

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Desember 2009

VERDEN VIL FORBAUSES

Manglende fantasi kan ligge bak overraskelser. Når det bare forskes på etablerte sannheter, blir man forbauset når de ikke holder. En krise virker oppkvikkende. Nå er det lov å hevde at sentralbanker kanskje bør gjøre noe med bobler så de sprekker.

Hvorfor blir vi så ofte overrasket? Jeg tror det har sammenheng med fravær av fantasi og press for å være konform, dvs. gjøre og mene som andre mener og gjør.

Ingen ventet det

Ta finanskrisen. Hvorfor kom den så overraskende og brått på? Når fem prosent av de ansatte står for om lag 40 prosent av profitten, slik bildet var for bank- og finansaksjer på New York børsen i noen år, må vel det være et klart signal om at noe risikofylt er på gang? Ingen ekstra avkastning uten ekstra risiko er en grunnpilar i moderne finansteori. Men nei da, tingene var stort sett på plass; lav inflasjon, god økonomisk vekst, full sysselsetting og håndterbare underskudd i de amerikanske statsfinansene og i utenriksøkonomien.

Så sent som i februar 2007, etter ett år som sjef for Federal Reserve (Fed), den amerikanske sentralbanken, uttalte Ben Bernanke at økonomien var i strålende form, "... neither too hot, with inflation, nor too cold, with rising unemployment".¹ Tretten måneder senere valgte myndighetene å redde Bear Stearns, en stor investeringsbank, fra konkurs. Ytterligere seks måneder senere lot man en enda større investeringsbank, Lehman Brothers, gå nedenom. Og finanskrisen var et faktum.

Hva var det Ben Bernanke og vi andre ikke hadde tatt innover oss? Mikrofundamentet for makroøkonomien, kunne man si, nemlig hvordan incentivene i det enkelte finansforetak oppfordrer til en mer risikofylt atferd enn akademikere, politikere og de som har ansvar for

¹ Sitatet er hentet fra New York Times, se side 126 i boken *The Trillion dollar Meltdown* av Charles R. Morris, utgitt av Public Affairs, New York i 2008.

regulering og overoppsyn med finansmarkedene forstod. Årlige bonuser gir fokus på årets resultat. Langsiktige eiere som ikke følger med, ender opp med skjegget i postkassen når de store tapene med de små sannsynlighetene slår inn, som ikke var så små allikevel. I samme retning, nemlig overdreven risikotaking, trekker andre forhold som høy gjeldsgrad, for god kredittvurdering av dårlige papirer, og utlån til folk som ikke har evne til å betjene dem.

.... og de som tenkte tanken, hørte ingen på

Hver høst samles ledelsen i Fed til seminar i Jackson Hole i Wyoming. På seminaret i 2005 la professor Raghur Rajan frem et notat der han pekte på faren for økende ustabilitet i det finansielt system.² Muligheten for en "catastrophic meltdown" skal man ikke se bort fra, sa Rajan, selv om sannsynligheten for det er liten. På den tiden var han sjeføkonom i IMF.

Hva sa de andre? Smilte i skjegget, som de senere – skulle det vise seg – fikk i postkassen, sammen med aksjonærene i mange banker, for Raghur Rajans dystre antydninger slo jo til.

Professorens vurderinger og synsmåter var ikke passende. Larry Summers, Clintons siste finansminister og nå Obamas nærmeste økonomiske rådgiver, gjorde nærmest narr av fortellingen til professor Rajan. Intelligente mennesker er ikke sjelden også arrogante.

Trege beslutningsprosesser

Finanskriser har vært en skikkelig oppvekker for finansfolk, politikere og reguleringsmyndigheter, og også for alle oss andre. Det er det fine med et demokratisk og åpent samfunn; det meste kommer på bordet. Og ting blir tatt tak i. Ulempen med demokrati er at tingene tar så lang tid. Hvilket land har håndtert finanskrisen best? Kina. Hvorfor? Fordi man her har et relativt enkelt banksystem som har holdt seg unna giftige, amerikanske verdipapirer. Og fordi de som bestemmer, ikke er valgt av folket og ikke har noen Nasjonalforsamling å forholde seg til. Tiden fra beslutning til handling blir kort.

Når kineserne nå ser hvordan den valgte presidenten i USA, til tross for flertall i begge kamrene (Senatet med hundre medlemmer, to fra hver stat, og Representantenes Hus med 435 medlemmer basert på folkemengde den enkelte delstaten) har store problemer med å få ting gjennom, jf. helsereformen, blir mange av dem – kineserne altså – mer fornøyd med sitt eget, handlingsføre politiske system. Kravet om demokrati i Kina er nok større utenfor Midtens Rike enn midt inne i det.

Bobler i finansmarkedene – noe for Fed likevel?

Krisen i finansmarkedene har kastet omkull etablerte sannheter. For sentralbankfolk har inflasjonsstyring vært det eneste rette i snart to tiår. Bobler i aktivamarkeder er det lite trolig at myndighetene skal kunne oppdage tidligere enn andre. Og forresten, om myndighetene maktet det, hvordan skulle de stikke hull på en boble i for eksempel eiendomsmarkedet om man var temmelig sikker på at en slik en var under oppblåsning? Bedre å feie opp etter at

² I 2008 vendte Raghuram Rajan tilbake til sitt professorat ved Chicago University. Her er link til foredraget: <http://www.kansascityfed.org/Publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf>, som har tittelen "Has Financial Development Made the World Riskier?"

bobler sprekker. Slik Alan Greenspan, forrige sjefen i Fed gjorde, med stor suksess, etter at dot.com boblen på aksjemarkedet sprakk i starten av inneværende tiår. Og som hans etterfølger Ben Bernanke hadde skrevet tunge, vitenskapelige arbeider om er en god strategi.

Men nå er den samme Ben mer i tvil. Og det er bra.

I den amerikanske sentralbanken, og også andre steder, forskes det intenst på om myndighetene likevel har en jobb å gjøre som "bubble fighter", som det heter i en artikkel av Jon Hilsenrath i *Wall Street Journal*, 3. desember 2009. I så fall har man to virkemidler; bedre og kanskje mer fleksible reguleringer, samt heving av rentenivået for å stanse en uønsket prisstigning på aksjer, fast eiendom eller hva det skulle være. Ulempen med bruk av renten er at den favner så vidt. Tar ikke bare ned et uønsket prispress i eiendomsmarkedet, men demper også investeringslysten i næringslivet. Og det var jo ikke meningen.

Se hen til Kina, kan vi si her også. Da eiendomsmarkedet i Shanghai for noen år siden gikk altfor varmt, og myndighetene innså behovet for å dempe prispresset, innførte man ganske enkelt en skatt på salg av leiligheter. Ikke skatt på gevinsten. Men fem prosent skatt på salgsverdien om du hadde eid leiligheten i mindre enn to år. Kortsiktige eiendomsspekulanter mistet pusten og sluttet å blåse opp en gryende boble i boligmarkedet i Shanghai. Et målrettet, finanspolitisk virkemiddel uten store uheldige konsekvenser for andre deler av økonomien.

Kina pluss Japan mot USA?

Også på det statsvitenskapelige området stenger den tilvante tenkemåten for dristige hypoteser. På et seminar ved Brookings Institution i Washington DC i forrige måned kastet professor Priscilla Roberts fra University of Hong Kong frem tanken om at kanskje Japan og Kina kunne tenkes å finne sammen rent politisk for i fellesskap å ta sikte på å hive USA ut av Asia. "Hvorfor forsker ingen på dette spørsmålet?" undret professor Roberts seg.

Innlegget ble oppfattet som temmelig upassende og i liten grad kommentert. Hvorfor? Fordi en slik utvikling til de grader ikke ville være i USAs interesser? Men om vi ikke forsker på det upassende, som tross alt ikke er helt usannsynlig, står vi ikke da temmelig uforberedt om det upassende likevel skulle inntreffe?

Hvor mye tid og krefter hadde akademikere brukt på å tenke gjennom muligheten av at Nixon ville dra til Kina før han dro? Og hvor mange så for seg rivningen av Berlinmuren før den var borte?

11. desember 2009

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

Tidligere månedsbrev finnes på min hjemmeside