

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Att: Finansmarkedsavdelingen

Deres ref:  
11/11

Vår ref:  
EK/OS

Dato:  
03.05.2011

## Høring – Finanskriseutvalgets utredning (NOU 2011: 1)

Det vises til departementets brev av 02.02.2011 vedrørende høring om Finanskriseutvalgets utredning.

Sett fra Folketrygdfondets side er det vår oppfatning at norsk næringsliv i det store og hele kom relativt godt gjennom finanskrisen. I dag, to og et halvt år etter at finansmarkedene brøt sammen da Lehman Brothers søkte konkursbeskyttelse 15.09.2008, kan det konstateres at problemene for norsk finanssektor nokså raskt ble overvunnet og at tilbakeslaget i norsk økonomi som helhet ble både mindre og mer kortvarig enn i de fleste andre land. Siden krisen for finansiell sektor var en likviditetskrise snarere enn en soliditetskrise var situasjonen mer håndterbar, også fra myndighetenes side. Vårt inntrykk var imidlertid at bankene ble langt mer tilbakeholdende i kredittgivning. Samtidig førte økt fokus på motpartsrisiko til at finansielle transaksjoner ble vanskeligere å gjennomføre. Når dette falt sammen med behovet for risikoreduksjon blant investorene i obligasjonsmarkedet, ble det betydelig vanskeligere for næringslivet å håndtere sitt løpende finansieringsbehov.

I obligasjonsmarkedet ga dette seg utslag i en kraftig økning i kredittmarginene (marginen over swaprenten). For banksektoren økte den fra om lag 0,25 til over 2 prosentpoeng. Denne økningen overskred det som med rimelighet kunne antas å representere en ren kredittrisiko. Slik sett var dette et tydelig tegn på et likviditetsproblem. For å bedre denne situasjonen ble Statens obligasjonsfond (SOF) etablert. Hensikten med SOF var først og fremst å bidra til å opprettholde obligasjonsmarkedet som finansieringskilde gjennom å bedre likviditeten i markedet.

Selv om SOF bare bidro med relativt beskjedne beløp i emisjonsmarkedet under krisen var fondets deltagelse i mange tilfeller avgjørende for om en emisjon kunne gjennomføres eller ikke. Det er også grunn til å anta at opprettelsen av fondet i seg selv reduserte usikkerheten noe, og således bidro til en viss ro i markedet. Slik sett bidro dette i kombinasjon med andre tiltak rettet mot banksystemet til å dempe krisen, og samtidig vise at den offentlige krisehåndteringen syntes å fungere.

Finanskrisen har et sammensatt årsaksbilde, men et viktig element er at risikoen knyttet til ulike typer av aktiviteter og finansielle instrumenter har vært undervurdert, misforstått og feilpriset. Samtidig har dereguleringen og internasjonaliseringen i noen grad medført "a race to the bottom" i utviklingen av finansreguleringen internasjonalt. Utviklingen ledet til at den systemiske risiko økte og ble forsterket med utviklingen av nye, komplekse finansinstrumenter og nye typer av finansinstitusjoner hvis begrunnelse i stor grad var knyttet til at de ga mulighet for lønnsom utnyttelse av de nye finansinstrumenter uten å være underlagt egenkapitalkrav. For Norge var det til stor fordel at de norske finansinstitusjoner ikke var delaktige i denne utvikling fordi den norske finansmarkedsregulering ikke ga mulighet for det.

Av hensyn til stabilitet og forutsigbarhet for næringslivet er det viktig at vi har et velfungerende bank- og finansmarked. Dette gjelder både som finansieringskilde og for oppgaver knyttet til transaksjons- og betalingsformidling. Det er derfor av stor betydning å fremme tiltak som tar sikte på å unngå eller dempe kriser som setter det finansielle system i fare. Finanskriseutvalget peker på en rekke tiltak som bør vurderes nærmere med sikte på å redusere omfanget av fremtidige kriser.

Selv om den norske stat er finansiell sterk, vil norsk økonomi være sårbar for økonomiske sjokk som rammer de markeder som er særlig betydningsfulle i relasjon til norsk næringsstruktur, spesielt oljesektoren. Slik som for bankkrisen for 20 år siden, kan også finanskriser bli skapt av innenlandske årsaker. Det er derfor viktig at finansmarkedsreguleringene bidrar til utvikling av robuste finansinstitusjoner som er så økonomisk solide at de blir finansielt motstandsdyktige i turbulente tider, samt at man har et finanstilsyn med kompetanse og årvåkenhet og at det føres en finans- og pengepolitikk som så langt som mulig på det nasjonale plan bidrar til å sikre finansiell stabilitet.

Mange land sliter ennå med store problemer som følge av at de ble hardere rammet enn Norge av finanskrisen. Arbeidsledigheten er fremdeles høy og veksten lav i mange land. Et betydelig produksjonspotensiale er gått tapt. Finansielle kriser har således en høy pris siden – som Finanskriseutvalget uttaler – realøkonomiske tilbakeslag som følge av finanskriser, har en tendens til å bli større og mer langvarige enn økonomiske tilbakeslag som har årsak i realøkonomiske faktorer og er av mer (normal) konjunkturmessig karakter. De tre år med negativ vekst som man har hatt i norsk fastlandsøkonomi (1988, 1989 og 2009) er således alle knyttet til perioder preget av finanskrise.

Folketrygdfondet noterer seg at Finanskriseutvalget har gitt en god beskrivelse av hvorfor kriseforløpet i Norge artet seg som det gjorde, og kan slutte seg til de vurderinger som er gjort i denne forbindelse:

- Norske finansinstitusjoner har vært underlagt en helhetlig regulering som på noen områder har vært strengere enn det som har vært vanlig internasjonalt, bl.a. når det gjelder kravene til kvaliteten på bankenes egenkapital og til verdipapiriseringen av utlånsporteføljer.
- Den norske banksektor er relativt liten i forhold til størrelsen på nasjonalproduktet sammenlignet med hva tilfellet er i de land som ble sterkest påvirket av finanskrisen (som bl.a. Irland og Island).

- Innskudd utgjør en betydelig andel av norske bankers finansiering og innskuddsgarantien er meget høy.
- Norske banker driver i bare liten grad med utenlandske utlån.
- Norske banker hadde i liten grad investert i utenlandske verdipapiriserte lån.
- Norske banker har i liten grad adgang til å investere i aksjer. Bankenes kurstap under finanskrisen var således i første rekke knyttet til deres beholdning av rentepapirer.
- Norsk næringsliv er i stor grad råvarebasert, og omfatter bare i mindre grad den type produksjon som ble sterkest berørt av den brå nedgangen i verdenshandelen og industriproduksjonen man fikk som følge av finanskrisen. Det bidro til at bankenes tap på utlån økte lite som følge av finanskrisen.
- Bankene hadde i årene forut for finanskrisen i økende grad finansiert sin vekst gjennom markedsfinansiering og den dominerende norske finansinstitusjon, DnB NOR, hadde økt sin markedsfinansiering i utenlandsk valuta betydelig. Det medførte at da de internasjonale finansmarkedene sluttet å fungere etter kollapsen i Lehman Brothers, oppsto en akutt likviditetskrise som også norske banker ble rammet av, men myndighetenes krisetiltak førte til at likviditetskrisen ble løst før den kunne ha utviklet seg til en soliditetskrise.

Som bakgrunn for en målrettet diskusjon av aktuelle tiltak påpeker Finanskriseutvalget at det kan tilskrives en kombinasjon av flaks, dyktighet og forsiktighet at Norge ikke ble hardere rammet av finanskrisen enn tilfellet var. Med forsiktighet siktes i første rekke til Norges mer helhetlige og strengere finansmarkedsregulering. Med dyktighet siktes til at Finanstilsynet utførte et meget kompetent tilsynsarbeid før og under finanskrisen og til at myndighetene og Norges Bank håndterte finanskrisen på en god måte. Utvalget mener at elementet av flaks heller ikke er uvesentlig. Som følge av oljeinntektene hadde den norske stat en finansiell styrke som ga grunnlag for handlingskraft både i forhold til finanssektoren og med hensyn til makroøkonomisk stimulering. Den særnorske utbredte praksis med flytende rente var også en stor fordel for så vidt som den innebar at de rentenedsettelse som ble gjennomført av Norges Bank umiddelbart førte til en tilsvarende reduksjon i husholdningenes renteutgifter, hvilket var av vesentlig betydning siden husholdningenes gjeld hadde økt betydelig i årene forut for finanskrisen. Dette bidro til at konsumentetterspørselen svekket seg mindre, og at svekkelsen ble mer kortvarig, enn i andre land under finanskrisen. Folketrygdfondet mener at en erkjennelse av at den milde virkningen av finanskrisen skyldes flere forhold er svært viktig i vurderingene av de tiltak som foreslås.

Finanskriseutvalget har fremmet en rekke forslag. Folketrygdfondet finner ikke grunn til å gå inn på alle forslagene, men vil i første rekke kommentere de mer konkrete forslag til endringer av finansmarkedsreguleringen.

1. Folketrygdfondet har merket seg at det i kjølvannet av finanskrisen pågår et omfattende arbeid internasjonalt med å forbedre finansmarkedsreguleringen og tilsynet med finansmarkedene og finansinstitusjonene i lys av de erfaringer som ble høstet under finanskrisen. Reformarbeidet pågår bl.a. i regi av G20-gruppen og innen EU. Basel II-reglene, som i noen grad har vist seg å ha uønskede prosykliske effekter, vil bli erstattet av nye Basel III-regler som i større grad tar sikte på å sikre finansiell stabilitet og bidra til motsykliske effekter. Norge vil gjennom sine internasjonale avtaleforpliktelser bli

omfattet av disse. Det kan imidlertid være fornuftig for Norge å foreta en selvstendig vurdering av hvilke reguleringsendringer som vil være formålstjenelig for finansnæringen i en så liten og utadvendt økonomi som den norske.

Det internasjonale samarbeidet om etablering av bedre regulerings- og tilsynsordninger vil imidlertid kunne bli tidkrevende, preget av kompromisser og en mangeårig implementeringsperiode. Folketrygdfondet ser at det kan være behov for en selvstendig og grundig vurdering av hvorvidt det vil være formålstjenelig med en forsering og skjerping av reglene. Eventuelt også nytten av en mer nordisk/baltisk orientert løsning under forutsetning om at kravet om like konkurransevilkår ivaretas.

2. Utvalget påpeker at erfaringene fra finanskrisen ikke tilsier endringer i rammeverket for pengepolitikken i Norge. Det understrekes imidlertid at sentralbanken i gjennomføringen av politikken må ha en vid tilnærming som også omfatter forhold som gjeld og formuespriser. Tilsvarende er det også vesentlig at rammeverket for finanspolitikken er godt tilrettelagt for å stabilisere økonomien. Dette forutsetter at tilstrekkelig handlingsrom og tillit bygges opp i gode tider. For et konjunkturavhengig land som Norge innebærer det at en bør ha særlig store buffere for å møte fremtidige kriser. Folketrygdfondet kan slutte seg til disse vurderingene.

I tråd med dette tar utvalget også opp behovet for å styrke arbeidet med å overvåke systemrisikoen i finansiell sektor. For å kunne sette i verk makrotiltak som er begrunnet ut fra hensynet til systemet sett under ett tilrå utvalget at Finanstilsynet gis tilstrekkelige hjemler for å kunne ta i bruk relevante tiltak for å bremse oppbyggingen av finansiell ustabilitet. Det er imidlertid av stor betydning at det foreligger regler som kan bidra til konsistens og forutsigbarhet for dem som måtte berøres av reguleringen. Det vil imidlertid være et problem at oppbyggingen av en systemkrise vil ha ulike årsaker og forløp. Dette kan til en viss grad avhjelpes med forhåndsdefinerte kriterier for når tiltakene skal tas i bruk. Selv med et slikt sett av kriterier vil det likevel være vanskelig å fastslå hvilke tiltak som bør iverksettes på hvilke tidspunkt. Folketrygdfondet ser det som en fordel at oppbyggingen av ubalanser kan dempes så tidlig som mulig. Det er imidlertid viktig at det skapes en rimelig grad av forutsigbarhet og vi vil derfor understreke behovet for at potensielle kriterier og bruken av disse blir gjenstand for en grundig utredning. Folketrygdfondet noterer seg også at det foreslås å bygge videre på den eksisterende rollefordeling, og at Norges Bank gis et klarere ansvar når det gjelder råd om bruk av aktuelle virkemidler.

3. Enkelte av tiltakene Finanskriseutvalget foreslår bærer preg av å stille strengere krav til bankenes drift og soliditet. Det er viktig at slike tiltak ikke virker konkurransevridende eller hemmende på bankene i deres utøvelse av viktige samfunnsoppgaver knyttet til betalingsformidling og finansiering. Det kan likevel synes uunngåelig at enkelte av tiltakene vil kunne få konsekvenser for bankenes kortsiktige inntjening. På den annen side mener Folketrygdfondet at det er viktig å utforme tiltakene slik at de legger forholdene til rette for at bankene over tid kan skape et grunnlag for større stabilitet i inntjeningen.

Finanskriseutvalget har foreslått at norske finansinstitusjoner ilegges en stabilitetsavgift basert på institusjonens gjeld utover egenkapital og sikrede innskudd. En slik avgift er under vurdering internasjonalt og i ulike former allerede under innføring i enkelte land.

Utvalget foreslår at det bør utredes nærmere hvordan en slik avgift bør innføres, og om den bør differensieres ut fra institusjonenes størrelse og løpetiden på deres finansiering.

Forslaget om stabilitetsavgift er knyttet til begrepet implisitt garanti som betegner den forventning som økonomiske aktører innenfor og utenfor finansnæringen har om at staten vil gripe inn med økonomiske redningstiltak når banker (i alle fall de største og/eller mest systemviktige bankene) står i fare for å gå over ende. Denne forventning eller implisitte garanti vil påvirke bankenes kredittverdighet og innebære at de vil kunne finansiere sin virksomhet billigere, for eksempel i obligasjonsmarkedet, enn om de ikke dro nytte av en slik implisitt garanti. En står derfor overfor en markedssvikt som skaper et avvik mellom privatøkonomiske og samfunnsøkonomiske kostnader for finansinstitusjonenes vedkommende. Det vil si en "moral hazard" problemstilling ved at en privat fortjeneste motsvares av en offentlig kostnad.

Folketrygdfondet er innforstått med at forventninger om at finansinstitusjoner vil bli reddet av staten hvis de kommer i krise, vil gi seg utslag i den pris bankene betaler når de opptar markedslån for å finansiere sin virksomhet, og at dette også får betydning særlig for de store og systemviktige finansinstitusjonenes vekstmuligheter.

Folketrygdfondet ser at det kan foreligge gode og saklige grunner for å innføre en stabilitetsavgift. Det kan imidlertid innvendes at en slik stabilitetsavgift representerer en bekreftelse på at forventningene om at (store og systemviktige) finansinstitusjoner vil bli reddet av staten i krisesituasjoner er riktige. Til gjengjeld vil en stabilitetsavgift prissette den implisitte garantien, og derved korrigere markedssvikten, og gjøre det noe dyrere for banker å markedsfinansiere vekst. I den utstrekning en slik avgift kan differensieres etter institusjonenes størrelse (systemviktighet) og løpetiden på finansieringen, vil den kunne bidra til å skape likere konkurransevilkår mellom finansinstitusjonene og fremme finansiell stabilitet. En slik avgift vil også bidra til at kostnadene ved fremtidige redningsaksjoner blir finansiert av næringen selv og ikke av skatteyderne. Av hensyn til likebehandling vil det være viktig at en slik stabilitetsavgift blir innført samtidig i alle EU-land.

Finanskriseutvalget har også foreslått at det vurderes å innføre en såkalt aktivitetsskatt på finansinstitusjonenes overskudd og lønnsutbetalinger. Forslaget er ment å korrigere for at finanssektoren er fritatt for merverdiavgift. Det påpekes at fritak for merverdiavgift for enkelte næringsgrener fører til konkurransevridninger mellom næringene, og til at de avgiftsfritatte næringer kan få bedre lønnsomhet og lønnsevne og vokser seg større enn om de hadde måttet betale merverdiavgift.

Etter finansmarkedskrisen vil en få en internasjonal skjerping av kravene til egenkapital og likviditet. Her vil de såkalte Basel III-reglene stå sentralt. Finanskriseutvalgets forslag om stabiliseringsavgift og aktivitetsskatt for norske finansinstitusjoner er i denne sammenheng ikke et særnorsk fenomen selv om den konkrete utformingen av og satsene for de nye avgifter og skatter vil kunne variere fra land til land. En viktig side ved de nye reglene og avgifter/skatter er ikke bare at de vil innebære bedre fungerende finansmarkeder og mer solide og motstandsdyktige finansinstitusjoner, men at de bør øke bevisstheten til eiere, obligasjonsinvestorer og innskytere om at det er risiko, og kan være stor risiko, knyttet til de kapitalplasseringer de foretar i finansinstitusjoner. Det er derfor viktig at de endringer som vil bli gjennomført i finansmarkedsreguleringen

ikke blir oppfattet slik at aktørene i mindre grad enn før finanskrisen trenger å bekymre seg for at det er knyttet risiko til å overlate penger til oppbevaring og forvaltning i finansinstitusjonene. Folketrygdfondet kan se nytten av at forslaget om en stabilitetsavgift utredes nærmere, men vil understreke betydningen av dette må ses i sammenheng med øvrig beskatning og utviklingen i andre land. Stabilitetseffekten av en aktivitetsskatt kan imidlertid synes noe uklar, slik at det kan være formålstjenelig å legge vekt på andre tiltak i første omgang.

4. Det blir påpekt at pengemarkedsrenten svingte kraftig under krisen. NIBOR renten er ikke forpliktende for bankene, og er ikke omfattet av noe offentlig standardisert regelverk. Dette betyr at kriteriene for prisstillelse ikke er allment tilgjengelig. Det norske NIBOR markedet har vært preget av store marginer mellom kjøps- og salgsrenter, og dermed bidratt til betydelig usikkerhet mht hva som er korrekt markedsrente. Dette vil kunne redusere oversiktligheten i markedet, og følgelig ha en negativ effekt på likviditet mellom bankene.

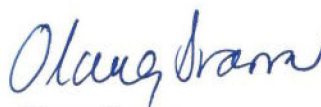
I både Danmark, Euroområdet og UK er rentefastsettelsen mer åpen. Rentefastsettelsen skjer etter et regelverk som er offentlig kjent for aktørene. Etablerte markedskomiteer setter kriterier for hvem som kan delta i rentepanelene, og fungerer også som klageorgan ved mistanke om uregelmessigheter.

Som et tiltak for en mer hensiktsmessig kortsiktig rentedannelse kan det synes formålstjenlig at det også i Norge etableres et offentlig tilgjengelig, og klart regelverk på linje med det man har i andre land. Store spredder vil kunne føre til usikkerhet med hensyn til hva som er riktig nivå, og dermed til en større skjevfordeling av likviditeten i systemet. Lite transparente markeder kan også føre til at internasjonale aktører vegrer seg for å delta i det korte norske rentemarkedet. En nærmere utredning av et mer åpent og standardisert regelverk for å fastsette den korte renten kan derfor synes fornuftig.

Som følge av lavt lånebehov er det norske statsobligasjonsmarkedet meget lite. Dette markedet er imidlertid viktig av hensyn til rentedannelsen og som en beredskap for å løse likviditetskriser (eks bytteordningen under finanskrisen). I tillegg kan regelverksendringer føre til større etterspørsel etter statspapirer. Folketrygdfondet støtter derfor tilrådingen om at konsekvensene av et lite marked for statsobligasjoner vurderes nærmere.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet

  
Erik Keiserud  
Styreleder

  
Olaug Svarva  
Adm. direktør