

Working Paper Series 4/13

BANK OG FINANS
– HVA HAR HENDT?
OG HVA HAR VI LÆRT?

Arne Jon Isachsen CME/BI

April 2013



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

Bank og Finans – Hva har hendt? Og hva har vi lært?

Arne Jon Isachsen

April 2013

SAMMENDRAG:

Verdien av bank og finans må sees i lys av i hvilken grad virksomheten her bidrar til mer veldrevne bedrifter, og til at sparerne får en sikker og grei avkastning på sine midler. Regulering av banker bør ligne på regulering av vannverk og andre "utilities". Med vekt på kvalitet, sikkerhet og kostnadseffektivitet. Kapitalmarkedenes virkemåte underminerer kapitalismen og hemmer nasjonenes velferd. Økonomifaget må ta sin del av ansvaret, med sin ensidige fokusering på aktører som gjør sin gjerning i sterile og virkelighetsfjerne modeller.

"...there is no such thing as liquidity of investment for the community as a whole".

John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, 1936

Innhold

1.	Innledning	3
2.	Utviklingen av bank- og finansvesen de siste tre-fire tiår	4
3.	Noen ubehagelige sannheter om bank- og finansvesenet	21
4.	Forskning og utdanning i samfunnsøkonomi og finansiell økonomi – preg av "academic capture"?	30
5.	Hva slags reguleringer trenger finansmarkedene og hvordan få dem på plass?	42
6.	Hva om folk i finansbransjen fikk bestemme trafikkreglene?	53
7.	Oppsummering og avsluttende kommentarer	54
	Referanser	57

1. Innledning

I januar 1961, tre dager før han gikk av etter åtte år som USAs president, advarte Dwight D. Eisenhower mot makten til det militære-industrielle kompleks.

”In the councils of government, we must guard against the acquisition of unwarranted influence, whether sought or unsought, by the military-industrial complex. The potential for the disastrous rise of misplaced power exists and will persist.”

Da Bill Clinton gikk av 40 år senere ville det ikke vært upassende med en tilsvarende advarsel mot makten til de store, amerikanske bankene og aktører i finansvesenet for øvrig. Noen slik advarsel kom ikke. Snarere tvert imot. Bill Clinton har sin del av ansvaret for finanskrisen USA senere fikk. Under hans åtte år som president ble bankene oppfordret til å yte lån til fremtidige huseiere med dårlig kredittverdighet. Mer alvorlig, under Clinton ble Glass-Steagall loven av 1933 som skilte skarpt mellom risikofylt ”investment banking” og mer tradisjonell bankvirksomhet, opphevet. Resultatet var økende risikotaking i bank- og finansvesenet, gjerne tildekket ved nye finansielle instrumenter, der de som endte opp med å bære ulike typer risikoer, ofte ikke forstod hva slags risiko de pådro seg.

Med fravær av alvorlige bankkriser over mange tiår var det ikke lenger behov for så strenge reguleringer. Slik argumenterte bankene og deres lobbyister. Et underlig resonnement. Om årsaken til et stabilt bank- og finansvesen lå i hensiktsmessige reguleringer, hva ville skje om reguleringene ble lempet på? Det vet vi nå. Konkursen til Lehman Brothers i september 2008 ville neppe ha hendt om lover som begrenset finansforetaks virksomhet, ikke var blitt opphevet.¹

I etterkant av denne krisen forventet professor Joseph Stiglitz ved Columbia University at man røsket kraftig opp i regelverket for bank- og finansvesen verden rundt. Basel 3 som ble vedtatt i fjor, og som skal implementeres i årene fremover, innebærer en videreutvikling av et detaljert regelverk. Resultatet er større kompleksitet med tilhørende manglende oversikt. Eller hva skal man si når vår egen DNB fremstår som den best kapitaliserte banken i Norden målt etter egenkapitalandelen, men som en temmelig svak bank målt etter risikovektet egenkapital, der bankene beregner risikovektene selv?²

Hva gjelder finanskrisen betydning for undervisningen i samfunnsøkonomi, forventet professor Bradford DeLong ved Berkeley University at den vil bli dreid bort fra modellbygging og effisiente markeder og mer i retning av økonomisk historie og adferdsstudier på mikronivå. Men det ser heller ikke ut til å ha skjedd. DeLong er engstelig for at undervisningen i hvordan en moderne økonomi fungerer, etter hvert vil bli tatt over av statsvitere og sosiologer. Og at akademiske økonomer blir sittende igjen med undervisning i teorien om logiske valg.³

¹ Finanskrisen i USA skal ikke ha skylden for EUs problemer med felles mynt. Disse problemene skyldes forskjeller i vaner og tradisjoner hva gjelder lav inflasjon og orden i de statlige finansene, samt manglende vilje og evne i banker og andre finansinstitusjoner til å prise landrisiko.

² Se artikkel i *Dagens Næringsliv* 21. mai 2012 av Thor Chr. Jensen, ”DNB best og verst”.

³ Se ”Economics in Crisis” av Bradford DeLong, *The Economists’ Voice*, May 2011.

Notatet er organisert slik: I neste avsnitt ser vi nærmere på noen trekk i utviklingen av bank- og finansvesen de siste tre-fire tiår. Derneft peker vi på noen ubehagelige sannheter om dette vesenet. Avsnitt fire tar for seg utdanningen i økonomi og finans. Derneft diskuteres veien videre: Hva slags reguleringer trenger finansmarkedene og hvordan få dem på plass? Einsteins anbefaling om å gjøre alt så enkelt som mulig, men ikke enklere, er en god rettesnor her. Sjetten avsnitt tar for seg hvordan trafikkreglene ville ha vært om finansfolk fikk ansvar for dem.⁴ Til syvende og sist, en oppsummering av det hele og noen avsluttende refleksjoner.

2. Utviklingen av bank- og finansvesen de siste tre-fire tiår

"The purpose of finance is to serve the real economy". Punktum. Det slår *Finance Watch* fast, en institusjon ("public interest association") etablert i april 2011.

Det er primært fire oppgaver et finansvesen skal løse for å tjene det samfunnet det selv er en del av, på en god måte:

- Bankene skal *ta imot innskudd fra allmennheten*, som vi sier i Norge. Hensikten er å gi de som sparer trygghet for sine innskudd og en rimelig god avkastning. Tre forhold må avveies mot hverandre ved kjøp av finansielle instrumenter mer generelt: Forventet avkastning; risiko; og likviditet, dvs. hvor raskt og enkelt et aktivum kan gjøres om til penger.
- Banker og andre finansforetak skal videre *låne ut midlene* som de tar i mot, eller selv låner opp. Med en relativ stabil innskuddsmasse kan kortsiktige bankinnskudd anvendes til langsiktige utlån. En sentral del av verdiskapningen til bank og finans ligger i evnen man har til å velge ut de rette låntakerne og å prise utlånene riktig. Velges feil låntakere, og/eller prises lånene feil, betyr det at flere dårlige og ulønnsomme prosjekter blir realisert på bekostning av gode og lønnsomme prosjekter. Det innebærer privatøkonomiske så vel som samfunnsøkonomiske tap.
- En tredje oppgave som bankene har, er å *sørge for betalingsformidlingen*. Det er etter hvert blitt en temmelig avansert oppgave rent teknologisk, jf. nettbank og bankkort og slike ting. I praksis veltes mer av arbeidsoppgavene over på kunden. Behovet for bankfolk reduseres. At betalingsformidlingen fungerer løpende, er helt avgjørende for at samfunnet tikker og går. Sannsynligheten for et helt eller delvis sammenbrudd av betalingsformidlingen kjenner vi ikke. "Knightian uncertainty" kalles det. Etter Frank Knight, en kjent økonom, som på 1920-tallet fremhevet skillet mellom risiko – begivenheter vi ex ante kjenner eller kan anta sannsynlighetsfordelingen for – og genuin

⁴ I arbeidet med dette notatet har jeg hatt stor nytte av å presentere en tidligere versjon av det på seminar i Finansdepartementet, Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå. Videre har Morten Baltzersen, Per Botolf Maurseth, Thomas Ekeli, Tom Arild Fearnley, Roger Hammersland, Charlotte Høegh Haugen, Arild Lund, Lars Løddesøl, Thorvald Grung Moe, Trude Myklebust, Øystein Sjølie, Arent Skjæveland, Dag Einar Sommervoll, Bent Arne Sæther og Håkon Tretvoll gitt skriftlige merknader. Stefanie Fernandez og Arne Fredrik Lyshol har hjulpet meg med redigeringen av notatet. Stor takk til alle. Ansaret for gjenværende feil og mangler er mitt alene.

usikkerhet som gjelder begivenheter vi ikke har noe kunnskap om sannsynligheten for vil inntreffe.

- Mange finansielle instrumenter *omsettes i annenhåndsmarkedet*. Det gjør slike instrumenter mer likvide. I tillegg bidrar annenhåndsmarkedet til en kontinuerlig prising av de ulike selskapene (ved omsetning av aksjer) og av deres kredittverdighet og lånekostnad (ved omsetning av obligasjoner). Prisingen her gir verdifull informasjon. Som vi senere skal se, gav prisingen som markedet gjorde av bankaksjer før finanskrisen, en adskillig bedre pekepinn på hvilke banker som ville få problemer enn kapitaldekning basert på risikovekting av bankenes aktiva. Og prisingen av statspapirer i perioden 2002-2007 gav liten eller ingen informasjon om euroland som senere ikke kunne betjene sin gjeld. Omsetningen i annenhåndsmarkedet gjør det også mulig kjøpt å omfordele risiko.

Videre er det viktig at disse oppgavene løses på åpne, sikre og kontrollerbare måter.

BOKS 1: FINANCE WATCH OG INSTITUTE FOR NEW ECONOMIC THINKING

I USA stod finansvesenet for åtte prosent av BNP i 2010, mot bare tre prosent i 1950.⁵ Bak disse tallene ligger en kraftig økning i inntektene til dem som jobber i bank og finans. På 1950- og 1960-tallet var lønningene i amerikanske investeringsbanker på samme nivå som i næringslivet for øvrig. I løpet av de neste tre årerne dro de ansatte her kraftig fra. Så kraftig at de på slutten av 2000-tallet tjente nær fire ganger mer i gjennomsnitt enn folk i andre bransjer.⁶

Særlig for dem på toppen tok utviklingen helt av. Da John Paulson gikk av som sjef for investeringsbanken Goldman Sachs for å bli USAs finansminister, gikk inntekten hans kraftig ned. For hver dollar han tjente i sin nye jobb, hadde han tjent mer enn hundre dollar i sin gamle jobb.

Bemerk videre at høye lønninger i bank og finans – og en økende andel av BNP i denne sektoren – ikke var til hinder for finanskrisen. Snarere motsatt. Incentiv- og belønningssystemet i bank og finans oppmuntret til atferden som førte til krisen.⁷

Finance Watch er en motvekt mot finansvesenets lobbyvirksomhet. Om lag tyve akademikere og spesialister i finans arbeider i Finance Watch, som allerede har rukket å gjøre seg bemerket. Over 40 organisasjoner fra et dusin land står bak.

⁵ Se "Promises that proved ultimately empty", av John Grapper, i *Financial Times*, 10. januar 2012.

⁶ Thomas Philippon og Ariell Reshef (2009), "Wages and human capital in the U.S. financial system", NBER, Working paper 14644.

⁷ Som andel av BNP steg inntekt i bank og forsikring i USA fra 2,3 prosent i 1947 til 7,9 prosent i 2006. Dyktigheten til folk i finansbransjen, sier Alan Greenspan, "... in directing scarce savings into real productive capital investments", forklarer de høye inntektene her. Men finanskrisen er vel et bevis på det motsatte? At mye av sparingen gikk til finansiering av lite produktive prosjekter. Se Greenspans artikkel "The Crisis", i *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010, side 201-261.

I juli 2011 startet Finance Watch en egen serie, "Private interest dressed in public sector clothes". I korte policy-notater vil man her avdekke uholdbar argumentasjon fra finansvesenets side.

En annen nyskapning i samme gate er INET – *Institute for New Economic Thinking* – som bl.a. den kjente investoren George Soros står bak. Hensikten med INET er å åpne opp for og å inspirere til nytenkning innen økonomifaget. I april 2012 hadde dette instituttet en konferanse i Berlin om finanskrisen.

Felles for Finance Watch og INET er en bekymring for et bank- og finansvesen som har mistet gangsynet: De som jobber der, tror at vesenet er til for dem, snarere enn for samfunnet.

Hva har hendt i finansmarkedene de siste tre-fire tiårene? Hvorfor? Og hva har konsekvensene vært. Vi anlegger et fugleperspektiv. Hensikten er å få tak i de sentrale trendene og å se hvordan de har virket sammen.

Sjeføkonomen i IMF så hva som kom

Hver høst inviterer Federal Reserve Bank of Kansas City ledende sentralbankfolk og akademikere til en konferanse i Jackson Hole i Wyoming. I august 2005 holdt daværende sjeføkonom i IMF, Raghuram G. Rajan, foredraget: *Has financial developments made the world riskier?* I motsetning til de øvrige deltakerne, som stort sett var i festhumør – både for å feire Alan Greenspan som hadde et halvt år igjen av sine mer enn atten som sjef for Fed, og for å gratulere seg selv med hvor godt alt gikk (stod ikke The Great Moderation på trappene som et nytt forskningstema?) – var budskapet som Rajan fremførte, temmelig dystert. Man kunne ikke utelukke "a catastrophic meltdown" av det finansielle systemet, hevdet han. For riktig å gni det inn la han til:

"Perhaps Chairman Greenspan should be faulted for allowing only two mild recessions during his tenure."

I ettertid kan man ikke annet enn å gi seg over. Ikke over at sjeføkonomen i IMF fikk rett i sin dystre spådom. Men over at han fikk rett av de rette grunner.⁸

Rajan, som nå er professor ved University of Chicago, trakk frem tre forhold som har bidratt til krisen og som har virket gjensidig forsterkende: Tekniske fremskritt; deregulering; og institusjonelle endringer.

Begrepet *tekniske fremskritt* inkluderer, i tillegg til IT-revolusjonen, "financial engineering" som verdipapirisering med tilhørende nye finansielle produkter. Med god betalingsevne og med forventet god avkastning av nye produkter har finanshus bydd opp lønningene til såkalte "quants", dvs. matematiske talenter som utvikler finansielle produkter snarere enn å jobbe i industri eller romfart.

⁸ William White i BIS var også tidlige med advarsler om en kommende krise. Se hans Working Paper No 147 fra februar 2004, skrevet sammen med Claudio Borio, "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes".

Deregulering hadde gitt rom for økt konkurranse mellom finansielle foretak, der skillet mellom investeringsbanker og vanlige forretningsbanker i stor grad ble visket bort. I begrepet deregulering kan man også legge den økende konkurransen mellom de ulike handleplassene, eller de ulike børsene. Etter hvert ble de organisert som private foretak hvis formål er å tjene penger. Preget av å være "utility" – dvs. en institusjon eller foretak som skal tjene noe bredere interesser enn bare å sikre eierne størst mulig avkastning – ble mindre fremtredende.

Hva gjelder *institusjonelle endringer* peker Rajan på fremveksten av nye institusjoner som hedge funds og private equity funds. Også sentralbankers økende fokus på inflasjonsstyring har hatt institusjonelle konsekvenser: En sentralbank hvis oppgave det er å holde lav og stabil takt for prisstigningen, trenger større autonomi, dvs. lenger avstand til de politiske myndighetene.

En konsekvens av tekniske fremskritt og deregulering er tiltakende globalisering. Noe så intimt som kredittrisiko blir nå handlet over landegrensene, konstaterer Rajan, uten at den som tar risikoen, nødvendigvis er informert. Resultatet er at mange ikke vet hva slags risiko de selv sitter på. Generelt ble risiko kraftig underpriset, mente Rajan. Mange trodde den var diversifisert bort.

I mai 2012 ble den manglende risikostyringen igjen belyst: Den antatt best styrte storbanken i Amerika, JP Morgan, gikk på et tap på to milliarder dollar som senere ble oppjustert til nærmere seks milliarder dollar, tilsvarende hele overskuddet i første kvartal. Et stort tap. Men ikke avskrekkende i betydningen av å sette bankens videre drift i fare. Det alvorlige var at pressen – og ikke folkene i JP Morgan selv – avdekket tapet som det tok uker før ledelsen fullt ut forstod hvordan hadde inntruffet og maktet å tallfeste.

Feil incentiver fører til økt risikotaking ...

I etterkrigstidens USA, frem til slutten av 1970-tallet, var virksomheten i bankvesenet temmelig tradisjonell. Bankfolk, het det seg, trengte ikke å være smarte, bare de var sikre, dvs. drev sin bank på robust og skikkelig vis. I et strengt regulert bank- og finansvesen preget av lite konkurranse – amerikanske banker kunne ikke ha filialer i andre delstater enn der de selv hørte hjemme – var det ikke mye rom for kreative løsninger. Banksjefer levde lykkelig etter 3-6-3 regelen: Man betalte tre prosent i rente på innskudd, lånte ut til seks prosent, og dro av sted for å spille golf klokken tre om ettermiddagen.

På 1970-tallet sluttet bank og finans å være kjedelig. Tekniske fremskritt, deregulering og institusjonelle endringer skapte nye muligheter.⁹ Her var rom for kreative løsninger.

Hvordan incentivene utformes er av betydning for atferden, dvs. for hvilke muligheter som realiseres. Hva er bra for meg? Hva er bra for banken jeg jobber for? Hva er bra for kunden? Og hva er bra for samfunnet? Ettersom interessene til den enkelte bankmann og – kvinne; til banken som sådan; til kunden; og til myndigheten neppe er helt sammenfallende, blir spørsmålet hvis interesser som vil dominere når incentivene utformes.

⁹ For en diskusjon av finansielle innovasjoner og av utviklingen i de amerikanske finansmarkedene på 1980-tallet, se *Produktutvikling i finansmarkedene* av Arne Jon Isachsen og Ivar Strompdal, Tano, 1988.

Bankens ledelse – i liten grad eierne eller aksjonærene – stod for utformingen av incentivene.¹⁰ Som derfor i stor grad kom til å tjene ledelsen (eller ”management”) sine interesser. Bonus, opsjoner på kjøp av aksjer etc. ble en viktig del av inntekten til banksjefer og andre i sentrale stillinger som tidligere i hovedsak hadde gått på fast lønn. I USA blir styrets rolle som motvekt til ledelsen underminert i mange selskaper ved at styreformann og administrerende direktør (CEO) ofte er samme person.¹¹

Ved solide overskudd blir bonusen god. Ved underskudd uteblir bonusen, men uten trekk i lønn. Liten ”downside” og stor ”upside” er en invitasjon til økt risikotaking. Videre ble bonus gjerne beregnet på bakgrunn av årets resultat. Om inntektene ved prosjektet bokføres i år, mens eventuelle tap kommer senere, gir det bankens ledelse ytterligere incentiv til gambling med andre folks penger.

For dem som arbeidet med formuesforvaltning var det – og er det – vanlig å bli målt mot en indeks. Med et slikt utgangspunkt er det fristende å ta såkalt ”tail risk”, dvs. inngå forretninger der sjansen for tap er liten, men der tapet – om det inntreffer – er betydelig. Det klassiske eksemplet her er salg av Credit Default Swaps (CDS). En CDS er en kredittforsikring på en obligasjon. Om utstederen av obligasjonen betjener sin gjeld, har selgeren av CDS en hyggelig inntekt og ingen utgift. Om derimot utstederen av obligasjonen ikke kan gjøre opp for seg, må selgeren av CDS-en tre inn og betale i stedet.

For en formuesforvalter som måles mot en standard indeks, fortøner salg av CDS-er seg fristende; går det bra, vil han lett slå indeksen han måles mot. Det gir bonus – eller penger i egen kasse. Går det dårlig, taper investorene hvis penger han forvalter. I september 2008 lå AIG, verdens største forsikringsselskap, an til å gå konkurs fordi selskapet hadde solgt CDS-er i bøtter og spann og således forsikret obligasjonsgjeld på mange titalls milliarder dollar. Myndighetene i USA gikk inn og reddet AIG.

”Nakne” CDS-er ble det etter hvert et marked for, dvs. man kjøper kredittforsikring uten å eie den underliggende obligasjonen. Det hele blir som et veddemål på hvorvidt et foretak vil klare seg eller ikke. Et instrument som er ment å ta ned risiko, anvendes i stedet til å ta risiko. George Soros og mange med ham vil ha forbud mot slike ”nakne” posisjoner. Selv om spekulantenes handel gir bedre likviditet i instrumentet, mener Soros at nakne CDS-er gjør med skade enn gagn.

... det gjør tiltakende verdipapirisering og lave renter også

Verdipapirisering (”securitization”) av poster på bankenes aktivaside trekker i samme retning; det blir mer fristende å ta risiko. Hvorfor det?

¹⁰ I henhold til Dodd-Frank Act som ble vedtatt av Kongressen i 2010, skal aksjonærene ha anledning til å si sin mening om avlønning av bankens ledelse. Men deres uttalelse er ikke bindende. Således kunne Citigroup vedta sin ”pay plan” i 2012 til tross for at 55 prosent av aksjonærene stemte i mot eller unnlot å stemme. Se intervju med Bob Monks, en aktiv aksjonær og ”corporate governance adviser”, i *Financial Times*, 28. oktober 2012. Monks sier videre at ”management picks the board, the compensation committee and the compensation consultants.” Eierne blir overkjørt av ledelsen. Agenten er blitt prinsipal.

¹¹ NBIM har tatt konsekvensen av dette. Som aksjonær i andre selskaper har NBIM som klar policy å stemme for forslag om at styreformann ikke også er CEO i selskapet.

Verdipapirisering innebærer at man pakker sammen utlån og selger dem ut. Rent konkret lages obligasjoner basert på den kontantstrømmen de aktuelle utlånene forventes å gi. Disse obligasjonene, ofte i form av CDO-er (Collateralised Debt Obligations), selger banken etter først å ha lagt utlånene som de er basert på, over i et eget selskap. Med inntektene fra salget av obligasjoner kan banken øke sine utlån.

Vel vitende om at andre tar over kredittrisikoen når utlån verdipapiriseres og selges ut, tar man lett litt lettere på kredittvurderingen av det enkelte lån. Folk får lån som ikke burde fått det. De som har kjøpt slike CDO-er, dvs. lånt bort pengene sine, kan eventuelt forsikre seg mot mislighold på CDO-er ved å kjøpe CDS-er på dem.

Men vil ikke ratingbyråene ta affære? De har jo som jobb å vurdere kredittverdigheten av obligasjonene som banken selger basert på sine utlån. Det kan virke som om ratingbyråene ikke fullt ut tok innover seg at bankene ofte var slappere med kredittvurdering av lån der planen var i etterkant å verdipapirisere disse lånene og således ta dem ut av egen balanse. Ettersom ratingbyråene betales av bankene, og bankene gjerne vil ha god rating av sine obligasjoner, kan det tenkes at man ofte gav for god rating av slike papirer. Subprime-krisen i USA er en konsekvens av dårlig kredittvurdering. Banker og ratingbyråer har begge sin del av skylden for dette.

Sammenfatningsvis har endrede incentiver for ledelsen i bank og finans, i samvirke med verdipapirisering og andre, nye finansielle produkter, virket som drivere for bank og andre finansinstitusjoner til å ta mer risiko. De lave rentene vi har hatt siden tidlig på 2000-tallet, trakk i samme retning. Stikkordet her er jakt på avkastning.

Når renten på statsobligasjoner ligger på nivå med inflasjonen, og folk gjerne vil ha positiv realavkastning av sine oppsparte midler, inviterer det til økt risikotaking. Når flere tar mer risiko – ved for eksempel å kjøpe CDO-er – stiger prisen på slike papirer, og kravet til avkastning går ned. Det blir lettere å låne for dem som baserer sin funding på CDO-er. En selvforsterkende prosess er på gang der risikotakingen i samfunnet går langt over støvleskaftene.

BOKS 2: FELLES MYNT, INCENTIVER OG ATFERD

Historien om felles mynt i Europa er en trist historie. Hvorvidt Hellas – og kanskje også andre Club-Med land – trer ut av pengeunionen og tar tilbake sine gamle valutaer, kan vi ikke si med sikkerhet i dag. Hva vi kan si med sikkerhet, er at forarbeidet til Den økonomiske og monetære unionen (ØMU) i Europa, var for dårlig. En stor svakhet med dette forarbeidet var at atferden i finansmarkedene, etter innføring av felles mynt, ikke ble studert og forstått godt nok. Søren Kierkegaards observasjon om at vi lever forlengs, men forstår baklengs, gjelder her. Nå – i ettertid – er det lett å se hva som skjedde. Med felles mynt fikk bank- og finansvesen nye muligheter og nye incentiver. Det skapte endret atferd. En atferd som ikke var bærekraftig over tid.

Med én valuta – euro – er det rom for bare én styringsrente. Den fastsettes av Den europeisk sentralbanken i Frankfurt (ECB). Hvor godt ville denne felles renten passe for de ulike eurolandene? Kilovis av bøker og artikler ble viet dette spørsmålet. Hva som ikke ble viet særlig oppmerksomhet, var hvordan bankvesenet ville oppfatte situasjonen; hvordan aktørene ville vurdere ulike former for risiko etter innføring av felles mynt; og hvorvidt markedet ville fortsette med å sende kraftfulle signaler til land som førte en vettløs økonomisk politikk.

Før innføring av felles mynt hadde renter og valutakurs gitt signaler om at utviklingen gikk i en ikke-bærekraftig retning. Var inflasjonen for høy eller veksten i de offentlige utgiftene for stor, steg rentene, og valutakursen falt. Det ble dyrere å låne, men lettere å selge sine varer og tjenester til utlandet. Begge deler bidro til en bedre balanse i økonomien.

For land med felles mynt er det pr. definisjon ingen valutakurs disse landene imellom. Med felles sentralbank har det enkelte land heller ingen egen rente. Hvordan da få signaler fra markedet om at et land må legge om kursen? Jo, i traktaten som lå til grunn for innføring av euro, het det at hvert enkelt land alene skulle ha ansvar for betjening av sin statsgjeld. Om et lands statsgjeld økte kraftig, burde markedet skjønne at risikoen steg for at denne gjelden ikke ville bli betjent. I så fall måtte man forvente et påslag i renten.

Men om markedet var temmelig overbevist om et ECB og andre EU-institusjoner ville komme til unnsetning om et euroland fikk problemer med betjeningen av statsgjelden, da ble det ingen risikopremie. Slik var bildet frem til høsten 2008. Og en løssluppen politikk, som tidligere ble straffet med høyere rente i forventningen om en svekket valuta, kunne fortsette lenger.

Om en porteføljeforvalter kan få 20-30 punkter mer i rente ved kjøp av greske statsobligasjoner enn av tyske, blir det fristende å kjøpe slike papirer. Sjansen stiger for å slå indeksen han måles mot, hvilket borger for en pen bonus når året er omme. Om "alle" i markedet fremholder at Hellas klart vil bli berget om landet skulle få problemer med betjening av statsgjelden, er det ingen grunn for vår porteføljeforvalter til ikke å plukke opp 20-30 punkter ekstra.

I analysene som lå til grunn for innføring av felles mynt, opererte man svært sjelden med en eksplisitt modellering av banksektoren. Når bankene beveget seg i flokk og så bort fra landrisiko, ble konsekvensen at den greske stat fikk altfor lett tilgang på altfor mye lån til altfor lav rente altfor lenge. Og farten i den utforbakken som Hellas allerede befant seg i, økte.

Teorien som felles mynt bygget på, tok ikke innover seg aktørenes tenkemåte, incentiver og atferd. *I stedet var teoretikerne opptatt av hvordan aktørene i modellene som de utviklet, ville te seg.* Når aktørene i disse modellene var rasjonelle, fremoverskuende og utnyttet all tilgjengelig informasjon på en god måte – i tillegg til at de kun tenkte på investorenes beste og ikke på egen bonus – fanget de ikke opp den virkeligheten som etter hvert åpenbarte seg.

Risiko og genuin usikkerhet er to forskjellige ting

Problemet med CDO-er og CDS-er er ikke deres blotte eksistens, men den feilaktige prisingen og bruken av dem. Som det heter i en artikkel i *The Economist*:

”The real problem with CDOs that blew up was that they were stuffed full of subprime loans but treated by banks, rating agencies and investors as though they were gold-plated.”¹²

Om den enkelte formuesforvalter måles opp mot hvor godt andre forvaltere i bransjen gjør det, blir det fristende å følge trender. Når mange hiver seg på trender – til forkleinselse for egne, selvstendige analyser og vurderinger – kan priser på verdipapirer bevege seg bort fra fundamentale verdier. Vi må skille mellom volatilitet rundt en trend, og usikkerheten i trenden i seg selv, minner professor Edmund Phelps ved Columbia University om.¹³ Den genuine usikkerheten rundt trenden har folk i finansbransjen lite tak på. Blant annet fordi den er vanskelig målbar. Instrumentene ble så kompliserte at man ikke skjønnte hvilke risikoer som lå i dem. Det gjaldt ikke bare norske kommuner, men det store flertall av aktører i finansmarkedene.

Låner en bank ut penger til noen som aldri skulle hatt lån, og pakker lånet sammen med andre like dårlige lån, for så å selge hele pakken i markedet til en god pris – ja, da er det noen som ikke har forstått hva de har kjøpt. Hvor er barna mine? sier den ansvarlige pappaen. Hvor er risikoene mine? burde eiere av obskure finansielle produkter lure mer på.

Heller ikke folk i IMF tok poenget. Finansmarkedene kunne man trygt overlate til å regulere seg selv, sa man i 2006, fordi

”...the dispersion of credit risk by banks to a broader and more diverse group of investors... has helped make the banking and overall financial system more resilient...(and)... the commercial banks less vulnerable to ... shocks”¹⁴

Når krisen inntreffer og ”alt” stuper, vil mye av den diversifiseringseffekten man i utgangspunktet hadde regnet med – og regnet på – utebli. Samvariasjonen mellom avkastning på ulike papirer målt over et par tiår eller mindre, er ikke noe solid grunnlag for risikovurderinger. Den underliggende risikoen, skulle det vise seg, var mye større enn det man klarte å fange opp i modeller som strakk seg altfor få år tilbake i tid.

Et siste poeng som har med risiko og usikkerhet å gjøre, er skillet mellom mikro og makro. Den enkelte kan forsikre seg mot konsekvensene av et skip som forliser. Men regningen for det

¹² Se side 5 i *The Economist*, 25 February 2012, ”Playing with fire”, Special Report. Financial Innovation.

¹³ Edmund Phelps (2009), ”Uncertainty bedevils the best system”, i ”The Future of Capitalism”, utgitt av *Financial Times*, 12 May 2012.

¹⁴ Sitert fra Robert Skidelsky, 24 October 2011, ”Recovery before Reform”, Project Syndicate. For egen del legger professor Skidelsky til: ”It is impossible not to hear in such nonsense the cocksure drumbeat of Money Power, which has never failed to identify the public interest with its own.”

materielle tapet som forliset forårsaker, kan samfunnet som helhet ikke stikke fra.¹⁵ Det realøkonomiske tapet er der uansett forsikring.

Paul Volcker med drepende kritikk...

I august 1979 tok Paul Volcker over som sjef for den amerikanske sentralbanken. Da var den årlige prisstigningstakten på godt over ti prosent. Volcker utropte inflasjon til fiende nummer én. I løpet av få år gikk inflasjonen ned til tre-fire prosent. Som rådgiver til president Obama, i en alder av over åtti år, gjør Volcker seg stadig bemerket. I et intervju i Wall Street Journal i desember 2009 legger han ikke fingrene imellom når finanskrisen skal diskuteres.¹⁶

Alt pratet om at "financial-services executives" viser ansvarlig lederskap, tar den tidligere sjefen for Fed ikke mye for. I lys av krisen som finansvesenet har påført økonomien undrer Volcker på hvorfor ingen toppsjefer går imot "the huge compensation practices". Går det an å rake inn store bonuser, etter først å ha mottatt fete lønninger, når den virksomheten man har drevet, har bidratt til å kjøre hele økonomien i grøfta?

Om de "vidunderlige innovasjonene" i finansmarkedene har Volcker dette å si:

"... credit default swaps and collateralized debt obligations ... took us right to the brink of disaster. Were they wonderful innovations that we want to create more of?"

I intervjuet med Wall Street Journal refererer Volcker til en samtale han nylig har hatt med en Nobelprisvinner i økonomi. Volcker spør denne Nobelprisvinneren, som har vært en helt sentral aktør innen "financial engineering", hva finansielle innovasjoner har gjort for realøkonomien og for produktivitetsveksten. "It does nothing", svarer prisvinneren. Men hva *gjør* finansielle innovasjoner da, ville Volcker vite.

"...it moves around rent in the financial system – and besides, it's a lot of intellectual fun."

Trekker ut monopolprofitt. Og moro for dem som jobber i finansvesenet. Men hvorfor jobber de der, de mange matematisk så godt begavede? Fordi bank og finans etter hvert kunne betale dem så godt. Det er forklaringen jeg fikk av lederen for et stort, globalt fond. Og når de nå en gang satt der, de skikkelig smarte med god peiling på ligninger og statistikk, måtte de jo finne på noe mer spennende enn å klippe kuponger. Utvikling av nye finansielle produkter der tall fra fortiden brukes til å si noe om fremtiden, var hva mange av dem endte opp med. Eureka. Finansielle innovasjoner følger.

De "street-smarte", nemlig finansfolk med talegavene i orden, allierer seg med "the quants" med talltalent utover det vanlige. Resultatet er et finansvesen som eksploderer.

¹⁵ Noe tilsvarende gjelder for likviditeten. Så lenge markedet er rolig, er likviditeten av verdipapirer god. Men når de dårlige nyhetene kommer, og alle stormer mot utgangen, forsvinner den gode likviditeten. Og det på et tidspunkt da den enkelte kunne ha mest bruk for den.

¹⁶ Intervjuet ble gjort av Alan Murray og stod på trykk i Wall Street Journal den 14. desember 2009.

Hvordan kan det ha seg at finanssektoren står for 40 prosent av overskuddet i amerikansk næringsliv, undrer Volcker. Og hva skal vi si til at verdiskapning i denne sektoren, slik den måles i nasjonalregnskapet, har økt så kraftig de senere årene? Volcker liker ikke denne utviklingen. Burde vi ikke se til andre deler av næringslivet fikk glede av disse talentfulle folkene?

Gjennom 1950- og 1960-årene vokste økonomien jevnt og pent. Uten disse finansielle produktene. Og også 1980-årene var bra, sier Volcker, uten CDS-er og CDO-er. Vi hadde like god – om ikke bedre – økonomisk vekst da. Og systemet var langt mer robust. ”Jeg vet ikke om noe hendte som med ett gjorde finansielle innovasjoner til noe essensielt for økonomisk vekst.” Undrer han.

...men også med genuin nysgjerrighet

Eraj Shirvani, sjefen for ”investment banking” i Credit Suisse, er også med i intervjuet, om enn i statistens rolle. Han vil, naturlig nok, forsvare det etablerte. Og anklager Volcker for å hevde at finansielle innovasjoner er ”a bad thing”. Det var ikke det jeg sa, sier Volcker.

”I said that I have found very little evidence that vast amounts of innovation in financial markets in recent years have had a visible effect on the productivity of the economy.”¹⁷

Og legger til:

”Maybe you can show me that I am wrong.”

Paul Volcker har sine oppfatninger. Men lytter også gjerne til andre. Og er villig til å endre oppfatning om nye resonnementer kan overbevise ham om at verden er annerledes enn han i utgangspunktet tror. En ydmyk holdning. Som man kanskje ikke ville tiltenkt en tidligere sjef for verdens viktigste bank.

Volckers etterfølger som sjef i Fed kunne lært noe om ydmykhet av sin forgjenger. Hadde han det gjort, ville Alan Greenspan tatt foredraget til Raghuram Rajan i august 2005 langt mer på alvor. I stedet ble IMF's sjeføkonom nærmest latterliggjort ved denne anledningen.

”Kanskje kan du vise meg at jeg tar feil.” Volcker er nysgjerrig på virkeligheten. Han observerer. Og grunner over det han ser. Det er en induktiv tilnærming. I motsetningen til den deduktive. Der man fra gitte aksiomer og antakelser utleder forventet atferd. Som vi senere skal se, er økonomifaget preget av for mye deduksjon og for lite induksjon. Det er ikke bra.

Volcker vil ikke forby finansielle innovasjoner. Men han vil at slik virksomhet skal skje ”within a structure that will not put the entire world economy at risk”. På spørsmål om hvilken innovasjon i bank- og finansvesen som samfunnet har hatt størst nytte av, svarer Volcker, med et glimt i øyet, ATM – Automatic Teller Machine, eller minibank på norsk.

¹⁷ Professor Paul Krugman ved Princeton University og professor Joseph Stiglitz ved Columbia University – begge med en Nobelpris i økonomi på CV-en – er på linje med Volcker. De har vanskelig for å se at finansielle innovasjoner har bidratt til den økonomiske veksten. Se side 3 i *The Economist*, 25 February 2012, ”Playing with fire”, Special Report. Financial Innovation.

BOKS 3: INGEN VANLIG BANKMANN

Paul Volcker er ingen vanlig bankmann. Før han måtte slutte å røyke av helsemessige grunner, hygget han seg med rimelige sigarer – de til ti cent pr. stykke. Som Fed-sjef fløy han på turistklasse mellom New York og Washington D.C. Mange tilbud om godt betalte engasjementer i privat sektor etter sin tid som sjef i Fed takket Volcker nei til. I stedet har han søkt å tjene det samfunnet han selv er en del av. Blant annet ved å lede en kommisjon satt ned av FN for vurdering av korrupsjon i forbindelse med ”olje-for-mat-programmet” for Irak i Saddam Husseins tid. Og nå nylig som rådgiver for president Obama hva gjelder nytt regelverk for bankenes egenhandel i verdipapirer.

Andre har ikke vist tilsvarende måtehold. Særlig ille ut kom Fred Goodwin, tidligere sjef i Royal Bank of Scotland. Hans atferd i etterkant av finanskrisen ble for mye for dronning Elizabeth. Og Mr. Goodwin ble fratatt det ”knighthood” han tidligere var blitt tildelt.

John Kay: Fra ”trust” til ”trading” – og tilbake?

Storbritannias næringsminister, eller ”The Secretary of State for Business, Innovation and Skills”, er bekymret over hvorvidt britiske foretak investerer nok og om de evner å være innovative nok slik at næringslivet blir konkurransedyktig internasjonalt. Bare ved suksess på de internasjonale markeder vil britiske foretak ha tilstrekkelig inntjening til å møte fremtidens pensjonsforpliktelser og til å innfri øvrige langsiktige mål.

I juni 2011 spurte ministeren professor John Kay om han kunne lage en utredning om i hvilken grad *egenkapitalmarkedene* i Storbritannia bidrar til en ønsket utvikling. Tretten måneder senere lå utredningen på bordet. Den er en artig plante. Ingen komité som leverer en NOU-lignende rapport. Men en utgreiing laget av én mann – John Kay.¹⁸ Han kan å forske, som de sier på Toten, som professor ved London School of Economics. Han kan å skrive – som fast spaltist i Financial Times.

Konklusjonen er grei. Her er behov for endringer i kulturen. Finansmarkeder består av en samling løfter. Tillit må til for at slike markeder skal fungere. Det krever en annen finansiell verden enn den man har i Storbritannia nå.

Incentiver er viktig. Men folk lar seg motivere av mer enn penger – enn skjønt noen er kun drevet av penger, og mange av dem finner vi i finansvesenet. Kultur og normer har også betydning for incentiver og atferd, minner John Kay om. ”Identity Economics” er et relativt nytt forskningsfelt der man i velferdsfunksjonen legger inn at folk prøver å te seg slik at de etterlever normer de gjerne vil leve etter.

¹⁸ John Kay har hatt et Advisory Board i dette arbeidet og også et eget sekretariat. Haugevis av samtaler har vært ført med enkeltpersoner og med organisasjoner, og flere rundbordskonferanser har vært avholdt. Så selv om rapporten står i én manns navn, ligger et teamarbeid bak, der informasjon er hentet ute i felten og ikke bare bak skrivebordet.

John Kay er opptatt av betydningen kapitalmarkedene har for foretakene som trenger penger, og sparerne som stiller penger til disposisjon. Verdien av "financial intermediation", dvs. aktiviteter som setter sparer og investor i kontakt med hverandre, må sees i lys av i hvilken grad virksomheten her bidrar til mer veldrevne bedrifter, og til at sparerne får en sikker og grei avkastning på sine midler. Bank og finans har ingen egenverdi utover sitt bidrag til lønnsomme bedrifter og tilfredse sparere.

Et stort problem med dagens finansvesen er en stadig lenger "investment chain". Fond som investerer i andre fond, er et godt eksempel på dette. Det betyr at stadig flere tar borti pengene på veien fra sparer til investor. Hvorfor det? Fordi tillit er erstattet med handel. Hvorfor det? Fordi forvalteren er blitt erstattet av store finansforetak, og utstrakt handel med finansielle instrumenter gir disse foretakene betydelige inntekter. Fordi kulturen i slike foretak er så pengefokustert, blir handelen i finansielle instrumenter langt større enn hva samfunnet som helhet er tjent med.

Utstrakt handel i verdipapirer der en lang rekke mellommenn er involvert, krever ressurser og koster penger. John Kay vil kutte ned på "investment chains". En kjede der hvert ledd bruker tid og krefter på å kontrollere det foregående, ser Kay som et substitutt for tillit mellom den som eier pengene, og dem som forvalter dem. En god forvalter fokuserer på et lite utvalg av selskaper. Han lar seg ikke måle opp mot noen indeks. Det er den absolutte avkastningen han er opptatt av. Relasjonen til klienten som eier pengene, er preget av tillit og full åpenhet. Klienten, sier professor Kay, må være klar til tidvis å gjøre det dårligere enn indeksen for aksjemarkedet sett under ett.¹⁹ Diversifisering oppnår sparerer ved å spre sine midler over flere forvaltere med ulik profil. Forvalteren har et langsiktig perspektiv. Trading er ikke i fokus, men langsiktig verdiskapning.

Ikke overraskende trekker John Kay frem Warren Buffet som den henimot "perfekte forvalter". I tillegg til langsiktighet basert på nøye analyser, har Buffet tidvis også rollen som mentor for selskaper han går tungt inn i. Det betyr at han kan lytte til ledelsen og gi råd ved viktige beslutninger, samtidig som ansvaret for beslutningene er hos dem som driver selskapet.

Hensikten med aksjemarkedet er å gi avkastning til dem som sparer i aksjer og å forbedre ytelsene til selskapene. Med en klar målsetting for aksjemarkedet – og for finansmarkedene generelt – blir det enklere å vurdere nytten av finansielle innovasjoner. Gir slike innovasjoner bedre og mer stabil avkastning for sparerne? Bidrar de til at selskapene drives bedre?

Nye reguleringer av finansmarkeder består av flikking på det bestående. John Kay har en annen tilnærming. Han gjør seg opp en mening om hvilke oppgaver disse markedene skal løse, og hvilke interesser disse markedene skal tjene. Med det som utgangspunkt kan man lage egnede rammer og regler for virksomhet i bank og finans.

Sjefen for finanstilsynet i Storbritannia har ordet ...

Utviklingen av derivater dvs. finansielle instrumenter utledet av enkle papirer, mindre strenge reguleringer, lavere krav til egenkapital, og bankfolks overdrevne tro på seg selv, bidrog til økt

¹⁹ Bemerk at en indeks alltid overveker selskaper som er overpriset og underveker selskaper som er underpriset. Når markedet går ned, vil klienten beholde verdier, om forvalteren er dyktig.

risikotaking. Snarere enn å bidra til verdiskapning i samfunnet, endte bank- og finansvesen opp med å ødelegge verdier. Adair Turner, sjefen for Storbritannias finanstilsyn, sier det slik:

”Some financial activities...far from adding value in some complex though difficult to understand fashion, in fact created financial instability and produced economic harm.”²⁰

For bankene betød de nye instrumentene en frenetisk vekst i handelen med dem. I 2010 stod ”trading” – hovedsakelig i obligasjoner og valuta, med tilhørende derivater – for hele 80 prosent av overskuddet til de store bankene.²¹ Handel i annenhåndsmarkeder gir solide inntekter for banker og meglerhus, men skaper neppe de store verdiene for samfunnet.

BOKS 4: MERVERDI VED HANDEL I ANNENHÅNDSMARKEDER

Tenk på all handelen som skjer med en obligasjon fra den blir utstedt til den er innfridd. Hvilken merverdi for samfunnet skaper slik handel? Sikkert en god del, i det ulike aktører gjennom kjøp og salg av obligasjoner – og av derivater basert på obligasjoner – kan justere sin risikoprofil underveis og spesialisere seg i den type risikoer de er gode på.

Men ta på deg ørneblikket og se det hele ovenfra. En obligasjon er et løfte. Hvert år i ti år fremover skal du få seks kroner av meg. Det tiende året skal du få 106 kroner. Betal meg hundre kroner for dette løftet i dag, og du har en effektiv rente på seks prosent. Om dette løftet selges og kjøpes dusinvis av ganger i løpet av de ti årene det gjelder for, skapes det ikke mer i kupongrente eller i hovedstol. De seks årlige kronene står fast. Derimot loppes det av noen basispunkter hver gang papiret omsettes. Hvor mye tid og krefter er samfunnet tjent med går med til omsetning av dette løftet?

Med aksjer er det annerledes. Kjøp og salg av aksjer kan ende opp med at foretak får nye eiere. Som kan drive dem bedre. Men som professor Kay minner om, dersom sjefen av et stort foretak ser seg selv som forvalter av en portefølje med bedrifter som stadig skal reorganiseres, kan kortsiktig hyperaktivitet stenge for langsiktig verdiskapning.

”In the corporate sector, hyperactivity can be seen in frequent internal reorganisation, corporate strategies designed around extensive mergers and acquisitions, and financial re-engineering which may preoccupy senior management but have little relevance to the capabilities of the underlying business.” (Kay Review 2012, side 14)

Klart at likviditet i papirer er bra – at eieren raskt og sikkert kan gjøre en obligasjon eller en aksje om til cash. Men når investeringsbanker har to tredjeler og mer av sine inntekter gjennom handel i annenhåndsmarkedet, inklusive derivater, kan det bli for mye av en god ting.

²⁰ Se ”Promises that proved ultimately empty”, av John Grapper, i *Financial Times*, 10. januar 2012.

²¹ Grapper (2012) som refererer til beregninger foretatt av Boston Consulting Group.

... professor ved Stanford følger opp

Professor Anat R. Admati ved Stanford University har ved flere anledninger påpekt hvordan bankfolk – helt feilaktig – fremstiller konsekvenser av økte egenkapitalkrav.²² Når Josef Ackermann, sjefen i Deutsche Bank, hevder at mer egenkapital vil begrense bankenes evne til å yte lån, blander han sammen aktiva- og passivasiden. Egenkapitalen har med funding av banken å gjøre. Med mer kapital til disposisjon, dvs en større passivaside – det være seg egen- eller fremmedkapital – kan bankene øke sine utlån, dvs. ekspandere sin aktivaside.

Tilsvarende tabbe gjør bankforeningen i Storbritannia når den fremholder at økt egenkapitalkrav vil gjøre at britiske banker må sette til side 600 milliarder pund som ellers kunne vært anvendt som utlån til næringsliv og husholdninger. Egenkapitalen ligger ikke død på kistebunn. Eller hva skulle da Apple vært, som kun er finansiert med egne midler?

Professor Admati tar videre tak i påstanden mange kommer med om at banker *må* ha en avkastning på egenkapitalen på minst 15 prosent. Hvor tar de dette fra? Ingen som investerer i aksjer, har rett på noen på forhånd spesifisert eller lovet avkastning. Når gjeldsgraden for en bank går opp, stiger risikoen, og egenkapitalen vil forvente høyere avkastning. Sammensetningen av fundingen – passivasiden i bankens balanse – endrer seg. Men dermed er det ikke sagt at verdiskapningen i banken blir større.

En mulig konsekvens av høyere egenkapital til banker, er at mer kreditt formidles utenom banksystemet. Men det er langt fra opplagt at det vil gå slik. Med mer egenkapital er bankene mindre utsatte for konkurs. Alt annet like vil det gi reduserte fundingkostnader og større konkurransedyktighet. Dessuten – ville det være noen ulykke for samfunnet om finansieringen utenom bankene tok seg opp slik at bankenes markedsandeler gikk ned?²³

Professor Admati, og mange med henne, kan ikke annet enn stusse over hvordan bankfolk, like i etterkant av finanskrisen, på ny bevilger seg fete bonuser og deler ut dividende med begge hendene. Egentlig penger som myndighetene i USA langt på vei fremskaffet ved bevilgningen på 700 milliarder dollar i oktober 2008 da konkursen til Lehman Brothers var et faktum. Utbetaling av dividende skulle ikke vært tillatt før bankene har en adskillig mer solid egenkapitalbase enn hva tilfellet er i dag, er Anat R. Admatis mening.

For professor Admati er konklusjonen klar. Kravet til bankers egenkapital bør heves kraftig. Med én dollar i egenkapital bak fem dollar i utlån, dvs. en egenkapitalbrøk på tyve prosent, ville den krisen vi enda ikke er ute av, aldri funnet sted. Alan Greenspan er ikke uenig i det. I *Brookings Paper on Economic Activity*, April 2010, skriver den tidligere sentralbanksjefen i Amerika på side 211 dette:

²² Se for eksempel hennes "An Open letter to JPMorgan Chase Board of Directors" *Risk Magazine*, June 14, 2011.

²³ Nye kanaler for formidling av kreditt og nye institusjoner gjennom hvilke kreditt formidles, stiller krav til reguleringsmyndighetene.

"Had the share of financial assets funded by equity been significantly higher in September 2008, it seems unlikely that the deflation of asset prices would have fostered a default contagion much, if any, beyond that of the dotcom boom."

Sjefen for FDIC skriver bok

Høsten 1990 tapte Sheila Bair knepent for sin demokratiske motkandidat ved valg til Kongressen. Hun gikk i stedet inn i offentlig sektor der en serie spennende jobber stod for tur. Da finanskrisen var et faktum høsten 2008, var Sheila Bair sjef for FDIC, banksikringsfondet i USA. Og dermed i begivenhetenes sentrum. Siden Lehman Brothers kastet kortene, har FDIC bidratt til at mer enn tre hundre banker som trolig ville gått konkurs ellers, er tatt over av andre banker.

Sheila Bair er imidlertid kritisk til mange sider ved de redningsoperasjonene som ble iverksatt. Hun utdyper dette nærmere i boken *Bull by the Horns*, som kom ut høsten 2012, ett års tid etter at Sheila Bair hadde gått av som sjef for banksikringsfondet. Kulturen i finansverden var preget av grådighet og kortsiktighet, fremholder hun, og relasjonen mellom Washington og Wall Street var blitt for "cozy". Kravene man stilte til de store bankene da oppgjørets time kom, var for slappe. De slapp med andre ord for lett unna.

Sjefen for Fed i New York, Timothy F. Geithner, som senere ble finansminister, får mye av skylden for dette. Han sørget for at hjelpetiltak til bankene fortsatte gjennom 2009, etter at finanssystemet var blitt stabilisert. Han burde i stedet sørget for at udugelige ledere fikk sparken og forlangt raskere nedbygging av balansen til banker under avvikling.

Særlig Citigroup ble for pent behandlet av myndighetene. Etter Sheila Bairs oppfatning ble en "stresstest" skreddersydd for banken slik at den ikke trengte å hente inn så mye ny egenkapital, samtidig som den kunne beholde 50 milliarder dollar i skattefordel. At tidligere finansminister Robert Rubin – Geithners "mentor and hero", sier Bair – da var direktør i Citigroup, skadet neppe bankens interesser.

Litt om HFT

Ved *high-frequency trading (HFT)* gjør man bruk av kraftige datamaskiner og avanserte regneregler eller algoritmer for handel på børs. "Quants", talentfulle tallknusere, utvikler matematiske modeller for lynraske kjøp og salg av aksjer. I 2011 kunne om lag 60 prosent av all aksjehandel over børs i USA kategoriseres som HFT, mot 40 prosent i Europa.²⁴

Den 6. mai 2010 falt aksjemarkedet i USA med nesten ti prosent på få minutter. Fallet ble neppe utløst av high-frequency trading. Men slik handel bidrog til ukontrollert salg av aksjer og sørget således for at fallet ble raskere og dypere.

Folk som har lokaler tett innpå datamaskiner til børsen, kan ta fetere leie enn før. Hvorfor det? Fordi kortere fysisk avstand til datamaskinen som registrer all handel på børsen, innebærer

²⁴ Diskusjonen av HFT bygger på Special Report, Financial Innovation, i *The Economist* 25 February 2012, samt "Investing not betting", utgitt av *Finance Watch*, April 2012.

noen mikrosekunders fordel. Ved automatisert kjøp og salg av aksjer er det en fordel det er verdt å betale for.²⁵

En konsekvens av HFT er lavere bid-ask spread i markedet, dvs. forskjell mellom salgskurs og kjøpskurs er mindre. Tradisjonelt er det en indikasjon på bedre likviditet i markedet. Alt annet like må vel dette være en fordel, fremholder tilhengere av HFT.

Men alt annet er ikke likt, hevder de som ikke liker high-frequency trading. Ved HFT står ordren ofte bare i noen mikrosekunder. Algoritmen som brukes, gjør det mulig å trekke ordren raskt tilbake. Da blir det ingen handel likevel. HFT gir skinn av å bedre likviditeten i markedet, men realiteten er det motsatte.²⁶

Mer alvorlig, high-frequency trading kan brukes for å manipulere markedet. En vanlig strategi er såkalt "smoking". Man legger ut fristende "limit orders" for å trekke til seg tradere som er mindre kjenne – røyke dem ut. Så endrer man egne ordrer. Om motparten ikke er våken nok, kan man selv profitere på en slik strategi. Frykten for å bli lurt kan gjøre at seriøse investorer er mer tilbakeholdne med å legge ut sine ordre i markedet. Den reelle likviditeten i markedet reduseres.²⁷

I velfungerende annenhåndsmarkeder der prisingen av aksjer og obligasjoner skal reflektere fundamentale verdier, er det lite meningsfylt at mekanisk anvendelse av matematiske algoritmer skal bety så mye for prisingen.

Finance Watch oppsummerer det hele slik:

"Due to its very trading pattern, HFT has the natural, mechanical and systematic effect of distorting securities prices away from their fundamental values."²⁸

Om vi tar i betraktning at talentene til dem som lager disse algoritmene, kunne vært anvendt på langt nyttigere vis, blir det enda en grunn til å vurdere tiltak som begrenser high-frequency trading. Et enkelt grep kunne være å legge en ørliten avgift på ordrer som legges inn, eventuelt en avgift på ordrer som trekkes ut.

Investeringer i råvarer – eller bare ren spekulasjon?

Med investering forstår man i rapporten "Investing not betting" at en form for partnerskap etableres mellom foretaket som blir finansiert, og investorene som kommer opp med pengene. Avkastningen som investoren får – eller tapet han lider – er en funksjon av aktiviteter i realøkonomien. Før investor stiller penger til disposisjon, vil han bruke tid og krefter på å sette

²⁵ I foredraget "Financial arms races" som Bank of England's Andrew Haldane holdt i Berlin den 14. april 2012, i regi av Institute for New Economic Thinking (se Boks 1), finner vi en tabell som viser at tiden det tar å utføre en handel i aksjemarkedet har sunket fra om lag ti minutter på 1970-tallet til to minutter på 1990-tallet og til 250 mikrosekunder nå.

²⁶ Side 31 i "Investing not betting", *Finance Watch*, April 2012.

²⁷ Dette poenget skylder jeg Charlotte Høegh Haugen.

²⁸ Side 33 i "Investing not betting", *Finance Watch*, April 2012.

seg inn i de prosjekter pengene hans skal gå til. Dess mer illikvid plasseringen er, dess mer oppmuntres investor til å sette seg inn i sakene.

Spekulanten har en annen agenda. Han kjøper noe med sikte på om ikke så lenge å selge dette noe videre, i forventningen om da å få en høyere pris. Spekulanten har ikke til hensikt å bruke det han erverver seg.

*Fra investors synspunkt dreier likviditet seg om evnen til å gjøre om sin plassering til penger eller til en annen type aktivum en gang i fremtiden, uten tanke på kortsiktige prisfluktuasjoner. For spekulanten er det nettopp de korte prisbevegelsene som er i sentrum. Hva vil morgendagen bringe? Et sentralt element her er hva han tror om atferden til andre spekulanter og markedsaktører.*²⁹

Med et internasjonalt lavrenteregime de siste ti-tolv årene har jakten på avkastning ført til økt spekulasjon i råvaremarkedene. Spekulantene tar gjerne posisjon i fremtidsmarkeder, dvs. kjøper og selger råvarer for levering noen måneder frem i tid. Hensikten er å tjene penger på at prisen i disse fremtidsmarkeder beveger seg på en for spekulanten gunstig måte.

Uttrykket "å investere i råvarer" blir misvisende. Man har ikke noen som helst tanke på å ta i varene. Det hele er et null-sum-spill. Makter jeg å selge min fremtidskontrakt til en annen og til en høyere pris?

"Litt" spekulasjon i råvaremarkeder er bra.³⁰ Det gir mer likviditet og et ryddig prisbilde for fremtiden. Produsenter og konsumenter kan ha nytte av det. Man kan låse inn priser for fremtidig kjøp og salg og således ta ned risikoen for egne utgifter og inntekter. Men når spekulanter går i flokk inn i fremtidsmarkeder for råvarer og i stor grad dominerer dem, kan prisene her og nå lett bli feil. Det skyldes at prisene på råvarer her og nå påvirkes av fremtidsprisene. Om spekulantene driver opp fremtidsprisene, kan prisene her og nå også ta til å stige. Som altså spekulantene har stor innvirkning på.

I mai 2011 hevdet sjefen for ExxonMobile, Rex Tillerson, at prisen for olje basert på tilbud og etterspørsel burde ligge rundt 60-70 dollar pr. fat.

"The reason it's above \$100 a barrel, Tillerson explained, is due to the oil majors using futures contracts to lock in current high prices, and speculation that is engineered by high-frequency trading of quantitative hedge funds."³¹

²⁹ I kapittel 12 i *The General Theory* sa Keynes så det slik: "Investing is an activity of forecasting the yield over the life of the asset; speculation is the activity of forecasting the psychology of the market."

³⁰ Diskusjonen om spekulasjon i råvarer er basert på side 38-47 i "Investing not betting", *Finance Watch*, April 2012. Spekulantenes posisjon i fremtidsmarkeder for råvarer anbefales begrenset til 30 prosent av markedet.

³¹ Forbes 14 May 2011, hentet fra side 38 i "Investing not betting", *Finance Watch*, April 2012. Politikerne vil gjerne legge skylden for høye oljepriser på spekulantene, hevder Paul Krugman, i artikkelen "Fuels on the Hill", i *New York Times*, June 27, 2008. For da slipper politikerne unna ubehagelige beslutninger, og amerikanerne "don't have to adapt to a world of expensive gas." Men, legger Krugman til, "under some circumstances, speculation in the oil futures market can indirectly raise prices, encouraging producers and other players to hoard oil rather than making it available for use."

”Financialisation” av råvaremarkeder er med på å gjøre spotprisene mer volatile. Brutale prisøkninger på matvarer i 2008 og 2011 har trolig sammenheng med spekulantenenes tunge inntreden i fremtidsmarkeder for matvarer. Og også med økende produksjon av etanol, til erstatning for bensin, som gjør at jordbruksland går til produksjon av energi i stedet for til produksjon av mat.

For å unngå at råvarepriser skal bli dominert av spekulanter og således ikke reflektere tilbud og etterspørsel her og nå på en god måte – noe som tidvis har ført til urimelige hopp i råvarepriser, med tilhørende politiske konsekvenser – bør man vurdere å begrense posisjoner som spekulantene kan ta i fremtidsmarkeder for råvarer.

Sammenfatning

Finansmarkeder er til for helheten – ikke bare for seg selv. Når de street-smarte går sammen med de matematisk-smarte, og byråkrater og politikere lar seg imponere av alle pengene de smarte tjener, får vi det vi har fått. Et finansvesen helt ute av proporsjoner.

I neste avsnitt oppsummerer vi noen ubehagelige sannheter om dette vesenet.

I avsnittet som deretter følger, peker vi på hvordan akademikere har unnlatt å utøve sin samfunnskritiske funksjon. At økonomer har latt seg forlede inn på den brede vei, som mer og mer fremstår som en blindvei, er både underlig og urovekkende.

3. Noen ubehagelige sannheter om bank- og finansvesenet

Bank- og finansnæringen synes stadig viktigere i samfunnet. Og produktene som leveres, er stadig mer komplekse. Andelen av BNP som kan tilskrives bank og finans, har i mange land doblet seg i løpet av de siste 30-40 årene. Ettersom bidraget til BNP fra en næring måles med faktoravlønningen i denne næringen, dvs. summen av lønn og overskudd, skyldes veksten i BNP-bidrag fra bank og finans i ikke liten grad inflaterte lønninger og til tider urimelig store overskudd. Selve produksjonen av tjenester i denne sektoren – være mellommann mellom långiver og låntaker; stå for betalingsformidling; holde orden på annenhåndsmarkedet for verdipapirer; utvikle nye produkter; og omfordele risiko – har ikke økt i takt med hva BNP-tall kan forlede en til å tro.

Bankfolk tjener på deregulering ...

Som tidligere nevnt tjener folk i investeringsbanker i USA nå fire ganger så mye som folk i andre næringer. For noen tiår siden var inntektene omtrent de samme. Og videre, overskuddene i mange bank- og finansforetak har til tider vært ganske enorme. Enkelte år har sjefer i amerikanske hedge fond dradd inn i samlet inntekt mer enn én milliard dollar.

Bak disse observasjonene ligger to forhold. For det første, bank- og finansvesen har operert med altfor lite egenkapital. Vellykket lobbyvirksomhet, med sikte på å kunne ekspandere sin virksomhet basert på mer lån snarere enn basert på mer egenkapital, har gitt fenomenal

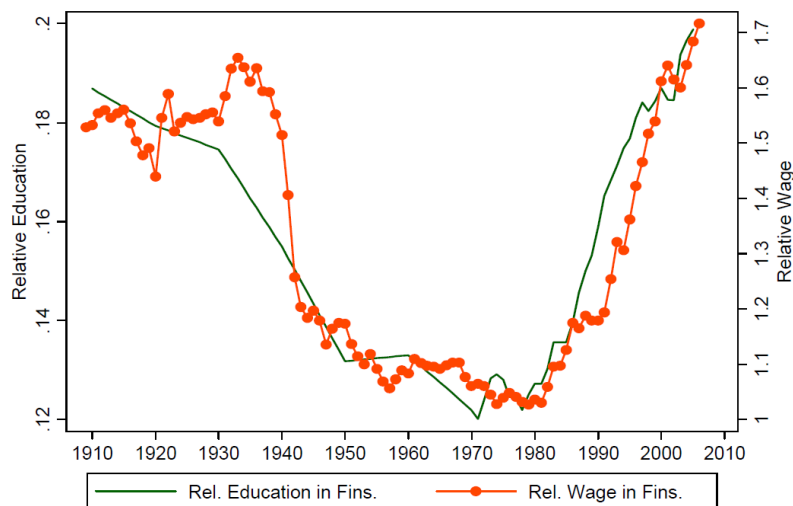
avkastning i gode år. Og enorme tap i dårlige år. Når risikoen stiger, målt ved en fallende egenkapitalandel, er det hva man kan forvente. For det andre, deregulering av bank- og finansvesen har gitt spillerom for utviklingen av kompliserte produkter som markedet ikke alltid har nytte av, men som de som lager og selger dem, tjener store penger på.

Fra 1910 og frem til 1930-årene kunne folk i finanssektoren i USA glede seg over høye lønninger. Reguleringene som fulgte etter krisen den gang, hadde som konsekvens at jobbene i finans ble kjedeligere og mindre krevende rent kunnskapsmessig. Følgelig falt lønningene her sammenlignet med næringslivet for øvrig. Bankene skulle være sikre; de som jobbet der, trengte ikke å være spesielt smarte. I ettertid, et opplegg som tjente det samfunnet bank- og finansvesen er en del av, på en god måte.

Rundt 1980 snudde utviklingen. Lønningene i bank og finans tok til å stige, se figuren under.³² Fra midten av 1990-tallet, da dereguleringen skjøt fart, ble lønningene i finanssektoren "excessively high". På tross av all den "brainpower" som amerikansk bank og finans etter hvert trakk til seg – eller kanskje på grunn av det? – opplevde finansvesenet i 2008 starten på den verste finanskrisen siden 1930-tallet.

For samfunnet som helhet må alternativkostnadene opp på bordet. Hva kunne de smarte "quants", i bank og finans gjort av samfunnsgavnlig arbeid på annet hold? Trolig mer enn hva de har gjort i bank og finans. Og mer alvorlig, hva har den finanskrisen som verden fremdeles befinner seg i, kostet i form av tapt produksjon, sult og fattigdom?

Figure 1: Relative Wage and Education in the Financial Industry



³² Figuren er hentet fra Thomas Philippon og Ariell Reshef (2009), "Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909-2006", NBER, Working paper 14644.

... men kompleksiteten øker

Dersom sannsynligheten for mislighold på lån av type A er betydelig større enn sannsynligheten for mislighold på lån av type B, kan det virke urimelig at banker som har mye utlån av type B, må ha like mye i egenkapital som banker med store utlån av type A. Ved Basel 1 avtalen som ble vedtatt i 1988, ble utlån og andre poster på aktivasiden delt inn i syv kategorier basert på graden av risiko. En vekting av de ulike postene på aktivasiden ble foretatt og kravet til egenkapital deretter fastsatt. Med god gjennomsiktighet ble det ukomplisert for reguleringsmyndighetene å se til at den enkelte bank hadde nok egenkapital.

Hensikten med Basel 1 var å lage et enhetlig regelverk for bank- og finansvesen i alle land. Med utgangspunkt i denne avtalen kunne man beregne kapitalbehovet til en bank ved hjelp av en blyant og en papirlapp. Etter et kvarters arbeid og 8-10 beregninger, hadde man svaret. Reglene var robuste og enkle.

Seksten år senere, i 2004, kom Basel 2. De syv risikokategoriene under Basel 1 ble utvidet til mer enn 200.000 risikokategorier under Basel 2. Men hvordan ble disse sannsynlighetene beregnet? De ble beregnet i temmelig kompliserte modeller der tidsserieanalyser en del år tilbake i tid stod sentralt.

Mens blyant og papir var alt som trengtes for beregning av kapitalbehov under Basel 1, innebar Basel 2 mer enn 200 millioner beregninger for de største bankene. Gjennomslutligheten blir mindre når kompleksiteten blir større. Jobben med å regne ut kravene til egenkapital krevde sin mann. Der tingene før var gjennomskuelige ble de nå uoversiktlige. Markedets disiplinerende funksjon svekkes når transparensen svekkes.

Etter hvert fikk bankene lov til å bruke egne modeller for slike beregninger. Problemet, skulle det vise seg, var at utlån av type B kunne vise seg å være av type A. Det klassiske eksemplet er greske statsobligasjoner. Ettersom land ikke går konkurs, trengte man ingen egenkapital ved kjøp av statsobligasjoner. Da så Hellas skrev ned en del av sine utestående statspapirer til langt under det halve, målt ved nåverdi, var ingen egenkapital allokert til dette formål.

Robustheten av beregningene var ikke mye å skryte av. Små endringer i forutsetningene som modellene var basert på, kunne føre til store endringer i kapitalbehovet. En bank som under ett sett av forutsetninger lå solid på pluss-siden, kunne dumpe ned på minus-siden under et annet sett av forutsetninger; egenkapitalen var ikke lenger tilstrekkelig til at kravene ved Basel 2 var oppfylt.

Kompliserte modeller som leverer eksakte beregninger, er skumle saker. Man kan lett lures til ukritisk å tro på det som kommer ut av datamaskinen. Som sjefen for regulering i Bank of England, Andrew Haldane, sier: "The quest for precision may have come at the expense of robustness."³³ I et paper viser Haldane hvordan beregninger av egenkapital basert på risikovektning av aktiva (Basel 2) i forkant av finanskrisen ikke skilte problembanker fra andre banker. Prisingen i aksjemarkedet derimot viste seg nyttig. Markedsverdien av en bank i forhold til bankens samlet gjeld, gav et langt bedre signal om banker som senere fikk problemer. Utrekningene her er enkle og kan gjøres i realtid. Sagt på annen måte, markedsaktørene

³³ Se hans artikkel Capital Discipline, January 2011.

avdekket råtne epler i bankverden bedre enn hva myndighetene klarte med utgangspunkt i Basel 2.

Basel 3 som ble vedtatt i 2011, er nå under implementering. Den som hadde trodd at de som steller med slikt var blitt kloke av skade, tar feil. Kompleksiteten er større enn noen gang. Beregninger tyder på at bankvesenet i Europa vil kreve 70.000 årsverk bare for å følge opp de nye reglene. For norske sparebanker kan alt arbeid som Basel 3 krever, bety kroken på døra. Det er trist. Det norske sparebankvesenet ligger nær opp til idealet for moderne bankvirksomhet.

BOKS 5: NÅR KOMPLEKSITETEN BLIR FOR STOR

I 1988 gav Cambridge University Press ut boken *The Collapse of Complex Societies* av professor i arkeologi Joseph A. Tainter. "Complexity is the base of civilizations", sier professoren. Komplekse ordninger er svar på "perceived problems". Slike ordninger tjener en god hensikt – de løser aktuelle problemer.

Professor Tainter trekker på Arnold J. Toynbees store verk *A Study of History* (i tolv bind) som kom ut i 1962. Sentralt hos Toynbee er relasjonen mellom "challenge and response". Når et samfunn på kreativt vis klarer å løse de utfordringene det møter, oppstår en sivilisasjon. Dersom "creative power" tørker inn, stiger faren for kollaps. "... the fundamental cause of the breakdown of civilizations is an outbreak of internal discord through which they forfeit their faculty of self-determination", konkluderer Toynbee.

"Civilizations are fragile, impermanent things", skriver Tainter. Sivilisasjoner som er bygget opp over hundrevis av år, kan kollapse på et par tiår. Det kan skje om kostnadene ved uoversiktlige og komplekse ordninger overstiger nytten. Og særinteressene blir for mektige og dominerende slik at den kreative kraften som skal til for å løse problemene, ikke lar seg fremskaffe.

Har dagens moderne samfunn utviklet en overdreven kompleksitet i sitt finansvesen? Produkter som kun de få skjønner virkemåten til, kan fritt utvikles og selges. Warren Buffett kalte de nye produktene for finansielle masseødeleggesvåpen.

På slutten av boken skriver Tainter at "... no educated person who is aware of historically collapses can escape occasionally wondering about current conditions". Hvoretter han – i 1988 – avviser at det er noen som helst fare for kollaps av verken USA eller Sovjetunionen. Tre år senere var Sovjet historie. Sin glimrende bok til tross, det som lå i kortene, rett foran nesetippen hans, evnet ikke professor Tainter å se. Like lite som de fleste av oss andre.

"Financialisation" tar overhånd

"Mål alt målbart og gjør det ikke målbare målbart." Det fyndordet har vi fra Lord Kelvin, fysikeren som blant annet fant frem til det absolutt nullpunkt, minus 273,15 grader Celsius. I finansmarkedene de seneste to-tre tiår har mottoet vært: "Mål alt i penger som kan måles i penger. Det som ikke er målbart i penger, gjør det målbart i penger." "Financialisation" heter det på engelsk, la oss kalle det "pengemåling" på norsk.

Med bonus for toppledere i bank og finans tidlig på 1980-tallet, introduserte man "pengemåling" på et nytt område. Hvorfor skulle ledere i denne bransjen ha særlige gunstig avlønning og mer lukrative incentiver enn andre? Når ledelsen lyktes med å sette eierne på sidelinjen – både ved at eierne var spredt og ikke handlet samlet, og ved at CEO og styreformann i mange amerikanske banker ofte er samme person – kunne den, ledelsen, designe systemer for bonus for seg selv. Videre er det slik at ved store transaksjoner i bank og finans vil provisjon på en liten prosent eller to av beløpet det er snakk om, bety relativt lite for oppdragsgiver. Som er interessert i å få avtalen i land og betaler den som ansees som best til dette, hva som kreves. Med relativt få mennesker som skal dele denne lille prosenten, blir det mye penger på hver. Noen ganger veldig mye.

Etter hvert som nye finansielle produkter ble utviklet, ble "pengemåling" mer utbredt. Vi opplevde det i norske banker tidlig på 2000-tallet. Den enkelte medarbeider fikk budsjetter for salg av "strukturerte produkter". I hvilken grad den enkelte medarbeider innfridde budsjettet, var ikke uten betydning for avlønningen.

Men forstod *kunden* hva produktet gikk ut på? I mange tilfeller, åpenbart ikke. Om kunden ikke skjønner hva han kjøper, vil kjøpet gjerne være basert på tillit til funksjonæren i banken som selger det. Og han må vel vite hva han selger? Siden han anbefaler disse produktene til meg, som er en gammel, god kunde, må det vel være i min interesse å kjøpe dem?

Men *bankfolk* som solgte disse produktene, hadde ofte ikke selv den minste peiling på hva de gikk ut på. Når kjøpshandlingen er basert på tillit til rådgiveren i banken, og heller ikke han har god intuisjon på risiko og avkastning for produktet, går det som når den blinde leder den halte. Begge havner i grøfta.³⁴

Men *styremedlemmene* i bankene da, de forstod vel hva disse nye produktene gikk ut på? Nei, sier Paul Volcker, og utdyper det slik:

"You want boards of directors to be informed about all these innovative new products and to understand them, but I do not know what boards of directors you are talking about. I have been on boards of directors, and the chance that they are going to understand these products that you are dishing out, or that you are going to want to explain them to them, quite frankly, is nil." (*Wall Street Journal*, 14 December 2009.)

Bankene lurte både seg selv og andre. Dog således at underveis i denne farsen, dro noen av sted med eventyrlige summer. For folk som tapte skjorta på strukturerte produkter, inklusive "Terra-kommuner" i Norge, gikk farsen over til tragedie. I etterkant ble mange strukturerte produkter enten forbudt, eller forbudt markedsført overfor vanlige folk. Kun "de profesjonelle" som presumptivt forstod hva de kjøpte, skulle få lov å handle dem. Men hvor godt skjønte de egentlig det de kjøpte?

³⁴ Rådgiver, ja, det er hva bankfolk gjerne kaller seg. Men er de alltid det? På side 35 i The Kay Review, står dette å lese: "Many people in the financial service industry who claim to be in the business of providing advice are in fact in the business of making sales."

Forestillingen om rasjonalitet

Men, kan man undre seg, hvorfor produkter som lovet langt mer enn de kunne levere, og som var kokt sammen på uhederlig vis, i den mening at det underliggende analyse- og data-arbeidet var altfor dårlig³⁵, ikke ble forbudt på et tidlig tidspunkt?

Og videre, kan man undre seg, bakmennene, om vi skal kalle dem det, de som lurte de andre – uten at de som ble lurt alltid skjønnte det selv – og stakk av sted med alle pengene, hvorfor fikk de lov til å boltre seg fritt?³⁶ Når Goldman Sachs, den ledende investeringsbanken i USA, blir tatt med buksene nede – og det skjer fra tid til annen – og bot må betales, skjer det alltid motvillig. Men viktigere, Goldman erkjenner aldri å ha gjort noe galt, selv om bøter på over hundre millioner dollar erlegges. Slik tilfellet var etter at Goldman ble gått etter i sømmen av myndighetene i New York i forbindelse med IPOs for bl. a. Yahoo og Enron tidlig på 2000-tallet, der ledelsen i disse selskapene hadde fått urimelige fordeler, og aksjekurser var blitt manipulert.

Amerikanske kredittkortselskaper har om lag tre fjerdeparten av sine inntekter fra vanlige konsumenter via overtrekk eller manglende minimumsbeløp på konto. Mye tyder på at eiere av kredittkort ikke forstår eller har kunnskap om hvor dyrt det er ikke å betale i tide eller å trekke over på kortet. Når president Obama vil ha et eget "consumer financial protection agency", liker kortselskapene det dårlig; det vil gå på overskuddene løs, og dermed på hva ledelsen i disse selskapene kan hente ut av lønn og bonuser.³⁷

I en artig artikkel i *Journal of Economic Literature* fra september 2003 stiller Kaushik Basu dette spørsmålet på en mer generell form. I primitive samfunn, sier han, var det ikke uvanlig at de fysisk sterke tok ifra de fysisk svake. Verden har gjort stor fremgang ved at det de fleste steder ikke lenger er slik. Bemerk, legger Kaushik Basu til, som høsten 2012 ble tilsatt som sjeføkonom i Verdensbanken, at vi ikke har en tilsvarende moralkodeks mot at en person kan berike seg på bekostning av en annen "...by *outwitting* the latter".³⁸ Hvorfor? Fordi "Outwitting seems to be fair game."

Forestillingen om rasjonalitet og at den enkelte gjør det som er best for seg selv, slik vi legger til grunn i økonomifaget, gir ikke rom for systematisk "outwitting" – at noen stadig vekk lurer andre. Men å lure en intellektuelt sett svakere person enn en selv for penger, kan være like ille som med fysisk styrke å ta fra ham det som er hans, fremholder Basu. Slik luring er utpreget ved komplekse avtaler der den som skriver under, ikke skjønner alt med liten skrift. Ordføreren i Vik, en Terra-kommune som gikk på limpinnen, forklarte at selgerne av produktet som skulle komme

³⁵ De som laget nye finansielle produkter, hadde ikke alltid god nok kunnskap om "risk-return-profile", ganske enkelt fordi beregninger om risiko og forventet avkastning trakk på en for kort tidsserierekke og fordi modellene de anvendte forutsatte en normalfordeling som ikke eksisterte.

³⁶ For en levende beskrivelse av hvordan den lureste av dem alle – investeringsbanken Goldman Sachs – drev sin virksomhet, se artikkelen "The Great American Bubble Machine", av Matt Taibbi, i *Rolling Stone Magazine*, July 2009. Strategien er alltid den samme: "Goldman positions itself in the middle of a speculative bubble, selling investments they know are crap." Det blir penger av slikt. I 2006 var gjennomsnittslønn for de 22.425 ansatte i Goldman Sachs 622.000 dollar.

³⁷ Se side 176 i artikkelen av Freeman (2010).

³⁸ "Globalization and the Politics of International Finance: The Stiglitz Verdict", heter artikkelen, som stod på side 885-899. Kursivering i originalen.

innbyggerne i denne lille vestlandskommunen til nytte, hadde forklart at de ikke kunne tape på dette. Det var også hans forsvar for misèren.

”Det er sjeldent lurt å kjøpe noe man ikke vet hva er”, vil fornuftig-perer si. Men tenk på den nye bilen din, hvor mye skjønner du av all teknologien som går inn i den? Jeg skjønner ikkeno. Likevel kjøpte jeg en ny VW Passat for fire år siden. Hvorfor? Fordi jeg har tillit til VW-konsernet. Med fravær av kunnskap om ting, må vi ha tillit til dem som lager og leverer sakene. Det er her bank- og finansvesen har sviktet sin oppgave. Pengefokusering har tatt over, under dekke av å gi de rette incentivene.

Risiko og likviditet – noe annet for helheten enn for den enkelte

”Fallacy of composition” er et utbredt fenomen i samfunnsøkonomi; man tror at det som gjelder for den enkelte, gjelder for helheten. Ofte er det slik. Men ikke alltid. I vår sammenheng er det viktig å unngå ”fallacy of composition” hva gjelder begrepene *risiko* og *likviditet*.

Samfunnet som helhet kan ikke bli kvitt tapet ved et skipsforlis. Om et skip synker, har samfunnet tapt realkapital. Men den enkelte kan diversifisere vekk denne risikoen. Som reder ved å kjøpe forsikring. Selgeren av forsikringen kan ta ned egen risiko ved å invitere andre forsikringsselskaper inn som medforsikrere og betale for det.

Samfunnet som helhet kan ikke bli kvitt den manglende likviditeten av en boligblokk. Den står der, åkke som. Men hun som eier boligblokken og leier ut leilighetene, kan lage et aksjeselskap på den. Da blir verdien som ligger i blokken, mer likvid. Om hun selger en del av aksjene til andre, får hun mer penger og mindre blokk. Og ytterligere likvid blir boligblokken om aksjeselskapet hun etablerer, blir notert på en børs.

Om utlån lett lar seg gjøre om til verdipapir som banken i neste omgang selger ut, innebærer det at likviditeten i disse lånene bedres. Men om motstykket er en mer slepphendt kredittvurdering, noe vi har all grunn til å tro hendte med lån til huseiere i Amerika tidlig på 2000-tallet, vil det senere kunne skape store problemer med lån som ikke betjenes. I så fall har en bedring av likviditeten for den enkelte bank som konsekvens en dårligere allokering av kapitalen for samfunnet. Bedre likviditet er ikke et ubetinget mål i seg selv.

Lavere spread ved HFT kan tyde på at likviditeten i de underliggende papirene dermed er blitt bedre. Men om man med likviditet mener muligheten for å komme ut av en posisjon når mange andre også ønsker det, er det en illusjon å tro at HFT er løsningen. Videre er det vanskelig å se at High Frequency Trading, som finner sted mellom datamaskiner som alle er utstyrt med avanserte og lynraske algoritmer, skal føre til en bedre allokering av kapitalen i samfunnet.

Nakne CDS-er tjener de noen hensikt?

CDS er en forsikring for at obligasjonen man eier blir innfridd. Etter hvert ble CDS-er handlet i løst vekt – ”naked CDS”. Da blir det et rent veddemål på om foretaket som har utstedt obligasjonene, vil gjøre opp for seg.

I desember 2009 var YRC, det største ”trucking company” i USA, med 30.000 sjåførere, i økonomiske vanskeligheter. Man forhandlet med dem som hadde fordringer på YRC i form av

obligasjoner som selskapet tidligere hadde utstedt.³⁹ I gamle dager – ti-tyve år tilbake i tid – ville obligasjonseierne trolig gått med på en ”debt-equity swap”, dvs. at gjeld ble gjort om til egenkapital. Ved konkurs ville obligasjonseierne neppe fått mer enn noen få cents per dollar. Bedre da å få aksjer i selskapet og håpe at det rir stormen av.

Men i 2009 var en betydelig mengde CDS-er for obligasjonsgjelden til lastebilselskapet blitt solgt. Noen hadde med andre ord garantert for denne gjelden. Investorer som hadde kjøpt slike CDS-er, dvs. inngått veddemål om at YRC ville gå konkurs, fant det nå hensiktsmessig å kjøpe de underliggende obligasjonene. Hvorfor det? Jo, for da kunne de stemme imot forslaget om ”debt-equity swap”. Hvorfor skulle de gjøre det? Jo, for da steg sjansen for konkurs for YRC. Men hvorfor ønsket man det? Jo, for da ville CDS-ene bli aktivert; man ville få utbetalt av garantisten det obligasjonen lød på. Det man i så fall vant på CDS-ene ville i så fall overstige det man tapte på obligasjonene, som på det tidspunktet ble omsatt til en meget lav pris.

Goldman Sachs gikk i bresjen for denne strategien. I siste omgang slo imidlertid Goldman contra. Man ba eiere av obligasjoner om å akseptere bytte av obligasjoner mot aksjer. Det å yppe seg mot ”The Teamsters Union” vek Goldman Sachs til slutt unna for. Trolig ble engstelsen for at tusenvis av lastebiler ville komme brummende ned Wall Street for stor. Restrukturering av lastebilselskapet kunne finne sted. Men det var nære på at et nytt finansielt instrument hadde vippet av pinnen en ønsket omstrukturering i næringslivet.

Passivisering av kunden

Hvorfor skal man handle alle finansielle tjenester på samme sted? Og er ikke koblingshandel forbudt i Norge?

En klar strategi for store finansforetak er at man kan få alt på ett sted. Kredittkortkonto, sparekonto, forsikringer, strukturerte produkter, boliglån, billån, studielån, handel på børs over nettet, osv. Gjerne slik at man får særlige fordeler dess flere egg man legger i kurven. En form for koblingshandel.

I gamle dager lånte banker ut inntil 60 – 70 prosent av takst som førsteprioritets pantelån, til kjøp av bolig. Det overskytende måtte man ha i egenkapital, eventuelt låne noe på annet hold og da til en klart høyere rente. Finansforetak som spesialiserte seg på annen prioritets pantelån, kunne rimeligvis betale mer for fundingen, siden de tok seg høyere betalt for sine utlån. Men risikoen var også større. Det var trolig også egenkapitalandelen som slike foretak trengte.

Kunden måtte gjøre hjemmeleksen skikkelig. Samtidig ble kunden mer bevisst på de ulike tilbudene i markedet. Bindingen til banken var mindre tett i det alternative kilder for finansiering forelå. Den tette bindingen det nå er mellom store finanshus og den enkelte kunde, har hatt som konsekvens at folk skifter bank sjelden. Det svekker konkurransen. Og bankene tjener mer penger.

Videre er det vanskeligere for myndighetene å regulere store finanshus – eller ”universal banking” – enn å holde orden på mer spesialiserte finansinstitusjoner. Mulighetene for

³⁹ Fremstillingen her bygger på artikkelen ”It’s financialization!” av professor Richard Freeman ved Harvard University. Artikkelen ble publisert i *International Labour Review* i 2010.

krysssubsidiering innen universal banking, der man er opptatt av markedsandeler, kan gjøre det vanskelig for myndighetene å ta ned utlånsveksten til for eksempel bolig. En dempet vekst i slike utlån er lettere å få til om vanlige banker yter inntil 70 prosent av verditakst til førsteprioritet boliglån, og spesialiserte institusjoner yter det overskytende basert på dårligere sikkerhet. Det er bedre å regulere strukturen i bank- og finansvesen enn å regulere atferden til aktørene.

Professor Peter Hahn ved Cass Business School i London legger til grunn at folk velger bank på samme måte som de velger vannverk. Man tar det som er i nærheten. Om det er slik, bør regulering av banker ligne på regulering av vannverk og andre "utilities". Ved regulering av "utilities" legges det vekt på kvalitet, sikkerhet og kostnadseffektivitet. Det samme bør gjelde for banker, mener professor Hahn. Den delen av bankvirksomhet som retter seg mot personkundemarkedet, har preg av å være "commodity business". For å drifte denne type business trengs noe ganske annet enn sofistikerte derivater som handles over-the-counter. Bankfolk har ikke den rette bakgrunnen for å utvikle de produktene det er behov for, fremholder professor Hahn. Velkommen til Ryanairs-varianter for bankvirksomhet.⁴⁰

Finansielle innovasjoner kan gi økt ustabilitet

For all del, det er mye godt å si om finansielle innovasjoner. Kanskje særlig de enkle og gjennomsliktige som det ikke er all verdens vanskelig å forstå. "Plain vanilla" renteswapper kommer inn under denne rubrikken. En slik swap innebærer bytte av rentebetingelser uten bytte av hovedstol. Begge parter utnytter sine komparative fordeler i fremmedkapitalmarkedet. Og begge parter får en strøm av renteutbetalinger som passer dem bedre, til en billigere penge.

Når finansielle innovasjoner bidrar til å gjøre verden mer komplisert, uten noe bidrag for øvrig, blir systemet mer sårbart. En viktig årsak til den tiltakende kompleksiteten i bank- og finansvesen er all den hjernekapasiteten dette vesenet har knyttet til seg. Hvor mye *skjønner* egentlig de i de styrende organene som tar beslutningen, av det de tar beslutninger om? "Frankly nil", minner jeg om at Paul Volcker måtte konstatere.

En annen side av saken er at nye instrumenter i finansmarkeder er med på å endre virkemåten til disse markedene. Det kan gå på bekostning av vår forståelse av det som skjer, og hvorfor det som skjer skjer.

Finansielle innovasjoner som fører til overdreven risikotaking, eller som er med og skaper nye former for risikoer – som kjøp og salg av nakne CDS-er, åpne posisjoner i terminmarkedet, eller utbredt spekulasjon i råvaremarkeder – er samfunnet lite tjent med. Prisen for mer sofistikerte finansmarkeder – nemlig økt ustabilitet – kan lett bli for høy.

Et viktig element for å skape et robust næringsliv, er å sørge for at opplåningen ikke er for stor. Når finansielle innovasjoner har som konsekvens større "leverage", kan stabiliteten av systemet komme i spill. Særlig alvorlig er for høy gjeldsgrad i bank- og finansvesen. Det har sammenheng med fenomenet "too big to fail" (TBTF). At myndighetene nødig vil tillate store banker og finanshus å gå konkurs, skyldes ringvirkningene. Foretak som er avhengig av kreditt fra bankene, kan gå med i dragsuget. Og andre banker likedan, som har lånt penger til den fallerende. Den

⁴⁰ Se utskrift fra høring i det britiske underhuset tirsdag 18.oktober 2011, spørsmål 185-224.

økonomiske depresjonen på 1930-tallet skyldtes ikke børsfallet på New York børsen, men at halvparten av bankene i USA gikk dukken, og en fjerdepart av innskuddene gikk tapt.

Når store banker ofte har mindre egenkapital enn små, skyldes det den implisitte forsikring de nyter godt av ved å være TBTF. Ettersom konsekvensene av at en storbank går konkurs er langt større enn om en mindre bank må kaste kortene, burde det vært motsatt: Større banker har behov for mer egenkapital enn mindre banker.

Når noe er for stort til å gå konkurs, har man et strukturelt problem som knapt er til å leve med. Vi har mer å si om det i siste avsnitt av dette notatet.

4. Forskning og utdanning i samfunnsøkonomi og finansiell økonomi – preg av "academic capture"?

Økonomi er ikke fysikk. Det var budskapet til professor Friedrich Hayek i hans Nobelprisforelesning i 1974.⁴¹ Verden hadde nylig opplevd OPEC I, en firedobling av oljeprisen på kort tid, og kjempet med stagflasjon – et nytt fenomen – nemlig stigende inflasjon og tiltakende arbeidsløshet på en og samme tid. "We have indeed at the moment little cause for pride: as a profession we have made a mess of things", konstaterte Hayek. Rene ord for pengene. Tilsvarende har økonomer av i dag liten grunn til å være stolte. Det har overgangen fra "The Great Moderation" til "The Great Recession" sørget for.

I fysikken legger man til grunn at faktorer som kan forklare det fenomen man er opptatt av, lar seg måle. I en så kompleks greie som et marked, der handlinger til mange enkeltmennesker er bestemmende for resultatet, er det utenkelig at alle relevante forhold lar seg måle, fremholder Hayek. Økonomer som stiller som krav at teorien de utvikler kun skal ha med parametre som lar seg måle, synes selv de er meget "vitenskapelige".

Nei, sier Hayek, mekanisk og ukritisk å ta i bruk "habits of thought" fra et annet fag, i dette tilfelle fysikken, er helt uvitenskapelig. Bedre blir det ikke av at forskeren med en slik innstilling bare vil lete etter variable som lar seg måle. Andre forhold av betydning for fenomenet som studeres, ser man glatt bort fra. En fiksjon fester seg; nemlig at det som ikke er målbart, er heller ikke relevant. "Mål alt målbart og glem resten". Hvilket innebærer en innsnevring av horisonten som lett kan føre til alvorlige feilslutninger.

En type tabbe er denne: Man godtar en falsk teori fordi mye data er tilgjengelig, og dens "vitenskapelighet" virker imponerende. Og avviser en gyldig forklaring fordi det tallmessige grunnlaget for den ansees for dårlig. Hayek oppsummerer det hele slik:

"I prefer true but imperfect knowledge, even if it leaves much undetermined and unpredictable, to a pretence of exact knowledge that is likely to be false."

⁴¹ "The Pretence of Knowledge", Prize Lecture, December 11, 1974.

Konkurser bidrar til et robust system

I samfunnsøkonomi er det urimelig å forvente at man skal finne frem til evigvarende sannheter. Her er to grunner for det: Institusjoner endres over tid. Og hva mennesker mener og tror, endres over tid. Begge disse forhold bidrar til endret atferd. Noen allmenngyldig modell for hvordan en økonomi ter seg under ellers gitte forhold, kan man neppe påregne å finne.

Komplekse systemer der man kunstig prøver å undertrykke svingninger generelt, blir lett temmelig skjøre ("fragile"), samtidig som de ikke viser noen synlige tegn på risiko. Men under overflaten akkumuleres ubalanser som senere kan resultere i massive "blowups". Det fremholder Nassim Nicholas Taleb og Mark Blyth i en artikkel med undertittel "How Suppressing Volatility Makes the World Less Predictable and More Dangerous".⁴²

Forfatterne tar tak i Greenspans Amerika. I hans atten år som sjef for Fed var det bare to nedgangsperioder. Hver gang det lå an til noe slikt, dro Greenspan til med en akkomoderende pengepolitikk. Aktørene kom til å forvente at renten ble satt ned når tiden tegnet dårlig. Hvilket gjorde mulig å selge seg ut av papirer man litt for ivrig hadde anskaffet seg. "The Greenspan put", kalte man det. At Fed-sjefen satte ned renten når uværet nærmet seg, gjorde at eiere av aktiva følte de hadde noe i nærheten av en salgsopsjon på sine verdipapirer, og dermed kunne akkumulere mer av dem.

Vi vet hvordan det gikk. Gode intensjoner holder ikke. Robuste systemer trengs. Det er systemer der risikoer er synlige og kjente. Der volatiliteten tidvis er plagsom, men likevel begrenset. Robuste økonomiske systemer er preget av "early failures". Det betyr at konkurser er dagligdags, og at intet er for stort til å gå konkurs.

Grunnen til at vi så dårlig forstår komplekse systemer, er at vi lett tenker i lineære modeller. Her er det lite plass til interaksjon og gjensidig avhengighet. Forutsigbarheten i virkelighetens verden er dårligere enn slike modeller skal ha det til. "No stability without volatility", runder Taleb og Blyth sin artikkel av med.

Stykkevis og delt ...

Hvordan komplekse systemer med tenkende, følende og handlende aktører ter seg, lar seg ikke predikere presist. En mulig strategi for oss som studerer samfunnsøkonomi, er å prøve å forstå stykkevis og delt. Det åpner opp for ulike tilnærminger til det samme fenomen. "La de hundre blomster blomstre", sa Mao. Men da folk sa ham imot, stengte han butikken og lot dem lide som hadde blomstret.

Ulike tilnærmeringer innebærer at man forteller ulike historier. For MIT-professor Charles P. Kindleberger (1910-2003) som har skrevet mye om finansielle kriser, stod interaksjonen mellom atferd og institusjoner sterkt. Hvordan bank- og pengevesenet er organisert, har stor betydning for hvordan kriser oppstår og utfolder seg. Om økonomer i hovedsak legger til grunn modeller der et bankvesen glimrer med sitt fravær, er det kanskje ikke så rart at viktige sider ved finansielle kriser ikke fanges opp. Som Jean-Claude Trichet, tidligere sjef for Den europeiske sentralbanken (ECB), måtte erkjenne; de økonomiske modellene som hans rådgivere anvendte,

⁴² Artikkelen som stod i *Foreign Affairs* May/June 2011, har som hovedtittel: The Black Swan of Cairo.

"seemed incapable of explaining what was happening in the economy in a convincing manner".⁴³

I forordet til boken *The World in Depression 1929-1939* skriver Kindleberger at da han i sin tid anmeldte en bok i økonomisk historie der økonometri ble flittig anvendt, savnet han "the sweat of the men handling the cotton and the sea chanties of the men aboard the ships." Hans bok om den store depresjonen er fri for økonometri. "It is history with a narrative, instead of tables of R squares, Durbin-Watson tests, and the like. So much worse for it".⁴⁴

Charles P. Kindleberger observerte, lurte på ting og fortalte sine historier. På jakt etter selv å lære noe snarere enn å følge en systematisk agenda for sin forskning. Men han var også skeptisk til dem som mente seg å vite. Professor Robert Solow, også han i sin tid ved MIT, sier i forordet til en annen bok av Kindleberger, "he considered clinging to rigid beliefs in the face of disconcerting evidence to be one of the more dangerous forms of irrationality, especially when it is practiced by those in charge."⁴⁵

Det er både trist og bekymringsfylt å tenke på at en person med Kindlebergers tilnærming til økonomi neppe ville fått fast stilling ved et topp universitet i USA eller Storbritannia i våre dager. Hvorfor det? Fordi man i dag må beherske DSGE-modellen for i det hele tatt å komme i betraktning for et fast professorat i makroøkonomi.

... eller fullt og helt?

Dynamic Stochastic General Equilibrium modellen er det vi snakker om. Arbeidet med DSGE-modeller startet på 1990-tallet. Utgangspunktet er en neoklassisk vekstmodell som utvikles i stokastisk form, dvs. som tillater sannsynlighetsfordelinger for verdien av sentrale variable. Husholdningene treffer beslutninger om konsum og sparing, og om arbeidstid og fritid. Basert på en produksjonsfunksjon finner bedriftene frem til den optimale bruken av arbeidskraft og kapital. Til disse elementene kan legges stivheter i prisdannelsen, monopolistisk konkurranse og kanskje også penger som eget aktivum. Aktørene gjør ikke feil – alle beslutningene de fatter, er riktig. Dermed ingen anger. Og heller ingen læring i modellene. Priser og lønninger tilpasser seg slik at likevekt inntreffer ved full sysselsetting.

Hvor gode er slike modeller til så si noe om virkeligheten? I utviklingen av DSGE-modellene, sier professor Ricardo J. Caballero, har forskerne forsket i flokk.⁴⁶ I pur iver og begeistring har mange av dem mistet gangsynet. Resultatet er at "the modern core of macroeconomics ... has specialized in quantitative mathematical formalizations of a precise but largely irrelevant

⁴³ Sitert fra side 36 i The Kay Review. Bemerk at problemet var ikke mangel på forklaringer. Men mangel på overbevisende sådanne.

⁴⁴ Begge sitatene er fra side xxi, revidert versjon, Pelican Books, 1987.

⁴⁵ Side viii i boken *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, 5. utgave som kom ut i 2005, der Robert Z. Aliber er medforfatter til Kindleberger.

⁴⁶ I Gillies (2003), side 8, finner vi følgende utsagn: "According to Kuhn, the scientific experts working in a particular area, nearly all accept a paradigm, which contains a set of theories and factual propositions... A new recruit to the group is trained to know and accept the paradigm as a condition for entry to the group. Much of the same considerations apply to other social groups such as religious sects, political parties and so on."

world”.⁴⁷ Slik kan vi ikke ha det. Makroøkonomer kan ikke lenger ”continue playing internal games”. De må ha klart for seg hva målet er, nemlig å vinne bedre innsikt i og forståelse av de kreftene og mekanismene som genererer det økonomiske utfallet vi får.

Det er behov for adskillig mer diversifisering i økonomisk forskning og metodologi enn hva vi for tiden aksepterer, mener professor Caballero. Hans forgjenger som Ford Professor in Economics ved MIT, Charles Kindleberger, ville samstemt.

I tillegg til alt arbeid ved universiteter og høyskoler med DSGE-modeller, har sentralbanker verden rundt lagt ned mye ressurser i slike modeller for egne formål. Hensikten med slike modeller er å beskrive og å analysere hvordan økonomien som helhet fungerer, basert på et solid, mikroøkonomisk fundament. Men – som Jean-Claude erfarte – DSGE-modeller har i beste fall hatt blandet suksess hva gjelder å gi forståelse av finanskrisen og å anviser virkemidler og tiltak for å dempe konsekvensene av den.

Tiltak som behandles i grunnkurs i økonomi, var hva man falt tilbake på i første omgang, da finanskrisen var et faktum. En pragmatisk tilnærming. I neste omgang, større kreativitet og dristighet i pengepolitikken. Sentralbanker tok sine balanser i bruk. Det førte til enorme likviditetstilførsler. Denne strategien toppet seg i oktober 2012 ved Feds QE3-tiltak. Her er ingen grense satt for tilførselen av nye penger. Først når arbeidsledigheten går markant ned, og prisnivået tar til å stige, får det klare seg.

Ettersom kompleksiteten i det økonomiske systemet er så stor, er det begrenset hva generelle modeller som er ment å gjelde for helheten, kan utrette. Alternativet til altomfattende DSGE-modeller er å fortelle historier om utvalgte deler av økonomien, og gjerne, men ikke nødvendigvis, bygge matematiske modeller for slike formål. Paul Krugman går for denne løsningen.⁴⁸ Det gjør jeg også.

Fra DSGE til EMH

Som DSGE har vært hjørnesteinen i arbeidet med å forstå hvordan det økonomiske systemet fungerer de siste tre tiår, har EMH vært det i finansiell økonomi. Eller Efficient Market Hypothesis. Denne hypotesen eller teorien tar som utgangspunkt konkurranse mellom rasjonelle investorer, der målet for den enkelte er å oppnå størst mulig profitt. Prisen på verdipapirer er en funksjon av forventet kontantstrøm. Kapitalmarkedene er selv-stabiliserende. Ingen kan forvente å slå markedet år ut og år inn. Kapitalen fordeles på ulike prosjekter på en for samfunnet god måte. Når ny informasjon tilflyter markedet, endres prisene. Det skjer hele tiden. Følgelig endres aksjekurser, renter og valutakurser seg hele tiden.

Hypotesen om effisiente markeder har klare føringer for hvordan aktiviteter i finansmarkeder bør reguleres, og for hvordan ledere av foretak bør belønnes. Ettersom ny informasjon

⁴⁷ Dette sitatet og det neste står begge på side 100 i artikkelen ”Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome”, i *Journal of Economic Perspectives*, Fall 2010. Bemerk at overskriften på artikkelen er inspirert av Hayeks Nobelforedrag i 1974 – The Pretence of Knowledge.

⁴⁸ I sin Lionel Robbins forelesning ved London School of Economics sommeren 2009 sa Krugman at utviklingen i faget makroøkonomi de siste tre tiår hadde vært ”spectacularly useless at best, and positively harmful at worst.”

øyeblikkelig blir reflektert i prisene, er det viktig at alle aktørene får informasjon samtidig. Informasjon fra innsiden – dvs. jeg vet noe før markedet vet det – er en kilde til ufortjent fortjeneste. Derfor er det viktig med klare regler som begrenser innsidehandel. Det betyr at ledere i selskapet og medlemmer av styret og andre som kan ha informasjon om selskapet som kan tenkes å påvirke kursen, har begrenset anledning til å kjøpe og selge aksjer og obligasjoner som selskapet har utstedt.

Med utgangspunkt i EMH, tillagt en del andre forutsetninger, er det lett å vise at det beste selskapet kan gjøre, både for seg selv og for samfunnet, er å maksimere aksjekursen. For eierne av selskapet blir det viktig at ledelsen har de rette incentiver til dette. Å la en ikke ubetydelig del av forventet inntekt i jobben som administrerende direktør (eller CEO i Amerika) komme i form av aksjer, eller opsjoner på å kjøpe aksjer til en på forhånd fastlagt pris, fortøner seg dermed hensiktsmessig. Et vell av vitenskapelige arbeidere har flommet utover oss om dette, basert på prinsippal-agent teori, der prinsippalen er eieren (eller aksjonærene), og agenten er ledelsen i selskapet.

Så meget desto underligere at den underliggende teorien om effisiente finansmarkeder ikke har tatt innover seg prinsippal-agent-problematikken. EMH legger til grunn at den enkelte formueseier står for beslutningene om hvordan midlene skal plasseres. I en fersk artikkel skrevet av to forskere ved London School of Economics (LSE) lar man porteføljeforvaltere tre inn på arenaen.⁴⁹ På samme måte som eierne av pengene, er de som forvalter dem rasjonelle, fremoverskuende og profittmaksimerende. Imidlertid har de en noe annen agenda enn eierne. Bonus basert på årets avkastning målt i forhold til en indeks gjør forvalterne mer kortsiktige i sine vurderinger. Det blir fristende å satse på "momentum trading", dvs. at priser på verdipapirer tidvis følger trender utover hva fundamentale forhold skulle tilsi. "Bigger fool" kalte Keynes det, at jeg kjøper en overpriset aksje i dag i håp og tro om at en større dust kjøper den av meg i morgen, til en enda høyere pris.

Men det virkelig snedige grepet Woolley & Vayanos gjør, er å la formuesforvaltere som gjør det bra på kort sikt, trekke til seg mer midler, mens forvaltere som gjør det dårlig på kort sikt, mister kunder. Verdipapirer som har sunket i pris, bys frem for salg. Forvaltere som har gjort det dårlig, må forventes å sitte på mange slike. Og når eierne vil ha pengene sine, må de selge ut. Priser som allerede har falt, faller ytterligere. Og tilsvarende, forvaltere som har gjort det bra, får tilført mer midler. Og kjøper flere papirer av typen de allerede sitter på, som har økt i verdi. Mens prisen på verdipapirer i EMH kun er en funksjon av forventet kontantstrøm, blir verdipapirprisene her også påvirket av "...flows of investor funds moving across assets."

I modellen til Woolley & Vayanos er det et komplekst sett av interaksjoner mellom eiere og forvaltere. Resultatet er for mye handel, feilaktige priser, trender og høy volatilitet. Eksistensen av trender for prisen på verdipapirer er godt dokumentert. At EMH ikke kan forklare dem, er en svakhet ved denne hypotesen.

Derivater, som man til vanlig tenker seg gir et bredere tilbud til investorene, er en uting i Woolley & Vayanos sin modell. Grunnen er at slike instrumenter gjør aktørene ytterligere

⁴⁹ "Taming the finance monster", av Paul Woolley og Dimitri Vayanos, i *Central Banking Journal*, December, 2012, ss. 57-62.

fokusert på kortsiktige kursbevegelser, til forkleining for de fundamentale forhold som bestemmer verdien av de ulike verdipapirene. I tillegg trekker finanssektoren til seg høyt kvalifisert arbeidskraft for denne type oppgaver.

Forfatterne som er garvede forskere i finans – her er ikke snakk om sosialantropologer eller sosiologer som skriver noe om noe de ikke liker – kommer til at finansaktivitetene i samfunnet har tatt helt av; "... financial markets are in a state of what might be described as 'expanding disequilibrium'."

Hva kan og bør gjøres? Woolley & Vayanos mener at store eiere bør ta affære. De trekker spesielt frem Sovereign Wealth Fund hvorav vårt eget Statens Petroelumsfond – Utland vel er verdens største. Hva kan eierne gjøre? Her er noen av deres råd.

- Forlang at forvaltere har turnover på maksimum 30 prosent. Om så var tilfelle, vil man holde verdipapirer i minst tre år, mot i gjennomsnitt under ett år sett for markedene under ett i dag. Med lenger "holding period" blir det økt fokus på de fundamentale forholdene. EMH får mer for seg, kunne man si.
- Legg liten vekt på benchmark basert på markedsvekter. Når prisene er feil, blir vektene feil også.
- "Performance fee" til forvaltere – om man skal ha det – bør være basert på resultater over mange år.
- Husk at teorien om effisiente markeder ikke holder.

Hva gjelder myndigheter som er ansvarlige for reguleringene, er det siste punktet over svært viktig. Alvoret i situasjonen stikker ikke Woolley & Vayanos under noen stol. "The failure of capital markets is putting capitalism and the prosperity of nations at risk."

Rasjonalitet – et vanskelig begrep

Vi er rasjonelle når vi gjør så godt vi kan for å oppnå det vi ønsker. Men hva som er rasjonelt, er avhengig av hvilke kunnskaper vi har, og hvordan vi oppfatter situasjonen. For DSGE og for EMH stilles det helt urimelig krav til kunnskap og til evner og måter man oppfatter ting på. Mennesker er ikke skrudd slik sammen som disse modellene antar. Det er i og for seg ikke så farlig. I modeller må man alltid forenkle. Det som er farlig, er at ikke så få forkjempere for disse modellene – vi må nesten kalle dem det – blir helt krakilske om andre gjør andre forenklinger i sine forsøk på å forklare eller kaste lys over de samme fenomenene.

En usikker verden krever forenklinger. Å fortelle historier er en måte å forenkle på. Som kan gi bedre tak på komplekse situasjoner. Den forståelsen historien gir, vil i neste omgang påvirke hva vi gjør. "The rise of quantitative finance", sier professor John Kay, "has led people to squeeze many things into the framework of probability". Det hele fremstår som vitenskap. Glemte man advarselen til Hayek om ikke å forveksle samfunnsøkonomi med fysikk?

Men historiefortelling har også sin begrensning. "Men freely believe that which they desire", sa Julius Caesar. Vi har en sterk tendens til å tro ting som bekrefter våre etablerte oppfatninger. Å

skulle ha to tanker i hodet samtidig, som er i konflikt med hverandre, er tegn på intelligens, sa forfatteren F. Scott Fitzgerald.⁵⁰

BOKS 6: BEGRENSET RASJONALITET

Linda er ugift, frittalende og dypt engasjert av sosiale spørsmål. Hvilket av følgende to utsagn er mest sannsynlig? Linda jobber i bank eller at Linda jobber i bank og er aktiv i kvinnesaksbevegelsen. Mange mener det andre alternativet er mest sannsynlig. Ved nærmere ettertanke kan det ikke være slik. Alternativ to er jo en utvidelse av alternativ en. Her skal flere krav tilfredsstilles. Linda skal ikke bare jobb i bank, hun skal også være aktiv i en bevegelse.

Hvorfor velger så mange likevel alternativ to? Fordi det fremstår som det mest troverdige. Linda – slik hun er beskrevet – må vel gjøre noe for sakene hun brenner for i tillegg til å jobbe i bank? Spørsmålet blir av mange ikke besvart ut fra en vurdering av sannsynlighet, men ut fra en vurdering av troverdighet. Dermed glipper rasjonaliteten om man ser det hele objektivt og utenfra.

Her er et annet eksempel på begrenset rasjonalitet. "Save More Tomorrow" er en spareplan som firmaer i Amerika kan tilby sine ansatte.⁵¹ Den fikk støtte i Kongressen av ytterliggående konservative og liberale. De som melder seg på, lar arbeidsgiver trekke et fast beløp av lønnsøkninger. Ordningen krever intet "offer" i betydningen av en mer slunken lønningspose. I og med at tilbudet aktiveres ved lønnsøkning, er det bare snakk om at den umiddelbare "gevinsten" ved høyere lønn blir mindre.

Ordningen har vært en stor suksess. Hvorfor det? Fordi folk har langt større motvilje mot tap enn de har glede av en tilsvarende gevinst. Ved "Spar mer i morgen", unngår man å kjenne på noe nederlag. Men at sparebeslutninger er lettere å fatte i forbindelse med lønnsøkninger, er ikke rasjonelt i økonomenes betydning av ordet.⁵²

Et tredje eksempel går slik. En venn av meg hadde spilt på rulett i Hamburg i sin tid og vunnet en pen bunke med tyske mark. "Det var ikke vanskelig", sa han. "Om kula hadde stoppet fire ganger på sort, satte jeg på rødt. Og motsatt." Reglen fungerte. At det hele var tilfeldig, ville han ikke høre snakk om. Et fjerde og siste eksempel er fra Island. Før finansboblen sprakk i 2008, hadde om lag én av fem islendinger sitt boliglån i japanske yen eller sveitsiske franc. Hvorfor det? Fordi naboen hadde det. Så lenge valutakursen lå stille, sparte man godt med penger ved lav rente. Og dummere enn naboen ville man jo ikke være.

⁵⁰ Forskningen som ligger bak historien om Linda, ble gjort av Amos Tversky og Daniel Kahneman tidlig på 1980-tallet. Se kapittel 15 i boken *Tenke, fort og langsomt*, av Kahneman, Pax Forlag 2012. I teksten over har jeg også trukket heftig på John Kays artikkel i *Financial Times* av 8. august 2012, "When storytelling leads to unhappy ending".

⁵¹ Se side 443 hos Kahneman (2012).

⁵² Arkitekten bak denne spareplanen er Richard Thaler, en av de ledende atferdsøkonomene. Han ble kallet som professor til Chicago University. Underlig, kan man si, i og med at de rasjonelle økonomene har sin høyborg her. Men nettopp derfor. I god vitenskapelig ånd ville man ha alternative skoler under samme tak. Slik at meninger kan brytes, og ny kunnskap utvikles.

Hvorfor er disse enkle, dagligdagse eksemplene i Boks 6 så interessant i vår sammenheng? Jo, fordi DGSM og EMH forutsetter rasjonelle aktører som etterlever "logikkregler som en begrenset hjerne ikke er i stand til".⁵³ Historien om Linda viser at folk lett blander sammen troverdighet og sannsynlighet. Og eksemplet med "Spar mer i morgen", viser at måten et tilbud fremsettes på – i dette tilfellet tidspunktet – og ikke bare innholdet, har betydning for beslutningen. Rulettspilleren i Hamburg har ikke tak på sannsynlighetsregning, og boligeieren på Island gjør bare som naboen.

Hva har alt dette med samfunnsøkonomi generelt og finansiell økonomi mer spesielt å gjøre? At det må være lov å fortelle flere historier, basert på andre forutsetninger og andre typer aktører, enn de historiene som lar seg utlede av dynamiske, stokastiske likevektsmodeller og av hypotesen om effisiente verdipapirmarkeder. Det hele i håp om å kaste nytt lys over hvordan økonomier fungerer og ting henger sammen. Professor Charles Goodhart ved LSE har dette å si om saken:

"One of the problems that we have had in macro is that a bad but rigorous model tends to beat a correct but literary exposition in peer esteem in economics. What I would regard as a correct but literary exposition in economics is the work of Hyman Minsky."⁵⁴

Den deduktive metode har for stor plass og den induktive for liten

Forskning innebærer systematisk arbeid i forsøket på å skaffe seg ny kunnskap. Den deduktive metoden tar utgangspunkt i noen aksiomer om hvordan tingene henger sammen, og noen forutsetninger om hvordan aktørene oppfører seg. Med aksiomer og forutsetninger på plass følger konklusjonene. Det er snakk om en ren eksersis i logikk.

John Mearsheimer heter en mann. Han er professor i statsvitenskap ved Chicago University og regnes blant haukene i amerikansk akademika. Etter hans vurdering synes en militær konfrontasjon mellom Kina og USA uunngåelig. Dette er dramatisk. Vel, egentlig er det ikke så dramatisk. Konklusjonen følger logisk av historien Mearsheimer forteller – eller av måten han setter sin modell opp på. Om jeg hadde hatt noe med amerikansk forsvarspolitikke å gjøre og i første omgang ble skremt av professor Mearsheimers historie, ville jeg gått hans fem forutsetninger nøyere etter i sømmene. Er det noe USA kan gjøre som underminerer en eller flere av disse forutsetningene, slik at konklusjonen om en militær konfrontasjon mister gyldighet? Det er det.

Poenget i vår sammenheng er ikke å studere amerikansk forsvarspolitikke, men å peke på at den deduktive metoden for etablering av ny kunnskap ikke er noe annet enn en eksersis i logikk. Konklusjonen ligger innbakt i forutsetningene som gjøres. Dette er ofte veldig nyttig i betydningen av å gi ny innsikt og forståelse. Einstein ville aldri nådd frem med sine teorier uten ved anvendelse av den deduktive metode. Men, som amerikanerne sier, "there is more than one game in town". En annen måte å gå frem på er å se grundig på det fenomenet man er opptatt av. Induksjon kalles det å forsøke å forstå ting på grunnlag av nøye observasjoner. Bare å beskrive det man ser kan være vanskelig nok. Biologer er flinkere enn økonomer her.

⁵³ Se side 440 hos Kahneman (2012).

⁵⁴ Sitert fra side 5 hos Knutsen (2012).

Ikke bare det, kreativitet er også viktig – at man evner å se mønstre og sammenhenger som kan danne grunnlag for gode hypoteser. Den deduktivt dyktige har kanskje mindre anlegg for slikt. Om én forsker er nysgjerrig og samtidig god på å observere verden rundt seg, mens en annen har sin styrke i logiske å utlede konsekvenser av en oppsatt hypotese, er det duket for et fruktbart samarbeid. En tredjemann som elsker tall, evner å fremskaffe dem, samt kan det statistiske håndverket som testing av hypoteser innebærer, er det også rom for.

I økonomifaget vil en god hypotese eller modell ta høyde for de institusjoner, normer og holdninger som gjelder for den tid og det sted dataene er hentet fra. Fysikkens tidløse lover gjelder ikke i økonomi.

Økonomer bruker gjennomgående for liten tid på induksjon og for mye tid på deduksjon. Derfor blir modellene de lager ofte så sterile og uinteressante, uten kontakt med virkeligheten. Psykologer er ofte flinkere. Arbeidsmetoden til de to meget suksessrike psykologene Amos Tversky og Daniel Kahneman beskrives slik:⁵⁵

”Vi fant raskt frem til en måte å arbeide på som vi holdt fast på i mange år. Forskningen vår var en samtale, der vi fant på spørsmål og analyserte de intuitive svarene våre sammen. Hvert spørsmål var et lite eksperiment, og i løpet av én dag gjennomførte vi mange eksperimenter. Vi lette ikke etter det korrekte svaret Målet var å identifisere og analysere det intuitive svaret”

En slik måte å arbeide på legger vekt på induksjon, på det å observere. I tillegg bruker de seg selv som kilde til innsikt. Introspeksjon kalles det. Jeg tror det er en undervurdert kilde til gode hypoteser i økonomifaget. Atferden til de aktørene jeg modellerer, ligner den på min?

Kravene til konsistens og ”rigour” er meget stamme om artikkelen man skriver skal ha sjanse til å komme på trykk i et godt, økonomisk tidsskrift. Men dermed hemmes kreativiteten. Alt må syes over samme lest. Og nysgjerrighet må vike for form.⁵⁶ John Kay sier det slik: ”The only descriptions that fully meets the requirements of consistency and rigour are completely artificial worlds, such as the ”plug-and-play” environments of DSGE – or the *Grand Theft Auto* computer game”.⁵⁷

Stille før stormen

Robert Solow fremholder hvor lett det er å undervurdere betydningen av ”keen observation and shrewed generalization”. Og legger til, ”there is a lot to be said in favor of staring at the piece of reality you are studying and asking, just what is going on here?”⁵⁸ Nettopp det glemte man i oppløpet til finanskrisen, å stirre realitetene dypt inn i øynene, beskrive det man så, i et forsøk

⁵⁵ Se side 12 hos Kahneman (2012).

⁵⁶ En fagfelle av meg fikk nylig antatt en artikkel i et anerkjent tidsskrift om hvordan selvbedrag kan øke velferden. I modellen la han til grunn ”Economic Man”. Ellers ville tidsskriftet neppe akseptert artikkelen.

⁵⁷ John Kay i artikkelen ”A realm dismal in its rituals of rigour” i *Financial Times*, 26. august 2011, kursiv hos Kay.

⁵⁸ Se Robert Solows artikkel ”How did economics get that way & what way did it get?” i *Dædalus*, Fall 2005, ss. 87-100.

på å forstå hva som foregikk. I stedet nøyde man seg med å finpusse på DSGE-modeller der aktørene er rasjonelle, informasjonen god og beslutningene av en slik karakter at ingen angrer på noe etterpå.

Den som i hovedsak har sin akademiske trening i teori med generelle likevektsmodeller i sentrum, mangler sammenligningsgrunnlag. Var det paralleller til krisen som startet i USA i oktober 1929, med situasjonen sommeren 2007? Hva diskuterte man som virkemidler den gang? Den som har trening i og kunnskap om økonomisk historie, kan lettere se nyanser i virkeligheten her og nå. Hyman Minsky (1919-1996) skrev mye om finanskriser.⁵⁹ Han mente det var et nært samband mellom realøkonomi og hva som foregikk i bank- og finansvesen. Men det han skrev og sa brydde økonomer – bortsett fra sånne som Kindleberger – seg lite om. Ikke fordi han sa det han sa. Men fordi måten han sa det på. Tiden hadde gått fra verbale resonnementer. Det var trist. For Minskys innsikt ville gitt en bedre forståelse i forkant av begivenhetene.

Et sentralt element hos Minsky er at ubalanser lett bygger seg opp i gode tider, når kreditten flyter fritt og rentene er lave. "This time is different", sier man, og godtar stadig dårligere sikkerhet for økte utlån. Selve begrepet "The Great Moderation" som bl.a. Ben Bernanke allerede i 2004 hadde på blokken som tema for forskning, ville ringt en bjelle hos Minsky. Når noe har gått bra lenge, og svingninger i økonomien er moderate, kan man frykte uro rundt neste sving. Om Minsky hadde levd og skulle annonsert et stort forskningsprosjekt i 2004, hadde han kanskje kalt det "Stille før Stormen"?

Maktkamp i akademien?

På tampen av 1970-tallet besluttet de beste amerikanske tidsskriftene i samfunnsøkonomi at det ikke lenger var rom for artikler i økonomisk historie og i utviklingen av fagets egen filosofi.⁶⁰ Akademikere med slike interesser var ofte temmelig skeptiske til det eksisterende paradigme i faget. Når de nå ikke lenger kunne publisere i de beste tidsskriftene, fikk de heller ikke så lett fast stilling (tenure).⁶¹

Etter hvert ble disse fagene tatt ut av undervisningen. Forelesere var ikke blant de fast ansatte, og studentene – mente professorene – hadde mer behov for å lære seg faget og håndverket skikkelig. Inn med mer matematikk og statistikk, og logiske valg under usikkerhet. Men uten

⁵⁹ For en grei innføring i Minskys arbeider, se side 4-11 i Sverre Knutsens Working Paper nr. 3 for 2012 i Norges Bank's bicentenary project, "Why do banking crisis occur? The American subprime crisis compared with the Norwegian banking crisis 1987-92".

⁶⁰ Fremstillingen her bygger på en artikkel av Philip Mirowski, "The Spontaneous Methodology of Orthodoxy, and Other Economists' Afflictions in the Great Recession", i boken *The Elgar Companion to Recent Economic Methodology*, redigert av John B. Davis og D. Wade Hands, Cheltenham, Edward Elgar, 2011.

⁶¹ Jeg husker selv fra min tid som PhD-student på Stanford University på 1970-tallet hvordan en dyktig professor, Duncan Foley, topp foreleser og god forsker, ble nektet tenure. Etter tidligere å ha vært temmelig "mainstream" med noen gode publikasjoner, hadde Foley beveget seg klart til venstre i sin faglighet. Michael Boskin derimot fikk tenure, uten problem vil jeg tro. Han hadde det rette politiske grunnsynet, og ble senere leder av president Ronald Reagans Council for Economic Advisers. Bevares, Boskin hadde sine faglige saker i orden. Men det tror jeg Duncan Foley, som var i min PhD-komité, også hadde.

innsikt i fagets egen historie, mister studentene trening i å se sitt eget fag i et kritisk lys. Hva driver vi med nå og hvorfor?

Professor Willem Buiter ved LSE er på linje med Krugman i sin vurdering av utviklingen i makroøkonomi som fag siden 1970-tallet. Teoretiske innovasjoner som kan forbindes med professor Robert Lucas ved Chicago University og andre, "have turned out to be self-referential, inwardlooking distractions at best." Ønsket om å forstå hvordan økonomien fungerer har ikke stått høyt på dagsorden. EMH har vært en "manifest failure", åpenbart for alle bortsett fra dem som hadde blitt "warped by a modern Anglo-American PhD education".⁶²

Og Robert Lucas, må vi huske, var han som satte foten ned for gammeldags Keynesianisme i det han fremholdt at endringer av regimer endrer virkemåten til økonomien hvilket betyr at estimerte relasjoner ikke er stabile over ulike regimer. Denne såkalte "Lucas critique" var vesentlig for utviklingen av DSGE-modellen.

I 2003 i sin tale til fagfeller i egenskap av president for American Economic Association, konstaterte Lucas at økonomifagets største utfordring var løst, nemlig "the problem of depression prevention". På vårparten samme året, stående på et krigsskip i den persiske gulf, erklærte president George W. Bush: "We have prevailed". Men like lite som krigen mot Irak var over i 2003, var problemet om økonomiske nedgangstider løst. For både professor Lucas og president Bush tok overmotet overhånd.

Hvorfor lykkes forkjemperne for DSGE og EMH å få henimot akademisk monopol på sine teorier? Og hvordan makter de som hører disse skolene til, å holde grepet i undervisningen?⁶³

"Academic capture" – eller spøkelser ved høylys dag?

Med "academic capture" forstår vi at academia, i denne sammenheng Economics Departements ved ledende universiteter i USA og Storbritannia, har latt seg fange eller lure til å holde fast på et opplegg for doktorgradsstudenter, som tiden egentlig har løpt i fra. Et slikt forsknings- og undervisningsopplegg kan også tjene andres interesser. Hvem sine interesser? De store aktørene i kapitalmarkedenes sine interesser. På hvilken måte? Ved at DSGE foreskriver liten innblanding fra myndigheter – økonomien vil selv tendere mot likevekt ved full sysselsetting. Og ved at EMH foreskriver at en maksimering av aksjekursen er det beste et selskap kan gjøre for dets eiere så vel som for samfunnet for øvrig. Det gir legitimitet til "unfettered capitalism".

⁶² Uttalelsen til Buiter skriver seg fra 2009. Sitatet er hentet fra side 483 hos Philip Mirowski (2011).

⁶³ I kapittel 3 i *The General Theory* stusser Keynes over at David Ricardos teori, som så helt bort fra betydningen av aggregert etterspørsel, fikk en så dominerende posisjon. "Ricardo", sier Keynes, "conquered England as completely as the Holy Inquisition conquered Spain." Denne teorien "... afforded a measure of justification to the free activities of the individual capitalist ...", konstaterer Keynes, dvs. passet folk med penger godt. At Ricardos teori "... was adapted to carry a vast and consistent logical superstructure, gave it beauty", sier Keynes videre. Det må ha appellert til academia. Mon tro om en fremtidens Keynes vil si noe tilsvarende om EMH noen tiår frem i tid? At den fikk dominere mer enn det som sunt var. Fordi den passer pengefolk godt. Og fordi den som teori betraktet er riktig vakker. Takk til Roger Hammersland som gjorde meg oppmerksom på Keynes her.

Jeg vil peke på fire forhold som kan forklare "academic capture" – at de beste universitetene i UK og USA lar sterile og virkelighetsfjerne, men teoretisk elegante, modeller ha stor vekt i undervisningen for doktorgradsstudenter.

For det første, de etablerte professorene ved universiteter som kan disse modellene, har egeninteresse i at det undervises i dem og forskes på dem. Det bidrar til den gamle gardes egen "human capital" holder seg i verdi.

For det andre, eimen av "vitenskapelighet" rundt disse modellene, der de fremstår i all sin matematiske eleganse, kan virke intellektuelt spennende og innbydende.⁶⁴ Det gjelder særlig økonomer som ikke tok Hayeks observasjon på alvor, men som tror at generelle og varige sannheter lar seg avdekke i økonomi som i fysikk.

For det tredje, modeller som er matematisk baserte, har lettere for å skape skole enn mer verbale fremstillinger. John Kenneth Galbraith skrev mye og ble lest mye. Men noen skole i økonomifaget maktet han aldri å lage. En grunn for dette var formen. Den var Galbraiths egen. Matematikk derimot, og tall, er mer allemannseie og lettere å lage skole og å få disipler på grunnlag av.

For det fjerde, studenter med liten risikovillighet går ukritisk inn i det etablerte paradigmet. Det gjør det lettere å få jobb når den tiden kommer. Prisen de betaler er underkuing av egen nysgjerrighet.

"Scientists whose research is supported by drug firms report more favourably on drugs than scientists whose research is funded otherwise", skriver professor Richard Freeman ved Harvard University.⁶⁵ I noen tilfeller kan dette være bevisst, men mest sannsynlig kommer forskerne frem til det "rette" resultatet "through unconscious decisions made during their experiments", fortsetter han.

Kunne noe tilsvarende tenkes å skje i forskning i økonomi og finans der banker og andre finansinstitusjoner står for fundingen – at resultatene tenderer i en retning som den som finansierer det hele liker? Eller er det å se spøkelser ved høylys dag?

Mer nyanserte former for "academic capture"

Professor Luigi Zingales fra Chicago University har flere nyanser.⁶⁶ For mange analyser trenger forskere data som bedrifter eier. Før en bedrift gir forskeren tilgang på slike data, vil bedriften ofte forbeholde seg retten til at analysen ikke publiseres. Hvorfor et slikt forbehold? Jo, dersom resultatene går bedriftens økonomiske interesser midt i mot, er den ikke interessert i spredning av slik kunnskap. Forskeren som gjerne vil ha sitt arbeid publisert, vil føle et press om enten å forske på ukontroversielle spørsmål, "... or on topics in which the results are likely to cast the

⁶⁴ Robert Solow kjenner en annen eim av disse modellene. Under høring i Kongressen om DSGE-modeller i etterkant av finanskrisen, uttalte Solow at disse modellene "didn't pass the smell test". Sitert fra side 504 hos Mirowski (2011). Det er velkjent at Nobelprisvinnerne Robert Lucas (Chicago) og Robert Solow (MIT) har lite til overs for hverandres forskning.

⁶⁵ Freeman (2010), side 177.

⁶⁶ Luigi Zingales (2012), *A Capitalism for the People*, Basic Books.

company that provided the data in a good light”.⁶⁷ I en slik verden vil forskning lett bli ”biased”, og det til næringslivets fordel.

Videre peker Zingales på tendensen næringslivet har til å la forskere med et markedsvennlig eller kapitalistisk grunnsyn få bedre tilgang på gode data enn andre. Ikke det at forskere flest lar seg korrumpere. Men utvelgelsen av hvem som får tilgang på data, og anledning til å forske på dem, vil i seg selv føre til en ”bias” i litteraturen på feltet sett under ett.

Mer problematisk rent etisk er forskning som i noen grad styres av forskerens egne muligheter på arbeidsmarkedet senere. Å skrive akademiske artikler – eller fortelle historier på akademisk vis – der feite bonusordninger virker befordrende på produktiviteten i foretakene, gjør det lettere å få konsulentjobber senere, eventuelt å bli med i styrer og råd. Alt sammen godt betalte aktiviteter. ”Neither consulting nor board membership is bad, but ignoring how pursuit of these activities can potentially distort our opinion is naive”, konkluderer Chicago-professoren.⁶⁸

5. Hva slags reguleringer trenger finansmarkedene og hvordan få dem på plass?

Finanskrisen som startet i 2007, er ikke over. Kostnadene i kroner og øre for et finansvesen som tok mer risiko enn godt var, er enorme – på linje med hva en krig koster. At man i etterkant av en slik krise setter mye inn på å endre virkemåten til bank- og finansvesen verden rundt, er lett å forstå. Men hvorfor går dette arbeidet så tregt? Og hvorfor holdes fokus på mer av det samme – mer avansert risikostyring, og flere og mer detaljerte reguleringer – når en nøye gjennomgang av krisen avdekket at dette ikke er veien å gå?

Hva vi har hatt, og hva vi har fått

Finanskriser er ikke noe nytt. ”The Great Depression” som startet med børskrakket i New York i oktober 1929, hadde som konsekvens at tusenvis av banker gikk konkurs. En fjerdepart av alle bankinnskuddene i USA ble nullet ut.

Denne krisen førte til Glass-Steagall Act av 1933, der skillet mellom investeringsbanker og forretningsbanker står sentralt. Risikofylt finansvirksomhet kan investeringsbanker drive med. Penger til slikt må eierne selv fremskaffe (egenkapital), eller de kan ta opp lån i markedet. Vanlig bankinnskudd kunne bare forretnings- og sparebanker tilby. Slike innskudd ble garantert av FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), en ny institusjon som ble etablert på den tiden. For fremtiden skulle folk ha trygghet for sine innskudd i banken.

Det stramme skillet mellom investeringsbanker og forretningsbanker gjorde at megabanker ikke oppstod. McFadden Act av 1927 trakk i samme retning. Etter denne loven, som de mindre bankene gikk sterkt inn for, ble det forbudt med ”interstate banking” – dvs. banker kunne bare operere i én delstat. Fra midten av 1930-årene og frem til tidlig på 1990-tallet hadde de tre

⁶⁷ Zingales 2012, side 95.

⁶⁸ Zingales 2012, side 96.

største bankene i USA rundt 10 prosent av samlet forvaltningskapital for bankvesenet. Hensikten om å hindre "excessive concentration of financial power", ble innfridd."⁶⁹

Fra 1970-tallet og utover økte lobbyvirksomheten fra store bank- og finansforetak. Argumentasjonen lignet den fra 1920-tallet; med mer liberale regler ville bankene kunne drive mer effektivt. Det betyr billigere banktjenester til publikum. Bankene vant frem med denne argumentasjonen. I 1999 forsvant Glass-Steagall – vanlig banker kunne drive med risikofylte aktiviteter. Noen år tidligere ble "interstate banking" tillatt. Nå stod det den enkelte bank fritt til å vokse alt den maktet. Resultatet lot ikke vente lenge på seg. Det ble færre og større banker. I 2007 satt de tre største bankene i Amerika på hele 40 prosent av bankenes samlede forvaltningskapital.

Dermed var en ny utfordring kommet på myndighetenes bord; hvordan håndtere en storbank som står i fare for å gå konkurs? "Too Big To Fail" problemet (TBTF) kalles det. Men hva er problemet? At hele bank- og finanssystemet kan slå sprekker om man lar en av de virkelig store finansforetakene, med alle sine forgreininger og alle sine løfter – for det er det finans i stor grad går ut på, man gir løfter som man betales for, og mottar løfter som man betaler for –, skulle innstille sin virksomhet. Og videre, en storbank som går over ende, vil skape store problemer for bedrifter som denne banken betjener. Erfaringene fra 1930-tallet viste klart sårbarheten næringslivet for øvrig har overfor konkurser i bank og finans.

I september 2008 gikk investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Det som ikke skulle skje, skjedde. Finanskrisen var et faktum. Situasjonen lignet på den i oktober 1929.

I USA førte krisen i 1930-årene til et skarpt skille mellom investeringsbanker og forretningsbanker. Det sørget Glass-Steagall loven av 1933 for. Den er på 37 sider. Finanskrisen denne gangen har også avfødt en ny lov, Dodd-Frank fra 2010. Den er på 848 sider. Med alle detaljer som skal fylles ut underveis, vil den bli på godt over 10.000 sider. Hvem kan make å holde oversikten over noe slikt? Den såkalte Volcker Rule ble også vedtatt, nemlig at banker ikke kan handle verdipapirer på egen bok.

Hva har man lært av finanskrisen? Hvordan møte fremtiden? Mer risikostyring. Flere reguleringer. Flere kontrollører. Med andre ord, mer av det samme. En mer komplisert virkelighet søkes regulert med mer kompliserte reguleringer.

Å skulle etterleve et finmasket nett av reguleringer krever mye arbeid. Reglene i Basel 3 har konsultantselskapet McKinsey anslått vil kreve to hundre flere årsverk for en mellomstor bank. Inn i Basel 3 ligger også regler for hvordan ledelsen skal avlønnes med sikte på å unngå incentiver for stor risikotaking. Konsekvensen er at HR-avdelingen i banken må se på ansettelses- og avlønningvilkår for sjefen. For mange av de 112 norske sparebankene vi fremdeles har, kan Basel 3 bli kroken på døra.

Finanskrisen er også blitt fulgt opp med sin egen rapport i Storbritannia, den såkalte Vickers Committee. EU kunne ikke være dårligere. I oktober 2012 leverte den finske sentralbanksjefen Erkki Liikanen en rapport han hadde ledet arbeidet med.

⁶⁹ Fremstillingen her bygger på artikkelen "The \$100 Billion Question", av Andrew Haldane, Bank of England, March 2010.

BOKS 7: MODERASJON I NORSKE BANKER

Hensikten med dette notatet er å bidra til et mer robust bank- og finansvesen. Finanskrisen avdekket et hav av svakheter. Da er det ikke rart at det blir en del katter å henge en del bjeller på. Desto viktigere at de andre kattene går fri.

Norsk bank- og finansvesen er ikke hva vi primært har i tankene her. Dette vesenet fikk kjørt seg under bankkrisen tidlig på 1990-tallet. Viktige lærdommer ble trukket. Dyrebare erfaringer høstet. Mitt inntrykk er at norsk bank- og finansvesen befolkes av flinke og arbeidsomme folk.

Et tilbakevendende tema er urimelig høye inntekter for banksjefer, særlig i USA. I 2008 tjente Jamie Dimon, sjefen for JP Morgan Chase, rundt 20 millioner dollar. Samme året hadde Jiangqing Jiang, sjef for Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), en inntekt på knapt en kvart million, eller 1,25 prosent av det Dimon fikk. Til tross for at ICBC er verdens største bank, og JP Morgan Chase den fjerde største.

Hvordan stiller det seg i Norge? I 2011 hadde Rune Bjerke, sjefen i DNB, en lønn på 780.000 dollar (for sammenligningens skyld), og en samlet inntekt på 1.133.000 dollar. Sammenlignet med andre banker i Europa i samme størrelse, kommer Bjerke beskjedent ut. Sjefen i tyske Commerzbank hadde om lag det dobbelte i lønn. Og sjefen i italienske Intesa Sanpaolo tre ganger Bjerkes lønn. Sammenlignet med amerikanske banker i samme størrelsesorden, har imidlertid italienske, tyske og norske toppledere beskjedne inntekter.

Utviklingen i USA møter stigende skepsis, både blant politikere og folk flest, særlig etter at toppsjefer i mange banker, etter å ha blitt reddet av myndighetene i 2008, året etter bevilget seg solide økninger i egne inntekter. Lenger nede på stigen er ikke amerikanske bankfolk lønnet høyere enn europeiske.

Når vi nå sammenligner DNB med andre banker, kan det være artig å se på et annet område; nemlig bøtlegging for juks og fanteri. På tampen av 2011 ble sveitsiske UBS ilagt en bot på 1,3 milliarder dollar for å ha bidratt til manipulering med LIBOR. Ettersom UBS har en balanse fire ganger DNBS, ville en tilsvarende bot til Norges største bank utgjort nær 1,5 milliarder kroner. Politikere, embetsverket i finansdepartementet og lederskribenter i avisene ville fått noe å bakse med.

Er dette veien å gå? Et stadig mer komplekst system som møtes med stadig mer komplekse regler. Andrew Haldane, som er sjef for finansiell stabilitet i Bank of England, mener nei. Og har i et knippe av foredrag de siste tre årene gitt stadig bedre begrunnelse for dette. Hva slags reguleringer trenger finansmarkedene? Det enkle og gjennomsiktlige må erstatte det komplekse og uoversiktlige, mener han.

Haldane har en suveren kombinasjon av kunnskap, kløkt og innsikt, og også et praktisk grep på tingene. I tillegg skriver han underholdende. På Jackson Hole konferansen i august 2012 holdt

han foredraget "The dog and the frisbee".⁷⁰ På denne årlige sensommerfesten for sentralbanksjefer og andre sjefer, som vi har vært innom tidligere – det var der Raghuram Rajan i august 2005 anklaget Alan Greenspan for for få nedgangsperioder – fortalte Haldane forsamlingen at border collies er særlig dyktige til å fange frisbees. Og det til tross for at de ikke kjenner Newtons lov om tyngdekraften. Den enkle regelen "run at a speed so that the angle of gaze to the frisbee remains roughly constant" holder lenge.

Gode regler og reguleringer for bank og finans er tilsvarende enkle. "You do not fight complexity with complexity", fremholdt Haldane. Hvorfor ikke? Fordi komplekse regler skaper genuin usikkerhet, eller "Knightian uncertainty".⁷¹ Man vet ikke eksakt hvordan reglene skal etterleves, hvordan konkurrentene tolker dem, og hva myndighetene vil foreta seg om reglene ikke har de ønskede virkninger. Sannsynligheten for det – at de ønskede virkninger uteblir – stiger med kompleksiteten av regelverket. Også legitimiteten av regelverket lider når reglene blir for komplekse og detaljerte og tolkes ulikt av ulike aktører. Det er verken markedet eller reguleringsmyndighet tjent med.

Jeg skal i det følgende gi til beste hovedpunktene i Haldanes argumentasjon. For deretter å trekke frem synspunktene til professor Anat R. Admati som deler Haldanes bekymring for kompleksiteten, men som på noen områder har andre forslag for regulering av bank- og finansvesen. Men først mer om problemet at store banker ikke kan gå konkurs.

Mer om TBTF

Om banker kunne gå konkurs som andre foretak, ville det være liten grunn til all den oppmerksomhet reguleringen av dem har fått. Med den tiltakende konsentrasjonen vi fikk i amerikansk bank- og finansvesen etter opphevelsen av Glass-Steagall – en lov som hadde tjent amerikaneren godt i over seksti år – ble TBTF-problemet helt sentralt.

Det er tre elementer som virker sammen, og som gjør TBTF-problemet så vanskelig.

For det første, gjennom 1990-tallet hadde toppledelsen i store banker nappet til seg makten ved selv å bestemme incentivstrukturen. Aksjeopsjoner kom etter hvert til å stå sentralt her. Denne form for belønning ble forsvart ut fra prinsipal-agent modellen. Men når ledelsen i banken langt på vei bestemmer sin egen bonusordning, er ikke agenten da blitt prinsipal? Det hele skjedde under dekket av hypotesen om effisiente markeder (EMH) som sa at det beste som kunne skje en bank, dets eiere, og det samfunnet banken er en del av, er at kursen på bankaksjer stiger.

For det andre, bonusordningene er asymmetriske. Sjefer skuffer inn godt med dollar når det går bra, men betaler ikke tilbake når det går dårlig. Det virker som en invitasjon til større gjeldsgrad (leverage) og mer risikotaking.

⁷⁰ "The dog and the frisbee", av Andrew Haldane, Bank of England, August 2012. I denne artikkelen kan Haldane for øvrig opplyse om at mens man 1980 hadde én som jobbet med regulering av bank og finans per 11.000 ansatt i bransjen, var dette forholdstallet redusert til én per 300 i 2011.

⁷¹ Keynes delte langt på vei Knights syn på viktigheten av hendelser som man ikke kan vite noe sikkert om sannsynlighetsfordelingen for, dvs. genuin usikkerhet. For en god diskusjon, se artikkelen "Probability and uncertainty in Keynes's general theory" fra 2003 av Donald Gillies, University College London.

Og sist, men ikke minst, banker som er TBTF, trenger å engste seg mindre for fundingen selv om de tar store risikoer. Forestillingen om at noe er for stort til å gå konkurs, gjør at innskyttere og andre långivere villig vekk kommer med sine penger. Myndighetene står jo klare til å redde dem – ”bail them out” – om konkurs skulle true. Skattebetalerne betaler.

BOKS 8: DNB ER ALTFOR STOR

I 2003 sa myndighetene i Norge ja til en fusjon mellom Sparebanken NOR og DNB. Den nye banken, som gikk under navnet DnBNOR noen år, før den den 1. januar 2012 tok tilbake DNB-navnet, har en markedsandel i bank og finans i Norge på rundt 35 prosent. Staten eier 34 prosent av aksjene og har således negativ kontroll som det heter. Det betyr en form for veto ved særlig viktige beslutninger.

Hvis noe er for stort til å gå konkurs (TBTF), så er det DNB. Det gir banken både makt og økonomiske fordeler. La oss ta det siste først. Den implisitte garantien som ligger i TBTF, gjør at DNB kan funde seg billigere enn hva som ellers ville vært tilfellet. Myndighetene gir en garanti uten å ta seg betalt for det.⁷² Denne garantien er verdt milliarder av kroner hvert år.

Så var det makt. Jeg har ofte stusset på hvorfor folk i DNB, når jeg snakker med dem, nærmest lar seg øse opp når kravet om høyere egenkapital til norske banker kommer på banen. Om Miller-Modigliani-teoremet har noe for seg (se Boks 9), skulle ikke samlet kapitalkostnad bli påvirket av egenkapitalandelen. Om mer egenkapital gir et mer robust bankvesen i Norge, hva skulle DNB ha imot dette?

Forklaringen, har jeg etter hvert skjønt, går slik. På grunn av garantien som ligger i TBTF, vil ikke lånekostnadene til DNB gå merkbart opp selv om egenkapitalandelen går merkbart ned. Hvilket betyr at forventet avkastning på egenkapital stiger raskere ved økende gjeldsgrad enn hva MM-teoremet tilsier. Verdien av den implisitte statsgarantien stiger. Aksjonærene vil således gå imot kravet om høyere egenkapitalandel. Det vil også toppledelsen. Bonus basert på aksjekurs blir mindre når egenkapitalandelen øker. Og kanskje viktigere, DNBs suksess målt ved avkastning på egenkapitalen i forhold til andre banker det er naturlig å sammenligne seg med, blir noe dempet.

Når ønsket om høyere egenkapital i norske banker luftes, er DNB gjerne raskt ute med en advarsel. En slik økning, sier man, vil i stor grad komme ved en nedbygging av balansen, snarere enn ved tilbakeholdte overskudd eller innhenting av ny kapital ved aksjeemisjon. En nedbygging av DNBs balanse betyr en innstramning i kredittgivningen i landet. Det vil kunne ha konsekvenser i makro som myndighetene ikke vil like. Bedre da å la snakket om mer egenkapital i norske banker, utover hva Basel 3 legger til grunn, slik Sveits har gjort, altså strammet egenkapitalkravene ytterligere, forbli nettopp det, bare snakk.

Hvor lurt var det egentlig å la DNB og Sparebanken NOR fusjonere i 2003?

⁷² Den klassiske artikkelen her Robert C. Merton (1977), ”An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees. An application of modern option pricing theory”, *Journal of Banking & Finance*, ss. 3-11.

Med disse tre samvirkende forholdene blir det desto viktigere at reguleringsmyndighetene holder hodet kaldt og følger med. Slik at faren for konkurs ikke oppstår. Det gjorde de regulerende myndigheter ikke. I stedet lot de bankene få stadig større spillerom. Etter anbefaling av Baselkomiteen i 1996 fikk bankene anledning til å bruke egne modeller for beregning av markedsrisiko. Basert på såkalte Value at Risk modeller, eller VaR-modeller, der korrelasjon og kovarians mellom et sett av verdipapirer står sentralt, og der tallmaterialet disse beregningene bygger på sjelden går mer enn fem år tilbake i tid, fikk den enkelte bank bedre kontroll på kapitalkravene.

”With hindsight, a regulatory rubicon had been crossed”, sier Haldane.⁷³ Ikke primært på grunn av bankenes bruk av egne modeller, men fordi skillet mellom forretningsmessig vurderinger av risiko og reguleringsmessige vurderinger av det samme ble uskarpt.⁷⁴

Med Basel 2 i 2004 ble ytterligere et skritt i samme retning tatt. Interne modeller for vurdering av kredittrisiko kunne også brukes for å beregne kapitalkravene som banken måtte innfri. Det gav incentiv til bankene ”to upgrade their risk management technology”. Poenget var å få størst mulig handlefrihet for gitt mengde egenkapital. Leverage kunne økes ytterligere uten å gå på akkord med gjeldende reguleringer. For risikovillige banksjefer med ønske om størst mulig bonus, gav dette nye muligheter.

Kombinasjonen av banksjefer med alt å vinne på stor risikotaking, sikret funding ved TBTF, og rom for manipulering av kapitalkrav ved bruk av egne modeller, var som dynamitt. Til slutt smalt det. Konkursen til Lehman Brothers den 15. september 2008 innledet en ny fase i bank og finans.

Sentrale elementer i Haldanes analyse

Lehman-konkursen er nå historie, selv om oppryddingen i boet vil fortsette noen år til. Hva kan vi lære av historien? Og hvordan bruke denne lærdommen for å lage et bedre og mer robust regelverk for bank og finans i tiden fremover?

Robuste systemer

Systemer preget av genuin usikkerhet – altså en fremtid der vi ikke har noe grunnlag for å si noe om sannsynligheten for ulike utfall – hvordan se til at slike systemer er robuste? Med bank- og finansvesen i tankene trekker Haldane frem tre forhold.

For det første, la regelverket være enkelt. Komplekse kontroll- og reguleringssystemer øker usikkerheten. Glass-Steagall var på 37 sider, Dodd-Frank på 848 sider. Hvilken av de to lovene er det lettest å forholde seg til? Hvilken skaper minst usikkerhet?

⁷³ Haldane (2012, side 8)

⁷⁴ Med Dodd-Frank kan ikke forretningsbanker lenger handle på egen bok. Men for handling på kundenes vegne, trengs det egenkapital. I oktober 2012 gjorde Morgan Stanley, som før var en investeringsbank, men nå er en forretningsbank, nye kjøringene på sine VaR-modeller. Etter disse kjøringene ser man for seg et tap på en enkel handledag på maksimalt 63 millioner dollar, mot 82 millioner dollar tidligere. ”It all goes to point out, again and again and again, how malleable and manipulable and flaky VaR can be”, uttalte Pablo Triana, professor ved ESADE Business School. Se *Financial Times* 19. oktober 2012

For det andre, ved genuin usikkerhet legg vekt på å unngå katastrofale utfall. Minimax strategier snakker man om; minimer sjansen for at det verste som kan skje, skjer.⁷⁵

For det tredje, når enkle strategier basert på minimax skal settes ut i livet, ha helheten for øyet. Reguler strukturen. Med strukturen på plass trengs færre regler for aktørene.

Glass-Steagall tilfredsstiller disse tre kriteriene godt. Loven var enkel – bare på 37 sider. Formålet var klart – minimere sjansene for en ny katastrofe som krisen i tredveårene. Til sist, loven regulerte systemet som sådan – forretningsbanker og investeringsbanker fikk klart adskilte virksomhetsområder. I kombinasjon med McFadden Act av 1927, var bank- og finansforetak dømt til å forbli relativt små.

Bemerk også hvor klar og streng Glass-Steagall loven var. For forretningsbanker, regelrett forbud mot å drive med risikosport. For investeringsbanker, regelrett forbud mot å motta innskudd. For forretningsbankene var det en god nyhet også: Kundene hadde sikkerhet for pengene via FDIC. For investeringsbankene var den gode nyheten at de kunne delta i ulike former for risikosport – dvs. lukrative forretninger som det å hente inn ny aksjekapital for foretak, legge ut obligasjonslån, selv handle i verdipapirer, etc.

Kontrasten til Basel 2 er slående, sier Haldane. Et meget komplisert regelverk som strekker seg over hundrevis av sider, og som det tok femten år å få frem. Og videre, analysene og anbefalingene som Basel 2 er tuftet på, er hentet fra en kort periode – ”The Great Moderation” – og fanger således ikke opp volatiliteten som økonomien generelt og bank- og finansvesen mer spesielt, er utsatt for. Å minimere sjansene for å unngå det verste, var ikke i fokus. Basel 2 har ”... more minimin than minimax”, sier Haldane⁷⁶. Man minimerer sjansene for kortsiktige svingninger. Greenspan’s put er eksempel på en slik politikk. Finstyring på kort sikt, som bygger opp til katastrofe på langs sikt.

Hvordan håndtere TBTF?

Problemet med finansinstitusjoner som er så store og sammenvevde at man vanskelig kan la dem gå konkurs, kan løses på ulike vis.

- La dem ikke bli så store ”in the first place”.
- Forlang så mye egenkapital at store banker må forventes å kunne motstå selv de største rystelser.
- Lag regler for fundingen som gjør at gjeld, når konkursen nærmer seg, automatisk gjøres om til egenkapital.

Haldane vurderer alle tre tiltakene, som for øvrig ikke er gjensidig utelukkende.⁷⁷

⁷⁵ Haldane trekker frem hvordan større ulykker i luftfart og romfart fører til intenst arbeid for å forstå hva som skjedde og hvorfor, for på det grunnlag å gjøre forandringer i konstruksjon og bruk av flymaskiner og romskip. Se Haldane (2010) side 14.

⁷⁶ Haldane (2010), side 14.

⁷⁷ En fjerde variant er at myndighetene forbeholder seg retten til å gripe inn og ta over en finansinstitusjon som er i ferd med å fallere. Dette er hva Dodd-Frank legger opp til.

Banker trenger ikke å være veldig store før alle stordriftsfordeler er tatt ut. Med en forvaltningskapital som stiger utover hundre milliarder dollar, er det faktisk slik at "diseconomies of scale" gjerne setter inn.⁷⁸

I en studie av mer enn 800 banker i 43 land fant forfatterne at konglomerater hadde rabatt på sine aksjekurser.⁷⁹ Det betyr at markedet tilordner lavere verdi til et finansielt konglomerat enn summen av forretningsområdene foretaket består av. Hvilket tyder på at bank- og finansvirksomhet er preget av "diseconomies", ikke bare "of scale", men også "of scope". Menneskets evne til å oppfatte ting og å holde oversikten setter grensene for hvor stor og diversifisert en veldreven bank kan være.⁸⁰

Banker som er for store til at man kan la dem gå konkurs, nyter godt av å være det. Det skyldes den bedre kredittvurderingen ratingbyråene gir storbankene. Som i sin tur fører til lavere fundingkostnader. Fra 2007 til 2009 ble rating av TBTF-banker stadig bedre sammenlignet med mindre banker. Det skyldes at "...actions by government during the crisis have increased the value of government support to the banks", forklarer Haldane.

For perioden 2007-2009 var den årlige subsidiering som ligger i billigere funding for de fem største britiske bankene sett under ett, på størrelse med årlige overskudd før krisen. TBTF-problemet fører til "... a real and on-going cost to the taxpayer and a real and on-going windfall for the banks", konkluderer sjefen for finansiell stabilitet i Bank of England.⁸¹

I lys av at konsekvensene for samfunnet er så mye større og mer alvorlige om en storbank går konkurs enn når en liten bank har problemer, burde kravet til egenkapital til de store være større enn til de små. Slik er det ikke. Og videre, om man ville sette et tak på hvor store banker kan bli, burde skattebyrden stige med størrelsen på banken. Da vil banker ha egeninteresse av ikke å svulle ut over den størrelse og det omfang som samfunnet mener at samfunnet er tjent med at banker skal ha.

Den andre måten å håndtere TBTF på er å sørge for at store banker har så mye egenkapital at de må forventes å kunne motstå selv de største rystelser. Professor Anat Admati går for en slik løsning som vi snart skal komme tilbake til.

Den tredje måten er på forhånd å ha spesifisert hvordan balansen til banken vil bli tatt i bruk når konkurs truer. I foredraget "Capital Discipline" som Andrew G. Haldane holdt for årsmøtet til the American Economic Association i Denver i januar 2011, skisseres en måte å gjøre dette på. For å kunne bruke balansen når konkurs truer, trenger man signal om faren for fallitt, samt automatikk i hvordan poster på balansen i så fall skal stokkes om. Hva gjelder signal om fare på ferde er "market-based capital ratio", dvs. markedsverdien til banken delt på

⁷⁸ Haldane (2010), side 16.

⁷⁹ Studien som Haldane (2010, side 18) henviser til: L. Laeven og R. Levin (2007), "Is there Diversification Discount in Financial Conglomerates?", *Journal of Financial Economics*, side 331-367.

⁸⁰ Vi minner om erfaringen til JP Morgan våren 2012 der en megler i London klarte å tape hele overskuddet i første kvartal – og i vår sammenheng mer relevant – uten at banken forstod hva som skjedde.

⁸¹ Begge sitatene i dette avsnittet er fra Haldane (2010), side 5.

forvaltningskapitalen, et godt utgangspunkt. I 2007 hadde banker som gikk over ende to år senere, i gjennomsnitt fem prosentpoeng lavere markedsbasert kapitalbrøk enn banker som gikk klar av krisen. Dette er gode nyheter for reguleringsmyndighetene. Den markedsbaserte kapitalbrøken er lett å beregne, og det på daglig basis.

Hva gjelder poster på balansen som skal tas i bruk om den markedsbaserte kapitalbrøken skulle synke under et på forhånd kjent nivå, gjerne beregnet som gjennomsnitt over 30 dager, foreslår Haldane at banker skal pålegges å utstede såkalte "CoCos", eller "contingent convertible instruments". Dette er papirer som kan gjøres om fra gjeld til egenkapital. Når den markedsbaserte kapitalbrøken faller under det gitte nivået, inntreffer denne konverteringen automatisk. Med et pennestrøk kommer bankens soliditet på plass. Snarere enn at skattepenger kommer på bordet ex post, kommer pengene her fra bankens egen balanse ex ante.

Om denne innsprøytingen av egenkapital ikke skulle vise seg å være tilstrekkelig, må man få på plass klare regler for hvordan private kreditorer til banken kan bli "bailed-in", dvs. at deres fordringer gjøres om til egenkapital. Eventuelt at man har klare regler for nedskrivninger av fordringer på banken.

Mer om "CoCos"

Haldane diskuterer hvordan et slikt system basert på automatisk konvertering av poster på bankens balanse over til egenkapital vil virke for bankens ledelse, dens eiere og dens långivere. Egentlig er ikke "CoCos" så dramatisk som det kanskje kan synes, hevder Haldane, og viser til at systemet han har i tankene "... is not greatly dissimilar to the one recently proposed by the Swiss banking commission."⁸² Haldane minner også om at da Credit Suisse nylig utstedte en to milliarder dollar "CoCo", ble den overtegnet 11 ganger. Bankene selv er altså interessert i å utvikle og å selge slike instrumenter.

For å sikre et marked for "CoCos", og samtidig bidra til en bedre struktur på incentivene som bankens ledelse står overfor, vil Haldane at bonus skal komme i form av konvertible instrumenter. En banksjef som har en del av sin formue i form av "CoCos" i egen bank, vil trolig ha mindre appetitt på altfor vågale investeringer. Den asymmetriske belønningen som ligger i det etablerte bonussystemet, blir mindre asymmetrisk.

Videre burde man vurdere å utbetale dividende i "CoCos". Da blir pengene værende i banken, og soliditeten øker.

Haldane viser at om halvparten av all bonus og halvparten av all dividende i britiske banker for perioden 2000-2006 hadde kommet i form av "CoCos", og konvertert til egenkapital da krisen rammet, ville egenkapitalandelen i bankene i gjennomsnitt vært tre prosentpoeng høyere enn tilfellet var. Da ville bankene hatt om lag 70 milliarder pund mer i egenkapital. Det tilsvarende beløpet måtte bankene reise i ny egenkapital da krisen var et faktum.

Planen om pålagte "CoCos" for bankene er et eksempel på regulering av systemet snarere enn detaljert regulering av den enkelte aktør. Signalene om at noe må gjøres, kommer fra markedet. Det er automatikk i hendelsesforløpet. Kjøpere av "CoCos" vet hva de har å holde seg til.

⁸² Haldane (2011), side 10.

Forslaget kan virke radikalt. Men det er det ikke, mener Haldane. "Nothing could be less radical than returning banks, and banking risk, to the market."⁸³

Professor Admati om behovet for mer egenkapital

Som nevnt over, professor Anat R. Admati ved Stanford University, går for en kraftig økning i egenkapitalen banker er pålagt å holde. Det mener hun er enklere og ryddigere enn ulike skjemaer for konvertering av gjeld til egenkapital.⁸⁴ Etter hennes oppfatning gjør det seg gjeldende en mengde vrangforestillinger om hvordan kapitalstrukturen virker inn på bankenes kapitalkostnader og atferd.

Forestillingen om at egenkapital er "dyrt", og at kravet om høyere egenkapital i bankene derfor vil koste næringen dyrt, holder ikke. Utgangspunktet, sier professor Admati, må være Miller-Modigliani-teoremet. Det slår fast at hvordan et foretak er fundet, ikke har noen betydning for foretakets samlede kapitalkostnader.

Rett nok er egenkapital dyrere enn fremmedkapital. Men når egenkapitalandelen stiger, vil lånerenten synke. De to effektene virker i motsatt retning. Kapitalstrukturen, dvs. fordelingen mellom egenkapital og fremmedkapital, spiller ingen rolle for de samlede kapitalkostnadene. Argumentene om det motsatte "...are fallacious, irrelevant, or very weak", hevder Admati. Konklusjonen på studien er klar: "... requiring that banking institutions are funded with *significantly* more equity entails large social benefits and minimal, if any, social costs."⁸⁵

BOKS 9: EN ILLUSTRASJON PÅ MILLER-MODIGLIANI-TEOREMET'

Om et foretak har 50/50 i gjeld og egenkapital, og renten på lån er 4 prosent, mens forventet avkastning på egenkapitalen er 8 prosent, blir foretakets kapitalkostnad 6 prosent. Om i stedet egenkapitalen bare var på 25 prosent, ville fremmedkapitalen bli dyrere. Bufferen mot at långiver ikke får pengene sine igjen, er mindre. Forventet avkastning av egenkapitalen går også opp; sjansene for konkurs og at man mister alt, er større. En økning i egenkapitalavkastningen fra 6 prosent til 9 prosent og i lånerenten fra 4 prosent til 5 prosent er forenelig med Miller-Modigliani-teoremet. Det gir uendret kapitalkostnad på 6 prosent, $(9 \times 0,25 + 5 \times 0,75)$ prosent = 6 prosent.

Professor Admati tar livet av åtte myter og vrangforestillinger hva gjelder konsekvenser av markant høyere egenkapitalkrav til banker. La oss her gå kort gjennom tre.

Siden egenkapital er dyrere enn fremmedkapital, vil en økning i egenkapitalandelen føre til økte kapitalkostnader. Det blir for enkelt. Rett nok er egenkapital dyrere enn fremmedkapital. Men

⁸³ Haldane (2011), side 13, siste setning i foredraget.

⁸⁴ Fremstillingen her bygger i stor grad på notatet "Fallacies, Irrelevant Facts, Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is *Not* Expensive", av Anat R. Admati, Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig og Paul Pfleiderer, av 23. mars 2011.

⁸⁵ Se Admati mfl. (2011), side i. Kursiv i originalen.

når egenkapitalandelen stiger, blir lånekostnadene lavere. Hvorfor det? Fordi risikoen for konkurs er redusert. De samlede kapitalkostnadene påvirkes i liten grad. For et enkelt regnestykke, se boks 9.

Økte krav til egenkapital vil gjøre at utlån og andre ting bankene driver med, vil flyte over til det uregulerte markedet. Om dette er et problem, blir utfordringen bedre oversikt over og regulering av det såkalte "shadow banking system". Bemerk at "shadow banks" ofte har en solid morbank i ryggen. Det gir de regulerende myndigheter anledning til å gripe inn via morbanken. Det ble i liten grad gjort før finanskrisen.⁸⁶ Videre kan hensynet morbanken har til sitt eget rykte, gjøre at aktiviteter i "shadow banks", som banken står bak, ofte blir håndtert som om de var på morbankens egne bøker. I etterkant av finanskrisen så vi mange eksempler på det.

Et tredje argument mot økt egenkapitalandel i banker er at *skattemessige forhold kan gjøre finansiering med fremmedkapital billigere enn finansiering med egenkapital*. Dette er et relevant argument for at en bank – ut fra privatøkonomiske vurderinger – gjerne ser at egenkapitalandelen holdes lav. Fra et samfunnsmessig synspunkt er skatteregler og subsidier som gjør at banker ønsker høyere gjeldsandel, et paradoks. De negative ringvirkningene for samfunnet ved store bankkonkurser tilsier det motsatte. Det generelle poenget, sier professor Admati, er at om man vil gi banker noen fordeler ut fra samfunnsmessige vurderinger, bør det ikke skje ved skatteregler som gjør fremmedkapital billig.

I en artikkel fra 2006 viser professor Robert Barro at høyere egenkapitalkrav til bankene kan ha som konsekvens at kapitalkostnadene i økonomien sett under ett blir mindre. Med mer egenkapital i bankene synker sannsynligheten for at banker går konkurs. Ettersom bankkonkurser ofte drar andre konkurser med seg, vil et mer robust bankvesen føre til færre fallitter i næringslivet generelt. Lavere konkurserisiko vil trekke ned den høye avkastningen som markedet krever på egenkapital. Egenkapitalavkastningsgåten – den såkalte "equity premium puzzle" – mener professor Barro kan ha sin forklaring i et bank- og finansvesen med for høy gearing.⁸⁷

Hva er passende egenkapitalkrav for bankene, og hvordan få det på plass?

Vekting av kapitalkrav til banker, er ikke det en uting? Troen på at fortiden kan gi henimot sikker kunnskap om sannsynligheter for mislighold av lån i fremtiden, er ikke det å tro på julenissen? Da krisen var et faktum, måtte mange banker skrive ned verdien av lån som hadde nullvekt etter Basel 2 reglene, som lån til den greske stat.

Finansinstitusjoner som etter Basel 2 reglene har 10 prosent vektet egenkapital, kan det vise seg ikke har mer enn 3 prosent, når uvektede tall legges til grunn. Det betyr en gearing på over 30. Egentlig komplett latterlig, om det ikke var henimot komplett uforsvarlig. Om de største bankene skulle ha unngått finanskrisen, måtte de hatt rundt 7 prosent i egenkapital, beregnet

⁸⁶ At regulerende myndigheter ikke grep inn overfor det uregulerte bankvesenet " ... raises questions about the political economy of financial regulation in the past decade", se Admati mfl. (2011), side 60.

⁸⁷ Se diskusjon på side 16 i Haldane (2010). Artikkelen til Robert Barro: "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century". Den stod i *Quarterly Journal of Economics* i 2006, side 823-866.

på uvektet basis, hevder Andrew Haldane. I lys av finanskrisens ødeleggende virkninger bør man forvente at kravene til egenkapital til bankene går kraftig opp.⁸⁸

Admati mfl. (2011) peker på at i historisk sammenheng har 20 – 30 prosent i egenkapital i finansforetak ikke vært uvanlig. Og ser man på REITs (Real Estate Investments Trusts) i dag, som verken nyter godt av særlige skattefordeler eller har noen TBTF-lignende garanti til sine långivere, har disse gjerne 30 prosent eller mer i egenkapital. På denne bakgrunnen anbefaler Admati at man nøye vurderer hvorvidt banker bør ha egenkapitalkrav på godt over 10 prosent på uvektet basis.⁸⁹

Hvordan raskt få på plass en høyere egenkapitalandel i banker og andre finansinstitusjoner? Reguleringsmyndighetene kan ganske enkelt forby utbetaling av dividende.⁹⁰ Om i tillegg bonus ble gitt i nyutstedte aksjer eller "CoCos" som Andrew Haldane anbefaler, vil det sette ytterligere fart i oppbygningen av risikokapital i bankene. Frykten for at en bank som ikke utbetaler utbytte blir stigmatisert, faller bort når alle banker er pålagt det samme.

Med krav om mer egenkapital vil fordelene som de store bankene har ved at de kan låne til rabatt på grunn av TBTF-statusen, bli mindre. Videre synker skattefordelen ved lånefinansiering når lånefinansieringen synker. Begge deler med negativ virkning på kursen på bankaksjer. Dette er neppe populært i bank- og finansketser. Men er det noen grunn til ikke å gjøre hva som gjøres må for å få et mer robust bank- og finansvesen på plass?

6. Hva om folk i finansbransjen fikk bestemme trafikkreglene?

Transportsektoren ligner på finansvesenet. I trafikken skal vi flytte personer og varer fra A til B. I finans skal vi flytte penger eller kapital fra A til B.

I trafikken er et sikkert og robust system helt sentralt. Det er allment forstått og akseptert. Derfor er det ingen – eller nesten ingen – i Norge som ikke synes at fartsgrenser skal gjelde likt for alle. Også kjøring med promille er det allmenn aksept for at vi ikke vil ha noe av.

Men hva ville folk med erfaring i lobbyvirksomhet for finans sagt? Hør nå her. En Porsche trenger 5 sekunder for å komme fra null til hundre km/t. En VW Passat trenger 12 sekunder. Klart at en Porsche må kunne drive med forbikjøring på kortere strekninger enn en Passat. Med moderne teknologi kan man lage veimerking slik at sensorer på den enkelte bil fanger opp reglen som gjelder for den. En heltrukket midtlinje for en Passat, fremstår som en stiplet midtlinje for en Porsche.

Ulike fartsgrenser er vel også rimelig? Med 80 km/t trenger en personbil 35 meter før den står stille. Et vogntog trenger 49 meter. Da burde vel personbiler ha lov til å holde tilsvarende høyere fart?

⁸⁸ Kalibrering av reglene i Basel 3 peker ikke i retning av høyere krav til egenkapital, se Haldane 2012.

⁸⁹ Se Admati mfl. (2011, side 58).

⁹⁰ Se Admati mfl. (2011, side 59).

Videre burde man differensiere mellom personbiler også. Dess kortere bremselengde, dess større toppfart vil man tillate. Dermed gis incentiv til å utvikle bedre teknologi for bremsing. Denne teknologien har man glede av også når man holder lavere fart. En klar gevinst for trafikksikkerheten i samfunnet.

Hva gjelder promillekjøring bør man vel differensiere på alder? Erfarne sjåfører over femti år med et plettfritt rulleblad, bør ikke de få kunne leve etter den gamle reglen om 0,5 promille snarere enn dagens 0,2 promille?

Hvorfor smiler du i skjegget når du leser dette? Fordi det virker så helt usannsynlig. Men hvorfor er argumenter som er urimelige i trafikken, helt "comme il faut" i finansverden? Bank- og finansvesen er preget av et finmasket sett av regler. Som det heller ikke er så lett å få oversikt over. Det gir fordeler for noen. Og ulemper for andre. En konsekvens av alle reglene er en lite robust helhet.

Ingen setter spørsmålstegn ved målet om en sikker og robust trafikkavvikling. Reglene er enkle. De er forstått og allment akseptert. De gjelder likt for alle.

I finansverden har særinteresser klart å overkjøre helhetens interesser. Resultatet er stadig tilbakevendende bankkriser. Slik vil vi vel ikke ha det?

7. Oppsummering og avsluttende kommentarer

1. Bank og finans legger beslag på store ressurser. For USA, fra 2,3 prosent av BNP i 1947 til 7,9 prosent i 2006. En velsignelse, etter Alan Greenspans mening, en prosess som har bidratt til å heve amerikanernes levestandard. Han fortsetter slik:

"... the evident success of finance in the decades before the crisis in directing scarce savings into real productive capital investments appears to explain the generous compensation that nonfinancial market participants had been willing to pay to the domestic producers of financial services."⁹¹

Finansfolkene ved London School of Economics ser det anderledes:

"Our theory comes to the opposite conclusion and sees the size of the finance sector as a testimony to its failings."⁹²

Dersom opphavet til den dypeste økonomiske krisen i den vestlige verden siden depresjonen på 1930-tallet er å finne i atferden i bank og finans, hvor meningsfylt blir det da å snakke om utviklingen i denne sektoren *før* finanskrisen, som Greenspan gjør?

En annen del av problemet er de enorme forskjellene i inntekt som har fått lov å utvikle seg. At den ene prosenten på toppen i USA nå tar 20 prosent av verdiskapningen mot 10 prosent to-tre

⁹¹ Se Greenspan (2010), side 213. Tallene inkluderer også forsikringsvirksomhet.

⁹² Woolley & Vayanos (2012), side 60.

tiår tilbake, er knapt til å leve med. Barack Obama tok dette temaet opp i sin andre innsettelsestale som president.

2. Kjerneproblemet med bank og finans er at noe er for stort til å gå konkurs. Om TBTF ikke var noe tema – ganske enkelt fordi systemet kan håndtere konkursen til enhver finansinstitusjon – ville mye være vunnet:

- Långivere, dvs. de som kjøper bankenes egne gjeldspapir, og også innskytere med beløp på konto utover det som er garantert av myndighetene, må følge nøye med hva slags obligasjoner de kjøper, og i hvilken bank sparemidler plasseres.
- Store banker får ikke automatisk billigere funding når garantien som ligger i TBTF, er borte.

3. Myndighetene må starte arbeidet med å legge opp til at neste storbank på falllittens rand, går fallitt. Og det på en slik måte at ikke bare aksjonærene nulles ut, men også at eiere av bankobligasjoner, om nødvendig, tar tap. Det vil ha en edrueliggjørende effekt på prising av bankobligasjoner generelt.

De senere år har sentralbankfolk vist stor kreativitet. Vi har fått QE2 og QE3 i Amerika og LTRO i Europa. I tillegg, sentralbankrenter på null. Reguleringsmyndigheter må kunne vise tilsvarende kreativitet i samarbeid med lovgivere, jf. TARP i oktober 2008. Nødvendige beslutninger ble tatt av Kongressen på rekordfart slik at myndighetene hadde midler til å håndtere bankkrisen. En tabbe var det at man ikke gikk langt nok – ved at staten i større grad på midlertidig basis tok over eierskapet i fallerte banker og lot aksjonærene bli nullet ut, samt at kreditorene til bankene tok sin del av tapene.

4. Kompleksiteten i finansmarkedene er blitt altfor stor. Det bidrar til "Knightian uncertainty", nettopp hva gode reguleringer skal sikte på å unngå. Kompleksiteten ødelegger for oppgavene disse markedene skal løse. Gjør som Volcker, spør hvilken nytte vi har hatt av alle disse finansielle innovasjonene. Og bemerk svaret til han som har fått Nobelprisen for å ha utviklet dem, at de skyver rundt "... rent in the financial system – and besides, it's a lot of intellectual fun."

5. Tenk nytt når det gjelder reguleringer. Husk på hva Gorbatsjov i sin tid sa. Det største problemet for fornyelse og fremgang i Sovjetunionen var "den tilvante tenkemåten". Ta som utgangspunkt dette: Hva er *formålet* med bank og finans? Denne sektoren er til for andre. Ikke for seg selv. Og bør vurderes og reguleres på linje med vannverk og e-verk og andre "public utilities".

6. Når formålet er kjent, spør dernest *hvordan* løse oppgavene. Kanskje skulle man snu spillet? Alle typer forretninger og instrumenter er forbudt med mindre de er eksplisitt tillatt. Da kommer reguleringsmyndighetene foran på kurven.

Firkantede og enkle regler som er lette å forstå, virker fornuftig. Det gjør det enklere å kontrollere om reglene etterleves. Hvilket i sin tur bidrar til legitimitet.

At BMW-er med over to hundre hestekrefter selges i Norge selv om fartsgrensen her er 80 km/t på vanlige veier og 100 km/t på motorveier, hva sier det oss? Jo, at samme krav til egenkapital i

bankene, uansett hvem som låner, ikke vil være til hinder for at små foretak med risikofylte prosjekter også får lån. Alt pratet om det motsatte tror jeg ikke noe på.

7. Bank og finans blir kjedelig igjen, slik bildet var på slutten av 1940-tallet og frem til midten av 1980-tallet. Inntektene for dem som jobber der, kommer mer på linje med andre folks. De tiltakene som skisseres her, vil neppe bli møtt med begeistring fra folk i næringen.



Kilde: Financial Times

Referanser

- Admati, A. R. (2011), "An Open letter to JPMorgan Chase Board of Directors", *Risk Magazine*, June 14, 2011.
- Adamati, A. R., DeMarzo, P. M., Hellwig, M. F., & Pfleiderer, P. (2011), "Fallacies, Irrelevant Facts, Myths in the discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is *Not* Expensive".
- Alloway, T. (2012), "M Stanley shows the 'flaky' side of model", *Financial Times*, 19 October 2012.
- Bair, S. (2012), *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*, Free Press.
- Barro, R. (2006), "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century", *Quarterly Journal of Economics*, side 823-866.
- Basu, K. (2003), "Globalization and the politics of international finance: the Stiglitz verdict", *Journal of Economic Literature*, side 885-899.
- Borio, C. & White, W. (2004), "Whither monetary and financial stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", *BIS Working Paper No. 147*, February 2004.
- Caballero, R. J (2010), "Macroeconomics after the crisis: Time to deal with the pretense-of-knowledge syndrome", *Journal of Economic Perspectives*, side 85-102.
- DeLong, J. B. (2011), "Economics in Crisis", *The Economists' Voice*, May, 2011.
- Eisenhower, D. D. (1961), "Farewell Address, January 17, 1961", *Public Papers of the Presidents: Dwight D. Eisenhower*, 61.
- Freeman, R. (2010), "It's financialization!", *International Labour Review*, Vol. 149 (2010), No. 2.
- Gillies, D. (2003), "Probability and uncertainty in Keynes's The General Theory", upublisert notat.
- Grappner, J. (2012), "Promises that proved ultimately empty", *Financial Times*, 10 January 2012.
- Greenspan, A. (2010), "The Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010, side 201-261.
- Haldane, A. (2010), "The \$100 Billion Question", Bank of England, March, 2010.
- Haldane, A. (2011), "Capital discipline", Speech at the American Economic Association 9 January 2011.
- Haldane, A. (2012), "The dog and the Frisbee", Bank of England, August, 2012.

- Haldane, A. (2012), "Financial arms races", lecture at Institute for New Economic Thinking, Berlin, 14 April 2012.
- Hayek, F. A. (1974), "The Pretence of Knowledge", Nobel Price Lecture, 11 December 1974.
- Isachsen, A. & Strompdal, I. (1988), *Produktutvikling i finansmarkedene*, Tano Aschehoug.
- Jensen, T. C. (2012), "DNB best og verst", *Dagens Næringsliv*, 21 mai 2012.
- Kahneman, D. (2012), *Tenke, fort og langsomt*, Pax Forlag.
- Kay, J. (2011), "A realm dismal in its rituals of rigour", *Financial Times*, 26 August 2011.
- Kay, J. (2012), "The Kay review of UK equity markets and long-term decision making", Department for Business, Innovation & Skills, UK Government.
- Kay, J. (2012), "When storytelling leads to unhappy ending", *Financial Times*, 8 August 2012.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Palgrave Macmillan, London.
- Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 5th edition.
- Kindleberger, C. P. (1987), *The World in Depression 1929 – 1939*, Pelican Books.
- Knutsen, S. (2012), "Why do banking crises occur? The American subprime crisis compared with the Norwegian banking crises 1987-92", Norges Bank's bicentenary project, Working Paper nr. 3, 2012.
- Krugman, P. (2008), "Fuels on the Hill", *New York Times*, 27 June 2008.
- Laeven, L. & Levin, R. (2007), "Is there Diversification Discount in Financial Conglomerates?", *Journal of Financial Economics*, side 331-367.
- Merton, R. C. (1977), "An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees. An application of modern option pricing theory", *Journal of Banking & Finance*, side 3-11.
- Mirowski, P. (2011), "The Spontaneous Methodology of Orthodoxy, and Other Economists' Afflictions in the Great Recession", i Davis, J. B., Hands, D. W., & Cheltenham, E. E. (red.), *The Elgar Companion to Recent Economic Methodology*.
- Murray, A. (2009), "Paul Volcker: Think More Boldly", *Wall Street Journal*, 14 December 2009.
- Phelps, E. (2009), "Uncertainty bedevils the best system", *Financial Times*, 14 April 2009.

- Philippon, T., & Reshef, A. (2009), "Wages and human capital in the U.S. financial system: 1909-2006", National Bureau of Economic Research, Working paper 14644.
- Rajan, R. G. (2005), "The Greenspan Era: Lessons for the Future", A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 27 August 2005, Jackson Hole, Wyoming.
- Skidelsky, R. (2011), "Recovery before Reform", *Project Syndicate*, 24 October 2011.
- Solow, R. (2005), "How did economics get that way & what way did it get?", *Dædalus*, Fall, 2005, side 87-100.
- Sullivan, R. (2012), "Seasoned campaigner keeps boards on their toes", *Financial Times*, 28 October 2012.
- Taibbi, M. (2009), "The Great American Bubble Machine", *Rolling Stone Magazine*, July 2009.
- Tainter, J. A. (1988), *The Collapse of Complex Societies*, Cambridge University Press.
- Taleb, N. N., & Blyth, M., (2011), "The Black Swan of Cairo: How Suppressing Volatility Makes the World Less Predictable and More Dangerous", *Foreign Affairs*.
- Woolley, P., & Vayanos, D. (2012), "Taming the finance monster", *Central Banking Journal*, side 57-62.
- Zingales, L. (2012), *A Capitalism for the People*, Basic Books.
- "Investing not betting", *Finance Watch*, April 2012.
- "Playing with fire", Special Report: Financial Innovation, *The Economist*, 25 February 2012.

Working Paper Series

1/08	Houg, Kjetil A note on the concept of risk
2/08	Isachsen, Arne Jon Bolig- og finanskrisen i Amerika
3/08	Isachsen, Arne Jon Kjøp og salg av risiko
4/08	Husum, Hans Olav Hvor kommer pengene fra? Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
5/08	Steigum, Erling Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
6/08	Isachsen, Arne Jon Om finanskrisen i USA
7/08	Isachsen, Arne Jon Kommer Amerika tilbake?
1/09	Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand China's revival
2/09	Isachsen, Arne Jon Finanskrisen – Den menneskelige faktor
3/09	Chand, Sheetal K. The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
4/09	Liikanen, Erkki Finland, EMU and the euro
5/09	Isachsen, Arne Jon Kina viser muskler
6/09	Isachsen, Arne Jon En dag med China Daily
7/09	Isachsen, Arne Jon Scener fra en finanskrise
1/10	Isachsen, Arne Jon Finanskrisen – Konsekvenser for USA
2/10	Isachsen, Arne Jon Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
3/10	Isachsen, Arne Jon Om spekulasjon i valutamarkedet
4/10	Steigum, Erling Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
5/10	Isachsen, Arne Jon Fortellinger om samfunnet

Working Paper Series

6/10	Isachsen, Arne Jon Hva Kina vil
7/10	Isachsen, Arne Jon Kinas makt
1/11	Børsum, Øystein Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
2/11	Isachsen Arne Jon Penge- og valutapolitikk i Kina
3/11	Alstadheim Ragna Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
4/11	Isachsen Arne Jon Økonomi er risikosport
5/11	Steigum Erling The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
6/11	Isachsen Arne Jon Felles valuta krever felles vaner
1/12	Isachsen Arne Jon Is China Falling Apart?
2/12	Isachsen Arne Jon På vandring
3/12	Nerheim, Reidun Grue Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland
4/12	Steigum, Erling Sovereign wealth funds for macroeconomic purposes
1/13	Isachsen, Arne Jon Bollinger champagne
2/13	Mork, Knut Anton Etter oljen: Utfordringer for norsk økonomi
3/13	Andersen, Torben M. Finanspolitikk og den økonomiske og monetære union
4/13	Isachsen, Arne Jon Bank og Finans – Hva har hendt? Og hva har vi lært?

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 14/2013** **Boye Katrine Godding and Sveen Tommy**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031