

Finansernes Fald

– Den korte version

Finanskrisen var et resultat af en række begivenheder. Den økonomiske politik skabte en tro på, at intet kunne gå galt. Strukturerne på de finansielle markeder accentuerede risikotagningen. Ingen af kontrolmekanismerne fungerede. Først da verden hang ud over afgrunden, kom myndighederne på højde med begivenhederne.



■ Jesper Berg

Cand. polit. og MBA. Afdelingschef i Kapitalmarkedsafdelingen, Danmarks Nationalbank, (jbe@nationalbanken.dk)¹

Den finanskrisen, som begyndte i sommeren 2007 og eksploderede godt et år senere, er den mest alvorlige krise i det internationale finansielle og økonomiske system siden 1930'erne. De største finansielle institutioner i verden er blevet rystet, mange af dem er i dag overtaget af myndighederne eller eksisterer kun, fordi deres passiver enten implicit eller eksplicit blev garanteret af staten. Verdensøkonomien har oplevet det dybeste tilbageslag i efterkrigstiden. Det har krævet uhørte indgreb at stabilisere situationen.

Nedenfor gennemgås finanskrisen med udgangspunkt i bogen *Finansernes Fald* af Jesper Berg og Morten Bech (2009).² Finanskrisen var et resultat af en række begivenheder, der hver for sig forstærkede den finansielle boble, der blev bygget op og siden hen eksploderede. Den økonomiske politik skabte en tro på, at tilløb til kriser kunne bremses i tide. Strukturerne på de finansielle markeder accentuerede risikotagningen. Ingen af kontrolmekanismerne fungerede. I lang tid var myndighederne bagud i forhold til begivenhederne på finansmarkederne. Først da verdensøkonomien, og de finansielle markeder i særdeleshed, hang ud over afgrunden, kom myndighederne på højde med begivenhederne. Begivenhederne vil lede til forandringer i reguleringen af det finansielle system og bør også give anledning til selvkritik i økonomistanden.

Den økonomiske politik skabte en tro på, at intet kunne gå galt

"Den tætte synkronisering skabte en stor tillid i og uden for systemet til, at det nye monetære maskineri muliggjorde raffinerede, men effektive midler til at udjævne økonomiske udsving, og at dets operatører vidste, hvordan man brugte det med det formål for øje."

(Om perioden op til 1929) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, af Friedman og Schwartz (1963)).

Der var tre elementer i den økonomiske politik, som bidrog til krisens opbygning.

For det første var der over de sidste 20 år en række – på den korte bane – vellykkede indgreb. I oktober 1987 faldt aktiekurserne i USA på én dag med mere end 20 %. Det var det største fald siden Den Store Depression i 1930'erne. De fleste troede umiddelbart efter, at verden stod over for en (tilsvarende) økonomisk nedtur. Alan Greenspan, der kort forinden var tiltrådt som præsident for Federal Reserve, den ameri-

kanske centralbank, sænkede renten og stabiliserede forholdene på finansmarkederne. Den amerikanske økonomi og verdensøkonomien undgik den ventede nedtur og fik i stedet flere kvartaler med pæn vækst. I 1997-98 blev verdensøkonomien igen udsat for betydelige rystelser. Først oplevede Asien et kraftigt økonomisk tilbageslag, dernæst holdt Rusland op med at betale på sin gæld, og endelig kollapsede den gigantiske hedge fond Long Term Capital Management. Igen sænkede den amerikanske centralbank renten og stabiliserede markederne. Og igen undgik den vestlige verden en økonomisk nedtur. I 2000-2001 kom først dot-com-aktie kuppet, derefter regnskabsskandalerne med ENRON m.fl. og endelig 11. september. Igen sænkede den amerikanske centralbank renten. Denne gang tog det lidt længere tid, før økonomien genvandt fodfæstet, men det økonomiske tilbageslag var forbløffende mildt. Det var og er ikke centralbankernes mål at redde hverken aktiemarkedet eller de finansielle markeder mere generelt, men ved at holde hånden under økonomien holdt centralbanken også hånden under de finansielle markeder. Dette bidrog til en opfattelse på de finansielle markeder af, at selv alvorlige problemer kunne håndteres. Dermed øgedes appetitten på at tage risici, risikopræmierne på de finansielle markeder blev presset ned og aktiekurser og priser på andre finansielle aktiver steg.

For det andet var reaktionen på krisen i 1997/98 en opbygning af et stort opsparingsoverskud i Asien. De asiatiske lande havde oplevet, hvordan deres økonomier blev sendt i gulvet, da indstrømningen af kortsigtet kapital vendte og blev til en udstrømning. Landenes valutaer faldt som en sten på trods af, at de pengepolitiske renter blev sat betydeligt op. Banksystemerne faldt sammen, da deres aktiver var i national valuta, mens en stor del af deres passiver var i udenlandsk valuta. Sammenbruddet i banksystemet trak virksomhederne med ned og situationen blandt henholdsvis virksomheder og banker skabte en negativ spiral. De asiatiske lande besluttede sig for aldrig at ville opleve noget lignende. En af måderne, hvorved landene kunne undgå en gentagelse, var ved at opbygge store valutaeserver. Store valutaeserver kunne sikre dem mod spekulative angreb, som dem de oplevede i 1997.

■ ■ ■

Note 1 De anførte synspunkter er mine egne og afspejler ikke nødvendigvis Nationalbankens synspunkter.

Note 2 Teksten bygger på en præsentation i Nationaløkonomisk Forening i 2009.

Store valutareserver skal imidlertid også placeres. Blikket vendte sig mod de amerikanske finansielle markeder, som er de mest konkurrencedygtige i verden. Placeringen af de efterhånden betydelige midler medvirkede til at presse priserne på finansielle aktiver yderligere op.

For det tredje fastholdt de asiatiske lande efter krisen en meget konkurrencedygtig valutakurs. Den var instrumentet, der skabte de store valutareserver. Den konkurrencedygtige valutakurs ledte til, at de vestlige lande importerede sig til lavere inflation. Der var næppe den ting, som ikke kunne produceres billigere i Asien. Varerne væltede ind og priserne på disse varer blev trykket ned. De vestlige centralbanker, der havde lav og stabil inflation som mål, var tilfredse. De sænkede og fastholdt de pengepolitiske renter på et lavt niveau. De lave renter bidrog imidlertid yderligere til at øge risikopetitionen i de finansielle markeder, presse risikopræmierne ned og prisen på finansielle aktiver op.

Strukturen på de finansielle markeder accentuerede risikotagningen

"Faktum er, at investorer, der ikke i tilstrækkelig grad kan finde deres normale form for investeringer, kaster sig over alt, der virker besnærende, og når de opdager, at disse besnærende investeringer kan sælges med høj profit, skynder de sig at erhverve mere og mere. Det første ønske er et højt, løbende afkast, men dette ønske bliver hurtigt sekundært. Der er et andet ønske, og det er store kapitalgevinster ved salg af værdipapiret. Så længe et sådant salg kan ske, fortsætter manien; når det ikke længere er muligt at sælge, så begynder ruineringen."

Lombard Street: A Description of the Money Market, af Bagehot (1873).

De finansielle markeder er præget af, at der er rigtig mange, der har en interesse i at tale priserne op, og en forbløffende tro på, at man kan skabe guld uden at tage risici. Finansfolk er blevet nutidens alkymister. Guld hedder i dag alfa. Alfa er navnet på det afkast, som går ud over den normale betaling for at påtage sig risiko. Når markederne går op, er der ikke grænser for hvor mange, der postulerer, at de sælger alfa. Når markederne går den anden vej, så viser meget alfa sig ikke at være alfa, men afkast på forskellige former for risici, som ikke viste sig under normale omstændigheder.

I de gode tider er det også muligt at geare sine positioner i betydeligt omfang, dvs. lånefinansiere spekulation. Endvidere er der i udgangspunktet større formuer. Kombinationen af den højere gearingratio og de større formuer, der geares, gør, at der er mange penge, der jager investeringsmulighederne. Det driver priserne op og skaber større risikovillighed, større formuer og højere gearing. På et eller andet tidspunkt stopper festen, og så kører det den anden vej. Formuerne falder og ditto gør gearingratioen. Færre penge jager investeringsmuligheder, og priserne på finansielle aktiver falder.

Arnestedet for finanskrisen var det amerikanske boligmarked. Det amerikanske boligmarked oplevede de samme cykliske bevægelser som de finansielle markeder. Det initiale stød til boligmarkedet kom fra innovationer på finansieringssiden. I USA gik innovationerne så langt, at man

ikke behøvede at betale den fulde rente på sine boliglån de første par år. Det indebar, at det blev billigere at købe et hus. Konsekvensen var, at der kom flere købere på boligmarkedet og priserne blev presset op. De stigende priser gav anledning til, at huse blev et mere yndet investeringsobjekt, hvad der yderligere forstærkede efterspørgslen og trak priserne op. Der opstod en boble på boligmarkedet, og da den sprang, gik udviklingen den modsatte vej. Prisfaldet blev selvforstærkende.

Prisfaldets negative konsekvenser for långiverne blev forstærket af, at man i USA i praksis ikke hæfter personligt for sine boliglån. Tab på boliglån kræver således ikke både, at sikkerheden er mindre værd end lånet, og at låntager ikke kan betale, men kun førstnævnte.

Boliglån i USA var i stor udstrækning blevet finansieret over værdipapirmarkedene. Ratingbureauerne var et afgørende element i den værdikæde, der gjorde det muligt at finansiere et boliglån over værdipapirmarkedene. Ratingbureauernes job er at vurdere kreditkvaliteten af et værdipapir. Ratingbureauernes største aktiv er, at investorerne har tillid til deres vurdering. Ved at ratingbureauerne tildeler et værdipapir en bestemt karakter, kan det sælges på de finansielle markeder til en given pris. De mange nedgraderinger siden finanskrisens start peger på, at ratingbureauerne ikke har været dygtige nok til at styre deres karaktergivning. Onde tunger vil hævde, at det ikke hjalp, at ratingbureauerne blev betalt af udstederne.

Der er den dag i dag forskellige hypoteser om, hvorfor problemerne i det amerikanske boligmarked kunne få det globale finansmarked til at bryde sammen.

En hypotese er, at lånene hurtigt blev solgt videre. Dem, der gav lånene, havde ikke tilskyndelse til at foretage en ordentlig kreditvurdering. Dårlige kreditter blev dermed spredt over hele verden.

En anden hypotese er, at nogle af de dårligste dele af lånene blev placeret i finansielle enheder, der var tæt forbundne med nogle af de største investeringsbanker i verden. Disse finansielle enheder finansierede sig ved at sælge korte værdipapirer til investeringsforeninger, der investerede privatpersoners og virksomheders korte likviditet.

Forudsætningen for, at investeringsforeningerne kunne investere i værdipapirerne var, at investeringsbankerne havde udstedt en likviditetsgaranti. Likviditetsgarantien skulle sikre, at investeringsforeningerne altid kunne få deres penge igen. Da de amerikanske huspriser begyndte at få det dårligt, opstod der tvivl om værdien af de lån, som var placeret i enhederne. Investeringsbankerne begyndte berettiget at blive bange for, om deres likviditetsgarantier ville træde i kraft. Der var for mellem 1-2 billioner USD udestående i de pågældende korte værdipapirer. Det svarer til omkring 10-20 pct. af det amerikanske banksystems balance. Investeringsbankerne lukkede derfor for sluserne og holdt på alle deres likviditetskilder. Desværre var det de samme investeringsbanker, der havde været den vigtigste finansieringskilde for det globale finansielle system. Det var også dem, der var modparter til den amerikanske centralbanks likviditetsoperationer. Da hjertet holdt op med at pumpe blod

ud til den øvrige del af det finansielle system, frøs det globale finansielle system til.

Banker er meget afhængige af, at indskydere og investorer har tillid til dem. Egenkapitalgraden er usædvanlig lav sammenlignet med andre virksomheders – ofte lavere end 4 %. Så længe, der er tillid til en bank, går det godt. Det øjeblik, der ikke er tillid til en bank, får den første, som trækker sine penge ud, dem, mens de sidste ikke kan være sikre på, at der er noget tilbage. Det kan skabe en meget ustabil situation, hvor alle skynder sig mod udgangen (bank-run). Bagehot beskrev denne situation tilbage i 1873 og Diamond og Dybvig modellerede den i 1983. Den situation prægede de finansielle markeder fra august 2007, den kulminerede i efteråret 2008, og karakteriserede stadig markederne et godt stykke ind i 2009.

Endelig spillede det en rolle, at det er meget svært at gennemskue, hvilke banker der er de stærke, og hvilke der er de svage. De banker, der efterspørger likviditet eller kapital, kommer meget nemt til at fremstå som svage; de risikerer som låntagere at blive udsat for kreditrationering, jf. Stiglitz og Weiss (1981). Mange finansielle institutioner havde derfor valget mellem at fremstå svage eller prøve at køre igennem på et svagt likviditets- eller kapitalgrundlag.

Kontrolmekanismernes fejlede

"Når musikken stopper, når likviditeten forsvinder, så vil tingene blive kompliceret. Men så længe musikken spiller, så må du op og deltage i dansen. Vi danser stadig væk."

Udtalelse fra Chuck Prince, CEO i Citigroup, Financial Times, 9. juli 2007.

Udover den økonomiske politik og strukturerne på de finansielle markeder, så var det også afgørende for finanskrisens forløb, at alle kontrolmekanismernes fejlede.

I vores samfundsmodel ligger ansvaret for en virksomhed primært hos ledelsen, bestyrelsen og aktionærerne. Med retten til at lede følger også ansvaret. Det er karakteristisk for finanskrisen, at stort set ingen af de øverste direktører så den komme, før vi stod midt i den. Et af problemerne i den finansielle sektor er, at den store fortjeneste ligger i de nyeste og mest komplekse produkter. Det er dem, som ikke kan standardiseres og masseproduceres, og derfor kan prisen sættes højt. Modstykket er imidlertid også, at der kun er få, der forstår risiciene i produkterne.

Der er i den finansielle sektor brugt megen energi på at udvikle risikostyringssystemer. Ifølge mange af disse systemer oplevede vi i nogle uger under finanskrisen flere tilfælde af prisudsving, som vi ikke burde have set i en million år. Når sådan noget sker, står valget mellem, om systemerne eller virkeligheden har problemer. Formodningen må være, at det er systemerne, der har problemer. Risikostyringssystemer bygger på, at vi kan måle risiko på baggrund af statistik om fortiden. Det statistiske grundlag for de fleste risikostyringssystemer begrænser sig typisk

til nogle få års observationer. Disse observationer kombineres med en statistisk fordelingsantagelse. På baggrund heraf har mange udtalt sig om, hvad der burde ske i den del af fordelingernes hale, der ikke er dækket af observationer, fx om et givet prisfald ville kunne finde sted indenfor 100 år. Det kræver en stærk tro på, at man har fat i den rette fordelingsantagelse. Hertil kommer, at der ind imellem sker ting, som vi ikke har set før. Verden er præget af usikkerhed, jf. Knight (1921), der pr. definition – i modsætning til risiko – er karakteriseret ved ikke at kunne måles.

Den finansielle sektor er på grund af dens vigtighed for samfundet under myndighedstilsyn. Tilsynene lykkedes heller ikke i deres mission. Missionen er dog ikke nem. I Danmark er der mellem 150 og 200 mennesker, der har til opgave at føre tilsyn med den finansielle sektor. Det giver sig selv, at det efterlader nogle huller. Det står imidlertid i misforhold til de politiske forventninger om, at intet må gå galt. Opgaven bliver heller ikke nemmere af, at i de 14 år, hvor den finansielle sektor har det godt, er der et politisk pres for regelforenklings og afbureaukratisering. I det femtende år, hvor sektoren falder sammen, vil alle stramme. Udviklingen i reguleringen bliver dermed i sig selv procyklisk.

Tilsynsmyndighedernes vigtigste instrument er kapitalkrav til de finansielle virksomheder. Kapitalkrav sikrer, at ejerne har en tilskyndelse til at administrere deres virksomhed ordentligt. Hvis det går galt, så er det deres penge, som bliver tabt. I de gode år bør de finansielle virksomheder opbygge kapital, som de kan tære på i de dårlige år. Bl.a. fluktuationerne i, hvad der var god latin inden for finansieringsteori, har imidlertid gjort, at virkeligheden de seneste år har været anderledes. Igennem de seneste år har det været opfattelsen, at det er godt at være tyndt kapitaliseret. Det lægger pres på ledelsen, at de skal betale renter på gæld, i stedet for at kunne leve højt på den uforrentede kapital, som aktionærerne stiller til rådighed. Den tynde kapitalisering har været dyr i en verden, hvor tabene kom væltende, og de finansielle markeder pludselig stillede store krav til kapitalisering. Der opstod et behov for at få tilført kapital på det dyrest tænkelige tidspunkt. Alternativet var at nedbringe balancen, hvad der yderligere mindskede efterspørgslen efter investeringsaktiver og dermed gav endnu et skub til priserne i nedadgående retning.

Den tredje og sidste kontrolmyndighed, der kiksede, var centralbankerne og de internationale myndigheder, der har til opgave at overvåge den finansielle stabilitet. Helt frem til forsommeren 2007, og i nogle tilfælde endnu længere, gav disse myndigheder det finansielle system en stort set blank helbredspåtegning. ECB hævdede den pengepolitiske rente i forsommeren 2008, fordi de troede, at der var en risiko for stigende inflation. Nationalbanken forudså heller ikke udviklingen. Ingen havde set den transmissionsmekanisme, der lå i de enheder, hvor mange realkreditlån lå parkeret, og som gjorde, at det finansielle system frøs til is i sommeren 2007. De færreste forstod, hvordan likviditetsproblemerne transformererede sig til generelle solvensproblemer på trods af, at både Bagehot samt Diamond og Dybvig havde beskrevet det.

Læresætninger fra fortiden

"Folk og regeringer har aldrig lært noget af historien eller ageret efter principper, som kunne udledes af historien".

Hegel.

Den store depression har været genstand for mange studier. Friedmann og Schwartz (1963) viste, at depressionen startede med en monetær kontraktion, som Federal Reserve fejlagtigt ikke greb ind overfor.

Bernanke (2004) undersøgte, hvorfor krisen blev så lang og så dyb. Hans konklusion var, at banksystemets sammenbrud skabte en finansiell accelerator eller måske rettere decelerator. Faldende egenkapital i banksystemet ledte til et fald i kreditgivning, som tvang låntagerne til at likvidere deres aktiver. Det ledte til faldende aktivpriser og forværrede låntagernes mulighed for at stille sikkerhed for lån. Bankernes faldende udlånskapacitet og låntagernes dårligere mulighed for at imødekomme bankernes krav ledte til yderligere fald i kreditgivning, frasalgs af og prisfald på aktiver med konsekvenser for realøkonomien og dermed flere tab for bankerne. Der er ikke tvivl om, at erfaringerne fra 1930'erne har været medvirkende til, at myndighederne denne gang har gjort meget for at holde hånden under banksystemet.

Bernanke fremhæver også, at stive lønninger og priser var med til, at en stor del af tilpasningen i 1930'erne fandt sted over mængderne i stedet for priserne. Udviklingen over de seneste årtier i retning af større fleksibilitet i lønninger og priser bør – alt andet lige – bidrage til en bedre fordeling af tilpasningen denne gang.

Bankkriserne i USA i 1980'erne og i Norden samt Japan i 1990'erne viste, hvor vigtigt det er at tackle problemerne systematisk i stedet for at lade dem ligge og håbe på, at verden af sig selv bliver bedre.

I USA blev sparekasserne i 1980'erne fanget i et mismatch mellem fastforrentede udlån og variabel forrentet finansiering/indlån. På grund af politisk pres fik insolvente sparekasser lov til at køre videre, og resultatet var endnu større tab. I Japan efterlod eksplosionen af en spekulativ boble den japanske økonomi og bankerne stærkt svækkede. De japanske banker prøvede i mange år at holde liv i fiktionen om, at deres lån var gode, ved at kapitalisere renterne snarere end tage tabene. På den måde blev mange virksomheder holdt kunstigt i live. Konsekvensen var, at nye, vækstskabende virksomheder ikke kunne komme ind på markederne, og at Japan vækstmæssigt stod stille i mange år.

Baggrunden for den nordiske bankkrise var en for ekspansiv økonomisk udvikling kombineret med en dereguleringsbølge, der drev væksten i udlånene op til et uholdbart niveau. Ejendomspriserne steg voldsomt for efterfølgende at falde sammen. Der var således mange lighedspunkter til den nuværende krise.

I Norden blev Sverige rollemodellen for, hvordan en bankkrise skulle håndteres. De svenske banker, der havde behov for kapital, fik tilført kapital. De dårligste banker blev delt i en afviklingsdel og en del, der

efter rekapitalisering kunne fortsætte som bank. I dag ville vi kalde det en rød og en grøn bank.

Myndighedernes Respons

"A sense of urgency."

Kotter, Harvard Business Review.

Fra sommeren 2007 og indtil slutningen af september 2008 var myndighederne hele tiden et eller flere skridt bagefter udviklingen. Centralbankerne bøjede Bagehots regel om kun at låne ud mod god sikkerhed, men lige lidt hjalp det. I september 2008 eksploderede de finansielle markeder, da investeringsbanken Lehman Brothers gik ned. Efter Lehmans kollaps var der ikke grænser for, hvad myndighederne kunne gøre med henblik på at stabilisere situationen. Situationen på de finansielle markeder synes nu mere stabil, selv om den negative påvirkning af realøkonomien vil trække lange spor efter sig – også i den finansielle sektor.

Før Lehmans kollaps havde der været tale om problemer i enkeltinstitutioner, om end med stigende frekvens. Efter Lehmans kollaps stod hele systemet i flammer. Før Lehmans kollaps var der betydelige politiske begrænsninger på, hvad der var muligt. Efter Lehmans kollaps var der ingen grænser mere.

Der har været mange diskussioner af, om verden ville have udviklet sig bedre, hvis Lehman var blevet reddet. Tilsvarende er der mange forskellige forklaringer på, hvorfor Lehman ikke blev reddet.

Et sæt af forklaringer går på, at en række forsøg på at redde Lehman kiksede. Først accepterede Lehmans ledelse ikke et salg af virksomheden. Dernæst ville de andre investeringsbanker ikke samle Lehman op. Endelig forbød de engelske myndigheder et sidste øjeblik salg til den engelske bank Barclays. Der var således så mange, der ikke ville være med til at finde en løsning, at de amerikanske myndigheder med rette kunne spørge sig selv, hvorfor de skulle samle regningen op. Dertil kom, at myndighedernes juridiske muligheder for at tilføre likviditet uden at få tilstrækkelig sikkerhed var tvivlsomme.

Da Lehman gik ned, opstod der betydelig tvivl om, hvem – om nogen – der ville overleve. Risikopræmierne på andre finansielle institutioner nåede et så højt niveau, at det finansielle systems funktionalitet var ved at blive sat ud af kraft. Hvis det finansielle system ophører med at fungere, går der ikke lang tid før, økonomien holder op med at fungere. Det var pludseligt evidenter for alle, at der nu måtte gøres noget drastisk.

Allerede et par dage efter reddede de amerikanske myndigheder forsikringsselskabet AIG. AIG havde udstedt kreditforsikringer til stort set alle deltagere i de finansielle markeder. Hvis AIG var faldet, så var der opstået gabende krediteksponeringer i de mange finansielle institutioners balancer, hvor betydelige dele af aktivmassen afhang af, om kreditforsikringerne var noget værd.

Kort efter vedtog myndigheder på begge sider af Atlanten pakker med omfattende garantier og kapitaltilførsler til det finansielle system. Det siger noget om krisens omfang, at der gik en del tid før, at markederne fik tillid til at disse tiltag var tilstrækkelige til at stabilisere systemet.

Læresætninger for nutiden

"Spil aldrig på at verden går under; det sker kun en gang."

Risk manager i stor international bank.

Der er skrevet et større antal rapporter fra nationale og internationale grupperinger omkring, hvad vi kan lære af finanskrisen, og der er igangsat et uhorrt antal policy initiativer med henblik på at begrænse risiciene for at noget lignende sker igen.

Den makroøkonomiske politik afspejler erfaringerne fra 1930'erne. Finanspolitikken og pengepolitikken er uhorrt ekspansiv og der er tegn på, at operationen er ved at lykkes. Konsekvenserne på længere sigt, i form af en uholdbar statsgæld eller nye bobler, er endnu sekundære.

Pengepolitikken fremadrettet vil i højere grad tage hensyn til udviklingen i aktivpriserne. Centralbankernes evne til at identificere bobler på forhånd skal imidlertid ikke overdrives, og muligheden for, at en strammere pengepolitik kan tage luften ud af en boble, er også diskutabel.

En af de få sikre forudsigelser er, at vi er på vej til et mere reguleret finansielt system. Det er politisk uacceptabelt, at det finansielle system endnu engang trækker verdens økonomien mod afgrundens rand. Derfor er den største risiko, at vi ender op med et finansielt system, der er overreguleret. Det vil gøre det vanskeligere at finansiere den fremtidige vækst og dermed indebære en lavere potentiel vækst.

En anden risiko for vores fremtidige vækst er, at vi holder liv i industrier, der ikke har en fremtid. Efter at have brugt billioner på at redde den finansielle sektor er det svært ikke at støtte industrier som bilindustrien, hvor de ansatte har rigtig – og ikke kun moralsk – snavs på fingrene. Schumpeter's kreative destruktion er en smertefuld proces, der på den korte bane har fordelingspolitisk slagside.

Med økonomibriller kan man opdele de nødvendige tiltag i tre grupper. For det første skal incitamenterne tilpasses. Aflønningen i bankerne skal ikke motivere til, at der tages uhensigtsmæssige risici, ratingbureauerne skal fokusere på at bibeholde deres troværdighed, bestyrelser og ledelser skal tage et større ansvar for deres virksomheder, og tilsynsmyndigheder og andre myndigheder skal tilskyndes til at være mere restriktive overfor presset fra de regulerede. For det andet skal informationsniveauet på de finansielle markeder hæves. Investor- og forbrugerbeskyttelsen må styrkes, så der skabes et mere lige forhold mellem udbydere og efterspørgere af finansielle produkter. Det er i alles interesse, at de finansielle markeder ikke ligner markedet for brugte biler med udbredt mistillid mellem køber og sælger (Akerlof (1970)). For det tredje må vi have bedre instrumenter til at rydde op, når det går galt – for det vil gå galt igen uafhængigt af forbedringer af incitamentsstruktur og informa-

tion. Vi skal bl.a. være i stand til at lukke finansielle institutioner med færre omkostninger for det offentlige.

Læresætninger for økonomer

"Let's take the con out of econometrics".

Leamer, American Economic Review.

Økonomstanden har ikke haft sin "finest hour" i forbindelse med finanskrisen, selv om der heldigvis er enkelte undtagelser.

Mange hver for sig lidet sandsynlige begivenheder har vist deres tilbøjelighed til at indtræffe samtidig, forstærke hinanden og dermed resultere i en udvikling, som de færreste forudså. Taleb (2007) har beskrevet, hvordan vi gang på gang overraskes over verdens gang. Hvis man kigger på de elementer, som er beskrevet ovenfor, så ville de hver for sig ikke have skabt problemer i noget nær det omfang, som vi har set. Det var samspillet mellem dem, som skabte en finanskrisen af de dimensioner, som vi har set. Ifølge basal sandsynlighedsregning, så er sandsynligheden for, at to begivenheder indtræffer på samme tidspunkt produktet af sandsynlighederne for hver af begivenhederne. Hvis sandsynligheden for begivenhederne er lille, så bliver produktet ekstremt lille. 0,01 gange 0,01 er 0,0001. Jo flere begivenheder, der skal ske på samme tidspunkt, jo mindre sandsynlighed herfor. Forudsætningen for regnestykket er imidlertid, at begivenhederne er uafhængige af hinanden. Hvis den ene begivenhed leder til den næste, så ser regnestykket helt anderledes ud. Det var i høj grad det, som skete under finanskrisen. Den økonomiske politik understøttede en risikotagning, som blev accentueret qua strukturerne på de finansielle markeder og kompleksiteten af, hvad der foregik, gjorde, at ingen af kontrolfunktionerne fangede problemerne, før det hele gik galt.

Sammenhænge i et økonomisk-finansielt system har vist sig mere komplekse end vores evner rakte til at forstå. Som økonomer og finansfolk har vi en tro på, at vi kan beskrive verden gennem et modelapparat, der består af en blanding af økonomisk teori og nogle estimationer/beregninger. Det står i skærende kontrast til verdens kompleksitet. Kaosteori postulerer, at en sommerfugls basken med vingerne i Kina kan influere på verdens gang. Hvis der er et gran af sandhed heri, så er det naivt at tro, at ti eller for den sags skyld 1000 ligninger kan beskrive verdens gang hver gang.

Netop da vi troede, at vi havde lært at føre økonomisk politik, så blev vores manglende evner afsløret. Friedman og Schwartz beskrev, hvordan man op til Den Store Depression troede, at man havde styr på det at føre økonomisk politik. Tilsvarende opfattelser kan formentlig findes op til starten af 1970'erne og igen denne gang. Der er måske endda en indbygget kausalitet fra, at jo bedre man er blevet til noget, jo mere opbygger man en risiko for at fejle og fejle brutalt.

Finansielle markeder og økonomiske systemer kan blive ustabile. De fleste økonomiske modeller er indrettet på at konvergere mod en ligevægt efter et initialt stød. Hvis de ikke gør det, er de besværlige at

arbejde med, og som regel smider vi dem ud eller re-estimerer dem. Heroverfor står, at der er mekanismer i det finansielle system, som gearing og banker, der i nogle situationer skaber betydelig ustabilitet.

Vi er meget dårlige til at se de signaler, der indikerer at ustabilitet er forestående. Det er grundlæggende i både økonomisk og finansiell teori, at priser, inkl. priser på finansielle aktiver, afspejler den virkelighed, som vi befinder os i. Priserne antages at være korrekte. Det gør det vanskeligt at argumentere for, at der er en boble.

Vi bør blive mere skeptiske, når der er priser, som tilsyneladende kan vokse uden grænser. Som økonomer er vores første reaktion, når noget vokser abnormt, at der er sket et strukturelt skift, og at der er tale om tilpasning til en ny ligevægt. Nogle af de få, som så nogle af faresignalerne, fokuserede meget på langsigts trend. Robert Shiller (2000) har to gange advaret om en boble. Første gang før dot.com boblen brast, og anden gang boligboblen. I begge tilfælde har han arbejdet med lange tidsserier og udtrykt bekymring, når priserne begyndte at flytte sig voldsomt fra den langsigtede trend. Claudio Borio (2003) fra BIS har studeret kreditvækst og udtrykte bekymring, da denne blev meget ekspansiv.

Vores manglende evner til at se finansielle kriser komme er ingenting sammenlignet med vores evner til at prognosticere, hvornår de rammer. Finansielle bobler har vist sig at kunne fortsætte i lang tid. Robert Shiller blev i mange år betragtet som en, der råbte "ulven kommer".

Det finansielle systems sammenbrud har vist sig at kunne sende vores økonomi i frit fald. Efter at Lehman faldt, har vi oplevet det største økonomiske tilbageslag i efterkrigstiden. Sidste gang, at verdensøkonomien skælvede i lignende grad, var under Den store Depression. Dengang faldt det finansielle system sammen og økonomien fulgte med i en periode på ca. 10 år. Denne gang har det politiske system samlet det finansielle system op, og der er tegn på, at realøkonomiens sammenbrud herved er undgået, om end der er lang vej ud af krisen.



Litteratur

- Akerlof, G.: The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics, 1970
- Bagehot, W.: Lombard Street: A Description of the Money Market, Henry S. King & Co, London 1873
- Berg, Jesper og Bech, Morten L.: Finansernes Fald, Gyldendal 2009
- Bernanke, Ben S.: Essays on the Great Depression, Princeton University Press, 2004
- Borio, C: Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? BIS, 2003
- Diamond, D.W. and Dybvig, P. H.: Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity, Journal of Political Economy, 1983
- Friedman, M. and Schwartz, A.J.: A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton University Press, 1963
- Knight, F.: Risk, Uncertainty and Profit, Houghton and Mifflin Co, 1921
- Kotter, J. (1996): Leading Change, Harvard Business Review, 1996
- Leamer, E.: Let's take the con out of econometrics, American Economic Review, 1983
- Schumpeter, J.: Capitalism, Socialism and Democracy, 1942
- Shiller, R.J.: Irrational Exuberance, Princeton University Press, 2000
- Stiglitz, J. and Weiss, A.: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review, 1981.
- Taleb, N.N.: The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable, Random House, 2007