

FINANSKRISER – HVA VET VI? F



GERNOT DOPPELHOFER er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi ved Norges Handelshøyskole i Bergen. Han er samfunnsøkonom (Magister) fra Universitetet i Wien, og Ph.D. fra Institutt for samfunnsøkonomi ved Columbia University i New York. Doppelhofer forsker på makroøkonomi, økonomisk vekst og anvendt økonometri. Nye artikler behandler modellusikkerhet, determinanter av økonomisk vekst og finanskriser.

SAMMENDRAG

Da finanskrisen herjet som verst – krisen som startet i det amerikanske subprime-markedet på midten av 2000-tallet og etter hvert rammet mange økonomier – henvendte dronningen av England seg til en gruppe økonomer med følgende spørsmål: Hvorfor var det ingen som så krisen komme? Denne artikkelen gir en gjennomgang av hva vi (økonomer) vet om finanskriser. Hvordan arter de seg, og hvordan påvirker de realøkonomien? Hvilken innvirkning har de på et lands økonomiske politikk, og – ikke minst – har de nordiske landene lært noe av de store økonomiske krisene der på starten av 1990-tallet?

Denne artikkelen gir en gjennomgang av det som er skrevet om følgende typer finanskriser: (1) bankvesen, (2) valuta, (3) kombinasjonen av disse to, såkalte tvillingkriser, og (4) gjeldskriser. Vi drøfter hvilke empiriske faktorer som er avgjørende i finanskriser i mange fremvoksende markedsbaserte og avanserte økonomier, og vi ser på vanlige varianter av oppgang og vekst i forbindelse med finanskriser, og vi ser dem i lys av erfaringene i de nordiske landene på 1990-tallet. Artikkelen konkluderer med noen nyttige erfaringer knyttet til økonomisk politikk.

EN TYPISK FINANSKRISE

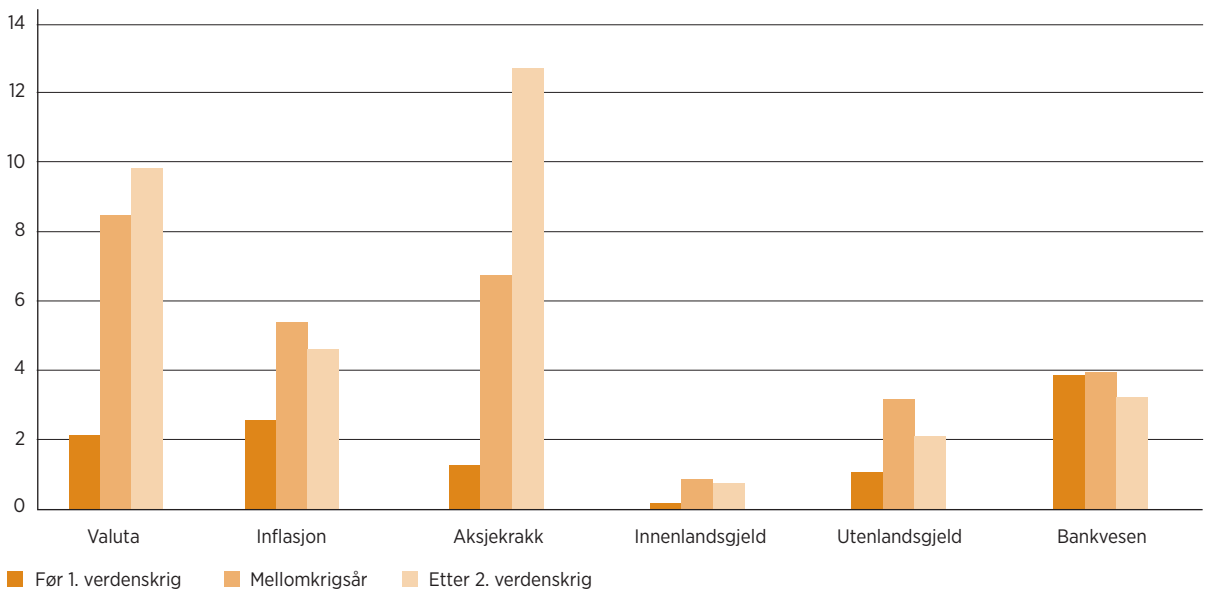
Hyman Minsky (1982) har utviklet en modell som gir en god illustrasjon av finanskrisens forløp. Minsky deler den «typiske» finanskrisen inn i forskjellige stadier som er illustrert i figur 1. Slike regelmessigheter er også dokumentert av Kindleberger og Aliber (2005) og av Reinhart og Rogoff (2009a) i et historisk perspektiv.

I starten av en krise ser man ofte et slags sjokk, for eksempel i form av finansiell liberalisering eller større tilbud om eller etterspørsel etter kreditt utenfra. Når det gjelder den siste globale finanskrisen som startet i 2007, har man i litteraturen trukket frem både den globale

FIGUR 1 Forløpet i en «typisk» finanskrise.



FIGUR 2 Frekvens av finanskriser, 1800–2010



Kilde: Kragh-Sørensen og Doppelhofer (2012) basert på Reinhart og Rogoff (2009a, 2010) og kilder i denne.

Merknad: Frekvensen av kriser er målt som antall kriser fordelt på totalt antall mulige kriseår. Verken teller eller nevner omfatter inneværende kriseår. Frekvensen er målt hver for seg for hver type krise, det vil si at en valuta- og en inflasjonskrise kan starte samme år og dermed øke sannsynligheten for begge krisene.

økningen i sparebeholdning, eller såkalt oversparing (*savings glut*) (Bernanke 2005), lav rente i moderasjonsperioden, og finansiell deregulering på 1990-tallet. Etter det første sjokket ser vi en markert *kredittespansjon* som følge av økt etterspørsel blant bedrifter og husholdninger grunnet økte forventninger til lønnsomhet og inntekt, i tillegg til økt tilførsel på grunn av lavere risikobevisthet. Økt tilførsel av kreditt gir en økonomisk oppgang som forsterker det første sjokket.

Oppgangsfasen kan utløse en euforisk stemning, og det oppstår lett bobler i finansmarkedene. Bobler¹ oppstår når prisen på finansielle varer og aktiva overstiger den «fundamentale verdien». Investorene er villige til å by stadig mer fordi de forventer enda større prisøkning. Enkelte investorer og beslutningstakere fanger kanskje opp signalene om at dette kan være en boble, men samtidig kommer det uttalelser som «det er annerledes denne gangen» som forklaring på at akkurat *denne* oppgangen er annerledes (se Reinhart og Rogoff 2009a). Enkelte aktører i finans- og råvaremarkedene prøver

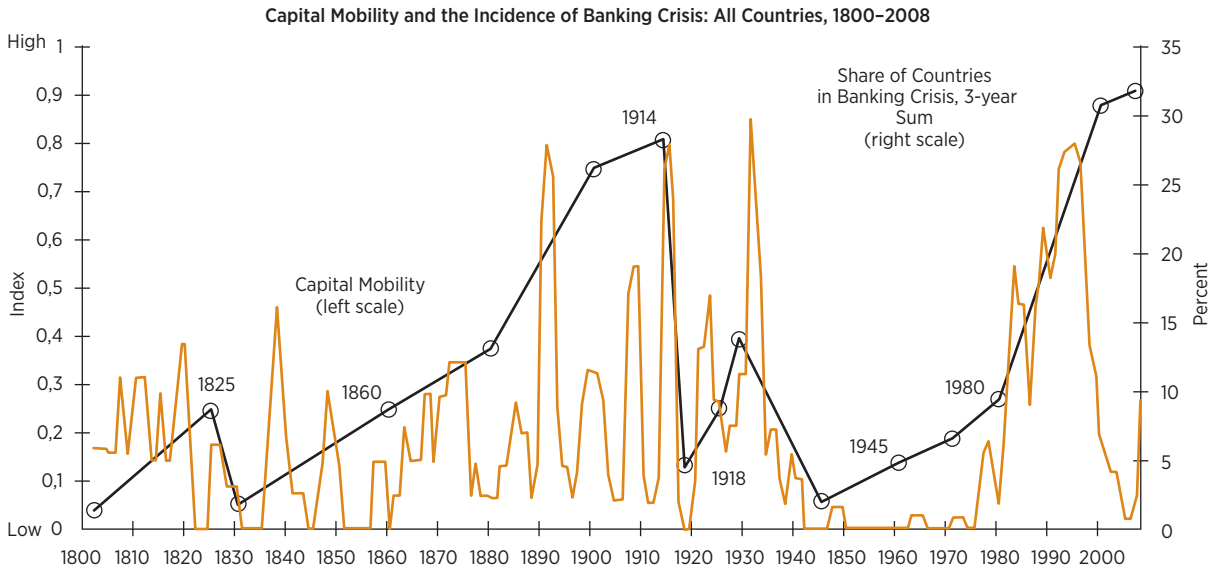
kanskje til og med å «ri boblen» og hoppe av rett før prisene stuper. Til slutt sprekker forventningene om ytterligere prisstigning, og prisene faller – det såkalte *Minsky Moment*.

I *sprekkefasen* i syklusen går luften ut av boblen. Markedsaktører forsøker å selge underliggende aktiva, noe som kan føre til en markert korreksjon i aktivapriser. Gjeldsgraden fra oppgangsfasen kan forsterke de økonomiske problemene blant bedrifter og husholdninger. Resultatet kan være brannsalg og konkurser, som igjen forsterker nedgangen i aktivapriser. Påfølgende likviditetstørke kan skape problemer i hele finanssektoren og føre til nedskjæringer både på investeringsfronten og i realøkonomien. Den globale finanskrisen nå nylig viste hvor raskt problemer i et avgrenset marked, i dette tilfellet markedet for subprime-lån i USA, kan spre seg til andre sektorer og land. Hvis finanskrisen er så omfattende at den truer stabiliteten i hele det økonomiske systemet, blir sentralbank og statsadministrasjon utsatt for et intenst press om å stabilisere finanssektoren.

Bordo mfl. (2001) definerer en *finanskris* som en periode med ustabil finansmarked preget av store problemer med manglende likviditet og insolvens blant

1. Brunnermeier (2008) gir en kort oversikt over litteraturen om bobler.

FIGUR 3 Kapitalmobilitet og bankkriser (Reinhart og Rogoff 2009a)



aktører i finansmarkedet og/eller av offentlige inngrep for å dempe slike følger. Figur 2 viser frekvensen av finanskriser fra 1800 til 2010 i et utvalg på 58 land, basert på data innhentet av Reinhart og Rogoff (2009a, 2010). Legg merke til at det har oppstått finanskriser i alle faser de siste 210 årene, med en merkbar økning i frekvensen av finanskriser i mellomkrigsårene (1919–1939) og etter Bretton Woods-perioden (etter 1973). I Bretton Woods-perioden (1945–1973) ble det av ren nødvendighet innført mye strengere kapitalkontroll og regulering av finansmarkedene, og dermed hadde man så godt som ingen bankkriser.

BANKKRISER

En *bankkrise* kan defineres som *en periode med økonomisk uro som tærer vekk mesteparten eller alt av oppsamlet kapital i banksystemet* (Bordo mfl. 2001). Calomiris (2008) hevder at det er stor variasjon mellom bankkriser i alvorlighetsgrad og bakgrunn for krisen, om de oppstår innenfor eller utenfor banksystemet. Han påpeker også at alle store bankkriser i USA har inntruffet på en økonomisk bølgetopp, i kjølvannet av konkursrammede bedrifter med høy gjeldsgrad.

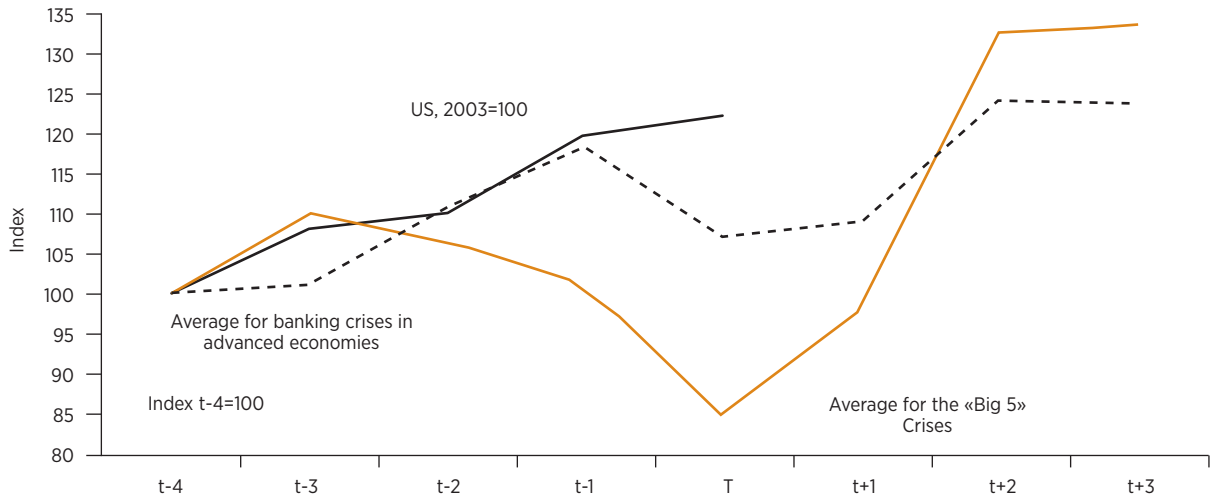
Den første teoretiske litteraturen om bankkriser kom på 1980-tallet med sine modeller av såkalte *bank runs*, det vil si panikkuttak av kundeinnskudd. Diamond og

Dybvig (1983) satte opp en sentral modell der bankene tilbyr innskuddskontrakter som skal sikre forbrukeren mot ubehagelige likviditetsoverraskelser. Panikkuttak kan utløses innenfra i modellen som følge av sjokk som svekker kundenes tillit til bankens lønnsomhet. Panikkuttak påvirker realøkonomien negativt, og det er derfor staten som en slags «långiver i siste instans» går inn med innskuddsgarantier. Allen og Gale (2004) lanserte ufullstendige gjelds- og innskuddsgarantier som en annen mekanisme knyttet til panikkuttak, men bankers mislighold av gjeld er ikke nødvendigvis ineffektivt i denne modellen. Hvis markedene for aggregert eksponering også er ufullstendige, kan det være grunnlag for å gå inn med regulering fra staten. Årsakssammenhenger og overføringsmekanismer mellom sjokkreaksjoner og bankenes balanseregnskap er et område hvor det foregår mye forskning i makroøkonomi og finans.²

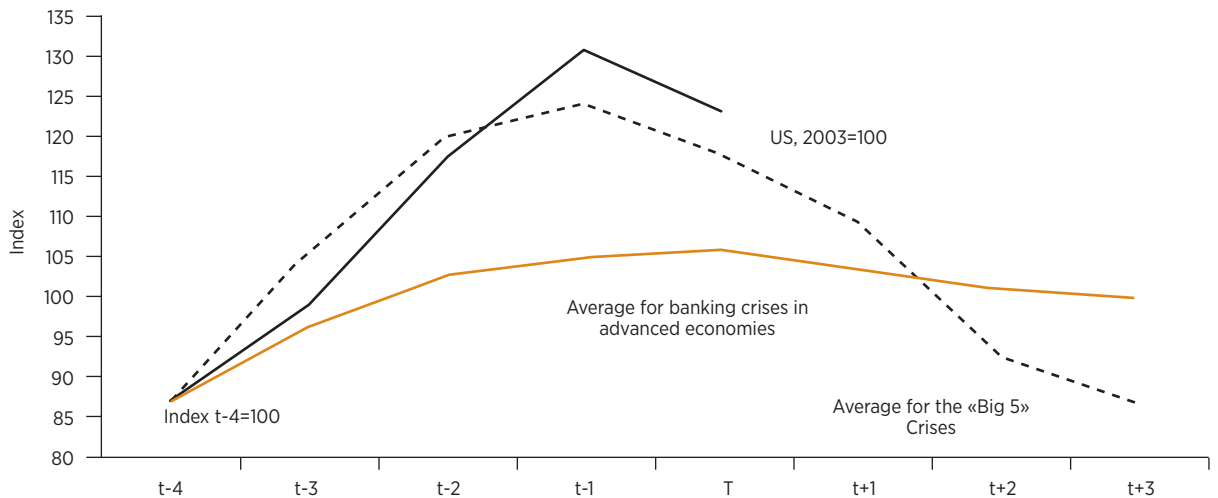
Reinhart og Rogoff (2008a) trekker frem følgende punkter knyttet til bankkriser:

- Tradisjonelt har globale bankkriser vært forbundet med misligholdt utenlandsgjeld (slik vi har sett i eurosonens randstater).

2. Se Bernanke, Gertler og Gilchrist (1999) for en oversikt over litteraturen om den finansielle overføringsmekanismen.

FIGUR 4 Aksjepriser og bankkriser (Reinhart og Rogoff 2008b)

Merknad: Tid T representerer krisens første år. Big 5-krisene er: Spania (1977), Norge (1987), Finland (1991), Sverige (1991) og Japan (1992).

FIGUR 5 Boligpriser og bankkriser (Reinhart og Rogoff 2008b)

Merknad: Tid T representerer krisens første år. Big 5-krisene er: Spania (1977), Norge (1987), Finland (1991), Sverige (1991) og Japan (1992).

- Det har opp gjennom historien vært flere perioder med global finansiell uro, for eksempel tidlig på 1900-tallet og rundt utbruddet av første verdenskrig.
- Den relativt rolige perioden fra slutten av 1940-tallet til starten av 1970-tallet skyldes delvis den strenge kontrollen i innenlandske markeder og kapitalkontroll i Bretton Woods-perioden.
- Siden 1970-tallet har det skjedd en liberalisering av kapitalregnskap, men samtidig opplever vi også tilbakevendende bankkriser.

- Både avanserte økonomier og vekstøkonomier rammes, ofte i form av periodiske bankkriser.

Reinhart og Rogoff (2009a) hevder dessuten at sammenheng mellom gjenoppblomstringen av finanskriser og finansiell liberalisering på 1970-tallet også kan finnes lenger tilbake i historien. Figur 3 viser forholdet mellom en indeks for kapital mobilitet (venstre akse), beregnet av Obstfeld og Taylor (2004), og et treårig gjennomsnitt for andelen land som rammes av bankkriser (høyre akse). Legg merke til økningen i kapitalmobilitet mot slutten av det 19. århundret og frem mot annen verdenskrig, og det U-formede mønsteret i det 20. århundre, og et liknende forløp for bankkriser. Kaminsky og Reinhart (1999) dokumenterer at 18 av 26 bankkriser etter 1970-tallet følger i kjølvannet av finansiell liberalisering de foregående fem årene. I et historisk datasett for 14 land i årene 1870–2000 finner Schularik og Taylor (2012) at kredittøkning er et viktig signal om en nært forestående finanskrise.

Reinhart og Rogoff (2008b) har sammenliknet subprime-krisen i 2007 med tidligere finanskriser:

- de store fem (*Big 5*) krisene (startår i parentes): Spania (1977), Norge (1987), Finland (1991), Sverige (1991) og Japan (1992);
- andre bank- og finanskriser i OECD-land som startet i perioden mellom 1970- og 1990-tallet.

Big 5-krisene var alle langvarige og medførte en kraftig nedgang i økonomisk lønnsomhet (tilbakegang). Figur 4 og 5 sammenlikner utviklingen i aksje- og boligprisene i USA med gjennomsnittstall i Big 5 og andre finanskriser i OECD-land. I figur 4 og 5 representerer *T* krisens første år. For subprime-krisen i USA er aksje- og boligpriser målt fra og med 2003, og krisen rammer i 2007. Den store økningen i aksje- og boligpriser frem mot krisen i 2007, etterfølges av en sprekk, som i andre bankkriser. Figur 4 viser at aksjeprisene ofte faller dramatisk idet krisen er et faktum, etterfulgt av en relativt rask oppgang. For eksempel nådde Dow Jones-indeksen i USA et toppunkt i oktober 2007 før den falt med 54 prosent til bunnpunktet i mars 2009, og har siden dette hatt en sterk oppgang. Boligprisene viser derimot en mye mer langvarig nedgang i figur 5. Boligprisene rundt subprime-krisen i USA i 2007 følger et noenlunde likt mønster som i de

store Big 5-bankkrisene. Boligprisene i USA målt ut fra den nasjonale S&P/Case-Shiller-indeksen nådde toppen i første kvartal 2006 og hadde mot slutten av 2011 sunket med en tredel.

VALUTAKRISER

Valutakriser defineres som en tvungen paritetsendring, overgang fra fast til flytende valutakurs, eller at valutakursen overstiger den kritiske verdien for press i valutamarkedet eller internasjonal bergingsaksjon (Bordo mfl. 2001). Vi finner ulike varianter av valutakurser i utviklede økonomier og utviklingsøkonomier. Effekten av en valutakrise kan forverres ved at mange utviklingsland ikke er i stand til å låne i egen valuta, men er tvunget til å låne i hard valuta (eller gull). Omfattende valutanedskrivninger og dermed økende gjeld er spesielt kostbart for utviklingsland; dette var nettopp bakgrunnen for det «tapte tiåret» i Latin-Amerika på 1980-tallet og den kraftige økonomiske tilbakegangen etter krisen i Øst-Asia på 1990-tallet. Det er færre valutakriser å finne i utviklede økonomier, det mest sentrale unntaket i nyere tid her er krisen i Det europeiske valutasystemet EMS i 1992. Et system med fast valutakurs kan imidlertid svekke konkurransekraften og skape grobunn for problemer på andre områder (innenlandsk gjeldsmarked og banksektor), slik man har erfart i mange av eurosonens randstater.

Det oppstår normalt ikke kriser i økonomisystemer der de fundamentale forholdene er solide. Økonomisystemer i vekst er ofte mer sårbare grunnet en kombinasjon av skatterelaterte problemer, svak konkurransekraft, svekket driftsbalanse, u håndterlig utenlandsgjeld eller problemer i finanssektoren, spesielt bankvesenet. Det er skrevet mye om ulike modeller av valutakriser, som ofte deles inn i henholdsvis første-, andre- og tredjegerasjonsmodeller.³

Førstegerasjonsmodeller av valutakriser beskriver sentralbanker som forsøker å kombinere kredittexpansjon (for å finansiere en ikke bærekraftig skattepolitikk) med fast valutakurs (Krugman 1979). Disse modellene var godt egnet til å forklare de stadige valutakrisene i Latin-Amerika på 1960- og 1970-tallet. Disse to grepene er uforenlige, og hvis det ikke blir truffet tiltak, vil den faste valutakursen måtte ofres på et *kjent*

3. Se Burnside, Eichenbaum og Rebelo (2008) for en oversikt over litteraturen om valutakrisemodeller.

tidspunkt. Merk at modellene forutsetter at tidspunktet for spekulasjonsangrepet er kjent.

Andre generasjonsmodeller av valutakriser trekker inn motstridende målsettinger fra styresmaktenes side. For eksempel, ville EMS-medlemmene under krisen i det europeiske valutasystemet (EMS) i 1992 ha både lav arbeidsledighet og et valutakursmål. Obstfeld (1984) viste at hvis de fundamentale forholdene i et økonomisystem er svake nok, finnes det flere balansepunkt, og dermed kan spekulasjonsangrep bli selvoppfyllende. Morris og Shin (1998) viste at usikkerhet om andre spekulanters handlinger kan gjenopprette en unik balanse og fremme en politikk der målet er å unngå kriser.

Tredje generasjonsmodeller av valutakriser vektlegger finanssektorens rolle. I en valutakrise rammes det nasjonale balanseregnskapet hardt, og man får problemer som asymmetrisk informasjon og moralsk risiko. Interessant nok hadde balanseregnskap og bankenes kredittverdighet en helt sentral rolle i supprime-krisen i USA i 2007, men det første sjokket kom i kredittmarkedene.

TVILLINGKRISER

Tvillingkriser defineres som en kombinasjon av krise i både bank- og valutasystemet. Kaminsky og Reinhart (1999) dokumenterer følgende lovmessigheter ved tvillingkriser:

- Problemer i banksektoren *starter* ofte med problemer med betalingsbalansen, men bankkrisens *toppunkt* kommer ofte etter en valutakollaps. Det er altså ingen ensidig årsakssammenheng, men snarere slik at bank- og valutakriser virker gjensidig forsterkende på hverandre.
- Både bank- og valutakriser følger ofte i kjølvannet av økonomisk tilbakegang, eller i hvert fall lavere vekst enn normalt – dette kan ha delvis sammenheng med (i) dårligere bytteforhold, (ii) for høy valutakurs, og (iii) eskalerende gjeldskostnader.
- Som sagt kan sjokkhendelser i finansinstitusjonene, for eksempel i form av økonomisk liberalisering og/eller tilgang til internasjonale kredittmarkeder, ofte utløse tvillingkriser.
- Økonomisystemer blir mer sårbare etter hvert som *usikret gjeld* blir mer utbredt i banksektoren.
- Tvillingkriser rammer spesielt hardt fordi landet ofte sliter med flere svekkede og stadig verre fundamen-

tale økonomiske forhold. Kombinasjonen av svekkede fundamentale forhold og gjensidig forsterkende sjokk gjør at tvillingkriser får enda større negativ effekt enn bare én enkelt krise.

Kaminsky og Reinhart (1999) sammenlikner finansielle og makroøkonomiske variabler 18 måneder før og etter tvillingkriser, sammenliknet med «rolige» perioder:

I *finanssektoren* er M2-pengemengdeveksten systematisk høyere før enn etter krisen, og veksten i innlandsgjeld/BNP akselererer før krisen inntreffer (se også Schularik og Taylor 2012). *Proporsjonen mellom lån og innskudd* stiger vanligvis først etter at tvillingkrisen er et faktum. Kaminsky og Reinhart påpeker også at det bygger seg opp et *overskudd av reelle M1-balanser*, i tråd med de tidligere omtalte førstegenerasjonsmodellene av valutakriser. *Forholdet mellom M2 og reserver* i sentralbanken øker også kraftig, igjen i tråd med mye av det som er skrevet om valutakriser. *Bankinnskudd* utvikler seg relativt normalt før krisen, men synker markant etter at krisen er et faktum.

Så kan vi se på utviklingen i *ekstern sektor*. *Eksporten* er systematisk lavere i rolige perioder før både valuta- og bankkriser, men øker så snart *realvalutakursen* korrigeres som følge av en krisebetinget valutanedskrivning. Importen synker før krisen inntreffer og er fortsatt lav etter krisen. *Bytteforholdet* (altså den relative verdien av eksport sammenliknet med import) svekkes før krisen – dette demper kjøpekraften og skaper relative priseffekter som påvirker nettoeksporten. I tråd med litteraturen om valutakriser faller sentralbankens *valutabeholdning* kraftig i forkant av krisen og bedres først etter en valutanedskrivning. Det skjer ingen systematisk endring i *realrenteforskjeller* før krisen inntreffer, men de ligger ofte systematisk over normalen før en bankkrise.

Endelig er *BNP veksten* i *realsektoren* konsekvent svak og arbeidsledighet høyt i kjølvannet av finanskriser, spesielt etter tvillingkriser.

GJELDSKRISER

Kriser knyttet til utenlandsgjeld kan innebære alt fra rent mislighold til sletting eller omstrukturering av gjeld til mindre gunstige betingelser for långiver (se Reinhart og Rogoff 2009a). I praksis glir disse definisjonene noen ganger over i hverandre. Under subprime-krisen i USA i 2007 var for eksempel manglende

TABELL 1 Finanskriser – gjennomsnittlig varighet og omfang (Bordo mfl. 2001).

| | GJENNOMSNIITTLIG VARIGHET I ÅR | GJENNOMSNIITTLIG OMFANG % SAMLET TAP I BNP |
|----------------|--------------------------------|--|
| VALUTAKRISER | 2,1 | 5,9 |
| BANKKRISER | 2,6 | 6,2 |
| TVILLINGKRISER | 3,8 | 18,6 |

likviditet og dårlig risikotilpasning viktige faktorer. Cole og Kehoe (2000) har konstruert en modell for selvoppfyllende gjeldskriser der svekkede markedsf forventninger kan utløse en krise i økonomier med svake fundamentale forhold.

Bordo og Meissner (2006) og Reinhart og Rogoff (2009a) dokumenterer at følgende faktorer har sammenheng med gjeldskriser:

- misforhold («mismatch») i valuta, målt ut fra forholdet mellom gjeld i hard valuta og total gjeldsbyrde;
- svingninger i handelsbalansen, spesielt store utslag på råvarepriser;
- høyt gjeldsnivå (i forhold til statsinntekter eller BNP);
- rentedifferanse, som kan være et mål for omdømme;
- økning i global kapitalstrøm, såkalt «bonanza», etterfulgt av brå stans eller nedgang i kapitalstrøm;
- generelt svake fundamentale forhold i økonomien.

Reinhart og Rogoff (2009a) understreker at innenlandsgjeld utgjør en viktig del av statsgjelden, også i mange fremvoksende markeder. De påpeker at innenlandsgjelden ofte øker etter mislighold av utenlandsgjeld, hvor landet får problemer med å ta opp lån i utlandet. Kragh-Sørensen og Doppelhofer (2012) hevder at rask gjeldsakkumulering og det at landet bryter «gjeldsfartsgrensa» er et signal om en forestående finanskrise. Ofte er det slik at kriser knyttet til innenlandsk og utenlandsk gjeld i fremvoksende økonomier starter med brutte fartsgrenser ved at statsgjelden overstiger 4,2 prosent av BNP de foregående tre årene. Bankkriser i industriland inntreffer oftere i de tre årene etter at fartsgrensa er brutt, ved at samlet gjeld (privat og offentlig) overstiger 6,3 prosent av BNP.

I FINANSKRISENS KJØLVANN

Finanskriser er ofte langvarige og rammer finans- og realøkonomien i et land hardt.

Tabell 1 som er hentet fra Bordo mfl. (2001) viser gjennomsnittlige varighet og samlet tap i BNP ved ulike kriser i perioden 1973–1997 i et utvalg på 56 land. Som allerede påpekt varer tvillingkriser gjennomsnittlig lengre enn valuta- og bankkriser hver for seg. Tvillingkriser er også mye mer omfattende, målt i samlet prosentvis tap i BNP.

Reinhard og Rogoff (2009b) sammenlikner effekten av forskjellige bankkriser på et utvalg økonomiske variabler, målt ut fra endringens topp- og bunnpunkt og varighet:

Finanssektoren: Figur 4 og 5 over viser at bankkriser er forbundet med kraftig og langvarig nedgang i bolig- og aktivamarkedene. I gjennomsnitt synker aksjemarkedene mer markant (–56 %) enn boligmarkedene (–35,5 %), men korreksjonen har kortere varighet innen aksjer (3,4 år) enn bolig (6 år). Det er ikke lenge siden vi så en svært kraftig nedgang i bolig- og aksjemarkedene i flere land i Øst-Asia på slutten av 1990-tallet og på Island i 2007.

Realsektoren: Gjennomsnittlig er bankkriser forbundet med kraftig økonomisk nedgang i BNP (–9,3 %) og økt arbeidsledighet (+7 %), med en kortere syklus for BNP (1,9 år) enn arbeidsledighet (4,8 år). Her vil vi spesielt trekke frem de katastrofale følgene av den store depresjonen i USA, da reelt BNP per innbygger hadde en samlet nedgang på nesten 30 prosent.

Skattesektoren: Etter en typisk bankkrise øker realverdien av statlig gjeld gjennomsnittlig med hele 86 prosent. Rogoff og Reinhart (2009b) hevder at hovedforklaringen ikke nødvendigvis er de direkte kostnadene forbundet med å redde finanssystemet og rekapitalisere bankene etter en bankkrise, men snarere kollapsen i skatteinntekter i tillegg til skat-

temessige mottiltak grunnet nedgangen i reell økonomisk aktivitet.

ERFARINGER I NORDEN

Erfaringene i de nordiske landene på slutten av 1980- og starten av 1990-tallet står i en interessant kontrast til den siste globale finanskrisen. Merk at tre av dem opplevde store finanskriser og av Reinhart og Rogoff (2008b) regnes inn blant de såkalte Big 5-bankkrisene: Norge 1987–93, Finland 1991–94 og Sverige 1991–94.

Deler av banksystemet var berørt i alle tre land, med systemkrise som resultat. Staten måtte gå inn og støtte banksystemet, delvis også overta insolvente banker. I Finland sammenfalt bankkrisen med handelskollaps i Sovjetunionen og bidro dermed til en mye mer omfattende og langvarig økonomisk tilbakegang enn hos landets skandinaviske naboer. I Norge var nedgangen langt svakere, delvis som følge av offensive tiltak fra styresmaktene, mens Sveriges kriseopplevelse lå et sted mellom de to andre landene. Den samlede økningen i arbeidsledighet var også størst i Finland, etterfulgt av Sverige, med en mer moderat økning i Norge.

I alle de tre nordiske landene som opplevde bankkriser på slutten av 1980- og starten av 1990-tallet, utviklet finansmarkedene seg i tråd med de typiske krisescenarioene vi allerede har beskrevet: Vi fikk en kraftig økning i *boligmarkedene* i oppgangsfasen som deretter falt før krisen rammet. Aksjemarkedene opplevde også oppgang mot slutten av 1980-tallet, men økningen var mer moderat i Norge. *Bankenes utlån* steg kraftig på 1980-tallet, men oppgangen kom tidligere i Norge enn i Sverige og Finland, der syklusen med oppgang og påfølgende sprekk var mest markant (se Honkapohja 2008)

Flere faktorer bidro til finanskrisen i de nordiske landene på 1980-/90-tallet. For det første ble finansmarkedene deregulert på 1980-tallet, noe som forklarer økningen i bankutlån og økt systemrisiko. Etter dereguleringen hadde bankdirektørene begrenset erfaring med det nye finansielle regimet, og sterk konkurranse utløste mer risikoatferd – dette føyer seg pent inn i det innledende sjokkscenariet i Minskys modell. Skattesystemet skaper også insentiver for gjeldsfinansiering av nærings- og boliginvesteringer. Merk at ett av de nordiske landene, Danmark, ikke står på denne listen – der ble finansmarkedene liberalisert på et tidligere

tidspunkt, og staten gikk tidligere inn med tiltak for å dempe oppgangen, for eksempel i form av systematisk overvåkning og demping av skattemessige insentiver til gjeldsfinansiering.

For det andre ble de små og åpne nordiske økonomiene tilført store mengder internasjonal kapital (bonanza). Dette ga økt utlånstakt samtidig som valutarisikoen ble ansett for å være lav, og restriktiv finanspolitikk for å begrense oppgangen førte til store renteforskjeller. For det tredje førte endringer i bytteforholdene til oppgang i Finland og Sverige, mens nedgangen i globale oljepriser bidro til å begrense oppgangen i Norge.

Etter bankkrisen i alle de tre nordiske landene ble hele banksystemet utsatt for omfattende omstruktureringer. I Finland ble sparebanker slått sammen, og etter flere runder med omstrukturering er rundt 60 prosent av det finske banksystemet i dag eid av utenlandsk kapital (se Honkapohja 2008). I både Sverige og Norge overtok staten flere store banker, og det ble etablert en ny nordisk bank, Nordea, med et betydelig offentlig eierskap. Norske og svenske skattebetalere slapp relativt billig fra omstruktureringen (i Norge satt de til og med igjen med et lite overskudd), mens kostnaden i Finland var på 5,3 % av landets BNP (flere detaljer i Moe mfl. 2004).

POLITISKE LÆRDOMMER

Hvilke lærdommer i form av praktisk økonomisk politikk sitter vi igjen med etter fortidens og vår tids finanskriser? For det første må beslutningstakere sørge for et stabilt finanssystem gjennom tilstrekkelig lovgivning og gode overvåkningssystemer. Samtidig må lovgivningen ikke kvele finansmarkedene, som kan bidra til mer effektiv ressursfordeling, risikospredning og til syvende og sist mer velferd. Ranciere, Tornell og Westermann (2008) viser at selv om land med en liberal finanspolitikk er mer utsatt for finanskriser, har land med *spøradiske* finanskriser også ofte høyere gjennomsnittlig vekstrate. Det kan se ut til at dereguleringstidspunktet har betydning, og det har også et effektivt og planmessig overvåkningssystem.

For det andre bør beslutningstakere tilstrebe et stabilt makroøkonomisk miljø. Både penge- og skattepolitikken er under press når finansmarkedene er ustabile. Landenes sentralbanker kan bli tvunget til å påta seg flere oppgaver enn inflasjonsforebygging for å

stabilisere finansmarkedene.⁴ Sentralbankene vil antakelig få mer innsikt i hva som skaper finansiell uro og kommunisere sine mottiltak mer tydelig. Skattemyndighetene kan dempe insentiver til lånesykluser som skaper oppgang med påfølgende sprekk. Statsledelsen har et insentiv til å signalisere at man har som ambisjon å takle svakere forventninger og trusselen om forestående krise (se Cole og Kehoe 2000).

For det tredje bør det etableres et solid definert system for likviditetsstøtte samtidig som man opprettholder disiplin i finanssektoren. Her ser det ut til å være avgjørende å ha et etablert kontrollsystem, godt definerte ansvarsområder og klar kommunikasjon, slik vi så under panikkuttakene i banken Northern Rock for ikke så lenge siden. Den offensive responsen fra sentralbankene i USA (Federal Reserve) og Europa (ESB) i finanskrisens tidlige faser viser at makthaverne har lært av tidligere hendelser (se Cecchetti 2008 eller Romer 2009).

For det fjerde så vi av kriseløsningen under de siste finanskrisene i de tre nordiske landene og av reaksjonene på den globale finanskrisen i 2007 at rask statlig inn gripen og stabiliserende politiske tiltak kan dempe

4. Norges Bank har for eksempel finansiell stabilitet som et av sine hovedmål (se for eksempel Norges Bank 2012).

finanskrisens innvirkning på realøkonomien og legge til rette for en raskere oppgang.

Endelig ser vi av dagens finanskrisen i innenlandske gjeldsmarkeder og banker i eurosonen at politisk lammelse og manglende koordinering i verste fall kan bidra til å skjerpe krisen. Dette er i stor grad resultat av manglende balanse mellom pengepolitikken, som bestemmes av Den europeiske sentralbanken (ESB), og skattepolitikken og banktilsynssystemet, som er underlagt nasjonale styresmakters kontroll.⁵

Dermed vender vi tilbake til dronningens spørsmål i innledningen: Etter den siste globale finanskrisen har økonomer begynt å legge mer vekt på bakenforliggende årsaker til finansiell uro, smitteeffekten på realøkonomien og reaksjoner av beslutningstakere. Vi vet av erfaring at dette ikke vil eliminere finanskrisene. Faktisk befinner eurosonen seg akkurat nå midt oppi en pågående (og kanskje delvis ny) finanskrisen. **M**

5. I sin nobeltale gir Sargent (2012) en fascinerende historisk beskrivelse av hvordan skatte- og pengepolitikken til sjuende og sist ble koordinert i USA etter uavhengighetskrisen i 1783. Sargents advarsel er at føderasjonens redningspakke til delstatene *ikke* ble gjentatt på 1840-tallet, noe som skapte sterke insentiver for delstatenes egen kontroll av sine budsjetter. Europeiske beslutningstakere bør være våkne når de diskuterer fellesgarantier for gjeld i form av såkalte «eurobonds» og stadig nye økonomiske redningspakker.

REFERENCES

- Allen, Franklin, og Douglas Gale (2004): «Financial Intermediaries and Markets.» *Econometrica* 72(4), 1023–61.
- Bernanke, Ben S. (2005): «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit.» *BIS Review*, 16/2005.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, og Simon Gilchrist (1999): «The Financial Accelerator in a Quantitative Business Framework.» *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier: North-Holland.
- Bordo, Michael D., Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, og Maria Soledad Martinez-Peria (2001). «Is the Crisis Problem Growing More Severe?» *Economic Policy*, 16 (32), 53–82.
- Bordo, Michael D. og Christoffer M. Meissner (2006): «Financial Crises and Foreign Currency Debt: 1880–1913 vs. 1972–1997», *Journal of Banking and Finance*, 60, 3299–329.
- Brunnermeier, Markus (2008): «Bubbles.» I Steven N. Durlauf og Lawrence E. Blume (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2. utg.
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum og Sergio Rebelo (2008): «Currency Crises Models.» I Steven N. Durlauf og Lawrence E. Blume (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2. utg.
- Calomiris, Charles W. (2008): «Banking Crises.» I Steven N. Durlauf og Lawrence E. Blume (red.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2. utg.
- Cecchetti, Stephen G. (2008): «Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis.» *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 51–75.
- Cole, Harold L. og Timothy J. Kehoe (2000): Self-Fulfilling Debt Crises. *Review of Economic Studies*, 67, 91–116.
- Diamond, Douglas W. og Philip H. Dybvig (1983), «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.» *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–19.
- Honkapohja, Seppo (2009): «The 1990's Financial Crises in Nordic Countries.» *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 5/2009.
- Kaminsky, Graciela L. og Carmen M. Reinhart (1999): «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems.» *American Economic Review*, 89(3): 473–500.
- Kindleberger, Charles P. og Robert Z. Aliber (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave MacMillan.
- Kragh-Sørensen, Kasper og Gernot Doppelhofer (2012): «Do Broken Speed Limits of Debt Predict Financial Crises?» Working Paper.

- Krugman, Paul (1979), «A Model of Balance-of-Payments Crises». *Journal of Money, Credit and Banking* 11, s. 311–25.
- Minsky, Hyman P. (1982): «The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy.» I C.P. Kindleberger og J.-P. Laffargue (red.) *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge University Press.
- Moe, Thorvald G., Jon A. Solheim og Bent Vale (red.) (2004): *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank Occasional Papers, Nr. 33.
- Morris, Stephen og Hyun Song Shin (1998): «Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks.» *American Economic Review*, 88(3), 587–597.
- Norges Bank (2012), Finansiell stabilitet – rapport, 1/12.
- Obstfeld, Maurice (1984): «The Logic of Currency Crises.» *Cahiers Economiques et Monétaires*, 43, 189–213.
- Obstfeld, Maurice og Alan M. Taylor (2004): *Global Capital Markets: Integration, Crises and Growth*. Cambridge University Press.
- Rancière, Romain, Aaron Tornell og Frank Westermann (2008). «Systemic Crises and Growth.» *Quarterly Journal of Economics*, February, 359–406.
- Reinhart, Carmen og Kenneth S. Rogoff (2008a): «Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison.» *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 98:2, 339–344.
- Reinhart, Carmen og Kenneth S. Rogoff (2008b): «Banking Crises: An Equal Opportunity Menace.» *NBER Working Paper*, No. 14587.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009a): *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen og Kenneth S. Rogoff (2009b): «The Aftermath of Financial Crisis.» *American Economic Review*, 99(2): 466–472.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2010): From Financial Crash to Debt Crisis. *American Economic Review*, 101(5), 1676–1706.
- Romer, Christina D. (2009): «Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009.» *Revista de Economía Institucional*, 11(21). <http://ssrn.com/abstract=1535520>
- Sargent, Thomas J. (2012): «United States Then, Europe Now.» *Journal of Political Economy*, 120(1), 1–40.
- Schularik, Moritz og Allan M. Taylor (2012): «Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008.» *American Economic Review*, 102(2), 1029–61.

Genier trenger også verktøy...



Evalueringportalen.no

- statens evalueringer samlet på ett sted