal ha anledning til å benytte navn eller betegnelser i sin markedsføring som tildekker hvilken institusjon som faktisk vil stå for kundeforholdet, og slik at institusjonenes kunder – faktiske eller potensielle – ikke kan villedes til å tro at de har et kundeforhold til en annen institusjon enn det som faktisk er tilfellet, herunder at bankkunder ikke villedes til å tro at de har bedre innskuddssikring enn det som er tilfellet.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Christiansen og Harto, viser til at bruk av sekundære forretningskjennetegn er ikke særegent for finansnæringen. Slik bruk er legitim etter foretaksnavnloven. Markedsføringsloven fastsetter imidlertid at markedsføring ikke skal være villedende. Dette gjelder også for finansbransjen. En forbruker vil kunne klage over villedende markedsføring etter ulike ordninger. For øvrig må tilsynsmyndighetene antas å ha hjemmel til å gripe inn dersom en finansinstitusjon driver markedsføring som er villedende. Unntak fra en normalløsning om bruk av sekundære forretningskjennetegn må være begrunnet i særlige hensyn innen bransjen. Det er i utvalgets arbeid ikke påvist et tilstrekkelig grunnlag for spesielt å begrense finansnæringens rett til å bruke sekundære forretningskjennetegn.

Det vises videre til at bankkunders motregningsrett – dvs. retten til å få f.eks. lån og innskudd avregnet mot hverandre i tilfelle banken ikke kan innfri innskuddskravet – faller bort når lån overføres fra bank til kredittforetak. Etter hvert som bankene har overført en stadig større andel av sine boliglån til kredittforetak, slik at det kan utstedes obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har mange bankkunder mistet sin motregningsrett.

Utvalget tilrår at myndighetene sikrer at motregningsretten videreføres også når lån overføres fra en bank til et kredittforetak.

14.4.2 Spare- og investeringsprodukter

Som drøftet i avsnitt 14.4.1 ovenfor, bør informasjonen til forbrukere som overveier kjøp av spare- og investeringsprodukter være så standardisert og forståelig som mulig, slik at forbrukeren lett kan sammenligne ulike produkter fra ulike leverandører. Informasjonen bør også være tilpasset den finansielle kunnskapen den jevne forbruker kan antas å sitte inne med. Bedre informasjon er

etter utvalgets syn den ene av to viktige tiltak for å rette opp problemene som de senere årene er avdekket i markedet for spare- og investeringsprodukter.

Utover behovet for god og riktig informasjon, må problemene knyttet til uheldige insentiver og interessekonflikter adresseres.

Finansdepartementet foretok i 2010 en regelverkstolkning der det ble fastslått at salgsbaserte avlønningssystemer for investeringsrådgivere er i strid med lovverket.¹⁰ Forbudet mot slike avlønningssystemer er etter utvalgets vurdering passende i lys av de senere års erfaringer, og noe en uansett burde ha innført. Utvalget viser igjen til at finansinstitusjonene har utvist stor kreativitet når det gjelder tilpasning til regelverk. Det er viktig at tilsynsmyndighetene er oppmerksomme på andre avlønningssystemer som kan komme til å erstatte salgsbaserte systemer, og på hvorvidt en eventuell ny praksis også kan ha uheldige insentivvirkninger overfor forbrukerne.

Så lenge produsenter og distributører av spare- og investeringsprodukter på en eller annen måte har et økonomisk avhengighetsforhold med hverandre, eller er én og samme institusjon, vil kundens interesser kunne bli skadelidende. Distributøren vil i slike tilfeller foretrekke å selge produkter med høye kostnader, fordi dens inntjening vil kunne øke med kostnadene. Etter utvalgets syn bør økonomiske avhengighetsforhold mellom produsenter og distributører av spare- og investeringsprodukter anses som brudd på interessekonfliktreglene.

Ut over dette kan det etter utvalgets vurdering være ønskelig med nye regler som kan gjøre det enklere for forbrukerne å treffe gode investeringsbeslutninger.

Utvalget tilrår at det utredes nærmere

- om finansinstitusjoner i sin markedsføring fortsatt skal kunne benytte begrep som «spareprodukt», «sparealternativ» e.l. med mindre produktet tilfredsstiller visse krav som gjør det egnet nettopp til spareformål, og
- om investeringsrådgivere og andre som gir råd om kjøp av investeringsprodukter, fondsandeler mv., i tillegg alltid skal opplyse om egenskapene ved et enkelt produkt, som f.eks. bankinnskudd og andeler i indeksfond, eller nedbetaling av aktive lån, og rådgi dette som alternativ.

Kostnadene ved passivt forvaltede indeksfond er vesentlig lavere enn kostnadene ved å investere i

aktivt forvaltede fond, og sistnevnte har i tillegg ofte problemer med å slå den generelle markedsavkastningen en ville fått ved kjøp av indeksfond. Indeksfond er likevel lite utbredt som spare- og investeringsalternativ i det norske markedet. Etter utvalgets syn bør finansinstitusjonene legge til rette for at indeksfond blir et mer synlig og aktuelt alternativ for forbrukerne.

14.4.3 Etterlevelse av nemndsvedtak mv.

For forbrukere som f.eks. etter råd fra en finansinstitusjon har investert i uegnede investeringsprodukter, er ofte klagenemndene den første, og for mange den eneste aktuelle, klageinstans. Det varierer i hvilken grad de ulike nemndenes avgjørelser etterleves av finansinstitusjonene. I de tilfeller forbrukeren får medhold og institusjonen ikke etterlever avgjørelsen, kan forbrukeren ha gode muligheter for å vinne fram i retten.

Det vil imidlertid ofte være vanskelig for forbrukeren å prøve slike saker for retten, da de potensielle kostnadene ved et eventuelt tap kan framstå som høye for den enkelte. I slike tilfeller kan forholdet mellom forbrukeren og finansinstitusjonen sies å være asymmetrisk på to måter. For det første vil institusjonen kunne ha langt mer å tape på at forbrukeren får medhold enn det forbrukeren kan vinne, siden saken kan danne premedens for lignende saker. For det andre vil institusjonen vanligvis ha langt større ressurser til rådgivning, og mulighet til å bruke mer tid på saken, enn den enkelte forbruker.

I NOU 2010: 11 har et lovutvalg nylig foreslått å innføre en hjemmel for retts- og tvangskraft for avgjørelser fra klagenemnder som er offentlig godkjent, slik at den enkelte nemnd kan avgjøre om den ønsker å ta i bruk slike rettsvirkninger. Nemnder som tar i bruk slike rettsvirkninger vil da i praksis være å anse som domstoler. Finanskriseutvalget slutter seg til dette forslaget. Et eksempel på sanksjoner som offentlig godkjente nemnder bør kunne anvende, er krav om at institusjoner som ikke etterlever nemndsvedtak i forbrukerens favør må dekke forbrukerens kostnader knyttet til behandling av saken i første rettsinstans, og i høyere instanser dersom institusjonen skulle anke.

Etter utvalgets syn bør norske myndigheter utrede hvordan det kan innføres et lovkrav om at finansinstitusjoner som ikke etterlever nemndsvedtak i forbrukerens favør, må dekke forbrukerens kostnader knyttet til behandling av saken i første rettsinstans, og i høyere instanser dersom institusjonen skulle anke.

¹⁰ Jf. nærmere omtale i kapittel 10.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask, Berland, Christiansen og Harto, mener at ovennevnte forslag ikke er underbygget godt nok i utvalgets utredning. Skulle en senere komme til at det er et behov for ytterligere å sikre etterlevelse av nemndsvedtak i forbrukers favør, kan også andre løsninger vurderes. Dersom en slik utredning av lovfesting av dekning av saksomkostninger blir aktuell, kan disse medlemmer ikke støtte at et slikt lovkrav skal omfatte kostnadsdekning for eventuell videre behandling i rettsapparatet, når finansinstitusjonen bringer saken videre. De ordinære regler om saksomkostningsansvar i tvisteloven kapittel 20, hvor den klare hovedregel er «en part som har vunnet saken, har krav på full erstatning for sine saksomkostnader fra motparten», må etter disse medlemmers vurdering være tilstrekkelig til å i nødvendig grad å sikre et reelt forbrukervern også overfor finansinstitusjoner.

Brudd på reglene om god forretningsskikk kan gi grunnlag for erstatning. I 2010 har det vært flere eksempler på at foretak og personer som har solgt finansielle produkter til kunder og gitt mangelfull informasjon, har blitt erstatningsrettslig ansvarlig for kundens tap. Flere saker har vist at spørsmålet om erstatning ved kjøp av finansielle produkter kan innebære svært vanskelige vurderinger.

I de såkalte Fokus Bank-sakene ble Fokus Bank (filial av Danske Bank) i to saker for Sør-Trøndelag tingrett frifunnet i spørsmålet om erstatning for påstått brudd på god forretningsskikk ved bankens salg av sammensatte spareprodukter. I Oslo tingrett ble Fokus Bank dømt for brudd på god forretningsskikk for salg av samme type spareprodukt, og til å betale full erstatning med tillegg av renter til 12 av 29 saksøkere. De øvrige ble ikke tilkjent erstatning under henvisning til at de måtte anses for å være erfarne investorer.

I den såkalte Røeggen-saken fant domstolens flertall at kunden, som hadde kjøpt et sammensatt produkt, måtte få fullt medhold i sitt erstatningskrav, og stilles økonomisk som om avtalen ikke hadde vært inngått.¹¹ Flertallet fant at det dominerende hensyn var at banken hadde gitt mangelfull informasjon, og at kunden med stor sannsynlighet ikke ville ha inngått avtalen om kunden hadde fått riktig informasjon.

Begge dommene som fastslår erstatningskrav for bankene er anket. Dommene viser likevel at mangelfull informasjon fra en selger av et finansielt etter en konkret vurdering kan gi grunnlag for

erstatning. Dette bidrar til å sikre etterlevelse av det regelverket som i dag finnes for salg av finansielle produkter.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Flesland, Lindholt, Reegård og Tranøy, mener det er grunn til å foreta en vurdering av om gjeldende erstatningsregler er gode nok i saker som dreier seg om finansielle investeringer, herunder kjøp av såkalte sammensatte produkter, der kjøperne ikke er såkalte profesjonelle investorer. Disse medlemmene viser til at den sistnevnte type av produkter stiller meget store krav til faglig kompetanse og at det i flere tilfeller har vist seg at heller ikke selgerne av slike produkter fullt ut har forstått produktene avkastnings- og risikoegenskaper. Siden de banker og andre finansinstitusjoner som selger slike produkter vil ha et betydelig informasjonsmessig og økonomisk overtak overfor de enkelte kjøpere av slike produkter, bør det vurderes å foreta lovendringer som innebærer at finansinstitusjonenes erstatningsrisiko blir økt. Eventuelle endringer bør likevel ikke få som konsekvens at de gir kjøpere et insentiv til å oppføre uaktsomt når de foretar finansielle investeringer.

14.4.4 Tilsynsmyndighetenes rolle

Oppgaver mv.

Det er mye som taler for at forbrukerne er avhengig av en tett tilsynsmessig oppfølging av produkter og tjenester som tilbys i finansmarkedene. Som omtalt i kapittel 8, har Finanstilsynet i dag et bredt lovmandat for sin virksomhet, utdypet bl.a. i de årlige tildelingsbrevene fra Finansdepartementet. Også Konkurransetilsynet, Forbrukerombudet og Forbrukerrådet har viktige oppgaver på dette området.

Utvalget tilrår at norske tilsynsmyndigheter får et tydeligere lovfestet ansvar for å ivareta forbrukernes interesser og rettigheter i finansmarkedene. I denne sammenheng bør det også utredes om tilsynsmyndighetene bør få utvidede hjemler til å ilegge administrative sanksjoner, så som gebyrer, slik at det kan gis reaksjoner tilpasset overtredelsenes grovhet, og som generelt er egnet til å bedre etterlevelsen av regelverket.

Videre bør tilsynsmyndighetene innta en mer aktiv rolle når det gjelder oppfølging av utviklingen på finansmarkedsområdet, og i større grad foreta og foreslå tilpasninger i regelverket. Eventuelle endringer i tilsynsmyndighetenes mandat e.l. må også ses i sammenheng med utvalgets forslag om å presisere Finanstilsynets ansvar for å

¹¹ Oslo tingrett 15. juni 2010.

benytte sine virkemidler for å sikre finansiell stabilitet, jf. drøfting i kapittel 19.¹²

Når det gjelder utvidede sanksjonshjemler, viser utvalget til at brudd på kravene til investeringsrådgivning i dag bare vil kunne være gjenstand for generell tilsynsmessig oppfølging eller strafferettslig forfølgning. Straffebestemmelsene kan i noen grad framstå som tomme trusler, bl.a. fordi beviskravene er strenge. Utvalget understreker imidlertid viktigheten av at hensynet til effektivitet ikke må svekke personer og foretaks rettsikkerhet, og at alminnelige rettssikkerhetshensyn vil måtte begrense en eventuell økt bruk av administrative sanksjoner. Utvalgets tilrådning ovenfor er for øvrig i tråd med vurderingene i NOU 2003: 15 om et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.

Myndighetsorganene med ansvar for finansiell stabilitet avholder i dag faste møter for informasjons- og erfaringsutveksling.¹³ Slike møter kan bidra til et godt og hensiktsmessig samarbeid også på forbrukerområdet.¹⁴ I tillegg kan det være hensiktsmessig å innføre en praksis med en årlig, offentlig rapport eller melding om aktuelle forbrukerspørsmål i finansmarkedene, i tillegg til de enkelte tilsynsorganenes årsmeldinger.

Organisering

Norge har i dag et integrert finanstilltalsorgan som dekker hele finanssektoren. Det legger til rette for en helhetlig og konsistent tilsynspraksis, på tvers av markeder og institusjonstyper, og for en samlet vurdering av – og avveining mellom, ulike hensyn. Organiseringen bidrar til robuste finansinstitusjoner, som er avgjørende for at forbrukerne skal få tilfredsstillt sine behov for grunnleggende finansielle tjenester. Det kan imidlertid også være visse ulemper ved å ha et fullt ut integrert finanstilltalsorgan, kanskje særlig knyttet til spenningen mellom hensynet til forbrukervern og god markedsatferd på den ene siden, og hensynet til betryggende soliditet på den andre.¹⁵

Et integrert tilsynsorgan vil måtte prioritere mellom tilsynsoppgaver. Etter finanskrisen har

det vært rettet kritikk mot noen lands tilsynsorgan. Noen har fått kritikk for at de har lagt for liten vekt på forbrukerhensyn. En utskillelse av ansvaret for forbrukerorientert finanstilltalsorgan kan derfor tenkes å være egnet til å sikre at flere viktige tilsynsområder prioriteres parallelt, og at forbrukernes interesser og rettigheter i større grad ivaretas av myndighetene overfor finansinstitusjonene.

Finanstilltalsynet har i dag et bredt sett av virkemidler for å ivareta hensynet til bl.a. soliditet i finansinstitusjonene, finansiell stabilitet, forbrukerne og effektive markeder, og et samlet ansvar for hele finanssektoren. Dersom ansvaret og virkemidlene hadde vært fordelt på mer enn ett organ, kunne det ha tydeliggjort virkemiddelbruken overfor de enkelte hensynene, og ført til en mer spesialisert regulering og tilsynsmessig oppfølging. På den annen side kunne en slik alternativ modell ha bidratt til mindre konsistens i myndighetsutøvelsen, og kanskje til overlappende regelverk som hadde trukket i ulike retninger. For finansinstitusjonene vil det generelt kunne være mer krevende å forholde seg til flere tilsynsorgan – med ansvar for ulike deler av institusjonenes virksomhet, enn til et integrert finanstilltalsorgan.

Tilsynsmyndighetene i alle land står overfor mange av de samme utfordringene og oppgavene, uansett størrelse på landets finansielle sektor eller økonomi for øvrig. Oppfølging av et stadig mer omfattende internasjonalt regelverk – ikke minst i EU-retten, og tilsyn med kompleks og sammensatt virksomhet i finansinstitusjoner, krever store ressurser og høy kompetanse hos de enkelte lands tilsynsmyndigheter. Særlig for Norge og andre mindre land, kan et integrert tilsynsorgan fra dette ståstedet ha fordeler framfor en mer oppdelt struktur. Flere tilsynsorgan vil måtte innebære en fare for kompetansefragmentering, og spredning av knappe ressurser.

Utvalget viser til at Norge samlet sett har gode erfaringer med å ha et integrert finanstilltalsorgan, og til at en rekke forhold taler for et integrert tilsyn også i årene framover. Utvalget mener at Finanstilltalsynet fortsatt bør ha ansvar for forbrukerrelatert tilsyn og regelverksutvikling, særlig ut fra hensynet til konsistent og helhetlig regulering og tilsynspraksis, men også ut fra at Norge er et lite land med begrensede ressurser på tilsynsområdet. En samlet finanstilltalsorgan, med et sterkt fagmiljø og et ansvar for hele finanssektoren, har stor gjennomslagskraft overfor markedsaktørene og andre deler av forvaltningen, bl.a. gjennom tilrådninger om regelverk o.l. basert på en helhetlig avveining av ulike hensyn. Det bidrar til å styrke forutsetningene for finansiell stabilitet,

¹² Utvalget har kun vurdert tilsynsmyndighetenes oppgaver og mandat knyttet til forbrukerspørsmål, velfungerende markeder og finansiell stabilitet, da det først og fremst disse tre områdene som er aktualisert av finanskrisen.

¹³ Finansdepartementet, Norges Bank og Finanstilltalsynet avholder jevnlig trepartsmøter på høyeste embetsmannsnivå.

¹⁴ Finanstilltalsynet har i dag et visst formalisert samarbeid med Forbrukerrådet som bl.a. innebærer jevnlig møter.

¹⁵ Se f.eks. G30 (2008) for en nærmere drøfting og vurdering av ulike tilsynsmodeller.

og forbrukernes tillit til finanssystemet. Utvalget viser for øvrig til at Finanstilsynet bør få et lovfestet ansvar for å ivareta forbrukernes interesser og rettigheter i finansmarkedene, jf. utvalgets forslag ovenfor.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Flesland, Hippe, Lindholt, Reegård og Tranøy, mener Finanstilsynet vanskelig kan ivareta både nærings- og soliditetshensyn på den ene side, og hensynet til etterspørselsiden (herunder forbrukere) på den andre, samtidig på en fullgod måte. Innslaget av kompliserte produkter og stor informasjonsasymmetri må anses som en særlig utfordring i finansmarkedet. Muligheten for ubalanser i forholdet mellom tilbudsside og etterspørselsside har også

vist seg i praksis, særlig internasjonalt, men også i det norske markedet. Dette taler etter mindretallets syn for en egen institusjon som kan kombinere rollen som tilsynsorgan og kompetansesenter, med særlig vekt på spare- og investeringsprodukter i et forbrukerperspektiv. Av hensyn til effektivitet og tilgang på den tilstrekkelige kompetanse vil en slik institusjon lettest kunne etableres i tilknytning til et eksisterende fagmiljø. De mest nærliggende aktuelle muligheter er, i tillegg til Finanstilsynet, Forbrukerombudet og Konkurransetilsynet. Mindretallet foreslår på denne bakgrunn at den nærmere utforming av mandat, arbeidsoppgaver og organisatorisk løsning for en slik institusjon utredes nærmere.

Kapittel 15

Bedre skattlegging av finansiell sektor

15.1 Innledning

Risikoer, svakheter og sårbarheter som er avdekket i finanssektoren som følge av erfaringene fra finanskrisen søkes i første rekke håndtert gjennom endringer i finansmarkedsreguleringen. Dette vil være den mest effektive tiltaksformen, og bygger på en lang reguleringstradisjon både internasjonalt og nasjonalt.

Skatter og avgifter har som politikkinstrument andre egenskaper enn regulering, og kan bidra til økt fleksibilitet og handlingsrom i den samlede, nasjonale politikken overfor finanssektoren. I noen sammenhenger kan skattlegging være et godt supplement eller alternativ til direkte regulering for å påvirke finanssektorens virkemåte.

Skatt og regulering kan hver for seg påvirke risikoen i det finansielle systemet. Direkte regulering er særlig egnet til å regulere virksomheten i juridiske enheter, særlig der disse er underlagt konsesjon og tilsyn, slik finansinstitusjonene er. Skatter kan påvirke risikoen i det finansielle system mer indirekte, gjennom å påvirke insentivene til aktørene i økonomien.

Om skatt eller regulering bør benyttes, bør vurderes konkret ut fra hvilket virkemiddel som er mest hensiktsmessig og ikke minst hva som er juridisk og praktisk gjennomførbart. I denne sammenheng er det også relevant at det formelle, nasjonale handlingsrommet i skattepolitikken er større enn det er i finansmarkedsreguleringen, selv om konkurransehensyn kan begrense det reelle handlingsrommet i like stor grad for begge virkemidler.

Etter finanskrisen har det vært en internasjonal debatt om skatte- og avgiftslegging av finanssektoren kan være egnet til å redusere sannsynligheten for kriser, og til å bygge opp evne til å håndtere nye finanskriser. I dette kapitlet drøfter utvalget problemstillinger hvor skatt kan være et mer treffsikkert virkemiddel enn direkte regulering. Det kan bl.a. gjelde problemstillinger knyttet til sektorens størrelse, den implisitte statsgarantien knyttet til systemviktighet og skadelige aktiviteter i sektoren.

Selv om statsfinansene i Norge er bedre enn i de aller fleste land, viser Finansdepartementets langsiktige framskrivninger at også Norge har behov for å styrke offentlige finanser. Utvalget har imidlertid ikke vurdert skattlegging av finanssektoren ut fra dette utgangspunktet, men lagt vekt på de tilfeller hvor endret beskatning kan være egnet til å vri atferden i finansmarkedene i samfunnsøkonomisk gunstig retning, og således være et nyttige supplement til finansmarkedsreguleringen.

15.2 Lærdommer fra finanskrisen

15.2.1 Sektoren belastes ikke fullt ut for kriserisikoen

Samfunnsøkonomiske gevinster eller kostnader forbundet med økonomisk aktivitet som ikke gjenspeiles i markedsprisene, og som det derfor ikke er grunn til å anta at markedsaktørene tar tilstrekkelig hensyn til, kalles eksternaliteter. Forurensing er f.eks. en negativ eksternalitet ved produksjon og konsum av enkelte varer og tjenester, som bl.a. gjennom særskilt skatte- og avgiftslegging i stor grad er internalisert hos markedsaktørene. Dette innebærer at de blir belastet for de samfunnsøkonomiske kostnadene så vel som de privatøkonomiske kostnadene.

De negative eksternalitetene fra aktivitet i finanssektoren er betydelige. Eksternalitetene er først og fremst knyttet til de ulike aktørenes bidrag til oppbygging av risiko i finanssystemet og økonomien, den faren for kriser det medfører og faren for sosialisering av store tap. En erfaring fra finanskrisen er at myndighetene, gjennom sin virkemiddelbruk, ikke korrigerer godt nok for avviket mellom privatøkonomiske og samfunnsøkonomiske kostnader. Dermed ble ikke de ulike aktørenes bidrag til kriserisikoen reflektert i markedsprisene, og de ble heller ikke tatt tilstrekkelig hensyn til av beslutningstakerne i finansinstitusjonene.

På denne måten blir aktiviteten i finanssektoren vridd i retning av en ugunstig samfunnsøko-

nomisk tilpasning, der sektoren blir for stor og det blir tatt for høy risiko. Finansinstitusjoner som er så store og/eller komplekse at de på mange måter kan sies å ha en implisitt statsgaranti, forsterker problemet.¹ I tillegg til at den samfunnsmessige kostnaden ikke belastes fullt ut i utgangspunktet, får de største og mest komplekse institusjonene i praksis en form for subsidie som gjør det lønnsomt å ta høyere risiko.

Større banker får generelt en betydelig bedre kredittvurdering (rating) enn mindre banker, pga. antakelser om en implisitt statsgaranti. Dette er nærmere omtalt i kapittel 16.

15.2.2 Sektorens størrelse og vekst har stor betydning

En finanssektor som utgjør en stor andel av et lands økonomi kan representere en risiko for landet. For det første kan en stor finanssektor gjenspeile høy gjeldsbelastning eller ubalanser i den innenlandske økonomien. Høy gjeldsgrad gir en sårbarhet som øker faren for finansielle og økonomiske kriser og fører til at krisen blir dypere når den først treffer. For det andre kan et lands finanssektor bli stor sammenlignet med landets økonomi dersom institusjonene i sektoren har stor eksponering mot utenlandske markeder. Det gjør den innenlandske økonomien mer sårbar for forstyrrelser i andre land enn tilfellet er ved eksponeringer gjennom andre sektorer av økonomien.²

Når finanssektoren blir stor, kan det svekke statens evne til å støtte opp under sektoren – og økonomien for øvrig, i perioder med ustabilitet. Det kan svekke markedenes tillit til institusjonene i sektoren, noe som igjen kan bidra til ustabilitet. Som nevnt i kapittel 11, kan finanssektoren sies å være *for* stor når en krise i sektoren truer et lands stabilitet og verken nasjonale myndigheter eller øvrige sektorer er i stand til å rydde opp og håndtere sjokket. Finanssektoren er i denne sammenheng i en særstilling, da problemer i denne sektoren i langt større grad enn problemer i andre sektorer kan ha alvorlige systemvirkninger i den innenlandske økonomien og påføre staten store økonomiske forpliktelser. Denne risikoen manifesterte seg bl.a. i Irland og på Island, der finanssektorene utgjorde en stor andel av landenes økonomi før finanskrisen.

Finanssektoren kan vokse raskt fordi den er gjenstand for få produksjonsmessige begrensninger.

Derivater kan f.eks. i prinsippet produseres i det uendelige. Høy vekst er generelt forbundet med høy risiko fordi det representerer strukturelle endringer en ikke kjenner konsekvensene av. Det kan dessuten ta lang tid å innse feilvurderinger. Høy vekst i finanssektoren kan innebære oppbygging av sårbarheter som først viser seg når konjunktorene snur.

Det er noen spesielle trekk ved finanssektoren som kan føre til at den vokser for raskt og blir for stor. For det første er det et betydelig innslag av informasjonsasymmetri mellom kunder og finansinstitusjoner, som på forskjellig vis kan øke institusjonenes omsetning og fortjeneste. I kjølvannet av krisen er det f.eks. pekt på at finansinstitusjoner internasjonalt og i Norge solgte kompliserte og overprisede produkter og tjenester.

For det andre kan mange finansinstitusjoner nyte godt av en implisitt statsgaranti, som bl.a. reduserer institusjonenes innlånskostnader og -begrensninger. Den implisitte statsgarantien, som skyldes de potensielle systemvirkningene av problemer i institusjonene, er vederlagsfri og bidrar til økt omsetning og høyere fortjeneste. Dette er nærmere omtalt i kapittel 19.

For det tredje er finanssektoren underbeskattet sammenlignet med andre sektorer, ved at omsetning og formidling av finansielle tjenester i hovedsak er unntatt fra merverdiavgift.³ Det kan føre til at prisene på finansielle tjenester blir for høye for merverdiavgiftspliktige bedriftskunder (siden de ikke kan trekke fra en inngående merverdiavgift på slike kjøp) og for lave for personkunder og for holdingselskaper uten merverdiavgiftspliktig omsetning.⁴ Det kan igjen føre til at personkunder og holdingselskaper overkonsumerer finansielle tjenester, sammenlignet med andre varer og tjenester.⁵ Nettovirkningen av feilprisingen overfor ulike kundesegmenter er uklar, men studier antyder at unntaket bidrar til at finanssektoren blir større enn den ellers ville ha vært.⁶

For det fjerde har finanssektoren store ressurser og stor innflytelse, både økonomisk og politisk. Det kan ha bidratt til at det har blitt lagt for

³ Se avsnitt 15.4.2 for et anslag på underbeskatningen.

⁴ Et rent holdingselskap som utelukkende eier aksjer og ikke yter avgiftspliktige tjenester vil normalt ikke være avgiftspliktig, og heller ikke ha fradragsrett for inngående merverdiavgift.

⁵ Den manglende fradragsretten for finansinstitusjonene kan også bidra til uheldige tilpasninger i finanssektoren bl.a. ved at det er mer lønnsomt for institusjonene å utføre tjenester med egne ansatte, selv om tjenestene i utgangspunktet kunne produseres billigere hos andre.

⁶ IMF-administrasjonen (2010).

¹ Denne problemstillingen er nærmere drøftet i kapittel 16.

² I Norge er finanssektoren relativt sett mindre enn i mange andre land, jf. kapittel 8.

stor vekt på ekspansjon og inntjening i sektoren og at andre viktige hensyn har blitt nedprioritert ved utforming av sektorens rammevilkår.

15.2.3 Andre forhold

Skatteflukt

Såkalte skatteparadis kjennetegnes av lav reell beskatning av kapital, som følge av lave skattesatser og/eller ved at lukkede juridiksjoner vanskeliggjør normal beskatning. I NOU 2009: 19 (skattefluktutvalgets utredning) omtales skatteparadisenes betydning for finanskrisen:

«Skatteparadisene øker risikopremien i internasjonale finansmarkeder. Finanskrisen har vist at mange finansinstitusjoner hadde forpliktelser som ikke var bokført i regnskapene, der en del av forpliktelsene var registrert i skatteparadis og dermed skjermet for innsyn. (...) Skatteparadisene bidrar til økt motpartsrisiko og større informasjonsasymmetri mellom ulike aktører, noe som svekker virkemåten til det internasjonale finansmarkedet og bidrar til høyere lånekostnader og risikopremier for alle land.»

Skatteparadisene har videre betydning for de internasjonale finansmarkedene ved at kapitalgjennomstrømningen er av et slikt omfang at den påvirker nasjonale og internasjonale reguleringsgjennomslag og rekkevidde, som igjen kan bidra til finansiell ustabilitet. Ifølge NOU 2009: 19 økte internasjonale bankers posisjoner i skatteparadis forut for finanskrisen, og om lag 25 pst. av bankenes passiva utgjøres av plasseringer fra skatteparadis.⁷

Kortsiktighet i verdipapirmarkedene

Oppfatninger om at mye av den kortsiktige verdipapirhandelen har rent spekulative motiver og at den ikke er basert på fundamentale økonomiske forhold, har ansporet en internasjonal debatt om hvorvidt mye av aktiviteten i finanssektoren er til mer skade enn gagn. Herunder er det anført at overhandel i markedene i form av for mange transaksjoner, bidrar til ustabilitet, ineffektiv kapitalallokering og svekkelse av markedets integritet.

Den høye graden av likviditet som følger med mye handel i finansielle instrumenter er nyttig

opp til et punkt. Handelen gjør det lettere for foretak å hente inn kapital i markedene, tryggere for investorer å investere, og lettere å spre risiko. Enkelte frykter likevel at høy likviditet og lave transaksjonskostnader kan frikoble investeringer fra fundamentale forhold og økonomiske realiteter ved investeringsobjektene, og heller invitere til mer kortsiktige vurderinger av prisutviklingen. Ekstraordinært høy likviditet innebærer neppe en samfunnsmessig økt nytte hvis dette går sammen med et omsetningsvolum som vesentlig overstiger sluttbrukeres etterspørsel, økt volatilitet og mulighet for noen aktører å trekke ut særskilt høy profitt.

Varigheten av investorenes enkeltinvesteringer har falt jevnt over tid. Tall fra USA viser at investorer eide en aksje i gjennomsnitt i om lag sju måneder i 2007, mot sju år i 1940.⁸ De senere årene har såkalt høyfrekvent handel («high frequency trading») fått en stadig større andel av den totale handelen. Dette er ekstremt kortsiktige handler som ved hjelp av dataprogrammer søker å utnytte fortjenestemuligheter som ofte ikke eksisterer i mer enn en brøkdel av et sekund. Denne handelen anslås å utgjøre om lag 70 pst. av all aksjehandel i USA og rundt 30–40 pst. i Europa.⁹

Dersom kortsiktige forvaltere og investorer dominerer prisdannelsen, kan effektiviteten i markedet svekkes og ubalanser og prisbobler lettere bygge seg opp. Det er imidlertid vanskelig å definere hva som kan være et optimalt nivå på likviditet, og hva som er nyttig og unyttig aktivitet. Siden gode og treffsikre virkemidler for å dempe unyttig aktivitet ikke er tilgjengelig, er faren stor for at det ikke er mulig å fjerne unyttige aktiviteter uten samtidig å skade nyttige aktiviteter. Spørsmålet blir da hvor skadelige de unyttige aktivitetene er i forhold til nytten av de nyttige aktivitetene.

15.3 Handlingsrom og ytre rammer

Norge har i utgangspunktet stort nasjonalt handlingsrom i utformingen av skatte- og avgiftspolitikken, selv om også disse virkemidlene er begrenset av ulike internasjonale avtaler og forpliktelser, så som det generelle EØS-prinsippet om fri flyt av kapital i det indre marked. En viktig del av den samlede skatte- og avgiftsleggingen av finanssektoren er imidlertid å regne som finansmarkedsregulering. Som omtalt i kapittel 9, er Norge på

⁷ Banker i land som rapporterer til Bank of International Settlements (BIS).

⁸ Haldane (2010a).

⁹ Haldane (2010a).

dette området i de fleste henseender like bundet av EU-retten som EU-landene.

Merverdiavgiftsunntaket for finansielle tjenester i Norge er i stor grad utformet på samme måte som i EU, selv om merverdiavgiftsregelverket i EU ikke er bindende for Norge. Et viktig hensyn har vært at norske finansinstitusjoner bør ha tilnærmet samme rammevilkår som finansinstitusjoner i andre land i EU/EØS-området.

Enkelte andre land har valgt andre løsninger enn EU. Sør-Afrika beskatter alle gebyrbaserte finansielle tjenester og lar kundene godskrive skatten betalt på disse eksplisitte honorarene. Singapore og New Zealand har såkalt nullsats på en del innenlandske finansielle tjenester, dvs. at det er fradragsrett for inngående merverdiavgift i produksjonen av finansielle tjenester samtidig som det ikke kreves utgående merverdiavgift ved omsetning av finansielle tjenester som omsettes til avgiftspliktige næringsdrivende. I Danmark er det en avgift på lønnsutbetalingene til foretak som er unntatt fra merverdiavgift, herunder foretak i finanssektoren. Avgiften gir inntekter på om lag 5 mrd. danske kroner.¹⁰

Etter finanskrisen har det oppstått debatt om *nye skatter og avgifter* internasjonalt for å begrense finanssektorens størrelse og aktivitet, og for å trekke inn inntekter fra sektoren. Det er særlig tre hovedtyper av skatter og avgifter som er gjenstand for diskusjon i ulike fora:

- Skatt eller avgift basert på finansinstitusjonenes balanse kan være egnet til å nå noen av de samme målene som regulatoriske kapitalkrav, slik som å begrense risikotaking og belåning i forhold til egenkapitalen. Denne avgiftsformen benyttes i dag ofte i tilknytning til innskuddssikringsordninger, men kan i framtiden få bredere anvendelse, jf. nedenfor.
- Tilleggsskatt på finansinstitusjonenes overskudd og avlønning av ansatte kan utformes slik at den til en viss grad kan veie opp for at finansielle tjenester er unntatt merverdiavgift. Slik skattlegging kan også være egnet til å trekke inn en eventuell renprofitt fra finanssektoren.
- Skatt eller avgift på finansielle transaksjoner vil kunne øke transaksjonskostnadene, og således redusere handelsvolumet i markedene som omfattes av en slik avgift (og øke det tilsvarende i markedet uten avgift). Skatte- eller avgiftslegging av ulike typer av finansielle

transaksjoner diskuteres imidlertid også som en mulig ny kilde til finansiering av bl.a. bistands- og klimatiltak internasjonalt.

EU-kommisjonen har uttalt at den vil utrede mulighetene for en tilleggsskatt på finansinstitusjoners overskudd og avlønning nærmere, med sikte på å legge fram konkrete forslag innen sommeren 2011. Et sentralt spørsmål er om en slik eventuell tilleggsskatt kan være et egnet alternativ til merverdiavgift på finansielle tjenester. Kommisjonen har i denne forbindelse uttalt følgende:¹¹

«If carefully designed and implemented, an EU [Financial Activities Tax] could generate significant revenues and help to ensure greater stability of financial markets, without posing undue risk to EU competitiveness.»

I flere land er det innført eller foreslått innført ulike former for *avgifter basert på finansinstitusjonenes balanser*. Som nevnt i kapittel 10 gjelder dette bl.a. Tyskland, Sverige og Storbritannia. Formålet med avgiftene er typisk å belaste institusjonene for deres bidrag til systemrisikoen, og å finansiere kostnader forbundet med støttetiltak under kriser i enkeltinstitusjoner og finanssystemet som sådan. Som vist i tabell 14.1, er avgiftene utformet forskjellig, bl.a. når det gjelder hvilke typer institusjoner som omfattes. I Tyskland og Sverige skal avgiftsinntektene gå til oppbygging av fond, mens inntektene fra den britiske avgiften går inn i statskassen.¹² I Storbritannia skal avgiften i tillegg gi bankene insentiv til å redusere sin avhengighet av kort markedsfinansiering ved at finansiering med løpetid lengre enn ett år vil være gjenstand for en lavere skattesats.¹³

EU-kommisjonen har uttrykt bekymring for at innføring av avgifter på nasjonalt nivå i EU, med forskjellige utforminger, virkeområder og avgiftsatser, kan føre til vridninger og uheldig tilpasning i det indre markedet. Enkelte banker kan bl.a. bli utsatt for dobbelbeskatning, idet noen av de nasjonale avgiftene omfatter filialer og datterbanker av utenlandske banker, mens andre omfatter filialer og datterbanker i andre land av hjemlandske institusjoner.

¹¹ EU-kommisjonen (2010a).

¹² Også i Frankrike og Ungarn er det foreslått innført balanseavgifter som skal gi inntekter til statskassen, jf. Commission Services (2010a).

¹³ Også i Sør-Korea er det planer om å innføre en balanseavgift som vil avhenge av finansieringens løpetid.

¹⁰ Jf. Commission Services (2010b). Satsen for foretak i finanssektoren skal økes fra dagens 9 pst. til 10,5 pst. fra 2013.

Tabell 15.1 Foreslåtte og innførte balanseavgifter i noen land

	Tyskland	Sverige	Storbritannia
Inntekter	Avviklingsfond	Stabilitetsfond	Statskassen
Grunnlag	(1) Forvaltningskapital minus ansvarlig kapital og skyldnader til kunder. (2) Derivater utenfor balansen.	Forvaltningskapital minus aksjekapital og visse gjeldsinstrumenter.	Forvaltningskapital minus kjernekapital, garanterte innskudd mv.
Sats	Øker progressivt fra 0,02 pst. for banker med forvaltningskapital under 10 mrd. euro, til 0,04 pst. for forvaltningskapital over 100 mrd. euro.	0,036 pst.	0,075 pst. for gjeld med mindre enn ett års gjenstående løpetid, ellers 0,0375 pst.
Virkeområde	Tyske kredittinstitusjoner (solonivå).	Svenske kredittinstitusjoner og filialer av disse i andre land.	Kredittinstitusjoner med forvaltningskapital 20 mrd. pund eller mer, herunder britiske institusjoners samlede internasjonale balanse, samt filialer av utenlandske banker i Storbritannia.

Kilde: Commission Services (2010a) og Berg (2010).

EU-kommisjonen har derfor foreslått at det innføres felles EU-regler for slike balanseavgifter, knyttet til oppbygging av avviklingsfond og et nytt EU-regelverk om kriseforebygging og krisehåndtering, jf. nærmere omtale i kapittel 20. Kommisjonen har uttrykt følgende målsetning for den samlede pakken med nye regler:¹⁴

«The overriding objective of a European resolution framework should be that ailing institutions of any type and size, and in particular systemically important institutions, can be allowed to fail without risk to financial stability whilst avoiding costs to taxpayers.»

Ifølge Kommisjonen bør avgiftene, på samme måte som innskuddsgarantiavgifter, innbetales til den enkelte institusjons hjemlandsmyndigheter (inkludert avgift for virksomheten til institusjonenes filialer i andre land).¹⁵ EU-kommisjonen tar sikte på å legge fram et konkret lovforslag om harmonisering av krisehåndteringsregelverk, herunder avgifter til avviklingsfond, i løpet av våren

2011. Det er signalisert at grunnlaget for disse avgiftene kan bli forvaltningskapital fratrukket ansvarlig kapital og garanterte innskudd.¹⁶

Som omtalt i kapittel 10, er det også foreslått endringer i EUs innskuddsgaranti direktiv, som bl.a. innebærer at innskuddsgarantiavgifter skal baseres på risikoen i den enkelte bank.

Flere land har eller har hatt ulike former for *avgiftslegging av finansielle transaksjoner*. Storbritannia har f.eks. siden 1986 hatt en såkalt «stamp duty» (dokumentavgift) på aksjetransaksjoner. Finansielle mellommenn og børsmedlemmer er imidlertid unntatt fra avgiften, slik at det i praksis er en forholdsvis liten del av handelen som faktisk avkreves avgift.¹⁷ Sverige innførte for en kort periode en avgift på aksjetransaksjoner på midten av 1990-tallet. Avgiften bidro til at en stor del av verdipapirhandelen forsvant fra Sverige til London-børsen og andre internasjonale finanssentra.

¹⁴ EU-kommisjonen (2010b).

¹⁵ EU-kommisjonen (2010b).

¹⁶ EU-kommisjonen (2010b) og Commission Services (2010a).

¹⁷ Ifølge «Stamp Taxes Manual» fra HM Revenue & Customs gjelder unntaket «all purchases made by a recognised intermediary on the Exchange by which that intermediary is recognised, but not to any purchases made elsewhere».

Boks 15.1 Tidligere avgifter på aksjeomsetning i Norge

I 1988 ble det innført en avgift på aksjeomsetning i Norge. Avgiften utgjorde 1 pst. av omsetningsverdien til aksjene og ble fordelt med 0,5 pst. på sluttseddelen (fakturaen som sendes fra megler til den som har kjøpt eller solgt aksjer) til henholdsvis kjøper og selger. Avgiften gjaldt børstoterte aksjer, og omfattet alle som handlet på Oslo Børs, også utlendinger. Avgiften ble fjernet i 1989 som ledd i en tiltakspakke for å bedre næringslivets tilgang til risikokapital. Omsetningen av aksjer falt i 1988, men det er vanskelig å vurdere avgiftens isolerte effekt fra andre forhold som påvirket omsetningen. Blant annet var det et kraftig fall i aksjekursene internasjonalt og i Norge høsten 1987, og et økonomisk tilbakeslag gjennom hele 1988.

Også før 1970 og i perioden 1974–1977 var det en avgift på aksjeomsetning i Norge.

Også i Norge har det tidligere vært avgift på aksjeomsetning, jf. boks 15.1.

Som en følge av erfaringene fra finanskrisen er det kommet forslag om – og dels blitt gjennomført – ny regulering av godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner internasjonalt, med formål å redusere overdreven risikotaking. EU har f.eks. vedtatt endringer i kapitalkravsdirektivene som bl.a. innebærer krav til utformingen av godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, jf. nærmere omtale i kapittel 16. På skattesiden har noen land innført midlertidig skattlegging av bonusutbetalinger i finansinstitusjoner, bl.a. Storbritannia og Frankrike.

G20-landene har fått ulike former for ny og alternativ skattlegging av finanssektoren utredet av IMF-administrasjonen, og har drøftet spørsmålet på sine toppmøter. Landene ble imidlertid ikke enige om en felles tilnærming da saken skulle avgjøres i juni 2010, men uttalte følgende:¹⁸

«...we recognized that there is a range of policy approaches. Some countries are pursuing a financial levy. Other countries are pursuing different approaches. We agreed the range of approaches would follow these principles:

- Protect taxpayers;

- Reduce risks from the financial system;
- Protect the flow of credit in good times and bad times;
- Take into account individual countries' circumstances and options; and,
- Help promote a level playing field.»

En gruppe i FN-regi som består av representanter fra om lag 60 land og diverse organisasjoner, «Leading Group on Innovative Financing to Fund Development», har nedsatt en arbeidsgruppe, «Task Force on International Financial Transactions for Development», bestående av representanter fra 12 land – deriblant Norge. Arbeidsgruppen ga en internasjonal ekspertgruppe i oppdrag å utrede finanstransaksjonsavgifter for å finansiere globale fellesgoder som bistand og klima.¹⁹ I rapporten ble det, under visse forutsetninger, foreslått en avgift på transaksjoner av flere valutaer (først og fremst de største valutaene) innsamlet gjennom et sentralt, multilateralt system. Ekspertgruppen konkluderte med at en slik avgift er den mest egnede formen for transaksjonsskatt når det gjelder ny finansiering av klimatiltak, bistand mv. på globalt nivå.

15.4 Utvalgets forslag

15.4.1 Stabilitetsavgift

De store endringene som vil skje i finansmarkedsreguleringen internasjonalt i kjølvannet av finanskrisen, vil bidra til at reguleringen av finanssektoren bedre gjenspeiler de potensielle skadevirkningene sektoren kan påføre samfunnsøkonomien. Det vil bidra til at avviket mellom private og samfunnsøkonomiske kostnader reduseres. Strengere kapital- og likviditetskrav vil f.eks. gjøre institusjonene mer robuste mot forstyrrelser, bedre forholdet mellom risiko og kapital, og redusere faren for kriser. Nye krisehåndteringsordninger vil kunne gjøre avviking og konkurs til en realitet for institusjoner i krise, noe som kan bøte på problemet med implisitt statsgaranti og bevisst uvørenhet.

Generelt vil ny, atferdskorrigerende skatte- eller avgiftslegging av finanssektoren kunne føre til en endring av finansinstitusjonenes aktivitetsområde og rolle i økonomien. Dersom risiko «prises» riktig, i den forstand at skattemessig og regulatorisk byrde gjenspeiler de potensielle samfunnsøkonomiske skadevirkningene, vil risikoen på en klarere måte bli prissatt i finansielle tjenes-

¹⁸ G20 (2010a).

¹⁹ Committee of Experts (2010).

ter. Det kan vri aktiviteten i finanssektoren mot mindre risikofylt virksomhet, f.eks. i retning av grunnleggende banktjenester («core banking»).

Det eksisterer i dag banksikringsordninger i de fleste land, der banker som er medlem i ordningene betaler en viss avgift for å motta bl.a. innskuddsgaranti. I Norge betaler banker som er medlem i Bankenes sikringsfond en årlig avgift basert på bankens kundeinnskudd og kapitaldekning.²⁰ Avgiftene til disse fondene har ikke til formål å gjenspeile den enkelte banks bidrag til risikoen for kriser i finanssystemet om sådan, selv om de i noen grad reflekterer risikoen i den enkelte bank, men er i det vesentlige dimensjonert for å sikre innskytternes midler i enkeltbanker som havner i økonomiske problemer. Innskuddsgarantien har en verdi for bankene som nok ofte har oversteget avgiftene bankene har betalt for den, jf. nærmere omtale i kapittel 16. Utvalget viser til at Banklovkommissjonen har fått i oppdrag å utrede en revisjon av lovgivningen om Bankenes sikringsfond, herunder foreslå en ny modell for beregning av sikringsfondsavgifter som på en bedre måte enn i dag fanger opp risikoen i den enkelte bank, og verdien av innskuddsgarantien.

Som nevnt i kapittel 10 og avsnitt 15.3, er det i EU igangsatt prosesser (forslag) med sikte på bl.a. en viss grad av harmoniserte EU-regler om avgifter til innskuddsgarantifond og til såkalte avviklingsfond. Forslag til nye regler og pågående arbeid innebærer bl.a. at disse avgiftene skal utformes likt i hele EU, og at de skal baseres på risikoen i den enkelte bank. Ut fra målsetningene synes disse avgiftene å kunne være egnede til å belaste bankene for mye av den enkelte banks bidrag til risikoen for kriser i finanssystemet og økonomien. EU-prosessene er imidlertid ikke fullført, og situasjonen kan endre seg sammenlignet med det bildet en har i dag.

I tillegg til den eksplisitte innskuddsgarantien, nyter banker og andre finansinstitusjoner godt av en implisitt garanti som det ikke avkreves vederlag for, jf. drøftingen i kapittel 16. Det at markedsaktørene forventer at staten i visse situasjoner vil iverksette støttetiltak overfor markedet eller institusjoner for å forhindre finansiell ustabilitet, har også betydelig verdi for institusjonene.

Etter utvalgets syn bør norske finansinstitusjoner ilegges en stabilitetsavgift basert på institusjonenes gjeld ut over egenkapital og sikrede innskudd, og som reflekterer eventuelle forventninger hos kreditorer om at deres risiko er redusert som følge av sannsynligheten for statlig inngripen (implisitt statsgaranti). Utvalget tilrår at norske myndigheter utreder om og i tilfelle hvordan en slik stabilitetsavgift kan gjennomføres i Norge. En slik utredning bør inneholde en vurdering av om en eventuell stabilitetsavgift bør differensieres ut fra institusjonenes størrelse og løpetiden på institusjonenes finansiering, slik som det f.eks. legges opp til henholdsvis i Tyskland og Storbritannia.

Et viktig hensyn i en slik utredning vil bl.a. være å utforme avgiften slik at potensielle, uønskede vridningseffekter begrenses. Det er en fordel om like eller lignende avgifter innføres i flere land samtidig. Dersom det ikke skulle komme gode nok EU-regler om slike avgifter, bør Norge derfor arbeide for en harmonisert tilnærming blant de øvrige nordiske landene, jf. kapittel 11. Herunder vil det kunne ha stor betydning hvilket virkeområde en eventuell avgift vil ha, og hvordan institusjoner som har virksomhet i flere land behandles. EU-kommisjonen har som nevnt uttrykt bekymring for de eventuelle virkningene av at det etableres ulike nasjonale avgifter med ulike virkeområder, jf. avsnitt 15.3 ovenfor.

Det sentrale ved en avgift som nevnt ovenfor er at den – hvis den er godt utformet og riktig dimensjonert, kan rette opp en markedssvikt, fremme finansiell stabilitet, og bidra til å finansiere statlig inngripen. Spørsmålet om inntektene fra avgiften bør legges inn i et eget fond eller gå rett i statskassen, er langt på vei et separat spørsmål. Fondsoppbygging kan lede til lite hensiktsmessig forvaltning av samfunnets samlede ressurser, og skape forventninger om at midlene er øremerket støtte til finansinstitusjoner i krise. Dersom det skapes inntrykk av at midlene er øremerket for dette formål, kan inntrykket av en implisitt statsgaranti forsterkes, særlig dersom fondet er stort. På den annen side kan fondet forsterke inntrykket av at det er en øvre grense for hvor mye midler som står til rådighet i en krisesituasjon, og at utgiftene i forbindelse med krisetiltak finansieres av de avgiftspliktige, og ikke av skattebetalerne. I Sverige er det etablert et såkalt stabilitetsfond bygget opp av en stabilitetsavgift ilagt finansinstitusjoner, mens inntektene fra avgiften i Storbritannia går direkte inn på statsbudsjettet.

En eventuell innføring av en slik stabilitetsavgift i Norge vil innebære at det etableres et todelt balanseavgiftssystem for finansinstitusjoner,

²⁰ Den årlige avgiften settes til summen av 1 promille av samlet garantert innskudd og 0,5 promille av beregningsgrunnlaget for kapitaldekningskravet, jf. banksikringsloven § 2-7. Banker med kjernekapitaldekning under 8 pst. betaler en høyere avgift enn banker med kjernekapitaldekning over 8 pst.

bestående av en sikringsfondsavgift som i dag, og en ny stabilitetsavgift basert på gjeld ut over egenkapital og sikrede innskudd. Det vil være et klart skille mellom avgiftenes formål. Inntektene fra sikringsfondsavgiften vil fortsatt være reservert innskuddsgarantien, og kan benyttes først når en bank får økonomiske problemer. Inntektene fra en eventuell ny stabilitetsavgift bør kunne finansiere tiltak bl.a. for å forhindre at det oppstår økonomiske problemer i finansinstitusjonene. Felles for avgiftene vil være at de belaster institusjonene for en verdifull garanti, eksplisitt som implisitt. Det er etter utvalgets syn viktig at avgiftene for innskuddsgarantien i størst mulig grad reflekterer risikoen i den enkelte bank, og at avgiften ikke faller bort når fondet når en bestemt størrelse. Dette omtales i kapittel 16.

Store og komplekse finansinstitusjoner representerer en tilleggsutfordring, ved at slike institusjoner i større grad enn andre institusjoner nyter godt av en implisitt statsgaranti, som bl.a. gir lavere finansieringskostnader. Hvis det innføres en stabilitetsavgift som nevnt ovenfor, vil det kunne slå kraftigere ut for slike institusjoner enn andre, og således til en viss grad bøte på et av de sentrale problemene knyttet til store og komplekse (systemviktige) institusjoner. Som nevnt i kapittel 10, er det prosesser på gang internasjonalt for å finne fram til særskilte tiltak overfor slike institusjoner, bl.a. diskuteres det tilleggskrav til kapital (for å redusere sannsynligheten for at slike institusjoner får økonomiske problemer), særskilte avgifter og avviklingsordninger.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmet Harto, er enig i at det også for norske myndigheter kan være grunn til å vurdere om finansinstitusjoner skal ilegges en avgift i tillegg til sikringsfondsavgiften. I tillegg til alle de utfordringer mht. å utforme en slik avgift slik at den blir treffsikker i forhold til formålet som det er pekt på i utredningen, vil dette medlem i tillegg peke på forhold som i en vurdering bør tillegges avgjørende vekt; finansnæringen som «infrastrukturnæring» for næringslivet og samfunnet for øvrig, vil i det alt vesentlige kunne velte slike avgifter over på sine kunder. Hensynet til kostnadsutvikling og konkurransekraft både for næringslivet generelt og for norsk finansnæring, tilsier derfor at man ikke bør foregripe en eventuell innføring av en slik avgift før man nærmere ser hvordan våre handelspartnere og konkurrentland / EU forholder seg. Norske myndigheter bør derfor avvente utviklingen i EU.

15.4.2 Finansiell aktivitetsskatt (merverdiskattlegging)

Omsetning og formidling av finansielle tjenester er i hovedsak unntatt fra merverdiavgift. Dette til tross for at Storvik-utvalget, som utredet generell merverdiavgift på omsetningen av tjenester, slo fast at de betydelige verdiene som skapes gjennom finansiering og forsikring i utgangspunktet synes godt egnet for å trekkes inn under merverdiavgiftlovens område, jf. NOU 1990: 11. Mot en innføring av merverdiavgift i finanssektoren har det blitt anført at avgiftsberegning ville by på en rekke avgiftstekniske vansker, samt disse tjenestenes avgiftsmessige stilling (unntak) i andre sammenlignbare land.

Finanssektorens unntak fra merverdiavgift er problematisk. Merverdiavgiften er hovedsaklig begrunnet ut fra behovet for å finansiere offentlig forbruk, investeringer og overføringer. I utformingen av merverdiavgiften legges det vekt på at man bidrar til minst mulig uheldige vridninger i økonomien. Fritak for merverdiavgift for finansielle tjenester bidrar imidlertid til en vridning av husholdningenes og foretakenes forbruk mot disse avgiftsfrie tjenestene – og bort fra de relativt sett dyrere, avgiftsbelagte tjenestene og varene.²¹ Dette bryter med nøytralitetsprinsippet som ligger til grunn for avgiftsutformingen, og unntaket påvirker konsumet og næringsstrukturen. Merverdiavgiftsunntaket for finanssektoren kan således føre til at en større del av samfunnets ressurser enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt allokteres til finanssektoren, og at den derfor blir for stor.

Som allerede nevnt er bakgrunnen for finanssektorens merverdiavgiftsunntak, som gjelder i Norge og i de aller fleste andre land, at det er vanskelig å fastsette et egnet avgiftsgrunnlag, herunder å måle merverdien av finansiell tjenesteyting.²² Når en finansiell tjeneste prises eksplisitt, f.eks. gjennom gebyrer eller provisjoner, er det ikke teknisk eller praktisk vanskelig å beregne merverdiavgift. Implisitte priskomponenter, f.eks. rente- og kursmarginer, vil det derimot kunne være vanskeligere å beregne riktig merverdiavgift for hver transaksjon. Finansielle tjenester som i

²¹ Særlig gjelder dette husholdninger og rene holdingsselskaper som ikke kan føre inngående merverdiavgift mot utgående.

²² I Norge gjelder unntaket omsetning av forsikringstjenester, finansieringstjenester, betalingsmidler og finansielle instrumenter o.l., samt utføring av betalingsoppdrag og forvaltning av verdipapirfond og investeringsselskap, jf. merverdiavgiftsloven § 3-6.

hovedsak prises gjennom slike marginer, så som bankinnskudd, lån og betalingstjenester, er derfor i hovedsak unntatt fra merverdiavgiftsplikt i dag.

Ifølge IMF-administrasjonen (2010) kan merverdien i finanssektoren for Norges del være i størrelsesorden om lag 2,7 pst. av BNP, eller ca. 50 mrd. kroner, i den grad dette kan tilnærmes på grunnlag av overskudd og lønnsutbetalinger i sektoren.²³ Grovt regnet kan dermed 25 pst. av denne størrelsen, dvs. om lag 12–13 mrd. kroner, illustrere inntektsbortfallet som følge av merverdiavgiftsunntaket. Det understrekes at det er stor usikkerhet knyttet til om dette kan være et realistisk mål på inntektsbortfallet, og at det nok ikke er tatt høyde for den fradragsrett for inngående merverdiavgift som ville måtte gjelde dersom finanssektoren hadde vært omfattet av merverdiavgiftssystemet på lik linje med andre sektorer.

Hensynet til at finanssektoren skal ha konkurransedyktige rammevilkår er i utgangspunktet ikke til hinder for at det enkelte land innfører merverdiavgift, selv om de fleste andre land ikke skulle ha en slik avgift. Siden merverdiavgiften følger det såkalte destinasjonsprinsippet, og betales av kjøperne av varer og tjenester i henhold til merverdiavgiftssystemet i kjøperens hjemland, vil ikke slik avgiftslegging av tjenester som tilbys og konsumeres lokalt være lett å omgå. Dette forutsetter imidlertid at en klarer å avgiftslegge import av finansielle tjenester til lokale forbrukere på en effektiv måte. Omsetning av mer mobile finansielle tjenester vil derimot trolig flyttes til land uten (eller med lavere) merverdiavgift dersom et enkeltland skulle ha innført slik avgift. Hensynet til de finansielle tjenestenes avgiftsmessige stilling i sammenlignbare land, var som nevnt også utslagsgivende for at Storvik-utvalget anbefalte at man foreløpig holdt disse tjenestene utenfor merverdiavgiftssystemet.

Etter utvalgets syn er det uheldig at tjenestene produsert i en hel sektor i praksis er unntatt fra merverdiavgift. I utgangspunktet burde forbruk av finansielle tjenester være omfattet av merverdiavgiften på samme måte som forbruk av varer og tjenester i andre sektorer, og etter finanskrisen kan forholdene ligge til rette for å vurdere unntaket for finansielle tjenester på nytt. Utvalget ser imidlertid at det kan bli svært vanskelig å finne fram til en egnet modell for merverdiavgift på finansielle tjenester i Norge.²⁴ Et eget norsk system for merverdiavgift på finansielle tjenester vil måtte fordre store utviklingskostnader, og vil tro-

lig være vanskelig å gjennomføre uten betydelige tilpasninger og samfunnsøkonomiske kostnader. Det taler for alternative løsninger, og for internasjonalt samarbeid.

EU-kommisjonen har, som nevnt, nylig uttalt seg positive til en form for tilleggsskatt på deler av finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger, som et mulig virkemiddel for å beskatte merverdien som skapes i sektoren («Financial Activities Tax», FAT). En slik skatt kan ha samme inntektsdempende effekt som en merverdiavgift, og trolig være mer treffsikker overfor tilsiktet skattegrunnlag. Den vil måtte innkreves på grunnlag av den finansielle virksomhetens regnskap, og ikke for hver enkelt transaksjon. EU-kommisjonen har varslet at den vil utrede mulighetene for å innføre en slik tilleggsskatt i EU.

Etter utvalgets syn bør norske myndigheter utrede grunnlaget for – og de eventuelle konsekvensene av – en skatt på finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger for å beskatte merverdien skapt i finanssektoren, og således korrigere for sektorens merverdiavgiftsunntak. Dersom en slik skatt utformes på en hensiktsmessig måte, kan den gi betydelige inntekter, samtidig som den kan redusere vridninger i forbruk og næringsstruktur som følge av at finansielle tjenester er underbeskattet sammenliknet med andre varer og tjenester. Utvalget understreker at et slikt skatteforslag må vurderes i sammenheng med annen beskatning av finanssektoren.

Utvalget viser imidlertid til at finansielle tjenester blir stadig mer mobile, og til at aktørene i finansmarkedene til en viss grad trolig vil kunne omgå en eventuell innføring av en tilleggsskatt på deler av finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger. Det vil derfor være av stor betydning for den praktiske gjennomførbarheten av innføringen av en slik ny skatt, at skatten kan innføres så likt og samtidig som mulig, i så mange land som mulig.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask, Berland og Harto, mener at det er tvilsomt om en slik skatt vil ha de tilsiktede effekter mht. å begrense «omfanget av uheldige tilpasninger» i form av «overforbruk» av finansielle tjenester. Finansnæringen i Norge er ikke stor. Disse medlemmer mener det er usikkert om det er behov for en slik skatt, og ser en fare for at de kostnader

²³ Basert på norsk Fastlands-BNP ved utgangen av 2009, jf. Meld. St. 1 (2010–2011).

²⁴ Mange teknisk avanserte løsninger har vært lansert i internasjonal litteratur, uten at de har fått gjennomslag. Et eksempel er å behandle alle kapitalinnstrømminger til finansinstitusjoner som merverdiavgiftspliktige kjøp, og alle kapitalutstrømminger som skattepliktig inntekt, jf. Poddar og English (1997).

finansnæringen får ved skatten primært vil ramme kundene. Disse medlemmer kan derfor ikke se at det på det nåværende tidspunkt skulle være nødvendig for myndighetene til å utrede en slik skatt.

15.4.3 Andre forhold

Skatteflukt

Skatteparadiser kan bidra til finansiell ustabilitet. I NOU 2009: 19 om skatteunngåelse mv. ble det bl.a. foreslått at Norge tar initiativ til nye regler for når en juridisk enhet skal anses for hjemmehørende i en lukket jurisdiksjon, nye regler for fordeling av beskatningsrett mellom land, og en internasjonal konvensjon som skal forhindre at stater utvikler lukkede strukturer som er egnet til å påføre tap og skader i andre jurisdiksjoner.

Etter finanskriseutvalgets syn kan slike tiltak også være egnet til å bidra til stabilitet i det internasjonale finanssystemet, og til mer velfungerende finansmarkeder. Arbeidet mot skatteunndragelse bør gis høy prioritet både nasjonalt og internasjonalt.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask og Harto, er enig i at arbeidet mot skatteunndragelser er viktig, men har vanskelig for å se at problemstillinger knyttet til «skatteparadiser» har vært relevante for finanskrisen i Norge. Spørsmålet om prioritering av dette arbeidet, bør derfor vurderes uavhengig av finanskrisen.

Virkemidler for å begrense størrelse og aktivitet

Finansmarkedsreguleringen tar i liten grad mål av seg til å regulere finanssektorens størrelse som sådan, selv om krav til bl.a. egenkapital i finansinstitusjoner innebærer visse begrensninger for vekst og størrelse. Dersom sektoren i framtiden vil bli belastet fullt ut for den risiko den utgjør for resten av økonomien, regulatorisk så vel som skattemessig, vil det kunne innebære at sektoren blir mindre.

En tilleggs-skatt basert på finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger, som drøftet i avsnitt 15.4.2 ovenfor, er også diskutert som et mulig virkemiddel for å drive inn en eventuell ekstraordinær lønnsomhet i finanssektoren (renprofitt),²⁵ gjenspeilet bl.a. i lønnsnivået i sektoren. Lønnsnivået i finanssektoren er nok først og fremst relevant fordi det etter manges oppfatning er et misforhold mellom skaden den internasjonale finanssektoren påførte verdensøkonomien, den støtte sektoren mottok fra myndighetene

Boks 15.2 Juridiske utfordringer ved en multinasjonal avgift på finansielle transaksjoner

Det er fra flere hold foreslått å innføre ulike former for multinasjonale avgifter på bestemte typer finansielle transaksjoner, så som kjøp og salg av verdipapirer, valuta mv. For at Norge skal kunne tiltre en traktat som pålegger statene å fastsette og innkreve en slik avgift, vil det være nødvendig med en grundig utredning av konstitusjonelle spørsmål vedrørende Stortingets beskatnings- og bevilgningsmyndighet. En eventuell utredning må gi svar på om en slik traktat forutsetter overføring av beskatnings- og bevilgningsmyndighet til et organ som ikke utleder sin myndighet fra Grunnloven.

Myndighet kan overføres til et internasjonalt organ, men dette forutsetter at Norge er fullt medlem i den organisasjon som skal utøve myndighet i stedet for Stortinget, samt at myndighetsoverføringen gjelder et saklig begrenset område. Slik overføring kan kreve at Stortinget samtykker med trefjerdedels flertall. Dersom de myndighetsoverførende elementene ved en eventuell traktat må anses som «lite inngripende», vil imidlertid Stortinget kunne samtykke med alminnelig flertall.

(skattebetalerne) under finanskrisen, og den fortsatt høye avlønningen etter krisen.

Utvalget har i avsnitt 15.4.1 og 15.4.2 vurdert de tiltak som utvalget mener er de mest treffsikre og gjennomførbare på skatte- og avgiftsområdet; en stabilitetsavgift og en aktivitetsskatt. Utvalget har ikke vurdert andre former for skatte- eller avgiftslegging av sektoren, så som ulike former for transaksjonsavgifter, men ønsker likevel å vise til enkelte problemstillinger i denne sammenheng.

I den internasjonale debatten om avgiftslegging av finansielle transaksjoner argumenteres det på den ene siden for at slike avgifter kan redusere ikke-produktiv og kortsiktig spekulasjon, siden investorer vil gis insentiver til å konsentrere seg om den langsiktige avkastningen på ulike prosjekter. En liten avgift vil ha liten betydning for de fleste typer av investorer, men vil kunne innebære store kostnader for de som foretar svært mange og hyppige transaksjoner (bl.a. «high frequency

²⁵ Se f.eks. IMF-administrasjonen (2010).

traders»). På den annen side vises det til at økte transaksjonskostnader vil kunne redusere likviditeten og effektiviteten i markedene. I tillegg anføres det at prisen på aksjer vil måtte bli redusert slik at kostnadene ved næringsvirksomhet vil øke, og at avgiftslegging (av mobile tjenester) lett vil føre til at handelen flyttes til jurisdiksjoner eller markedsplasser uten slik avgiftslegging.²⁶

Utvalget viser til at det generelt vil være vanskelig for enkeltland å innføre avgifter på finansielle transaksjoner, uten at det vil medføre forflytninger av handelen i finansmarkedene og konkurransemessige ulemper for det innenlandske næringslivet. I diskusjonene i ulike internasjonale fora synes det å være lagt til grunn at en eventuell innføring av slike avgifter bør skje globalt for at omgåelsesmulighetene ikke skal bli for store. Det vises også til at det er uenighet i fagmiljøene om hvorvidt avgiftslegging av finansielle transaksjoner er egnet til å fremme finansiell stabilitet, eller motvirke uønsket atferd i markedene.

Avgiftslegging av finansielle transaksjoner globalt eller multilateralt kan være egnet til å fram-

skaffe finansiering til ulike gode formål internasjonalt, så som klimatiltak og bistand. Dersom det skulle bli enighet om innføring av en eller annen form for avgift på finansielle transaksjoner på globalt eller multilateralt nivå, vil en eventuell innføring av en slik avgift neppe true den finansielle stabiliteten i det internasjonale finanssystemet. En sentral lærdom fra finanskrisen er imidlertid at aktørene i finansmarkedene er raske til å tilpasse seg endrede rammebetingelser og markedsf forhold, og at konsekvensene av denne tilpasningen ikke nødvendigvis er lette å forutse.

Utvalget viser også til at en global avgift på valutatransaksjoner, som er blant de mest omtalte av mulige transaksjonsavgifter,²⁷ vil kunne være spesielt uheldig for Norge og andre små valutaområder. Norge er en liten, åpen økonomi med egen valuta, der mange aktører i økonomien bærer valutarisiko og handler mye med utlandet. Behovet for å veksle til og fra andre valutaer vil dermed generelt være høyere i land som Norge, sammenlignet med f.eks. USA og land i eurosonen.

²⁶ Det vises til Hemmelgarn og Nicodeme (2010) for en oversikt over debatten om avgift på finansielle transaksjoner.

²⁷ Se bl.a. Committee of Experts (2010).

Kapittel 16

Bankene

16.1 Innledning

Finansinstitusjonene, og spesielt bankene, har en særegen rolle i økonomien som mellomledd mellom sparere og låntakere og som sentrale aktører i betalingssystemet. Om disse funksjonene svekkes, rammes realøkonomien.

Finansinstitusjonenes atferd var avgjørende for at finanskrisen oppsto, og for hvordan den utspilte seg. Finansinstitusjoner bidro til risikoskapning i forkant av krisen, og mange institusjoner tok større risiko enn de kunne bære. Risikoen ble forsterket av at institusjonene var eksponert mot hverandre.

For å begrense de negative konsekvensene av et finansielt system som ikke fungerer, har myndigheter i en rekke land trådt støttende til. Krisen har vist hvor dyrt det er å få et sviktende finansielt system på fote. Konsekvensene av finanskrisen og kostnadene ved å sikre det finansielle systemet viser at det er nødvendig med et mer robust finansielt system, og med ordninger der det offentlige i mindre grad må bære kostnadene når det oppstår problemer.

Norske banker har klart seg bedre gjennom krisen enn banker i mange andre land. Det henger først og fremst sammen med en gunstigere makroøkonomisk utvikling i Norge enn i de fleste andre vestlige økonomier. Strukturelle og regulatoriske forhold har også hatt betydning. I tillegg har betydelige myndighetstiltak avhjulpet problemene. Lærdommene fra den norske bankkrisen på 1990-tallet kan også ha bidratt til at norske banker har vært noe mer forsiktige i forkant av finanskrisen enn banker i andre land.

De omfattende krisetiltakene i Norge og andre land har trolig forsterket forventningene om at myndighetene også ved framtidige kriser vil gjennomføre støttetiltak. Disse forventningene kan bidra til økt risikotaking i finansinstitusjonene, og skaper i seg selv et behov for bedre regulering.

Egenskaper ved den norske banksektoren med betydning for utslagene av finanskrisen i Norge er nærmere omtalt i kapittel 8. Dette kapit-

let omhandler lærdommer fra finanskrisen relatert til banksektoren, bl.a. knyttet til bankenes soliditet og likviditet, viktigheten av en god innskuddsgaranti og utfordringene ved systemviktige finansinstitusjoner. Til slutt følger utvalgets forslag. Enkelte bankrelaterte lærdommer og forslag behandles i andre kapitler. Lærdommer og forslag knyttet til verdipapir- og pengemarkedene presenteres i kapittel 17, mens makroregulering og makrotilsyn behandles i kapittel 19. Kapittel 20 tar for seg krisehåndtering og atferdsrisiko. Skatter og avgifter er drøftet i kapittel 14.

16.2 Lærdommer fra finanskrisen

16.2.1 Behov for bedre og mer kapital

Finanskrisen utløste ikke noen soliditetskrise i Norge. Hovedårsaken er at den makroøkonomiske utviklingen i Norge har vært bedre enn i de fleste andre land. Likevel har det vært behov for økt egenkapital i norske banker som følge av økt usikkerhet om framtidige tap og krav om mer kapital fra motparter i markedet. Hadde den makroøkonomiske situasjonen i Norge vært dårligere, ville trolig behovet for kapitaltilførsel vært større.

Erfaringer fra andre land har demonstrert behovet for større egenkapitalbuffer i banksektoren, og at kapitalen må være av en type som kan tæres på under fortsatt drift. Mange banker internasjonalt hadde svært lav egenkapitalandel, bl.a. muliggjort gjennom bruk av sofistikerte modeller for risikostyring og optimistiske tapsforventninger. I tillegg var den ansvarlige kapitalen ofte av varierende kvalitet.

Reguleringen av bankenes egenkapital er noe strengere i Norge enn i andre land. Det har bidratt til at norske banker har hatt god kvalitet på egenkapitalen, og at egenkapitalandelen har vært noe høyere enn i andre land. De norske fradragsreglene sikrer f.eks. at samme kapital ikke kan regnes med flere ganger ved krysseierskap, ved at finansinstitusjonene generelt må ha 100 pst.

kapitaldekning for plasseringer i ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner.¹ Uten slike fradragsregler vil soliditetsproblemer lettere kunne spre seg fra en finansinstitusjon til en annen. Det er særlig viktig med gode regler for fradrag ved krysseierskap i land med få institusjoner og sammenvevd eierside. At norske banker i begrenset grad og forholdsvis sent tok i bruk interne modeller for beregning av kapitalbehov, kan også ha medvirket til den forholdsvis høye egenkapitalandelen.

Ny egenkapital er ikke alltid tilgjengelig i markedet, og iblant kan ny kapital bare være tilgjengelig til vilkår som eksisterende eiere ikke finner akseptable. For at bankene skal kunne ha tilstrekkelig kapital til å kunne opprettholde en fungerende utlånsvirksomhet også i perioder med betydelig uro, må det bygges opp kapitalbuffer i gode tider.

For banker som må hente ny egenkapital i markedet, vil det også ha betydning hvor lett det er å omsette bankens egenkapitalinstrumenter. Som beskrevet i kapittel 8, henter norske banker kapital i markedene ved utstedelse av aksjer og egenkapitalbevis. Egenkapitalbevis, som benyttes av mange norske sparebanker, er et relativt lite kjent instrument, særlig blant utenlandske investorer. Det kan føre til færre potensielle investorer ved en utstedelse.

16.2.2 Sårbarheter i finansieringsstrukturen

For norske banker ble finanskrisen først og fremst en likviditetskrise. Bankenes likviditetsstyring var ikke tilstrekkelig robust for uro i penge- og kapitalmarkedene. Finansinstitusjoner verden over, inkludert i Norge, hadde gjort seg sårbare ved å være avhengige av å rullere kortsiktig markedsfinansiering for å finansiere investeringer med lang løpetid. I Norge gjaldt dette særlig større banker og banker med høy utlånsvekst. Norsk banksektor var preget av stor vekst i årene i forkant av krisen. Veksten var større i Norge enn i de fleste andre vestlige land. Veksten gjorde norsk banksektor mer avhengig av markedsfinansiering.

En forholdsvis stor andel av norske bankers markedsfinansiering var i utenlandsk valuta og med utenlandsk motpart. Finanskrisen viste at markeder kan forsvinne raskt, og at risikoen ved å basere seg på finansiering som stadig må erstattes er høy.

Den klassiske likviditetskrise i en bank oppstår ved et såkalt «bank run», eller løp på banken,

der mange innskyltere ønsker å ta ut pengene sine samtidig. Gode innskuddssikringsordninger er viktige tiltak for å unngå denne typen likviditetskrise, jf. avsnitt 16.2.3 nedenfor. Denne finanskrisen har vært kjennetegnet av en annen form for løp, der banker fikk problemer med å fornye sin markedsfinansiering. Dette bidro til en negativ spiral med tillitssvikt og hamstring av likviditet, og ytterligere problemer med å fornye markedsfinansiering. En viktig lærdom er dermed at finansinstitusjoner i mindre grad bør basere seg på kortsiktig markedsfinansiering.

I likhet med i andre land, fikk banker i Norge tilgang til ekstraordinær likviditet fra sentralbanken. I Norge var også bytteordningen viktig for bankenes likviditetstilgang. Tiltakene bidro til bankenes utlånsaktivitet, til å holde markedsrenten nede og til å forhindre at solvente banker fikk likviditetsproblemer. Dersom ikke myndighetene hadde bidratt med likviditet, kunne enkelte norske banker fått betydelige problemer.

Som beskrevet i kapittel 4, ble det sommeren 2007 vanskelig å hente ny finansiering ved å utstede verdipapirer med pant i eiendeler. Da dette markedet ble svekket, var det en fordel for det norske kredittsystemet at det ikke var avhengig av å utstede slike verdipapirer for å finansiere sin virksomhet. At norske kredittinstitusjoner ikke hadde basert seg på denne formen for verdipapirisering skyldtes delvis strengere regulering i Norge enn i f.eks. USA og Storbritannia. Det er viktig å ta med seg fra krisen at strukturen til finansieringsinstrumentene er av stor betydning, og at dårlig regulering og kontroll med viktige instrumenter kan være en kime til finansiell ustabilitet.

16.2.3 Viktig med god innskuddsgaranti

Bankinnskudd er en viktig spareform for norske husholdninger. En god innskuddsgaranti gir trygghet for innskylterne. Dersom innskylterne har tillit til innskuddsgarantien og til at de raskt vil få pengene sine dersom en bank ikke lenger er i stand til å innfri sine forpliktelser, vil det redusere faren for såkalte løp på banker. Et eksempel på løp fra denne krisen var da kunder i den britiske banken Northern Rock i september 2007 sto i kø for å heve innskudd. En medvirkende årsak til løpet var at innskuddsgarantien i Storbritannia, på innskudd ut over et visst beløp, ikke gjaldt hele innskuddet. Denne «egenandelen» i den britiske innskuddsgarantiordningen var ment å invitere til at innskylterne skulle vurdere sikkerheten i bankene, men gjorde også at banker som Northern

¹ Forskrift om beregning av ansvarlig kapital § 7.

Rock hadde begrenset beskyttelse mot løp fra innskyterne, ved usikkerhet om bankenes økonomiske situasjon.

I mange land ble dekningsnivået i innskuddsgarantiordningen midlertidig eller permanent hevet under finanskrisen. I enkelte land, bl.a. Irland og Danmark, ble garantien gjort ubegrenset. De store variasjonene i dekningsnivåene mellom land skapte en uoversiktlig situasjon med risiko for plutselige forflytninger av innskudd (særlig fra store institusjonelle innskytere med store innskudd). Irske banker opplevde en kraftig tilstrømming av innskudd etter at myndighetene innførte ubegrenset innskuddsgaranti. Det bidro til høyere risiko for finansierungsproblemer i banker i andre land, og til at mange utenlandske innskytere var prisgitt den irske stats evne til å innfri garantien i tilfelle bankene skulle gå over ende. Som krisen på Island har vist, kan det bli vanskelig for et lite land å honorere så store forpliktelsler.

Den norske innskuddsgarantisordningen dekker opptil 2 mill. kroner per innskyter per bank, dersom banken er medlem i Bankenes sikringsfond.² Dette dekningsnivået er vesentlig høyere enn EUs minstekrav og dekningen i de fleste andre land.³ Innskuddsgarantidekningen ble, i motsetning til i mange land, ikke hevet i Norge under finanskrisen. Det henger sammen med at uroen i Norge var mindre enn i mange andre land og at tillitsnivået i Norge generelt er høyt. Den høye innskuddsdekningen kan også ha bidratt, sammen med finansreguleringen generelt.

Medlemskap i en innskuddsgarantiordning kan motivere banker til å ta høyere risiko enn det som er samfunnsøkonomisk tjenlig. Årsaken er at innskyterne er villig til å godta en lav rente så lenge innskuddene er sikrede, mens bankens kostnader ved alternativ finansiering er høyere jo større risiko en bank tar. Det innebærer at innskuddsgarantien er mer verdt for en bank som tar høy risiko enn for en bank som tar lav risiko, og verdien av innskuddsgarantien – alt annet like – øker for banken om den tar høyere risiko. I enkelte tilfeller kan innskuddsgarantien føre til at banker som har problemer med å skaffe markedsfinansiering, likevel kan ta imot eller beholde innskudd. Dette var tilfellet da islandske banker i 2007 og 2008 hadde problemer med å skaffe mar-

kedsfinansiering, og samtidig hentet inn betydelig finansiering gjennom sine utenlandske filialer og datterbanker. Medlemskap i garantiordninger kan f.eks. ha bidratt til en feilaktig oppfatning av at innskytere i Nederland og Storbritannia trygt kunne plassere innskudd i de islandske bankene.

Det er viktig at medlemskapsavgiften i innskuddsgarantiordninger settes på en slik måte at den samsvarer med den faktiske risikoen i den enkelte bank. Regelverket i de fleste innskuddsgarantiordninger er til en viss grad risikobasert. Medlemskapsavgiften til Bankenes sikringsfond, den norske innskuddsgarantiordningen, avhenger bl.a. av den enkelte banks kapitaldekning. Differensieringen er imidlertid begrenset, og avspeiler i begrenset grad forskjellene i risiko mellom banker.

Bankenes sikringsfond nådde i 2005 sin på forhånd fastsatte størrelse. I årene forut for finanskrisen ble det derfor ikke krevd inn ytterligere avgift fra medlemsbankene. Dermed fikk norske banker, og norske filialer av utenlandske banker, i denne perioden en gratis garanti fra fondet. Samtidig ble det norske innskuddsmarkedet etter hvert en attraktiv finansieringskilde for bl.a. de islandske bankene, som måtte betale høye risikopremier på innlån i finansierungsmarkedene.

16.2.4 Høy markedsrisiko i deler av banksektoren

Mange banker internasjonalt er blitt kritisert for at de tok høyere markedsrisiko enn det som er forenlig med kjerneoppgavene, som å motta innskudd og yte lån, samt drive betalingsformidling («core banking»)⁴. Bankene investerte i risikable eiendeler og drev aktiv forvaltning av egne midler (i noen sammenhenger omtalt som «casino banking»). De undervurderte usikkerheten forbundet med denne aktiviteten, og spesielt risikoen for særlig uheldige utfall (halerisiko). Dette kan ha sammenheng med uheldige insentiver og overdreven tro på at usikkerheten kunne kvantifiseres ved hjelp av risikomodeller. Det var f.eks. en utbredt praksis å benytte risikomodeller for markedsrisiko som i stor grad bygget på historiske sammenhenger observert i en periode der markedene fungerte på en relativt forutsigbar måte. Videre har nye instrumenter alltid vært et problem for slike modeller fordi forutsetninger

² Medlemskap i Bankenes sikringsfond er obligatorisk for alle norske banker, inkludert norske datterselskaper av utenlandske banker. Norske filialer av utenlandske banker kan søke om medlemskap i Bankenes sikringsfond.

³ EUs minstekrav til dekningsnivå var til sammenligning 20 000 euro (om lag 160 000 kroner), før det ble hevet til 100 000 euro (om lag 800 000 kroner) etter krisen.

⁴ Kjerneoppgavene til en bank kan imidlertid også inkludere å forestå f.eks. valuta- og renteforretninger for kunder. Effektivitet i slike tjenester krever trolig også en viss egen virksomhet, f.eks. prisstillerfunksjon (markedspleie).

basert på erfaringene med lignende instrumenter ikke alltid er sammenlignbare eller realistiske. Modellenes antakelser, bl.a. om utstrakt grad av risikodiversifisering via historiske korrelasjoner, viste seg ikke å holde da det oppsto uro i markedene.

Troen på, og den aktive bruken av, risikomodelleene bidro til at finansinstitusjoner kunne konstruere instrumenter som skulle inneholde en gitt risiko. Blant annet ble såkalte «collateral debt obligations» (CDOer) satt sammen på en måte som gjorde at de fikk beste mulige kredittrating, til tross for at verdien på deler av de underliggende eiendelene var usikker. Den systematiske under vurderingen av risiko bidro til gjeldsoppbygging og overdreven risikotakning i finanssektoren.

Kapitalkravene under Basel II-reglene er blitt gjenstand for den samme kritikken som risikomodelleene. Det er bl.a. blitt pekt på at den faktiske markedsutviklingen, i perioden der finanskrisens omfang akselererte, kunne utelukkes med 99 pst. sannsynlighet eller mer over en 10-dagers periode, av modeller som ble benyttet for å fastsette kapitalkrav for markedsrisiko.⁵

Bankene i Norge har, sammenlignet med banker i andre land, i liten grad drevet med egenhandel og annen typisk investeringsbankaktivitet. Etter norsk rett kan bankene maksimalt plassere 4 pst. av forvaltningskapitalen i aksjer og andeler.⁶ Norske banker har tradisjonelt holdt lite aksjer, og for de fleste norske banker har den regulatoriske begrensningen hatt liten praktisk betydning. Norske banker har også i begrenset grad investert i kompliserte verdipapirer, slik som CDOer. Bankene har heller ikke utstedt slike papirer.

Det er ingen kvantitativ begrensning i lovverket når det gjelder hva banker kan holde av rentepapirer og derivater.

Markedsrisikoen knyttet til private rentepapirer kan være høy. De fleste norske banker har en beholdning rentepapirer, som bl.a. fungerer som likviditetsbuffere. En stor del av bankenes tap under finanskrisen knyttet seg til at rentepapirer falt i verdi. Bankene i Norge hadde imidlertid lavere tap på rentepapirer enn banker i mange andre land.

Enkelte norske banker driver også virksomhet som ligner på investeringsbankvirksomhet. Bankene bistår kunder ved utstedelse av rentepapirer, og handler aktivt papirer både på vegne av seg selv og sine kunder. Under finanskrisen var norske bankers tap på verdipapirer relativt begren-

sede og ble delvis reversert av oppgangen som fulgte i markedet. Det gir imidlertid ingen garanti for at bankene ikke på sikt vil ta større risiko i slike papirer. Det samme gjelder handel med ulike former for derivater.

For at bankene skal kunne yte visse tjenester for sine kunder, som rente- og valutasikring, er det nødvendig med en viss grad av egenhandel. Risikoen knyttet til visse typer derivater kan imidlertid være vanskelig å vurdere og kontrollere.

16.2.5 Systemviktige institusjoner og implisitt statsgaranti

Dersom systemviktige finansinstitusjoner får økonomiske problemer, kan det føre til store skadevirkninger i økonomien og det finansielle systemet. En institusjon kan være systemviktig om den f.eks. står for en betydelig del av kredittilbudet i økonomien eller er en viktig motpart for andre finansinstitusjoner i systemet. Avvikling av store og komplekse finansinstitusjoner vil kunne innebære samfunnsøkonomiske kostnader som overstiger kostnadene ved å gjennomføre støttetiltak. Også institusjoner som verken er store eller komplekse kan være systemviktige, og i perioder med uro vil flere institusjoner generelt kunne være systemviktige enn i normale tider.

Finanskrisen kan ha forsterket oppfatningen om at en del finansinstitusjoner i realiteten opererer med en slags implisitt statlig garanti, der myndighetene kan være tvunget til å gripe inn før det går riktig galt. Konkursen i amerikanske Lehman Brothers i september 2008, og de store skadevirkningene denne medførte, er et eksempel på hvor ille det kan gå når en finansinstitusjon som er viktig for finanssystemets virkemåte ikke blir reddet av myndighetene. Siden konsekvensene denne gangen var så store, kan det ha blitt dannet forventninger om at myndighetene rundt om i verden i framtiden vil være enda mer bekymret for skadevirkningene fra økonomiske problemer i systemviktige finansinstitusjoner.⁷

Selv om det på kort sikt vil kunne være riktig å gjennomføre støttetiltak overfor systemviktige finansinstitusjoner som havner i økonomiske problemer, vil forventninger om denne typen inngripen kunne gi opphav til uheldige tilpasninger.

For det første vil forventninger om statlige støttetiltak dersom institusjonen får problemer,

⁵ Beregnet av Baselkomiteen.

⁶ Forretningsbankloven § 24 og sparebankloven § 24.

⁷ Problemene i mange finansinstitusjoner under finanskrisen har dessuten ført til mange sammenslåinger og oppkjøp, som har gjort gjenværende institusjoner enda større, og dermed aktualisert problemstillingen ytterligere.

Tabell 16.1 Bankkonserners rating med og uten støtteforventning

	Fitch		Moody's	
	Alene	Med støtteforventning	Alene	Med støtteforventning
DnB Nor	B	A+	C	Aa3
Nordea Bank	B	AA-	C+	Aa2
Danske Bank	B/C	A+	C	Aa3
Handelsbanken	B	AA-	C+	Aa2
SEB	B/C	A+	C-	A1

Kilde: Fitch, Moody's, Bloomberg og Norges Bank.

gjør i kombinasjon med forventninger om at institusjonen selv kan ta gevinsten dersom alt går bra, gi ledelse, eiere og kreditorer insentiver til å ta større risiko. For det andre kan forventninger om støttetiltak lede til at banken får tilgang til kapital til gunstigere vilkår enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt.

Dersom lånevilkårene til en finansinstitusjon er påvirket av forventninger om statlige støttetiltak, innebærer det en markedssvikt. Selv om det for banken og dens långivere og ratingbyrå er rasjonelt å ta hensyn til verdien av mulighetene for statlig støtte, kan dette lede til at bankene tar for stor risiko og får for store markedsandeler. Det kan vri konkurransen i favør av store, systemviktige banker.

Kredittvurderingsbyråene tar eksplisitt hensyn til sannsynligheten for, og verdien av, statlige støttetiltak overfor finansinstitusjoner og finansmarkeder i fastsettelsen av ratinger. Tabell 16.1 viser to kredittvurderingsbyråers vurdering av store nordiske banker med og uten støtteforventning.⁸ Støtteforventningen uttales også eksplisitt. I en vurdering av DnB Nor skriver f.eks. Moody's at kredittkarakterene «incorporate our assessment of a very high probability of systemic support for the bank in the event of a financial crisis».⁹ Dette gir klare holdepunkter for at bankenes kreditorer tar hensyn til forventninger om statlige støttetiltak.

Det er ikke mulig å observere direkte i hvilken utstrekning bankenes finansieringskostnader er påvirket av forventninger om statlige støttetiltak.

Ifølge en amerikansk studie er den implisitte statsgarantien verdt om lag 34 mrd. dollar årlig for de 18 største amerikanske bankene (banker med 100 mrd. dollar eller mer i forvaltningskapital), tilsvarende nesten 48 pst. av bankenes overskudd i 2009.¹⁰ I Storbritannia har en annen studie beregnet at den årlige «subsidiene» for de fem største bankene omtrent tilsvarer bankenes overskudd.¹¹

Bedre kredittvurdering gir billigere finansiering. Som vist i tabell 16.2, er det billigere å finansiere seg i obligasjonsmarkedet med bedre kredittvurdering. At differansene er høyere for bank og finans enn for alle foretak når finanskrisen er med i beregningsgrunnlaget, og omvendt når finanskrisen ikke er med, tyder på at garantier overfor banker (implisitte og eksplisitte) gjorde seg sterkere gjeldende under krisen enn i en normalsituasjon. Dette resultatet stemmer godt overens med økonomisk intuisjon, som tilsier at kreditorenes verdssetting av en implisitt støtteforventning er en stigende funksjon av sannsynligheten for støtte, altså av kritesannsynligheten.

En beregning for nordiske banker viser at forventningen om støtte har en betydelig verdi.¹² Ved å la bankens verdipapirgjeld per utgangen av 2009 representere bankens ratingsensitive gjeld, beregnes DnB Nor Banks støtteforventning til mellom 1 og 4 mrd. kroner i året. Til sammenligning hadde DnB Nor Bank i 2009 et driftsresultat før skatt på i overkant av 10 mrd. kroner. De andre store nordiske bankkonsernene anses av ratingselskapene å ha tilsvarende forventning om støtte som DnB Nor, jf. tabell 16.1. Verdien av de øvrige nordiske bankenes støtteforventning vil variere med bankenes størrelse og finansieringsstruktur,

⁸ Kredittvurderingsbyråene legger trolig mer i støttebegrepet enn kun forventningen om direkte statlig støtte til den enkelte bank.

⁹ Moody's kredittanalyse av DnB Nor ASA i november 2009.

¹⁰ Baker og McArthur (2009).

¹¹ Haldane (2010b).

Tabell 16.2 Differanse i risikopåslag (i basispunkter) mellom obligasjoner med rating A og AA

Tidsperiode	Alle foretak	Bank/finans
<i>Europa</i>		
1999–2. kv. 2007	39	31
1999–des 2010	63	79
<i>USA</i>		
1999–2. kv. 2007	29	19
1999–des 2010	38	57

Kilde: Ecowin/Merril Lynch Fixed Income.

men «prisavslaget» på finansieringen som er ratingsensitiv vil være det samme.

Beregningen illustrerer at støtteforventningen gir de store finanskonsernene billigere finansiering.¹³ Finansinstitusjoner som har gunstigere lånevilkår i markedet enn andre, vil kunne ha bedre inntjening og høyere vekst enn andre aktører. Slik kan de bli enda større, få enda bedre lånevilkår, og potensielt utgjøre en enda større trussel mot finansiell stabilitet.

Problemene i den norske banksektoren under finanskrisen var først synlig i de større bankene. Problemene i disse bankene kunne hatt store negative konsekvenser for norsk økonomi, selv om resten av banksektoren ikke hadde blitt berørt. Noen av de tjenestene som de større bankene tilbyr kan vanskelig erstattes av tilbud fra de mindre bankene. Det gjelder f.eks. rådgivnings- og formidlingstjenester til større bedrifter.

16.2.6 Avlønningssystemer ga uheldige insentiver

Uheldig utformede avlønningssystemer kan ha ført til for høy risikotaking i internasjonale finans-

¹² I beregningen er det forutsatt at bankens obligasjoner får rating AA med støtteforventning og rating A uten. Tabell 16.2 viser differansen i risikopåslag for slike obligasjoner. Differansene er hentet fra indekser for obligasjoner utstedt av et bredt utvalg foretak i Europa og USA, samt indekser som er mer spesifikke for bank og finans. For USA er en ren bankindeks benyttet, mens dataene for Europa er fra en noe bredere finansindeks. Gjennomsnittlige differanser mellom rentene i de to ulike indeksene, er videre beregnet over to ulike perioder, én relativt normal periode, og én periode som også inkluderer finanskrisen. I alt foreligger det derfor fire ulike anslag på rentedifferansen mellom gjeld med A-rating og AA-rating. Tabell 16.1 benytter Moody's og Fitch sine raterings mens 16.2 benytter raterings fra S&P. Dette skyldes informasjonstilgjengelighet.

institusjoner, og på den måten medvirket til finanskrisen.¹⁴ Systemer for insentivbasert variabel avlønning har gitt ansatte i finansinstitusjoner økonomisk motivasjon til å ta for høy risiko på institusjonenes vegne. Strukturer som har bidratt til dette inkluderer høy andel variabel lønn i forhold til fastlønn, kortsiktig resultatmåling, begrenset eller ufullstendig justering av resultater for risiko, manglende kontrollfunksjoner og manglende uavhengighet både i fastsettelse og kontroll av avlønningssystemer.

Løpetiden i insentivlønnsavtaler i finansinstitusjoner har typisk vært kort, noe som har bidratt til betydelig risikoasymmetri, idet løpetiden på institusjonenes investeringer foretatt av de ansatte ofte har lang løpetid. Avlønningssystemene hadde dessuten begrenset eller ingen nedside for den enkelte.

Utformingen av avlønningssystemer er i utgangspunktet opp til arbeidsgivere, i forhandlinger med arbeidstakere, innenfor rammen av den generelle arbeidsmarkedsreguleringen. Hendelsene under finanskrisen har imidlertid vært en påminnelse om finansinstitusjonenes spesielle stilling i samfunnsøkonomien, og de potensielle skadevirkninger som kan følge av overdreven risikotaking i slike institusjoner. Avlønningssystemene i finansinstitusjoner har betydning for stabiliteten i finanssystemet og i økonomien.

Også privatpersoner (forbrukere) er blitt rammet av at insentivstrukturer har vært uheldig utformet, jf. nærmere omtale i kapittel 14.

16.3 Handlingsrom og ytre rammer

Som omtalt i kapittel 10, foregår det internasjonale prosesser for forbedring av bankreguleringen. Temaet vies stor oppmerksomhet både i G20 og i EU-systemet.

¹³ Metoden som er anvendt er enkel, og resultatene er usikre. Det knytter seg usikkerhet til begge faktorene i beregningen. Det er en forenkling å anta at bankens obligasjonsgjeld går fra å være ratet AA til å bli ratet A dersom en fjerner forventninger om statsstøtte. Videre vil bankkonsernets verdipapirgjeld ha kortere gjennomsnittlig løpetid enn obligasjonene i indeksene som er benyttet. Dette siste elementet taler for at faktisk differanse med og uten støtteforventninger, er mindre enn differansene i tabell 16.2. Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) vil også være mindre ratingsensitiv enn den langsiktige gjelden uten sikkerhetsmasse. Med motsatt fortegn vil prisen på lån fra andre kredittinstitusjoner, som er en betydelig post, også avhenge av ratingen. Det vil også kundeinnskudd ut over innskuddsgarantien, finansielle derivater og ansvarlig lånekapital.

¹⁴ Se f.eks. FSF (2009).

Regelverksprossesene har som mål å gjøre bankene mer robuste ved bl.a. krav om mer og bedre kapital, større likviditetsbuffer og mer langsiktig finansiering. Det er vedtatt betydelige endringer i EU-kravene til modeller for markedsrisiko. Blant annet er det krav om at det ved fastsettelse av kapitalkrav benyttes modeller som tar utgangspunkt i data fra urolige markedsperioder, herunder utviklingen under finanskrisen. Avlønningssystemene i finansinstitusjoner er også nylig blitt underlagt nye EU-regler. Regler som vedtas i EU vil normalt implementeres i norsk rett, dersom de er relevante etter EØS-avtalen.

EU-kommisjonen har varslet at den vil foreslå nye kapital- og likviditetskrav for banker. Endringene er planlagt innført mellom 2013 og 2019, og vil kunne innebære vesentlige endringer i norsk rett. Reglene blir mest sannsynlig utformet som minimumsstandarder, og norske myndigheter står da fritt til å pålegge strengere krav. Norske myndigheter vil også ha mulighet til å implementere kravene tidligere enn EUs implementeringsfrister.

EU har vedtatt at dekningsnivået på innskuddsgarantiordningene skal fullharmoniseres i EU. Det aktuelle direktivet er ikke tatt inn i EØS-avtalen, og norske myndigheter ser det som svært viktig å beholde den nåværende norske innskuddsgarantien på 2 mill. kroner per innskyter per bank.

Som beskrevet i kapittel 15, er det i flere land innført eller foreslått innført ulike former for avgiftslegging av finansinstitusjonene, ut over innbetalningene for innskuddsgarantien. Slike avgifter har til hensikt å finansiere støttetiltak i tilfelle en ny finanskriser, men kan også utformes til å nå andre mål, så som en mer langsiktig finansieringsstruktur.

Det vurderes i ulike internasjonale fora om det bør innføres særskilt regulering av store og komplekse (systemviktige) finansinstitusjoner. FSB har som nevnt i kapittel 10 fått i oppdrag av G20-landene å utarbeide konkrete forslag til hvordan risikoen knyttet til slike institusjoner bør reduseres. Konkrete regelverksforslag foreligger ikke, men FSB har lagt fram en pakke med overordnede anbefalinger.¹⁵ Det er vanskelig å sette et mål på systemviktighet, og det er framsatt mange ulike modellforslag i den internasjonale debatten.¹⁶ I noen av forslagene brukes noen få indikatorer for å sortere finansinstitusjoner i grupper med grader av systemviktighet. EU-kommisjonen

har f.eks. foreslått å bruke bl.a. forvaltningskapital, fordringer og gjeld til andre finansinstitusjoner, størrelsen på handelsporteføljen og gebyrinntekter som slike indikatorer.

EU har vedtatt nye regler for avlønning i finansinstitusjoner, i tråd med anbefalinger fra FSB og G20.¹⁷ De nye reglene er tatt inn i EUs kapitalkravsdirektiv, som generelt innebærer minstekrav til nasjonalt regelverk (i motsetning til et fullharmoniseringsdirektiv) i hele EU/EØS-området. Også i USA blir anbefalingene fra FSB fulgt opp. EU-reglene er gjennomført i Norge, ved endringer i bl.a. finansieringsvirksomhetsloven og fastsettelse av en ny forskrift om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner. De norske reglene gjelder for alle norske banker, finansieringsforetak, forsikringsselskaper, pensjonsforetak, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og holdingsselskaper i finanskonsern, i tråd med norske myndigheters tradisjonelle vektlegging av en heldekkende og konsistent regulering. Etter EU-reglene er EU/EØS-landene bare pliktlige til å innføre krav til godtgjørelsesordninger i banker og verdipapirforetak.

16.4 Utvalgets forslag

16.4.1 Mer og bedre kapital

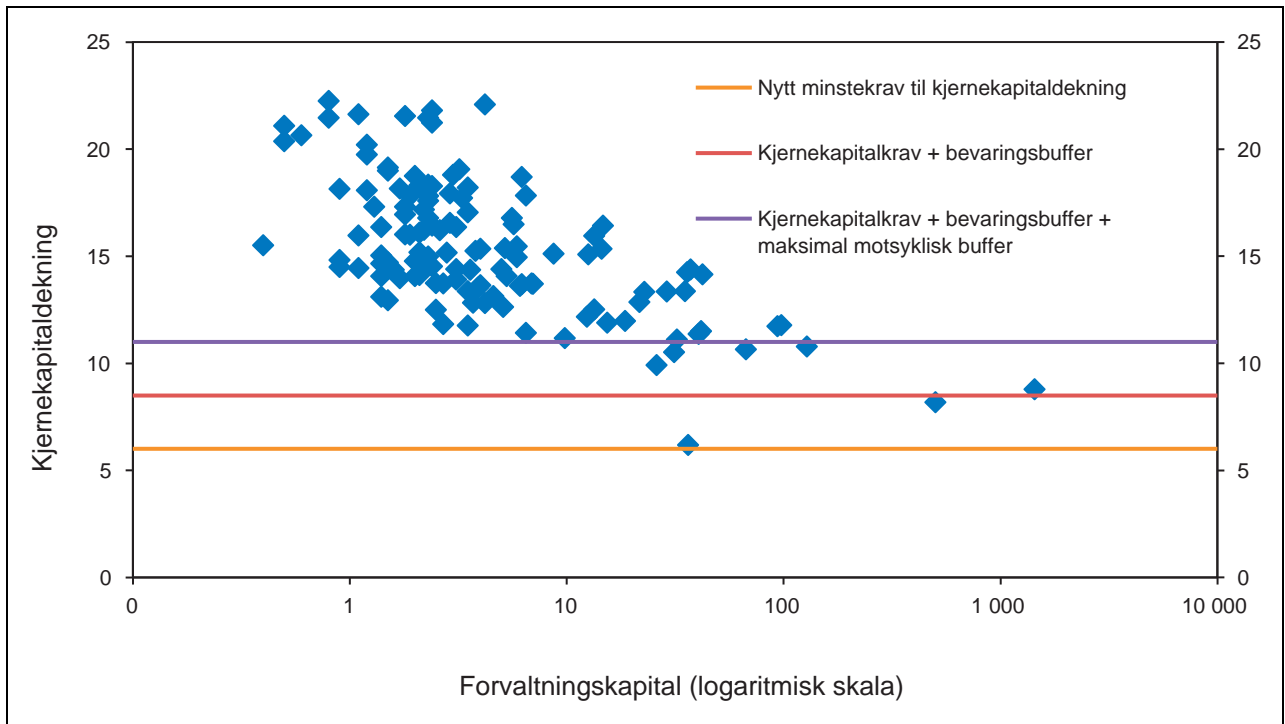
Finanskrisen har vist hvor sammenvevd det finansielle systemet er på tvers av landegrensene. Det er derfor viktig for finansiell stabilitet i Norge at finansinstitusjoner også i andre land blir mer robuste. Internasjonale reguleringsprosesser har på denne måten betydning ut over den effekten de måtte ha på reguleringen av norske institusjoner.

G20-landene har, som omtalt i kapittel 10, sluttet seg til Baselkomiteens forslag til endringer i det internasjonale kapitalkravsregelverket, ofte kalt «Basel III». I EU vil forslagene trolig bli gjennomført ved endringer i EUs kapitalkravsdirektiv, og slik også få betydning for Norge gjennom EØS-avtalen. Basel III-reglene innebærer en skjerping av kravene til bankenes kapitaldekning, og til kvaliteten på kapitalen, sammenlignet med de gjeldende Basel II-reglene. Reglene har imidlertid blitt til gjennom kompromisser mellom mange land og interessenter, og bærer preg av å være tilpasset den svake økonomiske utviklingen – og en svekket banksektor, i mange land. Det er lite som tyder på at EU vil gjennomføre strengere regler enn anbefalingene i Basel III.

¹⁵ Jf. FSB (2010b) og omtale i kapittel 10.

¹⁶ IMF (2010a).

¹⁷ Se FSF (2009).



Figur 16.1 Norske bankers kjernekapitaldekning i prosent av deres forvaltningskapital per 3. kvartal 2010
Kilde: Norges Bank.

I Norge er situasjonen en annen enn i mange andre land. Den økonomiske utviklingen er god, og institusjonene i finanssektoren er solide. Dette er i noen grad tilfellet også i de andre nordiske landene. Det gir landene en større frihet til å vurdere hva som er egnede kapitalkrav til finansinstitusjoner i lys av erfaringene fra den internasjonale finanskrisen. Andre land må i større grad ta hensyn til at landets finansinstitusjoner i en overgangsperiode har begrenset evne til å øke kapitalen, og til at økte kapitalkrav på kort sikt kan ha negative konsekvenser for den økonomiske veksten.

Regelverket for bankenes kapital består av flere elementer, jf. boks 16.1. En sammenligning av bankenes kjernekapitaldekning med de nye minstekravene (pilar 1) anbefalt i Basel III, viser at kun et fåtall norske banker vil måtte øke sin kapitaldekning på grunn av de nye minstekravene, jf. figur 16.1. Som figuren viser er det de større norske bankene som allerede oppfyller de kommende kapitalkravene i lavest grad. At de største bankene har lavest kjernekapitaldekning illustrerer behovet for særskilt regulering av systemviktige banker, jf. nedenfor.

Som beskrevet tidligere, er banksektoren i Norden svært integrert.

Utvalget tilrår at norske myndigheter arbeider for å styrke det nordiske regulerings samarbeidet, og

at man på nordisk nivå vurderer strengere kapitalkrav enn EUs minstekrav. Samarbeidet om en ensartet tilsynspraksis bør videreføres.

Slikt samarbeid i Norden bør imidlertid ikke settes som en forutsetning for at norske myndigheter stiller strengere kapitalkrav til finansinstitusjonene enn det som følger av EUs minimumskrav. Utvalget viser til at ulempene for norske finansinstitusjoner ved eventuelt å ha strengere kapitaldekningskrav enn utenlandske banker, langt på vei må antas å oppveies av at institusjonene også oppnår fordeler, bl.a. ved at høyere egenkapital normalt gir lavere lånekostnader (risikopåslag).¹⁸ Norske finansinstitusjoner har siden bankkrisen på 1990-tallet hatt gode resultater til tross for at kapitaldekningsreglene er strengere i Norge enn i mange andre land.

Dersom et nordisk samarbeid om krav ut over minimumskravene ikke fører fram, tilrår utvalget norske myndigheter å foreta en selvstendig vurdering av om det er behov for kapitalkrav ut over EUs minstekrav for norske banker. Norske myndigheter

¹⁸ Finansieringskostnadene ved høyere kapitaldekning vil bli redusert på grunn av lavere risiko og dermed lavere avkastningskrav til både egenkapital og gjeld. I teorien vil dette oppheve virkningen av at egenkapital er dyrere enn gjeld. I praksis vil ikke dette gjelde fullt ut, bl.a. fordi gjeldskostnadene i utgangspunktet subsidieres av den implisitte statsgarantien.

må sikre at norske bankers kapitalregler er hensiktsmessige og tilstrekkelig strenge, slik at norske banker minst opprettholder dagens kapitalnivå, uavhengig av utviklingen i EU. Myndighetene må vurdere hvordan eventuelle strengere regler enn EUs minstekrav skal implementeres, og om de skal utføres som strengere krav under pilar 1 eller strengere tilsynspraksis gjennom pilar 2, jf. boks 16.1.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmet Harto, mener at norske myndigheter må være tilbakeholdne med slike andre og strengere krav i Norge enn i EØS-området, og uansett avvente en endelig avklaring i EU før en slik vurdering gjøres. De samme hensyn i forhold til muligheten for overveltning av kostnader forbundet med slike tilleggskrav til kapital til kundene/norsk næringsliv gjør seg gjeldene her som i tilknytning til spørsmålet om aktivitetsskatt på finansinstitusjoner, jf. kapittel 15.

Basel III-reglene vil trolig ikke være faset fullt inn internasjonalt før i 2019. Baselkomiteens leder har sagt at land bør innføre de nye reglene raskere dersom bankene i landet går med overskudd og dersom raskere innføring ikke vil ha uønsket negativ virkning på bankenes kredittytning.¹⁹ Norsk økonomi er godt rustet for en tidlig implementering av reglene.

Utvalget tilrår at norske myndigheter snarlig tar initiativ til et nordisk samarbeid for å vurdere en raskere implementering av de nye kapitalreglene for nordiske banker. Dersom et nordisk samarbeid ikke fører fram, eller resultater lar vente på seg, tilrår utvalget at norske myndigheter vurderer å implementere de nye kapitalreglene raskere i Norge enn

¹⁹ Wellink (2010).

Boks 16.1 Basel II, interne modeller, og kapitalstyring

EUs kapitalkravsdirektiv for banker gjennomfører bl.a. anbefalinger fra Baselkomiteen for banktilsyn. Direktivene som reflekterer den andre generasjonen av slike anbefalinger, Basel II, ble innført i Norge fra 1. januar 2007, og avløste da Basel I-reglene som har vært utgangspunkt for reguleringen i EU/EØS-området siden 1988.

Basel II bygger på tre pilarer: minimumskrav til kapitaldekning (pilar 1), krav om at den enkelte bank selv vurderer eget kapitalbehov, samt eventuelle vedtak fra tilsynsmyndighetene (i Norge Finanstilsynet) om tilleggskrav ut over det som følger av pilar 1 (pilar 2), og krav om offentliggjøring av visse risikoparametere (pilar 3).

Minimumskravene under pilar 1 kan beregnes enten ut fra regelverksfastsatte, faste verdier for risiko ved ulike eiendeler (standardmetoden), eller de kan beregnes på bakgrunn av modeller utarbeidet internt i banken. Tillatelse til å benytte interne modeller kan bare gis hvis tilsynsmyndighetene mener at modellene «måler risiko på en forsvarlig måte på alle nivåer og over tid». Etter godkjenning følges modellene, kalibreringsnivåer og modellrutiner opp av tilsynsmyndighetene, bl.a. ved årlige modelloppfølgingsmøter. En overgangsordning med «gulv» for minimumskravene, basert på de tidligere Basel I-reglene, ble innført for årene 2007–2009 for å forhindre at overgangen til interne modeller medførte for store fall i kapitalkravene.

I 2009 ble denne overgangsordningen videreført på ubestemt tid.

Kapitalkravene etter pilar 1 er såkalte «harde» krav, og banken må eventuelt få dispensasjon til videre drift dersom kapitalen faller under minstekravet. Banken må derfor i en normalsituasjon ha betydelige buffere ut over minstekravet under pilar 1.

Under pilar 2 vurderer banken selv sitt kapitalbehov. Kapitalbehovet vurderes med utgangspunkt i det totale risikobildet banken står overfor, og det benyttes bl.a. stresstester for å vurdere effekten av konjunkturomslag. Kapitalbehovet beregnes etter en omfattende prosess hvor tilsynsmyndighetene deltar for å påse at kapitalbehovet beregnes på en betryggende måte. Dersom banken ikke etterkommer tilsynsmyndighetenes innspill i denne prosessen, kan det ved vedtak framsettes «harde» krav også under pilar 2.

Ofta vil minimumskravene under pilar 1 være vesentlig lavere om banken bruker interne modeller enn dersom den benytter standardmetoden. Fordi det kan fastsettes ytterligere krav under pilar 2 er det likevel ikke slik at lavere minimumskrav under pilar 1 nødvendigvis gir et lavere kapitalkrav for den enkelte bank. Sammenligning av kravene under pilar 1 og pilar 2 er ikke alltid enkelt. Det skyldes bl.a. at det kan være ulike krav til kvaliteten på den kapitalen som skal dekke kapitalbehovet under pilar 2 og kapitalkravet under pilar 1.

de internasjonale implementeringsfristene skulle tilsi.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask, Christiansen og Harto, vil i tilknytning til utvalgets forslag på dette punkt særlig peke på behovet for at en slik vurdering hensyntar konsekvensene av eventuelle særlige norske kapitalkrav, både for finansnæringens og det øvrige næringslivs konkurransevne.

16.4.2 Systemviktige institusjoner

Det er spesielt viktig at systemviktige finansinstitusjoner har tilstrekkelig kapital til enhver tid, slik at sannsynligheten for at slike institusjoner skal havne i økonomiske problemer reduseres til et minimum. Det tilsier at slike institusjoner ilegges høyere kapitalkrav enn andre finansinstitusjoner. Høyere kapitalkrav vil i tillegg kunne være egnet til å korrigere for en større eller mindre grad av fravær av nedsiderisiko for eiere og ledelse, da systemviktige institusjoner i realiteten ofte opererer med en implisitt statsgaranti. Sistnevnte kan også søkes oppnådd gjennom særskilt skattlegging, som er nærmere drøftet i kapittel 15.

Forslag om særskilte kapitalkrav for systemviktige finansinstitusjoner er en sentral del av de endringer i finansmarksreguleringen som diskuteres internasjonalt. Norge har stor interesse av et forbedret regelverk på dette området internasjonalt, og norske myndigheter bør derfor engasjere seg aktivt for å bidra til at eventuelle tiltak og regler blir så gode som mulig. Enten det er snakk om store og komplekse finansinstitusjoner som driver filialvirksomhet i Norge, eller institusjoner som er viktige for soliditeten og stabiliteten i enkeltland eller det internasjonale finanssystemet som sådan, er det ønskelig at disse underlegges en internasjonalt samkjørt regulering.

Ingen norske banker er systemviktige globalt, men de største bankene i det norske markedet har til sammen en høy markedsandel. Den største norske banken har en sentral rolle både gjennom sin størrelse og sin rolle i infrastrukturen. Det taler for at det også i Norge stilles særlige krav til banker, ut fra graden av systemviktighet, f.eks. gjennom differensiering av kapitalkrav. Fordi flere av de aktuelle bankene har hovedkontor i Sverige eller Danmark, vil det være store fordeler ved en felles nordisk regulering av systemviktige banker.

Utvalget tilrår at norske myndigheter tar initiativ til et nordisk samarbeid om regulering av systemviktige finansinstitusjoner, basert på eventuelle omforente anbefalinger eller prinsipper for slik regulering internasjonalt. Dersom de internasjonale

prosessene ikke skulle føre til gode nok tiltak, bør det vurderes særskilte tiltak på nordisk nivå.

Dersom et nordisk samarbeid om særskilte krav til systemviktige institusjoner ikke fører fram, tilrår utvalget norske myndigheter å foreta en selvstendig vurdering av om det er hensiktsmessig med strengere krav til enkelte norske institusjoner.

Kjernen i problemstillingene knyttet til institusjoner som i realiteten opererer med en implisitt statsgaranti, er at de potensielle kostnadene fra konkurs/avvikling anses som prohibitivt høye. Mye kan derfor oppnås ved å muliggjøre avvikling av slike institusjoner i tilfelle insolvens, uten at finanssystemet og økonomien som sådan påføres store skadevirkninger. Et troverdig kriseløsningsregime, der kreditorer og eiere forventes å måtte ta tap, kan fjerne støtteforventningen og dermed gjøre høyere kapitalkrav og avgifter mindre nødvendige. En forutsetning for dette er at det eksisterer infrastruktur, regelverk og planer, slik at sentrale og nødvendige funksjoner i insolvente finansinstitusjoner kan videreføres under avvikling av institusjonene. Dette er nærmere drøftet i kapittel 20.

16.4.3 Likviditetsbuffer og mer robust finansieringsstruktur

Bankenes finansiering bør bli mer langsiktig og mer diversifisert, slik at bankene kan opprettholde normal drift i kortere perioder med uro uten myndighetstiltak.

Som omtalt i kapittel 10 består de foreslåtte Basel III-reglene av viktige endringer i kravene til finansinstitusjonenes likviditet og finansiering, så vel som kravene til kapitaldekning. Det vises i denne sammenheng særlig til det foreslåtte kravet om at institusjonene minst skal ha en likviditetsbuffer stor nok til at den vil klare seg gjennom en periode på 30 dager med en viss markedsuro (svikt i finansieringsmarkedene), og til det foreslåtte kravet om langsiktig og stabil finansiering av lite likvide eiendeler (som f.eks. boliglån).

På samme måte som for de foreslåtte kapitaldekningskravene i Basel III, vil implementeringen av nye, kvantitative likviditetskrav trolig ta lang tid. Basel III-reglene vil trolig ikke være faset fullt inn internasjonalt før i 2019. Baselkomiteens leder har sagt at land bør innføre de nye reglene raskere dersom bankene i landet går med overskudd og dersom raskere innføring ikke vil ha uønsket negativ virkning på bankenes kredittytting.²⁰ Norsk økonomi er godt rustet for en tidlig iverk-

²⁰ Wellink (2010).

settelse av reglene. Siden den internasjonale finanskrisen ga seg utslag i en likviditetskrise, og ikke en soliditetskrise, for norske banker, bør nye likviditetsregler være en særlig prioritert oppgave etter krisen.

Utvalget tilrår at norske myndigheter snarlig tar initiativ til at man på nordisk nivå vurderer en raske implementering av de nye likviditetskravene for nordiske banker.

Dersom et nordisk samarbeid ikke fører fram, eller resultater lar vente på seg, tilrår utvalget at norske myndigheter vurderer å implementere de nye likviditetskravene, eller egenutviklede versjoner av de nye kravene, før de internasjonale implementeringsfristene skulle tilsi.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Christiansen og Harto, vil i tilknytning til utvalgets forslag på dette punkt særlig peke på behovet for at en slik vurdering hensyntar konsekvensene av eventuelle særlige norske likviditetskrav, både for finansnæringsens og det øvrige næringslivs konkurransevne.

Det meste av banksystemets likviditetsrisiko knytter seg til markedsfinsieringen, og særlig til den kortsiktige markedsfinsieringen. En måte å øke bankenes insentiv til å finansiere seg mer langsiktig på, vil kunne være å knytte en avgift opp mot kortsiktig finansiering. Det er imidlertid viktig at en eventuell slik avgiftslegging sees i sammenheng med den øvrige reguleringen av bankene, og at den i tilfelle utformes på en måte som gjør den vanskelig å omgå.

I kapittel 15 drøfter utvalget en ny avgiftslegging av finansinstitusjonene og foreslår følgende:

«Etter utvalgets syn bør norske finansinstitusjoner ilegges en stabilitetsavgift basert på institusjonenes gjeld ut over egenkapital og sikrede innskudd, og som reflekterer eventuelle forventninger hos kreditorer om at deres risiko er redusert som følge av sannsynligheten for statlig inngripen (implisitt statsgaranti). Utvalget tilrår at norske myndigheter utreder om og i tilfelle hvordan en slik stabilitetsavgift kan gjennomføres i Norge. En slik utredning bør inneholde en vurdering av om en eventuell stabilitetsavgift bør differensieres ut fra institusjonenes størrelse og løpetiden på institusjonenes finansiering, slik som det f.eks. legges opp til henholdsvis i Tyskland og Storbritannia.»²¹

En slik avgift vil kunne påvirke bankenes valg av finansieringsstruktur.

Banker offentliggjør kun i begrenset grad detaljer rundt egen finansieringsstruktur. Mangelen på åpenhet fører til usikkerhet rundt institusjonenes likviditetsrisiko og gjør det vanskelig å sammenligne ulike banker. Denne usikkerheten kan i seg selv bidra til økt risiko. Det hadde vært ønskelig med mer åpenhet rundt bankers finansieringsstruktur og likviditetsrisiko.

16.4.4 Innskuddsgaranti

I EU er det vedtatt at dekningsnivået i alle EU-land skal være 100 000 euro. En fullharmonisering vil redusere problemet med utnyttelse av dekningsforskjeller mellom land ved uro. Samtidig kan nasjonale særtrekk, som lønnsforskjeller, sparekultur og velferdsnivå, gjøre at det vil kunne variere fra land til land hva som er et passende dekningsnivå. Utvalget peker på at EUs fullharmoniserte dekningsnivå på 100 000 euro, er lavere i forhold til inntektsnivået i Norge enn i mange andre land. Mens garantibeløpet i EU i gjennomsnitt vil dekke 72 pst. av samlede innskudd, vil en garanti på dette nivået (100 000 euro) i Norge kun dekke 47 pst. av samlede innskudd.²² Selv med en dekning på dagens 2 mill. kroner, er bare 58 pst. av samlede innskudd dekket i Norge. Det vises i den forbindelse til at dekningsnivået i USA nylig er hevet til 250 000 dollar, som ikke er langt unna det norske nivået på 2 mill. kroner, og vesentlig høyere enn EUs nivå. I USA vil etter dette 71 pst. av samlede innskudd være dekket.

Utvalget støtter intensjonen bak fullharmonisering av dekningsnivåer. Utvalget mener at en samlet vurdering likevel taler for at Norge ikke bør redusere dekningsnivået i innskuddsgarantiordningen.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Gulbrandsen, Johnsen og Lindholt, mener dekningsnivået i den norske innskuddsgarantiordningen bør harmoniseres med det europeiske dekningsnivået. Disse medlemmer vil peke på at innskuddsgarantiens størrelse ikke bør være et konkurransevirkemiddel for banker og at garantien ikke bør ha en størrelse som kan invitere til atferdsrisiko («moral hazard») når det gjelder bankenes risikotaking.

Utvalget viser videre til at utbetalingstiden i innskuddsgarantiordninger spiller en viktig rolle. Mange innskytere vil kunne få alvorlige problemer allerede etter noen få dager uten tilgang til

²¹ Det vises til kapittel 15, avsnitt 15.4.1 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

²² Kilde: EU-kommisjonens Impact Assessment av 12. juli 2010.

innskudd og betalings tjenester. Utbetalingsperioder på flere uker eller måneder er neppe i samsvar med de fleste innskyteres forventninger om et vel fungerende banksikringssystem, og vil således kunne svekke den generelle tilliten til bankene.

Utvalget mener derfor at endringene i EUs innskuddsgaranti direktiv som innebærer at lengste tillatte utbetalingsperiode reduseres til én uke, og krav om løpende informasjonsutveksling mellom banker, tilsynsmyndigheter og sikringsfond for å muliggjøre en så kort utbetalingsfrist, er et nødvendig og riktig tiltak.

Etter utvalgets syn bør norske myndigheter påse at den maksimale utbetalingstiden i den norske innskuddsgarantiordningen reduseres til maksimalt én uke, og at det tas sikte på at maksimal utbetalingstid reduseres ytterligere i årene framover.

Det er også viktig at systemene for garanti og utbetaling av midler på tvers av landegrensene blir bedre. På dette området vil EUs nye innskuddsgarantiregler og ordninger for grensekryssende tilsynssamarbeid kunne føre til forbedringer, jf. kapittel 10.

Risikoen for bevisst uvørenhet som kan følge av innskuddsgarantiordninger kan motvirkes av en avgift som motsvarer verdien av garantien (og som derfor må avhenge av risikotakingen). Banklovkommisjonen har fått i oppdrag å utrede hvordan avgiften til Bankenes sikringsfond kan gjøres mer avhengig av den enkelte banks risiko, og hvorvidt grensen for sikringsfondets størrelse bør heves eller oppheves. Oppdraget er del av en større revisjon av sikringsfondslovgivningen. Som omtalt i kapittel 10 har EU-kommisjonen framsatt forslag til nye regler om bl.a. beregning av avgift for innskuddsgarantien og fondsoppbygging. Dette må Banklovkommisjonens arbeid ta hensyn til.

Etter utvalgets syn er det viktig at avgiftene for innskuddsgarantien i størst mulig grad reflekterer risikoen i den enkelte bank, og at avgiften ikke faller bort når fondet når en bestemt størrelse. Utvalget viser videre til viktigheten av at fondet har en hensiktsmessig og tilstrekkelig størrelse ut fra den risiko fondet i realiteten bærer.

Innskuddsgarantiordninger kan sammenlignes med forsikringsordninger, og innskuddsgarantiavgifter med forsikringspremier. I teorien kan det lønne seg for banker å melde seg inn i innskuddsgarantiordningen i urolige perioder, og ut når situasjonen er mer stabil. Det taler for at norske filialer av utenlandske banker i likhet med norske banker burde være pliktige medlemmer av Bankenes sikringsfond. I tillegg ville innskyterne hatt større trygghet for innskuddsmidlene dersom også filialene var pliktige medlemmer. En slik

plikt ville imidlertid ikke vært forenlig med EU-retten.

For å fjerne muligheten for at filialer av utenlandske banker kan spekulere mot den norske innskuddsgarantiordningen, tilrår utvalget at norske myndigheter utreder om og i tilfelle hvordan lovregler kan innføres for å forhindre at filialer melder seg inn og ut av ordningen på opportune tidspunkt.

Et mulig tiltak kan f.eks. være å kreve at det går tilstrekkelig lang tid fra medlemskapsinnvilgelse til filialen faktisk blir medlem, slik at filialer ikke kan utnytte ordningen i perioder med markedsuro. Det er også mulig med en tilsvarende forsinkelse fra utmeldingssøknaden innvilges til filialen faktisk trer ut av ordningen. Utvalget viser i denne sammenheng også til at harmoniserte innskuddsgarantiregler og dekningsbeløp på tvers av land vil redusere mulighetene til å spekulere mot gode nasjonale ordninger.

16.4.5 Avlønning

Risiko fra utformingen og virkningene av finansinstitusjoners avlønningssystemer har til nå vært undervurdert av både institusjonene selv og av myndighetene. Det er ingen grunn til at denne typen risiko skal behandles på en annen måte enn annen risiko.

Videre bør de potensielle virkningene av finansinstitusjoners avlønningssystemer ses i en større systemsammenheng. Høy risikotaking i finansinstitusjoner kan bidra til oppbygging av risiko i systemet som helhet, med tilhørende fare for smittevirkninger. Da er det ikke nok at den enkelte institusjon setter av kapital til å dekke sin egen risiko.

Finansdepartementet fastsatte i desember 2010 en forskrift om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Forskriften ligger tett opptil det som ser ut til å bli regelverket fra EU på området, jf. omtalen av de nye EU-reglene i kapittel 10. Regulering av godtgjørelsesordninger er etter utvalgets syn et viktig tiltak til fremme for finansiell stabilitet. Norske og internasjonale finansinstitusjoner blir underlagt regulering på et område som til nå ikke har vært særlig gjenstand for offentlig inngripen, noe som formodentlig vil kunne dempe faren for at avlønningssystemene fører til overdreven risikotaking. Det er en fordel at dette skjer forholdsvis synkront internasjonalt.

Utvalget viser imidlertid til den generelle lærdommen fra finanskrisen om at risikotaking alltid vil kunne flyttes til de minst regulerte markeder

og institusjonstyper, og at finansinstitusjoner har utvist stor kreativitet når det gjelder tilpasning til regelverk. Viktigere enn at institusjonene oppfyller de formelle krav som nå stilles til finansinstitusjoners avlønningssystemer, er det at tilsynsmyndighetene følger opp utviklingen og jevnlig vurderer de reelle insentivvirkningene som kan følge av måten finansinstitusjonene avlønner sine ansatte på.

Utvalget tilrår at norske tilsynsmyndigheter særlig vektlegger tilsynet med de potensielle insentiv- og risikovirkningene av avlønningssystemer i banker. Om nødvendig bør adgangen til å pålegge institusjonene tilleggskrav til kapital dersom de har avlønningssystemer som inviterer for høy risikotaking benyttes.

Utvalget mener at i systemviktige institusjoner burde reglene for avlønning utvides til å gjelde alle

ansatte, idet grensedragningen mellom ansatte med og uten betydning for institusjonenes risikoeksponering gir mulighet for uønskete tilpasninger fra institusjonenes side, og med det til en uthuling av regelverket.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask, Berland, Bjørland, Christiansen og Harto, mener at forskriften om godtgjørelse i finansinstitusjoner, som trådte i kraft 1. januar 2011, må få virke før nye tiltak settes inn.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ulltveit-Moe og Johnsen, er videre av den oppfatning at virkeområdet for forskriften om godtgjørelse i finansinstitusjoner burde vært begrenset til systemviktige institusjoner innen sektoren, eksempelvis større banker samt store meglerhus med egenhandel.

Kapittel 17

Verdipapirmarkedene

17.1 Innledning

Velfungerende verdipapirmarkeder, inkludert aksje- og obligasjonsmarkeder, er viktig for finansiell stabilitet. Dersom det blir vanskelig å utstede eller omsette verdipapirer, eller dersom verdipapirer faller mye og raskt i verdi, vil det skade økonomien. Noen trekk ved de norske verdipapirmarkedene som har hatt betydning for krisens utslag i Norge, er beskrevet i kapittel 8. I dette kapitlet søker utvalget å trekke ut lærdommer fra finanskrisen, og foreslå tiltak som kan bidra til å gjøre verdipapirmarkedene (og aktørene som utsteder og handler i dem) mindre sårbare.

17.2 Lærdommer fra finanskrisen

17.2.1 Markeder kan svikte

Finansielle kriser oppstår gjerne etter perioder med god lønnsomhet, stor optimisme og tiltakende gjeldsfinansiering. I slike perioder kan tilgangen til egenkapital og fremmedkapital (gjeld) i verdipapirmarkedene være god. Når kriser oppstår, vil mange aktører ha behov for å øke egenkapitalandelen og løpetiden på utestående gjeld.

Til en viss grad kan aktørene trygge tilgangen til ny finansiering ved å basere seg på å hente finansiering i ulike markeder og ved hjelp av ulike instrumenter. Dersom en finansiell krise rammer enkeltland eller enkeltmarkeder, vil en slik diversifisering kunne være verdifull. Finanskrisen viste imidlertid at verdipapirmarkedene i ulike land er svært sammenvevd.

Både i Norge og internasjonalt har det i perioder under finanskrisen vært vanskelig å foreta aksjeemisjoner og å utstede rentepapirer. Verdipapirmarkedet hadde i disse periodene begrenset verdi som finansieringskilde for foretak og kunne ikke erstatte kreditt fra bankene. Det skyldes bl.a. at risiko- og lønnsomhetsvurderingene påvirkes av de samme underliggende forhold, uavhengig av om långiver er bank eller en verdipapirinvestor. Sammenhengen mellom tilgang på bankfinan-

siering og finansiering i verdipapirmarkedene forsterkes av at bankene i stor grad finansierer sine marginale utlån i verdipapirmarkedene.

I Norge er markedet for rentepapirer lite, noe som gjør det sårbart for uro. Det er derfor viktig at aktører som henter finansiering i markedet, sikrer seg en forsvarlig lang løpetid på finansieringen.

De store norske bankene henter mye av sin finansiering i utlandet. Da utenlandske finansmarkeder ble rammet av finanskrisen, fikk dette raskt betydning for disse bankenes finansieringsmuligheter. Det er grunn til å tro at norske bankers markedsfinansiering for en stor del må komme fra utenlandske kilder også i tiden framover.

17.2.2 Fastsettelse av NIBOR-rentene

Pengemarkedsrentene svingte kraftig under krisen, både i Norge og i andre land. Høyere pengemarkedsrenter ga høyere finansieringskostnader for bankene, særlig for banker som i stor grad finansierte seg i markedet. Disse rentene fungerer også som referanserente for ulike derivater, lånekontrakter i verdipapirmarkedet, bankenes utlån til husholdninger og bedrifter mv. Svingningene i pengemarkedsrentene hadde dermed ikke bare en effekt på bankenes innlånskostnader, men også på en rekke andre aktører i økonomien. Særlig i tider med finansiell uro synes det viktig med et gjennomsiktig regelverk for fastsettelsen av referanserenten. Dersom det oppstår uklarheter knyttet til kvoteringen, kan det redusere tilliten til pengemarkedet og finansmarkedet mer generelt, særlig for aktører som ikke selv er direkte delaktig i fastsettelsen.

Bankene som deltar i NIBOR-fastsettelsen (kvoteringen), bestemmer selv reglene for hvilke banker som skal delta, og hvordan NIBOR-renten skal beregnes.¹ Det foreligger ikke skriftlige avtaler eller regelverk, og det er lite offentlig tilgjen-

¹ Det samme gjelder for så vidt også for fastsettelsen av referanserenter i andre valutaer.

gelig informasjon om hvordan renten fastsettes. Norges Bank har vurdert at denne praksisen er uheldig fordi det skapes inntrykk av at bankene ikke har interesse av innsyn i informasjon om hvordan renten beregnes.²

NIBOR er, som beskrevet i kapittel 8, avledet fra dollarrenten. En mulig ulempe med denne konstruksjonen er at det kan bli uklart hva NIBOR uttrykker fordi dollarrenten som legges til grunn, ikke lett kan observeres av andre aktører. En kronerente med en klar definisjon vil tydeligere kunne tolkes som den renten bankene vil kreve for å låne til hverandre i kroner uten sikkerhet.

Før krisen ble LIBOR-rentene for amerikanske dollar benyttet som grunnlag for NIBOR. Selv om LIBOR også bare er en anslått rente, er det tydelig definert hva den uttrykker.³ I løpet av krisen gikk bankene i NIBOR-panelet bort fra å benytte LIBOR som grunnlag for NIBOR. Dermed har det blitt mer uklart hva NIBOR uttrykker. En uklar definisjon av NIBOR er problematisk for foretak og andre låntakere som skal forhandle med bankene om lånebetingelser med utgangspunkt i NIBOR. En klar definisjon i termer av norske kroner vil kunne redusere denne uklarheten og gjøre det tydeligere for bankenes kunder hva som ligger til grunn for utlånsrentene de tilbys.

Det er uklart om en ren kronerente ville ha gitt mindre økning i markedsrentene for norske aktører under finanskrisen. Også i land med pengemarkeder i egen valuta steg rentepåslagene betydelig. Påslagene steg imidlertid mer for norske kroner enn for enkelte andre valutaer under krisen. Høyere påslag skal i utgangspunktet reflektere økt kreditt- og likviditetsrisiko. Det er ikke opplagt at disse typene risiki har vært større for norske banker enn for et bredt sett av utenlandske banker. Deler av påslaget og svingningene fra dag til dag kan ha sammenheng med de store svingningene i den strukturelle likviditeten i norske kroner.⁴

Fordi det er mindre låneaktivitet bankene imellom i norske kroner, kan det være vanskelig å benytte dette markedet når en referanserente skal fastsettes. Etter finanskrisen har det imidlertid heller ikke vært stor aktivitet bankene imellom i det usikrede lånemarkedet i dollar. Det er ikke gitt at en anslått dollarrente er bedre enn en anslått kronerente. En avledet rente innebærer også sårbarhet på grunn av større avhengighet av valutamarkedet.

17.2.3 Infrastruktur for oppgjør og handel

Erfaringen fra krisen er at den finansielle infrastrukturen fungerte godt. Et eksempel er valuta-markedene, som ble mindre påvirket av uroen enn mange andre markeder. To forhold ved infrastrukturen kan ha medvirket til dette. Det første er valutaoppgjørssystemet CLS («continuous linked settlement»). Med oppgjør i CLS risikerer ikke en bank å betale inn sin del av handelen uten at motparten gjør det samme. Dette var spesielt viktig i en periode da markedsaktørene var utrygge på motpartenes likviditet og soliditet. For det andre inngås det gjerne såkalte «credit support annexes» (CSAer) for valutahandler med lang løpetid. Dette er avtaler som forplikter partene til å stille marginer dersom nettoeksponeringene overstiger en viss grense.

En viktig lærdom er imidlertid at mer og bedre infrastruktur er nødvendig. Spesielt gjelder dette for handel med derivater, som i hovedsak blir inngått gjennom bilaterale avtaler. Et eksempel på infrastruktur som kan bidra til å redusere risikoen, er sentrale motparter («central counterparties», CCP), som står som mellomledd i en handel eller avtale fra den er inngått til den gjøres opp. Et annet eksempel er oppgjørssystem som sikrer at ingen risikerer å sende fra seg verdier uten selv å motta motytelsen. Det er viktig at slik infrastruktur finnes og brukes, og at den er robust i perioder med markedsuro.

Som beskrevet i kapittel 8, er norske finansinstitusjoner spesielt avhengige av velfungerende markeder for valuta- og rentederivater. Standardisering og bedre infrastruktur vil kunne bidra til at markedene for slike instrumenter er tilgjengelige og velfungerende også i urolige tider. Standardisering må nødvendigvis i stor utstrekning skje gjennom internasjonal regulering og praksis. Som beskrevet i kapittel 10, har EU-kommisjonen foreslått ny regulering for derivatmarkedene i EU. Disse reglene vil også omfatte Norge, og de vil endre rammebetingelsene for norske aktører.

² Norges Bank (2010d).

³ Fastsettelsen av LIBOR-rentene i London overvåkes av den britiske bankforeningen British Bankers Association (BBA). LIBOR er definert som «The rate at which an individual Contributor Panel bank could borrow funds, were it to do so by asking for and then accepting inter-bank offers in reasonable market size, just prior to 11.00 London time».

⁴ Strukturell likviditet er bankenes innskudds- eller låneposisjon slik den ville vært dersom Norges Bank ikke hadde brukt sine likviditetspolitiske instrumenter. I Norge svinger den strukturelle likviditeten pga store inn- og utbetalinger til og fra statens konto i Norges Bank.

17.2.4 Kompliserte og lite gjennomsiktede produkter

Under finanskrisen var det knyttet stor usikkerhet til enkelte former for verdipapirisering, jf. kapittel 8. Instrumentene var lite gjennomsiktede og det var uklart hvem som var eksponert, og mot hva. Denne usikkerheten forsterket verdifallet for de aktuelle verdipapirene og bidro til den generelle tillitssvikten i markedet.

Norske myndigheter stiller strenge krav til verdipapirisering.⁵ Regelverket forbyr ikke verdipapirisering, men kravene har gjort det lite attraktivt for norske banker å benytte seg av muligheten. Dette er et eksempel på stabilitetsfremmende trekk ved norsk regulering og tilsynspraksis.

17.2.5 Mulige destabiliserende faktorer

Summen av mye kortsiktig handel i verdipapirmarkedene kan, i visse sammenhenger, ha uønskede konsekvenser.

Shortsalg kan også virke destabiliserende under markedsuro. Høsten 2008 begrenset myndigheter i en rekke land, også i Norge, aktørenes mulighet til å foreta shortsalg i egenkapitalinstrumenter utstedt av finansinstitusjoner.⁶ De ulike lands myndigheter la til grunn at shortsalg kunne forsterke kursnedgangen i den da rådende markedssituasjonen.

Verdipapirforetak i Norge har ikke adgang til å foreta eller formidle udekket shortsalg.⁷ Stortinget vedtok i juni 2010 en lovendring som nedlegger et forbud mot å foreta udekket shortsalg, samt gir Finanstilsynet hjemmel til å nedlegge midlertidig forbud også mot dekket shortsalg.

Dekket shortsalg bidrar i første rekke stabiliserende gjennom å åpne for at ikke bare aktører som tror på en positiv markedsutvikling, men også de med mer pessimistiske forventninger vil kunne tjene på å ta posisjoner. Det kan føre til riktigere prising, til at markedene blir mer stabile og til å dempe framveksten av bobler.

⁵ Jf. finansieringsvirksomhetsloven kapittel 5.

⁶ Høsten 2008 la Kredittilsynet (nå Finanstilsynet) ned et i praksis midlertidig forbud mot shortsalg av egenkapitalinstrumenter utstedt av norske finansinstitusjoner på Oslo Børs, ved å uttale at slikt shortsalg ville være i strid med forbudet mot urimelige forretningsmetoder i den situasjonen markedet da befant seg i. Etter lovendring våren 2010 har Finanstilsynet fått en klar hjemmel for denne type tiltak.

⁷ Se kapittel 3 i Prop. 84 L (2009-2010). Dersom selgeren på salgstidspunktet ikke har sikret seg tilgangen til instrumentet, men f.eks. regner med å få lånt inn instrumentet innen oppgjørstidspunktet, er shortsalg udekket.

17.2.6 Statsobligasjonsmarkedet

Den norske staten utsteder lite statsobligasjoner sammenlignet med hva som er vanlig i andre land. Det skyldes at staten har lite behov for lån. Det at Norge har et lite statsobligasjonsmarked, kan ha bidratt til at norske investorer, inkludert banker, investerer i mer risikable verdipapirer som et substitutt for statsobligasjoner.

I hvilken grad et større norsk statsobligasjonsmarked ville hatt vesentlig betydning i møtet med finanskrisen, er en stor og komplisert problemstilling. Utvalget finner ikke grunnlag for å si at et lite statsobligasjonsmarked i seg selv hadde betydning for utslagene av finanskrisen i Norge.

Finanskrisen var imidlertid en påminnelse om at det er et beredskapselement i å opprettholde et marked for statspapirer, selv for en stat uten lånebehov. For eksempel ville bytteordningen som ble innført i forbindelse med finanskrisen, vært vanskeligere å gjennomføre dersom det ikke allerede eksisterte et marked for norske statssertifikater.

17.3 Handlingsrom og ytre rammer

Reguleringen av norske verdipapirmarkeder samsvarer i hovedsak med reguleringen ellers i Europa. Fordi handel med og utstedelse av verdipapirer lett kan flyttes til andre land og markeder, taler likeverdige konkurransevilkår for harmonisert regulering av markedene. EØS-avtalen innebærer at handlingsrommet for norsk regulering avhenger av EU-reguleringen på feltet.

Eventuelle fordeler med egne nasjonale regler på verdipapiriområdet må nøye veies opp imot mulige ulemper, som f.eks. forverring av konkurransevilkår for norske institusjoner og mulige følger for økonomisk vekst.

17.4 Utvalgets forslag

17.4.1 Åpenhet og tydeligere regler om fastsettelsen av NIBOR

Markedsaktørene er tjent med en mer gjennom-siktig struktur for fastsettelsen av referanserenter. Dette gjelder særlig for foretak og mindre banker. En mer forutsigbar og bedre definert NIBOR-fastsettelse kan også bidra til at utenlandske aktører blir mer positive til kronemarkedet. Norges Bank har oppfordret finansnæringen til å etablere et offentlig tilgjengelig regelverk for NIBOR-fastsettelsen i samsvar med beste praksis internasjonalt.

Etter utvalgets syn er det viktig med større åpenhet og tydeligere regler rundt fastsettelsen av NIBOR-rentene. Det bør i utgangspunktet være opp til de involverte markedsaktørene hvordan de ønsker at pengemarkedsrenten skal fastsettes, men reglene for fastsettelsen av NIBOR bør etter utvalgets syn inneholde en utvetydig definisjon av NIBOR, slik at det er klart hva renten uttrykker og hvordan den skal forstås i forhold til andre lands referanserenter.

17.4.2 Åpenhet om verdipapirer og markeder

Økt gjennomsiktighet og bedre tilgang til informasjon om instrumenter, infrastruktur og regulering, kan bidra til å opprettholde likviditeten i markedene i perioder med markedsuro og usikkerhet blant investorene.

Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har blitt et viktig finansielt instrument for norske kredittforetak og banker. Lettere tilgjengelig informasjon om regelverk, sikkerhetsmasse og markeds plasser kan bidra til å skape en bred og stabil investorbase for OMF. Utstederne bør selv sørge for en slik åpenhet. Norske myndigheter kan imidlertid bidra som pådriver og tilrettelegger.

Krisen har vist at likvide nasjonale markeder kan være viktige for å understøtte likviditeten i instrumenter der utenlandske investorer er aktive. Dette kan stimuleres f.eks. ved etablering av prisstillerordninger i flere markeder. Samtidig kan myndigheter bidra ved å sikre hensiktsmessig regulering av investeringsbegrensninger og mandater for innenlandske investorer.

17.4.3 Markedet for norske statsobligasjoner

For staten er det særlig to forhold som gjør det relevant å opprettholde et statspapirmarked, til tross for lavt lånebehov. For det første vil renten på statspapirer med ulik løpetid kunne danne en risikofri rentekurve som andre lån kan prises i forhold til (referanserente). For det andre er det et beredskapselement i å opprettholde et marked for statspapirer. For eksempel ville bytteordningen som ble innført i forbindelse med finanskrisen vært vanskeligere å gjennomføre dersom det ikke allerede eksisterte et marked for norske statssertifikater. Samlet sett er det derfor god grunn til å ha et tilstrekkelig stort statspapirmarked, selv når

staten i utgangspunktet ikke har lånebehov. Hva som er et tilstrekkelig stort statspapirmarked, er imidlertid vanskelig å fastslå.

Den norske finansnæringen anbefaler staten å øke utstedelsen av statsobligasjoner for å få mer velfungerende norske verdipapirmarkeder, og for å dekke ulike aktørers (i særdeleshet livsforsikringsselskapers, pensjonskassers og bankers) behov for sikre plasseringer. Selv om det i dag dannes en risikofri rentekurve i det norske statspapirmarkedet, vil økt utstedelse gjøre det lettere å handle større volumer enn i dag uten vesentlige markedsutslag. Videre vil økt utstedelse av statspapirer gi investorer større tilgjengelighet av sikre papirer, bl.a. til å dekke myndighetskrav til kapital og likviditet, utstedt i norske kroner framfor i utenlandsk valuta. Flere hevder også at et større statsobligasjonsmarked vil gjøre det lettere å etablere et større norsk marked for private obligasjoner. Slike gevinster for private aktører må imidlertid veies opp mot de kostnadene som norske myndigheter vil påføres ved utstedelse av statspapirer utover lånebehovet. Det er videre grunn til å tro at et større statsobligasjonsmarked vil kunne bidra til utvikling av et interbankmarked for norske kroner.

Økt opplåning fra staten vil måtte motsvares av en tilsvarende økning i statens kontoinnskudd i Norges Bank (og en tilsvarende likviditetstilførsel til markedet fra Norges Bank) eller i statens plasseringer i det norske verdipapirmarkedet (direkte eller indirekte). Hvis ikke vil økningen i utstedelsen av statspapirer innebære en likviditetsinn-dragning. En ytterligere statlig eksponering mot det norske verdipapirmarkedet vil innebære en kostnad i form av økt risiko for staten.

Det foregår regelverksprosesser som kan ha betydning for etterspørselen etter statspapirer på noe sikt. EU-kommisjonen har foreslått at det innføres kvantitative minstekrav til bankenes likviditetsbuffer, herunder krav om hvilke verdipapirer som kan inngå. Videre vil trolig EUs kommende solvensregelverk for forsikringsselskaper (Solvens II) få betydning for selskapenes ønske om å holde statsobligasjoner.

Utvalget tilrår at myndighetene vurderer konsekvensene av et lite marked for statsobligasjoner generelt, og i lys av regelverksendringer i EU-regi som vil implementeres i Norge de kommende årene spesielt.

Kapittel 18

Livsforsikring og pensjon

18.1 Innledning

Soliditeten i det norske pensjonssystemet er i liten grad svekket som følge av finanskrisen. I de delene av pensjonssystemet som er fondert er verdifallet som fulgte av krisen enten absorbert av pensjonsleverandørene, uten å lede til alvorlig soliditetssvikt, eller overført til kundene i form av lavere pensjonskrav (reduerte ytelser). Rettighetene i, og ytelsene fra, alderspensjonen i folketrygden er en svært viktig del av det norske pensjonssystemet. Folketrygden er imidlertid ikke fondert og rettighetene er ikke direkte avhengig av utviklingen i realøkonomien. Folketrygden er derfor ikke direkte påvirket av krisen.

Finanskrisen kan ha langsiktige virkninger for livsforsikringssektoren. En av ettervirkningene av finanskrisen synes å være at det nominelle rentenivået forblir lavt internasjonalt i lengre tid, i den grad pengepolitikken forblir ekspansiv og etterspørselen etter rentepapirer med lav risiko forblir høy.

I et lavrentescenario kan det bli utfordrende for pensjonsleverandører å oppnå en tilstrekkelig avkastning på allerede innbetalte premier, og lave renter kan medføre behov for premieøkninger for framtidig opptjening. Slike premieøkninger vil gjøre ordningene dyrere for arbeidsgiverne, og/eller gi lavere framtidige pensjonsutbetalinger til arbeidstakerne. Det kan føre til raskere overgang til innskuddsbaserte pensjonsordninger.

I et langsiktig perspektiv vil det norske pensjonssystemet være gjenstand for en rekke strukturelle endringsprosesser som vil få stor betydning for arbeidstakere, pensjonister, arbeidsgivere og pensjonsleverandører – og for finansiell stabilitet. Folketrygdreformen innebærer bl.a. at alderspensjonsutbetalingene vil bli justert for forventet levealder, noe som vil føre til at den årlige pensjonen kan bli relativt lavere for den enkelte, siden en gitt pensjonskapital skal fordeles over et forventet økende antall utbetalingsår. Det kan igjen gi økt etterspørsel etter privat pensjonssparing. Samtidig får innskuddsbaserte pensjonspro-

dukter en mer framtreddende rolle i det norske pensjonssystemet, med stadig mer pensjonskapital forvaltet med markedsrisikoen på den enkelte arbeidstaker og pensjonists hånd.

I en framtidig krise av samme omfang som denne finanskrisen, kan pensjonssystemet i Norge påvirkes slik at den enkeltes pensjon reduseres vesentlig. Dette kan gi seg utslag i økt sparing, økt utrygghet for pensjon og økt arbeidstilbud, særlig blant eldre. Selv om slike tilpasninger kan være fornuftige for den enkelte, kan de bidra til å forverre en krise i økonomien.

Egenskaper ved det norske pensjonssystemet med betydning for utslagene av finanskrisen i Norge er nærmere drøftet i kapittel 8.

I dette kapitlet drøfter utvalget hvilke lærdommer som på dette området kan og bør trekkes fra finanskrisen, og hvilket handlingsrom som finnes til å følge opp disse lærdommene. Til slutt følger utvalgets forslag. Utvalget har begrenset sin drøfting til spørsmål av betydning for hensynet til arbeidstakere, pensjonister og arbeidsgivere, og for forutsetningene for finansiell stabilitet.

Fordi pensjonssystemet og pensjonsmarkedet vil være gjenstand for store endringer i årene som kommer, vil en lignende krise i framtiden gi andre utslag via pensjonssystemet enn det som var tilfellet under denne krisen. Utvalget har derfor lagt vekt på å finne fram til forslag som kan bidra til å forhindre at norsk økonomi, som følge av utviklingen i pensjonssystemet, blir mer sårbar overfor nye kriser.

18.2 Lærdommer fra finanskrisen

18.2.1 Innskuddsbaserte pensjonsprodukter og markedsrisiko

Variierende markedsforhold kan ha stor betydning for pensjonsutbetalingene fra innskuddsbaserte pensjonsordninger, siden arbeidstakerne oftest bærer risikoen for verdiutviklingen på pensjonskapitalen i slike ordninger. I land der arbeidstakerne hadde oppspart en stor andel av sin pen-

sjonskapital i innskuddsordninger, og der mange pensjonister fikk det meste av sin pensjon fra slike ordninger, virket finanskrisen direkte inn på mange husholdningers inntekt og pensjonskapital. Det kan ha forsterket den økonomiske tilbakegangen i disse landene.

Dette har, som omtalt i kapittel 8, ikke spilt en stor rolle i Norge under denne finanskrisen. Det vil endre seg i framtiden. Arbeidstakere og pensjonister vil i løpet av noen få år trolig ha vesentlig mer kapital i innskuddsbaserte pensjonsordninger enn de har i dag. Det vil innebære at den enkeltes pensjonsformue vil eksponeres for mer markedsrisiko. Samtidig innebærer den norske folketrygdreformen at den enkelte vil bli stilt overfor store og viktige valg om pensjoneringstidspunkt, kombinasjon av arbeid og pensjon mv. Til sammen stiller denne utviklingen stadig høyere krav til arbeidstakernes finansielle kunnskap og risikoforståelse.

Mer markedsrisiko på arbeidstakerens hånd øker faren for formuesvirkninger gjennom økt forsiktighetssparing i urolige tider. Dersom verdipapirmarkedene og pensjonskapitalverdiene faller, f.eks. under en periode med markedsuro og økonomisk tilbakegang, kan det føre til at arbeidstakerne ønsker å spare mer, noe som igjen kan virke kontraktivt på økonomien. Det kan igjen svekke verdien av arbeidstakernes pensjonskapital.

18.2.2 Justering av risiko og tapsbærende evne

Finanskrisen har ikke avdekket behov for å endre den norske reguleringen av livsforsikringsselskap og pensjonskasser ut fra soliditetshensyn. Norske livsforsikringsselskaper reduserte under finanskrisen sin risikoeksponering framfor å hente inn ny egenkapital for å styrke den risikobærende evnen. En del av risikoreduseringen kom fra verdifall på aksjer (og verdistigning på rentepapirer), og noe fra aktivt nedsalg av aksjer. Mange pensjonskasser hentet inn ny egenkapital, og kunne derfor holde aksjeandelen høy. Det ga svært dårlige avkastningsresultater i 2008, men desto bedre i 2009.

Over tid er det klare fordeler ved pensjonskassenes strategi sammenlignet med livsforsikringsselskapenes tilpasning. En mer stabil aksjeandel, dvs. en større grad av motsyklisk rebalansering av porteføljen under varierende markedsforhold, vil kunne gi en bedre risikojustert avkastning til kundene, og potensielt virke stabiliserende på kursutviklingen i markedene. Å øke aksjeandelen i gode

tider, og så måtte redusere denne raskt ved store kursfall pga. begrenset tapsbærende evne, er ikke gunstig verken for leverandøren, kunden eller markedene.

18.2.3 Utfordringer knyttet til garanterte pensjonsprodukter

Arbeidstakere som hadde garanterte, ytelsesbaserte tjenstepensjonsprodukter ble i liten grad rammet pensjonsmessig av finanskrisen. Avkastningssvikten på den underliggende pensjonskapitalen ble absorbert av arbeidsgivere, pensjonister og pensjonsleverandører, gjennom henholdsvis høyere forsikringspremier, redusert oppregulering av løpende ytelser og trekk på egenkapitalen. Slik sett innebærer medlemskap i en ytelsesbasert tjenstepensjonsordning en tryggere posisjon for arbeidstakerne enn andre spareformer. Men også i disse ordningene ligger det betydelig, men indirekte, markedsrisiko for arbeidstakere og pensjonister. Det kommer delvis av at arbeidsgivernes evne og vilje til å betale svingende pensjonspremier vil kunne avhenge av markedsutviklingen, og delvis av at risikoen for å bli arbeidsledig øker i økonomiske nedgangstider.

Dersom markedsutviklingen fører til dårlig avkastning på den underliggende pensjonskapitalen i ytelsesordninger, kan det føre til at arbeidsgiveren må betale høyere premier til pensjonsleverandøren. Kombinert med at arbeidsgiveren av den samme ytre påvirkningen kanskje er økonomisk presset fra før, kan resultatet bli at flere arbeidstakere mister medlemskapet i sin ytelsesordning (men beholder allerede opptjente rettigheter), f.eks. gjennom lukking eller omdanning til, for arbeidsgiver, mindre kostbare og mer forutsigbare innskuddspensjonsordninger. Som omtalt i kapittel 8, var det en kraftig økning i 2009 i antall ytelsesordninger som gikk til opphør. Forventninger om at den økonomiske eller markedsmessige utviklingen kan føre til at medlemskapet i ytelsesordninger av en eller annen årsak vil opphøre, kan føre til tilpasninger hos husholdningene, f.eks. i form av økt sparing, som kan påvirke økonomien negativt.

Videre kan det stilles spørsmål ved pensjonsleverandørenes insentiver til å forvalte pensjonsmidlene i garanterte, kollektive tjenstepensjonsprodukter på en god og langsiktig måte for kundene. All avkastning ut over rentegarantien tilfaller kunden, mens eventuell manglende avkastning opp til garantien delvis dekkes av leverandørene.¹ Det kan føre til at pensjonsleverandørene tilpasser seg risikonivået over tid slik at egenkapitalen i

stor utstrekning skjermes. I tillegg har de aller fleste ytelsesbaserte pensjonsprodukter rentegarantier som honoreres årlig, og som dermed vil måtte innebære en kortsiktig investeringshorisont hos pensjonsleverandørene. For å unngå å måtte kompensere for manglende markedsavkastning kan leverandørene tenkes å endre aktivasammensetningen og realisere posisjoner på uheldige tidspunkt, f.eks. i en urolig markedssituasjon. Under finanskrisen var det etter store tap i aksjemarkedet tydelige tegn til en «flukt» mot tryggere plasseringer, som rentepapirer. For kundene kan dette ha innebåret at de først fikk realisert tap i aksjemarkedet, for så å få midlene investert i rentepapirer med lav avkastning.

Rentegarantier kan føre til at pensjonsleverandørene opptrer medsyklisk i aksjemarkedene, dvs. at de kjøper aksjer når kursene stiger og selger aksjer når kursene faller. Pensjonsleverandørenes andel av verdien av aksjene på Oslo Børs falt med rundt en tredjedel i 2008, noe som kan reflektere et nedsalg av aksjer i livsforsikringselskapene og pensjonskassene. Fallet i andelen kan også reflektere andre forhold, så som f.eks. et større verdifall på leverandørenes porteføljer enn på aksjer på Oslo Børs generelt.

Dersom norske pensjonsleverandører netto solgte aksjer i 2008, forsterket dette trolig fallet i aksjekursene. Pensjonsleverandørenes lave eierandel på børsen tilsier imidlertid at en eventuell slik effekt trolig har vært beskjeden, jf. omtale i kapittel 8. Pensjonsleverandørene har de senere årene orientert seg mer mot utenlandske aksjer.

Dersom finanskrisen etterfølges av et langvarig lavt rentenivå, vil det kunne skape store utfordringer for leverandører av garanterte pensjonsprodukter. For produkter der kunden betaler en årlig rentegarantipremie er ikke dette en viktig soliditetsmessig problemstilling, idet lavere avkastning kan veltes over på kundene. Forvaltere av fripoliser kan imidlertid ikke hente inn bidrag fra kundene på denne måten, og er derfor avhengig av å oppnå tilstrekkelig avkastning i markedene for å dekke rentegarantien. Det kan få betydning for pensjonsleverandørenes soliditet på sikt, særlig fordi rentegarantien på fripoliser generelt er høyere enn det som f.eks. gjelder for aktive ytelsespensjonsordninger.² Som nevnt i kapittel 8, har pensjonskapital forvaltet i fripoliser med høye rentegarantier økt de senere årene, og vil trolig fortsette å øke i takt med at stadig flere ytelsesba-

serte tjenestepensjonsordninger lukkes og omdannes.

Markedsrentene kan falle brått og uventet i perioder med økonomisk og finansiell uro. Om få år skal alle europeiske forsikringsselskaper verdsette, dvs. neddiskontere, sine forpliktelser ut fra markedsrenter, og ikke ut fra en gitt beregningsrente (rentegaranti) som er vanlig i dag. De nye solvensreglene fra EU (Solvens II) vil derfor kunne gjøre utfallet av en eventuell framtidig finanskriser mer usikkert, siden verdsettingen av både aktiva- og passivasiden av livsforsikringselskapenes balanser vil kunne svinge.

18.3 Handlingsrom og ytre rammer

EUs nåværende og framtidige (fra 2013) solvensregelverk for forsikringsselskaper legger føringer for norsk regulering av livsforsikrings- og pensjonsmarkedet mye på samme måten som EUs kapitalkravsdirektiv legger føringer for reguleringen av bankene. Som det framgår av kapittel 10, er det ikke igangsatt store regelverksprosesser på forsikringsområdet som en følge av krisen, men den endelige utformingen av det nye solvensregelverket vil naturligvis måtte ta hensyn til de siste par års erfaringer fra markedene.

Generelt har Norge relativt stor handlefrihet på pensjonsområdet, f.eks. når det gjelder skattefavorisering av ulike produkter, krav til tjenestepensjonsordninger mv. Banklovkommisjonen har avsluttet første del av sitt arbeid med å foreslå endringer i pensjonslovene for å tilpasse private tjenestepensjonsordninger og individuelle pensjonsordninger til den nye alderspensjonen i folketrygden, jf. NOU 2010: 6. I den andre delen av dette arbeidet skal Banklovkommisjonen bl.a. se på hvilke modeller som kan være aktuelle å basere ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger på i framtiden, herunder om en kombinasjon av innskuddsbaserte og ytelsesbaserte pensjonsordninger (hybridordninger) kan være egnet, om de skattemessige grensene for innskudd som kan ytes i innskuddspensjonsordninger bør økes, og på mulighetene for sammenslåing av fripoliseretigheter.

¹ Midler forvaltet i fripoliser er fortsatt omfattet av overskuddsdeling mellom leverandør og den forsikrede.

² I aktive ytelsespensjonsordninger synker den gjennomsnittlige rentegarantien over tid, etter hvert som ny opptjening typisk skjer under forutsetning av lavere rentegarantier. Fripoliser er opptjente, individuelle pensjonsrettigheter med en viss rentegaranti som ligger fast helt til pensjonsutbetalingene opphører. Jo lenger tilbake i tid rettighetsopptjeningen fant sted, jo høyere er typisk rentegarantien.

18.4 Utvalgets forslag

18.4.1 Tiltak for å møte soliditets- og kostnadsutfordringer

Norske pensjonsleverandører står overfor store utfordringer de nærmeste årene. EUs nye solvensregelverk (Solvens II) vil innebære at eiendelene, på aktivasisden, og forpliktelsene, på passivasisden, skal balanseføres til markedsverdi, i tillegg til at marginkravene vil bli endret. Kombinert med et langvarig lavt (nominelt) rentenivå, store beholdninger av fripoliser, flytterett og årlige rentegarantier, kan situasjonen bli mer krevende i Norge enn i mange andre land.

Rentegarantier innebærer en asymmetrisk fordeling av risiko mellom pensjonsleverandør og kunde. Slike garantier kan gi opphav til en interessekonflikt mellom leverandør og kunde med hensyn til forvaltningen av midlene. I de kollektive tjenstepensjonsordningene i Norge utgjør et lavt rentenivå først og fremst en kostnadsutfordring for kundene som betaler årlige premier for garantiene. Disse kostnadene og utfordringene er størst når renten er lav. For pensjonsleverandørene innebærer adgangen til å velte kostnadene ved den lave renten over på kundene, at renterisikoen er begrenset. Når det gjelder fripoliser, utgjør lave renter en særskilt utfordring for leverandørene, siden kostnadene fra de lave rentene ikke kan veltes over på kundene. For kunder (arbeidstakere) med fripoliser vil lave renter gi lavere framtidig pensjonsutbetaling.

Det er i dag adgang i lovverket til å avtale flerårige rentegarantiperioder i kollektive tjenstepensjonsordninger, på opptil 5 år. Adgangen til å avtale slike lengre garantiperioder er innarbeidet i forsikringsvirksomhetsloven bl.a. etter initiativ fra forsikringsnæringen, men er lite utbredt i markedet. FNO (tidl. FNH) har reist spørsmål om reglene om flerårige garantiperioder bør endres (FNH, 2009):

«En mulig løsning [kan] være å åpne for muligheten til å ha flerårige garantier, samtidig som det tilates å ha underdekning i perioder med for eksempel sterk nedgang i aksjemarkedene. (...) en slik løsning må eventuelt kombineres med visse innskrenkninger i [flytteretten].»

Når det gjelder de særskilte utfordringene knyttet til rentegarantien i fripoliser, har det overfor utvalget blitt foreslått en adgang til å kunne konvertere fripoliser til pensjonskapitalbevis,³ noe som i så

fall vil innebære at den forsikrede sier fra seg retten til en rentegaranti.

Utvalget viser til at en rentegaranti i fripoliser gir den forsikrede en reell sikkerhet for en minstteavkastning. Rentegarantien er også nært knyttet til pensjonsinnretningenes adgang til å bygge opp tilleggsavsetninger mot finansielle svingninger. Tilleggsavsetninger kan etter dagens regler dekke differansen mellom null og garantert avkastning, men kan ikke dekke negativ avkastning.

Utvalget vil også peke på at prinsippet om at alle kunders opptjente rettigheter i kollektive ordninger og i fripoliser skal være fondert til enhver tid, står sentralt i norsk forsikringslovgivning.⁴ Av hensyn til sikkerheten for kundenes midler, og pensjonsleverandørens soliditet, er dette et viktig prinsipp. Spørsmålet om fondering av rettighetene til enhver tid er også nært knyttet til adgangen til å flytte pensjonsordninger mellom ulike leverandører. Samtidig er det i andre land, bl.a. i Sverige, en regulering som åpner for såkalt sluttgaranti og regler for håndtering av flytting.

Solvens II skal tre i kraft i EU/EØS-området fra 2013. Utfordringene ved den nasjonale gjennomføringen av dette EU-regelverket reiser en rekke sammensatte spørsmål, juridiske som økonomiske, hvorav noen er spesielle for Norge

Utvalget foreslår at det raskt startes opp et arbeid for å gjennomgå regelverket, for å løse de særskilte norske soliditets- og kostnadsutfordringene knyttet til rentegarantien, samt bruk av tilleggsavsetninger og andre forhold i så vel kollektive tjenstepensjonsordninger som i fripolisebestanden.

Utvalget understreker at når det gjelder rentegarantiens lengde og andre egenskaper ved pensjonsproduktene, kan det være en rekke modeller som kan være egnet til å løse de ovennevnte utfordringene. Utvalget har ikke vurdert hvilke konkrete endringer som eventuelt bør gjøres i lovreglene på dette området.

18.4.2 Nye opptjenings- og risikofordelingsmodeller

Finanskrisen, og markedsutviklingen de siste årene mer generelt, har vist at det er noen sider ved både innskuddsbaserte og ytelsesbaserte (sluttlønnsbaserte) tjenstepensjonsordninger som det bør ses nærmere på. Dette gjelder bl.a. i hvil-

³ Notat 24. august 2010 fra Gjensidige Pensjonsforsikring, Sparebank1 Livsforsikring og Silver Pensjonsforsikring til finanskriseutvalget.

⁴ Se bl.a. forsikringsvirksomhetsloven § 9-16.

ken grad arbeidstakere og pensjonister er utsatt for markedsrisiko, tjenstepensjonskostnadenes nivå og forutsigbarhet for arbeidsgiverne, kostnader, og hensynet til pensjonsleverandørenes soliditet.

Pensjonsprodukter med rentegaranti, f.eks. ulike varianter av ytelsesbasert tjenstepensjon, bør kunne være et attraktivt alternativ til innskuddsbaserte pensjonsprodukter for både arbeidstakere og arbeidsgivere i framtiden. Som nevnt ovenfor, skal Banklovkommisjonen se på om produkter som kombinerer egenskaper fra innskuddsbaserte og ytelsesbaserte pensjonsprodukter bør skattefavouriseres på lik linje med dagens tjenstepensjoner, slik de er utformet etter foretakspensjonsloven og innskuddspensjonsloven, jf. forslagene i NOU 2009: 13. Det er viktig at dette arbeidet tar hensyn til den raske utviklingen i tjenstepensjonsmarkedet, der stadig flere arbeidstakere blir omfattet av innskuddspensjonsordninger hvor arbeidstakeren bærer risikoen for verdiutviklingen på pensjonskapitalen.⁵

Etter utvalgets syn bør nye lovregler utredes, skal alternative produkter som kombinerer egenskaper fra innskuddsbaserte og ytelsesbaserte pensjonsprodukter kunne spille en vesentlig rolle. En adgang til å konvertere dagens ytelsesbaserte pensjonsordninger til en ny form for hybridordning vil kunne være særlig hensiktsmessig for foretak som ønsker å opprettholde ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger med rentegaranti.

Ved opphør av ytelsesbaserte tjenstepensjonsordninger (foretakspensjon) utstedes det fripoliser. Dersom en stor andel av pensjonskapitalen i det norske tjenstepensjonssystemet i framtiden skal forvaltes som fripoliseavtaler, kan det skape soliditetsmessige utfordringer for livsforsikringsselskapene og pensjonskassene, og dessuten være unødvendig kostbart for de forsikrede.

Etter utvalgets syn bør det også gjennomføres tiltak, i tillegg til en adgang til å konvertere tradisjonelle ytelsesordninger til nye hybridordninger, for å motvirke en slik utvikling. I gjennomføringen må det tas hensyn til de forsikrede, arbeidsgiverne og forsikringsselskapene.

Banklovkommisjonens arbeid med å se på mulighetene for å slå sammen fripoliser er et steg i riktig retning, og vil kunne bidra til at en mindre del av pensjonskapitalen til de forsikrede går med til forvaltnings- og administrasjonskostnader. Anledning for den enkelte til å kunne ha en felles

⁵ Som omtalt i kapittel 8 fikk om lag 55 000 arbeidstakere sin ytelsesbaserte pensjonsordning omdannet eller opphørt i 2009.

pensjonskonto for forsikringsbaserte pensjonsprodukter vil også kunne bidra til forenkling og bedre oversikt for den enkelte.

Utvalget mener at det i tillegg bør utredes andre tiltak, bl.a. mulighet for at pensjonsrettigheter fra ytelsesbaserte pensjonsordninger kan konverteres til rettigheter eller kapital i en annen tjenstepensjonsordning slik at en arbeidstaker kan ta med seg sin kapital ved skifte av arbeidsgiver (gitt at dette er avtalt med tidligere arbeidsgiver).

Ved overgang til ny arbeidsgiver eller til annen type pensjonsordning hos eksisterende arbeidsgiver, kan dermed arbeidstakeren få samlet sine pensjonsrettigheter i den nye ordningen.

18.4.3 Krav til risikoprofil

Som nevnt i kapittel 8 skal investeringsporteføljene i innskuddsordninger for arbeidstakere som nærmer seg pensjonsalder settes sammen slik at pensjonskapitalen blir forvaltet på «en særlig betryggende måte».⁶ Norske pensjonsleverandører tilbyr stort sett bare produkter der markedsrisikoen trappes ned etter hvert som arbeidstakeren nærmer seg pensjonsalder.⁷

I en del andre land finnes det ulike former for kvantitativ regulering av risikoen i innskuddsordninger, særlig i de land hvor slike ordninger er obligatoriske og/eller har en stor andel av det samlede pensjonssystemet. Antolin m.fl. (2010) viser til at det er to hovedtyper av slik regulering: regulering av standardrisikoprofil og medlemmenes investeringsvalg, og regulering av investeringsbeslutningene til forvalterne av innskuddspensjonskapitalen. I USA må f.eks. leverandører av innskuddspensjon tilordne de medlemmer som ikke har foretatt et aktivt investeringsvalg en standardrisikoprofil som innebærer nedtrapping av risiko fram mot pensjonsalder (lavere aksjeandel).⁸ I Storbritannia skal midler som forvaltes i henhold til en viss standardrisikoprofil gradvis plasseres i sikre rentepapirer, senest fra det tidspunktet medlemmet har 5 år igjen til pensjonsalder. I Sverige er såkalte generasjonsfond utbredt. Slike fond henvender seg til en viss aldersgruppe, og innebærer nedtrapping av risiko i takt med at gruppens pensjonsalder nærmer seg.⁹

Regulering av forvalternes investeringsbeslutninger kan skje på flere måter. I Belgia og Tysk-

⁶ Innskuddspensjonsloven § 3-2a tredje ledd.

⁷ Se f.eks. Hyggen (2010).

⁸ Den spesifikke aktivassammensetningen i disse profilene er imidlertid ikke regulert.

⁹ Pensionsmyndigheten.se.

land er det f.eks. minstekrav til avkastning på midlene i innskuddspensjonsordninger. I Mexico er forvaltningen av innskuddspensjonsmidler underlagt risikobegrensninger i form av krav til VaR-verdier («value-at-risk»-verdier). VaR-verdier kvantifiserer sannsynligheten for et visst investeringstap innenfor en viss periode, gitt antakelser om risiko. Dersom VaR-verdien blir for høy må forvalterne redusere risikoen.¹⁰

De fleste norske arbeidstakere som har pensjonsordninger med investeringsvalg kan velge mellom tre-fire risikoprofiler, typisk differensiert ut fra aksjeandelen. Imidlertid er det få arbeidstakere som aktivt velger profil selv.¹¹ Innskuddspen-

sjonsleverandørens standardrisikoprofil («default-investeringsprofil»), dvs. den risikoprofil som blir gjort gjeldende for den enkelte hvis det ikke foretas et aktivt valg, er derfor av spesielt stor betydning for hvordan innskuddspensjonskapitalen forvaltes, og for hvor mye risiko som bæres av den enkelte.

Etter utvalgets syn bør det utredes nærmere hvilke nye krav som eventuelt bør stilles til kapitalforvaltningen og utformingen av standardrisikoprofiler i norske innskuddspensjonsordninger, for slik å sikre at arbeidstakere og pensjonister får en passende markedsrisiko.

Etter utvalgets vurdering er det særlig viktig at risikoen i forvaltningen av innskuddspensjonsmidler trappes ned i takt med at arbeidstakeren nærmer seg pensjonsalder. Et eksplisitt lovkrav om dette bør utredes nærmere.

¹⁰ Antolin m.fl. (2010) viser til at enklere reguleringer, f.eks. en øvre grense på andelen aksjer, kan oppnå mye av det samme som regulering via kompliserte modeller.

¹¹ Hyggen (2010).

Kapittel 19

Makrotilsyn og makroregulering av finanssektoren

19.1 Innledning

Den internasjonale finanskrisen viste hvordan sårbarhet kan bygges opp i det finansielle systemet selv om finansinstitusjonene hver for seg framstår solide. Finansiell stabilitet kan derfor ikke ivaretas bare ved tilsyn og regulering av hver enkelt finansinstitusjon eller hvert enkelt finansmarked. Det er også nødvendig å overvåke det finansielle systemet som helhet og gjennomføre tiltak dersom det oppstår fare for forstyrrelser i viktige finansielle tjenester. Dette kan betegnes som makrotilsyn med, og makroregulering av, finanssektoren.

Den internasjonale oppgjørsbanken (Bank for International Settlements, BIS) beskriver makroregulering («macroprudential policy») som:¹

«the use of prudential tools with the explicit objective of promoting the stability of the financial system as a whole, not necessarily of the individual institutions within it. The objective of macroprudential policy is to reduce systemic risk by explicitly addressing the interlinkages between, and the common exposures of, all financial institutions, and the procyclicality of the financial system.»

For å skille makrotilsyn og -regulering fra tilsyn og regulering av enkeltinstitusjoner, er det hensiktsmessig å operere med en relativt smal definisjon av begrepet. BIS skriver i sin årsrapport for 2010 at:

«only instruments operated with the explicit primary objective of promoting the stability of the financial system as a whole, and which have the most direct and reliable impact on financial stability, should be thought of as macroprudential.»

I dette kapitlet forstås makroregulering som tiltak som alene, eller i all hovedsak, er begrunnet

ut fra hensynet til det finansielle systemet som helhet.

Det er flere kilder til systemrisiko. BIS skiller mellom systemrisiko som bygges opp over tid gjennom rask vekst i formuespriser og gjeld, og systemrisiko som skyldes ulike former for avhengighet mellom institusjonene – et slags tverrsnittsperspektiv.² Sistnevnte kan oppstå ved at finansinstitusjonene er sårbare overfor utviklingen i de samme markedene, enten det gjelder markeder for finansiering eller eiendeler, eller at institusjonene på ulike måter er sammenvevde. I slike tilfeller kan risiko smitte mellom finansinstitusjonene. I tillegg kan problemer i en enkelt stor eller kompleks institusjon ha omfattende direkte effekter på det finansielle systemets funksjonsevne. Slike institusjoner omtales gjerne som systemviktige. Problematikken rundt systemviktige institusjoner er drøftet i kapittel 16. Dette kapitlet omhandler først og fremst systemrisiko som bygges opp over tid, og tiltak for å begrense slik risiko.

Behovet for et systemperspektiv på tilsyn og regulering er ikke en ny idé. Begrepet «macroprudential» ble brukt av BIS allerede på 1970-tallet,³ og makroperspektivet er implisitt i de klassiske kriseteorierne, som er betydelig eldre. I Norge har både Finanstilsynet og Norges Bank siden midten av 1990-tallet overvåket systemrisiko.

Arbeidet med å trygge finansiell stabilitet er i Norge delt mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Finanstilsynet. Finansdepartementet har et overordnet ansvar for at det finansielle systemet fungerer godt. Norges Bank og Finanstilsynet skal medvirke til at det finansielle systemet er robust og overvåker derfor finansinstitusjonene, verdipapirmarkedene og betalingssystemene for å avdekke elementer som kan true stabiliteten.

Finansinstitusjonenes virksomhet er underlagt et omfattende lovverk fastsatt av Stortinget. Finansdepartementet og Finanstilsynet har en rekke hjemler til å fastsette nærmere forskrifter

¹ Caruana (2010).

² Borio (2010).

³ Clement (2010).

som regulerer virksomheten og soliditeten i finansinstitusjonene, og i tillegg kan det fattes enkeltvedtak. Finanstilsynet fører også tilsyn med finansinstitusjonene og markedsplassene. Norges Bank skal gi råd dersom banken mener at det er behov for tiltak fra andre enn banken selv. Rolle og ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank er nærmere beskrevet i boks 19.1.

Virkemidlene i makroreguleringen kan være de samme som allerede brukes i reguleringen av enkeltinstitusjoner, men formålet vil i denne sammenheng være å hindre at det bygges opp risiko i det finansielle systemet som helhet. Kapitalkrav er f.eks. et sentralt virkemiddel både i mikroregulering og makroregulering. I mikroreguleringen brukes kapitalkrav for å gjøre institusjonene mer robuste, og kapitalkravet fastsettes med utgangspunkt i den risikoen hver enkelt finansinstitusjon står overfor. Er kapitalkravet begrunnet ut i fra den iboende risikoen i det finansielle systemet sett under ett, og det pålegges alle banker som opererer innenfor et gitt område eller land uavhengig av risikosituasjonen i de spesifikke institusjonene, vil tiltaket kunne anses som makroregulering. Denne grensedragningen vil imidlertid kunne være utfordrende i praksis.⁴

Nedenfor drøftes lærdommer fra finanskrisen som har bidratt til å flytte makrotilsyn og makroregulering opp på den norske og internasjonale agendaen. Det redegjøres også for hva som allerede er gjennomført i andre land og hva som er foreslått internasjonalt av nye virkemidler. Deretter diskuteres handlingsrommet for å innføre makrotiltak i Norge. Til slutt kommer utvalgets forslag til hva norske myndigheter bør foreta seg på dette området.

19.2 Lærdommer fra finanskrisen

19.2.1 Mer helhetlig tilnærming til regulering og tilsyn

Finanskrisen har bekreftet erkjennelsen av at bank- og finanskriser gjerne følger av perioder der høy gjeldsvekst har finansiert rask vekst i formuespriser. Systemrisikoen øker med gjeldsgraden – både innenfor og utenfor det finansielle systemet.

Etter krisen er det internasjonal enighet om behovet for en mer helhetlig tilnærming til tilsyn

med og regulering av det finansielle systemet.⁵ G20-lederne uttalte i april 2009 at det regulatoriske systemet må omformes slik at myndighetene er i stand til å identifisere og ta høyde for systemrisiko.⁶ Tilsvarende konkluderer de Larosiere-rapporten med at det er behov for å oppgradere makrotilsynet⁷ for å forebygge oppbyggingen av finansiell sårbarhet.⁸

Den norske finanssektoren ble i denne krisen mindre berørt enn finanssektoren i de fleste andre land, men lærdommene fra andre land har likevel overføringsverdi også til Norge. I likhet med land som ble rammet hardere av finanskrisen, var gjeldsoppbyggingen i Norge høy i forkant av krisen. Veksten i kreditt og eiendoms- og boligpriser var høy fra 2004 og fram til 2008, jf. kapittel 13. Flere land med tilsvarende høy vekst har i etterkant av finanskrisen fått store problemer etter fall i boligprisene. Det gjelder f.eks. Irland og Spania der forløpet av finanskrisen i stor grad har bakgrunn i innenlandske forhold. I etterkant av krisen har IMF anbefalt at Norge tar i bruk et mer formalisert rammeverk for makrotilsyn og -regulering.⁹

Norge har også, som andre land i EØS-området, innført kapitaldekningsregler for banker basert på de såkalte Basel II-kravene, som er nedfelt i direktiver fra EU. Dette regelverket har medført reduserte kapitalkrav for store banker som benytter avanserte metoder. Det er fra flere hold blitt hevdet at kravene blir enklere å møte i en oppgangskonjunktur, og mer krevende i en nedgangskonjunktur, slik at bankenes tendens til å opptre medsyklisk forsterkes.¹⁰ Disse potensielle svakhetene i det internasjonalt fastlagte kapitaldekningsregelverket forsterker behovet for å vurdere eksplisitt makroregulering på nasjonal basis i Norge.

⁴ Dette er diskutert nærmere i høringssvaret som Norges Bank og Finanstilsynet avga til Baselkomiteen 10. september 2010.

⁵ Eksempler på publikasjoner som tar opp dette er Turner (2009), G30 (2009), de Larosiere (2009), Brunnermeier m.fl. (2009), samt IMF (2009c).

⁶ G20 skriver i kommunikeet fra møtet i London i 2009 at «In particular we agree: to reshape our regulatory systems so that our authorities are able to identify and take account of macro-prudential risks;».

⁷ The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière.

⁸ Ifølge Bank of England (2009), er målet for «macroprudential policy.. [to ensure] the resilience of the financial system as a whole in order to maintain a stable supply of financial intermediation services across the credit cycle.»

⁹ IMF (2010a).

¹⁰ Altman et al. (2005), Kashyap og Stein (2004) og Marcelo og Scheicher (2005).

Boks 19.1 Dagens arbeid med og organisering av makrotilsyn i Norge

Institusjonell rollefordeling

Arbeidet med å sikre finansiell stabilitet er i Norge delt mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Finanstilsynet. Finansdepartementet har et overordnet ansvar for det finansielle systemet og ansvarsfordelingen mellom Norges Bank og Finanstilsynet.

Norges Bank

Etter sentralbankloven § 1 første ledd skal Norges Bank være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Den skal utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene. Norges Bank har spesielt i oppgave å overvåke risikoen for alvorlige forstyrrelser i det finansielle systemet, peke på tiltak som kan forebygge ustabilitet, arbeide for å opprettholde tilliten til betalingsmidlene, og være forberedt på å håndtere kriser (jf. eksempelvis Meld. St. 12 (2009–2010)). Ifølge sentralbankloven § 3 skal Norges Bank underrette Finansdepartementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken.

Norges Bank publiserer hvert halvår en rapport om finansiell stabilitet. I rapporten vurderes utsiktene for finansiell stabilitet, og hvorvidt det er i ferd med å bygges opp systemrisiko. Til grunn for vurderingene ligger analyser av sårbarheter i det finansielle systemet og risikofaktorer. Rapporten har blitt publisert siden 1997. Analysene omfatter bankenes balanser og inntjening og dessuten situasjonen i utlåns- og innlånsmarkedene. I forbindelse med rapporten sender Norges Bank halvårlige brev til Finansdepartementet der det varsles om forhold som kan true den finansielle stabiliteten. Norges Banks konkrete virkemidler er knyttet til ansvaret for likviditetspolitikken og som långiver i siste instans.

Finanstilsynet

Finanstilsynsloven regulerer Finanstilsynets oppgaver og fullmakter. Etter finanstilsynsloven § 1 skal Finanstilsynet føre tilsyn med bl.a. finansinstitusjonene. Etter loven § 1 nr. 14, jf.

verdipapirhandelloven § 15-1, har Finanstilsynet ansvar for «å føre tilsyn med virksomheten til verdipapirforetak og oppgjerssentraler, og tilsyn med at reglane i verdipapirhandellova blir fulgt». Finanstilsynet skal videre «se til at de institusjoner det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser (...) som ligger til grunn for institusjonenes opprettelse, formål og vedtekter».

I forbindelse med den årlige budsjettbehandlingen i Stortinget gir Finansdepartementet styringssignaler til Finanstilsynet via tildelingsbrevet, som nærmere spesifiserer hvilke områder tilsynet skal prioritere. I brevet vil det bl.a. kunne framgå i hvilken utstrekning finansiell stabilitet og forhold som knytter seg til makroøkonomiske forhold skal prioriteres. Det følger f. eks. av tildelingsbrevet for 2010 at det var sentralt at Finanstilsynet fulgte utviklingen i konjunkturer og markeder i den makroøkonomiske overvåkingen. Finanstilsynet ble videre bedt om å overvåke, foreta analyser og følge opp forhold som kan gi indikasjoner på endringer i finansinstitusjonenes risiko, samt bidra til utviklingen av norsk regelverk på finansmarkedsområdet, særlig i lys av erfaringene fra den internasjonale finanskrisen.

I 1994 etablerte Finanstilsynet en egen enhet med ansvar for makroanalyser. Det publiseres årlig (halvårlig fra 2010) rapporter om tilstanden i finansmarkedet, der det bl.a. gis en vurdering av hvordan utviklingen i norsk økonomi og markeder påvirker risikoen i finansinstitusjonene og i det finansielle systemet. I det løpende tilsynsarbeidet tar Finanstilsynet hensyn til risiko fra makroøkonomien ved stresstester og ved andre typer vurderinger av bankenes soliditet og likviditetssituasjon. Norges Bank har observatørplass i Finanstilsynets styre.

Koordinering

I 2006 ble det etablert en ordning med regelmessige trepartsmøter mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Finanstilsynet på høyt nivå for å utveksle informasjon om situasjonen i finansmarkedene. I utgangspunktet blir møtene holdt hvert halvår, men de holdes oftere ved behov.

Boks 19.1 forts.

De norske erfaringene med ett finanstilsyn som har tilsynsansvar for hele finansnæringen har i hovedsak vært gode. Det skyldes bl.a. at et samlet tilsynsorgan for hele finansnæringen gir gode muligheter for overblikk over smittekanaler mellom finansinstitusjoner, felles eksponeringer, ubalanser som bygges opp over tid og over soliditetssituasjonen i de store finansinstitusjonene. Finanstilsynet har inkludert mulige smittekanaler mellom finansinstitusjoner i sine analyser, og tilsynet legger i sin virksomhet vekt på makroovervåking og samspillet mellom finansnæring og realøkonomi. Norges Bank et stort fagmiljø for makroanalyser og vil være en viktig bidragsyter til analyser på systemnivå. Som «lån-giver i siste instans» har Norges Bank en sentral rolle i håndtering av kriser. Norges Bank styrer banksystemets likviditet og gir bankene lån. Også av den grunn har sentralbanken en spesiell rolle som overvåker av likviditetsrisikoen i banksystemet og i relevante markeder.

Systemhensyn i dagens regelverk

Kravene til kapitaldekning er sentrale for å motvirke oppbygging av uforsvarlig høy risiko i finanssektoren. Høye kapitalkrav gjør finansinstitusjonene bedre i stand til å møte kriser. Høye kapitalkrav vil dessuten bremse kredittveksten og dermed oppbyggingen av ubalanser i finanssystemet, gitt at tilgangen på kapital er begrenset. Kapitalkravene omfatter både krav til mengde kapital og til kvaliteten på kapitalen. Norske regler stiller reelt høyere krav til mengden av kapital enn mange andre land, men skiller seg særlig ut ved å ha strengere krav til kvaliteten på kapitalen.

Kravene til konsolidering innebærer at det gjøres fradrag i en finansinstitusjons tellende ansvarlige kapital for eiendeler som også representerer ansvarlig kapital i en annen finansinstitusjon. I Norge pålegges finansinstitusjoner 100 pst. kapitaldekning for plasseringer i ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner for de beløp som omfattes av fradragsreglene.¹ Dette er strengere enn regler i de fleste andre land, og strengere enn de reglene som trolig vil bli innført som følge av de såkalte Basel III-anbefalingene, jf. kapittel 10.² Gjennom disse kravene vil gjensidige gjelds- og fordringsposter innad i nærin-

gen delvis motregnes, slik at systemvirkningene av økonomiske problemer i en finansinstitusjon begrenses. Banker og bankkonsern skal oppfylle kapitalkravene både på solonivå og på konsolidert nivå.

De såkalte Basel II-reglene, bl.a. gjennomført som minstekrav i EU-retten, åpner for at hybridkapital kan utgjøre inntil halvparten av kjernekapitalen i bankene, mens norske regler setter en øvre grense på 15 pst. Kravene til hva slags hybridkapital som kan godtas er også strengere i de norske reglene. På begge disse punktene vil de kommende Basel III-reglene trolig redusere forskjellen mellom norske og internasjonale regler.

Soliditetsreguleringen av finansinstitusjonene skal i utgangspunktet være uavhengig av konjunktursituasjonen. Risikovekten og dermed minstekravet til kapital for et bestemt utlån skal etter standard beregningsmetode ligge fast over tid. Tanken er at kapitalkravet ikke skal reduseres i gode tider eller økes i dårlige tider. Ideelt sett skal også de risikovekter som fastsettes i interne modeller være uavhengige av situasjonen i økonomien. Men disse modellvektene vil i praksis endres når nyere data tas inn i analysene. De større bankene bruker dermed risikovekter som implisitt blir påvirket av konjunktursituasjonen. I den årlige oppfølgingen av bankenes interne modeller har Finanstilsynet satt krav om at nivåkalibreringer skal vurderes i lys av både konjunkturer og modellenes konjunkturfølsomhet. I tillegg blir det stilt krav om at bankenes buffere ut over minstekravet til kapital fastsettes i lys av konjunktursituasjonen.³ Dette bidrar til å motvirke at kapitalkravene varierer med konjunkturerne.

Det er internasjonal variasjon i tilsynspraksisen knyttet til hvordan konjunkturerne vektlegges. Dette gjelder både minstekravene, som følger av modeller og ved den tilsynsmessige oppfølgingen av bankenes prosess med å fastsette buffere over minstekravet. Dersom konjunkturerne ikke hensyntas i tilsynsoppfølgingen, kan kapitalkravene ha en medsyklisk virkning på bankenes atferd. I forslagene om nye kapitalregler, jf. kapittel 10, tas det sikte på å redusere risikoen for konjunkturavhengige minimumskrav, bl.a. ved at kravet til datagrunnlaget for de interne risikomodellene bankene bruker harmoniseres ytterligere.

¹ Jf. forskrift om beregning av ansvarlig kapital § 7.

² Under prosessene i EU-systemet og Baselkomiteen med forbedrede kapitalkrav, har spørsmål knyttet til fradragsbestemmelser vært sentrale. I de første forslagene til nytt regelverk var fradragsreglene på linje med de norske. Disse har imidlertid blitt lempet på underveis i prosessen.

³ Kapitaldekningen i finansinstitusjonene vil normalt ligge over minstekravene. Finansinstitusjonene vil ikke risikere å falle under kravene i tilfelle de skulle få uventede tap. Finansinstitusjonene foretar stresstester og sikkerhetsvurderinger i lys av konjunktursituasjonen, og dette blir fulgt opp av Finanstilsynet.

19.2.2 Nye virkemidler i makroreguleringen

Baselkomiteen har anbefalt et nytt krav om kapitalbuffer ut over minstekravet til kapital. Denne bufferen skal kunne brukes til å dekke tap uten at institusjonenes kapitaldekning faller under minstekravet. Banker som ikke har stor nok buffer, vil bli pålagt begrensninger på utbytte og andre utbetalinger som ikke er kontraktsfestet. Kapitalbufferen skal etter planen bestå av to komponenter, en permanent og en tidsvarierende. Baselkomiteen foreslår at det tidsvarierende kravet til kapitalbuffer skal innføres når systemrisikoen er i ferd med å øke, f.eks. ved at kredittveksten er særlig høy. Alle banker som opererer i et land, kan bli pålagt et slikt motsyklisk kapitalkrav – enten de har hatt sterk eller lav kredittvekst.

Et annet makrotiltak som har vært mye brukt i andre land, særlig i Asia, er begrensninger i bankenes utlån i forhold til pant og låntakers kontantstrøm. Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål, som anmoder bankene om å sette maksimal belåningsgrad til 90 pst., kan betraktes som et slikt tiltak.¹¹ I Sverige introduserte Finansinspektionen i 2010 et krav om at nye boliglån gitt fra oktober 2010 maksimalt skulle utgjøre 85 pst. av boligens verdi.¹²

Virkemidler som varierer over konjunktorene har klare begrensninger. På den ene siden er virkemidlene trolig mest effektive dersom de tas i bruk tidlig i en oppgangsperiode. På den annen side betinger bruken av virkemidlene at myndighetene må være nokså sikre på hvordan tilstanden i økonomien er. Dersom vurderingen av den økonomiske situasjonen i ettertid viser seg å være feil, vil tiltak som i utgangspunktet var ment å virke motsyklisk i verste fall virke medsyklisk. Erfaringene fra finanskrisen og tidligere tilbakeslag viser at vår evne til å fastslå hvor økonomien befinner seg, hvor den skal videre og dens nøyaktige virkemåte er begrenset, jf. også omtale i kapittel 12. Konjunkturvarierende virkemidler kan ikke erstatte regelverk og rammevilkår som bidrar til en robust finanssektor, men dersom de er godt utformet kan de være et nyttig supplement.

19.2.3 Endringer i rolle- og ansvarsdeling mellom tilsyn og sentralbanker i andre land

Det skjer store endringer i arbeidet med finansiell stabilitet verden over etter finanskrisen. Det er opprettet nye institusjoner og gjennomført institusjonelle endringer for bedre å ivareta finansiell stabilitet.

Internasjonalt vil IMF i tett samarbeid med G20s Financial Stability Board (FSB) jobbe med å identifisere, forstå og overvåke systemrisiko, samt koordinere arbeid på området på tvers av land.¹³ I EU er det vedtatt å opprette et eget systemrisikoråd, European Systemic Risk Board (ESRB), som skal vurdere oppbyggingen av systemrisiko i Europa og foreslå tiltak for å redusere risikoen.¹⁴ Rådet skal ledes av presidenten i den europeiske sentralbanken og vil bestå av sentralbanksjefene fra de 27 medlemslandene og ledere for EUs tilsynsorganer. Tilsynssjefene i alle medlemslandene vil også være representert, men de vil ikke ha stemmerett. For EFTA/EØS-land, som Norge, vil det være mulig med deltakelse når saker som berører landet blir tatt opp. Første møte i systemrisikorådet avholdes i januar 2011.

I en rekke land er det satt i gang reformprosesser på nasjonalt plan. Storbritannia har kommet forholdsvis langt i sitt arbeid. Det er bestemt at det britiske finanstilsynet skal legges inn under den britiske sentralbanken, Bank of England. Ansvaret for overvåkning av systemrisiko og finansiell stabilitet i Storbritannia, samt bruken av de aktuelle virkemidlene, er delegert til en ny komité i sentralbanken, Financial Policy Committee.

I Sverige har Riksbanken bedt om at Riksdagen gjennomgår Riksbanksloven for å tydeliggjøre Riksbankens ansvar for finansiell stabilitet og hvilke verktøy Riksbanken skal kunne anvende. Banken har også bedt om at ansvarsfordelingen mellom Riksbanken og Finansinspektionen (det svenske finanstilsynet) klargjøres.¹⁵

I USA er det vedtatt å etablere et råd med ansvar for finansiell stabilitet, Financial Stability Oversight Council (FSOC). Rådet vil bestå av representanter fra finansdepartementet, sentralbanken og de ulike finanstilsynene, samt av lederen for et nyopprettet Office of Financial Research. Administrativt er rådet underlagt Finansde-

¹¹ Finanstilsynet (2010).

¹² Finansinspektionen (2010).

¹³ Det vises til FSBs mandat, «Financial Stability Board Charter».

¹⁴ Jf. kapittel 10, avsnitt 10.3.10.

¹⁵ Riksbanken (2010).

partementet. FSOC skal overvåke institusjoner og infrastruktur og kan anbefale (men ikke pålegge) tilsynsenhetene å ta regulatoriske grep. Rådet vil også periodisk rapportere til kongressen om framvoksende systemiske utfordringer.¹⁶

19.3 Handlingsrom og ytre rammer

Reguleringsendringer i EU vil bli implementert gradvis over en lang overgangsperiode. Den viktigste begrunnelsen for den lange overgangsperioden er at den makroøkonomiske situasjonen i mange land er svak og at banksektorene står overfor store utfordringer. En frykter at bankene skal stramme inn sin långiving hvis de blir påført strengere krav for raskt. I Norge går bankene godt, og veksten i norsk økonomi synes å ha fått feste. Norge står fritt til å implementere krav vedtatt av EU eller lignende krav tidligere enn norske myndigheter er forpliktet til.

Bruk av makrotiltak vil avhenge av den faktiske konjunkturelle situasjonen i hvert enkelt land, og det vil derfor være større handlingsrom i utøvelsen av makroreguleringen enn ved andre virkemidler.

Det enkelte land innenfor EØS-området står fritt til å velge hvilken institusjonsstruktur det ser på som mest hensiktsmessig. Det står også fritt til å velge arbeids- og rollefordelingen institusjonene imellom.

19.4 Utvalgets forslag

Utvalget mener at det er viktig å styrke arbeidet med å overvåke systemrisiko i finansiell sektor og legge til rette for nye virkemidler som kan begrense systemrisikoen. Videre mener utvalget at det er nødvendig med en klar ansvars- og rollefordeling mellom Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank. Nedenfor utdypes utvalgets forslag.

19.4.1 Nye virkemidler

Konjunkturvarierende virkemidler kan ikke erstatte regelverk og rammevilkår som viktigste bidrag til et robust finanssystem, men dersom de er godt utformet kan de være et nyttig supplement.

Et aktuelt diskresjonært makrotiltak er motsykliske kapitalkrav for å bedre bankenes kapital-

dekning og bremse kredittveksten i perioder der myndighetene ser at sannsynligheten for en krise er i ferd med å øke. Dette virkemidlet er anbefalt av Baselkomiteen og vil bli en del av EU-lovgivningen som må innarbeides i norsk rett. Generelle begrensninger på bankenes utlån, som f.eks. en øvre grense for pantelån i forhold til pantets verdi («loan-to-value»), kan også være et anvendelig diskresjonært makrotiltak dersom myndighetene ønsker å begrense kreditttilgangen til eiendomsinvesteringer. En annen mulighet er avdragsplikt på boliglån. I kapittel 15 foreslår utvalget en stabilitetsavgift, bl.a. knyttet til bankenes markedsfinansiering. Et mulig makrotiltak er å la denne avgiften variere med andelen markedsfinansiering av total finansiering i banksektoren.

For å kunne iverksette makrotiltak som er begrunnet ut fra hensynet til systemet sett under ett, er det viktig at Finanstilsynets hjemler er tilstrekkelige.

Utvalget tilrår at Finanstilsynet gis tilstrekkelige hjemler for å kunne ta i bruk relevante makrotiltak for å bremse oppbygging av finansiell ustabilitet.

Utvalget anser at det hadde vært en fordel med forhåndsdefinerte kriterier for når virkemidler i makroreguleringen skal tas i bruk, og tilrår at potensielle kriterier og bruken av disse utredes.

Definerte regler i form av lov eller forskrift vil gi forutsigbarhet for de som berøres av reguleringen. Det vil også bidra til kontrollérbarhet og til at regelverksutøvelsen er konsekvent over tid. Tilstramminger i oppgangsperioder kan dessuten være lettere å gjennomføre dersom myndighetene har konkrete indikatorer og terskelverdier å forholde seg til. Episoder med oppbygging av systemrisiko kan imidlertid ha ulike årsaker og kjennetegn. Forhåndsdefinerte kriterier vil kunne fungere som et nyttig hjelpemiddel, men ikke nødvendigvis være tilstrekkelig for å fastslå når og hvilke makrotiltak som eventuelt bør benyttes for å bremse oppbyggingen av finansiell ustabilitet. En viss grad av skjønnsutøvelse vil derfor ofte være nødvendig. Ved bruk av diskresjon i reguleringen vil det være behov for klare prosedyrer og tydelig ansvarsfordeling.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmet Gulbrandsen, er enig i at begrunnelsene for makrotiltak må kunne etterprøves. Det betyr at begrunnelsene for og analysene bak må være offentlig tilgjengelige og at beslutningstakerne må stå ansvarlig for sine vurderinger i ettertid. Dette medlem mener imidlertid at det ikke er mulig i hovedsak å basere seg på forhåndsdefinerte kriterier, fordi alle situasjoner vil være spesielle på måter det ikke er lett å forutse. Anbefalinger fra Baselkomiteens

¹⁶ IMF (2010e).

undergruppe «Committee on the Global Financial System» understreker at makrotiltak må bygge på et vidt spekter av informasjon og at forhåndsdefinerte kriterier bare kan være et kartleggingsverktøy.

19.4.2 Rolle- og ansvarsfordeling

Internasjonalt er det en debatt om det bør være sentralbanken eller tilsynsmyndigheten som skal ta beslutninger om når en skal innføre eller avvikle diskresjonære makrotiltak. Et syn er at sentralbanken bør ha ansvar for beslutninger om diskresjonære makrotiltak fordi sentralbanker har bedre kompetanse og mer erfaring med makroanalyser og fordi de er mer uavhengige.¹⁷ Beslutninger om makrotiltak vil ofte måtte gjennomføres forholdsvis tidlig i oppbyggingen av en finansiell ubalanse, mens risikoen fortsatt oppfattes som forholdsvis lav og bankene som sunne. Slike vedtak vil ha negative konsekvenser for mange og kan føre til negativ oppmerksomhet og politisk press. Det er situasjoner som kan likne mye på det som kan oppstå rundt sentralbankens rentebeslutninger. Fordi det er naturlig at makrotiltak implementeres av tilsynet på samme måte som andre typer pålegg og krav overfor finansinstitusjonene, forutsetter en slik modell en tydelig ansvarsfordeling og godt samarbeid mellom sentralbank og tilsyn.

Det er også argumenter for at makro- og mikroreguleringen bør legges til samme institusjon. Makro- og mikrohensyn henger tett sammen, og et godt og helhetlig tilsyn med den enkelte institusjon, er også viktig for å demme opp for systemrisiko. I Storbritannia er det gjort ved å overføre mikroregulering og -tilsyn til sentralbanken.

De erfaringer vi har i Norge taler for at vi bygger videre på den eksisterende rollefordelingen mellom finanstilsyn, sentralbank og finansdepartement i arbeidet med makroregulering og -tilsyn. Utgangspunktet er at Finansdepartementet har et overordnet ansvar for finansiell stabilitet og fastsetter rolle- og ansvarsdelingen mellom Finanstilsynet og Norges Bank.

Norges Bank har et særskilt ansvar som overvåker på systemnivå, og gir, på grunnlag av sine makroanalyser, råd om sårbarhet og anbefalinger om tiltak til Finansdepartementet. Utvalget legger til grunn at denne praksisen bør videreføres og at Norges Bank i det videre gir konkrete råd om bruk av virkemidler for makroreguleringen. Finanstillsynet bør også videreføre vektleggingen av makroanalyse og en helhetlig tilsynsstrategi som omfatter både enkeltinstitusjoner, markedene og båndene mellom dem.

Uansett organisering er det viktig med en tydelig ansvarsfordeling og etterprøvbarehet. Systemet må utformes med klare prosedyrekrav, som inkluderer åpenhet rundt råd og beslutninger om bruk av virkemidler, eller fravær av bruk. Prosedyrekravene bør inkludere at institusjonen med beslutningsmyndighet må følge rådene fra institusjonen med forslagsrett eller begrunne hvorfor rådene ikke følges. Institusjonen med beslutningsmyndighet bør også ha plikt til å hente inn råd dersom den på eget initiativ ønsker å iverksette eller avvikle makrotiltak, samt begrunne hvorfor disse rådene eventuelt ikke følges. All kommunikasjon bør være åpen for offentlig innsyn. Klar ansvarsfordeling, etterprøvbarehet og åpenhet vil bidra til troverdighet og forankring. Systemet må også utformes slik at det blir mest mulig forutsigbart.

Utvalget foreslår at Norges Bank gis et klarere formelt ansvar til jevnlig å gi presise råd om bruk av diskresjonære virkemidler i makroreguleringen av det finansielle systemet. Anbefalingene med begrunnelser bør gis i form av offentlig tilgjengelige brev til Finansdepartementet og Finanstillsynet. Finanstillsynet må i et offentlig tilgjengelig brev til Finansdepartementet redegjøre for hva tilsynet foretar seg for å følge opp tilrådingene fra Norges Bank eller eventuelt hvorfor Finanstillsynet velger ikke å følge opp tilrådingene. All kommunikasjon skal være åpen for offentlig innsyn.

Det er ønskelig at Finansdepartementet redegjør for tilrådingene, vurderinger og tiltak fra Finanstillsynet og Norges Bank overfor Stortinget, f.eks. i den årlige finansmarkedsmeldingen eller i en egen melding.

¹⁷ Se bl.a. Borio (2010).

Kapittel 20

Krisehåndtering og atferdsrisiko

20.1 Innledning

Finanskrisen har vist at det er behov for bedre systemer for bankkriseløsning internasjonalt. Når institusjoner kommer i alvorlige problemer, må det være mulig å sikre uavbrutt tilgang til sentrale banktjenester samtidig som alle ikke-garanterte kreditorer må ha en reell tapsrisiko. Et godt kriseløsningssystem må også sørge for at eventuelle offentlige utgifter knyttet til løsningen skal være minst mulig.

Håndteringen av banker i krise må ha som siktemål å trygge finansiell stabilitet. Det ordinære konkursregelverket skal i første rekke sikre kreditorens rettigheter og er derfor ikke egnet. Etter gjeldende norsk rett er det derfor heller ikke adgang til å åpne gjeldsforhandling eller konkurs i bank, forsikringsselskap, morselskap i finanskonsern eller andre kredittinstitusjoner som er medlem i Bankenes sikringsfond.¹

Myndigheten som skal håndtere banker i krise må ha tilgang til et bredt sett av virkemidler. Det kan være behov for tidlig inngripen overfor finansinstitusjoner i økonomiske problemer, f. eks. tiltak som forebygger avvikling, og det kan foreligge behov for tiltak som sikrer en ordnet avvikling, herunder bl.a. raskt utbetaling av innskudd.

Et av dilemmaene ved myndighetstiltak overfor finansinstitusjoner i krise er at tiltakene kan bidra til forventninger om krisehjelp også i framtiden. Dette skaper adferdsrisiko i form av for stor risikotaking hos eiere, ledelse og kreditorer i en bank, slik at sannsynligheten for kriser øker. Et mål for reglene om krisehåndtering må derfor være å plassere risiko hos eierne og kreditorene i finansinstitusjonen, samtidig som reglene skal sikre finansiell stabilitet.

Et troverdig kriseløsningssystem, med reell tapsrisiko for eiere og kreditorer, vil ha en viktig kriseforebyggende effekt. Med reell tapsrisiko vil en banks kreditorer (unntatt de som er dekket av innskuddsgarantien) måtte foreta grundigere overvå-

king av risikotakingen i banken og sørge for en prising av bankenes finansiering som i større grad gjenspeiler den risikoen banken tar og i mindre grad sannsynligheten for at den vil bli «reddet» av myndighetene. Dette vil igjen redusere faren for overdreven gjeldsvekst og bobler i formuesmarkeder og minske sannsynligheten for at kriser oppstår.

Da finanskrisen brøt ut ble det raskt klart at en del viktige land ikke hadde egnede regler for håndtering av finansinstitusjoner med alvorlige økonomiske problemer. Blant annet viste det britiske systemet, hvor finansinstitusjoner var underlagt alminnelige konkursrettslige regler seg lite hensiktsmessig. Reformen av kriseløsningssystemene er høyt på dagsorden i det pågående arbeidet internasjonalt og i enkeltland. Målsettingen er å utvikle et mer robust finansielt system. Gode systemer for kriseløsning vil også redusere faren for at problemer i enkeltbanker sprer seg og forsterker en krise slik problemene i både Northern Rock og Lehman Brothers gjorde under den siste krisen.

Under denne krisen, som under tidligere kriser, grep myndighetene i mange land inn med ulike ad hoc tiltak av frykt for konsekvensene av å avvikle banker i krise. Tiltakene har ofte hatt som mål å legge grunnlaget for fortsatt drift av bankene. Tiltakene har imidlertid i mange tilfeller også redusert tapene for finansinstitusjonenes eiere, ledelse og kreditorer. Denne typen tiltak ble ikke brukt i Norge.

I Norge har de tiltak som ble iverksatt under finanskrisen hatt som formål å sikre bankenes tilgang til likviditet og egenkapital for å forhindre at bankene strammer til kredittpraksis i unødig grad i en økonomisk nedgangsperiode. I mange land har myndighetstiltakene vært vesentlig mer omfattende.

Gode kriseløsningssystemer for å håndtere finansinstitusjoner i krise vil ikke eliminere muligheten for at det kan oppstå nye kriser med massiv tillitsvikt som truer det finansielle systemets funksjonsmåte. Det er vanskelig å sikre seg helt mot eventuelle systemkriser. I slike situasjoner må myndighetene være forberedt på å bruke et bredt

¹ Jf. Banksikringsloven § 4-1.

sett med tilgjengelige virkemidler for å gjenopprette tillit og begrense skadevirkninger, slik man gjorde under denne krisen. En erfaring fra siste krise er at myndighetene bør ha et bredt sett av virkemidler tilgjengelig for å håndtere tilfeller av likviditets- og kapitalsvikt i institusjonene.

20.2 Lærdommer fra finanskrisen

20.2.1 Systemkriser krever offentlige inngrep

Problemer i finanssektoren kan raskt forverre seg til en systemkrise, særlig i fravær av et godt system for å håndtere problemer i enkeltinstitusjoner. Tillitssvikt aktørene imellom er spesielt alvorlig, og vil ofte føre til alvorlige forstyrrelser i realøkonomien. Det kan igjen gi opphav til en ond sirkel, med negative vekselvirkninger mellom realøkonomien og finanssektoren. Innstramning i kredittilbudet, usikkerhet om tryggheten til bankinnskudd og andre sparemidler, samt bortfall av viktige finansielle tjenester, som bl.a. betalingstjenester, kan gjøre at en finansiell krise utvikler seg til en realøkonomisk krise.

For å forhindre dette gjennomførte myndigheter og sentralbanker i mange land, inkludert i Norge, en rekke tiltak under den internasjonale finanskrisen. De omfattende tiltakene kom raskt, og søkte å gjenopprette tilliten og funksjonen til finansmarkedene, og å dempe utslagene i realøkonomien. Sentralbanker gjennomførte likviditetstiltak for å avhjelpe finansinstitusjonenes umiddelbare problemer, stater tok over vaklende institusjoner, tilførte kapital til andre, traff finanspolitiske tiltak for å stimulere økonomien, i tillegg til at det ble tatt i bruk en rekke nye virkemidler for å bedre de vanskelige markedsforholdene. Uten rask statlig inngripen i mange land, kunne finanskrisen fått uoverskuelige følger for verdensøkonomien.

I Norge var situasjonen mindre dramatisk enn i mange andre land, men også norske myndigheter gjennomførte flere ekstraordinære tiltak, jf. boks 20.1 og nærmere omtale i kapittel 6.

De norske tiltakene var i første omgang særlig viktige for å opprettholde bankenes tilgang på likviditet. Den ekstraordinære likviditetstilførselen fra Norges Bank, og etableringen av bytteordningen med obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), bidro til å stabilisere utviklingen i banksystemet, og til at markedene hadde tillit til at norske myndigheter ville og kunne iverksette nødvendige tiltak. Det ble også iverksatt særskilte likviditetstiltak for enkeltinstitusjoner.

Boks 20.1 Norske tiltak mot finanskrisen

For å motvirke utslagene av den internasjonale finanskrisen i Norge gjennomførte norske myndigheter omfattende tiltak:

- Norges Bank satte ned styringsrenten til det laveste nivået noen sinne.
- For å bedre likviditetssituasjonen og lette tilgangen på finansiering i norske kroner tilførte Norges Bank såkalte F-lån i større omfang og med lengre løpetider enn normalt. For å lette valutafinansieringen lånte Norges Bank også ut valuta og byttet valuta mot kroner med bankene. Kravene til sikkerhet for lån i sentralbanken ble lempet.
- Staten etablerte bytteordningen der bankene midlertidig kunne bytte til seg statskasseveksler mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), slik at bankene kunne bedre sin likviditetssituasjon.
- Det ble ført en ekspansiv finanspolitikk, bl.a. gjennom en særskilt finanspolitisk tiltakspakke på om lag 20 mrd. kroner.
- Statens finansfond ble opprettet for å tilby kjernekapital til solide norske banker, slik at bankene kunne settes bedre i stand til å opprettholde normal utlånsvirksomhet.
- Statens obligasjonsfond ble opprettet for å bidra til økt likviditet og kapitaltilgang i det norske kredittobligasjonsmarkedet.
- Rammene for Innovasjon Norge og for eksportkreditter gjennom GIEK ble utvidet, og staten ga lån til Eksportfinans. Rammene for Kommunalbanken og Husbanken ble også utvidet.

Det var også nødvendig å iverksette tiltak i enkeltinstitusjonene Glitnir og Kaupthing.

Tiltakene er nærmere omtalt i kapittel 6.

Etableringen av Statens finansfond sikret at solide norske banker ville ha tilgang på ny egenkapital, i en periode der kapitalmarkedene ikke fungerte normalt og bankenes tap så ut til å kunne bli høye. 28 banker fikk tilført kapital fra Finansfondet. Fondet kom også andre banker til gode ved at tilliten til det norske banksystemet økte, og ved at bankene fikk fleksibilitet til å avvende markedsutviklingen før de eventuelt besluttet å hente kapital i markedet.

Tiltakene som ble iverksatt kom raskt og det var begrenset tid til planlegging. Mange av de viktigste tiltakene under krisen, internasjonalt og i Norge, ble «improvisert» fram ut fra den aktuelle markedssituasjonen og de særskilte problemene finansinstitusjonene stod ovenfor, og fulgte i mindre grad av etablerte systemer.

Med begrenset tid til planlegging under en krise, kan håndteringen bli mer personavhengig enn dersom den var resultatet av en lengre prosess. For håndteringen av ringvirkningene av finanskrisen i Norge kan det ha vært en fordel at ledende posisjoner i embetsverket var besatt av personer som hadde erfaring fra håndteringen av bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Det er ikke gitt at Norge møter neste krise med tilsvarende kriseerfaring hos ledende personer i embetsverket.

20.2.2 Manglende systemer for håndtering av institusjonskriser

Myndighetene i land som opplevde at institusjoner havnet i alvorlige problemer stod ofte uten virkemidler til å håndtere krisene på en rask og effektiv måte, og måtte ofte ty til statlig overtakelse eller kostbare støttetiltak for å stabilisere banksystemet. Virkningene av konkursen i den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers synliggjorde at myndighetene i realiteten ikke har noe valg når store og komplekse (systemviktige) finansinstitusjoner får problemer; for å unngå store skadevirkninger i finanssystemet og realøkonomien, må de gripe inn med støttetiltak eller overtakelse.

Det norske krisehåndteringssystemet ble ikke satt på alvorlig prøve under denne finanskrisen. Virksomheten til de kriserammede islandske bankene i Norge ble håndtert på en effektiv måte, og uten at kundene ble påført tap, jf. omtale i kapittel 6. Det norske kriseløsningssystemet er nærmere beskrevet i boks 20.2.

Finanskrisen internasjonalt har imidlertid synliggjort forbedringspotensialer også i det norske systemet for bankkriseløsninger.²

20.2.3 Forsterket atferdsrisiko etter krisen

De omfattende tiltakene internasjonalt kan ha forsterket markedets inntrykk av at myndighetene vil gripe inn for å forhindre en krise, både gjennom generelle støttetiltak overfor markedet og (solide) institusjoner, men ikke minst ved å redde

enkeltinstitusjoner. Forventninger om inngripen som begrenser interessentenes tap vil kunne føre til høyere risikotaking, alt annet like.

En svakhet ved krisehåndteringen internasjonalt var at flere (insolvente) institusjoner fikk tilført statlig kapital uten at eiere og kreditorer ble avkrevet riktig betaling. Det kan som nevnt i kapittel 16 invitere til høyere risikotaking, og øke faren for finansiell ustabilitet. En viktig lærdom fra den norske bankkrisen på 1990-tallet er bl.a. at det er mulig å tilføre banker nødvendig egenkapital uten å skjerme den enkelte banks eiere mot tap som følge av bankens økonomiske problemer.³ Den norske finanssektoren ble først og fremst rammet på likviditetssiden under denne krisen, og i mindre grad på soliditetssiden.

Norske banker fikk tilgang til både krone- og valutalikviditet gjennom Norges Banks markedsoperasjoner og bytteordningen under krisen, se kapittel 6. Isolert sett kan det gi insentiv til å ta større likviditetsrisiko framover. Muligheten til å få tilført kjernekapital gjennom Statens finansfond, kan tilsvarende ha bidratt til en forventning om at myndighetene ville stille opp med kapital også i neste krise, og således redusere insentivet til å begrense risikotakingen og holde forsvarlig bufferkapital. Den forsterkede forventningen om framtidig hjelp, som tiltakene under finanskrisen skapte, gjør god regulering og troverdige kriseløsningsregimer enda viktigere i etterkant av finanskrisen.

20.2.4 Endringer i kriseløsningsregimer i etterkant av krisen

Finanskrisen internasjonalt avdekket i mange land store mangler i evnen til å håndtere og løse bankkriser. Flere land har som følge av dette gjennomført betydelige endringer i sine systemer for bankkriseløsninger.

I Storbritannia er det innført et nytt kriseløsningssystem, «Special Resolution Regime» (SRR). Gjennom SRR kan myndighetene beslutte salg av hele eller deler av institusjonen, overføring av hele eller deler av institusjonen til en såkalt brobank,⁴ midlertidig nasjonalisering, og avvikling og utbetaling av garanterte innskudd. Tilsynsmynd-

³ Moe m.fl. (2004).

⁴ Brobank er en bank som midlertidig tar over balanseposter fra en krisebank og som viderefører sentrale banktjenester. I tillegg til å opprettholde sentrale banktjenester er siktemålet å sikre verdier i banken inntil den kan bli solgt eller slått sammen med en annen bank. En brobank stabiliserer en vanskelig situasjon og bygger bro over til en mer permanent løsning. Det gir de involverte parter mer tid til å utrede og vurdere alternative løsninger.

² Norges Bank foreslo i et brev til Finansdepartementet i november 2010 endringer som kan forbedre det norske systemet for bankkriseløsninger (Norges Bank, 2010e).

Boks 20.2 Det norske kriseløsningsystemet

Det norske systemet for håndtering av finansinstitusjoner i krise er nedfelt i banksikringsloven. Etter det gjeldende regelverket åpnes det for en rekke ulike tiltak, avhengig av hvor langt framskreden krisen i finansinstitusjonen er kommet. Disse reglene kommer i tillegg til regler som gir Finanstilsynet adgang til å gripe inn på et tidlig stadium. Finansieringsvirksomhetsloven gir Finanstilsynet, før en krise er utviklet, adgang til å pålegge høyere kapitalkrav, endret organisering, begrenset virksomhet, redusert risiko eller andre tiltak tilsynet anser som nødvendige. Etter finanstilsynsloven kan Finanstilsynet bl.a. pålegge institusjoner å øke sin ansvarlige kapital, begrense samlede utlån og generelt «rette på forhold» som tilsynet påpeker. Finanstilsynet skal gripe inn på et tidlig stadium for å hindre at kapitalen i en institusjon faller under minimumsnivået.

Det eksisterende regelverket åpner for at både Norges Bank og Bankenes sikringsfond kan yte likviditetsstøtte i en krisesituasjon. Norges Bank er bankenes «långiver i siste instans», og kan i særskilte situasjoner gi lån på spesielle vilkår til banker og andre foretak i finansiell sektor, jf. sentralbankloven §§ 19 og 22. Norges Bank har slått fast at slik likviditetsstøtte skal begrenses til situasjoner der den finansielle stabiliteten er truet uten slik støtte. Norges Bank har videre slått fast at et viktig prinsipp for likviditetstilførselen er at Norges Bank ikke skal yte soliditetsstøtte og at likviditetstilførselen må bygge på sikkerhet fra mottakeren.

Bankenes sikringsfond kan i henhold til banksikringsloven § 2-12 yte likviditetsstøtte som ett av flere alternativ til offentlig administrasjon og utbetaling av garanterte innskudd. Denne muligheten ble anvendt i håndtering av den norske datterbanken av den islandske banken Glitnir, Glitnir Bank ASA, høsten 2008 for å sikre at den norske datterbanken kunne fortsette å drive virksomhet i påvente av en strukturell løsning. Fordi midlene i Bankenes sikringsfond ikke var tilstrekkeliglike, ga Norges Bank, som en del av redningsoperasjonen, et lån på særskilte vilkår til Bankenes sikringsfond.

I en krisesituasjon pålegger banksikringsloven § 3-4 den kriserammede institusjonen å vurdere tiltak etter beslutning i institusjonens egne organer. Kriseinstitusjonens egne organer har i slike krisesituasjoner plikt til å vurdere grunnlaget for videre forsvarlig drift, salg og/eller avvikling av virksomheten.

I banksikringsloven kapittel 4 er det gitt regler om offentlig administrasjon. Hvis en insti-

tusjon under norsk tilsyn er illikvid, insolvent eller ikke oppfyller kapitalkravene, og det ikke er grunnlag for videre forsvarlig drift, skal Finanstilsynet straks melde fra til Finansdepartementet, som skal beslutte om institusjonen skal settes under offentlig administrasjon.

Etter banksikringsloven § 4-8 skal administrasjonsstyret søke å finne ordninger som gjør at institusjonens virksomhet kan drives videre med et tilstrekkelig økonomisk grunnlag, eller søke å få institusjonen sluttet sammen med – eller dens virksomhet overdratt til – andre institusjoner, eller foreta avvikling av institusjonen. I praksis kan imidlertid administrasjonsstyrets muligheter være begrenset, bl.a. fordi en bank under offentlig administrasjon vil bli utestengt fra betalingssystemet. Det vil trolig innebære at banken må avvikles.

Banksikringsloven §§ 3-5 og 3-6 åpner for at Kongen i statsråd kan beslutte nedskrivning av aksjekapitalen/ansvarlig lånekapital i den utstrekning de reviderte statusoppgjøret viser at kapitalen er tapt. For å sikre videre forsvarlig drift i institusjonen kan Kongen i statsråd også fastsette at aksjekapitalen skal forhøyes ved nyttegning av aksjer. For dette tilfellet fastsetter myndighetene tegningsvilkårene. Aksjeeiernes fortrinnsrett kan dermed fravikes, og Kongen i statsråd kan bestemme hvem som skal kunne tegne aksjer. Disse bestemmelsene ble benyttet under den norske bankkrisen på 1990-tallet. For å kunne skrive ned verdien av aksjekapitalen må det reviderte statusoppgjøret vise at mindre enn 25 pst. av aksjekapitalen er i behold. Dette virkemiddelet vil dermed bare kunne benyttes på et langt framskredent stadium av en krise i en enkeltinstitusjon.

I tillegg til de håndteringsalternativene som er skissert i banksikringsloven vil det under gjeldende rett også være åpent for andre former for statlige tiltak, herunder ulike typer garantier, avtalebasert statlig overtakelse av porteføljer mv. og avtalebaserte strukturelle løsninger. Det er gjennomgående for denne typen tiltak at det må gjøres en vurdering av hvordan de statlige ytelsene best sikres. Et viktig utgangspunkt må være at statlig bankkrisehåndtering ikke flytter risikoen fra aksjonærene over på staten. Statlige utgifter bør også søkes minimert. Modellen som banksikringsloven § 3-5 er basert på er en god rettesnor for vurdering av hvordan staten bør sikre sine ytelser. Modellen plasserer risikoen for betalingsudyktighet/insolvens på aksjonærene, samtidig som den sikrer staten en forholdsmessig andel av en eventuell oppside.

digheten (FSA) og Bank of England bestemmer henholdsvis når SRR skal aktiviseres og hvilke verktøy som skal benyttes. Finansdepartementet beslutter all bruk av offentlige midler, herunder en eventuell beslutning om nasjonalisering.

For at FSA skal kunne aktivisere SRR, må konsesjonsbetingelsene være brutt, og det må være usannsynlig at institusjonen eller andre vil kunne gjennomføre tiltak slik at betingelsene vil bli oppfylt.

I USA har den offentlige innskuddsgaranti-myndigheten (FDIC) lenge hatt mulighet bl.a. til å splitte opp og selge hele eller deler av en bank eller overføre hele eller deler av banken til en bro-bank. Etter den nylig vedtatte finansreformen er kriseløsningssystemet utvidet til også å omfatte andre finansinstitusjoner enn banker, så som bankholdingselskaper, store investeringsbanker og forsikringsselskap. Bruk av offentlige midler i en slik redningsaksjon vil ikke være tillatt. Det er kvantitative terskelverdier knyttet til kapital-situasjonen som avgjør når myndigheten skal gripe inn overfor banker i problemer. Disse utløser milde tiltak fra myndigheten allerede ved en kapital-dekning på 10 pst.

Også i Sveits er det satt i gang et arbeid for å reformere kriseløsningssystemet. Det er bl.a. foreslått at bankene skal pålegges å forberede organisatoriske endringer for å sikre videreføring av sentrale bankfunksjoner ved en krise i banken. Dersom bankene ikke kan dokumentere dette, skal tilsynsmyndigheten pålegge nødvendige organisatoriske endringer.

I Sverige er det ikke gjort endringer med kriseløsningsregimet, den vanlige konkurslovgivningen gjelder fortsatt for banker. Som nevnt i kapittel 15, opprettet imidlertid den svenske stat høsten 2008 et stabilitetsfond til finansiering av bankkriseløsninger. Staten skjøt umiddelbart 15 milliarder svenske kroner inn i fondet. Målet er at det skal utgjøre 2,5 pst. av BNP innen 2023. Oppbyggingen skal skje ved hjelp av en avgift som er fastsatt til 0,036 pst. av største delen av bankenes passivside. Planen er å slå stabilitetsfondet sammen med det svenske innskuddsikringsfondet.

Danske banker var hardt rammet av krisen og Danmark opprettet en ubegrenset statlig garanti for bankenes innskudd og andre forpliktelser i oktober 2008. Bankene måtte betale for garantien. Det ble samtidig opprettet et statlig selskap, Finansiell stabilitet, med oppgave å sikre finansiell stabilitet, herunder foreta avvikling av banker i problemer. Den statlige garantien ble opphevet ved utgangen av september 2010 og det er nå kun den vanlige innskuddsgarantien som gjelder.

Etter samme dato velger banker i problemer selv om de vil bli avviklet av selskapet Finansiell stabilitet eller om de vil bli avviklet gjennom den vanlige konkurslovgivningen.

EU arbeider med å få på plass et felleseuropeisk regelverk for håndtering av kriser i finansinstitusjoner. Resultatet av dette arbeidet vil legge føringer på Norge gjennom EØS-avtalen, og er beskrevet nedenfor.

20.3 Handlingsrom og ytre rammer

Norsk handlingsrom i en krise begrenses av EUs statsstøtteregler. EØS-avtalen forbyr som hovedregel offentlig støtte til bestemte foretak eller sektorer dersom dette kan vri konkurransen og påvirke samhandelen. Offentlige investeringer, lån, garantier mv. til finansinstitusjoner innebærer støtte dersom staten gir dette på gunstigere vilkår enn hva en hypotetisk (privat) markedsinvestor ville ha gjort. Norske myndigheter må melde (notifisere) ny støtte, herunder endringer i eksisterende støtte, til ESA før den iverksettes. Denne forpliktelsen tilsvarer EU-landenes plikt til å melde slik støtte til EU-kommisjonen. Det finnes imidlertid relevante unntak. For eksempel kan tiltaket inneholde et støtteelement hvis det iverksettes for å bøte på en alvorlig forstyrrelse av økonomien.⁵

Under finanskrisen aksepterte EU-kommisjonen og ESA at offentlig støtte ble gitt til finansinstitusjoner, men det ble lagt vekt på å sikre at de enkelte EU/EØS-landenes tiltak ikke skulle skape for store konkurransevridninger eller uheldige virkninger i andre land. Virkemidler innenfor sentralbankenes normale virksomhet og generelle likviditetstiltak, falt utenfor det alminnelige forbudet mot statsstøtte. Den norske bytteordningen ble f.eks. ikke ansett som offentlig støtte, mens etableringen av Statens finansfond ble godkjent av ESA som et tillatt støttetiltak.

EUs lovgivning legger i dag liten begrensning på landenes mulighet til å håndtere kriser i enkeltinstitusjoner. «Winding up»-direktivet⁶ fastsetter full hjemlandskontroll ved avvikling og reorganisering av filialer innen EØS. Avvikling og reorganisering av datterselskaper, den mest utbredte formen for grensekryssende bankvirksomhet, følger nasjonal lovgivning.

Det eksisterer i dag konsernsesifikke tilsynsgrupper («supervisory colleges») for det løpende

⁵ Jf. Ot.prp. nr. 35 (2008-2009), kapittel 4.

⁶ Direktiv 2001/24/EF.

tilsynet med grensekryssende finanskonsern. Gruppene skal bl.a. koordinere tiltak mellom ulike nasjonale myndigheter. For å kunne håndtere kriser i grensekryssende institusjoner mener EU-kommisjonen at det bør opprettes kriseløsningsgrupper bestående av representanter for tilsynsmyndigheter i berørte land for større grensekryssende institusjoner. I tillegg vil det nye banktilsinsorganet EBA («European Banking Authority») få en sentral rolle i håndteringen av kriser i grensekryssende institusjoner.

EU arbeider med å få på plass et felleseuropeisk regelverk for håndtering av kriser i finansinstitusjoner generelt, og i grensekryssende institusjoner spesielt, jf. omtale i kapittel 10. EU-kommisjonen har varslet at den vil legge fram lovforslag om dette i løpet av våren 2011. EU-kommisjonen har i en meddelelse drøftet de overordnede prinsippene for, og i noen grad den konkrete utformingen av, dette regelverket.⁷ Reglene vil trolig bli foreslått å gjelde for alle kredittgivende institusjoner, samt visse investeringsforetak. Målet for rammeverket er å legge til rette for at alle omfattede institusjoner, uavhengig av type aktivitet og størrelse, kan avvikles uten å forårsake finansiell ustabilitet, og uten å belaste offentlige budsjetter.

Kommisjonen deler mulige virkemidler inn i tre kategorier: «forebyggende og preventive tiltak», «tidlig intervensjon» og «hjemler og verktøy for avvikling». Kommisjonens foreløpige vurderinger kan oppsummeres som følger:

- Ansvar for tidlig intervensjon bør være hjemlet i kapitalkravsregelverket og være tillagt tilsynsmyndigheten, men hjemlene bør utvides og klargjøres. Det gjelder bl.a. muligheten for å forby utbytte og kupongutbetaling på regulatorisk gyldig hybridkapital, krav om endringer i ledelsen, og krav om å instruere banken om foretningsdrift som vedrører risikoutviklingen. Tiltakene bør kunne iverksettes på bakgrunn av utsikter til brudd på minstekravene i kapitalkravsregelverket, og ikke betinge faktisk brudd.
- Ved brudd på minstekravene til kapital eller likviditet bør institusjonen i alle tilfeller kunne pålegges å legge fram troverdige planer for hvordan den vil snu utviklingen. Dersom troverdige planer ikke legges fram eller ikke følges opp, bør tilsynsmyndighetene ha mulighet til å oppnevne en midlertidig ledelse for å ta over styringen.
- Overnasjonale tilsynsmyndigheter bør ha en rolle som overvåker og koordinator av proses-

sene når de angår grensekryssende institusjoner, og myndighet til å etterprøve om nasjonale beslutninger er i henhold til EU-lov.

- Det kan være en fordel om ansvaret for avvikling ligger i en enhet som er uavhengig av tilsynsmyndigheten. Hensynet til friksjonsfri avvikling av grensekryssende institusjoner tilsier at organiseringen, hjemler og verktøy for avvikling harmoniseres over tid. Et harmonisert rammeverk for avvikling bør ta utgangspunkt i at finansinstitusjoner, når det er mulig, avvikles etter samme prinsipper som andre foretak. Dersom dette ikke er mulig av hensyn til finansiell stabilitet, kan særskilte mekanismer for forsiktig eller delvis avvikling benyttes. Det kan innebære bruk av brobank, styrt videresalg, eller oppdeling.
- Hvis institusjonens funksjoner er ansett som systemviktige og ikke kan overtas av andre, og dersom institusjonen ikke kan videreselges, f.eks. på grunn av størrelsen, kan et tredje nivå for håndtering tre inn der målet er videre drift snarere enn avvikling. På dette nivået vil ordninger som gjeldsnedskrivning og instruert konvertering av gjeld til egenkapital vurderes. Risikoen for framtidig bevisst uvørenhet er stigende i de tre nivåene, og forsvarer hierarkiet i rangeringen.
- Avviklingsmyndighetene bør ha eksplisitte hjemler til å overføre eierskap, rettigheter eller skyldnader, nedskrivning av egenkapital og konvertering av gjeld, myndighet til å dirigere eller erstatte ledelse, samt innføre midlertidig moratorium for oppgjør.

En eventuell slik framtidig EU-regulering vil gå lengre enn gjeldende norsk rett på dette området.

20.4 Utvalgets forslag

20.4.1 Nye virkemidler for håndtering av kriser i enkeltinstitusjoner

Det er svært viktig at myndighetene har beredskap og fleksibilitet i møte med en eventuell ny krise i finanssystemet og realøkonomien. Helt generelt må myndighetene være beredt til å gripe inn tidlig med hensiktsmessige tiltak, tilpasset den aktuelle situasjonen i markedene og i økonomien. Som denne krisen viste, kan det ikke legges til grunn at de tiltakene som fungerte godt i forrige krise vil være egnede i møte med en ny krise. De viktigste tiltakene under en krise er det oftest ikke mulig å planlegge for på forhånd.

⁷ EU-kommisjonen (2010b).

Systemet for kriseløsning i enkeltinstitusjoner er derimot noe som kan og bør være etablert lenge før en eventuell krise skulle inntreffe. Er det systemet godt, kan det redusere faren for finansiell ustabilitet, og øke kvaliteten og framdriften i beslutningsprosessen under en eventuell krise.

EU-kommisjonen har satt i gang en viktig prosess, som kan lede fram til et omfattende sett med virkemidler, og en nødvendig samkjøring på tvers av grenser. Endringer i EU-retten på dette området ligger imidlertid langt fram i tid. Flere land har allerede gjort store endringer i sine kriseløsningssystem, basert på erfaringene fra finanskrisen. På en del områder inneholder det lovverket som nå er i ferd med å bli etablert i flere land virkemidler og adganger som ikke er å finne i den norske banksikringsloven, og som det kan være aktuelt å vurdere innarbeidet også i det norske systemet.

Etter utvalgets syn bør det utredes nærmere hvilke endringer en raskt bør gjøre i det norske kriseløsningssystemet, herunder om signalene fra EU-kommisjonen bør følges opp direkte.

Utvalget vil særlig peke på noen elementer som bør vurderes inntatt i det norske kriseløsningssystemet:

- Pålegg om at banker må utarbeide en utviklingsplan (testament), slik at bankene skal kunne utvikles uten at det vil påføre samfunnet stor belastning i form av finansiell ustabilitet eller betydelige offentlige utgifter. Slike planer vil kunne sannsynliggjøre at også eierne og kreditorene til disse institusjonene vil kunne ta tap.
- Mulighet for å splitte opp en bank og evt. opprette en brobank vil gjøre det enklere å videreføre sentrale banktjenester samtidig som eiere og ikke-garanterte kreditorer påføres tap.
- Mulighet for tvungen omgjøring av gjeld til egenkapital (intern oppkapitalisering), f.eks. ved at konvertible obligasjoner gjøres om til aksjekapital når kapitalen faller under et bestemt nivå, eller omgjøring av andre typer gjeld til egenkapital (*bail-in*).

Under den norske bankkrisen på 1990-tallet ble aksjekapitalen i de tre største bankene skrevet ned til null og bankene ble oppkapitalisert ved statlige midler. Det var en *ekstern* oppkapitalisering. En *intern* oppkapitalisering, jf. tredje strekpunkt ovenfor, vil innebære at eksisterende interesser bidrar til å oppkapitalisere banken.

Bruk av konvertible obligasjoner vil innebære at myndighetene stiller krav om at en institusjon skal utstede en bestemt mengde obligasjoner med

klausul om at disse skal konverteres til aksjekapital ved en forhåndsbestemt terskelverdi. Denne terskelverdien bør være knyttet til utviklingen i kapitalen. Det vil være et markedsbasert instrument der prisen vil avhenge av hvor sannsynlig investorene anser konvertering å være. Et problem med instrumentet kan være at omdanningen til aksjekapital skjer for sent i forhold til forverringen av bankens situasjon. Dersom banken bare har likviditetsproblemer, vil en terskelverdi knyttet til kapitalen ikke ha noen effekt.

Tvungen omgjøring av gjeld til egenkapital er et mer drastisk virkemiddel. Dette virkemiddelet kan gi en rask løsning for krisebanken med uavbrutt tilgang til banktjenester. Det vil videre være egnet for komplekse og/eller grensekryssende institusjoner og institusjoner med store derivatposisjoner. For slike institusjoner vil det være krevende å få raskt overblikk over situasjonen og en omgjøring av gjeld til egenkapital vil være en «enkel» løsning på problemet. Et slikt virkemiddel har også den fordel at for institusjoner med lav egenkapitalandel er det bare en liten avkorting som skal til hos kreditorene for å gi en tilstrekkelig oppkapitalisering.

Det er ingen land som har innført muligheten for tvungen omgjøring av gjeld til egenkapital. Baselkomiteen har foreslått at hybridinstrumenter skal kunne gjøres om til egenkapital når banken ikke lenger anses å være levedyktig og før all egenkapital er tapt. I banksikringsloven må egenkapitalen være tapt før ansvarlige lån blir påført tap.

Dagens banksikringslov inneholder både kvalitative og kvantitative mål for når myndighetene skal gripe inn overfor en bank i (trolig forestående) problemer. Banksikringsloven sier at Finanstilsynet skal sette i verk en prosess som gir Kongen adgang til å beslutte både å skrive ned eksisterende aksjekapital og hvem som skal kunne tegne ny kapital dersom mindre enn 25 pst. av aksjekapitalen er i behold (se boks 20.2.) Etter utvalgets vurdering bør denne prosessen iverksettes på et høyere kapitalnivå enn i dag. Videre bør loven i større grad presisere handlingsalternativene når de myke terskelverdiene brytes.

Utvalget tilrår en gjennomgang av banksikringslovens terskelverdier for når myndighetene kan og skal gripe inn og hvilke tiltak som da kan anvendes. Det bør legges til rette for tilstrekkelig tidlig inngripen og terskelverdiene bør knyttes både til bankenes likviditet og kapital.

Skal adferdsrisikoen begrenses, er det viktig at utvikling av banker og andre finansinstitusjoner i krise er et mest mulig troverdig handlingsalter-

nativ. De som har bidratt til den risikotakingen som har skapt problemene, eiere og kreditorer, må være med og ta tap også om institusjonen i en eller annen form drives videre. Dersom en bank skal avvikles uten vesentlige skadevirkninger for bankens kunder, er det viktig at sentrale banktjenester, som f.eks. betalingstjenester, blir videreført uavbrutt. Et langvarig brudd i publikums tilgang til kontopenger vil i dag ikke være akseptabelt, særlig ikke i Norge der bruken av kontopenger til betalinger er mer utbredt enn i de fleste andre land. Dersom avvikling av en bank innebærer at bankens kunder blir avskåret fra sentrale betalingstjenester, vil dette derfor kunne utgjøre et viktig hinder for avvikling som et troverdig alternativ til statlige støttetiltak.

20.4.2 Krisehåndteringsmyndighetenes rolle

Selve organiseringen av kriseløsningsarbeidet må også vurderes, inklusive rollen til Bankenes sik-

ringsfond. Et privat organ kan vanskelig disponere de verktøyene som utvalget diskuterer ovenfor, og det vil dessuten kunne være en interessekonflikt mellom de som kontrollerer det private organet (bankene) og staten/fellesskapet. Både i Storbritannia og USA er det et offentlig organ som er kriseløsningsmyndighet.

Utvalget tilrår at krisehåndteringsverktøyene som skisseres ovenfor underlegges et permanent, offentlig myndighetsorgan.

Et mindretall i utvalget, bestående av medlemmene Ask, Christiansen og Harto, mener at det er behov for en avklaring av Bankenes sikringsfonds rolle. Ansvarsfordelingen i forbindelse med krisehåndtering bør vurderes helhetlig basert på den arbeidsdeling som er etablert, herunder systemene for offentlig administrasjon.

Kapittel 21

Samlede vurderinger

21.1 Innledning

Nedenfor følger en oppsummerende gjennomgang av utvalgets vurderinger og forslag i kapittel 11–20. Forslagene er basert på en gjennomgang av det utvalget anser er de mest sentrale lærdommene fra den internasjonale finanskrisen. Forslagene har til formål å bidra til finansiell stabilitet i Norge, og til at finanssektoren i større grad understøtter overordnede samfunnmessige effektivitetsmål.

For nærmere utdyping av, og begrunnelse for, forslagene, vises det til omtalen i de enkelte kapitlene.

21.2 Vurderinger og forslag

21.2.1 Internasjonale lærdommer, norske utfordringer og prioriteringer

En robust og formålstjenlig finanssektor

Store statsfinansielle og samfunnsøkonomiske kostnader forbundet med finanskrisen har aktualisert spørsmålet om hvilken rolle finanssektoren bør ha i framtiden, og hvilke aktiviteter økonomien som helhet er tjent med at sektoren bedriver.

Etter utvalgets syn er det viktig at et bredt sett av virkemidler, som best kan fange opp og korrigere svakheter, benyttes for å sikre en robust og formålstjenlig finanssektor. Herunder kan skatter eller avgifter supplere regulering og tilsyn på en nyttig måte.

I lys av finanskrisen bør det dessuten bli mer åpenhet om aktiviteten og risikotakingen i finansmarkedene, herunder om hvordan bankene beregner kapitalbehov ved hjelp av modeller og risikoantakelser.

Virksom konkurranse og enklere produkter

Virksom konkurranse mellom tilbydere av finansielle tjenester er en forutsetning for en effektiv og

velfungerende finanssektor. Etterspørselssiden i finansmarkedene er sammensatt og representerer mange ulike behov, noe som også bør gjenspeiles i strukturen på tilbudssiden.

Etter utvalgets syn bør myndighetene generelt bedre forutsetningene for virksom konkurranse i finansmarkedene, bl.a. gjennom å legge til rette for flere konkurrerende aktører, og enklere og mer sammenlignbare produkter og tjenester.

Oversiktlige konsernstrukturer

Finanskonsern består oftest av ulike typer av finansinstitusjoner (kredittforetak, banker, livsforsikringsselskap, skadeforsikringsselskap mv.). Finanskonsern kan videre bestå av flere «lag» av selskaper (morselskapet har et datterselskap, som er morselskap for et nytt datterselskap osv.).

Etter utvalgets vurdering er det viktig at finanskonsernene organiseres på en oversiktlig måte, slik at eventuelle økonomiske problemer i operative konsernselskaper i stor utstrekning forplanter seg i rett linje oppover i konsernet, og slik at de økonomiske problemene får minst mulig virkning for andre operative konsernselskaper. En slik ryddig struktur er også viktig for muligheten til å kunne restrukturere eller avvikle institusjoner i en krisesituasjon. Utvalget registrerer at det i finansieringsvirksomhetsloven er adgang til å benytte ulike modeller, men at forannevnte hensyn i stor utstrekning er ivaretatt gjennom konsesjonspraksis. Utvalget tilrår at norske myndigheter i sin konsesjonspraksis legger stor vekt på forannevnte hensyn.¹

I USA har svekkelsen av bransjeskillet mellom tradisjonell bankvirksomhet og verdipapirvirksomhet vært omdiskutert. Norske lovregler legger til rette for at finanskonsern kan ha virksomhet både innenfor tradisjonell bankvirksomhet og verdipapirvirksomhet. Reglene er ikke til hinder for at det drives omfattende verdipapirvirksomhet i bankene. Verdipapirvirksomheten i norske ban-

¹ Det vises kapittel 11, avsnitt 11.4.3 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

ker er imidlertid relativt begrenset sammenlignet med banker i andre land.²

Videreutvikling av finansmarkedsreguleringen

Bankene står i en særstilling når det gjelder hvilken risiko EUs prinsipper om hjemstatsregulering og filialetableringer kan innebære for det enkelte lands finanssystem, økonomi og statsfinanser.

Etter utvalgets syn tilsier erfaringene fra finanskrisen at norske myndigheter bør arbeide for en adgang i EU/EØS-retten for vertsland til å kreve omdanning fra filial av utenlandsk bank til datterselskap, og en tilsvarende adgang til å kreve at egne banker organiserer sin virksomhet i utlandet gjennom datterselskaper framfor filialer. Videre bør regulerings- og tilsynssamarbeidet på tvers av landegrensene styrkes.³

Finansmarkedene i de nordiske landene er i stor grad integrerte og utgjør på mange måter et naturlig og hensiktsmessig reguleringsområde. Hensynet til finansiell stabilitet i det enkelte land, og til at finansinstitusjonene bør ha forholdsvis like konkurransevilkår, taler for et nordisk samarbeid på finansmarkedsområdet.

Dersom det skulle være ønskelig å ha regler som, innenfor et nasjonalt handlingsrom, er strengere eller på annen måte går ut over EUs minstekrav til nasjonalt regelverk på finansmarkedsområdet, bør dette etter utvalgets syn først og fremst søkes oppnådd på nordisk nivå, gjennom en harmonisering av de aktuelle reglene i de nordiske landene. En slik tilnærming kan også adressere utfordringer knyttet til EUs hjemlandsreguleringsregime.

Det er i dag et omfattende samarbeid mellom nordiske tilsynsmyndigheter, bl.a. når det gjelder tilsynspraksis knyttet til EUs kapitalkravsregler. Det er også gjort forsøk på å etablere et samarbeid om regulering, men det har hittil ikke ført fram bl.a. pga. ulik vektlegging av næringspolitiske hensyn. Etter finanskrisen kan mulighetene for et slikt samarbeid være større.

Utvalget tilrår at norske myndigheter tar initiativ til å etablere et utvidet samarbeid på finansmarkedsområdet med de andre nordiske landene, både når det gjelder regulering og tilsynspraksis. Et slikt samarbeid kan f.eks. ta form av en ny institusjon på nordisk plan, etablering en sekretariatsfunksjon tilknyttet etablerte institusjoner e.l. Det bør søkes enighet om jevnlig å vurdere regulerings- og tilsynsspør-

mål på finansmarkedsområdet. Et rådgivende utvalg eller annet forum kan spille en viktig rolle i overvåkingen av systemrisiko og trusler mot den finansielle stabilitet i Norden.

Norske myndigheter må fortsatt vurdere de enkelte regulerings spørsmål fra sak til sak, på selvstendig grunnlag. Norge bør imidlertid ha et aktivt forhold til hvorvidt et handlingsrom innenfor EØS-forpliktelsene bør benyttes, særlig dersom det ikke lykkes å få på plass et nordisk samarbeid om finansmarkedsregulering.

Når viktige grunner taler for det, f.eks. knyttet til nasjonale særtrekk, bør nasjonale vurderinger av egnet regulerings- og tilsynspraksis kunne gi seg utslag i et strengere regelverk i Norge enn i andre land. Det kan også etter omstendighetene være behov for supplerende regler, uten at disse nødvendigvis er strengere. Tilsvarende kan det være behov for å gjennomføre endringer raskere enn det som det legges opp til i EU.

21.2.2 Den makroøkonomiske politikken

Pengepolitikken

Rammeverket for pengepolitikken i Norge ga etter utvalgets vurdering et godt utgangspunkt for å stabilisere økonomien under finanskrisen, og utvalget finner heller ikke andre lærdommer fra finanskrisen som tilsier endringer i rammeverket for pengepolitikken i Norge. Finanskrisen tydeliggjorde imidlertid en del viktige forhold for utøvelsen av pengepolitikken.

Utvalget understreker viktigheten av at sentralbanken fortsetter å ta tilstrekkelig hensyn til utvikling i formuespriser og gjeld framover. Samtidig erkjenner utvalget at det er begrenset hvor mange oppgaver som kan oppfylles av én enkelt politikkv variabel som styringsrenten. Dette understreker behovet for makrotiltak.

Finanspolitikken

Rammeverket for finanspolitikken i Norge ga etter utvalgets vurdering et godt utgangspunkt for å stabilisere økonomien under finanskrisen, og utvalget finner heller ikke andre lærdommer fra finanskrisen som tilsier endringer i rammeverket for finanspolitikken i Norge. Samtidig vil utvalget peke på at jo større ambisjoner man har for finanspolitikken i stabiliseringspolitikken, jo større buffere bør man ha. Land med konjunkturavhengige ressursinntekter, som Norge, bør ha særlig store buffere.

² Det vises kapittel 11, avsnitt 11.4.3 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

³ Det vises til kapittel 11, avsnitt 11.4.4 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

Etter utvalgets vurdering viser erfaringene fra finanskrisen tydelig viktigheten av at finanspolitisk handlingsrom og tillit til statsfinansene bygges opp i gode tider. Utvalget støtter derfor anbefalingene fra bl.a. OECD og IMF om at man etter hvert som den økonomiske utviklingen bedrer seg bygger opp handlingsrom i finanspolitikken til å stå tilstrekkelig godt rustet til å møte neste tilbakeslag.

Inntektspolitikken

Det inntektspolitiske samarbeidet har over tid falt sammen med et velfungerende og omstillingsdyktig arbeidsmarked i Norge. I tillegg kan et slikt samarbeid gjøre det lettere å komme fram til nødvendige samfunnsendringer dersom et land har havnet i en krevende økonomisk situasjon. Utvalget understreker viktigheten av at staten og partene i arbeidslivet fortsetter det brede inntektspolitiske samarbeidet i årene framover.

21.2.3 Prisbobler

Aktivapriser, som aksje- og boligpriser, kan svinge mye over konjunktursyklusen. Historisk sett har finanskriser ofte vært kjennetegnet av en kraftig, og ofte i betydelig grad kredittrevet, oppgang i disse prisene forut for krisen, etterfulgt av et kraftig fall. Slik var det også i denne finanskrisen.

Retningslinjer for bankenes utlån

Etter utvalgets syn er Finanstilsynets retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis et godt tiltak for å bygge opp under finansiell stabilitet.

Utvalget anbefaler at myndighetene vurderer om retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis bør presiseres ytterligere, bl.a. med hensyn til hva slags renteøkning bankene skal legge til grunn i sin vurdering av kundenes betalingsevne. Videre bør myndighetene vurdere om slike retningslinjer også kan være egnet for lån til næringsseiendom. Utvalget anbefaler også at det sikres at Finanstilsynet har tilstrekkelige hjemler til å sette krav om øvre grenser på bankenes utlån i forhold til pantets verdi («loan-to-value»-krav), jf. avsnitt 21.2.9 nedenfor.

Skatter og avgifter

Det er bred enighet blant økonomer om at bolig og fast eiendom generelt er for lavt beskattet i Norge, selv om den norske boligbeskatningen neppe har spilt noen vesentlig rolle i forbindelse med denne finanskrisen.

Flere tidligere utvalg har foreslått å redusere favoriseringen av bolig i skattesystemet.

Utvalget er enig i at dagens skattemessige favorisering av investeringer i bolig har uheldige sider, bl.a. ettersom husholdningene blir sårbare overfor svingninger i boligpriser. Denne sårbarheten forsterkes i den grad boligen i opphetede perioder i finansmarkedet blir brukt som pant for lån til finansielle investeringer. Utvalget tilrår derfor at beskatningen av bolig bringes mer på linje med skattleggingen av øvrige formuesobjekter. En skatteveksling, der økt skatt på bolig brukes til å redusere andre skatter og avgifter, vil kunne gi betydelige samfunnsøkonomiske gevinster. Utvalget understreker likevel at det også er behov for stabile og forutsigbare skatteregler for bolig og at det er betydelige utfordringer ved eventuelt å gjøre store endringer i boligbeskatningen raskt.

Valg mellom fast og flytende rente

Utvalget ser at utstrakt bruk av flytende rente på boliglån i noen grad kan bidra til økte svingninger i boligprisene, og viser til at Norge er blant landene i Europa med lavest andel fastrentelån blant husholdningene. Det er imidlertid også fordeler ved bruk av flytende renter for husholdningene, bl.a. at lånene alltid kan løses ut til pari kurs og at renten forventningsmessig vil være lavere når sannsynligheten for å være arbeidsledig er høy. Det er derfor ikke åpenbart at husholdningene samlet sett ville vært tjent med en høyere andel ordinære fastrentelån.

I flere land finnes det imidlertid låntyper der noen av ulempene ved ordinære fastrentelån er fjernet. Disse lånene har et pristillegg i fastrenten som gjør at de kan innløses til pari kurs. Slike lån kan være interessante for mange norske husholdninger, og et eventuelt økt innslag av fastrente som følge av tilbud om slike lån vil trolig kunne bidra til å dempe boligprissvingningene i det norske boligmarkedet noe.

21.2.4 Forbrukerhensyn

God og riktig informasjon

Informasjonen som gis av finansinstitusjoner til forbrukere og andre som overveier investering, produktkjøp, låneopptak e.l., bør være tilpasset den finansielle kunnskapen mottakeren kan antas å inneha. Informasjonen bør være så standardisert som mulig, slik at forbrukeren lett kan sammenligne ulike produkter fra ulike leverandører. Informasjonen bør også være underlagt strenge

krav om relevans, slik at ikke viktige punkter tilsløres av «informasjonsstøy».

Utvalget tilrår at norske myndigheter innfører krav om at det skal utarbeides et kort, standardisert opplysningsdokument om spare- og investeringsprodukter, herunder pensjonsprodukter, rettet mot ikke-profesjonelle investorer (forbrukere).

Det hender at finansinstitusjoner i Norge og ellers i verden markedsfører seg med andre betegnelser enn institusjonens virkelige navn, f.eks. når institusjoner viderefører navnet til en bank som er kjøpt opp og innfusjonert.

Utvalget foreslår at finansinstitusjoner ikke lenger skal ha anledning til å benytte navn eller betegnelser i sin markedsføring som tildekker hvilken institusjon som faktisk vil stå for kundeforholdet, og slik at institusjonenes kunder – faktiske eller potensielle – ikke kan villedes til å tro at de har et kundeforhold til en annen institusjon enn det som faktisk er tilfellet, herunder at bankkunder ikke villedes til å tro at de har bedre innskuddssikring enn det som er tilfellet.⁴

Bankkunders motregningsrett – dvs. retten til å få f.eks. lån og innskudd avregnet mot hverandre i tilfelle banken ikke kan innfri innskuddskravet – faller bort når lån overføres fra bank til kredittforetak. Etter hvert som norske banker har overført en stadig større andel av sine boliglån til kredittforetak, slik at det kan utstedes obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har mange bankkunder mistet sin motregningsrett.

Utvalget tilrår at myndighetene sikrer at, motregningsretten også videreføres når lån overføres fra en bank til et kredittforetak.

Spare- og investeringsprodukter

Ut over behovet for god og riktig informasjon til forbrukere som overveier kjøp av spare- og investeringsprodukter, må problemer knyttet til uheldige insentiver og interessekonflikter adresseres. Så lenge produsenter og distributører av spare- og investeringsprodukter har et økonomisk avhengighetsforhold med hverandre, eller er én og samme institusjon, vil kundens interesser kunne bli skadelidende. Etter utvalgets syn bør slike avhengighetsforhold anses som brudd på interessekonfliktreglene. Videre kan det etter utvalgets vurdering være ønskelig med nye regler som kan gjøre det enklere for forbrukerne å treffe gode investeringsbeslutninger.

Utvalget tilrår at det utredes nærmere

- *om finansinstitusjoner i sin markedsføring fortsatt skal kunne benytte begrep som «spareprodukt», «sparealternativ» e.l. med mindre produktet tilfredsstillende visse krav som gjør det egnet nettopp til spareformål, og*
- *om investeringsrådgivere og andre som gir råd om kjøp av investeringsprodukter, fondsandeler mv., i tillegg alltid skal opplyse om egenskapene ved et enkelt produkt, som f.eks. bankinnskudd og andeler i indeksfond, eller nedbetaling av aktive lån, og rådgi dette som alternativ.*

Kostnadene ved passivt forvaltede indeksfond er vesentlig lavere enn kostnadene ved å investere i aktivt forvaltede fond. Indeksfond er likevel lite utbredt som spare- og investeringsalternativ i det norske markedet. Etter utvalgets syn bør finansinstitusjonene legge til rette for at indeksfond blir et mer synlig og aktuelt alternativ for forbrukerne.

Etterlevelse av nemndsvedtak mv.

For forbrukere som f.eks. etter råd fra en finansinstitusjon har investert i uegnede investeringsprodukter, er ofte klagenemndene den første, og for mange den eneste aktuelle, klageinstans. Det varierer i hvilken grad de ulike nemndenes avgjørelser etterleves av finansinstitusjonene. I de tilfeller forbrukeren får medhold og institusjonen ikke etterlever avgjørelsen, kan forbrukeren ha gode muligheter for å vinne fram i retten. Det vil imidlertid ofte være vanskelig for forbrukeren å prøve slike saker for retten, da de potensielle kostnadene ved et eventuelt tap kan framstå som høye for den enkelte.

Etter utvalgets syn bør norske myndigheter utrede hvordan det kan innføres et lovkrav om at finansinstitusjoner som ikke etterlever nemndsvedtak i forbrukerens favør må dekke forbrukerens kostnader knyttet til behandling av saken i første rettsinstans, og i høyere instanser dersom institusjonen skulle anke.⁵

Tilsynsmyndighetenes rolle

Det er mye som taler for at forbrukerne er avhengig av en tett tilsynsmessig oppfølging av produkter og tjenester som tilbys i finansmarkedene. Finanstilsynet, Konkurransetilsynet, Forbrukerombudet og Forbrukerrådet har viktige oppgaver på dette området.

⁴ Det vises til kapittel 14, avsnitt 14.4.1 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

⁵ Det vises kapittel 14, avsnitt 14.4.3 for to uttalelser fra mindretall i utvalget.

Utvalget tilrår at norske tilsynsmyndigheter får et tydeligere lovfestet ansvar for å ivareta forbrukernes interesser og rettigheter i finansmarkedene. I denne sammenheng bør det også utredes om tilsynsmyndighetene bør få utvidede hjemler til å ilegge administrative sanksjoner, så som gebyrer, slik at det kan gis reaksjoner tilpasset overtredelsenes grovhet, og som generelt er egnet til å bedre etterlevelsen av regelverket.

Videre bør tilsynsmyndighetene innta en mer aktiv rolle når det gjelder oppfølging av utviklingen på finansmarkedsområdet, og i større grad foreta og foreslå tilpasninger i regelverket. Eventuelle endringer i tilsynsmyndighetenes mandat e.l. må ses i sammenheng med utvalgets forslag om å presisere Finanstilsynets ansvar for å benytte sine virkemidler for å sikre finansiell stabilitet, jf. avsnitt 21.2.9 nedenfor.

Myndighetsorganene med ansvar for finansiell stabilitet avholder i dag faste møter for informasjons- og erfaringsutveksling. Slike møter kan bidra til et godt og hensiktsmessig samarbeid også på forbrukerområdet. I tillegg kan det være hensiktsmessig å innføre en praksis med en årlig, offentlig rapport eller melding om aktuelle forbrukerspørsmål i finansmarkedene, i tillegg til de enkelte tilsynsorganenes årsmeldinger.

Utvalget viser til at Norge samlet sett har gode erfaringer med å ha et integrert finanstilsynsorgan, og til at en rekke forhold taler for et integrert tilsyn også i årene framover. Utvalget mener at Finanstilsynet fortsatt bør ha ansvar for forbrukerrelatert tilsyn og regelverksutvikling, særlig ut fra hensynet til konsistent og helhetlig regulering og tilsynspraksis, men også ut fra at Norge er et lite land med begrensede ressurser på tilsynsområdet. En samlet finanstilsyn, med et sterkt fagmiljø og et ansvar for hele finanssektoren, har stor gjennomslagskraft overfor markedsaktørene og andre deler av forvaltningen, bl.a. gjennom tilrådninger om regelverk o.l. basert på en helhetlig avveining av ulike hensyn. Det bidrar til å styrke forutsetningene for finansiell stabilitet, og forbrukernes tillit til finanssystemet. Utvalget viser for øvrig til at Finanstilsynet bør få et lovfestet ansvar for å ivareta forbrukernes interesser og rettigheter i finansmarkedene, jf. utvalgets forslag ovenfor.⁶

21.2.5 Bedre skattlegging av finansiell sektor

Stabilitetsavgift

Det eksisterer i dag banksikringsordninger i de fleste land, der medlemsbankene betaler en viss avgift for bl.a. innskuddsgaranti. I tillegg til den eksplisitte innskuddsgarantien, nyter banker og andre finansinstitusjoner godt av en implisitt garanti som det ikke avkreves vederlag for: det at markedsaktørene forventer at staten i visse situasjoner vil iverksette støttetiltak overfor markedet eller institusjoner for å forhindre finansiell ustabilitet, har også betydelig verdi for institusjonene.

Etter utvalgets syn bør norske finansinstitusjoner ilegges en stabilitetsavgift basert på institusjonenes gjeld ut over egenkapital og sikrede innskudd, og som reflekterer eventuelle forventninger hos kreditorer om at deres risiko er redusert som følge av sannsynligheten for statlig inngripen (implisitt statsgaranti). Utvalget tilrår at norske myndigheter utreder om og i tilfelle hvordan en slik stabilitetsavgift kan gjennomføres i Norge. En slik utredning bør inneholde en vurdering av om en eventuell stabilitetsavgift bør differensieres ut fra institusjonenes størrelse og løpetiden på institusjonenes finansiering, slik som det f.eks. legges opp til henholdsvis i Tyskland og Storbritannia.⁷

Et viktig hensyn i en slik utredning vil bl.a. være å utforme avgiften slik at potensielle, uønskede vridningseffekter begrenses. Det er en fordel om like eller lignende avgifter innføres i flere land samtidig. Dersom det ikke skulle komme gode nok EU-regler om slike avgifter, bør Norge derfor arbeide for en harmonisert tilnærming blant de øvrige nordiske landene. Det sentrale ved en avgift er at den kan rette opp en markedssvikt, fremme finansiell stabilitet og bidra til å finansiere statlig inngripen.

Finansiell aktivitetsskatt (merverdiskattlegging)

Omsetning og formidling av finansielle tjenester er i hovedsak unntatt fra merverdiavgift. Bakgrunnen for unntaket, som gjelder i Norge og i de aller fleste andre land, at det er vanskelig å fastsette et egnet avgiftsgrunnlag, herunder å måle merverdien av finansiell tjenesteyting. Etter utvalgets syn er det uheldig at tjenestene produsert i en hel sektor i praksis er unntatt fra merverdiavgift. Utvalget ser imidlertid at det kan bli svært vanskelig å finne fram til en egnet modell for merverdiavgift på finansielle tjenester i Norge. Et eget

⁶ Det vises kapittel 14, avsnitt 14.4.4 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

⁷ Det vises kapittel 15, avsnitt 15.4.1 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

norsk system for merverdiavgift på finansielle tjenester vil måtte forandre store utviklingskostnader, og vil trolig være vanskelig å gjennomføre uten betydelige tilpasninger og samfunnsøkonomiske kostnader. Det taler for alternative løsninger, og for internasjonalt samarbeid.

*Etter utvalgets syn bør norske myndigheter utrede grunnlaget for – og de eventuelle konsekvensene av – en skatt på finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger for å beskatte merverdien skapt i finanssektoren, og således korrigere for sektorens merverdiavgiftsunntak. Dersom en slik skatt utformes på en hensiktsmessig måte, kan den gi betydelige inntekter, samtidig som den kan redusere vridninger i forbruk og næringsstruktur som følge av at finansielle tjenester er underbeskattet sammenliknet med andre varer og tjenester. Utvalget understreker at et slikt skatteforslag må vurderes i sammenheng med annen beskatning av finanssektoren.*⁸

Skatteflukt

Skatteparadiser kan bidra til finansiell ustabilitet. I NOU 2009: 19 om skatteunngåelse mv. ble det bl.a. foreslått at Norge tar initiativ til nye regler for når en juridisk enhet skal anses for hjemmehørende i en lukket jurisdiksjon, nye regler for fordeling av beskatningsrett mellom land, og en internasjonal konvensjon som skal forhindre at stater utvikler lukkede strukturer som er egnet til å påføre tap og skader i andre jurisdiksjoner.

*Etter finanskriseutvalgets syn kan slike tiltak også være egnet til å bidra til stabilitet i det internasjonale finanssystemet, og til mer velfungerende finansmarkeder. Arbeidet mot skatteunndragelse bør gis høy prioritet både nasjonalt og internasjonalt.*⁹

21.2.6 Bankene

Mer og bedre kapital

G20-landene har sluttet seg til Baselkomiteens forslag til endringer i det internasjonale kapitalkravsregelverket, ofte kalt «Basel III». I EU vil forslagene trolig bli gjennomført ved endringer i EUs kapitalkravsdirektiv, og slik også få betydning for Norge gjennom EØS-avtalen. Basel III-reglene innebærer en skjerping av kravene til bankenes kapitaldekning, og til kvaliteten på kapitalen, sam-

menlignet med de gjeldende Basel II-reglene. Reglene har imidlertid blitt til gjennom kompromisser mellom mange land og interessenter, og bærer preg av å være tilpasset den svake økonomiske utviklingen – og en svekket banksektor, i mange land. I Norge er situasjonen en annen enn i mange andre land. Den økonomiske utviklingen er god, og institusjonene i finanssektoren er solide. Dette er i noen grad tilfellet også i de andre nordiske landene. Det gir landene en større frihet til å vurdere hva som er egnede kapitalkrav til finansinstitusjoner i lys av erfaringene fra den internasjonale finanskrisen.

Utvalget tilrår at norske myndigheter arbeider for å styrke det nordiske regulerings samarbeidet, og at man på nordisk nivå vurderer strengere kapitalkrav enn EUs minstekrav. Samarbeidet om en ensartet tilsynspraksis bør videreføres.

*Dersom et nordisk samarbeid om krav ut over minimumskravene ikke fører fram, tilrår utvalget norske myndigheter å foreta en selvstendig vurdering av om det er behov for kapitalkrav ut over EUs minstekrav for norske banker. Norske myndigheter må sikre at norske bankers kapitalregler er hensiktsmessige og tilstrekkelig strenge, slik at norske banker minst opprettholder dagens kapitalnivå, uavhengig av utviklingen i EU. Myndighetene må vurdere hvordan eventuelle strengere regler enn EUs minstekrav skal implementeres, og om de skal utformes som strengere krav under pilar 1 eller strengere tilsynspraksis gjennom pilar 2.*¹⁰

Basel III-reglene vil trolig ikke være faset fullt inn internasjonalt før i 2019. Norsk økonomi er imidlertid godt rustet for en tidlig implementering av reglene.

*Utvalget tilrår at norske myndigheter snart tar initiativ til et nordisk samarbeid for å vurdere en raskere implementering av de nye kapitalreglene for nordiske banker. Dersom et nordisk samarbeid ikke fører fram, eller resultater lar vente på seg, tilrår utvalget at norske myndigheter vurderer å implementere de nye kapitalreglene raskere i Norge enn de internasjonale implementeringsfristene skulle tilsi.*¹¹

Systemviktige institusjoner

Det er spesielt viktig at systemviktige finansinstitusjoner har tilstrekkelig kapital til enhver tid, slik at sannsynligheten for at slike institusjoner skal

⁸ Det vises kapittel 15, avsnitt 15.4.2 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

⁹ Det vises kapittel 15, avsnitt 15.4.3 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

¹⁰ Det vises kapittel 16, avsnitt 16.4.1 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

¹¹ Det vises kapittel 16, avsnitt 16.4.1 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

havne i økonomiske problemer reduseres til et minimum. Det tilsier at systemviktige institusjoner ilegges høyere kapitalkrav enn andre finansinstitusjoner.

Utvalget tilrår at norske myndigheter tar initiativ til et nordisk samarbeid om regulering av systemviktige finansinstitusjoner, basert på eventuelle omforente anbefalinger eller prinsipper for slik regulering internasjonalt. Dersom de internasjonale prosessene ikke skulle føre til gode nok tiltak, bør det vurderes særskilte tiltak på nordisk nivå.

Dersom et nordisk samarbeid om særskilte krav til systemviktige institusjoner ikke fører fram, tilrår utvalget norske myndigheter å foreta en selvstendig vurdering av om det er hensiktsmessig med strengere krav til enkelte norske institusjoner.

Ut over de tiltak som er nevnt ovenfor vil en rekke andre tiltak som utvalget foreslår kunne få betydning for systemviktige institusjoner. Utvalgets forslag om en ny stabilitetsavgift basert på institusjonenes gjeld ut over egenkapital og sikrede innskudd, og som reflekterer en eventuell implisitt statsgaranti, vil særlig kunne gi vesentlige utslag for systemviktige institusjoner.

Likviditetsbuffer og mer robust finansieringsstruktur

De foreslåtte Basel III-reglene innebærer viktige endringer i kravene til finansinstitusjonenes likviditet og finansiering, så vel som kravene til kapitaldekning. På samme måte som for de foreslåtte kapitaldekningskravene, vil implementeringen av nye, kvantitative likviditetskrav trolig ta lang tid. Reglene vil trolig ikke være faset fullt inn internasjonalt før i 2019. Norsk økonomi er godt rustet for en tidlig iverksettelse av reglene. Siden den internasjonale finanskrisen ga seg utslag i en likviditetskrise, og ikke en soliditetskrise, for norske banker, bør nye likviditetsregler være en særlig prioritert oppgave etter krisen.

Utvalget tilrår at norske myndigheter snarlig tar initiativ til at man på nordisk nivå vurderer en raskere implementering av de nye kapital- og likviditetskravene for nordiske banker.

Dersom et nordisk samarbeid ikke fører fram, eller resultater lar vente på seg, tilrår utvalget at norske myndigheter vurderer å implementere de nye likviditetskravene, eller egenutviklede versjoner av de nye kravene, før de internasjonale implementeringsfristene skulle tilsi.¹²

En stor del av banksystemets likviditetsrisiko knytter seg til kortsiktig markedsfinansiering. En

måte å øke bankenes insentiv til å finansiere seg mer langsiktig på, vil kunne være å knytte en avgift opp mot kortsiktig finansiering, jf. utvalgets forslag om en stabilitetsavgift i avsnitt 21.2.5 ovenfor.

Innskuddsgaranti

I EU er det vedtatt at dekningsnivået i alle EU-lands innskuddsgarantiordninger skal være 100 000 euro. En slik fullharmonisering vil redusere problemet med utnyttelse av dekningsforskjeller mellom land ved uro. Samtidig kan nasjonale særtrekk, som lønnsforskjeller, sparekultur og velferdsnivå, gjøre at det vil kunne variere fra land til land hva som er et passende dekningsnivå. Utvalget peker på at EUs dekningsnivå på 100 000 euro, er lavere i forhold til inntektsnivået i Norge enn i mange andre land.

Utvalget støtter intensjonen bak fullharmonisering av dekningsnivåer. Utvalget mener at en samlet vurdering likevel taler for at Norge ikke bør redusere dekningsnivået i innskuddsgarantiordningen.¹³

Etter utvalgets syn bør norske myndigheter påse at den maksimale utbetalingstiden i den norske innskuddsgarantiordningen reduseres til maksimalt én uke, og at det tas sikte på at maksimal utbetalingstid reduseres ytterligere i årene framover.

Etter utvalgets syn er det videre viktig at avgiftene for innskuddsgarantien i størst mulig grad reflekterer risikoen i den enkelte bank, og at avgiften ikke faller bort når fondet når en bestemt størrelse. Utvalget viser til viktigheten av at fondet har en hensiktsmessig og tilstrekkelig størrelse ut fra den risiko fondet i realiteten bærer.

Innskuddsgarantiordningen kan sammenlignes med forsikringsordninger, og innskuddsgarantiavgifter med forsikringspremier. I teorien kan det lønne seg for banken å melde seg inn i innskuddsgarantiordningen i urolige perioder, og ut når situasjonen er mer stabil. Det taler for at norske filialer av utenlandske banker i likhet med norske banker burde være pliktige medlemmer av Bankenes sikringsfond. Generelt ville det i mindre grad vært mulig å spekulere mot, og utnytte, garantiordningen dersom medlemskap hadde vært obligatorisk. I tillegg ville innskyterne hatt større trygghet for innskuddsmidlene dersom også filialene var pliktige medlemmer. En slik plikt ville imidlertid ikke vært forenlig med EU-retten.

¹² Det vises kapittel 16, avsnitt 16.4.3 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

¹³ Det vises kapittel 16, avsnitt 16.4.4 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

For å fjerne muligheten for at filialer av utenlandske banker kan spekulere mot den norske innskuddsgarantiordningen, tilrår utvalget at norske myndigheter utreder om og i tilfelle hvordan lovregler kan innføres for å forhindre at filialer melder seg inn og ut av ordningen på opportune tidspunkt.

Avlønning

Risiko fra utformingen og virkningene av finansinstitusjoners avlønningssystemer har til nå vært undervurdert av både finansinstitusjonene selv og av myndighetene. Det er ingen grunn til at denne typen risiko skal behandles på en annen måte enn annen risiko. Finansdepartementet fastsatte i desember 2010 en forskrift om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Forskriften ligger tett opp til EU-regelverket på området. Regulering av godtgjørelsesordninger er etter utvalgets syn et viktig tiltak til fremme for finansiell stabilitet, da dette vil kunne dempe faren for at godtgjørelsesordninger fører til overdreven risikotaking.

Det er en generell lærdom fra finanskrisen at risikotaking alltid vil kunne flyttes til de minst regulerte markeder og institusjonstyper, og at finansinstitusjoner har utvist stor kreativitet når det gjelder tilpasning til regelverk. Viktigere enn at institusjonene oppfyller de formelle krav som nå stilles til finansinstitusjoners godtgjørelsesordninger, er det at tilsynsmyndighetene følger opp utviklingen og jevnlig vurderer de reelle insentivvirkningene som kan følge av måten finansinstitusjonene avlønner sine ansatte på.

Utvalget tilrår at norske tilsynsmyndigheter særlig vektlegger tilsynet med de potensielle insentiv- og risikovirkningene av avlønningssystemer i banker. Om nødvendig bør adgangen til å pålegge institusjonene tilleggskrav til kapital dersom de har avlønningssystemer som inviterer for høy risikotaking benyttes.

Utvalget mener at i systemviktige institusjoner burde reglene for avlønning utvides til å gjelde alle ansatte, idet grensedragningen mellom ansatte med og uten betydning for institusjonenes risikoeksponering gir mulighet for uønskete tilpasninger fra institusjonenes side, og med det til en uthuling av regelverket.¹⁴

21.2.7 Verdipapirmarkedene

Åpenhet og tydeligere regler om fastsettelsen av NIBOR

Bankene som deltar i fastsettelsen av de norske pengemarkedsrentene, NIBOR-rentene, bestemmer selv reglene for hvilke banker som skal delta, og hvordan rentene skal beregnes. Det foreligger ikke skriftlige avtaler eller regelverk, og det er lite offentlig tilgjengelig informasjon om hvordan renten fastsettes.

Etter utvalgets syn er det viktig med større åpenhet og tydeligere regler rundt fastsettelsen av NIBOR-rentene. Det bør i utgangspunktet være opp til de involverte markedsaktørene hvordan de ønsker at pengemarkedsrenten skal fastsettes, men reglene for fastsettelsen av NIBOR bør etter utvalgets syn inneholde en utvetydig definisjon av NIBOR, slik at det er klart hva renten uttrykker og hvordan den skal forstås i forhold til andre lands referanserenter.

Åpenhet om verdipapirer og markeder

Økt gjennomsiktighet og bedre tilgang til informasjon om instrumenter, infrastruktur og regulering, kan bidra til å opprettholde likviditeten i markedene i perioder med markedsuro og usikkerhet blant investorene. Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har blitt viktig for norske kredittforetak og banker, og lettere tilgjengelig informasjon om regelverk, sikkerhetsmasse og markedsplasser kan bidra til å skape en bred og stabil investorbase for OMF. Utstederne bør selv sørge for en slik åpenhet. Norske myndigheter kan imidlertid bidra som pådriver og tilrettelegger.

Krisen har vist at likvide nasjonale markeder kan være viktige for å understøtte likviditeten i instrumenter der utenlandske investorer er aktive. Dette kan stimuleres f.eks. ved etablering av prisstillerordninger i flere markeder. Samtidig kan myndigheter bidra ved å sikre hensiktsmessig regulering av investeringsbegrensninger og mandater for innenlandske investorer.

Markedet for norske statsobligasjoner

Til tross for at den norske stat har lavt lånebehov, er det relevant å opprettholde et statspapirmarked. Renten på statspapirer med ulike løpetider kan danne referanserenter, og det er dessuten et beredskapselement i å opprettholde et marked for statspapirer, jf. etableringen av bytteordningen med OMF og statspapirer under finanskrisen.

Det foregår regelverksprosesser som kan ha betydning for etterspørselen etter norske statspa-

¹⁴ Det vises kapittel 16, avsnitt 16.4.5 for uttalelser fra mindretall i utvalget.

pirer. Basel III-reglene innebærer minstekrav til bankenes likviditetsbuffer, herunder krav om hvilke verdipapirer som kan inngå. EUs kommende solvensregelverk for forsikringsselskaper (Solvens II) vil få betydning for selskapenes ønske om å holde statsobligasjoner.

Utvalget tilrår at myndighetene vurderer konsekvensene av et lite marked for statsobligasjoner generelt, og i lys av regelverkendringer i EU-regi som vil implementeres i Norge de kommende årene spesielt.

21.2.8 Livsforsikring og pensjon

Tiltak for å møte soliditets- og kostnadsutfordringer

Norske pensjonsleverandører står overfor store utfordringer de nærmeste årene. EUs nye solvensregelverk (Solvens II) vil bl.a. innebære at eiendeler og forpliktelser skal balanseføres til markedsverdi. Kombinert med et langvarig lavt (nominelt) rentenivå, store beholdninger av fripoliser, flytterett og årlige rentegarantier, kan situasjonen bli mer krevende i Norge enn i mange andre land.

Utvalget foreslår at det raskt startes opp et arbeid for å gjennomgå regelverket, for å løse de særskilte norske soliditets- og kostnadsutfordringene knyttet til rentegarantien, samt bruk av tilleggssavsetninger og andre forhold i så vel kollektive tjenestepensjonsordninger som i fripolisebestanden.

Utvalget understreker at når det gjelder rentegarantiens lengde og andre egenskaper ved pensjonsproduktene, kan det være en rekke modeller som kan være egnet til å løse de ovennevnte utfordringene. Utvalget har ikke vurdert hvilke konkrete endringer som eventuelt bør gjøres i lovreglene på dette området.

Nye opptjenings- og risikofordelingsmodeller

Markedsutviklingen har vist at det er noen sider ved både innskuddsbaserte og ytelsesbaserte (sluttlønnsbaserte) tjenestepensjonsordninger som det bør ses nærmere på. Dette gjelder bl.a. i hvilken grad arbeidstakere og pensjonister er utsatt for markedsrisiko, tjenestepensjonskostnadens nivå og forutsigbarhet for arbeidsgiverne, kostnader, og hensynet til pensjonsleverandørenes soliditet.

Etter utvalgets syn bør nye lovregler utredes, skal alternative produkter som kombinerer egenskaper fra innskuddsbaserte og ytelsesbaserte pensjonsprodukter kunne spille en vesentlig rolle. En adgang til å konvertere dagens ytelsesbaserte pensjonsordning

ger til en ny form for hybridordning vil kunne være særlig hensiktsmessig for foretak som ønsker å opprettholde ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger med rentegaranti.

Dersom en stor andel av pensjonskapitalen i det norske tjenestepensjonssystemet i fremtiden skal forvaltes som fripoliseavtaler, kan det skape soliditetsmessige utfordringer for livsforsikringsselskapene og pensjonskassene, og dessuten være unødvendig kostbart for de forsikrede.

Etter utvalgets syn bør det også gjennomføres tiltak, i tillegg til en adgang til å konvertere tradisjonelle ytelsesordninger til nye hybridordninger, for å motvirke en slik utvikling. I gjennomføringen må det tas hensyn til de forsikrede, arbeidsgiverne og forsikringsselskapene.

Banklovkommisjonens arbeid med å se på mulighetene for å slå sammen fripoliser er et steg i riktig retning, og vil kunne bidra til at en mindre del av pensjonskapitalen til de forsikrede går med til forvaltnings- og administrasjonskostnader. Anledning for den enkelte til å kunne ha en felles pensjonskonto for forsikringsbaserte pensjonsprodukter vil også kunne bidra til forenkling og bedre oversikt for den enkelte.

Utvalget mener at det i tillegg bør utredes andre tiltak, bl.a. mulighet for at pensjonsrettigheter fra ytelsesbaserte pensjonsordninger kan konverteres til rettigheter eller kapital i en annen tjenestepensjonsordning slik at en arbeidstaker kan ta med seg sin kapital ved skifte av arbeidsgiver (gitt at dette er avtalt med tidligere arbeidsgiver).

Krav til risikoprofil

De fleste norske arbeidstakere som har tjenestepensjonsordninger med investeringsvalg kan velge mellom tre-fire risikoprofiler, typisk differensiert ut fra aksjeandelen. Imidlertid er det få arbeidstakere som aktivt velger profil selv. Innskuddspensjonsleverandørenes standardrisikoprofil, dvs. den risikoprofil som blir gjort gjeldende for den enkelte hvis det ikke foretas et aktivt valg, er derfor av spesielt stor betydning for hvordan innskuddspensjonskapitalen forvaltes, og for hvor mye risiko som bæres av den enkelte.

Etter utvalgets syn bør det utredes nærmere hvilke nye krav som eventuelt bør stilles til kapitalforvaltningen og utformingen av standardrisikoprofiler i norske innskuddspensjonsordninger, for slik å sikre at arbeidstakere og pensjonister får en passende markedsrisiko.

Etter utvalgets vurdering er det særlig viktig at risikoen i forvaltningen av innskuddspensjonsmidler trappes ned i takt med at arbeidstakeren nærmer

seg pensjonsalder. Et eksplisitt lovkrav om dette bør utredes nærmere.

21.2.9 Makrotilsyn og makroregulering av finanssektoren

Nye virkemidler

Utvalget mener at det er viktig å styrke arbeidet med å overvåke systemrisiko i finansiell sektor og legge til rette for nye virkemidler som kan begrense systemrisikoen. Konjunkturvarierende virkemidler kan ikke erstatte regelverk og rammevilkår som viktigste bidrag til et robust finanssystem, men godt utformet kan de være et nyttig supplement. For eksempel kan et motsyklisk kapitalkrav for å bedre bankenes kapitaldekning og bremse kredittveksten i perioder der myndighetene ser at sannsynligheten for en krise er i ferd med å øke, være et nyttig supplement. Dette virkemidlet er anbefalt av Baselkomiteen (Basel III-reglene) og vil bli en del av EU-lovgivningen som må innarbeides i norsk rett.

For å kunne iverksette makrotiltak som er begrunnet ut fra hensynet til systemet sett under ett, er det viktig at Finanstilsynets hjemler er tilstrekkelige.

Utvalget tilrår at Finanstilsynet gis tilstrekkelige hjemler for å kunne ta i bruk relevante makrotiltak for å bremse oppbygging av finansiell ustabilitet.

Utvalget anser at det hadde vært en fordel med forhåndsdefinerte kriterier for når virkemidler i makroreguleringen skal tas i bruk, og tilrår at potensielle kriterier og bruken av disse utredes.¹⁵

Rolle- og ansvarsfordeling

Det er nødvendig med en klar ansvars- og rollefordeling mellom Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank. De erfaringer vi har i Norge taler for at vi bygger videre på den eksisterende rollefordelingen.

Norges Bank har et særskilt ansvar som overvåker på systemnivå, og gir, på grunnlag av sine makroanalyser, råd om sårbarhet og anbefalinger om tiltak til Finansdepartementet. Utvalget legger til grunn at denne praksisen bør videreføres og at Norges Bank i det videre gir konkrete råd om bruk av virkemidler for makroreguleringen. Finanstilsynet bør også videreføre vektleggingen av makroanalyse og en helhetlig tilsynsstrategi

som omfatter både enkeltinstitusjoner, markedene og båndene mellom dem.

Uansett organisering er det viktig med en tydelig ansvarsfordeling og etterprøvbarhet. Systemet må utformes med klare prosedyrekrav, som inkluderer åpenhet rundt råd og beslutninger om bruk av virkemidler, eller fravær av bruk.

Utvalget foreslår at Norges Bank gis et klarere formelt ansvar til jevnlig å gi presise råd om bruk av diskresjonære virkemidler i makroreguleringen av det finansielle systemet. Anbefalingene med begrunnelser bør gis i form av offentlig tilgjengelige brev til Finansdepartementet og Finanstilsynet. Finanstilsynet må i et offentlig tilgjengelig brev til Finansdepartementet redegjøre for hva tilsynet foretar seg for å følge opp tilrådingene fra Norges Bank eller eventuelt hvorfor Finanstilsynet velger ikke å følge opp tilrådingene. All kommunikasjon skal være åpen for offentlig innsyn.

Det er ønskelig at Finansdepartementet redegjør for tilrådingene, vurderinger og tiltak fra Finanstilsynet og Norges Bank overfor Stortinget, f.eks. i den årlige finansmarkedsmeldingen eller i en egen melding.

21.2.10 Krisehåndtering og atferdsrisiko

Nye virkemidler for håndtering av kriser i enkeltinstitusjoner

Det er viktig at myndighetene har beredskap og fleksibilitet i møte med en eventuell ny krise i finanssystemet og realøkonomien. Myndighetene bør være beredt til å gripe inn tidlig med hensiktsmessige tiltak, tilpasset den aktuelle situasjonen i markedene og i økonomien. Det kan ikke legges til grunn at de tiltakene som fungerte godt i forrige krise, vil være egnede i møte med den neste.

Systemet for kriseløsning i enkeltinstitusjoner er noe som kan og bør være etablert lenge før en eventuell krise skulle inntreffe. Er systemet godt, kan det redusere faren for finansiell ustabilitet, og øke kvaliteten og framdriften i beslutningsprosessen under en eventuell krise. EU-kommisjonen har satt i gang en prosess, som kan lede fram til et omfattende sett med virkemidler på dette området, og en samkjøring av systemene på tvers av grenser.

Etter utvalgets syn bør det utredes nærmere hvilke endringer en raskt bør gjøre i det norske kriseløsningssystemet, herunder om signalene fra EU-kommisjonen bør følges opp direkte.

Utvalget vil særlig peke på noen elementer som bør vurderes inntatt i det norske kriseløsningssystemet:

¹⁵ Det vises kapittel 19, avsnitt 19.4.1 for uttalelse fra mindretallet i utvalget.

- Pålegg om at banker må utarbeide en avviklingsplan (testament), slik at bankene skal kunne avvikles uten at det vil påføre samfunnet stor belastning i form av finansiell ustabilitet eller betydelige offentlige utgifter. Slike planer vil kunne sannsynliggjøre at også eierne og kreditorene til disse institusjonene vil kunne ta tap.
- Mulighet for å splitte opp en bank og evt. opprette en brobank vil gjøre det enklere å videreføre sentrale banktjenester samtidig som eiere og ikke-garanterte kreditorer påføres tap.
- Mulighet for tvungen omgjøring av gjeld til egenkapital (intern oppkapitalisering), f.eks. ved at konvertible obligasjoner gjøres om til aksjekapital når kapitalen faller under et bestemt nivå, eller omgjøring av andre typer gjeld til egenkapital (*bail-in*).

Dagens banksikringslov inneholder både kvalitative og kvantitative mål for når myndighetene skal gripe inn overfor en bank i (trolig forestående) problemer. Banksikringsloven sier at Finanstilsynet skal sette i verk en prosess som gir Kongen adgang til å beslutte både å skrive ned eksisterende aksjekapital og hvem som skal kunne tegne ny kapital dersom mindre enn 25 pst. av aksjekapi-

talen er i behold. Etter utvalgets vurdering bør denne prosessen iverksettes på et høyere kapitalnivå enn i dag. Videre bør loven i større grad presisere handlingsalternativene når de myke terskelverdiene brytes.

Utvalget tilrår en gjennomgang av banksikringslovens terskelverdier for når myndighetene kan og skal gripe inn og hvilke tiltak som da kan anvendes. Det bør legges til rette for tilstrekkelig tidlig inngripen og terskelverdiene bør knyttes både til bankenes likviditet og kapital.

Krisehåndteringsmyndighetenes rolle

Selve organiseringen av kriseløsningsarbeidet bør også vurderes, inklusive rollen til Bankenes sikringsfond. Et privat organ bør ikke disponere de verktøyene som utvalget diskuterer ovenfor, og det vil dessuten kunne være en interessekonflikt mellom de som kontrollerer det private organet (bankene) og staten/felleskapet.

Utvalget tilrår at krisehåndteringsverktøyene som skisseres ovenfor underlegges et permanent, offentlig myndighetsorgan.¹⁶

¹⁶ Det vises kapittel 20, avsnitt 20.4.2 for en uttalelse fra et mindretall i utvalget.

Kapittel 22

Økonomiske og administrative konsekvenser

Utvalgets utredning inneholder forslag på en rekke områder. Felles for forslagene er at de kan bidra til et mer stabilt finanssystem og et finanssystem som understøtter en god økonomisk utvikling. Utvalget kommer bl.a. med forslag om innretningen av den økonomiske politikken som både har til hensikt å redusere faren for nye kriser og å redusere kostnadene ved framtidige kriser dersom de skulle oppstå. De internasjonale erfaringene fra denne finanskrisen viser at kostnadene ved kriser i form av bl.a. arbeidsledighet, produksjonsfall og redusert politisk handlegfrihet kan være dramatiske. Gevinstene ved å redusere faren for kriser er derfor betydelige, og det er grunn til å tro at gevinstene vil kunne tilfalle alle aktørene i økonomien.

Utvalget foreslår at det stilles strengere kapital- og likviditetskrav til finansinstitusjoner enn det som gjelder i dag. Å stille krav om høyere kapitaldekning for bankene vil antakelig innebære økte kostnader for bankene, jf. at det er vanlig å anta at bankene på marginen betaler en noe høyere risikopremie for egenkapital enn for fremmedkapital (gjeld). Videre vil det være en kostnad for bankene å måtte stille med mer langsiktig finansiering og større likviditetsbuffer.¹ Utvalget vil imidlertid peke på at det er grunn til å tro at en vesentlig del av økningen i kostnadene forbundet med høyere kapital- og likviditetskrav vil bli motsvart av besparelser som følge av lavere renter på bankenes innlån, ettersom bankene selv blir mindre risikable låntakere.

På noe sikt vil konkurransen i banksektoren avgjøre hvor stor del av kostnadsøkningen som vil bli veltet over på kundene og hvor stor del som vil resultere i lavere lønnsomhet for bankene og

deres eiere. Ved høy grad av virksom konkurranse er det grunn til å tro at bankenes fortjenestemarginer vil være på et nivå der de i liten grad kan absorbere økte kostnader. Generelt vil derfor høyere grad av virksom konkurranse innebære at en høyere andel av eventuelle økte kostnader veltes over på kundene. Også fordelingen av eventuelle kostnader bankene imellom kan ha betydning for graden av kostnadsovervelting. Kostnadsøkninger som rammer alle banker likt vil i stor grad overveltes.

Strengere kapital- og likviditetskrav vil innebære samfunnsøkonomiske gevinster i form av lavere risiko for finanskriser og en mer stabil økonomisk utvikling.² Dette innebærer også en langsiktig gevinst for offentlige finanser.

Utvalget foreslår videre at norske finansinstitusjoner ilegges en avgift som kompenserer for at aktørene i markedet oppfatter at institusjonene har en implisitt statsgaranti (stabilitetsavgift). Den implisitte garantien innebærer at prisen institusjonene betaler for innlån ikke fullt ut reflekterer risikoen knyttet til institusjonens virksomhet. Utvalget foreslår også at muligheten for en finansiell aktivitetsskatt utredes. En slik skatt vil kompensere for at finanssektoren i dag er unntatt merverdiavgift. Utvalgets anslag kan tyde på at den årlige verdien for finansinstitusjonene av en implisitt statsgaranti kan være i størrelsesorden 5 mrd. kroner, mens verdien av fravær av merverdiavgift for institusjonene årlig kan anslås til drøyt 10 mrd. kroner. Hvor stor andel av dette som kan bringes inn ved skattlegging vil bl.a. avhenge av institusjonenes muligheter til å tilpasse sin aktivitet til nye skatteregler.

Konsekvensene av slike skatter vil i stor grad avhenge av den konkrete utformingen og av i hvilken grad andre land innefører tilsvarende skatter. En mer grundig vurdering av konsekvensene må derfor gjennomføres i forbindelse med den konkrete regelverksutformingen. Generelt vil imidler-

¹ Tall for et utvalg internasjonale banker kan tyde på at en økning i kapitaldekningskravene på ett prosentpoeng vil innebære at utlånsrentene vil måtte øke med om lag 0,13 prosentpoeng dersom banken skal oppfylle samme lønnsomhetskrav, jf. BIS (2010). Det er da lagt til grunn at økningen i kapitaldekningen ikke gir utslag i innlånskostnadene for banken. Det er imidlertid grunn til å tro at økt kapitaldekning vil gi lavere innlånskostnader for bankene.

² Se BIS (2010) for forsøk på kvantifisering av samfunnsøkonomiske gevinster av strengere kapital- og likviditetskrav.

tid slike skatter øke utgiftene for finansiell sektor og lønnsomheten etter skatt vil reduseres. Den foreslåtte skatten for å kompensere for en implisitt statsgaranti vil videre kunne redusere institusjonenes incentiver til å ta risiko, og den vil kunne bidra til at den samlede prisen institusjonene betaler for sin finansiering i større grad reflekterer den samfunnsøkonomiske risikoen institusjonenes virksomhet innebærer.

Økt skattlegging vil kunne gi en noe mindre finansiell sektor, nærmere i størrelse det en ville hatt dersom sektoren var skattemessig likebehandlet med andre sektorer. Som nevnt over, vil konkurransen i sektoren i stor grad avgjøre hvor stor del av de økte kostnadene som kan veltes over på kundene. Økt skattlegging vil innebære en styrking av offentlige finanser. I utgangspunktet er det grunn til å tro at en skattlegging av finansiell sektor som blir mer på linje med skattleggingen av andre sektorer vil innebære en samfunnsøkonomisk gevinst. Den samfunnsøkonomiske gevinsten vil imidlertid avhenge av den konkrete utformingen av reglene og av hvilke konsekvenser disse eventuelt vil ha for bl.a. andre skatter, og for offentlige utgifter.

Norske pensjonsleverandører står overfor store utfordringer de nærmeste årene, bl.a. i forbindelse med innføringen av EUs nye solvensregelverk, Solvens II. Utvalgets forslag på pensjonsområdet vil kunne bidra til å legge forholdene til rette for et fleksibelt pensjonsmarked som kan levere produkter med god avkastning til en akseptabel risiko.

Utvalget kommer med en rekke forslag om en større system- og makrotilnærming i regulering og tilsyn. Forslagene innebærer bl.a. en større grad av formalisering av rammeverket for makrotilsyn og en klarere rolle- og ansvarsfordeling mellom Norges Bank og Finanstilsynet. Videre foreslår utvalget bl.a. å bedre myndighetenes mulig-

het til tidlig inngripen i virksomheten til finansinstitusjoner som viser en uheldig utvikling. Utvalget legger til grunn at disse forslagene i seg selv ikke vil ha noen vesentlig betydning for institusjonenes ressursbehov.

En rekke av utvalgets forslag omhandler økte krav til finansinstitusjonenes informasjon til kunder. Disse forslagene vil innebære kostnader for de gjeldende institusjoner for å utarbeide informasjonsmateriale, kursing av ansatte mv. Felles for forslagene er imidlertid at kostnadene vil kunne bli mer enn oppveid av gevinstene som vil kunne tilfalle kundene ved at de kan fatte mer informerte beslutninger.

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende praksis om å legge vesentlig vekt på hensynet til oversiktige og ryddige konsernstrukturer, hvor konsernspissen som hovedregel er et rent holdingselskap. Siden forslaget i all hovedsak innebærer at myndighetene viderefører gjeldende praksis, antas forslaget å ikke ha vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser.

Det har blitt tydelig gjennom finanskrisen at samspillseffekter mellom ulike markeder og ulike deler av økonomien kan være betydelige. Dette innebærer også at de vesentlige økonomiske konsekvensene av utvalgets forslag vil være knyttet til den samlede effekten av forslagene, og ikke til enkeltforslagene i seg selv.

En betydelig del av utvalgets forslag består av anbefalinger om utredninger og retningsangivelser for justering av regelverk. Dette vil kreve et betydelig utredningsarbeid. Ut over ressursbruk til utredning og utforming av regelverk mv., vil de økonomiske og administrative konsekvensene av utvalgets forslag i stor grad avhenge av de endelige utfallene av de utredninger utvalget foreslår. De nærmere konsekvensene vil derfor måtte bli kartlagt og vurdert i dette utredningsarbeidet.

Referanser

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache og Thierry Tresselt (2008). «A New Database of Financial Reforms». *IMF Working paper*.
- Agnello, Luca og Ludger Schuknecht (2009). «Booms and busts in housing markets: Determinants and implications». *European Central Bank Working Paper nr. 1071*.
- Akram, Q. F. and C. Christophersen (2010). «Interbank overnight interest rates – gains from systemic importance». *Norges Bank Working paper nr. 11*.
- Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser og Nouriel Roubini (2002). «A Balance Sheet Approach to Financial Crises». *BIS Working Papers nr. 114*.
- Altman E., B. Brady, A. Resti og A. Sironi (2005). «The link between default and recovery rates: implications for credit risk models and procyclicality». *Journal of Business*, vol. 78.
- Andrews, Dan (2010). «Real house prices in OECD countries: The Role of Demand Shocks and Structural Policy Factors». *OECD Economics Department Working Papers nr. 831*.
- Antolin, Pablo (2009). «Private Pensions and the Financial Crisis: How to Ensure Adequate Retirement Income from DC Pension Plans». *OECD Financial Market Trends 2009/2*.
- Antolin, Pablo, Sandra Blome, David Karim, Stéphanie Payet, Gerhard Scheuenstuhl og Juan Yermo (2010). «Investment Regulations and Defined Contribution Pensions». *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, nr. 37*.
- Ariely, Dan (2008). «Predictably Irrational». New York, Harper Collins.
- Auerbach, Alan (2002). «Is there a role for discretionary fiscal policy?» *Jackson Hole Symposium papers, Wyoming, August 29–31, 2002, Federal Reserve Bank of Kansas*.
- Baker, Dean og Travis McArthur (2009). «The Value of the ‘Too Big to Fail’ Big bank Subsidy». *Centre for Economic and Policy Research*.
- Bakke, Bjørn, Ketil Rakkestad og Geir Arne Dahl (2010). «Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst». *Norges Bank, Penger og Kreditt nr. 1/10*.
- Bank of England (2009). «The role of macroprudential policy».
- Berben, Robert Paul og Teunis Brosens (2007). «The impact of government debt on private consumption in OECD countries». *Economic Letters, vol. 94 issue 2*.
- Berg, Sigbjørn Atle (2010). «Særskatt på finansinstitusjoner og avgifter til sikringsfond». *Norges Bank, Penger og Kreditt nr. 2/10*.
- Berg, Sigbjørn Atle og Øyvind Eitrheim (2009). «Bank regulation and bank crisis». *Norges Bank, Working paper 2009/18*.
- Bernanke, Ben S. (2008). «Statement by Federal Reserve Board Chairman Ben S. Bernanke». *Pressemelding fra Federal Reserve 7. september 2008*.
- Bernanke, Ben S. (2010). «Monetary policy and the housing bubble». *Tale for American Economic Associations årsmøte 3. januar 2010*.
- BIS (2009). «An assessment of financial sector rescue programmes». *BIS Papers No. 48*.
- BIS (2010). «An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements».
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia og Paulo Mauro (2010). «Rethinking macroeconomic policy». *IMF Staff Position Note nr. 10/03*.
- Blundell-Wignall, A., P. Atkinson og S.H. Lee (2008). «The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues». *OECD Financial Market Trends nr. 2/2008*.
- Borio (2010). «Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism». *BIS*.
- Borio, Claudio og Philip Lowe (2002). «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus». *BIS Working Papers nr. 114*.
- Boug, Pål og Yngvar Dyvi (2008). «Modag – En makroøkonomisk model for norsk økonomi». *Statistisk sentralbyrå, Sosiale og økonomiske studier 111*.
- Brunnermeier, Markus (2009). «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008». *Journal of Economic Perspectives, vol. 23 nr. 1*.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash Persaud og Hyun Song

- Shin (2009). «The Fundamental Principles of Financial Regulation». *Geneva Report on the World Economy 11*.
- Caruana, Jaime (2010). «Macroprudential policy: working towards a new consensus». *Tale i Washington DC, 23. april 2010*.
- Catte, Pietro, Natalie Girouard, Robert Price og Christoph André (2004). «The contribution of housing markets to cyclical resilience». *OECD Economic Studies nr. 38*.
- Clement, P. (2010). «The term «macroprudential»: origin and evolution». *BIS Quarterly Review, March 2010*.
- Commission Services (2010a). «Non-paper on bank levies for discussion at Ecofin on 7 September 2010».
- Commission Services (2010b). «Financial Sector Taxation». *Commission Staff Working Document SEC (2010) 116/3*.
- Committee of Experts (2010). «Globalizing Solidarity: The Case for Financial Levies». *Report of the Committee of Experts to the Taskforce on International Financial Transactions and Development. Leading Group on Innovative Financing to Fund Development*.
- Connor, Gregory, Thomas Flavin og Brian O'Kelly (2010). «The U.S and Irish credit crisis: Their distinctive differences and common features». *Irish Economy Note nr. 10*.
- Cotis, Jean Philippe (2004). «Recent developments in macroeconomic analysis: Reviving the case for stabilisation policies». *Economie Internationale 100*.
- de Larosiere (2009). «High-Level Group on Financial Supervision in the EU». *Rapport fra de Larosiere-gruppen*.
- Det britiske vitenskapsakademiet (2009). *Brev 22. juli 2009 til dronning Elisabeth*.
- Diamond, Douglas W. og Philip H. Dybvig (1983). «Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity». *Journal of Political Economy, vol. 91 nr. 3*.
- ECB (2010). «Structural indicators for the EU banking sector». *Den europeiske sentralbanken*.
- Eichengreen, Barry og Kevin H. O'Rourke (2009). «A tale of two depressions: What do the new data tell us?»
- Eichengreen, Barry og Richard Portes (1987). «The Anatomy of Financial Crises» i Portes, Richard og Alexander K. Swoboda (red.) *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press, New York.
- Eika, Torbjørn og Joakim Prestmo (2009). «Krise-tiltak: Effekten av ulike tiltak belyst med makromodell». *Samfunnsøkonomen nr. 4/2009*.
- EU-kommisjonen (2007). «Financial Education». *Meddelelse fra EU-kommisjonen*.
- EU-kommisjonen (2009a). «Economic crisis in Europe: Causes consequences and Responses». *European Economy nr. 7/2009*.
- EU-kommisjonen (2009b). «Packaged Retail Investment Products». *Meddelelse fra EU-kommisjonen*.
- EU-kommisjonen (2010a). «Taxation of the Financial Sector». *Meddelelse, COM(2010) 549/5*.
- EU-kommisjonen (2010b). «An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector». *Meddelelse, COM(2010) 579*.
- Finansinspektionen (2010). «Bolånetak på 85 prosent från 1 oktober». *Pressemelding 9. juli 2010*.
- Finanstilsynet (2008). «Tilstanden i finansmarkedene 2007».
- Finanstilsynet (2010). «Retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål». *Rundskriv 11/2010*.
- Fisher, Irving (1933). «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions». *Econometrica, vol. 1 nr. 4*.
- FNH (2009). «Utredning av behov for langsiktige tiltak for norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser».
- Forbrukerrådet (2009). «Forbrukerrådets forslag til ryddepakke i sparemarkedet».
- FSB (2010a). «Framework for Strengthening Adherence to International Standards». *Notat 9. januar 2010*.
- FSB (2010b). «Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions. FSB Recommendations and Time Lines». *Rapport 20. oktober 2010*.
- FSF (2009). «Principles for Sound Compensation Practices». *Notat 2. april 2009*.
- Fuest, Clemens, Bernd Huber og Søren Bo Nielsen (2004). «Capital gains taxation and house price fluctuations». *Copenhagen Business School Working Paper nr. 16-2004*.
- G20 (2010a). «The G-20 Toronto Summit Declaration».
- G20 (2010b). «The Seoul Summit Document».
- G30 (2008). «The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace». *Financial Regulatory Systems Working Group*.
- G30 (2009). «Financial Reform: A Framework for Financial Stability». *Working Group on Financial Reform*.

- Gerardi, Kristopher, Lorenz Goette og Stephan Meier (2010). «Financial Literacy and Subprime Mortgage Delinquency: Evidence from a Survey Matched to Administrative Data». *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper nr. 2010-10*.
- Gjedrem, Svein (2006). «Avveinger i pengepolitikken». *Foredrag ved Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI*.
- Gjedrem, Svein (2008). «Den nye møteplassen – pengemarkedet og bankenes finansiering». *Kronikk i Dagens Næringsliv 17. oktober 2008*.
- Glaeser, Edward L., Joseph Gyourko og Albert Saiz (2008). «Housing supply and housing bubbles». *NBER Working Paper nr. 14193*.
- Goodfriend, Marvin, Knut Anton Mork og Ulf Söderström (2007). «Norges Bank Watch 2007». *Norges Bank Watch Report Series nr. 8*.
- Goodhart, Charles og Boris Hofmann (2008). «House prices, money, credit and the macroeconomy». *European Central Bank Working Paper nr. 888*.
- Greenspan, Alan (2004). «Risk and uncertainty in monetary policy». *Tale for American Economic Associations årsmøte 3. januar 2004*.
- Grytten, Ola H. (2009). «Boligkrisen – Norges plass id et globale boligkrakket». *Civita-notat nr. 3/2009*.
- Haldane, Andrew (2010a). «Patience and Finance». *Bank of England*.
- Haldane, Andrew (2010b). «The \$100 Billion Question». *Bank of England*.
- Hemmelgarn, Thomas og Gaëtan Nicodème (2010). «The 2008 financial crisis and taxation policy». *European Commission Taxation Paper nr. 20*.
- Hyggen, Christer (2010). «Pensjoner på børs – hvor risikofyllt?» *Fafo-notat nr. 2010:04*.
- IMF (2003). «World Economic Outlook April 2003».
- IMF (2006). «World Economic Outlook September 2006».
- IMF (2009a). «World Economic Outlook April 2009».
- IMF (2009b). «World Economic Outlook October 2009».
- IMF (2009c). «Lessons of the Financial Crisis for future regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management».
- IMF (2010a). «Global Financial Stability Report April 2010».
- IMF (2010b). «Global Financial Stability Report October 2010».
- IMF (2010c). «IMF Executive Board Concludes 2009 Article IV Consultation with Norway». *Public Information Notice nr. 10/14*.
- IMF (2010d). «Norway – 2010 Staff Visit Concluding Statement of the IMF Mission».
- IMF (2010e). «United States: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation – Financial System Stability Assessment». *IMF Country Report nr. 10/247*.
- IMF-administrasjonen (2010). «A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector». *Final Report for the G-20. Prepared by the Staff of the International Monetary Fund*.
- Jacobsen, Dag Henning og Bjørn E. Naug (2004). «Hva driver boligprisene?». *Norges Bank, Penger og Kreditt nr. 4/04*.
- Johannessen, Randi (2004). «Leiemarkedet – kjennetegn og prisdannelse». *SSB-magasinet*.
- Jonung, Lars, Jaakko Kiander og Pentti Vartia (red) (2009). «The Crisis of the 1990s in Finland and Sweden. The Nordic experience of financial liberalization». *Edward Elgar Publishing, Cheltenham*.
- Kaminsky, Graciela L. og Carmen M. Reinhart (1999). «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems». *American Economic Review, vol. 89 nr. 3*.
- Kashyap, A.K. og Stein, J.C. (2004). «Cyclical implications of the Basel II standards». *Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Quarter 1*.
- Keynes, John Maynard (1936). «The General Theory of Employment, Interest and Money». *Harcourt, Brace and World, New York*.
- Kindleberger, Charles P. (2000). «Manias, panics and crashes: A history of financial crises». *John Wiley and Sons, 4. utgave*.
- Kredittilsynet (2008). «Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter». *Utredning fra Kredittilsynet på oppdrag fra Finansdepartementet*.
- Kredittilsynet (2009). «Kredittilsynets bidrag til forbrukerbeskyttelse og -informasjon». *Forprosjektrapport til Finansdepartementet*.
- Lloyd, Geoff (2009). «Moving beyond the crisis – strengthening understanding of how tax policies affect the soundness of financial markets». *Mimeo*.
- Marcelo A. og M. Scheicher (2005). «Capital requirements for corporate default risk». *ECB Mimeo*.
- Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009.
- Meld. St. 12 (2009–2010) Finansmarknadsmeldinga 2009.

- Meld. St. 1 (2010–2011) Nasjonalbudsjettet 2011.
- Moe, Thorvald G., Jon A. Solheim og Bent Vale (red) (2004). «The Norwegian banking crisis». *Norges Banks skriftserie nr. 33*.
- Norges Bank (2004a). «Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet». *Norges Banks skriftserie nr. 34*.
- Norges Bank (2004b). «Hvor norsk er Oslo Børs?». *Norges Bank, Finansiell Stabilitet nr. 1/2004*.
- Norges Bank (2007). Finansiell stabilitet nr. 1/2007.
- Norges Bank (2008). Finansiell stabilitet nr. 1/2008.
- Norges Bank (2009). Pengepolitisk rapport nr. 3/2009.
- Norges Bank (2010a). Finansiell stabilitet nr. 1/2010.
- Norges Bank (2010b). Pengepolitisk rapport nr. 2/2010.
- Norges Bank (2010c). Pengepolitisk rapport nr. 3/2010.
- Norges Bank (2010d). «Kvotering av interbankrenter – NIBOR.» *Brev 6. oktober 2010 fra Norges Bank til Finansnæringens Fellesorganisasjon*.
- Norges Bank (2010e). «Det norske systemet for bankkriseløsninger – mulige forbedringer». *Vedlegg til brev 29. november 2010 fra Norges Bank til Finansdepartementet*.
- NOU 1990: 11 Generell merverdiavgift på omsetning av tjenester.
- NOU 1992: 30 Bankkrisen.
- NOU 2003: 15 Fra bot til bedring. Et mer nyansert og effektivt sanksjonssystem med mindre bruk av straff.
- NOU 2003: 9 Skatteutvalget. Forslag til endringer i skattesystemet.
- NOU 2009: 10 Fordelingsutvalget.
- NOU 2009: 13 Brede pensjonsordninger.
- NOU 2009: 19 Skatteparadis og utvikling.
- NOU 2010: 11 Nemndsbehandling av forbrukertvister.
- NOU 2010: 6 Pensjonslovene og folketrygdreformen I. Utredning nr. 23 fra Banklovkommissjonen.
- Obstfeld, Maurice (1996). «Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features». *European Economic Review nr. 40*.
- OECD (2005). «Improving Financial Literacy».
- OECD (2008). «Pension Markets in Focus». *Issue 5, 2008*.
- OECD (2009a). «Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis.» *OECD Financial Market Trends nr. 1/2009*.
- OECD (2009b). «Employment Outlook 2009».
- OECD (2009c). «Pensions at a glance 2009».
- OECD (2009d). «Financial Literacy and Consumer Protection: Overlooked Aspects of the Crisis».
- OECD (2010). «Norway 2010». *OECD Economic Surveys, vol. 2010/3*.
- Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System og Office of Thrift Supervision (1999). «Interagency Guidance on Asset Securitization Activities.» *Notat 13. desember 1999*.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt (2010). «Capital Inflows: The Role of Controls». *IMF Staff Position Note*.
- Ot.prp. nr. 2 (1991–1992) Om lov om endringer i lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner og visse andre lover (om finanskonsern).
- Ot.prp. nr. 42 (2006–2007) Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven og enkelte andre lover (kredittforening som konsernspiss mv.).
- Ot.prp. nr. 35 (2008–2009) Om lov om Statens finansfond og lov om Statens obligasjonsfond.
- Ot.prp. nr. 37 (2008–2009) Om lov om endringer i folketrygdloven (ny alderspensjon).
- Philippon, Thomas og Ariell Reshef (2009). «Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909–2006». *NBER Working Paper nr. 14644*.
- Poddar, Satya og Morley English (1997). «Taxation of Financial Services under a Value-Added Tax: Applying the Cash-Flow Approach». *National Tax Journal, vol. L nr. 1*.
- Poterba, James M. (1984). «Tax subsidies to owner occupied housing: An asset market approach». *Quarterly Journal of Economics, vol. 99 nr. 4*.
- Poterba, James M. (1991). «House price dynamics: The role of tax policy and demography». *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Prop. 84 L (2009–2010) Endringer i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) mv. og enkelte andre lover (samleproposisjon).
- Prop. 117 L (2009–2010) Endringer i regnskapsloven og enkelte andre lover (foretaksstyring og tiltak mot manipulering av finansiell informasjon).

- Radelet, Stephen og Jeffrey Sachs (2000). «The onset of the East Asian financial crisis» i Krugman, Paul (red), «Currency crises». *University of Chicago Press, Chicago*.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009). «This Time Is Different». *Princeton University Press, Princeton*.
- Reinhart, Carmen M. og Vincent R. Reinhart (2008). «Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present». *NBER Working Paper nr. 14321*.
- Riiser, Magdalena D. (2005). «Boligpriser, aksjekurser, investeringer og kreditt – hva sier de om bankkriser? En historisk analyse på norske data». *Norges Bank, Penger og Kreditt nr. 2/2005*.
- Riiser, Magdalena D. (2008). «Formuespriser, investeringer og kreditt – hva sier de om finansiell utsatthet?». *Norges Bank, Aktuell kommentar 6/2008*.
- Riksbanken (2010). «Sammanhengende regelverk och tydligare rollfördelning mellan myndigheter». *Pressemelding 15. februar 2010*.
- Schich, Sebastian (2009). «Expanded Guarantees for Banks: Benefits, Costs and Exit Issues». *OECD Financial Market Trends 2009/2*.
- Selvig, Erling (2006). «Utviklingen av et samlet lovverk på finansområdet». *Erfaringer og utfordringer, jubileumsskrift for Kredittilsynet*.
- Shackelford, Douglas, Daniel Shaviro og Joel Slemrod (2010). «Taxation and the Financial Sector». *New York University School of Law, Law & Economics Research Paper Series nr. 10–25*.
- St.meld. nr. 39 (1993–1994) Bankkrisen og utviklingen i den norske banknæringen.
- St.meld. nr. 29 (2000–2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken.
- St.meld. nr. 23 (2005–2006) Om gjennomføring av europapolitikken.
- St.meld. nr. 19 (2007–2008) Kredittmeldinga 2007.
- St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008.
- Stortinget (1998). «Rapport fra Stortingets granskningskomisjon for bankkrisen». Dokument nr. 17 (1997–1998).
- Tsatsaronis, Kostas og Haibin Zhu (2004). «What drives housing price dynamics: cross-country evidence». *BIS Quarterly Review, March 2004*.
- Turner, Adair (2009). «The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis». *FSA (Financial Services Authority)*.
- Van den Noord, Paul (2005). «Tax incentives and house price volatility in the euro area: Theory and evidence». *Economie internationale 101*.
- Vatne, Bjørn Helge (2010). «Hva er virkningen av reguleringer av boliglån?». *Norges Bank, Penger og Kreditt nr. 1/2010*.
- Warwick-kommisjonen (2009). «The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields». *University of Warwick*.
- Wellink, Nout. «A new regulatory landscape.» *Tale 22. september 2010, BIS*.
- White, William R. (2009). «Should monetary policy lean or clean?». *Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper nr. 34*.
-

Vedlegg 1

Begrepsliste

- ABS.* «Asset-Backed Security» er en obligasjon som støttes av et lån, en leieavtale, garantiavtale, kredittkortgjeld, en bedrifts inntjening, royalties, osv.
- AIFM.* «Alternative Investment Fund Managers Directive» er et kommende EU-direktiv som pålegger medlemslandene å lovregulere forvaltere av alternative investeringsfond (AIFM). Direktivforslaget innebærer at et AIFM som markedsfører eller forvalter et AIF skal være underlagt konsesjonskrav.
- Amortisert kost.* Regnskapsbegrep for at en finansiell eiendel måles til nåverdien av forventede kontantstrømmer over dens gjenværende levetid, diskontert med eiendelens effektive rente.
- Ansvarlig kapital.* Summen av kjernekapital og tilleggs kapital. Ifølge norsk regelverk skal finansinstitusjoners ansvarlige kapital utgjøre minst 8 pst. av beregningsgrunnlaget til finansinstitusjonene, og tilleggs kapitalen kan utgjøre høyst 50 pst. av den ansvarlige kapitalen.
- Ansvarlig lånekapital.* Lån som tar tap før annen gjeld, men etter kjernekapitalen. Inngår i tilleggs kapitalen.
- Automatiske stabilisatorer.* Automatiske stabilisatorer er mekanismer som bidrar til å dempe konjunktursvingninger uten eksplisitte vedtak om å endre statens inntekter eller utgifter. Eksempelvis varierer skatteinntektene med konjunktorene selv om skattesatsene holdes uendret. Trygdeordninger er et annet eksempel.
- Bad bank.* Finansinstitusjoner som etableres for å overta og forvalte usikre og tapsutsatte eiendeler, f.eks. utlån med høy risiko, fra banker som mottar støtte fra staten pga. økonomiske problemer.
- Bankenes sikringsfond.* En institusjon som garanterer for innskudd i norske banker. Bankenes sikringsfond er regulert i banksikringsloven.
- Bank-run.* En situasjon der innkytere i en bank tar ut sine innskudd av frykt for banken skal bli insolvent. Bank-runs vil typisk opptre som en selvoppyllende profeti.
- Basel I.* Internasjonale kapitaldekningsregler som ble benyttet fra 1988. Basel I ble avløst av Basel II i EØS-området fra 2007.
- Basel II.* En internasjonal standard for kapitaldekningsregler som ble gjort gjeldende i EØS-området fra 2007. Basel II har tre pilarer: pilar I for beregning av minstekrav til ansvarlig kapital, pilar II gjelder bankenes egen vurdering av kapitalbehov, mens pilar III omfatter offentliggjøring av finansiell informasjon.
- Basel III.* Uoffisielt navn for reformer av internasjonale standarder for kapital- og likviditetsregler lansert av Baselkomiteen i 2009.
- Baselkomiteen.* «The Basel Committee on Banking Supervision» ble etablert av sentralbanksjefene fra G10-landene i 1974. Komiteen virker som et fagorgan som jobber for utvikling av harmoniserte bankreguleringsstandarder og fremming av beste praksis.
- Belåningsgrad.* Gjeld med pant i en eiendel i prosent av eiendelens virkelige verdi.
- Beregningsgrunnlag.* Beregningsgrunnlaget utgjør nevneren i uttrykkene for beregning av finansinstitusjoners kjernekapital- og kapitaldekning.
- BIS.* «Bank of International Settlements» er en internasjonal organisasjon som fungerer som oppgjørssentral for sentralbanker, i tillegg til å utgjøre et internasjonalt forum og forsknings-senter for pengepolitikk og finansiell stabilitet. BIS ble etablert i 1930.
- Bretton Woods-systemet.* Bretton Woods-systemet var et sett med regler og institusjoner som ble initiert under en konferanse i Bretton Woods, USA i 1944. Bretton Woods-systemet innebar en forpliktelse for hvert av de deltakende land til å føre en pengepolitikk som opprettholdt en fast vekslingskurs for sin valuta i forhold til gull. Systemet kom under press mot slutten av 1960-tallet og kollapset i 1971 da USA suspenderte den faste vekslingskursen mellom dollar og gull.
- Bytteordningen.* Ordning der staten og bankene bytter statspapirer mot OMF for en avtalt periode. Norges Bank administrerer ordningen på oppdrag fra Finansdepartementet.

- CDS.** «Credit Default Swaps» (kredittbytteavtaler) er en kontrakt mellom to parter der kjøper av kontrakten foretar periodiske innbetalinger (premie) til selger mot en betinget utbetaling ved en forhåndsdefinert kreditthendelse. Kreditthendelsene kan være mislighold, konkurs eller restrukturering.
- CRD.** «Capital Requirements Directive» er EUs kapitalkravsdirektiv. Direktivet er implementert bl.a. i den norske kapitalkravsforskriften. CRD II, III og IV viser til revisjoner av direktivet (endringsdirektiv).
- Derivat.** En finansiell kontrakt hvor verdien avhenger av verdien til underliggende variabel på et fremtidig tidspunkt. Opsjoner og terminkontrakter er eksempler på derivater.
- Disponibel inntekt.** Husholdningenes disponible inntekt er definert som alle inntekter fratrukket skatter, renteutgifter og andre utgifter. (Andre utgifter består av en rekke komponenter, som overføringer til utlandet, utgifter til kollektive pensjonsordninger m.m.)
- Driftsbalanse.** En oppstilling av et lands behov for finansiering. Driftsbalansen består av vare- og tjenestebalansen (dvs. netto eksport av varer og tjenester) og av rente- og stønadsbalansen (dvs. netto renteinntekter og aksjeutbytte pluss netto stønader fra utlandet).
- Egenkapital.** Kapital som et foretak selv disponerer. Egenkapitalen er differansen mellom eiendelenes verdi og gjelden.
- Egenkapitalandel.** Egenkapitalen som andel av sum eiendeler (total kapitalen)
- Egenkapitalbevis.** Eierandel til eierandelskapitalen i en sparebank. Egenkapitalbevis er det nye navnet på det som tidligere ble kalt grunnfondsbevis.
- Emisjon.** Innhenting av kapital ved utstedelse av verdipapirer. Ved en aksjemisjon blir det utsteder tilført ny egenkapital, mens ved utstedelse av obligasjoner og sertifikater blir utsteder tilført fremmedkapital.
- ESA.** De tre EFTA-landene Island, Liechtenstein og Norge er, sammen med de 15 EU-landene, medlem av EØS. ESA overvåker EFTA-landenes overholdelse av EØS-avtalen.
- EØS-området.** Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet.
- Finansielle instrumenter.** Omfatter etter verdipapirhandelloven omsettelige verdipapirer som aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner og sertifikater. I tillegg kommer blant annet verdipapirfundsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater med verdipapirer eller varer som underliggende.
- F-lån.** Lån fra Norges Bank til bankene mot sikkerhet i verdipapirer til fast rente. Løpetiden og størrelsen på tilbudte F-lån varierer og avhenger av likviditetssituasjonen i banksystemet. Rentene på F-lån fastsettes ved auksjon.
- Forvaltningskapital.** Den samlede (regnskapsmessige) verdien av midlene en finansinstitusjon har til forvaltning. Forvaltningskapitalen tilsvare balansesummen.
- Fripolise.** En pensjonsavtale som det ikke lenger innbetales premie til. Fripolisen kan være fra et tidligere arbeidsforhold, og representerer verdien av den oppsparte pensjonskapitalen på det tidspunktet ansettelsesforholdet opphørte.
- G20.** «Group of 20» består av de 19 største økonomiene (land) i verden i tillegg til EU. Gruppen ble dannet for å etablere samarbeid og konsultering knyttet til økonomiske spørsmål.
- Gjeldsbelastning.** For husholdninger: lånegjeld i prosent av disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte. For foretak: rentebærende gjeld i prosent av resultat før skatt og av- og nedskrivninger.
- Gjenkjøpsavtale.** Salg av verdipapirer der man samtidig gjør en avtale om å kjøpe papirene tilbake på et senere tidspunkt til en avtalt pris.
- Grunnfondsbevis.** Et verdipapir som ligner på en aksje, men som skiller seg fra en aksje med hensyn til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i selskapets organer. Grunnfondsbevis kan utstedes av sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper for å tiltrekke seg ny kapital.
- Hedgefond.** En samlebetegnelse på verdipapirfond der forvalterne søker å ta posisjoner i ulike retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen. Å «hedge» betyr i denne sammenheng både å skaffe seg sikring mot risiko, og å oppnå høy avkastning.
- Hybridkapital.** Har likhetstrekk med både gjeld og egenkapital. Hybridkapital er lån som normalt tar tap før all annen gjeld, inkludert ansvarlig lånekapital, men etter aksjekapital.
- IFRS.** «International Financial Reporting Standards» gjelder fra januar 2005 for alle børsnoterte foretak i EU/EØS-området. Regnskapsregimet baserer seg i utstrakt grad på bruk av virkelig verdi som måleattributt.
- IMF.** Det internasjonale pengefondet er en organisasjon med 185 medlemsland, som jobber for å fremme internasjonalt pengesamarbeid, ordnede valutaforhold, stabil økonomisk vekst, høy sysselsetting, samt å yte finansiell bistand til fattige land.

- Innskuddsbasert pensjonsordning.* En tjenstepensjonsordning der årlig premie er fastsatt som en prosentandel av lønn. Pensjonen vil avhenge av innbetalingene og avkastningen av de innbetalte pensjonspremiene.
- Innskuddsmargin.* Differansen mellom 3-måneders effektiv NIBOR-rente og gjennomsnittlig rentenivå på innskudd.
- Innskuddsgarantiordning.* I Norge en ordning der Bankenes sikringsfond dekker inntil 2 mill. kroner per innskyter i alle norske banker, samt filialer av utenlandske banker som er medlem av ordningen.
- Insentivbasert avlønning.* Avlønning som tar sikte på å motivere spesifikk atferd, eksempelvis økt innsats eller økt risikotaking.
- Kapitaldekning.* Ansvarlig kapital i prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning. Etter norsk regelverk skal ansvarlig kapital utgjøre minst 8 pst. av beregningsgrunnlaget i finansinstitusjonene.
- Kjernekapital.* Er en del av den ansvarlige kapitalen, og består av innbetalt aksjekapital (formell aksjekapital), ulike fond (overkursfond, utjevningfond, gavefond, grunnfond o.a.), akkumulert overskudd, og annen egenkapital som er godkjent av Finanstilsynet.
- Kredittlinje.* Avtale om en kredittfasilitet som kan utnyttes fritt opp til et visst beløp.
- Leasing.* En finansieringsform som kan sees på som en mellomting mellom leie og lånefinansiering. Utleier, som ofte er en finansinstitusjon har eiendomsretten til leasingobjektet, mens leasingtaker, eller leier, har bruksrett.
- Leverage ratio.* Kjernekapital i prosent av forvaltningskapital. Mål for uvektet kapitaldekning.
- Likviditetsrisiko.* Kan for finansinstitusjoner defineres som risikoen for at en institusjon ikke klarer å oppfylle sine forpliktelser når de forfaller, uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger.
- Markedsfinansiering.* En finansinstitusjons markedsfinansiering inkluderer lån i og innskudd fra kredittinstitusjoner, sertifikat- og obligasjonsgjeld, samt ansvarlig lånekapital (inkludert fondsobligasjoner).
- Markedsrisiko.* Risikoen for tap knyttet til poster på og utenfor balansen som følge av endringer i markedspriser som renter, valutakurser, aksjekurser eller varepriser.
- MiFID.* «Markets in Financial Instruments Directive» er et EU-direktiv om investeringstjenester mv. fra 2007, som bl.a. er gjennomført i den norske verdipapirhandelloven.
- Motpartsrisiko.* Risiko for tap dersom en avtalemotpart ikke kan innfri en forpliktelse.
- Nedskrivning.* Regnskapsbetegnelse for en ikke planmessig reduksjon av balanseverdien av en eiendel.
- NIBOR.* «Norwegian InterBank Offered Rate» er pengemarkedsrenten for norske kroner.
- Obligasjon.* Et rentebærende papir med opprinnelig løpetid over ett år. Betingelsene ved et obligasjonslån, slik som løpetid, rente, renteutbetalingsdatoer og eventuelle rentereguleringsbestemmelser, avtales ved utstedelsen av lånet.
- Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF).* En obligasjon med fortrinnsrett til dekning av fordringer. Sikkerhetsmassen kan blant annet bestå av boliglån, næringseiendoms lån eller offentlige lån.
- Obligatorisk tjenstepensjon.* Ordning innført med virkning fra 2007 for arbeidstakere som ikke allerede er omfattet av pensjonsordninger utover folketrygden. Den enkelte bedrift bestemmer om den skal ha en innskuddsbasert ordning, eller en ordning basert på sluttlønn.
- Operasjonell risiko.* Risiko knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer og menneskelig svikt. Det kan gjelde mangelfulle prosedyrer, feil i IT-systemer, regelbrudd, bedrageri, brann, terrorangrep o.l.
- Pengemarkedet.* Handelen mellom kredittinstitusjoner med rentebærende papirer som sertifikater og obligasjoner.
- Pilar 1.* Fastsettelse av minimumskrav til kapitaldekning for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko under Basel II. For kredittrisiko benyttes enten standardmetode eller IRB-metode.
- Pilar 2.* Fastsettelse av samlet kapitaliseringsbehov for banken under oppsyn av tilsynsmyndighetene. Pillar 2 skal også ta høyde for systemisk risiko, konsentrasjonsrisiko, strategisk risiko, omdømmerisiko, likviditetsrisiko og juridisk risiko.
- Pilar 3.* Fastsettelse av krav til publisering av risikomål som skal gi markedsdisiplin
- Produksjonsgap.* Forskjellen mellom faktisk produksjon og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon kalles ofte potensiell produksjon. Potensiell produksjon, og dermed også produksjonsgapet, kan ikke observeres og må anslås.

Rammelån. Lån med pant i bolig hvor det er bevilget en låneramme. Lånerammen er vanligvis innenfor 60–75 pst. av boligens verdi.

Rating. Kvantitativ vurdering av konkurs- eller misligholdsrisiko, utstedt av et ratingbyrå (også kalt kredittvurdering).

Rentemargin. Beregnes i bankene som differansen mellom gjennomsnittlig rentesats på utlån til og innskudd fra publikum. Rentemarginen kan splittes opp i innskudds- og utlånsmargin.

Rentepapirer. Fellesbetegnelse for obligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

Risikopremie. Den ekstra avkastningen en investor forventes å oppnå ved en risikabel investering i forhold til en risikofri investering. Investeringer i statlige rentepapirer benyttes vanligvis som det risikofrie sammenlikningsgrunnlaget.

Risikovekt. Vekter som tilordnes ulike eksponeringer i utregning av beregningsgrunnlag for bankenes kapitaldekning

Sertifikat. Rentebærende papir med løpetid inntil 12 måneder.

Shortsalg. Salg av verdipapirer man ikke eier på salgstidspunktet. På leveringsdatoen må selgeren ha skaffet papiret, f.eks. ved kjøp eller lån.

Soliditet. Finansiell tæringsevne, oftest definert ved egenkapitalens andel av totalkapitalen.

Solvens II. Kommende EU-regelverk som dekker livsforsikring, skadeforsikring, reassuranse og forsikringsgrupper, og som vil bygge på en 3-pilarstruktur tilsvarende Basel II-regelverket på bankområdet. Solvens II skal være gjennomført i nasjonal lovgivning innen 31. oktober 2012 og tre i kraft 1. januar 2013.

Sparerate. Sparing i prosent av disponibel inntekt. Sparing er definert som disponibel inntekt fratrukket konsum og korrigert for sparing i kollektive pensjonsordninger.

Strukturelt, oljekorrigert underskudd. Et mål for den underliggende utviklingen i det oljekorrigerte budsjettunderskuddet og dermed i bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet.

Strukturert produkt. En samlebetegnelse for tilrettelagte investeringsprodukter som er knyttet opp mot verdiutviklingen i et underliggende marked. Det kan f.eks. være utviklingen i en eller flere aksjer, kreditt-, råvare-, indeks- eller valutamarkedet.

Subprimelån. Betegnelse på lån til låntagere som ikke kvalifiserer for de beste lånerentene på grunn av lav kredittverdighet. Subprimelån er finansielt risikofyllt for både långivere og -tagere.

Tilleggs kapital. Kan omfatte ansvarlig lånekapital og andre gjelds- og egenkapitalinstrumenter. Tilleggs kapital har prioritet framfor aksjekapital ved utbytteutbetaling og renter, og ved avvikling.

UCITS. «Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities» er en benevnelse på verdipapirfond som omfattes av EUs verdipapirfondsdirektiv. UCITS-direktivet er implementert i Norge i verdipapirfondloven.

Utlånsmargin. Differansen mellom gjennomsnittlig rentesats på utlån og 3-måneders effektiv NIBOR-rente.

Value at risk (VaR). Metode for å måle markedsrisiko.

Verdipapirforetak. Mellommann i verdipapirmarkedet og tilbyr investeringstjenester, tilrettelegging og andre finansielle tjenester.

Verdipapirisering. Videreslag av kontantstrømmen til en bestemt fordringsmasse ved bruk av ABS.

Virkelig verdi. Internasjonale regnskapsregler krever at institusjoners omløpsmidler verdsettes til såkalt virkelig verdi («fair value»). I hovedsak vil det si at omløpsmidlene skal regnskapsføres til den verdi de kan selges til under normale markedsforhold.

Ytelsesbasert pensjonsordning. En tjenestepensjonsordning som gir en avtalt pensjonsutbetaling til de ansatte ved pensjonsalder. Pensjonen fra bedriften fastsettes slik at en beregnet folketrygd og pensjon til sammen utgjør en viss prosentandel av sluttlønnen.

Vedlegg 2

English summary of the Commission's report

1 Introduction

The autumn of 2008 saw the outbreak of the most serious international financial crisis in our time. Never before have problems in the financial sector given so quick and severe fallout in the real economy. The full consequences of the financial crisis remain to be known. So far, the crisis has initiated the strongest global recession since the Great Depression of the 1930s, with sharply rising unemployment and extensive welfare cuts in many countries.

Historically, economic downturns which have coincided with a financial crisis have been deeper and led to a more protracted recession than others. This finding is related to the specific interactions between the real economy on the one hand, and a problem-stricken financial sector on the other. With increasing losses, banks' ability to provide credit is weakened. Households and businesses may then be forced to postpone investment due to a lack of access to credit, and economic activity drops. Lower economic activity and increased unemployment may in turn cause borrowers to have trouble servicing their debt. This further increases bank losses, and, the negative spiral continues.

This financial crisis shares many common features with earlier crises. A prolonged period of high economic growth, innovation and optimism led to the underestimation of risk, inflated asset prices and heavy debt accumulation in many countries. International financial institutions benefited from moving operations to less regulated types of institutions and markets. Many institutions took on high risk, sometimes without knowing it, through the purchase and sale of ever more complicated financial instruments. The international banking sector was weakly capitalized, and when the risk eventually materialized, the banking sector did not have sufficient capital to bear the losses. At this point, the increased financial complexity obscured where the risks really were located

Although most countries implemented extensive measures to restore confidence in the financial system and sustain banks' ability to lend, the financial crisis has had very serious consequences globally. Millions of people have been driven into unemployment. The public finances have been greatly weakened in many countries as a result of the financial sector support measures, the decline in tax revenues, and the active use of fiscal policy to dampen the impact of the crisis. Many countries experience trouble managing their sovereign debt, government budgets are squeezed, and public welfare services are being cut dramatically.

The owners and management of international financial institutions have had to bear a disproportionately small share of the costs of the financial crisis, despite being largely responsible for it. The costs have largely been absorbed by public finances, employees and other businesses.

Norway is among the countries that, at least so far, have been the least affected by the financial crisis. This is probably due to a combination of luck, skill and caution. The failure of international financial markets nevertheless led to acute funding challenges for Norwegian banks, and comprehensive regulatory measures were implemented. A number of aspects of the Norwegian economy, the financial markets and financial market regulation helped to mitigate the effects of the crisis. In addition, strong monetary and fiscal stimulus, and effective support measures helped to stabilize the economy.

Also, when compared with the Norwegian banking crisis of the 1990s, the effects in Norway of the international financial crisis have been mild. While the Norwegian banking crisis in the 1990s had a domestic origin, resulting from excessive debt accumulation by households and firms, and subsequent solvency problems in banks, this financial crisis originated from the outside.

This financial crisis did not reveal significant inadequacies in the financial market regulation in Norway. In certain key areas, the Norwegian regulation was somewhat stricter than in many other

countries and stricter than what have been the minimum requirements in the EU. This contributed to the Norwegian financial institutions being better capitalized at the outbreak of the crisis. In addition, financial regulation in Norway was designed to encompass all relevant financial sector entities, strongly limiting the possibility to exploit regulatory differences.

However, Norway may face significant challenges in the future. For a small, open economy changes in the international economic environment are of particular importance. There is still uncertainty about the effects of comprehensive international regulatory reform, and the financial imbalances that built up in advance of the crisis are still not corrected. The difficult sovereign debt situation in many countries makes the economic outlook highly uncertain, also for Norway.

The financial crisis provides several lessons for Norway, including when it comes to regulatory challenges. A new financial crisis may arise as a result of domestic imbalances, or as a result of global or regional shocks hitting the Norwegian economy. Efforts to ensure financial stability must take into account that the next financial crisis can be very different from the current.

The Commission's mandate states that the understanding of the workings of financial markets and regulation should be reconsidered in light of the current experiences. The Commission has given particular emphasis on what lessons should be drawn from the crisis – both from the events in Norway and internationally. The key question is how to best reduce the likelihood of, and mitigate the effects of, a future crisis in Norway. The Commission has formulated proposals for overall national priorities, as well as a number of specific measures. Taken together, these priorities and proposals could contribute to strengthen financial stability and to enhance the resilience of the Norwegian economy towards future crises.

Part I of the report deals with financial crises and financial markets in general, and the current crisis in particular. The main causes of the financial crisis as well as its costs are discussed in an international perspective.

Part II deals with the financial crisis' impact and development in Norway. This analysis addresses whether there are particular features of the Norwegian economy, financial markets, or the financial market regulation, that may have contributed to curb, or reinforce, the impact of the crisis on Norway.

Part III deals with guidelines for regulatory changes and other measures, primarily in the

form of a Norwegian regulatory tradition and regulatory obligations of the European Economic Area (EEA) Agreement. This section also gives an overview of the international regulatory initiatives that are being considered in the wake of the financial crisis, not least in the G20 and the EU.

Part IV contains the Commission's assessments of which lessons that should be drawn from a Norwegian point of view, and how these should be followed up in the form of regulatory changes or the like. The Commission has placed particular emphasis on the regulation and supervision to safeguard the interests of consumers, financial strength of financial institutions and effective competition in the markets.

2 Impact of the financial crisis in Norway

2.1 Impact and effects

Norway is among the countries that have been the least affected by the financial crisis. However, the failure of the international financial markets during the autumn of 2008 gave acute challenges to Norwegian banks, and extensive government measures were implemented. The temporary collapse in world trade also hit Norwegian exporters hard. Weaker prospects for economic growth, higher lending rates and a tightening of bank lending standards, contributed to rapidly falling property prices and a weakening of household demand.

There was a clear decline in GDP for mainland Norway from the third quarter 2008 to the first quarter 2009. The decline was widespread throughout the private sector, but particularly strong in manufacturing and construction. Lower private consumption, investments and exports of traditional commodities, contributed to lower activity. However, investment in the petroleum sector increased, and this helped to cushion the downturn in the Norwegian economy. The overall downturn in the Norwegian economy turned out to be rather moderate compared with other countries. Also the impact on unemployment was relatively modest in Norway.

The peak in the interest rate premiums in the United States spread quickly to the Norwegian money market. The difference between money market rates and official interest rates, which had already risen considerably after the problems in the US subprime market were revealed, more than doubled in a few days in September 2008. In addition, the supply of US dollar liquidity was at

times insufficient. On one occasion the kroner-dollar exchange rate failed to be determined, and the Norwegian money market interest rates could not be quoted.

Norwegian authorities conducted a series of measures to improve banks' access to liquidity, both to help to maintain the banks' lending activities and to prevent solvent banks from having payment problems. Among other measures, Norges Bank injected large amounts of liquidity into the banking system, the maturity of liquidity was extended, and collateral requirements for loans was temporarily eased. The government established an arrangement in which banks could obtain government securities in exchange of covered bonds. Banks that participated in the arrangement could obtain financing through the sale of the government securities directly or by borrowing in the market using the government securities as collateral. In addition the Government Finance Fund was created to put the Norwegian banks in a better position to maintain normal lending activities, by providing solvent banks with core capital.

From the second half of 2008, Norges Bank gradually reduced the interest rate to 1.25 pct. Fiscal policy was also powerfully shifted in an expansionary direction. In January 2009, the government presented a fiscal stimulus package of NOK 20 billion to mitigate the negative impact of the financial crisis in the Norwegian economy.

The strong monetary and fiscal stimulus, and the government support measures to the financial sector, contributed to stabilize the development in Norway. Lower interest rates quickly resulted in an improvement in the housing market and eventually increased demand from households. Gradually the activity in the Norwegian economy picked up again.

2.2 Some features of the Norwegian real economy

There are several factors that contributed to dampen the impact of this financial crisis in Norway. The fact that Norwegian manufacturing to a very small extent produces goods that were exposed to the greatest decline in demand internationally, such as so-called consumer durables (e.g. automobiles, consumer electronics, etc.) were particularly important. The demand from the petroleum sector remained high, which was important for the Norwegian oil service sector. Moreover, Norway has a large public sector and a well-developed social safety net. Most likely this

contributed substantially to stabilize the demand for goods and services.

Norwegian households have a high ratio of debt to income compared with households in other countries, partly because home ownership is widespread. Furthermore, Norwegian households primarily hold floating rate loans. High debt levels and extensive use of floating interest rates resulted in interest rate cuts having fast and powerful impact on household income, and thus their demand. The demand effects of the expansionary monetary policy were therefore probably greater in Norway than in many other countries.

Norwegian authorities had greater flexibility in economic policy than most others due to the solid financial situation of the Norwegian state. This flexibility contributed to strengthen the markets confidence in the Norwegian financial institutions, and also made the extensive support measures for the financial markets and the real economy possible. Although the financial crisis caused a sharp decline in the value of the Government Pension Fund, and although tax revenues dropped significantly, there was never uncertainty about the government's financial robustness.

2.3 Some features of the Norwegian financial sector

The international financial crisis primarily affected the Norwegian financial sector through the difficulties in funding markets. Without special liquidity measures by the authorities the banking sector could have run into serious problems. The deposit funding remained fairly stable during the crisis, possibly due to the Norwegian deposit guarantee scheme both being credible and having a sufficient coverage. Deposits are an important funding source for Norwegian banks and for the smaller banks in particular.

The financial crisis was not a solvency crisis for Norwegian financial institutions. Banks' losses on securities were limited, and because the Norwegian economy fared relatively well through the crisis, loan losses have also been relatively modest. The Norwegian banks do not have extensive ownership in securities, and in particular they had a very low exposure to the securities that were the most impaired, such as US subprime papers. The insurance companies managed well through the crisis, but they had negative results in 2008 due to the sharp decline in value of securities.

Norwegian financial institutions are subject to a regulation that in some areas are stricter than what is common internationally, including strict

quality requirements to regulatory capital, and strict regulation regarding securitization of loan portfolios. Good earnings in the years before the financial crisis contributed to the banks financial strength and resilience. Experiences from the Norwegian banking crisis in the 1990s may also have contributed to strengthen the resilience. It led to improved regulatory design and supervisory practice, and it may have caused banks' risk taking to be less intense.

3 Considerations for new measures and regulatory changes

3.1 Bounds for Norwegian financial markets regulation

Financial institutions differ from other enterprises in several ways, and are therefore subject to a specific and comprehensive regulation. Until the mid-1980s, the regulatory regime in Norway, as in many other countries, was characterized by strict quantitative rules for the supply of credit. In the 1980s, financial markets were subject to extensive deregulation, where active government intervention was largely replaced by market mechanisms, which called for major regulatory changes. At this point, the principle of common rules for all types of financial institutions in key business areas was introduced, including identical rules for capital adequacy regulation.

For the past 20 years, regulatory developments in Norway have been characterized by implementation of an increasing number of EU / EEA rules in Norwegian law. However, in certain areas, the Norwegian rules have been stricter than the minimum requirements in EU, including requirements for the quality of banks' equity.

The design of the Norwegian financial market regulation must take into account the obligations imposed by international agreements, including the EEA Agreement. The EEA Agreement in particular sets some limits for national discretion. Also, national authorities are required to implement certain rules of law, and to commit not to carry out provisions that violate them.

3.2 Measures and regulatory changes internationally

The financial crisis revealed the need to change the regulation of financial markets in important areas. The specific initiatives for reform are carried out in international forums, in recognition that global markets require a global approach,

with a view to establishing a better and more consistent regulatory regime across countries and markets. For Norway, which has a small, open economy, the outcomes of these processes are of great importance.

G20 summits are central to this process, and in the last two years agreement has been reached on important issues such as tighter requirements for capital and liquidity for banks, new regulation of derivatives trading, hedge funds, credit ratings, improved international accounting standards, and rules for the remuneration of employees of financial institutions.

The EU is committed politically to follow up the G20 recommendations, and aims to lead in both the development and implementation of the new regulations. The European Union has, as a supranational authority, implemented a number of independent and self-initiated processes. Particularly important are the changes in the EU capital requirements directive, which includes capital and liquidity requirements for banks. The first rounds of changes have already entered into force in EU / EEA. The largest changes will probably come in the next round of changes – based on the so-called Basel III reforms, which are scheduled to be implemented in Europe between 2013 and 2019.

Furthermore, the EU has proposed and implemented measures and regulatory changes in a number of other areas, including deposit guarantees, winding up schemes for banks, consumer protection, securities trading, hedge funds, credit rating agencies, European supervisory structure etc.

Most countries have in parallel with, and to some extent independent of the EU, initiated their own processes to address the lessons learned from the financial crisis. For instance Sweden, Germany and Britain, have implemented stability taxes aimed at banks. Britain is also among the countries that after the crisis is likely to change the organization of supervisory authorities in the financial sector. The US has adopted a comprehensive reform of the financial market regulation and supervision structure. The US is also politically committed to follow up the consensus in the G20, for example regarding stricter capital and liquidity requirements to banks.

Also in Norway, a series of processes and initiatives are initiated as a result of the lessons learned from the financial crisis. Some of these processes regard changes in EU legislation (through the EEA Agreement), other are the

result national initiatives, international initiatives, or stem from the public debate in general.

4 Lessons learned and proposals for change

Proposals and considerations from the Commission, or a majority in the Commission, are hereinafter referred to as the Commission's proposals and considerations. Minority proposals and considerations appear in chapters 10–20 (in Norwegian).

4.1 International lessons, Norwegian challenges and priorities

The good economic times preceding the financial crisis led to over-optimistic and unrealistic risk assessments. Lack of knowledge and excessive optimism led to poor judgements, poor investment choices and excessive borrowing.

The risks associated with economic imbalances and increased leverage seem to have been underestimated in the economic policy in many countries. Expansionary monetary policy in several countries, including in the US, resulted in a prolonged period of low interest rates, and the subsequent search for yield led to alternative and often more risky investments. International financial institutions did not set aside enough capital to carry the risk they took on.

Inappropriate incentives are identified as a major cause of the international financial crisis. Financial institutions sought to benefit from regulatory avoidance. Major financial institutions have relied on a public safety net. Within many financial institutions weaknesses in management and variable compensation systems resulted in excessive risk taking, with management chasing short-term gain or giving poor customer guidance. In some cases, national authorities did not have strong enough motivation to follow up on unfortunate developments. In some countries political aspirations to build a major financial sector may have given incentives to relax the regulatory and supervisory review of financial institutions.

In the years preceding the financial crisis the process of financial innovation was intense, particularly in the United States. The innovations were typically intended to give borrowers and investors access to products with better-adapted risk and return characteristics, but in many instances they resulted in overly complex products which served to increase the vulnerability in the international

financial sector. The crisis may serve as a reminder that effective and well-functioning markets cannot be taken for granted.

World financial markets, financial institutions and economies are more closely intertwined than ever before. The need for international coordination of financial market reforms is greater than before. All countries face challenges in their efforts to ensure financial stability. While some challenges are universal, others may be specific to certain countries. The Norwegian challenges are characterized by the fact that Norway is a small country with an open economy. Our economy and our financial institutions are greatly affected by the international economic and political developments.

The financial crisis and measures to counteract it has resulted in major costs for governments, both financial and economic costs. The cost and the distribution of these raises the question of what role the financial sector should have in the future, what activities the economy as a whole is served by engaging in the sector, and who should bear the costs problems in the sector.

In the Commission's view it is important that a broad set of measures are employed to ensure that the financial sector in Norway is robust and appropriate. Taxes or fees should supplement regulation and supervision in a useful manner. It should also be more transparency to the market about the activities and risk-taking in financial institutions, including the banks' own calculation capital requirements. Financial services should be organized in a transparent manner, so that any economic problems in an entity propagates in a straight line up the group structure, and such that these issues do not impact on other operational entities.

Governments should seek to improve the conditions for effective competition in the Norwegian financial markets, including setting the stage for a sufficient number of competitive participants, and should foster easier and more comparable products and services. The demand side in the financial markets are complex and represent many different needs, which also should be reflected in the structure of the supply side.

Banks are in a unique position in terms of the risk that the EU principles of home country regulation and branch establishments may imply for each country's financial system, economy and public finances. Branches of foreign banks may constitute important parts of financial markets in a host country, but the authorities in the host country do not readily have the legal mandate to

set forth requirements to financial strength or to the quality of the supervision of the institution. Financial institutions expanding abroad through branches may also involve risk to the institution's home state.

In the Commission's view Norwegian authorities should work to reform the entry law in the EU / EEA, such that the host country can require conversion of the branch of a foreign bank into a subsidiary (i.e. a legal entity under host regulation), and for a corresponding right for any country to require that their own banks organise their business abroad through subsidiaries rather than branches.

Financial markets in the Nordic area are largely integrated and are in many ways a natural and appropriate common regulation area. If it is desirable to have rules that, within a national scope, are more stringent or otherwise go beyond the EU minimum requirements it is the Commission's view that this first and foremost should be achieved at the Nordic level, through the harmonization of the relevant policies in the Nordic countries. The Commission also believes that Norwegian authorities should take the initiative to strengthen the cooperation on financial market regulation and supervision in the Nordic area further, e.g. in the form of a new institution.

However, Norwegian authorities should still consider the various regulatory issues case by case, and on an independent basis. Norway should have an active attitude to whether national discretions within the EEA obligations should be used. The possibility of stricter regulatory framework in Norway than in other countries should not easily be disregarded.

4.2 Macroeconomic policy

Economic policies may help to prevent crises in the financial system, and to make the economy robust and resilient. A balanced economy will have a better basis for dealing with a crisis than an economy with imbalances. In this context it may be several lessons to draw from the recent financial crisis.

There is broad consensus that the prolonged period of very low interest rates contributed to the build-up of financial imbalances in individual countries and in the world economy in the years preceding the crisis. Moreover, the substantial budget deficits and high public debt levels, which many countries had taken on in the years preceding the crisis, limited the possibility to mitigate the economic impact when the financial crisis was

a fact. Also tax policies can affect the development of financial imbalances. Policies for employment and wage formation, as well as the social safety net, are important for how economic shocks translate into labour markets and for how the degree of uncertainty translates into lower demand and economic activity.

In Norway, the challenges of low interest rates may be higher than in other countries. Mortgage loans are given mainly given at floating rates, and it appears mainly to be the short-term interest rates that drive the development in housing prices. This suggests that periods of low interest rates may result in greater fluctuations in house prices and debt than in Norway than in other countries. While it may be beneficial that the interest rate changes is quickly reflected in activity and employment when the central bank wants to curb or stimulate demand growth, it can often lead to situations where the interest rate cannot address both inflation and financial stability concerns in an appropriate manner.

In the face of sharply weaker prospects for economic growth and inflation, central banks in most countries quickly ran interest rates down, which helped to cushion the downturn in the real economy. Thus, the contrast is great with the situation during the Norwegian banking crisis of the 1990s, when interest rates in Norway were kept high in order to contribute to a stable exchange rate. Overall, flexible inflation targeting has been an effective monetary policy regime to mitigate the economic consequences of the international financial crisis. However, the financial crisis made clear that it is crucial that central banks take sufficient account of developments in asset prices and credit growth. At the same time the Commission acknowledges that the interest rate, as a single policy instrument, cannot readily be used to fulfil too many targets.

The financial crisis has shown that fiscal policy still has a key role in stabilization policy. Automatic stabilizers provide crucial assistance by curbing the second round effects of the crisis, while discretionary fiscal policy measures are effective at negative shocks, especially in situations where the impact of further interest rate cuts may be weaker than normal. In Norway, automatic stabilizers are probably effective, and fiscal policy may be used actively.

The Commission believes that the fiscal policy framework in Norway gave a good basis for applying stabilizing policies during the financial crisis, and finds no lessons from the financial crisis that indicate necessary changes in this framework.

The crisis has illustrated that fiscal autonomy and confidence in government finances must be built up in good times. The Commission therefore supports the recommendations made by OECD and IMF, that state that as the Norwegian economy improves, priorities should be given to build a sufficient room for future fiscal policy actions, equipped to meet also the next downturn. Countries with exposure to resource revenues, such as Norway, should have particularly large financial buffers.

The Norwegian labour market is characterized by strong negotiation powers on both the employer and the employee side, a high degree of labour union membership, high contract coverage, relatively highly coordinated and centralized wage determination, and a formal three-way collaboration between the social partners and the state. This type of cooperation has over time coincided with the evolution of an efficient and flexible labour market in Norway. In addition, cooperative collaboration makes it easier to reach the necessary reforms in society, which may particularly be important when a country has ended up in a difficult financial or economic situation. The Commission emphasizes the importance of government and social partners continuing the income policy cooperation in the years ahead.

4.3 Price bubbles

Historically, financial crises have often been characterized by sharp and credit-driven gains in equity, housing and property prices prior to the crisis, followed by a sharp decline. Large price fluctuations can contribute to financial vulnerability, distributional effects and bad investment decisions.

When price fluctuations are the result of prices deviating substantially from what the fundamentals suggest, there may be an asset price bubble, and thus reason for concern. In practice it is difficult to distinguish situations where large asset price increases are due to a rational adjustment to new information from situations where the increase can be attributed to bubble tendencies. Bubbles are usually finally identified after they have ruptured. While prices are still rising, growth is often explained by the fact that there have been tangible and significant changes in the underlying factors believed to drive the prices.

Historically, it appears that sharp falls in house prices in particular often coincides with a sharp economic downturn, while the relationship between the sharp falls in equity markets and real

economic downturn is less strong. The Commission has in this context, therefore, given priority to discuss matters relating to the housing market.

In addition to monetary policy, authorities have three main policy channels which may influence the fluctuations in house prices: taxation, regulation of bank lending for housing, and regulation affecting the supply of land or otherwise the supply of housing. Furthermore, the authorities may try to influence households' propensity to choose floating or fixed interest rates on their mortgages.

The Norwegian Financial Supervisory Authority (FSA – Finanstilsynet) established in March 2010 guidelines for prudent lending to households, recommending that loans normally should not exceed 90 percent of the property's market value, or three times the total gross income of the borrower. In the Commission's view, this policy act was an appropriate measure to support financial stability. However, the Commission recommends that the authorities consider whether the guidelines should be clarified further to include what kind of interest rate increase assumption banks must use when assessing their customers' ability to pay, and whether similar guidelines may also be suitable for lending to commercial property.

There is broad agreement among economists that housing and real estate in general is insufficiently taxed in Norway, although it is unlikely to have played any significant role in the current financial crisis. However, in the Commission's view, the current tax bias for housing investment clearly has undesirable aspects, including that households are probably more vulnerable to fluctuations in house prices. The Commission therefore recommends that the taxation of housing is brought more in line with the taxation of other assets. The Commission emphasizes that there is a need for stable and predictable tax rules for housing and that there may be significant challenges if major reforms are undertaken quickly.

The households' extensive use of floating interest rates on mortgages may contribute to increased volatility in house prices, and Norway are among countries in Europe with the lowest proportion of fixed rate loans. However, there are also benefits from the use of floating interest rates for households, including that loans can always be redeemed at par value, and that interest rate will tend to be lower when the probability of being unemployed is high. Thus, it is not evident that all households would be better choosing fixed-rate loans.

4.4 Consumers

Many of the choices consumers need to make in financial markets differ substantially from the choices in other areas of life. Choices regarding pension savings, loans for house purchases and securities investments may involve substantial risk to the individual, and there is little room for learning by “trial and error.” It is therefore important that the information provided to consumers by financial institutions is tailored to fit with the financial knowledge of the recipient, and that it is standardized and comparable across different institutions.

As financial products generally have become more complex, the information that the consumer needs to possess has grown both in quantity and complexity. The prevalence of so-called structured investment products is one example. Knowledge of and experience with the new products were weak among both buyers and sellers. As a result, many consumers were enticed by the marketing push to put savings in untested alternatives. In retrospect it was clear that many had invested in products that were hardly in line with their investment plan, their liquidity needs nor risk tolerance. One factor that made the products particular unfavourable, was the widespread loan financing of such investments.

It is the Commission view that it may be desirable to introduce new rules that can make it easier for consumers to make smart investment decisions, for example in the form of specific requirements for the use of the term “savings product” and alike. Also it may be warranted to require sales personnel and financial advisors to always inform about the benefit of a simple alternative, such as bank deposits or loan repayments.

Beyond the need for good and correct information to consumers purchasing savings and investment products, also the problems related to inappropriate incentives and conflicts of interest should be addressed. As long as the provider and the distributor of a savings or investment product are the same institution, or are otherwise financially intertwined, the client’s interests could be harmed. In the Commission’s view such dependence should be regarded as a violation of the conflict of interest rules.

A number of factors make it challenging to maintain good supervision of financial institutions and other market participants’ behaviour towards consumers. High degree of financial innovation

and widespread use of oral communication make it particularly important that effective supervision is in place, ensuring that institutions provide relevant and understandable information about various financial products, and offer services and products in line with good business practices. The Financial Supervisory Authority, the Competition Authority, and the Consumer Authorities have all important responsibilities in this area.

In the Commission’s view, the Norwegian authorities should be given an even clearer statutory responsibility to safeguard consumers’ interests and rights in the financial markets. Moreover, the Financial Supervisory Authority of Norway should take a more active role in monitoring developments in the financial area of financial retail products, and increasingly make and propose adjustments in the regulations.

A majority of the Commission refers to the fact that Norway as a whole has positive experiences with having an integrated financial supervisory body, and that a number of factors suggest integrated supervision should be continued. The majority believes that the FSA should continue to have responsibility for consumer-related audits and regulatory developments, in order to ensure consistent and comprehensive regulatory and supervisory practices, and based on the fact that Norway is a small country with limited resources for financial supervision.

A minority of the Commission believes the FSA will have difficulties in maintaining solvency considerations on the one hand, and at the same time the interests of demand side (including consumers) on the other hand in a satisfactory manner. A new institution should be established, with the ability to combine the role of a supervisor and that of being a resource centre with particular emphasis on savings and investment products. The minority suggests that the detailed design of the mandate, tasks and organizational solution for such an institution should be investigated further.

The Commission also proposes that issuing a standardized disclosure document with the sale of savings and investment products should be mandatory, a continuation of the right of customers to net their exposure when loans are transferred from a bank to a mortgage company, that financial institutions that do not comply with tribunal decisions in the consumer’s favour must meet the consumer’s cost of handling the case in the first court, and expanded legal basis for the FSA to impose administrative sanctions.

4.5 Improved taxation of the financial sector

Risks, weaknesses and vulnerabilities identified in the financial sector are primarily sought handled through enhanced financial market regulation. This will often be the most effective form of corrective measure, and also builds on a long tradition of regulation, both internationally and nationally. However, taxes and fees have other properties as policy instruments, and may contribute to increased flexibility and more national discretion than regulation when it comes to targeting specific issues.

The financial crisis has shown that there is significant discrepancy between private and social costs of the activity in the financial sector, and that regulatory and other policy instruments do not sufficiently adjust for this discrepancy. Due to this the financial sector may evolve in a direction where it becomes too large and the risk taken is too high.

There are indeed some special features of the financial sector that could cause it to grow too quickly and become too large. Elements of information asymmetry between customers and financial institutions can increase sales and profits, and many financial institutions enjoy a so-called implicit government guarantee, which may reduce the institutions' funding costs. The financial sector is also under-taxed compared to other sectors, as a result of the sale and dissemination of financial services generally being exempt from VAT. The financial sector has large resources and significant influence, both economically and politically. These factors may have contributed to an over-emphasis on expansion. However, in Norway the financial sector is relatively small compared to many other countries.

In general, introduction of a new corrective tax on the financial sector may contribute to change the financial institutions' role in the economy, and push the activity in the financial sector towards less risky business activities. If risk is priced correctly, for example as a result of a tax that reflects the costs to society that are otherwise not internalised, the risk would be reflected in the price of financial services more clearly.

In addition to the explicit deposit guarantee, for which banks pay a fee, banks and other financial institutions may, to varying degrees, enjoy an implicit government guarantee because market participants expect that the government will in certain situations implement support measures. In many countries, banks and financial institutions

are not charged for the benefits of such an implicit government guarantee.

In the Commission's view a stability fee should be imposed on Norwegian financial institutions based on the institutions' debt in excess of equity and guaranteed deposits, which reflects any expectations of creditors that their risk is reduced as a result of the likelihood of government intervention (implicit government guarantee). It is advantageous if the same or similar charges are introduced in several countries simultaneously. If future EU rules do not imply proper charges, Norway should work towards a harmonized approach among the other Nordic countries. The critical issue of a tax is that it can correct a market failure, promote financial stability, and help to finance future government intervention.

Turnover and distribution of financial services are exempt from VAT. The reason for the exemption, which applies in Norway and most other countries, is that it is difficult to determine an appropriate basis for the tax. In the Commission's view it is unfortunate that the services produced in an entire sector are exempt from VAT. However, the Commission acknowledges that it can be very difficult to introduce VAT on financial services in Norway. This suggests alternative solutions, and international cooperation.

In the Commission's view the Norwegian authorities should examine the basis for – and the possible consequences of – an additional tax on financial institutions' profits and wage payments as a way to tax the value added created in the financial sector and thus correct for the sector's VAT exemption. If such a tax is designed in an appropriate manner, it may provide significant income, and at the same time reduce distortions in consumption and industrial structure as a result of financial services being taxed in line with other goods and services.

4.6 Banks

Norwegian banks have fared better through the crisis than banks in many other countries. This is to a large extent due to the particularly favourable macroeconomic development in Norway compared with most other developed economies in the recent years. Structural and regulatory factors have also played an important role. The significant government measures helped mitigate the problems that arose. Lessons from the Norwegian banking crisis of the 1990s may also have contributed to caution among Norwegian banks compared with banks in other countries.

The financial crisis did not trigger a solvency crisis in the Norwegian banks, but banks' liquidity management was not sufficiently robust to face the unrest that occurred in the money and capital markets. Also, internationally there has been a sign that banks have been unable to renew their market financing. Financial institutions financed investments with long maturity using very short-term market funding. A relatively large share of Norwegian banks' market financing was in foreign currency and with a foreign counterpart.

Experiences from other countries have also demonstrated the need for larger equity buffers in the banking sector, and that capital must be of a type that can actually be drawn on, on a going-concern basis. Many international banks had very low equity ratios, made possible through the use of sophisticated models for risk management and overly optimistic loss provisions. In addition, the capital was of varying quality.

It is often difficult to raise new equity capital during bad times. In order for banks to have sufficient capital to maintain active lending operations during periods of significant unrest, it must build up capital buffers during good times.

G20 countries have endorsed the Basel Commission's proposals for changes in the international capital adequacy framework, commonly referred to as "Basel III". The EU proposals will likely be implemented through changes in the EU capital requirements directive, which will have direct implications for Norway through the EEA Agreement. The Basel III reform gives important changes in the requirements for financial institutions' liquidity and funding, as well as capital requirements. The rules, however, are the result of compromises, and are showing signs of being adapted to the weak economies and fragile banking sectors in many European countries. The rules will probably not be fully phased in until 2019.

In Norway, the economy is growing and the institutions in the financial sector are sound. This is to some extent also the case in the other Nordic countries. It gives these countries greater freedom to consider what is the appropriate capital and liquidity requirement for financial institutions in light of the experience of the international financial crisis. The Commission proposes that the Norwegian authorities work to strengthen the regulatory cooperation in the Nordic area, with the aim that Nordic authorities can agree on stricter capital requirements than the EU minimum. If Nordic cooperation on standards beyond the minimum requirements is not successful, the

Norwegian authorities should make an independent assessment of whether there is a need for capital beyond the EU minimum requirements for Norwegian banks.

It is particularly important that the systemically important financial institutions have sufficient capital at any time, so that the likelihood that such institutions will end up in financial difficulties is reduced to a minimum. This implies that higher capital requirements are imposed on the systemically important institutions than on other financial institutions. Since the international financial crisis led to a liquidity crisis, not a solvency crisis, for the Norwegian banks, the new liquidity rules should be given particular priority.

The Commission also has proposals regarding the deposit guarantee scheme level, its fees and funding, and the remuneration systems in financial institutions. Regarding the latter, the Commission believes that supervision should give particular emphasis on the compensation systems in banks, and that additional capital requirements should be imposed where remuneration systems that invite for too high risk-taking are uncovered.

4.7 Securities markets

Well-functioning securities markets are important for financial stability. When crises occur, many companies need to increase their equity share, and at the same time increase the maturity of outstanding debt. Experience shows that those who escape a crisis best are the ones who were best positioned when the crisis occurred, and for many players it will often be too late to provide robust funding when the crisis has arrived.

Many interest rates in NOK are linked to NIBOR rates. Banks participating in the determination of the Norwegian money market rates, NIBOR rates, determine the rules for which banks should participate, and how the rate should be calculated. There are no written agreements or regulations, and there is little public information available about the arrangement. In the Commission's view there should be greater transparency and clearer rules about the determination of NIBOR rates. The rules should, among other things, contain an unequivocal definition of NIBOR.

The financial infrastructure, including trading platforms and payment systems, functioned well during the crisis. However, there is still need for improvement, particularly when it comes to derivatives trading, which are mainly being made

through bilateral agreements. Central counterparties may help reduce risk in these markets.

Increased transparency and better access to information about instruments, infrastructure and regulation, may help maintain liquidity in the markets during periods of market turmoil and uncertainty among investors. Covered bonds have been important for Norwegian mortgage companies and banks, and more accessible information on regulations, credit risk and the market place can help to create a broad and stable investor base for covered bonds. Issuers should arrange for such openness. Norwegian authorities can contribute as an advocator and facilitator.

Despite the fact that the Norwegian government has limited need of borrowing, it is appropriate to maintain a government securities market. The interest rate on government securities with different maturities could form a basis for benchmark interest rates, and there is also a contingency element in maintaining a market for government securities. The creation of the swap arrangement with the covered bonds and government securities during the financial crisis is illustrative of this. Furthermore, several international regulatory processes may affect demand for the Norwegian government securities in the future, especially the Basel III rules on liquidity buffers and the Solvency II for insurance companies. The Commission proposes that the government considers the consequences of a limited market for government bonds in general, and also in light of upcoming legislation.

4.8 Life insurance and pensions

The strength of the Norwegian pension system is to a very limited degree impaired as a consequence of the financial crisis. In the parts of the pension system that is funded, the fall in value resulting from the crisis was either absorbed by the pension providers or transferred to customers in the form of lower pension requirements (reduced benefits). The financial crisis has not identified a need to change the Norwegian regulation of insurance companies and pension funds out of financial stability considerations.

The financial crisis may have long-term effects on the life insurance sector, primarily in that the nominal interest rates can remain low internationally for some time. In a low interest rate scenario, it can be challenging for pension providers to achieve an adequate return on already paid premi-

ums, and low interest rates may require premium increases for future earnings. Such premium increases will make the schemes more expensive for employers, and / or result in lower future pension payments to employees. It can lead to a faster transition to defined contribution pension plans.

Overall, Norwegian pension providers are facing major challenges in the coming years. The new EU solvency framework (Solvency II) will imply that assets and liabilities are carried at market value. Combined with a prolonged period of low interest rates, large holdings of paid-up policies, the right for customers to move their policies, and the annual interest rate guarantees, the situation may be more demanding in Norway than in many other countries. The Commission therefore proposes that further investigations are initiated in order to address these particular challenges.

Market developments have shown that there are some aspects of both defined contribution and defined benefit (final salary based) occupational pension schemes that should be closely examined. This includes the extent to which employees and retirees are exposed to market risk, the level and predictability of pension costs for employers, costs, and the consideration of pension providers' financial strength. In the Commission's view, new legislation for alternative products that combine features from defined contribution and defined benefit pension products should be examined more closely.

Most Norwegian workers who have occupational pension schemes with investment choice may choose among three to four risk profiles, typically differentiated with respect to the portion of common equity in the investment. However, there are few employees who actively choose a profile themselves. Defined contribution plans' standard profile, i.e., the risk profile that is made applicable to the individual if no active choice is made, is therefore of particular importance for how the defined contribution assets are managed, and for how much risk that is borne by the individual. In the Commission's view this issue should be examined in more detail, and whether any new requirements should apply to the investment management and the design of the standard risk profiles to ensure that workers and retirees receive an appropriate market risk exposure. It is particularly important that the risk is reduced as the employee approaches retirement.

4.9 Macro prudential supervision and regulation

The international financial crisis showed how the vulnerability can be built up in the financial system as a whole, even if each financial institution in the system appears to be solid. Financial stability cannot be handled only by the supervision and regulation of each financial institution or the individual financial market. It is also necessary to monitor the financial system as a whole and take action if there is a risk of interference to vital financial services. This can be described as macro prudential supervision, or macro prudential regulation, of the financial sector.

The financial crisis has confirmed that banking and financial crises often follow after periods of high debt growth which has financed rapid growth in asset prices. Systemic risk increases with the debt level – both within and outside the financial system.

The Commission believes that it is important to strengthen the efforts to monitor systemic risk in the financial sector and facilitate new means of limiting systemic risk, such as macro dependent regulative measures. For example, counter-cyclical capital requirements may successfully improve banks' capital adequacy over the cycle, and may serve to slow excessive credit growth. This measure is recommended by the Basel Committee (Basel III rules).

In order to implement macroeconomic measures that are justified on the grounds of the system as a whole, the Commission proposes that the FSA is given sufficient authority to make use of relevant macro measures that can mitigate the build-up of financial instability. There should be pre-defined criteria for when the measures are to be employed.

It is necessary to have a clear division of responsibilities and roles between the Ministry of Finance, FSA and Norges Bank. The experiences we have in Norway suggest that we build on the existing roles. The system must be designed with clear procedural requirements, including transparency of advices received and decisions taken.

The Commission proposes that Norges Bank is provided a clearer formal responsibility to periodically provide accurate advice on the use of discretionary measures in macro regulation of the financial system. Norges Bank should provide the advice in the form of publicly available submissions to the Ministry of Finance and the FSA. The FSA should explain what it does to follow up the recommendations from Norges Bank, or why it

has decided to not follow up the recommendations. The Ministry of Finance should explain the recommendations, assessments and actions to the Parliament, for example in the form of a report.

4.10 Crisis management and moral hazard

Problems in the financial sector can rapidly deteriorate into a systemic crisis, especially if a good system for dealing with problems in individual institutions is absent. To prevent this, authorities and central banks in many countries, including Norway, have initiated a number of measures during the international financial crisis. The comprehensive measures came quickly, and sought to restore confidence and the functioning of financial markets and to mitigate the effects on the real economy.

It is important that the government has contingency plans and exercise flexibility in the face of a possible new crisis in the financial system. Governments should be prepared to intervene early with appropriate interventions, tailored to the current situation in the markets and the economy. It cannot be assumed that the measures that worked well in the previous crisis would be appropriate in the face of the next.

One of the dilemmas of government measures aimed at the financial institutions in crisis is that the measures can contribute to expectations of emergency assistance in the future. This type of moral hazard may generate risk in the form of excessive risk-taking among owners, management, and creditors of a bank, with the final effect that the probability of future crises increases. Crisis management rules must target these issues as well as being efficient tools when called for.

The Norwegian crisis management system was not seriously tested during this financial crisis. The activities of the crisis-hit Icelandic banks in Norway were handled in an efficient manner and without the customers suffering losses. Internationally, however, the financial crisis showed the need for better systems for banking crisis resolution, including the need for uninterrupted access to banking services when banking institutions are in trouble.

The system for crisis resolution in individual institutions is something that can and should be established long before any crisis. If the system is well designed, it can reduce the risk of financial instability, and increase the quality and progress of the decision making process during a crisis. The European Commission has initiated a process that can lead to the introduction of a comprehen-

sive set of instruments in this area, and to improved coordination of systems across borders. In the Commission's view it should be examined in more detail what changes should be made in the Norwegian crisis resolution system.

Today's Norwegian regulation contains both qualitative and quantitative targets for the authorities to take action against a bank where problems seem to be arising. The Ministry of Finance will implement a process that gives the King in Council the right to decide both to write down the existing common stock, and who will be able to contribute new capital, if less than 25 percent of the equity capital is intact. In the Commission's view this process should be initiated at a higher level of capital than today. The Commission recommends that the thresholds for when government can and should intervene, and what measures can then be applied, are examined more closely.

The organization of crisis resolution efforts should also be considered, including the role of the Deposit Guarantee Fund. A private agency should not manage such a crisis resolution tool, as there could be conflicts of interest between those who control the private body (the banks) and the State.

4.11 Economic and administrative consequences

The Commission's report contains proposals on a number of areas. Common to the proposals is that they can contribute to a more stable financial system and a financial system that supports a sound economic development.

More stringent capital and liquidity requirements will probably mean higher costs for banks, but there will be gains for the economy in the form of lower risk of financial crises and a more stable economic environment. This also implies long-term gains for public finances. Part of the

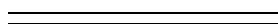
increase in banks' costs will likely be offset by savings resulting from lower interest rates on bank loans, since banks become less risky borrowers.

The consequences of the proposed stability and activity tax (value added taxation) will depend on the specific design and whether other countries introduce similar taxes and fees. A thorough assessment of the consequences must therefore be carried out in connection with designing the specific rules. In general, however, such taxes increase the costs for financial sector institutions, and the profitability after tax will be reduced.

Increased taxation will contribute to a smaller financial sector, closer in size to what it would have been if they were treated equally with other sectors, and will also strengthen the public finances. There is reason to believe that a change in taxation of the financial sector, towards being more in line with the taxation of other sectors, will involve an economic gain for society.

A number of the Commission's proposals deals with requirements regarding the amount and type of information financial institutions are obliged to provide to its customers. These proposals would involve costs for the existing institutions. However, common for all the proposals is that the costs will be outweighed by the benefits that could accrue to the customers in that they can make more informed decisions.

A significant part of the Commission's proposals consists of requesting further work and recommendations for the adjustment of regulations. This will require considerable research and preparations. Beyond the use of resources for the study and design of legislation, the economic and administrative consequences of the Commission's proposals largely depend on the final outcome of the investigations requested by the Commission. The further consequences will therefore have to be evaluated in these studies.



Norges offentlige utredninger

2010 og 2011

Statsministeren:**Arbeidsdepartementet:**

Medvirkning og medbestemmelse i arbeidslivet.

NOU 2010: 1.

Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2010.

NOU 2010: 4.

Aktiv deltakelse, likeverd og inkludering.

NOU 2010: 5.

Barne-, likestillings- og inkluderingsdepartementet:

Nemndsbehandling av forbrukertvister. NOU 2010: 11.

Finansdepartementet:

Pensjonslovene og folketrygdreformen I.

NOU 2010: 6.

Bedre rustet mot finanskriser. NOU 2011: 1.

Fiskeri- og kystdepartementet:**Fornyings-, administrasjons- og kirke-****departementet:**

Håndhevelse av offentlige anskaffelser. NOU 2010: 2.

Forsvarsdepartementet:**Helse- og omsorgsdepartementet:**

Drap i Norge i perioden 2004–2009. NOU 2010: 3.

Arbeid for helse. NOU 2010: 13.

Justis- og politidepartementet:

Ny klageordning for utlendingssaker. NOU 2010: 12.

Kommunal- og regionaldepartementet:**Kulturdepartementet:**

Lett å komme til orde, vanskelig å bli hørt – en moderne mediestøtte. NOU 2010: 14

Kunnskapsdepartementet:

Mangfold og mestring. NOU 2010: 7.

Med forskertrang og lekelyst. NOU 2010: 8.

Landbruks- og matdepartementet:**Miljøverndepartementet:**

Et Norge uten miljøgifter. NOU 2010: 9.

Tilpassing til eit klima i endring. NOU 2010: 10.

Nærings- og handelsdepartementet:**Olje- og energidepartementet:****Samferdselsdepartementet:****Utenriksdepartementet:**

Offentlige publikasjoner

Opplysninger om abonnement, løssalg og pris får man hos:

Fagbokforlaget

Postboks 6050, Postterminalen

5892 Bergen

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Faks: 55 38 66 01

www.fagbokforlaget.no/offpub

Publikasjonen er også tilgjengelig på

www.regjeringen.no

