

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Desember 2008

KRUGMAN OM KRISEN

USA er oppe i den verste økonomiske krisen siden 1930-tallet. Som den gang er krisen selvgenerert, av Amerikas eget finansvesen. To forhold ligger bak. For lav rente for lenge. Og fremveksten av et skyggebanksystem større enn det regulære – og regulerte. USAs sentralbank har tilført likviditet på kreativ vis. Aktiv motkonjunkturpolitikk ved økte statlige utgifter må nå til. Når vil det begynne å lysne? Når privat sektor har bedre balanse mellom gjeld og egenkapital.

At professor Paul Krugman ved Princeton University er vinner av Nobels minnepris i økonomi for 2008, er høyst fortjent. Vår forståelse av hva som bestemmer internasjonal handel og lokalisering av næringsvirksomhet, ville ikke vært den samme uten Krugman. Ei heller vår innsikt i hvordan valutakriser oppstår. Og samtidig høyst overraskende. Hvorfor det? Fordi Paul Krugman i de senere år har brukt sin penn til avisskriverier – han har sin faste spalte i New York Times – og til populærvitenskapelige fremstillinger av aktuelle økonomiske og politiske spørsmål, snarere enn til artikler i profesjonenes egne tidsskrifter.

Prisvinneren har i kraft av sin udiskutable akademiske tyngde og sin unike evne til å forklare vanskelige resonnementer, spredd sentrale samfunnsøkonomiske resonnementer til politikere og opinion. Han har gitt ammunisjon til representanter for helhetstenkning når de skal imøtegå lobbyistenes retorikk. Det har gitt Krugman en stor leserkrets med innflytelse langt utover økonomenes rekke. Men hans engasjement og slagferdighet i den aktuelle samfunnsdebatten har også gjort ham kontroversiell. Ikke alle innenfor academia verdsetter populærformidling og den renonsering på presisjon som da kreves. Det tjener komiteen til ære at den ikke har latt slike innvendinger redusere storheten i Krugmans vitenskapelige arbeid.

En utrivelig tid

Paul Krugman er innom Oslo på sin vei til Stockholm, hvor prisen deles ut om noen dager. Som tente lys sitter et par hundre velkledde nordmenn i Speilsalen på Grand denne første

fredagen i desember. Vil Krugmans foredrag sette oss i en løftet stemning denne snetunge vinterrettermiddagen?

Nei.

”This is an extraordinary moment in the world economy, and not a happy one.” Slik lød åpningssetningen. Hele foredraget gikk egentlig med til å underbygge dette utsagnet. Da Krugman mot slutten av den to timer lange seansen ble spurt om han så noen lyspunkter, trengte han noe tid for å tenke seg om. Nei. Han gjorde ikke det. Pessimismen hans har festet seg stadig sterkere de siste tre-fire ukene. Kina og India, som man trodde ville klare seg rimelig godt på egen kjøll, har større problemer enn man for nylig trodde. Det samme gjelder Brasil. Også her er prognosene justert ned.

Ingen å skyld på

La oss starte med starten. USA er oppe i den verste krisen siden 1930-tallet, konstaterer Krugman. Etterkrigstidens tidligere kriser skyldes eksogene sjokk. Som Koreakrigen tidlig på 1950-tallet. Eller firedoblingen av oljeprisen tidlig på 1970-tallet. Eller Asiakrisen på slutten av 1990-tallet. Eller Argentinas betalingsstopp fire år senere. Eller Mexicos fire år før.

Krisen denne gangen er selvgenerert. Av Amerikas eget finansvesen.¹ Derfor ligner den på tragedien fra 1930-årene. ”The internal logic of the system went terribly wrong”, sier prisvinneren. Vi skjønner ikke ordentlig det som har skjedd, fortsetter han. Hallo? En Nobelprisvinner med tema internasjonal økonomi som ikke skjønner hva som skjer i internasjonal økonomi? Du verden så forfriskende ærlig. Politikere og sentralbankfolk som aldri tar feil, lytt.

Men forsøke å forstå, det gjør Krugman. To forhold ligger bak krisen. Lav rente. Og endringer i selve det finansielle system.

Det var hensiktsmessig med lav styringsrente i Amerika fra 2001 og et par-tre år fremover, mener Krugman. På den tiden var frykten for deflasjon å la den japanske på 1990-tallet både utbredt og reell. Lave renter gav stigende boligpriser og økt konsum i USA. Det høye, amerikanske konsumet la forholdene til rette for eksportrettet vekst for land i Asia. Det gav overskudd på handelsbalanser, og den ønskede akkumulasjon av valutaeserver kunne finne sted. I et viktig foredrag fra 2005 har dagens sjef i den amerikanske sentralbanken (Fed), Ben Bernanke, vist nettopp det. Men, fortsetter Krugman, en slik utvikling er ikke problemfri selv om man forstår kreftene som ligger bak den. Når priser på aktiva kommer ”out of line”, kan skumle ting skje. ”Denying a price bubble in the housing market in the US is hard to understand”, sier professoren. Med brodd, vil jeg tro, mot Bernankes forgjenger, Alan Greenspan, at han holdt renten for lenge for lav.

Ikke bare aksje- og boligmarkedet i USA ble overopphetet. Det ble også tilsvarende markeder i andre land, minner prisvinneren om. Med tilhørende vekst i opplevd formue og i konsum. Ferske tall viser at Estland og Latvia, Hellas og Spania, Island og Bulgaria, alle har underskudd på sine driftsbalanser tilsvarende ti prosent av BNP eller mer. Dette er ikke bærekraftig når vekst i privat konsum ligger bak. Klokker må ringe. Det har de omsider gjort.

¹ ”Takk og lov – denne gangen er det ikke vår skyld”, skal en finansminister i et latinamerikansk land ha uttalt da omfanget av dagens finanskriser etter hvert ble åpenbar for alle.

Dramatiske endringer har funnet sted i det finansielle systemet. Disse endringene – den andre årsaken til krisen – fortsetter Krugman, forklarer den dominoeffekten som inntreffer, når den amerikanske boligboblen sprekker. En dominoeffekt ingen av de ledende makroøkonomene hadde forutsett. Parallellen til 1930-årene er klar, hevder Krugman. Også den gangen var kilden til nedgangstider et bankvesen man hadde mistet oversikten over og forståelsen av hvordan fungerte.

Et skyggebanksystem vokser frem

”What is a bank?”, spør prisvinneren. Og svarer selv slik: ”An institution borrowing short and lending long.” Med det klapper han sammen i to setninger hundrevis av ferske artikler om alt det rare som har skjedd i verdens finansmarkeder den senere tid, og særlig i det amerikanske.² Parallelt til det regulære banksystemet har et skyggebanksystem vokst frem.³ Det er større enn det regulære – og regulerte. Med innskudd som ikke er beskyttet av forsikringsordninger, med fravær av kapitaldekningskrav og med alt for stor risikovillighet.

Ved god pengepolitikk kan myndighetene styre den aggregerte etterspørselen og således stabilisere økonomien temmelig godt. Det trodde vi alle, sier Krugman. En tilbakevending til 1930-årenes likviditetsfelle, der myndighetenes politikk bidrog til å forsterke krisen, syntes utelukket. Men nå er den her. Tremåneders rente på amerikanske statspapirer var i går på 0,02 prosent, opplyser professoren. Japanske tilstander. Og styringsrenten på én prosent er det ingen som bryr seg om, fortsetter han. Tiden for tradisjonell pengepolitikk er over.

Sentralbankene tar balansene i bruk

Utradisjonell pengepolitikk innebærer at sentralbanker tar sin egen balanse aktivt i bruk. For Feds vedkommende kjøper man nå verdipapirer av ymse slag som motpost for tilførsel av likviditet. Fed under Bernanke har vært mer proaktiv enn noen annen sentralbank i verden, sier Krugman. Men all tilførsel av likviditet til tross, ”unfreezing of credit markets” har bare i begrenset grad funnet sted.

I normale tider er etterspørselsregulering gjennom renteendringer, dvs. ved pengepolitikk, å foretrekke fremfor ved finanspolitikk, hevder professoren. Pengepolitikk er nøytral. Og iverksettelsen går kjapt – endring av renten gjør man ved et pennestrøk. Pressgrupper har lite å hente. Annerledes ved finanspolitikk. Aktiv motkonjunkturpolitikk ved variasjon av det offentlige egne utgifter tar tid å tenke ut og tid å sette i verk. Og lobbyistene får fart på fjæra når de ser det er penger å hente hos myndighetene.

Finanspolitiske tiltak med sikte på å stimulere privat konsum ved å sende sjekker i posten til amerikanske skattebetalere, slik man gjorde tidligere i år, hadde liten virkning på samlet etterspørsel. Det meste av pengene gikk til økt sparing.

² Her er linker til tre lettfattelige artikler om temaet som jeg har skrevet.

<http://home.bi.no/fag87025/pdf/wp6%2008.pdf>

http://home.bi.no/fag87025/pdf/bolig%20og%20finanskrisen%20i%20amerika_magma.pdf

http://home.bi.no/fag87025/pdf/finanskrisen_dine%20penger.pdf

³ Timothy F. Geithner, avtroppende sjef for Fed i New York og påtroppende amerikansk finansminister, introduserte uttrykket ”parallell banking system” i et foredrag i juni 2008. Her er linken.

<http://www.bis.org/review/r080612b.pdf?noframes=1>

Staten må handle

Etter Krugmans egne anslag er det behov for finanspolitisk stimulans i USA på 600 milliarder dollar til neste år, eller fire prosent av BNP. Den gode nyheten er at infrastrukturen i USA trenger kraftig å rustes opp. Den dårlige at planene for hva som konkret skal gjøres, tar tid å utarbeide og å sette ut i livet. Kanskje kan man klare å dra i gang prosjekter for to-tre hundre milliarder dollar i løpet av de neste 12 månedene, mener prisvinneren. Men advarer mot å tro at president Obama, til tross for demokratisk flertall i Kongressen, lett får det som han vil. I Representantenes Hus er det en gruppe på 47 såkalte "Blue Dog Democrats". De er lite begeistret for økning i offentlige utgifter og stemmer ofte konservativt med republikanerne.

Uansett, før tingene går på skinner, går folk ut i ledighet. For tiden blir en halv million flere amerikanere arbeidsløse per måned. Krugmans prognose for Amerikas økonomi neste år er meget dystert: BNP faller med opp til 5 prosent. Arbeidsledighet øker til over 10 prosent. Med et svakt utbygd sosialt sikkerhetsnett blir det 12 millioner flere fattige neste år. Syv millioner flere faller ned i ekstrem fattigdom, dvs. en inntekt under det halve av fattigdomsgrensen.⁴

Hva skal til før det lysner? Når vil krisen være over? "When private sector's balance sheets look okay."

Spørsmål og svar

Så er det tid for Q and A, spørsmål og svar. Her sammenfattes det prisvinneren sa.

- Lehmans konkurs i september i år var ideologisk. Bush administrasjonen kunne ikke fortsette å støtte alt som kryper og går. Etter Krugmans vurdering var det en feilaktig vurdering. Med brødrene Lehman fortsatt blant oss, ville kanskje ikke redningspakken på 700 milliarder dollar til det amerikanske finansvesen vært nødvendig. På den annen side, virkningene av konkurs – nemlig at den tvinger frem en raskere "deleveraging" av finansinstitusjonene – tjener kanskje en god hensikt.
- I Europa er frykten for at president Obama vil slå inn på en proteksjonistisk linje, sterkt overvurdert. Under primærvalgene spilte Obama opp til fagbevegelsen av taktiske årsaker. Hans valg av rådgivere tyder på at han ikke vil kjøre en slik linje. Faren for proteksjonisme var større på 1980-tallet. Den gang red man stormen av.
- Klart man trenger nye reguleringer av de finansielle markedene. Men dette er ingen lett sak. Parallell bankvirksomhet må også reguleres. Men fordi slik virksomhet ikke alltid er lett å definere, blir reguleringer ugreit. Globaliseringen gjør det ikke enklere. Felles regler må langt på vei etableres.
- Med all den likviditeten som nå tilføres markedet, vil ikke inflasjonen skyte fart? Krugman tror ikke det. Fed ønsker ikke en slik utvikling. Og kan hente likviditeten tilbake ved å reversere de operasjonene man nå gjør.

⁴ "Poverty is determined by comparing pretax cash income with the [poverty threshold](#), which adjusts for family size and composition. In 2007, according to the official measure, 37.3 million people, 12.5 percent of the total U.S. population, lived in poverty." Se denne linken: <http://www.irp.wisc.edu/faqs/faq1.htm>

- Økt lønnsfleksibilitet i USA er ikke problemet. Det er et keynesiansk etterspørselssjokk vi står overfor. Lavere lønn vil lett gjør vondt verre. Grupper med høy marginal utgiftstilbøyelighet får mindre kjøpekraft, og grupper med lav marginal utgiftstilbøyelighet får mer. Samlet etterspørsel faller.
- Nei, Norge trenger ikke føle seg flau for at landet har store overskudd på handelsbalansen, og således er med på å påføre andre land tilsvarende underskudd. For land som vinner ut naturressurser det er en endelig tilgang på, er det klokt å spre bruken av pengene ut i tid.

Klokken er fem. De to tilmålte timer er over. Vi går ut i vinternatten.

----- 000000 -----

EN SKISSE TIL REKAPITALISERING AV BANKENE

”When private sector’s balance sheets look okay”, sa Krugman, at først da ville krisen være over. Når vi har gjeld og egenkapital som står i passende forhold til hverandre. Denne nedbyggingen av gjeldsgraden, dvs. oppbygging av egenkapitalandelen, setter trykk nedover på økonomien. Ingen vil låne. Alle vil spare.

Krisen vi nå står midt oppe i er ingen tilbudssidekrise i form av at OPEC skattlegger oss (dvs. Amerika) med høyere oljepriser. Eller at andre land ikke kan betjene sin gjeld til oss. Nei, den er hjemmelaget. Folk føler seg fattigere. Balansen til banker og andre foretak ser mindre pen ut. Hvorfor? Fordi noen tall i noen bøker er justert ned. Nemlig verdien av kapitalen. Men selve realkapitalen er der. Husene og bilene. Fabrikkene og maskinene. Forventet nåverdi av den kontantstrømmen en kapitalgjenstand genererer er imidlertid blitt redusert. Hvilket igjen kan skyldes at den forventede kontantstrømmen er mindre. Eller at risikoen oppleves som større, og diskonteringsrenten satt opp.

Men om noen tall i noen bøker er skylden i det uføre amerikansk økonomi er kommet ut i, går det ikke da an å gjøre noe med disse tallene? Her er min skisse.

La alle som har lånt penger til banker (både til de regulære og til de parallelle) bli pålagt å gjøre om deler av sitt lån til egenkapital slik at egenkapitalandelen kommer opp på passende nivå, la oss si 20 prosent av balansen, og gjeldsgraden tilsvarende ned.⁵ En vinn-vinn situasjon oppstår. For dem som har lånt til banken, stiger markedsverdien av det gjenværende lånet i det soliditeten til bankene er blitt markant forbedret, og risikoen for ikke å få de utlånte pengene tilbake blitt tilsvarende redusert. Eksisterende aksjonærer risikerer å vannes noe ut. Men dette må måles mot redusert risiko for at banken går konkurs og aksjene blir helt ut verdiløse.

⁵ Legg til grunn en bank med 56 prosent funding ved vanlige innskudd, 36 prosent funding i markedet og 8 prosent egenkapital. En tredjepart av innlån i markedet gjøres om til egenkapital, og man når opp i 20 prosent.

Gevinsten for samfunnet er åpenbar. Med et pennestrøk har ”deleveraging” funnet sted. Bankenes soliditet er gjenopprettet. De kan med friskt mot låne til hverandre så vel som til næringsliv og husholdninger. Etter nøye, men ikke for nøye, kredittvurdering.

Mitt pennestrøk lar seg ikke så lett gjennomføre i praksis. Man har lover og regler. I realiteten er det likevel mye av en slik løsning vi kommer til å få. Etter kanskje et par års seigpining. Den nedgang i gjeldsgraden myndighetene ”vedtar” i opplegget her, vil langt på vei fremkomme likevel etter omstendelige gjeldsforhandlinger. Lån gitt til finansinstitusjoner som ikke blir honorert. Fremmedkapital som gjøres om til egenkapital. Men prisen for den enkelte og for samfunnet blir høy. En kraftig nedgang i produksjon og sysselsetting. Og mange flere fattige.

Egentlig er det et koordineringsproblem vi har å gjøre med. Den enkelt långiver til en bank – f. eks. en kjøper av en obligasjon banken har lagt ut – makter ikke å få til en slik ordning selv om hun gjerne ville. Om både eieren av obligasjonen, eierne av banken, kundene til banken og samfunnet i bred forstand ville stå seg på en slik ordning, er det ikke da grunnlag for å se nærmere på den?

9. desember 2008

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>