

Lærdommer fra finanskrisen

I kjølvannet av finanskrisen nedsatte Finansdepartementet et utvalg for å drøfte finanskrisens årsaker, vurdere virkningen av de krisetiltak som ble iverksatt, samt se på hvilke lærdommer som kan trekkes om finanssystemets virkemåte for å unngå nye kriser i framtiden. 25. januar 2011 ble utvalgets utredning publisert.¹

Civita, ved undertegnede og Villeman Vinje, publiserte i mars 2009 en rapport om finanskrisens årsaker, med klare implikasjoner for hvor eventuelle løsningsforslag burde ligge.²

Finanskriseutvalgets utredning trekker for det meste de samme slutninger som ble trukket i vår egen rapport. Blant årsakene til krisen fremheves lave renter, uheldige incentiver i finanssektoren, dårlig reguleringsrammeverk og globale ubalanser. I tillegg belyser utredningen uheldige sider ved den politiske stimuleringen til investering i bolig.

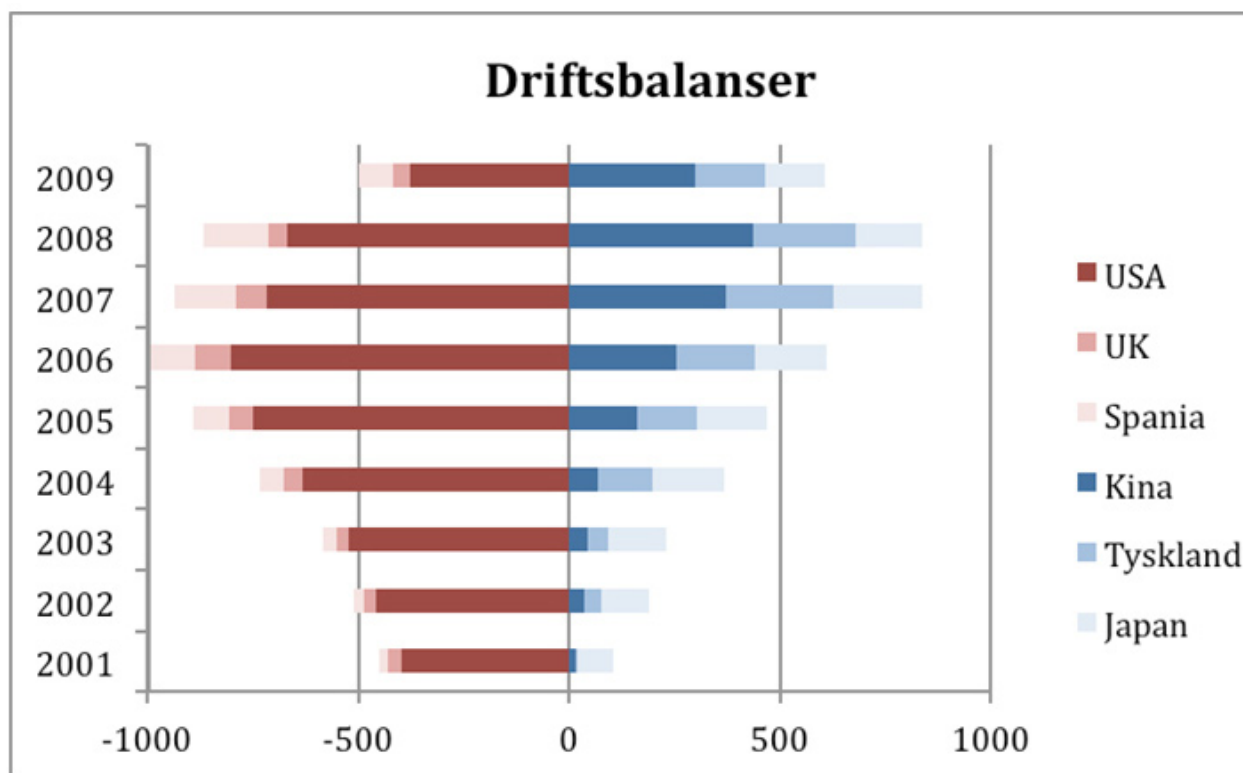
Dette notatet vil se nærmere på finanskriseutvalgets og vår egen kriseforståelse, den lærdom som har blitt trukket samt de løsninger som foreslås. Notatet vil også se nærmere på hvorfor krisen ble så mild i Norge.

1. Krisens årsaker

I innledningskapittelet i utredningen, slår finanskriseutvalget fast at det ikke var "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." Dette er nesten ordrett den samme formulering som er å finne i vår finanskriserapport utgitt av Civita i 2009—på en tid da mediernes og politikeres fokus primært var rettet mot å finne syndebukker i den amerikanske banknæringen. Som vi påpekte da, var årsakene langt mer dyptgripende. Krisen avdekket systemiske problemer, både i USA og på globalt nivå.

Finanskriseutvalget trekker samme slutning og peker på en "rekke ubalanser og systemmessige svakheter" som "forsterket hverandre". Blant ubalansene var store overskudd og underskudd i vare- og kapitalstrømmene mellom noen av de største økonomiene i verden. Flere framvoksende økonomier, heriblant Kina, og oljeeksporterende land, heriblant Norge, bygget opp store overskudd på sine driftsbalanser—som kan ses som det videste målet på et lands handelsbalanse.³ De eksporttunge økonomiene Tyskland og Japan hadde tilsvarende overskudd, slik vi kan se av figuren under.

Figur 1.1 Driftsbalanser, 2001-2009 (milliarder dollar)



Kilde: OECD

På den annen side fant man land som mottok disse varene og som førte store underskudd på driftsbalansen, hvorav de viktigste var USA, Storbritannia og Spania. Når et land fører slike underskudd, vil det motta tilsvarende mengder med kapital fra overskuddslandene. Kina og andre land eksporterte dermed billige varer og kapital som begunstiget mottakerlandenes husholdninger, bedrifter og myndigheter. Samtidig økte den finansielle sårbarheten i mottakerlandene, ettersom gjeldsnivået økte i rask tempo.

Finanskriseutvalget påpeker at utviklingen som ledet opp til krisen fulgte et typisk mønster. Slike kriser blir gjerne foranlediget av en periode med kraftig oppbygging av gjeld, rask vekst i formuespriser og store underskudd på driftsbalansen. I tillegg kommer pengepolitisk ekspansjon i form av lave renter og omfattende likviditetstilførsel av de pengepolitiske myndighetene (sentralbanken). Civita-rapporten fra 2009 la stor vekt på dette. Finanskriseutvalget vektlegger likeledes de lave styringsrentene i årene forut for krisen.

Lave renter skaper en rekke ubalanser i økonomien, blant annet ved at etterspørselen etter lån øker samtidig som bankenes utlånsvolum stiger. Dermed øker gjeldsnivået og låntagernes finansielle sårbarhet. Stor tilgang på likviditet legger også press på formuesprisene, ettersom lån tas ut for å investere i ulike formuesobjekter, heriblant boliger.

Lave renter fører også til det som kalles en "jakt på avkastning", ved at mange investorer—heriblant ulike typer av fond—søker seg mot verdipapirer med høyere avkastning og risiko. Denne etterspørselen ble i stor grad møtt gjennom storskala produksjon av komplekse verdipapirer avledet fra det amerikanske boligmarkedet (boliggjeldsobligasjoner) eller basert på annen forbrukergjeld.

Finanskriseutvalget peker videre på at finansselskapene søkte økt avkastning ved i større grad å basere seg på gjeldsfinansiering (utstedelse av obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter) framfor egenkapital (utstedelse av aksjer). En viktig årsak til denne utviklingen, som ikke blir drøftet i utredningen, var sterke incentiver fra amerikanske myndigheter ved den betydelige skattemessige forskjellsbehandlingen av disse to finansieringsformene. Mens gjeldsfinansiering ble kraftig premiert, ble kapitalfinansiering straffet.⁴

Lave renter bidro i tillegg til at kostnadene ved gjeldsfinansiering var eksepsjonelt lave, spesielt ved utstedelse av kortsiktig gjeld. Det ble dermed fristende for mange finansselskaper å utstede kortsiktige gjeldspapirer (heriblant "commercial papers"), innlånte midler som ble brukt til langsiktige investeringer (heriblant boliggjeldsobligasjoner).

Ubalansen i den finansielle tidshorisonten—mellom kortsiktige innlån av likvide midler, på den ene siden, og langsiktige plasseringer i mindre likvide investeringsobjekter, på den andre—økte sårbarheten i det finansielle systemet og bidro til likviditetskrisen. Hovedproblemet viste seg imidlertid å være selskapenes soliditet etter som verdien på deres investeringer falt kraftig. Jo mer lånefinansiering av investeringer, jo mindre kapital. Og jo mindre kapital, jo mindre buffer før tap på investeringene skjøv selskapene i retning av insolvens. Mangelen på informasjon om hvem som var mest eksponert for de "giftige" verdipapirene, gjorde at finansmarkedene stoppet helt opp og det ble svært vanskelig å finne private finansieringskilder.

Den utløsende faktoren var utviklingen i boligmarkedet. Da den amerikanske styringsrenten returnerte til et normalnivå i 2006, begynte boligprisene å flate ut. Mange amerikanske husholdninger hadde fått lån basert på forventninger om fortsatt stigende priser, noe som ville gi dem egenkapital i boligen. Da prisutviklingen snudde, var det mange låntagere som fikk store problemer med å refinansiere lånene sine og forfallsraten skjøt i været. Dette satte i gang en dominoeffekt som til slutt paraliserte hele finanssystemet.

Mange kommentatorer og politikere i USA og i Norge, mener disse ubalansene kunne ha vært unngått ved bedre reguleringer og tilsyn. Finanskriseutvalget peker likeledes på svakheter i reguleringssystemet, noe som også blir behørig dekket i Civita-rapporten. Begge vektlegger imidlertid underliggende systemiske problemer som skapte de forhold som førte til krisen. Reguleringer og tilsyn sviktet i å oppdage disse ubalansene i tide.

Finanskrisen avdekket alvorlige svakheter og mangler ved det amerikanske reguleringsregimet som preges av et uoversiktlig lappeteppes av regler og tilsynsorganer. Den amerikanske finansnæringen er i tillegg gjenstand for omfattende detaljregulering, hvorav mange av reguleringene i beste fall er unødvendige og i verste fall direkte skadelige for stabiliteten i system.

På den annen side har deler av finanssektoren vært unntatt for reguleringer—det såkalte skyggebanksystemet. Dette ga mening i den grad skyggebankvirksomheten ikke falt inn under statlige garantiordninger, slik den vanlige bankvirksomheten gjør. Problemene oppsto imidlertid når det ble klart at disse skyggeforetakene i realiteten ble heftet for av vanlige banker.

En styrke ved den norske finanssektoren er at den er gjenstand for et mer oversiktlig og helhetlig reguleringsregime. Vi har ett tilsyn—Finanstilsynet (tidligere Kredittilsynet)—og klarere regler. På flere områder er den norske finanssektoren friere enn den amerikanske, blant annet grunnet mindre detaljreguleringer og få innslag av statlige inngrep i kredittmarkedene. Finanskriseutvalget beskriver den norske finanssektoren som følger:

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 likelydende kapitalkrav.⁵

På noen områder er reguleringene strengere enn i USA og Europa. Dette gjelder spesielt kapitalkravene til bankene. Dette illustrerer et viktig poeng. Finansmarkedenes virkemåte og stabilitet er neppe et spørsmål om mengden med reguleringer, men derimot om hvordan reguleringene er utformet og hvordan de støtter opp om hverandre.

Så lenge myndighetene stiller garantier til finansnæringen i form av innskuddsforsikring og likviditetstilførsel fra sentralbanken, kan man ikke la bankene selv bestemme størrelsen på likviditets- og kapitalbufferne. Myndighetene i industrilandene har derfor satt klare krav til reserver og kapitaldekning. Reguleringen av sistnevnte har imidlertid slått alvorlig feil, ettersom internasjonale kjørerregler, utviklet nettopp for å forhindre finansiell sårbarhet, baserte seg på antagelsen om at boligrelaterte verdipapirer hadde lav risiko.

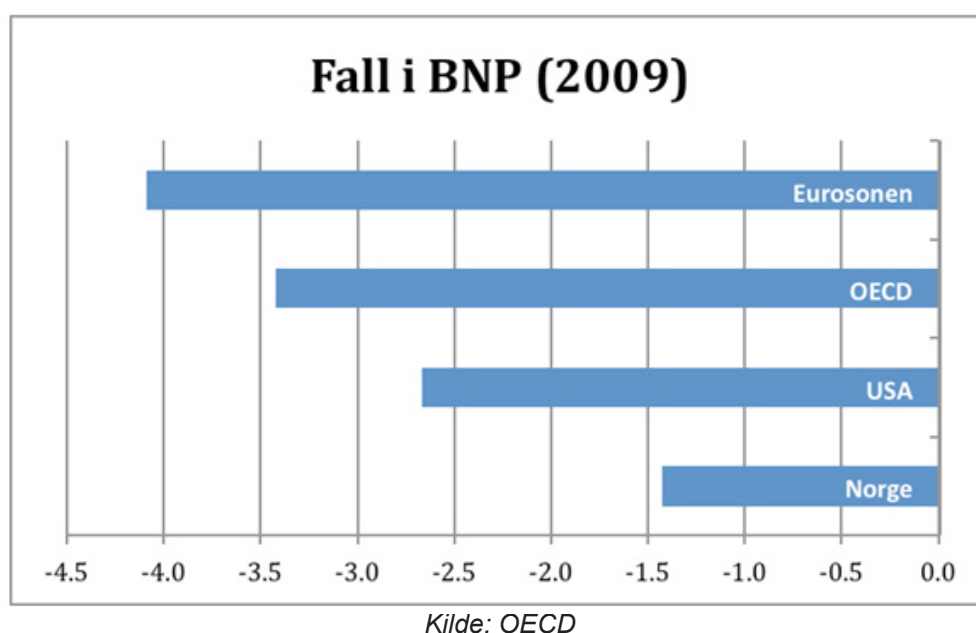
I Norge har myndighetene stilt høyere kapitaldekningskrav til bankene, noe som har sikret en mer solid finanssektor. Norske banker var også i liten grad eksponert for "giftig" amerikansk boliggjeld. Disse og en rekke andre forhold førte til at krisen ble mildere i Norge enn i de fleste andre industriland.

2. Hvorfor ble krisen så mild i Norge?

"Norge er blant landene som så langt har klart seg best gjennom den internasjonale finanskrisen", skriver utvalget. Ikke bare var fallet i produksjonen relativt lite i forhold til de fleste andre industriland, men også sysselsettingen ble i stor grad opprettholdt.

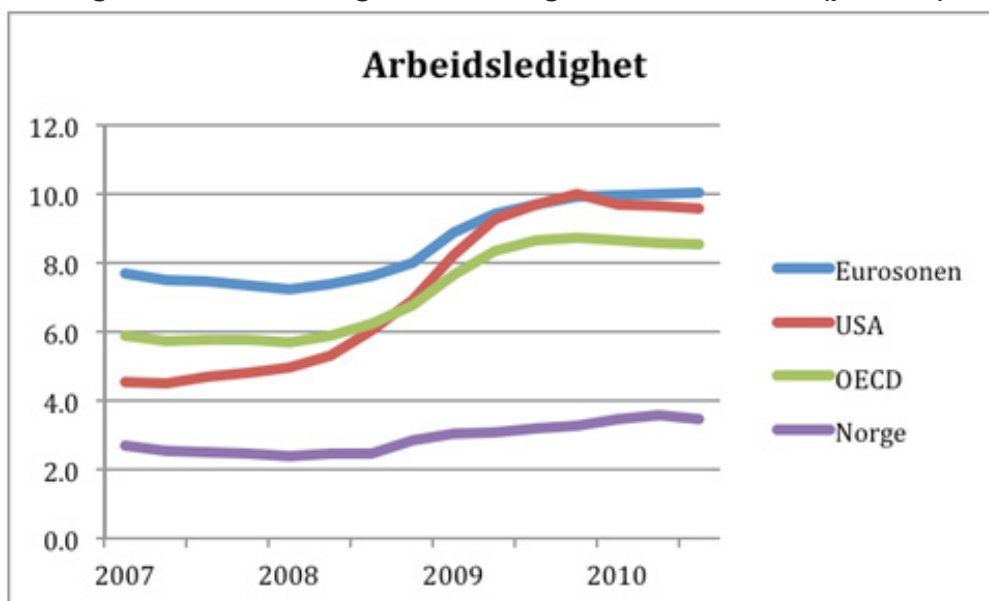
Figuren under viser fallet i den samlede verdiskapningen (reelt BNP) i 2009 for Norge sammenlignet med USA, OECD og Eurosonen.

Figur 2.1 Prosentvis endring i reelt bruttonasjonalprodukt utvalgte land, 2009



Figuren på neste side viser ledigheten i Norge sammenlignet med andre industriland.

Figur 2.2 Arbeidsledigheten i utvalgte land, 2007-2010 (prosent)



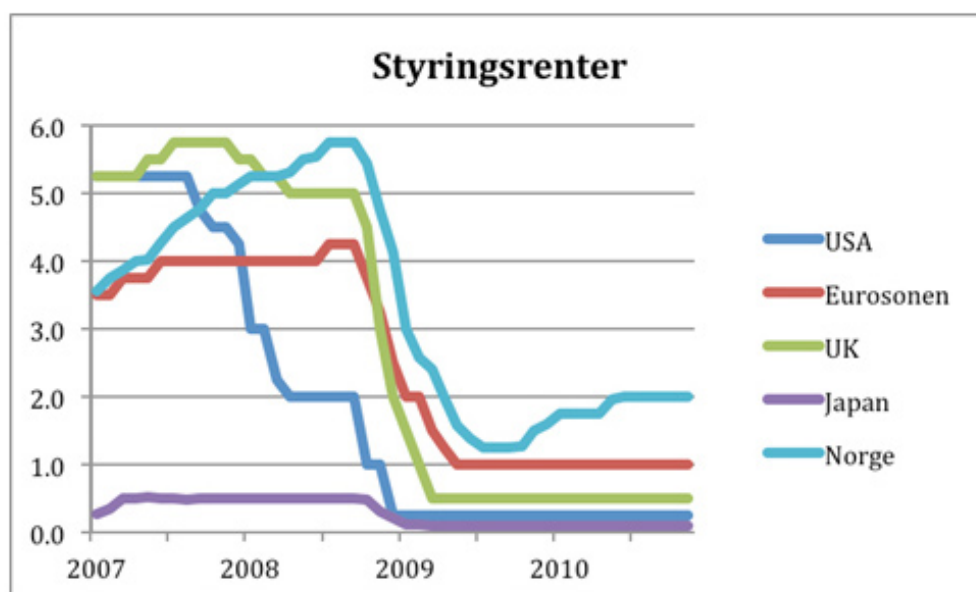
Kilde: OECD

Regjeringspartiene har hevdet at krisehåndteringen i Norge var spesielt god. Listen over virkemidler viser imidlertid de samme tiltak som ble iverksatt i andre industriland: ekspansiv penge- og finanspolitikk og krisehjelp til bankene i form av likviditets- og kapitaltilførsel.

Norges Bank kuttet styringsrenten, slik andre sentralbanker gjorde. Kuttene i Norge kom senere enn i USA, men omtrent på samme tid som kuttene til de store europeiske sentralbankene. Renten ble kuttet mindre, noe som gjenspeiler at krisen var midlere i Norge.

Norge er også blant de få industriland der de pengepolitiske myndighetene har hevet renten igjen. Dette er fornuftig med tanke på at den norske konjunktursituasjonen skiller seg betydelig fra de fleste andre industriland. Den minner mer om situasjonen i enkelte fremvoksende økonomier, som likeledes har sett seg nødt til å heve rentenivået for å unngå overstimulering av økonomien.

Figur 2.3 Sentralbankenes styringsrenter i industrilandene, 2007-2010



Kilde: Bank of Japan, Norges Bank

I likhet med andre industrilands sentralbanker, svarte Norges Bank på den akutte likviditetskrise fra høsten 2007, og spesielt høsten 2008, med å tilføre bankvesenet store mengder likviditet. Løpetiden på likviditetslån ble forlenget—som i andre land. Og kravene til sikkerhet for lån ble midlertidig myket opp—igjen som i andre land. Alt dette er forventet sentralbankpraksis i forbindelse med finanskriser.

Slike krisetiltak følger langt på vei idealene for sentralbankers rolle som garantist av finanssystemet, utviklet blant annet av 1800-tallsøkonomen (og redaktør av *The Economist*) Walter Bagehot, som krevde at Bank of England skulle opptre som långiver i siste instans når det oppsto likviditetskriser i bankvesenet.

Bagehot foreskrev at sentralbanken skulle gi lån til et vidt spekter av låntagere, mot god sikkerhet og til en høy rente. Sentralbankene i industrilandene har til dels fulgt denne oppskriften under krisen. I USA har myndighetene riktignok gått lenger ved å gi lån til insolvente finansselskaper. Rentene har heller ikke vært spesielt høye på de nødlån som er gitt i USA og andre industriland.

Sentralbanker har også søkt å øke likviditeten i finansnæringen ved å bytte egne likvide verdipapirer (statsobligasjoner og mer kortsiktige statspapirer) mot mindre likvide verdipapirer bankene har sittet på. Dette ble også gjort i Norge.⁶

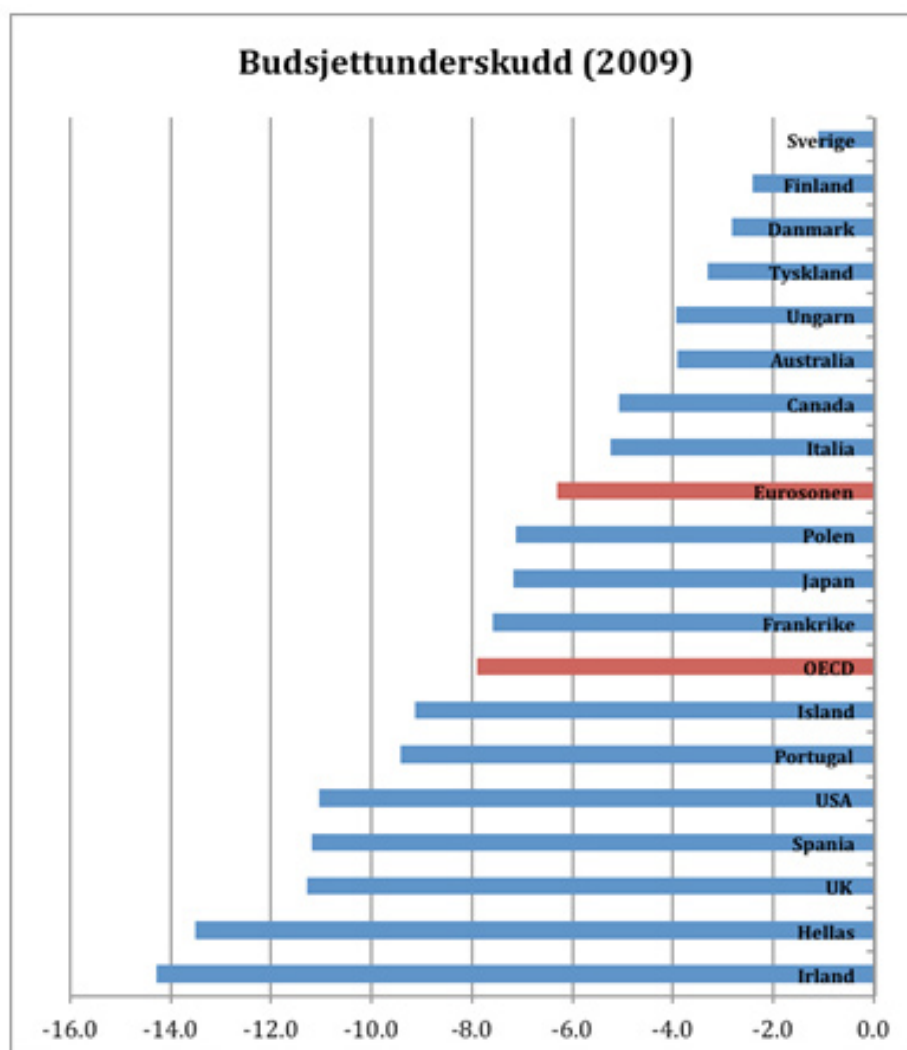
Mens de pengepolitiske myndighetene søkte å løse utfordringene knyttet til likviditetstørke i finanssektoren, bidro de finanspolitiske myndighetene til å styrke bankenes soliditet gjennom å skyte inn ny kapital. I Norge ble dette gjort gjennom opprettelse av Statens finansfond. Tilsvarende innskudd ble gjennomført i andre land, blant annet i USA og Storbritannia.

I tillegg til krisehjelp til finanssektoren, har myndighetene i industrilandene gjennomført omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe fallet i produksjons- og sysselsettingsnivå under lavkonjunkturen som kom i kjølvannet av finanskrisen. I Norge ble det i 2009 vedtatt en finanspolitisk tiltakspakke på 20 milliarder kroner. I USA ble det samme år vedtatt en tiltakspakke på rundt 800 milliarder dollar.

På toppen av disse pakkene—og av langt større betydning for økonomien—er den delen av underskuddet som genereres automatisk i lavkonjunkturer. Automatikken oppstår ved at statens skatteinntekter faller samtidig med at utbetalinger av trygd øker som følge av fall i produksjonsnivået kombinert med økt arbeidsledighet. Mesteparten av underskuddene og den kraftige veksten i statsgjeld i industrilandene i 2009-2010 er forårsaket av denne automatikken.

Dermed har de fleste land som har blitt rammet av krisen sett kraftig finanspolitisk stimulering av økonomien—uavhengig av størrelsen på de finanspolitiske tiltakspakkene. Figuren under viser budsjettunderskudd i 2009 som andel av bruttonasjonalprodukt for et utvalg av industrilandene.

Figur 2.4 Budsjettunderskudd industrilandene, 2009 (prosent av BNP)



Kilde: OECD

Det er vanskelig å finne helt sammenlignbare tall for Norge grunnet oljepengene. Det oljekorrigerede budsjettunderskuddet for 2009 ble anslått til 48,7 milliarder kroner.⁷ Samlet økte bruken av oljeinntekter med rund 42 milliarder. I tillegg kommer de automatiske stabilisatorene—underskudd generert av fall i skatteinntekter og vekst i utbetalinger av stønader under lavkonjunkturen. Finanskriseutvalget plasserer den norske finanspolitiske stimuleringen på omtrent samme nivå som snittet for OECD ved å se på endringer i offentlig sektors underskudd fra 2008 til 2009.⁸ Ser vi på de samlede underskuddene, synes det imidlertid som om Norge ligger et stykke under USA og OECD-snittet. Dette gir mening, da det økonomiske tilbakeslaget var mildere i Norge enn i mange andre land.

Grunnet inntektene fra petroleumssektoren—og handlingsregelen for hvordan midlene skal brukes—sto de norske statsfinansene i en særstilling da finanskrisen kom. I motsetning til i de fleste andre industriland har norske myndigheter kunnet nyte godt av årlige overskudd og solide statsfinanser. Mens andre land har bygget opp betydelig gjeld, satt den norske stat før krisen på en netto formue på nesten halvannen ganger bruttonasjonalprodukt. Dette ga Regjeringen et langt større finanspolitiske handlingsrom enn i de fleste andre industriland.

USA har et lignende handlingsrom grunnet dollarens internasjonale særstilling, noe som skaper

stor etterspørsel etter amerikansk statsgjeld. Men dette handlingsrommet er i ferd med å bli mindre, ettersom det settes stadig større spørsmålsteget ved den statsfinansielle bærekraften.

Ved å gjennomgå regjeringens krisetiltak er det lite som tyder på at disse i seg selv forklarer hvorfor Norge kom bedre ut av krisen enn andre industriland. Hovedforskjellen synes heller å ligge i en rekke strukturelle forhold som er særegne for Norge, i det minste kombinasjonen av dem.

Oljesektoren er ikke uventet av stor betydning. Den gjør at Norge ofte følger et annet konjunkturmønster enn andre industriland. Under finanskrisen bidro investeringer i petroleumssektoren til å dempe nedgangen i norsk økonomi, slik finanskriseutvalget peker på. Etter et kraftig fall under krisen, har oljeprisene steget igjen som følge av at etterspørselen i de fremvoksende økonomiene hentet seg raskt inn.

Norge er påvirket av konjunktursituasjonen i disse landene i større grad enn andre industriland, blant annet grunnet betydelig norsk råvareeksport og fraktjenester.⁹ De industrilandene som ble minst rammet av krisen synes å ligne på Norge ved at de også har en betydelig råvarebasert eksportsektor—Canada og Australia. Finanskriseutvalgets utredning vektlegger at "norsk næringsliv i liten grad produserer de varene som ble utsatt for den største etterspørselssvikten", spesielt varige forbruksvarer som biler og forbrukerelektronikk. Ikke overraskende ble Japan og Tyskland kraftig rammet av fallet i den internasjonale etterspørselen etter slike varer.

Sysselsettingen i Norge er også i større grad skjermet fra kriser grunnet størrelsen på offentlig sektor. Fallende sysselsetting i privat sektor kan bli, og ble, oppveid av økning av sysselsettingen i offentlig sektor. En slik strategi kan imidlertid skape problemer når økonomien henter seg inn igjen og sysselsettingsbehovet i privat sektor tar seg opp.

En annen viktig årsak til at Norge kom raskt ut av den økonomiske nedgangskonjunkturen er å finne i forhold som kan skape problemer for norsk økonomi på sikt. Det private gjeldsnivået steg—i likhet med i andre industriland—kraftig gjennom 2000-tallet og er i dag svært høyt.¹⁰ Men til forskjell fra mange andre industriland, har boligprisene i Norge ikke falt i nevneverdig grad. De falt noe under krisen, men hentet seg inn igjen.

Den pengepolitiske stimulansen til Norges Bank bidro til å dra i gang gjeldsopptaket på nytt og til å stanse fallet i boligprisene. Norge er blant de industriland der det er vanligst å ta opp boliglån med flytende rente. Dette gjør at både kredittvekst og boligpriser reagerer raskt på endringer i sentralbankens styringsrente. Som finanskriseutvalget påpeker:

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.¹¹

Men dette har gjort økonomien mer sårbar for framtidige sjokk. Skulle det oppstå en situasjon i Norge der husholdningene får problemer med å betjene gjelden og boligprisene faller, vil man kunne oppleve noe av den samme dynamikken man ser i andre industriland, preget av et tyngende gjeldsoverheng i privat sektor, lav etterspørsel etter lånemidler og kraftig oppbremsing av den samlede pengebruken og det økonomiske aktivitetsnivået.

Hovedgrunnen til at pengepolitikken fikk mindre stimulerende virkning i USA, Storbritannia og andre industriland, var nettopp den finansielle svekkelsen av privat sektor. I forkant av krisen tok hus-

holdninger opp stadig mer gjeld, muliggjort av lave renter og stigende formuespriser. Da denne situasjonen snudde, ble husholdningene sittende igjen med høy gjeld og svekket formue (ettersom boligene hadde falt i verdi).

Tilsvarende utvikling fant sted i finanssektoren. Finansselskaper tok opp lån til lave renter for å investere i boligrelaterte verdipapirer. Når utviklingen i boligmarkedet snudde, falt disse verdipapirene kraftig i pris, samtidig som selskapene fikk store problemer med å refinansiere lån.

Gjeldsoverhenget har svekket etterspørselen etter lånemidler, noe som gjør at pengepolitiske grep har liten stimulerende virkning på økonomien. Denne situasjonen kan vare i mange år for disse landenes del. Ved å fyre opp under den norske kredittveksten, kan Norges Bank risikere at norske husholdninger og norsk økonomi ender opp i en lignende situasjon—selv om det er lite trolig at en slik krise vil bli like alvorlig som den man har sett i USA, Storbritannia og Spania.

En viktig forskjell mellom Norge og disse landene ligger som vi har sett i forhold tilknyttet utenriksregnskapet. Mens disse tre landene (og andre land som Island og Irland) førte store underskudd på driftsbalansen, har Norge vært blant de land som har bidratt til disse underskuddene. I likhet med andre oljeeksporterende land, har Norge ført store overskudd på driftsbalansen, overskudd som har blitt plassert i underskuddlandene i form av aksjer og obligasjoner. Norge har dermed bidratt til de globale ubalansene og til å øke tilgangen på billig kapital i underskuddlandene.

Som nevnt blir finanskriser ofte foranlediget av store underskudd på driftsbalansen, tilflyt av kapital og rask vekst i aktivapriser. Dette mønsteret gikk igjen i overskuddslandene. Norge var derimot nettoeksportør av kapital. På den annen side bidro Norges Bank til å blåse det som synes som en egen aktivaboble i norsk økonomi. Denne ble midlertidig stanset av den internasjonale finanskrisen, og det er usikkert hva som ville ha skjedd med bolig- og aksjepriser i fravær av denne impulsen utenfra.

Da sentralbanken kuttet styringsrenten som svar på krisen, ga dette ny stimulans til aktivaprisene og til gjeldsveksten. Det er dermed ubalanser i norsk økonomi som kan skape problemer i årene framover.

Mens den økte finansielle sårbarheten blant norske husholdninger gir grunn til bekymring, har den norske finansnæringen kommet relativt godt ut av finanskrisen fordi den i liten grad investerte i boligrelaterte verdipapirer. Norske banker er dermed bedre rustet til å møte en eventuell ny krise. Men skulle det oppstå problemer med boliglåntageres betalingsevne, vil dette kunne svekke bankenes stilling.

3. Hovedlærdom

Finanskriseutvalget trekker lærdom av finanskrisen som på de fleste punkter ligger nært opp til de konklusjoner som ble trukket i vår finanskriserapport fra 2009.

Ekspansiv pengepolitikk i industrilandene ga lave renter over lang tid, noe som i sin tur ga incentiver til økt risikotagning blant investorer. Dette økte den finansielle sårbarheten. Utvalget vektlegger også svakheter i styrings- og avlønningssystemer i finansbedriftene. Det er riktig at bonusordninger har vært kortsiktige og gitt sterke incentiver til risikotagning. Det utvalget i liten grad belyser, er imidlertid hvorfor markedsdisiplinen sviktet.

Mange kommentatorer har pekt på en konflikt mellom interessene til selskapenes eiere og de ansatte. Denne antagelsen synes å være misvisende. De store amerikanske finansselskapene blir hovedsakelig eid av et mangfold av aksjonærer som sitter på relativt små aksjeposter. De har dermed incentiver i tråd med bedriftsledelse og andre ansatte. Høy risikotagning kan gi høy avkastning på relativt små investeringer. Og tapene blir dermed ikke alt for store hvis det skulle gå galt.

Den markedsdisiplinen som mer enn noe annet har vært fraværende er den som utøves av selskapenes kreditorer. Hvorfor var de villige til å gi lån til svært lave renter—med historisk lave risikopremier—til finansselskaper med liten egenkapital, store lån og en portefølje bestående av komplekse finansinstrumenter?

Et mønster som avbilder seg de siste par tiårene er at kreditorene til selskaper som holder på å gå overende, eller långivere til statsmakter som har problemer med å betjene gjelden sin, blir gitt en hjelpende hånd av myndighetene. De siste eksemplene på dette er krisehjelpen gitt til greske myndigheter og støtten til andre europeiske statsmakter med vaklende finanser. Kreditorene består i stor grad av franske og tyske banker, som blir skjermet fra å realisere tap på sine investeringer i statspapirer.

Uformelle statlige garantier ga forventninger om støttetiltak hvis noe skulle gå galt. Disse forventningene har blitt mer enn innfridd under krisen, noe som gir grunn til bekymring for finansselskapenes og kreditorenes framtidige adferd.

En annen viktig lærdom fra finanskrisen er uheldige virkninger av at myndighetene overstimulerer til investeringer i bolig. I USA skjedde dette både gjennom skattefordeler (rentefradrag på boliglån og fritak for kapitalgevinstskatt på boliger opp til en viss sum) og gjennom omfattende inngrep i markedet for boliglån (blant annet gjennom de statlig opprettede boligfinansinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac). I Norge skjer denne stimuleringen primært gjennom skattestimulering.

Finanskriseutvalget foreslår, i tråd med Civita-rapporten, at "beskatningen av bolig bringes mer på linje av skatteleggingen av øvrige formuesobjekter." Stimulering av boligkjøp fører både til overinvestering i boliger og til større svingninger i boligprisene, noe som øker den finansielle sårbarheten til husholdningene.

Dette er en bekymring som tidligere sentralbanksjef Svein Gjedrem tok til orde for gjentatte ganger. Men det er viktig å ikke overse pengepolitikkenes innvirkning på utviklingen i boligpriser og husholdningenes oppbygning av gjeld, slik Gjedrem og andre sentralbanksjefer har hatt en tendens til å gjøre. Det er derfor positivt at finanskriseutvalget vektlegger "viktigheten av at sentralbanken fortsetter å ta tilstrekkelig hensyn til utvikling i formuespriser og gjeld framover," selv om det er vanskelig å forstå hva som menes med "fortsetter" siden dette har vært et hensyn som har vært lite tilstede i sentralbankenes vurderinger ved rentesettingen.

Videre påpekes det at denne sammenhengen kan være spesielt sterk i Norge, fordi boliglån "gis i all hovedsak med flytende rente" som er den rente som har størst betydning for boligprisutviklingen. Perioder med lav styringsrente vil dermed "kunne gi større utslag i boligpriser og gjeld enn i andre land."

I likhet med den amerikanske debatten rundt reformer av finanssektoren, vektlegger det norske finanskriseutvalget behovet for å sikre forbrukere tilgang på god informasjon om de finansprodukter som tilbys. Tilstedeværelsen av asymmetrisk informasjon—en situasjon der tilbyder sitter inne med

mer informasjon om produktet som selges enn det kjøper gjør—har lenge vært et argument for at myndighetene skal regulere finansnæringen med sikte på å sikre tilgang på god informasjon. Problemet er imidlertid at det kan være vanskelig å avgjøre hvilken informasjon som er nødvendig i en verden der finansprodukter gjennomgår rask utvikling og innovasjon.

Forbrukervern utover retningslinjer for tilbyderes informasjonsplikt kan også få tilslag av overdreven formynderi, ofte med uheldige utslag for både kjøper og selger. Dette har man sett eksempler på i USA, der forsøk på å beskytte låntagere har skapt svært uheldige incentiver blant boligkjøpere.

Forsøk på å standardisere risikovurdering og risikoeksponering for amerikanske (institusjonelle) investorer gjennom et omfattende lovverk og reguleringsapparat for ulike verdipapirer, har også slått alvorlig feil. Regelverket ga både kjøpere og selgere av komplekse finansprodukter sterke incentiver til å presse på for at verdipapirene ble gradert som lavrisikoinvesteringer.

Nok en viktig lærdom fra finanskrisen bør derfor være at reguleringer ofte har helt andre virkninger enn de som er tilsiktet. En viktig forutsetning for utforming av reguleringer må derfor være at de tar hensyn til incentivene til aktørene i markedet.

Sluttnoter

¹ *Bedre rustet mot finanskriser: Finanskriseutvalgets utredning*, NOU 2011:1, <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1.html?id=631151>

² Marius Gustavson og Villeman Vinje (2009), *Finanskrisen: markedssvikt eller styringssvikt? En drøfting av finanskrisens viktigste årsaker*, Civita, <http://www.civita.no/publikasjoner/view/74/>

³ Driftsbalansen består av et lands handelsbalanse samt rente- og stønadsbalanse. Driftsbalansen veies opp av kapitalbalansen. Til sammen utgjør de et lands betalingsbalanse vis a vis utlandet.

⁴ Et forskningsstudie publisert av det internasjonale pengefondet (IMF) finner empiriske bevis for at skattereglene har bidratt til betydelig økning i selskapenes lånefinansiering av investeringer (økning av gjeldsgraden) og at skattereglene har en betydelig innvirkning på bedriftenes finansielle struktur. Rapporten konkluderer blant annet med at "bedriftsskatt som favoriserer gjeldsfinansiering, også for finanssektoren, er [...] vanskelig å rettferdiggjøre med tanke på hvordan det virker inn på den finansielle stabiliteten." Kongressens budsjettkontor har beregnet at amerikanske bedrifter står overfor en skatteforskjell på 42 prosent i valget mellom kapitalfinansiering (som blir straffet med 36 prosent) og gjeldsfinansiering (som blir belønnet med 6 prosent). Begge utredninger referert i Benn Steil (2010), "Debt and Systemic Risk: The Contribution of Fiscal and Monetary Policy", *Cato Journal*, vol. 30, no. 2, side 392

⁵ Finanskriseutvalgets utredning, side 14

⁶ Med likvide verdipapirer menes at de er lettomssettelige.

⁷ Statsbudsjettet 2009, St.prp. nr. 1, side 9

⁸ Finanskriseutvalgets utredning, side 79-80

⁹ Svein Gjedrem, "Gjennomføringen av pengepolitikken", Innledning til høring i Stortingets finanskomiteé 18. mai 2010, http://www.norges-bank.no/templates/article_76826.aspx

¹⁰ Innbyggernes gjeld som andel av disponibel inntekt steg fra 130 prosent i 2003 til 190 prosent i 2010. "Vi nærmer oss smertegrensen", e24.no, 22. september, 2010

¹¹ Finanskriseutvalgets utredning, side 13

Forfatter:

Civita-notatet er skrevet av økonomisk historiker i Civita, Marius Gustavson, gustavson@civita.no