

■ ■ ■ Modellene tar feil, aktørene er ikke fullt ut rasjonelle. Økonomifaget må justeres etter erfaringene fra finanskrisen.

# Økonomene og finanskrisen



**GJESTEKOMMENTAR**  
**HILDE C.**  
**BJØRNLAND**

Denne uken er det ett år siden den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk overende og den internasjonale finanskrisen gikk fra vondt til verre. I ly av krisen har det vært mye kritikk rettet mot økonomiprofesjonen generelt og mer spesielt mot makromodellene. Ikke klarte de å forutsi krisen og ikke klarte de å forstå hvor nær verden var en ukontrollert nedtur og depresjon.

Men skal man først kritisere økonomer, må man skille mellom å forutsi og å forstå.

Forut for krisen var det flere som skjønnte at det bygget seg opp bobler i mange land, og at disse kunne sprekke. Bolig- og aksjepriser var drevet langt over sine fundamentale verdier, samtidig som kredittveksten var skyhøy. Et slikt mønster ser man forut for mange av resesjonene i historien, noe jeg også har skrevet om i denne spalten for både ett og to år siden.

Men derfra til å forstå akkurat når og hvor kraftig nedturen vil bli, er noe annet. Man kan trekke parallellen til været: Meteorologene kan identifisere kjennetegnene på at en tornado bygger seg opp, men det er vanskeligere å bestemme akkurat hvor kraftig den vil bli og hvor den omsider vil treffe.

For økonomene er problemet imidlertid at ikke alle tror på slike mønstre, og derfor kan man verken forutsi eller forstå at noe slikt kan skje. Kjente økonomer som Paul Krugman, George Akerlof og Robert Shiller, to av dem nobelprisvinnere i økonomi, har skrevet artikler og bøker der de har advart mot slike mønstre. Det meste av økonomifaget har likevel beveget seg i en annen retning, der man tror på rasjonelle aktører og effektive markeder. I en slik verden kan det ikke bygge seg opp bobler som kan sprekke. Prisene vil til en hver tid reflektere det sanne, underliggende prisenivået.

Denne troen på markedets effektivitet lå bak tidligere sentralbanksjef Alan Greenspans deregulering av finansmarkedene, det gjennomsyret Wall Streets handlemønster og



■ **ADFERD.** Norges Bank, med sentralbanksjef Svein Gjedrem i spissen, og andre sentralbanker må ta inn over seg at finansmarkedene ikke er fullt ut rasjonelle. Foto: Per Thrana

## 77 Når finansmarkedene ikke fungerer effektivt, virker heller ikke pengepolitikken slik den skal. Det så vi for alvor rett etter Lehman Brothers-konkursen

det har ligget bak mye av klassisk økonomisk teoriutforming, som vi i dag finner igjen i modeller i sentralbanker verden over.

For mens sentralbankene har avveket noe fra teori ved å anta at priser og lønninger kan bevege seg tregt (slik at pengepolitikken kan ha en kortsiktig virkning på realøkonomien), har de beholdt forutsetningen om at finansmarkedene er komplette. Det gjør verdien av formue irrelevant. Aksje- og boligpriser er derfor ekskludert fra disse modellene.

Når dagens boble omsider sprakk, slik at bolig- og aksjepriser verden over stupte, forsto sentralbanker og myndigheter i mange land at de måtte avvike fra makromodellenes predik-

sjon om at markedet ordner opp. I stedet handlet de med en virkelighetsforståelse som finnes i en lærdom fra historien. Sentralbanksjef Ben Bernankes styrke er jo nettopp at han til tross for å tilhøre den klassiske skolen, har studert den store depresjonen og forstår hvordan finansiell uro kan lede til realøkonomisk krise.

Her i Norge var vi heller ikke dårlig forberedt. Mange sentrale aktører hadde nok den siste bankkrisen friskt i minne. Med andre ord, de skjønnte det verste kunne skje selv om dagens modeller sier det ikke kan gå an.

Så hva nå, når den realøkonomiske krisen er under kontroll. Skal man fortsette som før å bruke de samme modellene der finansmarkedene er komplette og derfor kan ignoreres? Eller skal man, som enkelte hevder, gi opp inflasjonsmålstyring og heller bli Keynesianere, og la finanspolitikken styre konjunktturene?

Jeg vil sterkt advare mot det siste. Det er riktig at vi nå er Keynesianere i den forstand at vi bruker finanspolitikken motsyklisk. Noe annet ville være dumt når styringsrenten nærmer seg null. Men derfra til å børste støv av de gamle

makromodellene, der finanspolitikken var alt som telte, er ingen god idé. Sist de var i bruk, på 1950- og 60-tallet, hadde man så stor tro på finanspolitikens effektivitet at økonomistudenter ble opplært til at konjunktursyklusen ikke eksisterte. Når oljeprissjokkene på 1970-tallet førte med seg både realøkonomisk nedgangstid og høy inflasjon, brøt dermed også modellene sammen. Det hjalp jo ikke å pøse på med mer offentlige stimulanser når prisene økte i været og spiste opp alle tiltakene.

Med inflasjonsmålstyring er nå prisveksten under kontroll, og det bør den fortsette med å være. Det sikrer man best ved å la inflasjonsforventningene forankres gjennom et inflasjonsmål. Men på veien til stabil inflasjon bør pengepolitikken i større grad ta inn over seg ustabiliteten i finansmarkedene og dens virkning på realøkonomien. Når finansmarkedene ikke fungerer effektivt, virker heller ikke pengepolitikken slik den skal. Det så vi for alvor rett etter Lehman Brothers-konkursen. Rasjonell adferd ble erstattet med panikk.

Skal pengepolitikken i større grad ta inn over seg finansmar-

kedene, må dagens modeller oppdateres. Det er i øyeblikket et teknisk heller enn praktisk hensyn. Så fremfor å vente på at man har en ny supermodell, ville jeg ha fokusert på å lage noen enkle økonomiske modeller – statistiske analyser – der man tillater at pengepolitikken kan virke gjennom finansmarkedene. Modellene må være økonomiske fordi de skal ha en forankring i empiri, og kan således virke som et korrektiv til dagens teoritunge modeller. Så kan man sammenligne effekten av pengepolitikken i de forskjellige modellene.

Er forskjellen stor i de ulike modellene, bør man stille spørsmål ved om man skal tro fullt og fast på dagens teori, eller om man i større grad skal vektlegge empiri. Personlig har jeg alltid hellet til det siste.

*Hilde C. Bjørnland er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI*

## GJESTEKOMMENTAR-MAKROØKONOMI



**HARALD M.**  
**ANDREASSEN**



**JAN L.**  
**ANDREASSEN**



**HILDE C.**  
**BJØRNLAND**



**ØYSTEIN**  
**DØRUM**



**STEINAR**  
**JUELL**



**FRANK**  
**JULLUM**



**ESPEN**  
**HENRIKSEN**