

Det teoretiske grunnlaget for makrotilsyn

Foredrag av direktør for Finansiell stabilitet Amund Holmsen på Finansiell fagdag i Norges Bank.

Det lages ikke ofte sanger om finansiell stabilitet. Men Odd Nordstoga gjør det i sangen Lykkeliten [\[1\]](#): «Lykka er dagen forutan gjeld, og slutten av boka kvar einaste kveld». At finansiell stabilitet kan knyttes så direkte til en følelse av lykke, er et oppmuntrende utgangspunkt for makrotilsyn.

Riktignok har Nordstoga tilsynelatende snudd økonomisk teori på hodet. Lykke – eller nytte som økonomer gjerne kaller det – knyttes vanligvis til det vi konsumerer. Vi kan låne for å konsumere. Kreditt gir mulighet til å fremskynde konsum, og det gir en velferdsgevinst. I den forstand fører mer lån til mer lykke – ikke omvendt. Men etter at konsumet er fremskyndet og godene fortært, sitter lånet der fortsatt. Gjeld skaper risiko i det finansielle systemet. Og da kan Nordstoga få rett. Da vil dagen forutan være lykkeligere.

Banker har det ved seg at de kan utløse eller forsterke en nedgang i økonomien. Makrotilsyn er blitt tatt i bruk etter finanskrisen, som et supplement til både tradisjonelt banktilsyn og stabiliseringspolitikk. Selv om bankene hver for seg overholder reglene som er satt opp, kan de opptre i flokk og velte både seg selv og resten av økonomien.

Mens tradisjonelt banktilsyn handler om å legge grenser på risikoen den enkelte bank kan ta, er makrotilsyn tiltak for å begrense risikoen som det finansielle systemet påfører resten av økonomien. Litt forenklet kan vi si at tradisjonelt banktilsyn retter seg mot den risikoen som går inn i bankene, mens makrotilsyn retter seg mot risikoen som kommer ut av bankene. Formålet er å styrke motstandskraften i det finansielle systemet og å dempe finansiell sårbarhet som bygger seg opp i økonomien.

Siden etableringen av et bankvesen for noen hundre år siden har bankregulering i stor grad vært et resultat av læring underveis. Faget og virkeligheten har gått hånd i hånd. Økonomifaget, som andre vitenskaper, har utviklet seg i sprang – eller paradigmeskift. Og skiftene har ofte fulgt i etterkant av internasjonale økonomiske sammenbrudd.

Krisen i verdensøkonomien fra slutten av 1920-tallet var et slikt sammenbrudd, og innledet et paradigmeskift i økonomifaget og for økonomisk politikk. I USA kom Glass-Steagall-loven, som trakk et skille mellom investeringsbanker og banker som tok innskudd. Innskuddsgarantier ble innført, og bankene som forvaltet folks sparepenger, fikk innskrenket sin handlefrihet. I Norge førte bankkrisene på 20-tallet til at vi også etablerte tilsyn med forretningsbankene. Tilbakeslaget i verdensøkonomien la grunnlaget for Keynes' tenkning om etterspørselsregulering og en aktiv rolle for myndighetene, og lærebøkene ble skrevet om. Etter krigen kom en ny generasjon økonomer ut av universitetene fulle av ideer om planstyring og reguleringer.

Renten ble regulert ned av fordelingsmessige hensyn. Da måtte andre reguleringer opp for å lindre konsekvensene av å sette markedsprisen ut av spill. Og nye reguleringer måtte etter

hvert bøyte på konsekvensene av de forrige. Den ene reguleringen ble lagt på den andre. Slik var det i Norge, og slik var det i mange andre land.

Detaljreguleringen – eller finstyringen – holdt på fram til 1970-tallet. Omfanget oppsummeres av sentralbanksjef Knut Getz Wold i sin tale til studentene ved Norges Handelshøyskole i 1972: «I medhold av loven om adgang til regulering av penge- og kredittforholdene av 1965 kan Kongen treffe bestemmelse om bruk av et vidt spektrum av virkemidler, som likviditetsreserver, valutadekningsreserver, tilleggsreserver, plasseringsplikt, direkte utlånsregulering for visse kredittinstitusjoner, høyeste rentesats for utlån og emisjonskontroll foruten oppgaveplikt på visse områder. Alle disse bestemmelsene med unntak av valutadekningsreserver og maksimalrenter har vært brukt eller blir brukt i praksis.» [\[2\]](#)

Allerede fem år tidligere varslet Milton Friedman at styringssystemet ville bryte sammen fordi forventninger til den økonomiske politikken undergravde muligheten til å forfølge målet om permanent lav ledighet. Friedman fikk rett. Inflasjonskrisen og styringskrisen som traff verden på 1970- og inn på 80-tallet, innledet et nytt paradigmeskift i økonomifaget. Reguleringer og planstyring måtte vike for en økonomisk tenkning hvor velfungerende markeder ble en rettesnor. Også i Norge ble styringslinjen etter hvert lagt til side, men det tok litt lenger tid her enn i andre land.

De amerikanske bankene, som var lagt i bånd på 1930-tallet, ble sluppet fri. Trenden ble etter hvert den samme i Europa. Frislippet ble i overkant brått for mange, og bankkriser inntraff igjen i vestlige land, ikke minst her i Norden. Det store bildet er likevel en lang periode med stabil vekst og lav inflasjon fra 1990-tallet og utover på 2000-tallet. Samtidig steg gjelden i mange land.

Avreguleringen bidro til mer kapitalflyt over landegrenser. Bankreguleringen måtte samordnes internasjonalt. Basel-regelverket kom på plass mot slutten av 80-tallet og var et gjennombrudd. Men regelverket skulle vise seg å bli for svakt. Den neste versjonen, Basel 2, fra 2004 var mer omfattende og mer raffinert, men inneholdt også en kime til ustabiliteten som fulgte, i hvert fall i Europa. Det nye regelverket tillot at nevneren i kapitaldekningsbrøken fikk krympe hvis bankene selv estimerte tapssannsynligheten som lav. Og det gjorde de. Den rapporterte kapitaldekningen kunne stige uten at den reelle kapitalbasen økte.

Finanskrisen i 2008 var det største tilbakeslaget i verdensøkonomien siden 1930-tallet. Banksektoren hadde bidratt til den økonomiske oppgangen i årene fram mot krisen, men utløste og forsterket nedgangen. Finanskrisen brakte med seg en statsfinansiell krise i mange land, helt etter mønsteret som Reinhart og Rogoff fant i tidligere kriser. [\[3\]](#) I euroområdet er den samlede verdiskapingen fortsatt under nivået fra før krisen, i enkelte land langt under.

Gangen i historien skulle være at vi nå står foran et nytt paradigmeskift i økonomifaget. De gamle lærebøkene burde erstattes av noe nytt. Så langt er Basel 2-regelverket blitt erstattet av Basel 3. Så det er noe. Men et paradigmeskift, kan vi neppe kalle det. Vi kan selvsagt ikke utelukke at et enda større tenkesett er på vei. Det er til ettertanke at paradigmeskifter – slik Thomas Kuhn beskrev dem – ikke skjer ved at forsvarerne av de gamle sannheter ser lyset, men snarere ved at de etter hvert dør. [\[4\]](#)

Ser vi nærmere på Basel 3-regelverket, er det likevel tegn til nytenking. Makrotilsyn er innført som et nytt element for å møte systemrisiko i banker og finansinstitusjoner. Det internasjonale bankregelverket stiller for første gang krav som begrunnes ut fra samspillet mellom bankene og resten av økonomien.

Vi må erkjenne at i oppkjøringen mot en finanskriser, forveksler ofte myndigheter, banker og aktører i økonomien gode tider med normale tider. Sterk vekst i eiendomspriser, kreditt og skatteinngang oppfattes som normalt. Statistiske filtermetoder bekrefter at trendveksten er høy og at gjeldsveksten er bærekraftig. This time is different.

Vi burde vite bedre – for vi vet ganske mye om det økonomiske forløpet før finansielle kriser. Analyser, også våre egne, viser at vi forut for kriser nesten alltid ser rask oppbygging av gjeld. Empiriske studier dokumenterer at sterk gjeldsvekst øker sannsynligheten for krise. Rask oppbygging av gjeld gjør dessuten krisen dypere.^[5] Gjeld står i sentrum av alle finansielle kriser. Bolig- og eiendomspriser vokser også sterkt i forkant. Og det er et faresignal når bankene må løpe til verdipapirmarkedene for å finansiere seg raskere enn de klarer med innskudd alene. Systemrisikoen stiger når ubalansene bygges opp. Makrotilsyn skal svare på de systematiske trekkene ved finansielle kriser, bygge motstandskraft i bankene og dempe sannsynligheten for krise. Handlingsregler og åpenhet skal motvirke trangen til å la humla suse i gode tider. For eksempel legger Basel 3-regelverket opp til at myndighetene i alle land skal ta utgangspunkt i kreditt i forhold til BNP når kravet til motsyklisk kapitalbuffer i bankene skal fastsettes. Myndighetene må forklare og begrunne det de gjør, eller hvorfor de ikke gjør noe.

Skal vi regulere bankene på en god måte, må vi ikke bare klare å identifisere ubalanser som bygger seg opp, men vi må forstå samspillet mellom banker og andre aktører i økonomien og hvordan systemrisiko blir til. Lærdommer fra 60- og 70-tallet viste at detaljregulering er lite effektivt. Skal vi gripe inn i markedene, må vi forstå hvordan markedet fungerer og hvorfor markedet ikke kan overlates til seg selv. Det gir oss både et grunnlag for å regulere og innsikt i hvordan reguleringen vil virke.

Fra lærebøkene kjenner vi godt til under hvilke omstendigheter markedet svikter – eller når forutsetningene for regulering er til stede. Miljøøkonomi brukes ofte som eksempel. Kostnader som påføres andre uten at den som forurenser tar hensyn til det, forsvares en avgift. I finanssystemet er det også slike eksterne virkninger, vi kan kanskje kalle det forurensing.

De eksterne virkningene kan deles inn etter hvilket symptom de gir; for mye risiko eller for mye kreditt.

Moralsk hasard oppstår når en banks eiere tar store sjanser med kreditorenes penger. Mens eierne potensielt kan hente store gevinster ved å investere innskytternes sparemidler, vil innskytterne aldri motta mer enn renten på innskuddet. Så lenge eierne tar oppsiden og innskytterne sitter med nedsiden, har banken insentiv til å ta større risiko enn fellesskapet ville ønske. Skjevheten forsterkes av innskuddsgarantier eller offentlige garantier. Når mange eller store banker spiller moralsk hasard, blir det for mye risiko i finanssystemet.

Smitteeffekter mellom banker kan også gi et sårbart finanssystem. Bankene låner hverandre penger i interbankmarkedene og kan bli tettere sammenvevd enn hva som er samfunnsøkonomisk ønskelig. Tap hos én bank kan smitte videre i systemet, som dominobrikker i kjede. Smitten kan også være indirekte. Når en bank må selge eiendeler for å innfri gjeld, faller verdien av tilsvarende eiendeler hos andre banker, slik mange erfarte under finanskrisen. Hver enkelt bank har ikke insentiv til å ta hensyn til verdifallet den påfører sine motparter. Smitteeffekter er eksternaliteter mellom banker som kan føre til at risikoen i finanssystemet blir større enn summen av det hver bank tror. Jeg har de siste årene reist rundt og besøkt mange sparebanker i Norge, og uten unntak rapporterer de om at risikostyringen er betydelig forbedret i nettopp deres bank. Det stemmer sikkert, men jeg er usikker på om vi av den grunn kan slutte at systemrisikoen er blitt helt borte.

Flokkatferd forsterker risiko i finanssystemet. Jo mer bankenes porteføljer ligner på hverandre, desto mer utsatt er de for indirekte smitte gjennom fall i markedsverdien på porteføljene. Når bankene har like porteføljer, gjør de seg samtidig sårbare for de samme eksterne forstyrrelsene. Banksystemet som helhet blir sårbart. Antakelsen om at bankene er sammenvevde og like, kan føre til at problemer smitter mellom banker gjennom forventninger alene. Ser innskyterne en bank i problemer, vil de løpe og ta ut penger av sin egen bank før det er for sent. Bankene blir paradoksalt nok mer like når de følger samme strategier for å diversifisere seg. Sparebankene jeg nevnte kan ha blitt likere, hvis de har innført de samme systemene for risikostyring.

At bankene blir likere hverandre, kan også være et ønsket resultat sett fra bankenes side. De kan ønske å gå i flokk. Når mange banker får problemer samtidig, viser historien at myndighetene får lite annet valg enn å hjelpe dem. Da vil gevinsten ved å være annerledes fortone seg som liten. Når alle er i samme båt, kan dessuten banksjefen lettere forklare sine eiere at problemene var uforskyldt. Tapet ved å være annerledes er derimot stort hvis banken er alene om å komme i problemer. Resultatet blir at bankene går i flokk, og risikoen i finanssystemet blir for høy.

Så langt har jeg snakket om hvordan ulike former for markedssvikt i banksystemet fører til at systemrisikoen blir høyere enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Det kan også bli for mye kreditt i økonomien. Da blir økonomien sårbar. Årsaken er eksterne virkninger mellom bankene og resten av økonomien.

Pant for lån kan gi opphav til slike ringvirkninger. Blant annet fordi banken ikke har full informasjon om den som søker lån, vil banken kreve pant. Panteverdien er en sikkerhet og en restriksjon på hvor mye som kan lånes. Når den samlede kreditten øker, stiger verdien på boliger og næringseiendom. Andre aktører opplever at egne panteverdier stiger, som de igjen kan bruke til å låne mer. Men rask kredittvekst øker risikoen for en dyp nedtur i økonomien. Samspillet kan gå i revers. Låntakere som må selge pantet for å nedbelåne, presser ned andres panteverdier. Lønnsomme prosjekter får ikke lenger finansiering, og de realøkonomiske kostnadene kan bli store. Den enkelte låntaker tar ikke hensyn til hvordan panteverdier vil påvirke andre – eller med andre ord – tar ikke hensyn til den økte systemrisikoen han eller hun påfører andre. Her passer parallellen til miljøøkonomi godt. Når forurensningen ikke koster noe, blir det for mye av den.

I tillegg til ringvirkningene gjennom pant for lån, kan det være kostnader ved den markedssvikten som oppstår i en krise når noen nedbelåner kraftig, og realrenten ikke kan settes lavt nok til å holde samlet etterspørsel etter varer og tjenester oppe blant de andre aktørene i økonomien. Denne teorien kan synes å passe godt på USA og Europa etter finanskrisen, hvor det har vært vanskelig å sette styringsrenten under null. Da forsterkes de realøkonomiske kostnadene ved en finansiell krise. Den enkelte låntaker tar ikke hensyn til at mer kreditt i oppgangstider øker risikoen for at økonomien havner i en slik situasjon.

Oppsummeringen av teorien kan gjøres kort. Finanssystemet overlatt til seg selv skaper for mye gjeld og for mye risiko i oppgangstider og for lite kreditt i nedgangstider. Vi får kredittsykler som forsterker svingningene i økonomien. Det er grunnlaget for makroregulering av bankene. Reguleringen bør strammes til i gode tider og lempes på i dårligere tider.

Virkningene jeg har beskrevet, er ikke nye eller ukjente. Men det er først de aller seneste årene at forskere har klart å sette bankatferd og økonomisk politikk inn i en dynamisk generell likevektsmodell. Det er samme type modeller som vi bruker i pengepolitikken. Også i makrotilsyn er slike modeller nyttige fordi vi må forstå både hva som skjer i finanssystemet og hva som skjer i realøkonomien – samtidig. Det er tatt viktige skritt videre ved å modellere systemrisiko og hvordan ulike virkemidler kan brukes. Det vil gi oss et bedre utgangspunkt for tenkningen – for eksempel til å skille mellom når kredittvekst er et gode, og når kredittvekst er uheldig. Så selv om teorien i noen grad løper etter virkeligheten, er den nyttig. Vi kan kanskje trekke en parallell til Isaac Newton. Tyngdekraften som fenomen var neppe ukjent før han formulerte sine teorier, men de viste seg likevel svært nyttige.

Makrotilsyn kan ha flere virkemidler. I Norge har Finanstilsynet strammet til retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis for boliglån. Risikovektene for kapitalen bankene må holde for boliglån, er blitt justert opp. Krav til likviditetsbuffer i bankene er på vei, og krav til stabil finansiering og belåningsgrad vil komme. Finansdepartementet har innført et krav om systemrisikobuffer i bankene, og de største bankene må holde ekstra kapital. Norges Bank gir råd til Finansdepartementet om størrelsen på den motsykliske kapitalbufferen i bankene.

Flere andre land har truffet tiltak i makrotilsyn. Det institusjonelle rammeverket og utformingen av tiltakene varierer. Makrotilsyn vil i sin natur være forskjellig fra land til land. Kredittsykelen og systemrisikoen varierer over tid og på tvers av land. Verken bankene eller andre må derfor være overrasket over at makrotilsynet i Norge skiller seg fra landene rundt oss.

I mange land har sentralbanken en fremtredende rolle i makrotilsynet. Pengepolitikken og makrotilsyn har forskjellige mål. Pengepolitikken skal sikre lav og stabil inflasjon og er førstelinjeforsvaret når konjunktorene svinger. Makrotilsynet skal styrke motstandskraften i det finansielle systemet og dempe finansiell sårbarhet som bygger seg opp i økonomien over tid.

Makrotilsyn har likevel mye til felles med pengepolitikk. I Norges Bank kan vi bygge på erfaringene fra pengepolitikken når vi skal gi råd om det motsykliske kapitalkravet til bankene. Både i makrotilsynet og i pengepolitikken må vi se ut av vinduet og vurdere tilstanden i norsk økonomi og utviklingen i kreditt, prisvekst, produksjon og sysselsetting.

Bufferen virker gjennom bankene, det gjør også pengepolitikken. Analysen av kapitalbufferen har derfor mye til felles med analysen vi gjør når vi fastsetter styringsrenten. I pengepolitikken må vi ta stilling til om produksjon og sysselsetting ligger over eller under sin langsiktige trend, i stabilitetsanalysen må vi vurdere om kreditten ligger over eller under sin langsiktige trend. Begge politikkområder må legge vekt på faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Også i kommunikasjonen kan vi lære av pengepolitikken. Mens pengepolitikken tidligere var preget av hemmelighet, er vi nå åpne om vårt syn på sannsynlige fremtidige renteendringer. Det teoretiske fundamentet for åpenhet bygger på at det kan ta tid å endre priser. Tilpasningene går smidigere hvis sentralbankens handlingsmønster er kjent. Da har markedsaktørene et godt grunnlag for å danne seg forventninger om den fremtidige renten.

Et tilsvarende utgangspunkt for åpenhet kan gjelde når vi begrunner våre råd om den motsykliske kapitalbufferen. Det tar tid for bankene å tilpasse seg endrede kapitalkrav. Da vil en forutsigbar politikk gjøre tilpasningen lettere. Hvor stor denne friksjonen er, er riktignok ikke åpenbart. Bankene velger å telle på svært få fingre når de ramser opp hvilke muligheter de har til å øke kapitaldekningen. Velger bankene å hente inn ny egenkapital, går tilpasningen vesentlig raskere. Uansett tror vi at forutsigbarhet vil lette bankenes tilpasning.

«Lykka er dagen forutan gjeld

og slutten av boka kvar einaste kveld

Lykka er vår i ein feit nasjon

med akkurat passeleg inflasjon» synger Odd Nordstoga videre.

Nordstoga minner oss dermed om at lykke ikke bare handler om lav gjeld, men også om de øvrige delene av Norges Banks virksomhet. En feit nasjon forutsetter en god forvaltning av Oljefondet, som skjer her i huset. Akkurat passeleg inflasjon er målet for pengepolitikken. Vi kaller det et inflasjonsmål. Akkurat passeleg betyr at inflasjonen skal ikke være for høy og ikke for lav.

Først når det er balanse i de øvrige delene av den økonomiske politikken, har vi et godt grunnlag for finansiell stabilitet. Da kan makrotilsyn gi et viktig bidrag til å redusere de store kostnadene ved finansielle kriser.

Fotnoter

Takk til Henrik Borchgrevink

[1] Odd Nordstoga, Lykkeliten fra albumet November utgitt på Universal i 2010.

[2] Getz Wold, Knut, «Norges Banks samarbeid med statsmaktene, bankene og utlandet», Kristofer Lehmkuhl Forelesning 1972

[3] Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff, "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton, New Jersey, Princeton University Press 2009.

[4] Thomas Kuhn benytter i sin bok *The Structure of Scientific Revolutions* (1962) dette utsagnet fra Max Plancks *Scientific Autobiography and Other Papers* (1949).

[5] Jorda, Oscar, Moritz Schularick, og Alan M. Taylor, "When Credit Bites Back", *Journal of Money, Credit and Banking*, 2013, 45, 3–28.

[Se alle presentasjoner fra Finansiell fagdag 2014](#)