

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

September 2005

### GREENSPAN GÅR FRA BORDE

---

**I januar går Alan Greenspan av som sentralbanksjef i USA. En drøy måned senere fyller han 80 år. *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, het et nylig symposium. Hemmeligheten til den avgående Fed-sjefen er hans manglende villighet til å underkaste seg rigide økonomiske doktriner. Han berømmes for sin villighet til å holde renten lav i en periode der produktivitetsveksten tok seg kraftig opp. Greenspan har avstått fra å prøve å stikke hull på bobler i finans- og eiendomsmarkedet. Nå frykter han imidlertid at risikopremiene er for lave og prisene for høye. Alan Greenspan kan med rimelighet påberope seg å være; ”the greatest central banker who ever lived.”**

---

Den 6. mars 1987 ble Alan Greenspan 61 år gammel. I august samme år ble han sjef for Amerikas sentralbank. Ikke Bank of America, som er en stor forretningsbank, men for Federal Reserve System, forkortet til Fed, som er motsatsen til Norges Bank. Fed, som ble etablert i 1913 – Norges Bank så dagens lys i 1816 – består av et hovedkontor i Washington D.C. og tolv distriktsbanker hvorav Fed i New York er den viktigste.

#### Sentralbanksjef i USA er ingen søndagsskole

Den nye sentralbanksjefen fikk en tøff start. Et par måneder etter tiltredelsen kom aksjekrakket på Wall Street. Om lag 20 prosent av verdiene forsvant. Og Greenspan måtte trå til, både med likviditetslån til hardt pressede finansinstitusjoner, og med senkede renter for å motvirke den pessimismen som brått spredte seg i økonomien. Av nye kriser og uforutsette hendelser som i de følgende årene satte USAs sentralbank på tøffe prøver, la meg bare minne om noen få:

I 1995 er Mexico på konkursens rand, og USA gir lånetilsagn på 20 milliarder dollar til tross for at 80 prosent av amerikanerne er imot det<sup>1</sup>; Asiakrisen som starter i Thailand 2. juli 1997 og som drar med seg bl.a. Sør-Korea, Malaysia og Indonesia; sammenbruddet av hedge-fondet Long-Term Capital Management (LTCM) i august 1998 og betalingsnektelse fra Russland på samme tid, som – av hensyn til stabiliteten av det internasjonale finansielle system –, blir møtt med rentenedsettelse av Fed;

---

<sup>1</sup> I sin bok *Mitt Liv* skriver Bill Clinton at Mexico lånte bare 10,5 av de 20 milliardene og videre at ”de betalte totalt 1,4 milliarder dollar i renter, nesten 600 millioner mer enn disse pengene ville gitt i avkastning dersom de hadde vært plassert i amerikanske statsobligasjoner” (side 629). Kan du tenke deg en norsk statsminister fremføre et tilsvarende resonnement?

terrorangrepet 11. september 2001 som bidrar til at Feds signalrente kommer ned på rekordlave 1 prosent; krisen i Argentina som i 2002 må gi opp kursen 1:1 for peso mot dollar; og dagens bilde preget av finansielle ubalanser både internt i USA – kfr. lav sparing og et inflatert boligmarked – og eksternt, kfr. store og voksende underskudd på driftsbalansen med utlandet.

Ved utgangen av januar neste år går Greenspan fra borde – og en god måned senere fyller han 80 år. Ved den årlige Fed-konferansen i Jackson Hole i Wyoming i år var temaet *The Greenspan Era: Lessons for the Future*.<sup>2</sup> Forskere og medarbeidere som står ham nær, gav her et interessant bilde av denne eneren innen "the noble art of monetary policy". I dette månedsbrevet henter jeg ut noen artige poeng fra notatet lagt frem av professorene Alan S. Blinder og Ricardo Reis ved Princeton University. Blinder er tidligere nestsjef i Fed. Tidlig i sitt notat sier de to at Alan Greenspan med rimelighet kan påberope seg å være; "the greatest central banker who ever lived." Dette minner litt om reklamen til Carlsberg bryggeri; "probably the best beer in the world".

Pengepolitikk i seg selv kan ikke gi vekst og velstand. Det må realøkonomien, dvs. næringslivet, sørge for. Men en vellykket pengepolitikk kan sikre lav prisstigning og bidra til å dempe konjunktursvingningene. At USA, til tross for kriser og vanskeligheter som dem nevnt over, kun har opplevd to mindre økonomiske tilbakeslag i de 18 årene Alan Greenspan har hatt grepet om de pengepolitiske tøyene, er et bevis på hans evne til å håndtere uforutsette situasjoner på en subtil og kreativ måte, mener Blinder og Reis. Videre avdekker denne utviklingen at sjefen for Fed har vært mer due enn hauk; ved tiltakende arbeidsløshet har han ikke vært redd for å sette renten ned. Det har sammenheng med det todelte mandatet Fed har; både sikre stabile priser og maksimal sysselsetting. De foregående 18 årene (1969-1987) kan notere fire resesjoner, hvorav to temmelig kraftige.

### **En lærevillig og ydmyk sentralbanksjef**

Hemmeligheten til Greenspans suksess finner Blinder og Reis i hans manglende villighet til å underkaste seg rigide økonomiske doktriner. Greenspan godtar ikke at økonomien kan beskrives på tilfredsstillende vis av økonomiske modeller med faste koeffisienter. Økonomien er i kontinuerlig endring, og sentralbanker må være i kontinuerlig læring. Nettopp på grunn av disse forholdene vil ikke Greenspan at Fed skal ha et fast måltall for prisstigningen (slik Norge har). Det kan gi en falsk følelse av presisjon.

Å være lærevillig betyr at man vet at man ikke vet. Det gir ydmykhet. I Washington Post 31. august er det nettopp en artikkel om dette. "Jeg skulle ønske at flere av de skråsikre politikerne og analytikerne hadde hans ydmykhet", skriver skribenten. Og legger til at Greenspan er smart nok til å vite at han ikke kjenner alle svarene. Eller som Greenspan selv sier, i sitt avslutningsinnlegg i Jackson Hole: "Surely difficult challenges lie ahead for the Fed, some undoubtedly of our own making."

Viktigere enn en optimal – eller best mulig – pengepolitikk, er en politikk som er robust. Selv om sannsynligheten skulle være temmelig liten for et meget uheldig utfall, kan Greenspan likevel finne det passende å handle. I sitt eget hovedbidrag på Jackson Hole konferansen trekker han frem rentenedsettelse sommeren 2003. Med lav og synkende inflasjon var

---

<sup>2</sup> Her er link til Jackson Hole konferansene: <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/SYMMAIN.HTM>

Greenspan engstelig for at det hele skulle vippe over i deflasjon. Med negativ prisstigning vil realrenten kunne bli for høy. Selv om sjansen for deflasjon ble vurdert som liten, ville konsekvensene etter Greenspans mening av en vedvarende deflasjon kunne være meget uheldige, kfr. de japanske erfaringene. Basert på disse vurderingene satte han rentene ned. Økende import av billig varer fra Kina og god produktivitetsvekst i egen økonomi svekket frykten for en etterfølgende kraftig økning i inflasjonen.<sup>3</sup>

### Greenspan på sitt aller beste

I 1995 skjedde det noe rart i amerikansk økonomi. Produktivitetsveksten tok seg kraftig opp.<sup>4</sup> Men uheldigvis skulle det gå mange år før statistikken viste det – tallene man fikk i real-tid, dvs. der og da, var kort og godt feil. Men Greenspan lot seg ikke lure. Han konstaterte følgende:

- Prisstigningen holder seg lav
- Fortjenesten i næringslivet er stigende
- Aksjekursene går opp

Disse tre forholdene lot seg forklare med en raskere vekst i produktiviteten. At de offisielle tallene ikke bekreftet Greenspans tolkning av det store bildet, lot han seg ikke affisere av. I stedet stilte han det relevante spørsmålet om hva som er passende pengepolitikk når veksten i produktivitet tar seg opp.

Vel, sa Alan til seg selv, når aktørene i markedet ikke er klar over hva som skjer, blir resultatet at lønnsøkningene ikke til fulle gjenspeiler den økte produktiviteten. Arbeidskraften vil fortone seg som relativt billig og bedriftene vil etterspørre mer av den. For at den produksjonsøkningen som derved blir mulig, skal finne avsetning i markedet, må samlet etterspørsel i økonomien stimuleres. Gitt at priser på de fleste varer og tjenester fremkommer som et påslag på de samlede kostnadene, hvorav utgifter til arbeidskraften er den viktigste, vil den høye veksten i produktivitet bidra til å holde prisstigningen nede. At lave renter, i en slik situasjon, skulle føre til høy inflasjon, var det således liten grunn til å frykte.

Greenspans medarbeidere i FOMC (Federal OpenMarket Committee) som er komiteen som bestemmer styringsrenten i USA, tvilte. Likevel fulgte de sin formann. Og det med slik suksess at arbeidsløsheten, som økonomer hadde anslått ikke burde gå under 6,0 prosent av fare for å sette i gang en inflasjonsspiral, kom ned på historisk lave 3,8 prosent. Det gav en enorm – om enn midlertidig – gevinst for det amerikanske samfunn, både i form av økt produksjon og redusert arbeidsløshet. Midlertidig, for når aktørene etter hvert tok inn over seg den realøkonomiske utviklingen og lot lønnskravene gjenspeile veksten i arbeidskraftens produktivitet, tok lønns- og prisveksten seg opp. Og da måtte den lave renten også opp.

---

<sup>3</sup> Omtrent på samme tid dro vår egen sentralbanksjef Svein Gjedrem til med en lignende politikk. Fra senhøstes 2002 og frem til juni 2003 hadde norsk kjerneinflasjon stadig blitt lavere samtidig som kronen holdt seg rekordsterk på rundt 7,30 – 7,90 mot euro. I en tale 3. juni 2003 sa Gjedrem at rentenedsettelsene som hadde startet i desember året før, i fortsettelsen ville kunne bli tatt i ”større skritt”. Kronen falt umiddelbart. Og Gjedrem leverte – både i juni og august ble signalrenten fra Norges Bank satt ned med et helt prosentpoeng.

<sup>4</sup> Selv i ettertid har vi ingen god forståelse av hvorfor produksjon pr. timeverk i USA bare økte med i gjennomsnitt 1,4 prosent per år for perioden 1973-1995. Hvorfor den årlige produktivitetsveksten for perioden 1995-2001 mer enn doblet seg til hele 3,1 prosent, er heller ikke lett å finne en fullgod forklaring på.

En av Greenspans forgjengere, William McChesney Martin jr. som var sjef for Fed fra april 1951 til ut januar 1970, dvs. noen måneder lenger enn hva Greenspan vil være, er kjent for sitt utsagn om at sentralbankens oppgave er "to take away the punch bowl once the party gets going." Greenspan derimot, sier Blinder og Reis, nektet å ta vekk "the punch bowl even though the party was going pretty good." Og legger til at få sentralbanksjefer ville ha nerver til å se arbeidsløsheten falle så lavt uten å heve renten. De gir de ham "enormous credit for doing so".

### **Par riper i lakken**

Blinder og Reis synes Greenspan tidvis har blandet seg inn i ting han ikke har noe med. Som sjef for sentralbanken er det rimelig at han har synspunkter på statens opplåning. Om den tar helt overhånd, kan sentralbanken bli presset til å kjøpe nye statsobligasjoner. Resultat blir økt likviditet og tiltakende inflasjon. Feds oppgave å holde inflasjonen i sjakk blir dermed vanskeliggjort. Omfanget av statlig låneopptak er således legitimt for en sentralbanksjef å være opptatt av. Men synspunkter mer generelt på finanspolitikken bør en sentralbanksjef stort sett holde for seg selv. Om han blander seg bort i hva Kongressen gjør, kan Kongressen blande seg inn i hva sentralbanken gjør. Sentralbankens uavhengighet kan dermed bli truet. Blinder og Reis mener at Greenspan gikk klart over streken i å anbefale de skattelettelsene som Bush i sin tid gikk inn for. Og som vi nå i ettertid vel må si har vært i drøyeste laget.

Et annet problem er at en så markant og dyktig sentralbanksjef, ikke er lett å etterfølge. Beslutningene har vært Greenspans mer enn FOMCs. Erfaring tilsier, sier Blinder og Reis, at komiteer er bedre beslutningstakere i pengepolitikk enn enkeltindivider. På den annen side – da Paul Volcker, den forrige Fed-sjefen, gav stafettpinnen til Alan Greenspan i 1987 var situasjonen noe av den samme – hvem kunne makte å ta arven opp etter han som en gang for alle hadde tatt rotta på inflasjonsspøkelset i USA?

### **Utfordringene fremover**

Greenspan er ikke tilhenger av å prøve å stikke hull på bobler i finans- eller eiendomsmarkedet. Om han så hadde gjort, ville han stukket hull på en boble som ikke var noen boble. I 1995 mente Greenspan at aksjemarkedet var overopphetet. Siden den gang har Dow Jones indeksen doblet seg. Bedre, mener sjefen i Fed, å prøve å tørke opp så godt det går etter at bobler har sprukket.

Likevel, i sitt innlegg i Jackson Hole peker Greenspan at utviklingen i finans- og eiendomsmarkedet vil måtte tillegges mer vekt. Innenlands i USA har husholdningene i mange år lånt opp på verdistigning på egen bolig. Når de lange rentene stiger, vil boligprisene flate ut eller kanskje synke. Det vil slå negativt ut for det private konsumet.

Med større brutto finansstrømmer over landegrensene er potensialet for destabiliserende atferd i valutamarkedene blitt større. Særlig bekymret er Greenspan over at man i jakten på avkastning i et lavrenteregime blir villig til å tolerere for stor risiko, eller ta for dårlig betalt for risiko. Når risikopremier igjen går opp, betyr det at priser på finansaktiva går tilsvarende ned. Historien, sier Greenspan "has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums."