

Working Paper Series 2/09

**FINANSKRISEN –  
DEN MENNESKELIGE FAKTOR**

Arne Jon Isachsen  
CME/BI

Mars 2009



Centre for Monetary Economics  
BI Norwegian School of Management

## **FINANSKRISEN – DEN MENNESKELIGE FAKTOR**

**Den 15. september 2008 gikk den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Og verdens finansmarkeder gikk i stå. Hvordan kunne noe slikt skje? Overdrevne tro på markeders selvregulerende evne er en del av svaret. Reguleringer som ikke holder tritt med utviklingen. En annen del av svaret er omfordeling av risiko til folk som ikke evner å håndtere den. Bør prosedyrer for godkjenning etableres før man tillater nye finansielle instrumenter tatt i bruk, på linje med hva legemiddelindustrien er vant med?**

**Nedgangstidene vi nå er midt oppe i skyldes et langt mer sårbart finansielt system enn de fleste ante. Hvorfor reiste de fleste banksjefer seg opp og danset hver gang musikken spilte opp i stedet for å roe ned egne balanser og konsolidere stillingen?**

**Håndteringen av finanskrisen i USA er preget av redningsaksjoner fremfor generelle retningslinjer. Norske myndigheter har håndtert situasjonen bedre.**

**Hvordan ville verden i dag sett ut om Keynes hadde fått det som han ville; faste valutakurser og kontroll på kapitalbevegelsene? Noe lavere global vekst i en mer robust global økonomi?**

I februar 2007 konstaterte Ben Bernanke, sjefen for den amerikanske sentralbanken, at økonomien var i strålende form, "... neither too hot, with inflation, nor too cold, with rising unemployment".<sup>1</sup> Markedet delte sentralbanksjefens oppfatning. Risikopremier på obligasjonslån var uvanlig lave. En grunn til det var fremveksten av såkalte private equity selskaper som spesialiserte seg på å ta over ved konkurser, og som langt raskere og mer effektivt enn skifteretten sørget for å restrukturere fallerte foretak og å selge ut verdiene. Mer effektiv håndtering av konkursbo gav mer i dividende for usikrede obligasjoner, og risikopremien på slike papirer faller.<sup>2</sup>

Videre hadde nye, finansielle instrumenter, utesket av skarpe folk med sans for statistikk, gitt nye muligheter til omfordeling av risiko. Nye grupper av låntakere kunne komme inn på markedet. Amerikanere som tidligere hadde hatt problemer med å låne penger for kjøp av eget hus, nådde nå lettere frem.

---

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

<sup>2</sup> Takk til Jørgen Juel Andersen, Morten Baltzersen, Fridtjof Behrens, Nina Bjerkedal, Trond R. Reinertsen, Erling Steigum, Ivar Strompdal, Birger Vikøren og Magne Østnor for nyttige kommentarer til en tidligere versjon. Gjenværende feil og mangler er mitt ansvar alene.

I juli 2007, fire måneder etter Bernankes optimistiske utsagn, følger professor John B. Taylor ved Stanford University opp. "Well, it is hard to see how macroeconomic conditions around the world could get much better than they are now."<sup>3</sup> Ingen skyer på den makroøkonomiske himmelen. Verden rundt.

En måned senere kommer et forvarsl for den finanskrisen vi nå er midt oppe i. Franske BNP Paribas kan ikke verdsette andeler i et fond fordi noen av papirene her ikke lenger er gjenstand for omsetning. Hva som er riktig pris, lar seg ikke fastslå. Her må det være noe muffens. Hvorfor er det ikke omsetning i papirer basert på lån til amerikanske huseiere?

Tretten måneder senere sprekker byllen. Den 15. september 2008 går investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Verdens finansmarkeder går i stå. Nedgangstider står for døren.

Hvordan kunne vi være så naive? Hvorfor så vi bare på de løpende, gode makrotallene for produksjon og prisstigning? Hvorfor fikk vi ikke med oss oppbygningen av de store ubalansene i form av gjeldstyngende banker og husholdninger? Hvorfor så vi ikke feilprisingen av finansielle instrumenter og oppsamling av for mye risiko på for få hender? Og aktørene i finansmarkedene, hvorfor reiste de fleste seg opp og danset hver gang musikken spilte opp i stedet for å roe ned egne balanser og konsolidere stillingen?

Det er som om vi alle våkner i Baronens seng. Tiden er moden for botsøvelser. Det innebærer to ting. Arbeide intenst for å få en best mulig forståelse av det som har hendt i økonomien generelt og i finansmarkedene spesielt de senere årene. For på det grunnlaget å diskutere ulike veier ut av uføret.

I denne situasjonen gjelder det å være rede for en revurdering av "... obsolete doctrines that clutter the minds of men", minner fjorårets Nobelprisvinner i økonomi, Paul Krugman, oss om.<sup>4</sup> Åpenhet for nye måter å se og å forstå virkeligheten på. Videre er det viktig å minne om at både penger og det moderne finansvesen er skapt av mennesker. Inflasjon og finanskriser er ikke naturkatastrofer. Selv om de hjemsøker oss jevnlig.

### **Alan Greenspan – den store mester**

Alan Greenspan het Bernankes forgjenger som sjef for Federal Reserve System (1987-2006). Rent ideologisk hørte han til på høyre fløy i amerikansk politikk. Greenspan hadde stor tro på markedets selvregulerende egenskaper. Reguleringer av finansiell virksomhet vil svekke evnen til innovasjoner i finansmarkedene, mente han. Og virke hemmende på den økonomiske veksten.

Greenspan, som president Ronald Reagan hadde utnevnt, ble gjenoppnevnt av president Bill Clinton. De to – Clinton og Greenspan – arbeidet godt sammen. Presidenten sørget for en ansvarlig finanspolitikk. Og sentralbanksjefen for en passende pengepolitikk. På

<sup>3</sup> Se side 13 i notatet "Globalization and Monetary Policy: Mission Impossible", July 2007.

<sup>4</sup> "What to Do", artikkel av Paul Krugman i *The New York Review of Books*, December 2008

slutten av Bill Clintons presidentperiode ble statsbudsjettene, for første gang på flere tiår, gjort opp med overskudd. Omsider kunne myndighetene starte nedbetalingen av statsgjelden. Prognosene da Clinton flyttet ut av Det hvite hus, var en gjeldfri amerikansk stat 8-10 år frem i tid.

Greenspan, på sin side, holdt en vekstfremmende pengepolitisk kurs. Den såkalte Taylor-regelen var retningsgivende for rentesettingen. Her avveies hensynet til lav – men ikke for lav – inflasjon mot hensynet til løpende produksjon og sysselsetting. Ved spesielle begivenheter – som krakket i det amerikanske aksjemarkedet rett etter at Greenspan overtok som sjef for Fed; ved konkursen til LTCM, et stort hedgefond; under Asiakrisen; og da Russland og senere Argentina ikke maktet å betjene sin statsgjeld – var Greenspan raskt ute med støttetiltak. Sentralt ved slike anledninger stod en akkomoderende pengepolitikk, dvs. renten settes ned og ny likviditet tilføres slik at de negative konsekvensene for økonomien av den oppståtte krise blir minst mulig. Den amerikanske økonomien stod selvsagt i fokus for amerikanske myndigheter, men også utviklingen i resten av verden følte USA et visst ansvar for.

En ulempe med denne politikken var de forventninger den skapte i finansmarkeder. Om det går riktig ille, vil den amerikanske sentralbanken tre støttende til. Det bidrog til ytterligere risikovillighet hos de private aktørene.

Da Alan Greenspan gikk av som sjef for Fed i slutten av januar 2006, et par måneder før han rundet de åtti, ble han hyllet av så godt som alle. Trolig den beste sentralbanksjef verden har sett, var det mange som mente. I dag – vel fire år senere – er hans fortjeneste som sjef for Fed kraftig desimert. Hva har hendt?

### **Alan Greenspan i ettertidens grimme lys**

Den 25. januar 2001, under den halvårlige høringen som Kongressen har av sentralbanksjefen, gikk Greenspan inn for omfattende skattelettelse. Han støttet dermed forslagene til innkomne president George W. Bush. Stabiliseringspolitisk var det kan hende behov for noe lavere skatter. Men omfanget og innretningen var uheldig. For store skattelettelse, fastlåst i for lang tid og med en profil som klart favoriserte de rikeste.<sup>5</sup>

Smakte det hele mer av ideologi enn av sunn politikk? Begrunnelsen for skattelettelsen, i tillegg til konjunktursituasjonen, peker i en slik retning. Om myndighetene har betalt ned sin statsgjeld i løpet av 8-10 år, slik anslagene denne gang tydet på, ville staten måtte kjøpe aksjer og obligasjoner i amerikanske foretak, hevdet Greenspan. Det ville lett kunne føre til en uheldig sammenblanding av roller, mente han. Men hva med utenlandske foretak? Kunne ikke USA, om penger i strie strømmer skulle strømme inn i statskassen, bygge opp et statlig fond med utenlandske aksjer og obligasjoner? Og hva med andre lands statsobligasjoner? Kunne man ikke samle opp bunkevis av dem?

---

<sup>5</sup> President Barack Obama har nylig forkynt at de rike – de som tjener 250.000 dollar er mer i året – kan vente seg økte skatter. Pengene her vil gå til helseforsikring for folk med dårligere råd.

I lys av den kommende eldrebølgen i USA og den manglende helseforsikring, er Greenspans argumentasjon underlig. Staten trengte å spare for å møte fremtidige forpliktelser. Dessuten er prognoser så langt frem i tid nærmest for anslag eller gjetninger å regne. Mye kan skje som kaster ting om kull. En krig eller to. Som Amerika fikk. Men som ikke var til hinder for ytterligere lettelser i beskatningen. Eller en finanskriser som gjør at staten må støtte opp og ta over fallerte banker.

Ideologien synes rådende for de rådene sentralbanksjefen gav den nye presidenten i finanspolitikken. (Noe underlig, vil mange mene, at en sentralbanksjef blander seg inn i budsjettpolitikken som de folkevalgte har ansvaret for. Greenspans prestisje på den tiden gjorde det nok lettere for Bush å få med seg Kongressen når han først hadde sikret seg sentralbanksjefens støtte.) Pengepolitikken, Greenspans eget område, ble ikke noe mindre ideologisk styrt. Det gav seg klare utslag i sjefens manglende interesse for å regulere. Med markedets selvregulerende evne og finansvesenets evne til egnet omfordeling av risiko, fant ikke Greenspan noen grunn til å gå tungt inn med omfattende tiltak for å påvirke atferden i finansmarkedene.

I ettertid har han angret på dette – erkjent sin overdrevne tro på at markedet selv ordner opp. Videre har Greenspan i en artikkel i *The Economist* på tampen av 2008 beregnet seg frem til egenkapitalbehovet i bankene er omtrent det dobbelte av hva man tidligere har lagt til grunn.<sup>6</sup> Til sist, den aldrende, tidligere sentralbanksjefen mener at om lag hvert hundrede år kan så alvorlige finanskriser oppstå at staten må inn og ta over bankene. At vi er der nå, kan ikke utelukkes, erkjenner Greenspan. Om han tidlig i sin tid som sentralbanksjef hadde regnet seg frem til at banker og andre finansinstitusjoner kunne trenge en dobling av egenkapitalen, og fått Kongressen med seg på dette, ville den hundreårskrisen finansvesenet nå ser ut til å være rammet av, neppe inntruffet.

Et tredje forhold som USAs tidligere sentralbanksjef har fått mye kritikk for i ettertid, særlig av sine egne fagfeller, de ledende økonomer innen moderne pengeteori, er at renten ble holdt altfor lav altfor lenge etter terrorangrepet i september 2001. "Monetary excesses were the main cause of the boom and the resulting bust", sier John B. Taylor, særlig i perioden 2003-2005.<sup>7</sup> Billige lån gav sterk etterspørsel i boligmarkedet, økt inngangsetting av nye boliger, og stigende priser. I perioden der boligprisene steg kraftig, la folk seg ekstra i selen for å beholde boligen, dvs. man sørger for å betale renter og avdrag. For långiver fremstår da boliglån som mindre risikofylte. For banker som i tillegg legger til grunn at fast eiendom aldri faller i pris, er det lett å gi lån til over pipa. I tillegg kommer politisk press om å yte lån til bolig. Frykten for å miste markedsandeler har trolig også bidratt til at mange banker lånte ut mer enn de burde.

Når stadig flere anskaffet seg boliger de egentlig ikke har råd til å sitte med, og renten tar til å stige, sprekker boblen. Folk må flytte. Tilbudet av boliger stiger. Og prisene faller. I løpet av fjoråret gikk boligprisene i USA ned med om lag 20 prosent.

<sup>6</sup> "Banks need more capital", *The Economist*, 18 December 2008.

<sup>7</sup> Se hans NBER Working Paper 14631 av januar 2009, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong".

Lave renter på finansaktiva generelt førte til en mer intens jakt på avkastning. Villigheten til å ta sjanser økte. Det inviterte til utvikling av nye produkter. Verdipapirisering kalles det når man utsteder obligasjoner på basis av forventet kontantstrøm fra en bunke utlån. Hvilket ble gjort i stor stil. Derivater, dvs. nye, finansielle produkter som er avledet av eksisterende, ble utviklet for å skjerme mot ulike typer risikoer. Men når risikoer omfordes på stadig mer subtilt vis, mister man lett oversikten over hvem som bærer hva slags risiko. Resultatet kan bli et mer sårbart finansielt system.<sup>8</sup> Fordi den pengemessige avkastningen til den enkelte er stor, fristes mange meget skarpe hjerner til å drive med slikt. Tenk hvilken nytte slike folk kunne gjort på andre områder i samfunns- og næringslivet.

Etter hvert ble banker og andre finansforetak lastet opp med et vell av kompliserte, finansielle produkter. Manglende innsyn i og forståelse av hvilke risikoer de var forbundet med, skapte et ustabilt finansielt system. Når egenkapitalgraden i finanshus stadig sank, økte sårbarheten ytterligere. Risikoen på finansinstitusjoners balanser har vært i sentrum av finanskrisen helt fra starten av.

Da Alan Greenspan gikk fra borde som sjefen i Fed, etterlot han seg, om ikke et synkende, så i hvert fall et skip på stø kurs i feil retning.

### **Max Weber og moderne finansteori**

Max Weber var en original tenker. Grunnen til at ikke-katolske land i Vest-Europa var arnestedet for den økonomisk veksten som startet med den industrielle revolusjon, finner han i protestantiske dyder; man skulle spare flittig, arbeide jevnt og trutt og ha omtanke for etterslekten. Slikt blir det økonomisk fremgang av.

En viktig aktør i den weberske verden var den rettskafne byråkrat. Som gjør det han får beskjed om. Med samfunnets beste for øye. Slike byråkrater finnes det ikke mange av. Det nærmeste man kommer i Norge er noen av dem med ledende jobber i Finansdepartementet. Byråkrater er stort sett som oss andre. De gjør det som er best for seg selv. Mange av dem vil ha mer prestisje og makt. De vil utvide sitt revir. Krabbe opp på høyere lønnstrinn. Det området de er satt til å administrere eller overvåke eser lett ut – antall ansatte stiger. Et mer realistisk bilde av byråkraten og hans måte å te seg på, trer frem.

Tanken om at lederen av et foretak alltid gjør det som er best for eieren, har det likens lenge vært stilt spørsmålstegn ved. Prinsipal-agent problemet som det heter i fagspråket, der eieren (aksjonærene) er prinsipalen, og ledelsen av selskapet (administrerende direktør) er agenten. Når sjefen i General Motors kommer fra Detroit til Washington D.C. i selskapets eget jettfly, er det mye som tyder på at det ikke er til aksjonærenes beste.

---

<sup>8</sup> Derivater, sier Warren Buffet, den legendariske investoren, er "financial weapons of mass destruction". Og i Financial Times 8. mars 2009 følger Martin Wolf opp: "The proposition that sophisticated modern finance was able to transfer risk to those best able to manage it has failed. The paradigm is, instead, that risk has been transferred to those least able to understand it."

Både på grunn av unødvendige utgifter til luksus og flottenfeieri. Og fordi stemningen for å bidra med en redningspakke til den skakkjørte amerikanske bilindustrien kjølnet kraftig når politikerne så hvor slepphendte selskapets øverste leder var i bruken av selskapets penger.

Samme grunntanke – at alle gjør det som er best for seg selv – ser ikke ut til å ha trengt tilsvarende inn i finansfaget. Der modelleres den enkelte formuesforvalter ut fra tanken om at han skal maksimere forventet avkastning for eieren, for et gitt nivå for risikotaking. Men er formuesforvaltere annerledes enn byråkrater og direktører? Neppe. De gjør som dem – nemlig hva som tjener egen sak best.

Det som mangler i moderne finansteori, skriver Alan Greenspan i en apologetisk artikkel i Financial Times den 17. mars 2008, er bedre modellering av det faktum at folk oppfører seg annerledes i oppgangstider enn i nedgangstider. Kan man bare makte å identifisere vendepunktene og å estimere relasjoner i oppgangs- og nedgangstider hver for seg, sier han, vil myndighetene kunne legge opp til en politikk der stabiliteten i det finansielle system ble kraftig forbedret.

Hvorfor drikker Jeppe? Hvorfor oppfører folk seg annerledes i oppgangs- og nedgangstider? Det er det interessante spørsmålet. Om man, som Greenspan forutsetter, finner frem til måter å identifisere vendepunkter i økonomien på, vil problemet med bobler og ustabilitet i finansmarkeder langt på vei være løst.

På det praktiske plan kjenner man til forvaltere av fond som utpå høstparten, etter et overraskende godt år, tar risikoprofilen på fondet kraftig ned. Det gjelder å trygge det gode resultatet. Til eiernes beste? Muligens. Men i første rekke til eget beste. Man vil sikre seg den feite bonusen som ligger i det allerede oppnådde gode resultat.

Eller ta lederen av et finansforetak med høy risikoprofil. Der overskuddet det ene året burde sees i lys av faren for store tap senere år. Men årets bonus er basert på årets resultat. En senere smell har ingen konsekvenser. Bonuser betales ikke tilbake. Bare eierne (prinsipalen) mister verdier når aksjekursene synker. Og lederen (agenten) fristes til å ta mer risiko enn hva eieren på lang sikt er tjent med.

På den annen side, om lederen av et finanshus ikke tar nok risiko i gode tider, der andre hus tjener fett, mister han lett jobben. Å være forsiktig, selv om det skulle være med tanke på kundenes og eierens beste, kan koste dyrt. Markedet kan oppføre seg irrasjonelt lenger enn du kan holde på jobben. Som Chuck Prince, sjefen for Citibank – til tider verdens største sådanne – sa, i juli 2007, kort før han fikk sparken: "As long as the music is playing you've got to get up and dance."

I mange år konkurrerte norske banker om å tape mest mulig penger på fiskeoppdrett. Samtidig håndterte de det like risikofylte riggmarkedet mesterlig – her var tapene minimale. Hva kan det skyldes at norske banker hadde så ulike erfaringer på disse to markedene? Den lokale banksjefen ville neppe fremstå som mannen i bygda som stanset fremskrittet. Man har da tro på lokale krefter og vil satse på fremtiden. Spørsmålet om

finansiering av rigg i Nordsjøen lot seg lettere behandle på mindre følelsesmessig vis. Kan noe av forklaringen ligge her?

Den menneskelige faktoren preger finansfolk like mye som oss andre. Hvorfor forskere innen finansfaget stort sett har oversett det at alle meler sin egen kake, og i stedet forlatt seg på at formuesforvaltere og andre i bransjen nærmest er for weberske byråkrater å regne, kan man undre seg over.

### **George Soros og moderne finansteori**

Tidlig på høsten 1992 solgte den ungarskfødte amerikaneren George Soros britiske pund short for en sum av 10 milliarder dollar. Da pundet den 16. september gav opp å holde fast kurs mot tyske mark for deretter å synke kraftig i verdi, kunne finansmannen Soros cashe inn én milliard dollar i profitt. I tillegg sikret han seg en plass i historien – ”the man who broke the Bank of England” – som britisk presse kalte ham.

Soros er ikke bare en finansmann. Han er også en statsmann. Strobe Talbott, tidligere statssekretær i den amerikanske utenriksdepartementet under president Bill Clinton, minnes at de behandlet Soros ”... pretty much like a visiting head of state.” Da Sovjetunionen gikk i oppløsning og nye stater ble etablert, bidrog Soros med mer penger til mange av dem enn det den amerikanske stat gjorde.

Også som intellektuell ønsker George Soros å gjøre seg gjeldende. Han er nå ute med sin niende bok. I oktober 2008 ble han invitert til høring i Kongressen om finanskrisen. Tradisjonell finansteori, mener Soros, tar ikke innover seg hvordan feilaktige persepsjoner til aktørene i finansmarkeder kan endre virkeligheten, en endring som i sin tur virker tilbake på prisene på finansielle instrumenter. Ta boligmarkedet. Forestillingen om at prisen på fast eiendom aldri vil synke, gjør at banker tidvis ikke tar nok høyde for mislighold, dvs. renten settes for lavt. Hvilket virker tilbake på realøkonomien. For mange og for dyre hus bygges med for store lån.

En annen konsekvens er rene spekulasjoner i boligmarkedet. Man kjøper et hus, gjerne under bygging, uten tanke på å flytte inn, bare med tanke på videresalg, til en høyere pris, som man kanskje innerst inne vet ikke kan være en riktig pris, men som man håper en ”bigger fool”, som Keynes uttrykte det, er villig til å gå inn på. Atferden preges av flokkmentalitet, og boligprisene stiger langt utover et nivå som er holdbart på sikt.

”Reflexivity” kaller Soros dette uheldige samspillet mellom fundamentale verdier og markedspriser. Han definerer ”reflexivity” slik: ”Mispricing of financial instruments [that] can affect the fundamentals that market prices are supposed to reflect.”<sup>9</sup>

Hypotesen om rasjonelle forventninger – en grunnsten i moderne finansteori – er det ikke rom for i denne historien. Under høring i Kongressen i oktober 2008 innrømmet Alan

<sup>9</sup> Fremstillingen her bygger på Soros’ artikkel i *Financial Times* 29. januar 2009, ”The game changer”, og intervju med ham i weekendbilaget til samme avis 31. januar.



Greenspan at det er ”a flaw in the model”. Trolig hadde han noe à la det vi her har søkt å forklare i tankene.

## Amerika etter Greenspan

Forvarselen på det som skulle komme fikk vi 9. august 2007. Den franske storbanken BNP Paribas kunne ikke verdsette andeler i et fond fordi noen av papirene her ikke lenger var gjenstand for omsetning. Bak disse papirene lå risikofylte utlån til amerikanske boligeiere, såkalte ”subprime loans”.

Mandag 17. mars 2008 er neste milepæl. Etter påtrykk fra myndighetene blir Bear Stearns, den femte største investeringsbanken på Wall Street, tatt over av forretningsbanken JP Morgan Chase. ”For sammenvevd til å gå konkurs”, het det seg. Om Bear Stearns innstilte sine betalinger, ville kanskje andre og større finanshus bli dratt med i dragsuget.

Et halvt år frem i tid, mandag 15. september, inntreffer den hendelsen som virkelig ryster verden. Investeringsbanken Lehman Brothers, som var større enn Bear Stearns, er det ingen redning for. Konkurs. Dagen etter ligger verdens største forsikringsselskap AIG an til å gå samme vei. Men det vil ikke myndighetene tillate. Sentralbanken og finansdepartementet griper inn og hindrer en slik utvikling.<sup>10</sup>

Hvorfor lot ikke myndighetene Bear Stearns gå? Kanskje trodde de at denne banken var det eneste skikkelig råtne eplet i kurven? At å redde den på samme måte som man snaue ti år tidligere hadde reddet hedgefondet LTCM, ville gjøre det mulig å gjenopprette stabiliteten i finansvesenet.

George Soros ser en sammenheng mellom konkursen til Lehman, og at man i 2007 tillot short-selling uten å eie den underliggende aksjen. Ved å selge en aksje for levering frem i tid (selge short), kan man presse kursen her og nå ned. Om man ikke trenger å ha tilgang på den underliggende aksjen man selger (eie eller låne den), er muligheten for å ”shorte” ubegrenset. I et fallende marked kan fallet forsterkes. Faren for konkurs øker.

Ved hjelp av CDS (Credit Default Swap) kan man på tilsvarende vis spekulere i obligasjoner utstedt av et selskap, der gevinsten blir størst om selskapet går konkurs. Kjøp av CDS var opprinnelig ment som en forsikring mot konkurs. Gikk selskapet nedenom, måtte den som hadde solgt CDS, innfri obligasjonen. Men markedet utviklet seg – eller utartet. Å eie den underliggende obligasjonen man ønsket å forsikre verdien av, var ikke nødvendig. Dermed oppstod rene veddemål. Tror du Lehman Brothers vil fallere, kjøp CDS på obligasjoner som denne investeringsbanken har utstedt. Om mange nok gjør det, vil prisen på CDS stige, og persepsjonen i markedet om at en konkurs kan være like rundt hjørnet, fester seg.

---

<sup>10</sup> For en nøye gjennomgang av Feds håndtering av krisen, se Ben Bernankes foredrag ved London School of Economics den 13. januar i år, ”The Crisis and the Policy Responses”.

George Soros er ikke i mot short selling av aksjer. Men til tider kan salg av aksjer man ikke har tilgang på, forsterke kursfall og nedgangstider. Unødvendige konkurser blir resultatet. En begrensning på short selling til aksjer man har lånt bør gjeninnføres, mener han.<sup>11</sup> Hva gjelder CDS, som innebærer kjøp av en garanti for at en obligasjon blir innfridd, mener Soros at dette instrumentet bare bør tillates brukt om man også eier den underliggende obligasjonen. Da vil man unngå rene spekulasjoner som kan bringe foretak i kne som ellers ville stått oppreist.

Mer generelt, finansielle instrumenter som tidvis gjør mer skade enn gagn, hvordan skal man håndtere dem? Forby instrumenter som ikke beviselig bidrar til noe positivt for samfunnet sett som et hele? Godkjenning før man tillater at nye finansielle instrumenter tas i bruk, på linje med hva legemiddelindustrien er vant med? Nøye oppfølging underveis slik at egnet regelverk for nyvinninger i finansmarkedene kommer i forkant, eller i hvert fall ikke for mye på etterskudd? Som test på gjennomsiktigheten av nye finansielle instrumenter, forlange at administrerende direktør og alle i hans styre forstår og kan forklare hvordan de virker?

I ettertid er det naturlig å stille det kontrafaktuelle spørsmålet om hva som ville ha hendt dersom myndighetene i mars 2008 ikke hadde reddet Bear Stearns. Med åpne øyne latt denne investeringsbanken gå konkurs. Helt klart ville en slik beslutning sendt et kraftig signal til markedet. Ingen kan forvente milde gaver fra myndighetene. Lehman og AIG ville kanskje brukt de seks månedene etter konkursen til Bear Stearns på annet og mer fruktbart vis? Solgt unna aktiva. Fått inn ny egenkapital. Stått han av, som nordlendingene sier.

Men gjort er gjort. Og spist er spist. Tåken er i ferd med å lette. Man ser klarere hva problemene består av. Og ulike veier ut av tåka. Før vi ser nærmere på dem, skal vi først ta for oss den skarpe kritikken professor John B. Taylor, tidligere statssekretær i Finansdepartementet og en høyt anerkjent økonom, har kommet med av amerikanske myndigheters håndtering av finanskrisen.

### **John B. Taylor – kritisk om krisen**

Fra tidlig på 1980-tallet, etter at Paul Volcker, Greenspans forgjenger som sjefen i Fed, hadde lyktes med å få inflasjonen varig ned i Amerika, går USA inn i en periode som senere blir kalt The Great Moderation eller The Long Boom. Den varer frem til sommeren 2007. Et kvart århundre der det meste, etter John Taylors mening, går Amerikas vei rent makroøkonomisk.

Veksten er god og stabil; inflasjonen er lav og stabil; rentesettingen følger hans egen Taylor-regel bortsett fra noen få år (2002-2005). En bedre økonomisk politikk, særlig på det monetære området, fundert på god forskning, satt om i praktiske tiltak, ligger bak.

<sup>11</sup> "In September 2008 short selling was seen as a contributing factor to undesirable market volatility and subsequently was prohibited by the SEC for 799 financial companies for three weeks in an effort to stabilize those companies." Se [http://en.wikipedia.org/wiki/Short\\_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Short_(finance)).

Snarere enn en ad hoc preget pengepolitikk følges Taylor-regelen der produksjonsgap og inflasjon er bestemmende for styringsrenten som sentralbanker setter, både i USA og i andre land. Det gir økt forutsigbarhet for private aktører. For sentralbanker blir det lettere å holde stø kurs i perioder der politikere gjerne skulle sett at renten ble satt ned.

#### BOKS 1: SAMME VIRKELIGHET – ULIKE LINSER

Men kunne det ikke tenkes at andre forhold spilte inn enn de John Taylor her peker på? Hva ville en økonom med mindre innsikt i pengepolitikk og mer innsikt i økonomisk historie trukket frem?

At The Great Moderation har noe med tiltakende globalisering å gjøre, kanskje spesielt Kinas inntreden på den økonomiske arena, spareoverskudd i mange land som presser renten ned, og teknologiske nyvinninger basert på moderne datateknologi? Sovjetunionens fall og EUs utvidelse østover, samt innføring av euro som felles mynt for etter hvert 16 land, ville kanskje også blitt tillagt vekt. For USA gav oppløsningen av Sovjetunionen en "peace dividende". Ressurser ble frigjort til mer oppbyggelig virksomhet enn opprustning.

Helt andre variable enn de John Taylor velger. Man ser verden gjennom de linsene man har, dvs. gjennom den utdannelsen og de begrepene man har erhvervet seg.

Men så rammer krisen. I notatet "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", av januar 2009, tar Taylor et kraftig oppgjør med måten finanskrisen møtes på.

Uroen i august 2007 møtes med økt tilførsel av likviditet og lavere rente. Men Fed går for langt, hevder Taylor. En reduksjon fra 5 ¼ prosent til 2 prosent frem til april 2008 er langt mer enn hva Taylor-regelen tilsier. Nesten-konkursen til investeringsbanken Bear Stearns er en medvirkende årsak. Det underliggende problemet er imidlertid ikke mangel på likviditet men mangel på tillit, hevder Taylor. Lån som avskrives, gjør at egenkapitalandelen går kraftig ned. Bankene tør ikke lenger låne til hverandre. Motpartsrisikoen er for stor.

Resultatet av den lave renten er en svekket dollar, og en enorm stigning i oljeprisen, fra 40 dollar til over 140 dollar fatet. Med sin store oljeimport rammes USA hardt. Krisen forlenges, mener Taylor.

For å bygge opp egenkapitalandelen tar bankene ned sine balanser, dvs. de blir langt mer gjerrige på utlån. Videre henter de inn ny kapital i markedet i den grad private investorer er villige til å kjøpe nyutstedte bankaksjer. En del nasjonale fund (Sovereign Wealth

Funds), bl.a. det fra Abu Dhabi, går inn med friske penger. Altfor tidlig skulle det vise seg. Bankaksjer fortsetter å falle.

I etterkant av redningsaksjonen for Bear Stearns forventer professor Taylor at myndighetene gjør klart hvilke generelle retningslinjer som gjelder ved slike situasjoner. Hva kan andre investeringsbanker som kommer i vanskeligheter, vente seg? En kontrafaktisk analyse ville også vært nyttig, der man simulerte hva som kunne tenkes å ha hendt ved alternative tiltak, evt. ingen tiltak. Men intet skjer. Hvorfor foretok man ikke en studie i etterkant der man gikk gjennom erfaringene og gjorde klart retningslinjene fremover? Undrer Taylor.

I mai og juni 2008 mottar amerikanere sjekker i posten. Skatterabatt for fjoråret, i et forsøk på å få fart på etterspørselen. Det mislykkes. Dollarene gikk i all hovedsak til økt sparing. Hva annet kan man vente i usikre tider som disse?

Hvorfor ble ikke Lehman Brothers reddet når Bear Stearns ble det, spør Taylor. Etter Lehman-konkursen midt i september 2008 forverres situasjonen kraftig. Risikoen målt med rentedifferansen mellom private og statlige tre-måneders papirer når nye høyder. Bedre blir det ikke når Kongressen avviser forslaget fra sentralbanksjef Ben Bernanke og finansminister Hank Paulson om en bevilgning på 700 milliarder dollar der siktemålet er å ta over "toxic assets" fra bankene, dvs. lån som ikke betjenes.

Bernanke og Paulson har ikke et godt nok grep på sakene, hevder Taylor. Og forslaget de kommer med er ikke godt nok gjennomtenkt. Deri har han trolig rett. Noen uker senere ble en ny utgave av TARP (Troubled Asset Relief Program) som programmet het, godkjent av Kongressen. Men iverksatt etter intensjonene ble det ikke. Å kjøpe ut toxic assets fra banker i problemer er problematisk. For hvilken pris skal man sette på slike papirer som ingen andre vil ha? Settes prisen lavt, risikerer man at banker går konkurs, et utfall man nettopp skulle sørge for å unngå. Settes prisen høyt, innebærer det en subsidie fra skattebetalerne til bankene. Det er heller ikke ønskelig.

"Government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis", er John Taylors brutale konklusjon.<sup>12</sup> Ved å forlate Taylor-regelen for rentesettingen som hadde virket så bra frem til 2002, forårsaket sentralbanken krisen. Ved å fokusere på likviditet snarere enn på risiko forlenget man krisen. Og ved på ad hoc vis å gi noen finansinstitusjoner støtte men ikke andre, skapte myndighetene en uoversiktlig situasjon. Det gjorde vondt verre.

---

<sup>12</sup> Side 27 i hans NBER Working Paper av januar 2009.

## BOKS 2: NORSKE MYNDIGHETER MED GENERELLE TILTAK

I Norge har myndighetene vært flinke til å lage generelle regler og retningslinjer.

Først ble styringsrenten satt ned og nye kanaler for tilførsel av likviditet til bankene åpnet opp. Dernest ble det såkalt ”gullkortet” introdusert. Banker gis anledning til å bytte til seg sikre statspapirer mot mindre sikre private papirer. Med god sikkerhet for lån tar pengene til å flyte bankene imellom – likviditeten i banksystemet kommer på plass.

Til sist, to statlige pottet, hver på 50 milliarder kroner, stables på beina. Den første for kjøp av obligasjoner utstedt av solide, norske foretak. I det siste har mange av dem fått problemer med refinansiering i utlandet. Den andre potten skal brukes til rekapitalisering av bankene. Staten sier seg villig til å gå inn med hybridkapital, dvs. en mellomting mellom egen- og fremmedkapital. Det gir bedre soliditet. Og bankenes evne til å fungere som mellommann mellom långivere og låntakere, bedres. Ved etablering av disse to pottene kommer staten ut med egnede tilbud for ny finansiering. De gjelder generelt. Og skal håndteres profesjonelt. Tilbudet kan brukes av alle som tilfredsstillt kravene.

John Taylors kritikk om ad hoc pregede tiltak fra myndighetenes side, rammer ikke norske. For ordens skyld. Ja, det er den samme John Taylor som i juli 2007 skrev hva vi tidligere har sitert: ”Well, it is hard to see how macroeconomic conditions around the world could get much better than they are now.” Ingen skyer på den makroøkonomiske himmelen. Verden rundt.

### Tre sentrale utfordringer

Amerikansk økonomi står i dag overfor tre sentrale utfordringer. Hvordan fordele tapene som er oppstått? Hvordan få finansvesenet på beina (hvilket krever en rekapitalisering av bankene)? Hvordan få fart på samlet etterspørsel?

Den siste utfordringen har fått størst oppmerksomhet. Trolig fordi den er så konkret. Hvordan myndighetene i USA over de neste to årene best kan bruke 787 milliarder dollar, interesserer mannen i gata. Imidlertid er det grenser for hvor langt staten kan gå i å ta opp gjeld. Forskning tyder på at en ekspansiv finanspolitikk har mindre effekt når statens gjeldsgrad øker. Folk blir bekymret for fremtiden. Som skattebetalere må de være med å betjene den store statsgjelden. Det virker dempende på kjøpelysten her og nå.

Den andre utfordringen, hvordan få systemet for kanalisering av midler mellom långivere og låntakere opp og stå, er av større betydning for helsetilstanden til USAs økonomi. Professor Olivier Blanchard – for tiden sjeføkonom i IMF – legger vekt på at

usikkerheten må ned, før bankvesenet igjen fungerer som det skal. Kreditt innebærer at man gir fra seg kjøpekraft nå med løfte om å få mer igjen senere. Når usikkerheten om den økonomiske utviklingen er stor, blir slike løfter mindre å stole på.

Den første utfordringen, hvordan fordele tapene, henger sammen med løfter som ikke lar holde. Kontantstrømmen fra mange prosjekter blir mindre enn man i en periode preget av eufori trodde. Om konkurs inntreffer, mister eierne som oftest alt. Långivere deler boet, der de med pantsikkerhet eller annen form for prioritet får sine penger tilbake først.

Med alle de tapene bankene har, og med det behov for rekapitalisering som følger, er det viktig å minne om at for jorden sett under ett, er realkapital den eneste formen for kapital vi har, i tillegg til naturkapital. Fordringer for én er gjeld for en annen. Når vi snakker om alle tapene som banker og andre for tiden lider, er det ikke snakk om realkapital som forsvinner – det ville vært et netto tap. Det er derimot snakk om fordringer som ikke lar seg inndrive. Løfter som ikke holdes.

I diskusjonen nedenfor om fire veier ut av krisen står spørsmålet om hva som er en egnet måte å fordele tapene på, sentralt. Å løfte frem hvem som kan påregne å bære hvilke tap ved de ulike løsningsforslagene, er nyttig. Ikke overraskende har forkjempere for de ulike alternativene sitt eget beste i tankene snarere enn helhetens. Den weberianske byråkraten er fortsatt på ferie. Krugmans ord fra innledningen tåler å trekkes frem på nytt; man må være åpen for en revurdering av ”... obsolete doctrines that clutter the minds of men.”

### **Fire veier ut av krisen**

*Nasjonalisering er en enkel og grei løsning.* Eksisterende aksjonærer nulles ut. De taper som taper bør. Kanskje må eiere av obligasjoner utstedt av banken også akseptere en delvis nedskrivning før staten tar over den fallerte banken og legger inn ny egenkapital. Deretter må banken hurtigst mulig komme i normal drift igjen.

Den som redder banken – er villig til å skyte inn ny egenkapital, nemlig staten – har all oppsiden. Nasjonaliseringen er ment å være kortsiktig. Når tingene etter noen år har falt på plass, selger staten seg ut.

Faren med en slik løsning er at banker eid av staten kan ende opp med å gi lån basert på politiske, og ikke kommersielle, vurderinger. Videre er det en utfordring å finne egnede ledere. De som har kjørt banken på dunken, må ut. Nye ledere av annet kaliber, inn. Høye lønninger og himmelhøye bonuser er ikke lenger aktuelt. Kanskje har utvelgelseskriteriene for tidligere banksjefer vært uheldige? Og kanskje vil de man får ved mer nøkterne betingelser vise seg bedre egnet til å drive bank- og finansvirksomhet enn mange av dem som nå takkes av?

*Bad bank er en dårlig løsning.* Tanken her er at staten går inn og tar over dårlige lån. Om toxic loans kjøpes til bokførte verdier, og de som har gitt løfte om å betale pengene tilbake, bryter sine løfter, må skattebetalerne ta tapene. Sett fra bankaksjonærenes

synspunkt er dette en god plan. Fra samfunnets side en dårlig. De som har utøvet dårlig eierskap, betaler ikke prisen for det. Læreeffekten uteblir. Og neste bankkrise rykker nærmere frem i tid.

Om staten betaler mindre enn det lånene er verdt, vil konkurs ofte inntreffe. Dermed er man tilbake til det første alternativet – en nasjonalisering av banken.

*Good bank er en god løsning.* I stedet for å ta ut dårlige lån, tar man her ut de gode, samtidig som vanlige innskudd blir overført til den nye, gode banken. Staten kan komme med noe startkapital. Når markedet ser kvaliteten på balansen til banken, blir det enkelt å hente inn private penger. Staten kan nøye seg med en liten eierpost i noen få år.

Tilbake i den gamle banken sitter eiere og långivere som har vært med på ferden. Trolig vil aksjonærene tape alt. Uprioriterte långivere, som kjøper av obligasjoner banken tidligere har utstedt, blir da eiere. Over tid må de realisere de verdiene som ligger i de dårlige lånene så godt det går. Når den jobben er gjort, og det som kommer inn fordelt, legges banken ned.

*Konvertering av gjeld til egenkapital er en interessant løsning.* I næringslivet ellers er det ikke uvanlig at den som har ydet lån til et selskap i økonomiske vanskeligheter blir bedt om å gjøre hele eller deler av lånet om til egenkapital. Dermed slipper foretaket å betale tyngende renter og avdrag. Balansen tar seg bedre ut. Og sjansen for å klare seg gjennom en vanskelig tid stiger. Dette grepet krever ikke midler fra myndighetenes side. Harde forhandlinger mellom eksisterende aksjonærer og nye – de som må gjøre om gjeld til egenkapital – må påregnes.

Tvungen konvertering av fremmedkapital til egenkapital innebærer et løftebrudd. Men tidvis er det vanskelig å unngå at løfter brytes. Når inflasjonen er langt over hva myndighetene har lovet, må de ta et tap som sitter med finansielle fordringer. Når løftet om å holde valutakursen fast brytes, mister de med fordringer i valutaen som skrives ned, kjøpekraft overfor andre lands varer og tjenester. Ved et pennestrøk. Hensiktsmessighet går foran ordholdenhet. Samfunnet sett som en helhet er tjent med en devaluering. En form for force majeure, kunne man si. Kan man ikke legge til grunn et tilsvarende resonnement ved en tvungen konvertering av gjeld til egenkapital i banker som er kommet skikkelig ille ut?

For alle fire variantene er det klart at juridiske og politiske vurderinger kommer inn i bildet i tillegg til de rent økonomiske. Ulike kombinasjoner av de fire variantene kan også tenkes. Og også ulike løsninger for ulike banker og andre finansforetak.

Felles for dem alle er at løfter brytes og tap fordeles.

## Ny global finansiell arkitektur<sup>13</sup>

Ønskeligheten av frie kapitalbevegelser har lenge stått sentralt i den økonomiske faglitteraturen. Med bruk av andre lands sparing kan man lettere jevne ut forbruket over tid. Ta Norge. Gjennom alle årene på 1970-tallet lånte vi penger i utlandet. Utbyggingen av oljefelter i Nordsjøen krevde mer kapital enn vi selv maktet å spare. De siste tyve årene har bildet vært motsatt. Vi skaper mer enn vi bruker. Gjeld er tilbakebetalt. Og nå, ved Statens Pensjonsfond – Utland, låner vi ut penger til folk og myndigheter i andre land ved å kjøpe deres aksjer og obligasjoner. At kapital kan bevege seg over landegrensene, har Norge hatt stor nytte av.

Men følger det av dette at *frie* kapitalbevegelser nødvendigvis er en god ting? Ta Kina. Her er klare begrensninger på *finansielle* kapitalstrømmer ut og inn av landet. En kineser kan ikke fritt kjøpe aksjer på Oslo Børs. Og en nordmann kan ikke fritt sette penger i en kinesisk bank. Ulempen for dem begge – særlig kineseren i dette bildet – er at muligheten for å diversifisere sin portefølje, begrenses. Kineseren må ha all sin formue, dvs. sin akkumulerte sparing, plassert i Kina. Nordmannen kan ikke samle seg skatter i Kina. Men stort sett ellers i verden.

Hvorfor har ikke Kina som Norge frie kapitalbevegelser? Fordi kineserne gjerne vil holde styring med både renter og valutakurs. Med frie kapitalbevegelser lar det seg ikke gjøre. Med ønske om å bruke renten for å styre innenlandsk aktivitetsnivå og med en eksportbasert strategi for økonomisk, er det hensiktsmessig å forby frie kapitalbevegelser. (En annen sak er at tiden for eksportbasert vekst nå er ved veis ende. I tiden fremover må kineserne øke eget forbruk. Privat forbruk som andel av BNP er omtrent det halve i Kina sammenlignet med USA. Som på sin side må ta ned forbruket.)

Men fravær av frie kapitalbevegelser er ikke fravær av kapitalbevegelser. Inn til Kina kommer hvert år direkteinvesteringer for i størrelsesorden 60 milliarder dollar. Ut av Kina går kapital til kjøp av aksjer og obligasjoner i andre land, basert på inngående direkteinvesteringer og overskudd på handelsbalansen. For flere hundre milliarder dollar i året de senere år. En pragmatisk tilnærming preger kineserne. De gjør det de er tjent med. Men er andre tjent med slik atferd fra Kinas side?

For Amerika har kinesernes villighet til å kjøpe amerikanske verdipapirer bidratt til å holde etterspørselen etter slike papirer opp. Og dermed renten nede. Hvilket i sin tur har bidratt til boblen i boligmarkedet. Men å gi Kina, fordi landet låner penger til Amerika, ansvaret for boblen i boligmarkedet, er et drøyt stykke.

Men frie kapitalbevegelser, er ikke det bra for verden sett under ett? Vil ikke kapitalen da flytte dit den forventes å kaste mest av seg? Og således bidra til en best mulig utnyttelse av ressursene sett fra et globalt perspektiv? Lenge trodde vi det. På samme måte som vi

---

<sup>13</sup> Uttrykket en "bærekraftig finansiell arkitektur" brukte vår egen sentralbanksjef i sin tradisjonelle årstale nå i februar. Arkitekturen i seg selv er ikke bærekraftig. Ark som blaffer i vinden. Det er hva arkitekten tegner og ser til blir bygget, som skal tåle vær og vind.



trodde at amerikansk import på slutten av 1940-tallet var arbeidskraftintensiv og eksporten kapitalintensiv i produksjonen. Men virkeligheten er en annen.

Den største brukeren av andre lands sparing er USA. Verdens rikeste land pådrar seg år om annet 700-800 milliarder i økt gjeld til resten av verden. Og hvor kommer pengene fra, i tillegg til fra Kina? Fra Tyskland, Japan og Norge. Men også fra fremvoksende økonomier i Asia, Afrika og Latin-Amerika. Mange av dem fattige land som vi forventet ville importere kapital snarere enn å eksportere den. Teorien om at frie kapitalbevegelser gir en bedre allokering av den globale sparingen, ser ikke ut til å holde.

Nyere forskning tyder på at i fremvoksende økonomier med lite velutviklede finansmarkeder, der tilliten til lover og regler ikke er så stor, og der eiendomsretten ikke står så sterkt, vil mange ønske å spre sin formue – eie noe i andre land. I stedet for at egne sparemidler, pluss lånte midler, pløyes tilbake som realinvesteringer i eget land, finansierer noe av den innenlandske sparingen utgifter i andre land. Ønskeligheten av frie kapitalbevegelser kan man da sette et spørsmålstejn ved.

Men dette er ikke alt. Også fra de rike landenes side er det grunn til å spørre om frie kapitalbevegelser er slike en åpenbar velsignelse. Keynes gjorde det. Under forhandlingen i Bretton Woods som la grunnlaget for etterkrigstidens internasjonale finansielle system, gikk Keynes inn for et regime med faste valutakurser der det enkelte land også skulle ha anledning til å føre sin egen rentepolitikk. Hvilket forutsatt kontroll på kapitalbevegelsene. Kineserne kan sin Keynes.

Men hva med Amerika? Er ikke verdens gjenstående hegemon klart tjent med frie kapitalbevegelser der dollarens rolle som ankervaluta spiller en sentral rolle? Ikke nødvendigvis. For lett tilgang på lånte midler fra andre land kan bidra til uønskede bobler i aktivamarkeder. Som skaper store problemer, lik dem vi nå erfarer, når de sprekker.<sup>14</sup> Om finansieringen er for rikelig, for enkel og for billig, vil den realøkonomiske tilpasningen skyves for langt ut i tid. Det er nettopp hva amerikanske boligeiere har erfart. Mange av dem har brukt huset som en minibank. Tatt ut penger på stigende boligpriser. Innstramningen av livremmen kommer nå. Brått og ubehagelig. Tilsvarende for Amerika som nasjon. Lånte penger i store mengder har lagt grunnlaget for en lang oppgangstid. Men den realøkonomiske tilpasningen, i form av lavere konsum, økte eksport og mer til infrastruktur, helse og utdanning har uteblitt. Om ikke et konkursbo så er det en skakkjørt økonomi Barack Obama overtar etter George W. Bush.

John Maynard Keynes var opptatt av slike ting. Land som har underskudd i sin handel med andre land og pådrar seg gjeld, har incentiv til å legge om kursen. Det sørger stigende renteutbetalinger for. Men underskudd for ett land er overskudd for andre land, resonerte Keynes. Burde ikke land med overskudd tilsvarende kjenne smerte ved å bidra til at ubalanser utvikles? La dem betale en avgift på oppsamlede fordringer på andre land, en negativ rente om du vil. Dette forslaget falt på stengrunn. Keynes' motpart under

<sup>14</sup> "Jeffrey Frieden, a political scientist at Harvard University, says about three-quarters of credit booms financed from abroad end up in crashes", side 4 i "Greed – and fear. A special report on the future of finance", *The Economist*, 24. januar 2009.

Bretton Woods konferansen, Harry Dexter White, rådgiver til den amerikanske finansministeren, ville ikke vite noe av det. Ikke så rart ettersom USA på den tiden stod foran en lang periode med store overskudd på sin handelsbalanse.

Hvordan ville verden i dag sett ut om Keynes hadde fått det som han ville; faste valutakurser, kontroll på kapitalbevegelsene og negativ rente på fordringer akkumulert på andre land? Kanskje den globale økonomiske veksten hadde vært noe lavere de siste par tiårene? Og det internasjonale, finansielle systemet mer robust? Et mindre robust regime, er det prisen man betaler for en optimalitet man ikke oppnår?

Godt mulig ville kapitalakkumulasjonen og realinvesteringer i de fremvoksende markedene vært større, i det egne midler i større grad ble holdt hjemme.

Avslutningsvis er det verdt å minne om at frie kapitalbevegelser og flytende valutakurser ikke er noe mål i seg selv. Med mindre man synes det er en menneskerett at alle skal ha anledning til å investere sine midler hvor de vil i verden. Hva er hensiktsmessig? Hva fungerer? Hvordan ordne det finansielle systemet slik at det best mulig kan bygge opp under produktiv virksomhet? Tidligere teorier med sikte på en optimal allokering av kapitalen har kommet i miskreditt. Prisen i form av et skjørt og sårbart system kan bli for høy. Gyldigheten av dem er også svekket. At USA er verdens største importør av kapital, må forklares på annet vis.

## Working Paper Series

- 1/05 **Steigum, Erling**  
Finn Kydland – Norges tredje Nobelprisvinner i økonomi
- 2/05 **Isachsen, Arne Jon**  
Kina
- 3/05 **Isachsen, Arne Jon**  
Internasjonal økonomi på randen?
- 4/05 **Steigum, Erling**  
Aktivabobler: Kan og bør myndighetene gjøre noe?
- 5/05 **Isachsen, Arne Jon**  
Bank og finans i Kina
- 1/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro
- 2/06 **Beine, Michel, Paul De Grauwe and Marianna Grimaldi**  
The impact of FX Central Bank Intervention in a Noise Trading Framework
- 3/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Canada Goose
- 4/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Like før det smeller? Om globale ubalanser
- 5/06 **Qvigstad, Jan Fredrik**  
When does an interest rate path "look good"?  
Criteria for an appropriate future interest rate path
- 6/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Verdens rikeste land
- 7/06 **Steigum, Erling**  
Den Keynesianske revolusjonen 70 år etter: Et tilbakeblikk
- 8/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Elleve i Kina – Ved én av dem
- 1/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Globalisering
- 2/07 **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**  
Økonomiske paradokser
- 3/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Folk på vandring
- 4/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender

## Working Paper Series

- 5/07**                            **Isachsen, Arne Jon**  
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07**                            **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**  
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07**                            **Isachsen, Arne Jon**  
Uro
- 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

## 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.

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

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](mailto:cme@bi.no) <http://www.cme.no>