

# Analyse | kraka

18. juni 2013

## Overblik over resultaterne fra andre landes finanskrise kommissioner

*Af Jens Hauch*

**Notatet giver et overblik over de centrale konklusioner fra andre finanskrise kommissioner. Der ses på kommissioner i USA, Storbritannien, Sverige og Norge. Notatet giver ikke en egen vurdering af, om konklusionerne er rigtige eller ej, de refereres blot.**

### Hovedpointer:

- Den amerikanske kommission har lavet et meget omfattende arbejde. Der er en del analyser, men overordnet bærer arbejdet præg af at være en sandhedskommission. Arbejdet giver selvsagt en interessant indsigt i de særlige amerikanske forhold, der ledte til krisen, men det er eksplicit ikke en del af kommissionens arbejde at komme med konkrete forslag til justering af regulering.
- Den engelske kommission har meget lille fokus på den historiske udvikling, men er meget fokuseret på anbefalinger af reguleringsændringer. Her er en del interessante tanker, som kan være relevante for en dansk ændring af regulering, f.eks. ring fence omkring detailforretninger i banker.
- Den svenske kommission, der endnu ikke har afsluttet sit arbejde, har relativ stor fokus på organisatoriske ændringer, f.eks. oprettelse af et selvstændigt makrotilsyn samt samarbejde og ansvarsfordeling mellem myndighederne. Selvom en del de organisatoriske pointer relaterer sig til specifikke svenske forhold, kan det i et vist omfang overføres til Danmark.
- Den norske kommission minder i sit oplæg meget om oplægget for vores kommission, og mange af diskussionerne og pointerne ligner de danske. Der kan være megen nyttig inspiration at hente i en nærmere gennemgang af denne kommissions analyser. Den norske kommission er i øvrigt generelt ganske optaget af nordisk integration.
- Fælles for kommissionerne er et ønske om styrket regulering (den amerikanske skriver det dog mellem linjerne). Det er imidlertid bemærkelsesværdigt, at der er betydelige variationer i forslagene på tværs af landene.

### Kontakt

Cheføkonom  
Jens Hauch  
Tlf. 3140 7715  
E-mail [jeh@kraka.org](mailto:jeh@kraka.org)

## USA

I USA nedsatte præsidenten i maj 2009 "The Financial Crisis Inquiry Commission" (FCIC). Kommissionen afsluttede i januar 2011 sit arbejde med udgivelsen af rapporten: "The Financial Crisis Inquiry Report".

Hovedformålet med kommissionen var, at: "examine the causes of the current financial and economic crisis in the United States". Ud over den omfangsrige rapport er der udarbejdet en mængde øvrigt materiale, der kan findes på kommissionens hjemmeside.<sup>1</sup> Resultaterne er baseret på et stort antal analyser, høringer osv. Rollerne for en meget bred gruppe af aktører er blevet undersøgt, herunder finansielle aktører så som Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch og Moodys, samt policy makers så som Federal Reserve Bank og Treasury Department.

Det var eksplicit ikke en del af kommissionens mandat at komme med anbefalinger. Kommissionens arbejde bærer således præg af at være en "sandhedskommission", hvor der anses for finanskrisen forsøges delt ud på de forskellige aktører.

Kommissionens arbejde er primært baseret på høringer med en lang række relevante personer. Der er kun i meget begrænset omfang leveret egne analyser, men der præsenteres dog en del interessante data i figurer undervejs. Slutrapporten bærer præg af en vis "indignation", hvilket også fremgår af konklusionerne nedenfor.

### Hovedkonklusioner

#### *Finanskrisen kunne have været undgået*

Lavkonjunkturer kan ikke undgås, men en krise med et omfang som finanskrisen kunne have været undgået. Særligt peges der fejl blandt ledere af finansielle institutioner og blandt ledere hos de regulerende myndigheder. Disse overså faresignaler og stillede ikke spørgsmålstegn til det finansielle system.

Det var ikke umuligt at forudse krisen, da der var en række tegn på problemer: Der var en kraftig stigning i de risikable subprime lån, huspriserne steg til et uholdbart højt niveau, kraftige stigninger i husholdningernes boliglån, eksponentiel stigning i finansielle handler. Federal Reserve kunne have sat standarder til imødegåelse af en række skadelige låntyper, men gjorde det ikke. De finansielle institutter var ukritiske i deres udlån og havde blind tillid til kreditvurderingsbureauerne.

<sup>1</sup> <http://fcic.law.stanford.edu/report>.

Der var udbredte fejl hos regulatorerne af de finansielle markeder, hvilket viste sig at have katastrofale konsekvenser for stabiliteten af de nationale finansielle markeder.

Der var blandt regulatorerne en udbredt tillid til at markedskræfterne var tilstrækkelige til at korrigere problemer og at de finansielle institutioner kunne holde tilstrækkelig selvjustits. Reguleringen var et resultat af 30 års deregulering og tillid til selvregulering i de finansielle institutioner. Konkret peges på, at Alan Greenspan havde et hovedansvar for dette.

De finansielle regulatorer havde den nødvendige styrke til at gribe ind, men valgte ikke at gøre det. Eksempelvis havde Securities and Exchange Commission mulighed for at gribe ind over for risikabel praksis i store investeringsbanker, men valgte ikke at gøre det. Generelt vurderede regulatorer undersøgte finansielle institutioner som sikre også i situationer med betydelige vanskeligheder, og nedgraderinger fandt først sted umiddelbart inden kollaps.

Endelig lod regulatorerne sig påvirke for meget af den finansielle sektors stærke lobby.

*Dramatiske fejl i corporate governance og risikomanagement i mange systemisk vigtige finansielle institutioner er en central årsag til krisen*

Der var en generel opfattelse af, at de finansielle institutioners "overlevelsesinstinkt" ville forhindre, at de løb for høje risici. Det viste sig dog, at de løb for store risici, med for lille egenkapital og med for stor afhængighed af kortsigtet finansiering. Igen peges på ukritiske subprimelån samt på syntetiske finansielle produkter. En del finansielle institutioner havde en meget kraftig vækst på baggrund af tvivlsomme produkter.

Finansielle institutioner og kreditvurderingsbureauerne havde for stor tillid til matematiske modeller til beregning af risici og undlod at tage konkret stilling. Intens konkurrence og svag regulering skabte incitamenter til gå efter kortsigtede profitter uden at overveje de langsigtede konsekvenser.

*Kombinationen af overdrevet låntagning, risikable investeringer, manglende gennemsigtighed bragte det finansielle system på kollisionskurs med krisen*

For mange finansielle institutioner og husholdninger lånte maksimalt, hvilket gjorde dem sårbare over for selv mindre fald i afkast. Således opererede de fem store investeringsbanker — Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, and Morgan Stanley — med særdeles tynd kapitalmargen. Konkret ville et fald på mindre end 3 pct. på investeringerne have været tilstrækkeligt de ville kunne gå konkurs. Eksempelvis havde Bear Stearns i slutningen af 2007 en

egenkapital på 11,8 mia. USD, 383,6 mia. USD i forpligtelser og lånte 70 mia. USD på "over night" markedet – dvs- dag til dag finansiering. Sådanne forhold var ofte skjult for offentligheden via pyntede finansielle rapporter.

Også boligejerne deltog i den overdrevne låntagning: Fra 2001 til 2007 steg den gennemsnitlige størrelse på huslån med 63 pct. selv om gennemsnitslønnen var stagnerende i perioden.

Der opstod et uigennemsigtigt skyggemarked for finansielle produkter baseret på kortsigtede finansielle produkter, f.eks. over-the-counter derivater (OTC). Sådanne produkter er ofte ikke synlige for offentlighed og regulator, og er ikke sikret via det system, der eksisterede for at undgå finansielle nedsmeltninger, Federal Reserve som "lender of last resort". Skyggemarkedet var således ude af kontrol og udgjorde en trussel mod det traditionelle bankmarked.

Boligmarkedets sammenbrug førte af disse årsager til et generelt finansielt sammenbrud.

*Regeringen var dårligt forberedt på krisen og dens inkonsistente reaktioner forøgede usikkerheden og panikken på de finansielle markeder*

De centrale policy makers, key policy makers — the Treasury Department, the Federal Reserve Board, and the Federal Reserve Bank of New York — havde de bedste muligheder for at overvåge de finansielle markeder, men var dårligt forberedte. Disse centrale myndigheder havde simpelthen et uklart billede af, hvordan det finansielle system havde udviklet sig op mod krisen. Det skyldes i høj grad den manglende gennemsigtighed.

Der eksisterede ikke en strategisk plan for afgrænsning af problemer simpelthen fordi myndighederne ikke havde et klart billede af forbindelser og risici i de finansielle markeder, f.eks. troede man at risici var spredt, men risici var faktisk blevet koncentreret.

Der var op mod krisens udbrud en vis debat om boligboble, men det var ikke erkendt, at en bristet boble ville kunne være en trussel mod hele det finansielle system.

*Der var et systemisk sammenbrud af ansvarlighed og etik*

De finansielle markeders integritet og offentlighedens tillid til disse markeder er af central betydning for nationens velstand. Det etiske grundlag er, at aktører søger profit ved at levere produkter af god kvalitet og i det hele tage opføre sig ordentligt. Disse standarder eroderede op mod krisens udbrud. Data for låntagningen antyder, at der i vidt omfang blev optaget lån, der efter så kort tid blev misligholdt, at man må konkludere, at låntagerne aldrig har haft en intention om

at leve op til aftalerne om tilbagebetaling. En analyse viser, at der i perioden 2005 – 2007 blev svindlet for 112 mia. USD på boliglån.

Ud over at placere ansvar ser kommissionen på en række hændelser, der førte frem til sammenbruddet.

*Standarder og sikkerhedsprincipper for boliglån brød sammen og udløste problemerne*

Rapporten fokuserer på procedurene for godkendelse af boliglån. Der peges på en generel tendens til at der kun blev stillet meget små krav til sikkerhed for boliglån. Da boliglånene begyndte at blive misligholdt spredte det sig fra at være et lokalt problem i amerikanske byer til at være et globalt problem.

*Over-the-counter derivater bidrog afgørende til krisen*

Over-the-counter derivater er derivater, der handles direkte mellem to parter uden om markedet. Det betyder, at handlerne ofte forgår lidt "skjult" for kontrolsystemet. En række markedsdeltagerer spekulerede i høj grad i OTC-derivater, f.eks. finansielle virksomheder, landmænd og investorer. Værdien af OTC-derivater nåede op på 673.000 milliarder USD, der var mere eller mindre usynlige for de regulerende myndigheder.

*Fejl i ratingbureauerne var afgørende for det finansielle sammenbrud*

Der var afgørende fejl i ratingbureauernes vurderinger, hvilket var afgørende. Moodys er gennemgået som case. 86 pct. af alle de kreditter, som Moodys havde vurderet til triple-A (det bedste) i 2006 blev efterfølgende nedgraderet.

Afslutningsvist peger kommissionen på det problematiske i, at det finansielle system i 2010 i det store og hele er uændret i forhold til systemet inden krisens udbrud. Kommissionen peger på, at der er behov for at ændre en række forhold for at sikre mod at en ny finanskrisen bryder ud en gang i fremtiden.

## **Storbritannien**

Storbritannien nedsatte i juni 2010 "The Independent Commission on Banking" (ICB), der udgav sin endelige rapport september 2011, jf. ICB (2011).

Herudover er der på privat initiativ af bl.a. det konservative parlamentsmedlem David Davis Future of Banking Commission, der har udgivet en rapport, jf. Future of Banking Commission (2010). Rapporten rummer en stor mængde anbefalinger, men kun et begrænset antal analyser. Den gennemgås ikke nærmere i dette notat, hvor der i stedet fokuseres på ICB's resultater.

ICB har udarbejdet ganske mange analyser som baggrund for anbefalingerne. Der kan være meget inspiration at hente i disse analyser om end de færreste er specielt avancerede.

ICB har haft til formål at sikre et stabilt og mere konkurrencepræget banksystem i Storbritannien. Kommissionen har fokus på to hensyn: Der være et velfungerende system til almindelige bankforretninger: Indlån, betalingssystemer, kanalisering af indlån til produktive udlån og håndtering af risici. Herudover bør der være en effektiv konkurrence mellem bankerne. Kommissionen lægger ud med at fastslå, at dette ikke er det samme som at sikre mod en gentagelse af finanskrisen ved at flytte risici fra banksektoren til de offentlige budgetter.

### **Finansiel stabilitet**

Kommissionen fastslår vigtigheden af at anvende makroprudentielle instrumenter til at bremse for stor finansiel volatilitet, men erkender samtidig, at det ikke er muligt at eliminere finansielle chok f.eks. med udgangspunkt i boligmarkedet. Det er heller ikke muligt at lave en 100 pct. regulering, og det er ikke en offentlig opgave at drive banker. Det er derimod nødvendigt at opstille de nødvendige regulatoriske rammer. Der er således behov for en reguleringsreform, der:

- Gør banker bedre i stand til at absorbere tab
- Gøre det lettere og mindre omkostningsfuldt at opløse nødlidende banker
- Incitamentet til overdreven risikotagning skal reduceres

#### *Absorbering af tab*

I 2008 blev en række banker reddet, da de blev opfattet to-big-to-fail. Det ville have haft meget store omkostninger at lade dem gå konkurs, men også redningsaktionen var særdeles dyr.

Der var to årsager til, at bankerne ikke kunne modstå de tab, de stod over for: For det første havde de for lille egenkapital i forhold til deres risikoprofil. For det andet, da egenkapitalen viste sig at være for lille, var heller ikke bankernes gæld egnet til at absorbere betydelige tab. Myndighederne greb ind for at forhindre bredere økonomiske konsekvenser. Det konkluderes, at egenkapitalkravene bør styrkes og at bankernes gæld skal være bedre til at absorbere tab, samtidig med at almindelige indlån er beskyttet.

Basel III strammer egenkapitalkravet til 7 pct. og begrænse gearing til en faktor 33. Kommissionen mener, at dog, at denne regulering er for slap og der bør indføres mere restriktive krav både mht. egenkapitalkrav og gearing.

#### *Principper i strukturreformforslaget*

Kommissionen forholder sig til, at der er forskellige typer af bankforretninger: Almindelige detailforretninger på den ene side og investeringsbanker på den anden side. Begge dele anerkendes som vigtigt, men med forskellige risici. I mange banker kombineres disse to typer af forretninger i dag, hvilket kan være

uheldigt. Det er derfor en central del af kommissionens forslag, at disse to typer af bankforretninger adskilles. Dette har to formål: For det første skal det være lettere at lade banker, der er i problemer, lukke eller bliver overtaget. Adskillelse vil gøre det lettere at målrette indsatser over for banker i problemer, og vil reducere omkostningerne herved. For det andet skal detailbankforretninger afskærmes mod udefra kommende finansielle chok. En del af problemerne under finanskrisen opstod i investeringsbankerne, og da detailsystemet er af helt afgørende økonomisk betydning er det vigtigt, at det beskyttes.

En sådan opdeling vil gøre det muligt at regulere detailbankerne efter stærkere standarder end de internationalt besluttede. Samtidig kan de engelske investeringsbanker konkurrere på lige vilkår efter samme standarder som andre internationale investeringsbanker. Dermed håber kommissionen at kunne kombinere sikkerhed med en opretholdelse af Storbritannien som et finanscentrum.

Kommissionen anerkender, at en adskillelse kan have omkostninger. F.eks. for bankkunder, der har brug for begge typer af bankforretninger. Det vil blive besværligere. Denne omkostning bør dog holdes op over for de samfundsøkonomiske omkostninger ved at fortsætte med et ikke adskilt system, som det, der førte til finanskrisen.

#### *Ring fence*

Kommissionen finder, at den bedste måde at opdele på er, at skabe et ring fence omkring detailbankforretningerne. Det betyder, at en række bankaktiviteter ikke kan finde sted inden for "ringen". Det gælder f.eks. ydelser for kunder uden for EU, betjening af finansielle kunder og handel med derivater.

Det er centralt, at aktiviteterne inden for ringen er økonomisk uafhængige af de andre dele bankforretningerne. Det betyder, at de isoleret set skal leve op til egenkapitalkrav og andre typer af regulering. Der skal yderligere være et armslængdeprincip i administrationen af de forskellige typer af forretninger.

Der er dog bestemt ikke tale om en fuldstændig opdeling i forskellige selskaber. De forskellige bankforretninger kan sagtens drives inden for rammerne af samme selskab, så længe der er armslængde. Kommissionen lægger vægt på dette af flere årsager. Det vil f.eks. være muligt at understøtte detailforretningen med finansiering fra resten af gruppen, hvis der skulle opstå problemer. Det er kun nødvendigt at have relationer med en enkelt bankforbindelse for kunder, der har behov for ydelser både inden for detailforretningen og for andre finansielle produkter. Med en fuldstændig adskillelse er der risiko for at ekspertisen bliver for lille i den enkelte organisation, og der kan ikke opnås stordriftsfordele.

Kommissionen mener, at et ring fence af disse årsager vil have lavere økonomiske omkostninger end en fuld opdeling, og at et ring fence derfor er at foretrække.

#### *Samspil mellem finansielle reformer*

Kommissionen mener, at samspillet mellem de forskellige dele af reformforslaget er vigtig. Et ring fence er netop, hvad der er nødvendigt for at kunne gennemføre forskellig regulering af detailbankforretningerne og kapitalforretningerne, således at der på de internationale forretninger kan konkurreres på lige vilkår med andre internationale banker samtidig med at detailforretningen er underlagt en stærkere regulering.

Samspillet mellem reformelementerne er også centrale i forhold til too-big-to-fail problematikken. For det første vil sikkerheden for detailbankforretningerne, der er systemisk vigtige være større pga. den kraftigere regulering – dvs. deres mulighed for absorbering af tab forbedres - og for det andet vil de være afskærmet for problemer i andre dele af bankforretningen.

#### *Risiko for offentlige finanser*

Kommissionen mener, at de foreslåede reformer vil reducere risikoen for de offentlige budgetter. Det offentlige budget er stadig last resort i tilfælde af alvorlige problemer for den systemisk vigtige del af den finansielle sektor, men reformerne vil på den ene side reducere risikoen for problemer og på den anden side reducere omkostningen ved redningsaktioner, hvis der alligevel skulle opstå problemer. Dermed skulle sandsynligheden for at en finanskrise udvikler sig til en statsgældskrise, som det har været tilfældet for en række europæiske lande, være kraftigt reduceret.

Kommissionen mener endvidere, at Storbritanniens konkurrenceevne samlet set vil blive styrket, da finansiell stabilitet er en vigtig konkurrenceparameter.

For investeringsbankerne vil det offentlige budget imidlertid ikke længere være last resort, da de ikke anses for systemisk vigtige. Det vil naturligvis som udgangspunkt stille disse banker ringere i konkurrencen. Kommissionen mener dog, at det afspejler et sundt princip, at disse banker kan gå fallit, og at det afspejler sig i deres risikotagning. Det vil herudover fjerne det implicitte subsidium, der ligger i at det offentlige budget fungerer som last resort.

#### *Timing*

Kommissionen anbefaler, at reformerne gennemføres så hurtigt som muligt, og at de under alle omstændigheder er fuldt indfasede når basel III er fuldt indfaset i 2019.



Kommissionen peger med henvisning til den historiske udvikling på, at skrappe regulering ikke kan forventes at hæmme væksten.

### **Konkurrence**

Den anden del af kommissionens område er konkurrencen i banksektor. De fire største banker har 77 pct. af omsætningen for forbrugere og 85 pct. af omsætningen for SME. Konkurrencen begrænses yderligere af, at der mangler en genomsigtighed, der muliggør en sammenligning af bankernes service. Det besværliggør skift mellem bankerne.

Kommissionen mener, at finanskrisen har forværret konkurrencesituationen på bankmarkedet bl.a. pga. fusioner. Udover at et mere koncentreret marked i sig selv kan forringe konkurrencen, betyder det offentlige budgets rolle som last resort også, at store og dermed systemisk vigtige banker implicit får et subsidium og dermed en urimelig konkurrencefordel i forhold til små banker. En fjernelse af den implicite garanti vil derfor forøge konkurrencen.

EU-kommissionen har krævet at en del af Lloyds afhændes som en del af en aftale om fusion med HBOS. Kommissionen anbefaler regeringen at arbejde for, at den afhændede del af Lloyds bliver grundlaget for dannelsen af en stærk "udfordrer bank", der skal medvirke til at forbedre konkurrencen.

Endelig mener kommissionen, at mulighederne for at skifte bank bør være lettere for almindelige bankkunder. Dette skal sikres ved et sæt detailkrav, f.eks. bør det højst tage en uge, at overflytte en konto fra en bank til en anden ligesom det bør kunne gøres omkostningsfrit for forbrugeren.

#### *Konkurrencestyrkende finansiel regulering*

Den hidtidige regulering af bankerne har ikke haft til formål at forbedre konkurrencen. Kommissionen mener, at dannelsen af FCA (Financial Service Authority) vil have et potentiale til at sikre en effektiv konkurrence, og at dette bør gøres til et hovedformål – den nuværende formålsbeskrivelse er ikke tilstrækkeligt fokuseret.

## **Sverige**

Primo 2011 blev den svenske Finanskris-kommittén nedsat. Kommissionen har i januar 2013 præsenteret første del af sit arbejde, jf. Finanskris-kommittén (2013). Kommissionen har til formål at forbedre den svenske stats muligheder for at reducere risikoen for at finansielle kriser opstår og at reducere skadesvirkningerne, hvis en krise opstår.

Den svenske kommission har ikke udført egne analyser og rapporten er generelt præget af en meget høj ord/tal – ratio!

### **Den globale krise**

Siden 2001-2002 har der været kraftig udlånsvækst i mange lande. Dermed forøgedes gældsætningen i virksomheder og husholdninger, men også for nationer. F.eks. opbyggede USA et betydeligt handelsbalanceunderskud og Kina overskud. Nye finansielle produkter betød, at en del finansielle virksomheder videresolgte risiko. Det var bl.a. muligt pga. skyggebankmarkeder, der ikke var underlagt myndighedernes kontrol.

Krisen uløstes efter at de amerikanske myndigheder undlod at redde Lehman Brothers efter tidligere at have reddet Bear Sterns.

En række forsvarsværker fungerede ikke: Ledelsen i de finansielle institutter havde ikke overblik over deres potefølges risiko. Dernæst gav ratingbureauerne ikke realistiske vurderinger. Tilsynsmyndighederne havde ikke tilstrækkeligt overblik over markedet, og der var opbygget en overdrevet tiltro til at markedsmekanismerne selv kunne løse eventuelle problemer.

### **Den svenske krisehåndtering**

Grundlæggende finder kommissionen, at den svenske krisehåndtering har været god. De svenske finansielle institutter var relativt velkonsoliderede, da krisen brød ud. Myndighederne greb hurtigt og resolut ind og myndighedssamarbejdet var godt. Der er dog alligevel rum for forbedringer.

Krisen var ikke forudset af de svenske myndigheder, og der var brister i reguleringen, men en hurtig indgriben reddede situationen. Det understeges, at en hurtig indgriben i en sådan situation er at foretrække frem for en langsommere, men perfekt udformet indgriben. Det skyldes, at man derved kan udgå en negativ forventningsspiral.

Der peges på, at nogle forhold i banksektoren er bekymrende: Sektoren er meget koncentreret og de fire store banker er derfor alle systemisk vigtige. Den svenske banksektor udgør en relativt stor del af økonomien sammenlignet med andre lande, hvilket forøger den samlede økonomis sårbarhed over for finansielle kriser. Herudover har den svenske finansielle sektor et stort udlandsengagement, heraf havde to af storbankerne et stort engagement i de baltiske lande. Endelig var en stor del af bankernes finansiering kortsigtet.

Da krisen brød ud greb myndighederne ind med forstærket indskydergaranti, garantiprogrammer over for banker og et kapitaltilskudsprogram, der alt sam-

men bidrog til at opretholde tilliden til det finansielle system. Herudover bidrog nationalbanken med ekstra lånefaciliteter med lang løbetid samt yderligere instrumenter.

Samlet set har indsatsen betydet ikke betydet forøgede udgifter for skattebetallerne, men har derimod bidraget positivt til statskassen.

### **International læring af krisen**

Krisen har medført Basel III og G20 aftaler om håndtering af banker i krise. Disse har i EU udmøntet sig i kapitaldækningsdirektivet, krisehåndteringsdirektivet samt institutionelle forandringer.

### **Forebyggelse af kriser**

Overordnet set har det svenske finanstilsyn – finansinspektionen – omfattende muligheder for indgriben, og kommissionen mener ikke, at der er behov for yderligere.

Det er imidlertid nødvendigt at opbygge et bedre beredskab til at forudse systemrisici og udvikle nye værktøjer til forebyggelse af store systemrisici. Kommissionen foreslår, at der oprettes en ny organisation – et makrotilsyn. Det skal opbygge viden om systemrisici, udvikle forebyggende værktøjer, overvåge den finansielle stabilitet og identificere risici samt anvende i øvrigt tilgængelige værktøjer. Det er vigtigt, at disse kompetencer samles i en enkelt sammenhængende organisation, da den internationale erfaring var, at myndighederne generelt havde gode værktøjer til rådighed, men manglede overblik.

Kommissionen mener, at makrotilsynet bør baseres på de kompetencer, der allerede findes i Finanstilsynet og Nationalbanken. Et makrotilsyn er centralt for kommissionen, der bruger ganske meget energi på at beskrive det i detaljer.

### **Tiltag til sikring af likviditetsforsyning**

Krisen viste, at adgang til likviditet er af afgørende betydning for håndteringen af kriser, og at nationalbanken fortsat bør spille en central rolle mht. likviditetsstyring. Kommissionen interesserer sig indgående for det organisatoriske samspil mellem nationalbank og regering.

### **Finansieringsspørgsmål, stabilitetsfond og stabilitetsafgift**

I forbindelse med krisehåndteringen blev der oprettet en stabilitetsfond finansieret af en stabiliseringsafgift. Kommissionen mener, at denne afgift var et hensigtsmæssigt tiltag, men at den nu bør slås sammen med indskydergarantifonden til en bankkrisereserve. Indskydergarantiafgiften bør risikodifferentieres.

Indskydergarantiafgiften skal betales af alle, der tager imod indlån og bør udformes som en forsikringsordning.

Kommissionen har overvejet forskellige modeller for risikodifferentieringen af stabiliseringsafgiften, men har ikke lagt sig fast på en endelig udformning.

### **Myndighederne, ansvar og arbejdsdeling**

En række myndigheder har ansvaret for at sikre finansiell stabilitet. Det omfatter Nationalbanken, Finanstilsynet og Riksgælden (en styrelse under finansministeriet, der har til formål at forvalte statens finanser). Disse bør have som et eksplicit opdrag at arbejde for et stabilt og velfungerende finansielt system. De spiller forskellige roller og har forskellige værktøjer, men det overordnede mål bør være det samme.

## **Norge**

I 2009 nedsattes det norske "Finanskriseudvalget", hvis arbejde blev afsluttet primo 2011 med rapporten "Bedre rustet mot finanskriser", jf. Finanskriseudvalget (2011). Kommissionen skulle vurdere det norske finansmarked og reguleringen af dette i lyset af finanskrisen. Kommissionen skulle vurdere, om der var særlige norske forhold, der var afgørende for krisens gennemslag i Norge. Kommissionen skulle yderligere pege på eventuelle justeringer af reguleringen. Kommissionen afsluttede sit arbejde inden Basel III reglerne var endeligt på plads.

Grundlæggende finder den norske kommission, at finanskrisen har fulgt et historisk velkendt mønster for finanskriser. De følger efter en periode med voksende gæld, boligpriser, forbrug og en forringet handelsbalance, og er ofte en konsekvens af deregulerede finansmarkeder. Lavkonjunkturer forårsaget af finanskriser er ofte dybere og mere langvarige end andre lavkonjunkturer, og den efterfølgende højkonjunktur er ofte svagere.

Kommissionen illustrerer sine pointer i et større antal figurer, men har kun i relativt begrænset omfang udført egne analyser.

### **Krisens gennemslag**

Kommissionen mener, at ejerne af finansinstitutionerne har en stor del af skylden for krisen, men at de ikke har båret en særligt stor del af omkostningerne. Helt overordnet kom de norske finansmarkedsregulering godt igennem krisen, hvilket tilskrives at den norske regulering har været strammere, end det har været tilfældet i en række andre lande.

Kommissionen konkluderer, at krisen havde sit udspring i USA (big surprise), og at en række globale ubalancer og systemiske usikkerheder forstærkede effekterne. Der blev opbygget store handelsbalanceunderskud i en række vestlige økonomier, renterne var vedvarende lave og en kraftig udlånsvækst til mindre kreditværdige modtagere bidrog til finansiell ustabilitet. Finansinstitutionerne forøgede afkastet af egenkapital ved en højere grad af gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering.

Der var relativt kraftig finansiell innovation op mod krisens udbrud, hvilket forøgede kompleksiteten af de finansielle produkter og sårbarheden af disse. Der var en del af den finansielle handel, som kunne findes uden for myndighedernes kontrol og regulering. Der var en del fusioner og opkøb, som betød, at de internationale finansielle institutioner blev mere komplekse og større, således at også den enkeltes systemiske betydning forøgedes.

### **Læring og forslag**

#### *International læring og norske udfordringer*

Risikoen forbundet med internationale ubalancer har været undervurderet i mange lande. Det gælder bl.a. de lave renter, der fulgte af en lempelig pengepolitik.

Incitamenterne var forkerte, og en del finansielle institutioner tjente på at omgå reguleringen. Styringssystemerne var svage, og en del ansatte havde via bonusordninger incitament til at tage for store risici på institutionernes vegne og gav dårlig kunderådgivning.

Selvom Norge er en lille åben økonomi og påvirket af f.eks. Basel III, har man alligevel betydelig handlefrihed mht. regulering af finanssektorerne, og kommissionen mener, at der er brug for en bred vifte af tiltag.

Regulering og tilsyn skal skærpes. Åbenheden omkring risikotagning og aktiviteter i den finansielle sektor skal forbedres. Finanskoncerner skal organiseres således at økonomiske problemer i mindre grad smitter af på andre koncerner. Konkurrencen i de finansielle sektorer bør forbedres.

Filialer af udenlandske institutioner er en særlig udfordring, da de er en del af værtslandets finansielle markeder uden at værtslandet kan stille krav til soliditeten af disse. Tilsvarende kan udenlandske filialer være ude af kontrol for institutionens hjemland. Der bør arbejdes i EU/EØS for at filialer kan kræves omdannet til datterselskaber.

Kommissionen har fokus på de øvrige nordiske lande og mener, at disse lande repræsenterer et naturligt reguleringsområde, og at landene bør arbejde for en fælles regulering, der ligger ud over mindstekravene i EU.

#### *Makroøkonomisk politik*

Økonomien bør generelt være solid og uden ubalancer for at kunne modstå fremtidige finanskriser. Den førte finanspolitik og relativt stærke automatiske stabilisatorer i Norge medvirkede til at finanskrisen ikke slog særligt kraftigt igennem i Norge. Det var også centralt, at de offentlige finanser i Norge var i særdeles god stand, da krisen brød ud. Det bør være en central læring for fremtidens finanspolitik.

Pengepolitikens fleksible inflationsstyring bidrog til at dæmpe finanskrisens gennemslag og ligeledes var arbejdsmarkedet tilstrækkeligt fleksibelt.

Kommissionen peger dog på, at rentetilpasningslån har været meget udbredte i Norge, og at dette har haft betydning for udviklingen i boligpriserne, der har været destabiliserende. Kommissionen mener dog ikke, at lånene bør forbydes, men at introduktion af andre lånetyper, f.eks. fastforrentede lån med pristillæg, der betyder, at de kan indløses til kurs pari, kan være interessante alternativer for norske forbrugere.

#### *Prisbobler*

Kommissionen peger på, at der historisk har været en sammenhæng mellem bobler og finansielle kriser. Det er imidlertid også sådan, at der kun er en svag sammenhæng mellem aktiebobler og realøkonomisk tilbageslag, mens der er en stærk sammenhæng mellem boligbobler og realøkonomisk tilbageslag.

Det norske finanstilsyn har strammet retningslinjerne for kreditgivning, men kommissionen lægger op til at stramme retningslinjerne yderligere.

Den norske ejendomsskat er for lav. Det vurderes godt nok ikke at have haft en afgørende betydning for finanskrisens gennemslag, men kommissionen mener alligevel, at boligskatten bør hæves til et niveau, så den svarer til beskatningen af andre typer af kapitalanbringelser.

#### *Forbrugerhensyn*

Kommissionen peger på, at mange finansielle produkter er komplicerede, og at manglende forståelse for risici har betydet, at mange forbrugere er blevet lokket til at investere i finansielle produkter med en højere risiko, end de ønskede. Udvalget mener derfor, at der bør opstilles nye regler for f.eks. bankernes kommu-

nikation og rådgivning, således at forbrugerne kan træffe valg på et velinformeret grundlag.

Kommissionen peger også på, at sælgerne af de finansielle produkter på den ene side f.eks. via bonusordninger har en personlig økonomisk interesse i at sælge et bestemt finansielt produkt og på den anden side optræder i en rådgiverrolle. Det kan være til skade for forbrugerne. Kommissionen mener, at tilsynsmyndighederne bør have en lovfæstet pligt til at varetage forbrugerinteresser.

#### *Beskatning af den finansielle sektor*

Det primære instrument til forebyggelse af finanskriser er direkte regulering, som beskrevet ovenfor. Skattesystemet har andre egenskaber og bør også anvendes som instrument.

Grundlæggende mener kommissionen, at der er forskel på de privatøkonomiske og samfundsøkonomiske interesser i de finansielle sektorer, og at reguleringen ikke håndterer denne forskel tilstrækkeligt effektivt. Herudover udgør den implicitte statsgaranti et subsidium til sektoren, som denne bør betale for. Endelig er finanssektoren fritaget for moms og dermed lavere beskattet end andre sektorer. Kommissionen anbefaler, at introducere en stabiliseringsafgift, der pålægges institutionernes gæld ud over egenkapital og sikrede indskud. Hvis en sådan afgift ikke indføres i EU bør de nordiske lande samarbejde om en sådan.

Herudover anbefaler kommissionen, at perspektiverne for introduktion af en lønsumsafgift i de finansielle sektorer undersøges nærmere.

#### *Bankerne*

De norske banker har klaret sig bedre igennem krisen end i mange andre lande, hvilket kan skyldes en større forsigtighed f.eks. forårsaget af den norske bankkrise i 1990'erne. Ikke desto mindre var bankernes likviditetsstyring ikke tilstrækkelig. Kommissionen tilslutter sig reglerne i Basel III (der ikke var endeligt fastlagt, da kommissionen afsluttede sit arbejde), men mener også, at de nordiske lande bør gå sammen om en stærkere regulering.

Systemisk vigtige institutioner bør underlægges strammere regulering end andre. Det omfatter kapitalkrav, niveau for indskydergarantier og interne aflønningssystemer.

#### *Værdipapirmarkederne*

Generelt kom de norske værdipapirmarkeder godt gennem finanskrisen, men der er alligevel behov for forbedringer. Særligt var den bilaterale handel med deriva-

ter (OTC) også en risikofaktor i Norge. Der er behov for forbedret gennemsigtighed på dette marked.

Mange norske renter er knyttet til Nibor renten (den norske version af Cibur). Kommissionen anbefaler større åbenhed i fastsættelsen af Nibor.

#### *Livsforsikring og pension*

Krisen har ikke svækket soliditeten af det norske pensionssystem, og der er ikke behov for reguleringsændringer ud fra et soliditetshensyn. Afkastet af pensionsopsparing kan dog være reduceret, da det nominelle renteniveau internationalt må forventes at være lavt i en lang periode fremover. Det særlige norske system bør dog gennemgås, da det kan have særlige udfordringer.

#### *Makrotilsyn og makroregulering*

Det er muligt at opbygge et system, hvor hver enkelt institution fremstår som solid, men hvor det samlede system alligevel ikke er tilstrækkeligt solidt. Derfor bør arbejdet med at overvåge systemrisiko styrkes og instrumenter til indgriben bør forberedes. Konjunkturafhængige instrumenter kan ikke erstatte regulering, men kan være et supplement. Det gælder f.eks. modcykliske kapitalkrav.

Det norske finanstilsyn bør gives tilstrækkelig hjemmel til at iværksætte nødvendige makrotiltag i tilfælde af finansiel uro. Det bør så ske på baggrund af på forhånd definerede kriterier.

#### *Krisehåndtering og adfærdsrisiko*

Da krisen brød ud var der behov for at gribe ind med en række tiltag, og det er vigtigt, at myndighederne samlet set har et beredskab, der muliggør effektiv indgriben med kort varsel. Man kan dog ikke regne med at instrumenter, der var virksomme under den ene krise og vil være de bedste til at håndtere en anden krise, og samtidig kan et sådant beredskab i sig selv skabe en forventning om krisehjælp i fremtiden og dermed i sig selv bidrage til en for stor risikotagning.

Det norske system til krisehåndtering blev ikke for alvor testet under finanskrisen, men de internationale erfaringer viser, at der er behov for det bedre kriseberedskab.

Konkret peger kommissionen på, at Bankernes sikringsfond, der er et privat organ, har ansvaret for nogle af krisehåndteringsværktøjerne. Sådanne værktøjer bør være i hænderne på myndighederne frem for en privat aktør.

#### *Økonomiske og administrative konsekvenser*



De foreslåede reguleringsstramninger – kapital- og likviditetskrav – vil betyde forøgede omkostninger for de finansielle institutioner. Omkostningen skal dog holdes op mod de samfundsøkonomiske gevinster herved.

Stabiliseringsafgiften og lønsumsafgiften vil betyde omkostninger for den finansielle sektor, men konsekvenserne vil afhænge af, i hvilket omfang andre lande indfører tilsvarende regulering. Sektoren må under alle omstændigheder forventes at blive mindre, men det vil være en størrelse, der er tættere på situationen med skattemæssig ligebehandling over for andre sektorer.

Forbedret information til kunderne vil have omkostninger for sektoren, men kommissionen vurderer, at gevinsterne herved vil mere end opveje disse omkostninger.

Omkostningerne ved regelændringer og yderligere udredningsarbejde er ikke anslået.

**Litteratur**

Finanskriskommittén (2013): *Att förebygga och hantera finansiella kriser*. SOU 2013:6  
<http://www.regeringen.se/sb/d/16889/a/207695>

Finanskriseutvalget (2011): *Bedre rustet mot finanskriser. Finanskriseutvalgets utredning*. NOU 2011.1.

<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/press-center/press-releases/2011/report-from-the-financial-crisis-commiss/official-norwegian-report-no-2011-1.html?id=631609>

Future of Banking Commission (2010): *Future of Banking Commission*.  
<http://www.which.co.uk/documents/pdf/future-of-banking-commission-report-276591.pdf>

ICB (2011): *Final Report. Recommendations*.  
[http://www.ecgi.org/documents/icb\\_final\\_report\\_12sep2011.pdf](http://www.ecgi.org/documents/icb_final_report_12sep2011.pdf)

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011): *The Financial Crisis Inquiry Report*.  
[http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf).