

# De gamle er eldst



## Månedsbrev 11/2013

En stor finanssektor fortrenger annen og mer produktiv virksomhet. Den sterke veksten i finans siden 1980 ikke har gitt noen tilsvarende økonomisk gevinst for samfunnet.

Arne Jon Isachsen

Centre for Monetary  
Economics (CME)

De to gamle i denne historien er Paul Volcker og Alan Greenspan, sjef for Federal Reserve – den amerikanske sentralbanken (Fed) – i perioden 1979-1987 og 1987-2006, henholdsvis. Begge er 87 år. Men bare Volcker er tonullén på strøpelen. Nytilsatt sjef for Bank of England, Mark Carney, er sistemann i denne fortellingen.

### Alan Greenspan – Kart og terreng

Alan Greenspan har nettopp kommet med ny bok, *The Map and the Territory*. I den anledning ble han intervjuet av Gillian Tett i Financial Times.<sup>2</sup> Hun undrer seg over tittelen på boken. Men etter hvert blir det klart at Greenspan har reorientert seg i landskapet – det kartet han navigerte etter som Fed-sjef, innser han nå ikke alltid stemmer med terrenget. Studier av antropologi og psykologi, som den tidligere Fed-sjefen hev seg over da han var blitt "tidligere", har gitt ham ny kunnskap og innsikt.

Rasjonelle aktører som konkurrerer i mer eller mindre frie markedet, er en grunnpilar i økonomisk teori. Den etablerte, neoklassiske teorien fungerer godt i den ikke-finansielle delen av økonomien, mener Greenspan. Finans derimot er komplett forskjellig. Atferden her er tidvis preget av "animal spirits". Optimismen kan ta helt av. Det gir en atferd som vanskelig lar seg modellere, og er vanskelig å forstå.

Med "asset markets" – eller "beholdningsmarkeder" på norsk, menes markedet for aksjer, obligasjoner, fast eiendom og slikt der eierskap til den aktuelle beholdningen gir en strøm av tjenester over tid, som renter på obligasjoner, utbytte på aksjer og botjenester for boliger.

I lange perioder kan slike markeder oppføre seg slik rasjonell atferd tilsier, mener Greenspan. Men ubalanser kan bygge seg opp, ved at prisene over tid blir langt høyere enn hva de underliggende realøkonomiske forholdene tilsier er passende – et luftslott reiser seg. Når frykten setter inn i et inflatert beholdningsmarked og panikken sprer seg, blir nedturen bratt. Kun en brøkdel av tiden det tok å bygge opp luftslottet, tar det før det er luft igjen.

At krasjet på det amerikanske aksjemarkedet høsten 1987, rett etter at Greenspan hadde tatt over for Volcker som sjef i Fed, hadde meget moderate virkninger for makroøkonomien, skyldes at folk i stor grad tapte egne penger. Belåningsgraden var liten. Og om bare egenkapital forsvinner, blir det heller ingen store smitteeffekter til andre deler av økonomien. Tilsvarende gjaldt for dot.com boblen som sprakk ved inngangen til 2000-tallet.

*It is difficult to get a man to understand something, when his salary depends on his not understanding it.*

— Upton Sinclair

<sup>2</sup> <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/25ebae9e-3c3a-11e3-b85f-00144feab7de.html#axzz2jaZOb786>

“Finance is wholly different from the rest of the economy”, sier Greenspan. Ved stor grad av lånefinansiering – eller “leverage” – legges forholdene til rette for store overskudd, med tilhørende fete bonuser for ledelsen i finansforetak. Men også med tilhørende fare for at det kan gå skikkelig ille – nemlig om poster på aktivasiden i bankers balanser er av slett kvalitet.

På tampen av 2008 erkjente Greenspan at ledelsen i banker ikke alltid handler på måter som beskytter eiernes interesser, slik “free-market capitalist theory” skal ha det til. Med “leverage” på 30-40 i mange banker og finanshus skulle man ikke tape mer enn et par-tre prosent av balansen før banken var fallitt. Det gjorde man – tapte tre-fire prosent – og konkurser var et faktum, med investeringsbanken Lehman Brothers som førstemann ut i september 2008.

Som sjef for Fed så Greenspan annerledes på disse sakene. Hans tro på markedenes selvkorrigerende evne var stor. Eventuelle bobler, som han hadde liten tro på at Fed og andre kunne avdekke i forkant, måtte han som sjef for sentralbanken stå klar til å rydde opp etter – dersom de sprakk – slik han hadde gjort med aksjekrasj og dot.com boblen tidligere. Det trodde markedet ham på.

Greenspan er lite fornøyd med all rosen han ufortjent fikk da alt gikk på skinner. At han i ettertid har fått kjeft så det holder, gir en form for balanse, sier han til Gillian Tett i intervjuet.

Til eget forsvar anfører Greenspan at han fra 2003 og utover stadig hevet renten som Fed styrer etter. I alt 14 ganger og hver gang med et kvart prosentpoeng. Problemet var bare at markedet ikke fulgte etter. De lange rentene, som betyr mye mer for atferden enn korte styringsrenter, ble liggende stabilt rundt fire-fem prosent. Hvorfor? Fordi Kina kjøpte lange amerikanske statspapirer i bøtter og spann og dermed holdt renten på dem nede. Men hvor fikk kineserne (og nordmennene, tyskerne, japanerne og mange andre) alle disse pengene fra? Fra store overskudd i handelen med utlandet.

Men at kinesere og andre vil bygge opp fordringer på andre land, trenger ikke bety at USA alene må tillate så store underskudd i sin utenriksøkonomi, slik det kan se ut for at Greenspan hevder. Den grad av “leverage” som Greenspan lot amerikansk finansvesen opparbeide, kan han vanskelig belaste Kina for. Så meget desto mer som Greenspan selv stilte seg i veien når andre offentlige organer som har med reguleringen av finansvesenet å gjøre, ville iverksette tiltak for å ta ned gjeldsgraden i amerikanske finansforetak.

Det er vanskelig å unngå konklusjonen at amerikanernes manglende sparevilje, både i husholdningene og på statens hånd, og manglende vilje til strengere regulering av eget finansvesen ligger bak finanskrisen, snarere enn andre lands eksportoverskudd.

I intervjuet i Financial Times erkjenner Greenspan at han ikke forstod skikkelig hvordan et stadig ekspanderende derivatmarked fungerte, og det til tross for

hans egne kvalifikasjoner som matematiker og økonom. Heller ikke hans medarbeidere i Fed forstod fullt ut konsekvensene av disse avanserte produktene. I lys av Greenspans faste tro på nytten av finansielle innovasjoner i sin tid som sentralbanksjef, er dette temmelig overraskende.

Men nå ser han annerledes på verden. Hvilken nytte har vi egentlig av et bank- og finansvesen som tar en stadig større andel av

ressursene i økonomien? På 1940-tallet la denne sektoren beslag på to prosent av amerikansk BNP – nå er tallet hele åtte prosent. En tilsvarende utvikling ser man i andre land, fremholder Greenspan. "Hvorfor kjøper den ikke-finansielle sektoren alle disse tjenestene?", undrer han. Og svarer slik: "Honestly, I don't know the answer." Og legger til litt senere i intervjuet at vi må se til at tjenestene den ikke-finansielle sektoren kjøper "ikke er helt bortkastet."

### HVEM ER DET SOM EGENTLIG DRIVER PENGEPOLITIKK?

Siden andre land kjøpte så ivrig amerikanske statspapirer, lyktes ikke Greenspan tidlig på 2000 tallet med sin kontraktive pengepolitikk. En gåte kalte han det ("conundrum") at de lange rentene ble for lave for lenge. Pengepolitikken var i noen grad tatt ut av sentralbanksjefens hender.

Noe tilsvarende synes å være tilfelle i Norge. Vi vil gjerne ha rentene opp her i landet av hensyn til et boligmarked som mange myndighetspersoner mener er klart overopphetet. Men av hensyn til valutakursen er Norges Bank lite glad for å heve renten. Man er av den oppfatning at en noe høyere signalrente fra vår sentralbank umiddelbart vil gi en sterkere krone. Noe konkurranseutsatte foretak vil være lite begeistret for.

Likevel har lange utlånsrenter i bankene gått merkbart opp i de siste månedene. Hvorfor? Fordi Den Norske Bank – ikke Norges Bank – har hevet sine utlånsrenter. Når DNB som har om lag 30 prosent av markedet, sier den vil øke rentemarginene, og gjør det, følger de andre bankene etter. Høyere utlånsrenter demper presset i boligmarkedet. Det passer myndighetene bra. Videre gjør større rentemarginer det lettere å innfri kravene i Basel 3 om økt egenkapital i bankene. Det passer også myndighetene bra.

For tiden kan det synes som om DNB driver pengepolitikk snarere enn Norges Bank.

<sup>2</sup> I den forbindelse, bemerk følgende bemerkning fra sentralbanksjef Svein Gjedrem i årstalen i februar 2010: "Bankkrisen i verden viser at kredittsykler og bobler i eiendomsmarkedet som sprekker, er en av de aller største utfordringene i den økonomiske politikken. De kan bygge seg opp over lang tid. De er vanskelige å se i sanntid, og selv etter at de har sprukket, er det tvil om årsakene. Fallet i priser kommer brått og blir dyrt."

Når jeg leser dette intervjuet med Greenspan, minnes jeg et intervju i Wall Street Journal for nesten fire år siden, med hans forgjenger Paul Volcker.<sup>3</sup>

### Paul Volcker – minibanker er tingen

Hva gjør finansielle innovasjoner? Under et seminar stilte Volcker dette spørsmålet til en nobelprisvinner i økonomi, og sentral aktør innen "financial engineering". De sørger for at monopolprofitt beveges rundt i systemet, svarte nobelprisvinneren. Og la til at det er skikkelig moro rent intellektuelt.

Om de "vidunderlige innovasjonene" i finansmarkedene som "credit default swaps" og "collateralized debt obligations" konstaterer Volcker at de "... took as right to the brink of disaster." Var dette "...herlige innovasjoner som vi gjerne ser at det skapes flere av?"

*I mean: Wake up, gentlemen ... I wish that somebody would give me some shred of neutral evidence about the relationship between financial innovation recently and the growth of the economy, just one shred of information.*

Hvilken innovasjon i bank- og finansvesen har samfunnet hatt størst nytte av? ATM svarer Paul Volcker – Automatic Teller Machine – eller minibank på norsk.

<sup>3</sup> Paul Volcker ble intervjuet i Wall Street Journal den 14. desember 2009.  
<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704825504574586330960597134>



### Mark Carney – en dristig debut

Sammenfatningsvis synes Volcker og Greenspan nå på linje. I Greenspans ord: "Finance has to be cut down to size."

De gamle har talt. Finansvesenet har blitt større enn det samfunnet det skal betjene er tjent med. Og videre, det bidrar til større forskjeller i inntekter enn det de fleste finner rimelig.<sup>4</sup>

I forbindelse med en markering av Financial Times som 125-åring nylig holdt den nye sjefen i Bank of England, Mark Carney, en tale.<sup>5</sup> Her er tonen mer på linje med Greenspans for et par tiår siden enn med dagens Greenspans.

I 2050 må gjerne balansen til britiske banker overstige Storbritannias BNP ni ganger, sier Carney – dvs. på linje med Island i 2008 da finansboblen der sprakk. Nå kan man kanskje ikke helt sammenligne Island og England hva gjelder erfaring med finansielle tjenester. Men

<sup>4</sup> "We have also noted how the growth in the financial sector as a share of total US income .... has contributed to increased inequality", side 101 i Joseph E. Stiglitz, *The Price of Inequality*, 2013, Penguin Books

<sup>5</sup> Her er linken:  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech690.pdf>

likevel. Engstelsen hos Volcker og Greenspan om at finanssektoren tar altfor godt for seg av høyt kvalifiserte ressurser i samfunnet, blir ikke adressert i talen til Carney.

Den nye sjefen i Bank of England vil gjøre det lettere for banker å låne i sentralbanken, og også gjøre det billigere. "We are open for business", som han uttrykte det. En slik politikk står i klar kontrast til hans forgjenger Mervyn Kings som var engstelig for incentiver til økt risikotaking av bankene.

Som motytelse vil Mark Carney legge til rette for at banker, som andre foretak, går konkurs. Dog således at virksomheten kan fortsette ved at långivere må godta at deres fordringer gjøres om til egenkapital når aksjene nærmer seg null i verdi. "Bail-in" som det kalles, skal erstatte "bail-out".

Hvilket betyr at långivere snarere enn skattebetalere må sørge for oppkapitalisering av fallerende banker. Men, sier Martin Wolf i

Financial Times, om en slik operasjon fører til at bankene demper sine utlån for å bedre balansen, vil virkningene for samfunnet være ødeleggende.

Carneys påstand om at "... a vibrant financial sector brings substantial benefits", blir imøtegått av forskere i Bank for International Settlements (BIS), hevder Wolf. En stor finanssektor vil fortrenge annen og for samfunnet mer produktiv virksomhet. Den sterke veksten i finans siden 1980 har ikke gitt noen tilsvarende økonomisk gevinst.

"Jeg beundrer hans mot", runder Wolf av, og legger til: "Of his wisdom, I have doubts."

Det har jeg også. De gamle er eldst.

8. november 2013

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