

Særtrykk til NOU 2011: 1

Notater utarbeidet til finanskriseutvalgets arbeid



Forord

Finanskriseutvalget avga sin utredning, NOU 2011: 1 *Bedre rustet mot finanskriser*, til Finansdepartementet 25. januar 2011. Til utvalgets arbeid ble det innhentet skriftlige innspill fra eksterne eksperter, så vel som fra enkelte av utvalgets medlemmer. Utvalget har innhentet følgende notater fra eksterne personer:

- Professor Steinar Holden (Universitetet i Oslo): «Finanskrisen – krise også i økonomifaget?»
- Tidligere direktør Val Koromzay (OECD): «Economics and the crisis: some reflections»
- Professor Bård Kuvaas (Handelshøyskolen BI): «Incentivstrukturer i avlønning i finansbransjen»

Disse notatene er gjort tilgjengelige i dette særtrykket og på departementets nettsider. Dette særtrykket inneholder også noen notater utarbeidet av medlemmer av finanskriseutvalget:

- Erik S. Reinert:¹ «Finanskrisenes teori»
- Lars Jonung: «Lärdomar från den svenskafinanskrisen»
- Bent Sofus Tranøy: «Forbrukere i finansmarkedet»
- Randi Flesland: «Investeringsprodukter og forbrukerbeskyttelse»

Notatene i dette særtrykket kan leses som selvstendige vedlegg til utvalgets utredning. Innholdet i notatene står for forfatternes egen regning, og gjenspeiler ikke nødvendigvis utvalgets vurderinger.

Omslagsbilde: iStockphoto

¹ Erik S. Reinert trakk seg fra utvalget i november 2010, og var således ikke medlem av utvalget ved avleggelsen.

Innhold

1	<i>Steinar Holden</i> Finanskrisen – krise også i økonomifaget?	5
2	<i>Val Koromzay</i> Economics and the crisis: some reflections	36
3	<i>Bård Kuvaas</i> Incentivstrukturer i avlønning i finansbransjen	62
4	<i>Erik S. Reinert</i> Finanskrisenes teori	83
5	<i>Lars Jonung</i> Lärdomar från den svenska finanskrisen	102
6	<i>Bent Sofus Tranøy</i> Forbrukere i finansmarkedet	121
7	<i>Randi Flesland</i> Investeringsprodukter og forbrukerbeskyttelse	131

1 Finanskrisen – krise også i økonomifaget?¹

Steinar Holden, professor ved Universitetet i Oslo

27. oktober 2010

1.1 Innledning

I kjølvannet av finanskrisen har det vært rettet mye kritikk mot økonomer, som ikke forutså krisen, og det har oppstått en stor debatt om økonomifaget internasjonalt. Hensikten med dette notatet er å oppsummere de viktigste synspunktene som har kommet fram fra ulikt hold i den internasjonale og norske fagdebatten. Videre vil jeg gi en vurdering av hvilke lærdommer som vi kan trekke av finanskrisen med hensyn til utviklingen i økonomisk teori fremover.

Etter mitt skjønn gir finanskrisen ikke grunnlag for å si at økonomifaget er i krise. Den har imidlertid vist at noen av svakhetene i faget er mer alvorlige enn vi trodde. Sentrale økonomer og beslutningstakere har hatt for liten forståelse for hvordan finansmarkedene fungerte, og for stor tro på effektiviteten i disse markedene. Innen makroøkonomisk forskning har en undervurdert betydningen av finansmarkedene, og det har vært for stor ensretting innen deler av dette feltet. Det er behov for å følge flere spor. Virkningen av insentiv- og avlønningssystemer bør få mer oppmerksomhet, det bør legges økt vekt på å lære av historiske erfaringer, i tillegg til at en bør ha mer faktisk kjennskap til hva som skjer i de markeder man studerer. Økonomisk teori har imidlertid også gitt redskaper for å forstå hvorfor og hvordan krisen skjedde, og det skjer nå aktiv forskning på mange av de felt der en har avdekket svakheter.

Økonomisk teori har også bidratt til at politikk-responsen på krisen i hovedsak var god og effektiv. Samtidig er det klart at det er behov for mer forskning om makroøkonomisk politikk, både om det pengepolitiske rammeverket og når det gjelder virkningene av finanspolitikken.

Notatet er disponert som følger. Jeg vil starte med en kort beskrivelse av krisen. Deretter vil jeg se på kritikernes generelle innvendinger mot faget, for så å diskutere økonomenes forklaring på hvorfor krisen kom overraskende, svaret på innvendingene, og deretter diskusjonen om makroøkonomi, finansteori, og penge- og finanspolitikk. Til sist vil jeg drøfte hvilke lærdommer som kan trekkes.

¹ Takk til utvalgets medlemmer og sekretariat, samt Fredrik Wulfsberg, for nyttige kommentarer til et tidligere utkast.

1.2 Finanskrisen – en kort beskrivelse²

Finanskrisen kan sees som et sammenbrudd i verdens finansielle system. Sammenbruddet hang sammen med at systemet i utgangspunktet var meget sårbart, på to ulike måter:

- Mange finansforetak hadde svært lav egenkapital, og var meget avhengige av kortsiktig finansiering
- Nye og kompliserte finansielle instrumenter hadde fått stor utbredelse i finansmarkeder over hele verden, og finansforetakene var knyttet sammen i et komplisert og uoversiktlig nettverk

Bakgrunnen for situasjon var kraftig vekst i finansforetakenes balanser, bl.a. som følge av stor etterspørsel etter kapital på grunn av det lave rentenivået internasjonalt. Det lave nivået på egenkapitalen og framveksten av nye instrumenter hang også sammen med et sterkt ønske om profitt og avkastning. Det var også generell undervurdering av risikoen, både ved de enkelte finansielle instrumenter, og i særlig grad ved systemet som helhet.

Da boligprisene begynte å falle i USA, oppsto det bekymring i de finansielle markedene for sårbarheten i systemet. Noen finansforetak kom i problemer på grunn av tap på verdipapirer og vansker med finansiering. Den økte usikkerheten førte til at finansforetakene krevde økt sikkerhet ved utlån og garantier. Samtidig ble noen verdipapirer oppfattet som mer usikre, og de falt i verdi.

Da Lehman Brothers gikk konkurs 15. september 2008, forverret situasjonen seg dramatisk. Bankene begrenset sine utlån kraftig, både til andre finansforetak og til vanlige foretak. Dette førte til en alvorlig likviditetsskvis for mange foretak, både innen finanssektoren og ellers. Samtidig førte den økte usikkerheten og likviditetsskvisen til at mange finansforetak måtte selge verdipapirer, slik at prisene på disse falt svært mye, i den grad det var noe marked i det hele tatt. Det uoversiktlige bildet, ved prising av verdiobjekter, ved soliditeten til det enkelte finansforetak, og ved hvem som skyldte hva til hvem, gjorde finansforetakene ekstremt forsiktige i transaksjonene med andre foretak. Fordi lav egenkapital og avhengighet av kortsiktig finansiering gjorde mange finansforetak svært sårbare, kunne situasjonen raskt blitt katastrofal.

1.3 Finanskrisen – kritikk mot økonomifaget

Finanskrisen har medført kraftig kritikk av økonomifaget. Kritikerne har pekt på at krisen kom svært overraskende, og at økonomene i liten grad greide å forutse at krisen skulle skje. Kritikerne har hevdet at den manglende evnen til å forutse krisen henger sammen med alvorlige svakheter i økonomifaget. Noen kritikere har også gått videre og sagt at de samme svakhetene i faget også er en viktig årsak til at finanskrisen i det hele tatt kunne inntreffe (the Economist, 2009).

² Meget gode beskrivelser av ulike sider ved finanskrisen gis i Brunnermeier (2009a) og Mizen (2008). To drøftinger på norsk er Røed-Larsen og Mjølhus (2009) og Holden (2009).

Kritikken av økonomifaget går på en rekke punkter, som i noen grad overlapper hverandre. Ulike kritikere har lagt vekt på ulike punkter, men hovedtrekkene er i stor grad felles. Det blir dermed hevdet at økonomifaget

- er for sterkt preget av en ideologi om at markedet er effektivt. Selv om økonomene også studerer markedssvikt, ligger det under en antakelse om at markedet grovt sett er effektivt. Dermed vil mange økonomer i utgangspunktet være for skeptiske til offentlige inngrep og reguleringer, og man vil ha for sterk tro på at markedet selv skal kunne ordne opp. (Turner, 2010; Krugman, 2009; Stiglitz, 2010)
- legger for stor vekt på matematisk eleganse og likevektsmodellering. Krugman (2009) bruker formuleringen "economists, as a group, mistook beauty, clad in impressive-looking mathematics, for truth." (Krugman, 2009; Elster, 2009; Reinert, 2009b)
- bruker feilaktige forutsetninger om menneskelig atferd, ved å anta at den er rasjonell, og gjerne basert på full eller omfattende informasjon, som brukes på en rasjonell måte. (Elster, 2009)
- er forfeilet og unyttig (Elster, 2009) og empirifiendtlig (Reinert, 2009c, om nyklassisk økonomisk teori). Kåre Valebrokk (2009) skriver at "Makro-økonomisk teori ble oppfunnet for å sette astrologi i et bedre lys".

Denne type kritikk kommer fra svært ulikt hold, både fra økonomer og ikke-økonomer. Den blir også formulert på ulike måter, noe nyansert og grovkornet, mens annen kritikk er mer nyansert og reflektert. Mange kritikere erkjenner at en stor del av økonomifaget ikke rammes. Men også disse kritikerne legger vekt på flere av de samme momentene, som de mener gjelder dominerende retninger i faget. Noen formulerer kritikken enda mer forsiktig, ved ikke å knytte den opp mot økonomisk teori, men derimot mot de politikk-råd som økonomer gjerne gir (Rodrik, 2009).

Hvorfor krisen kom overraskende

Når det gjelder påstandene om at krisen kom overraskende på økonomifaget, så er dette som kjent ikke helt riktig. En rekke akademiske økonomer, blant andre Nouriel Roubini, Robert Schiller, Joseph Stiglitz og Raghuram Rajan, varslet på forhånd om en betydelig risiko for en finanskrisen. Hovedargumentasjonen var imidlertid knyttet til de store makroøkonomiske ubalansene, særlig USAs store underskudd på driftsbalansen (se bl.a. Obstfeld og Rogoff, 2005). Økonomer i Bank of International Settlements, med William R White i spissen (White, 2006) fremhevet også den økte risikoen. Det var imidlertid ingen som spådde om hvordan krisen slo ut, og når den ville skje. Den som kanskje kom nærmest i sin beskrivelse av de underliggende årsakene til krisen, var Rajan (2005), som beskrev hvordan utviklingen i finanssektoren trolig gjorde verden mer usikker. Rajan la særlig vekt på at insentivstrukturen i finansforetakene kunne føre til økt og overdreven risikovilje, samt flokkmentalitet.

De mange advarslene om mulig finanskrisen illustrerer at økonomifaget på ingen måte er så ensrettet som enkelte av kritikerne antyder. På den annen side innebærer det faktum at en rekke økonomer faktisk gjennom flere år advarte mot en risikabel utvikling, at kritikken mot andre økonomer kanskje blir mer alvorlig. Til tross for

advarslene tok altså ikke økonomer og beslutningstakere i sentralbanker, finansdepartement, tilsynsmyndigheter, internasjonale organisasjoner og på universiteter i tilstrekkelig grad inn over seg hvor risikabel situasjonen var. Det faktum at man ikke forutså krisen kan altså ikke bortforklares med at man ikke tenkte på at dette kunne skje – det må sees som et klart tegn på at man ikke forsto godt nok hvordan finansmarkedene fungerte, og dermed ikke trodde at en så alvorlig krise kunne skje.

Det var flere årsaker til at ansvarlige myndigheter ikke trodde på en så dramatisk krise. En årsak var at man trodde at finansforetakene visste hva de gjorde, og at de drev på en forsvarlig måte. Man la også vekt på at de nye finansielle instrumentene bidro til at risikoen kunne spres bedre. Ved at en betydelig del av de amerikanske boliglansobligasjonene ble kjøpt opp av banker i andre verdensdeler, ville et eventuelt tap ved fallende boligpriser i USA bli spredd over store deler av hverandre. Dermed, tenkte man, ville konsekvensene av et eventuelt tap ved fallende huspriser i USA bli mindre alvorlige enn hvis tapene hadde vært samlet i USA. Videre trodde man ikke på fallende huspriser, bl.a. fordi prisene på forsikring mot tap på dette indikerte at risikoen var liten. Vedvarende lav inflasjon ble også sett på som et tegn på at økonomien ikke ble overopphet, og at risikoen for krise dermed var liten.

Et ytterligere argument for den rolige holdningen var en sterk tiltro til pengepolitikkenes evne til å motvirke en eventuell krise, hvis den først skulle inntreffe. I finansmarkedene snakket man om en "Greenspan put",³ knyttet til en tro på at Federal Reserve ville motvirke en nedgang ved å senke renten. Også de pengepolitiske myndigheter hadde tiltro til effekten av sitt rentevåpen, og anså dette som bedre enn å forsøke å heve renten på et tidligere tidspunkt for å forhindre en mulig boble som en ikke kunne vite om den fantes.

Professorene Tim Besley og Peter Hennessey formulerte det slik i sitt svar til Dronning Elisabeth, på hennes spørsmål om hvorfor ingen oppdaget at krisen var på vei (Besley og Hennessey, 2009):

"The failure was to see how collectively this added up to a series of interconnected imbalances over which no single authority had jurisdiction. This, combined with the psychology of herding and the mantra of financial and policy gurus, lead to a dangerous recipe. Individual risks may rightly have been viewed as small, but the risk to the system as a whole was vast.

So in summary, Your Majesty, the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis and to head it off, while it had many causes, was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole."

Noen økonomer, som Cochrane (2009), har pekt på at økonomisk teori predikerer at kriser ikke kan forutsies. Teori om effisiente markeder sier jo at en ikke kan predikere fremtidig kursutvikling. Det er også åpenbart at dersom finansmarkedene hadde trodd at finanskrisen ville inntreffe, så ville verdipapirprisene falt tidligere. Et kraftig fall i aksje- eller verdipapirpriser kan derfor aldri forutses på bred basis. Dette forsvaret er imidlertid bare delvis treffende. Det er riktig at selve krisen må komme overraskende, og at kriser dermed ikke kan forutses bredt. Derimot gir det

³ En "put" er en salgsoption som innebærer en rett, men ikke plikt, til å selge et verdipapir til en på forhånd fastsatt pris. Dette sikrer mot tap dersom verdipapirer faller i pris.

ingen god unnskyldning for at økonomifaget i liten grad hadde noen forståelse for at en krise av en så dramatisk type som vi opplevde, faktisk kunne inntreffe. Endringene i markedsprisene var så store at det i henhold til standard økonomisk teori må tolkes som at vi opplevde utfall som markedsaktørene ikke trodde kunne skje, evt. at sannsynligheten var så liten at vi med rimelighet kan se bort i fra den.

Var det så uflaks at krisen inntraff – et sammenfall av uheldige begivenheter som på forhånd var så lite sannsynlig at vi med god grunn kunne se bort i fra det? Svaret er trolig nei. Tvert om hevder mange observatører at finanskrisen skyldes at systemet var så sårbart og ustabil at selv et begrenset sjokk ville være tilstrekkelig til å sette krisen i gang – hvis det ikke hadde vært amerikanske subprime-lån, ville det vært noe annet istedenfor (Skogstad Aamo, 2009; Mizen, 2008; Reinhart og Rogoff, 2009). Tanken er at kombinasjonen av komplekse produkter og sammenhenger, undervurdering av risikoen, sterk avhengighet av kortsiktig finansiering, samt lav egenkapitalandel, til sammen gjorde finansmarkedet så sårbart og ustabil at det til slutt ville kollapse.

En viktig forklaring på at økonomene ikke forutså krisen, var at en ikke kjente til den risikable atferden som preget internasjonale finansmarkeder. Økonomer flest kjente ikke til omfanget av lån til låntakere med lav kredittverdighet, eller det slette håndverket som ble gjort i ratingen av komplekse finansielle produkter, som innebar en grov undervurdering av risikoen. En kjente heller ikke til hvor sårbare mange finansforetak var på grunn av avhengighet av kortsiktig finansiering og lav egenkapitalandel, eller at hele systemet var så uoversiktlig at eventuelle problemer raskt ville smitte hele markedet. Når en i ettertid leser om svakhetene hos finansforetak, kredittvurderingselskaper og reguleringsmyndigheter i USA (se f.eks. Tett, 2009; Coval, Jurek og Stafford, 2009; Levine, 2010), så blir man overrasket – ikke over at krisen skjedde, men at man kunne holde på slik.

Burde økonomene hatt bedre kjennskap til utviklingen i finansmarkedene, og dermed forstått hva som var i ferd med å skje? De ansvarlige i finansmarkedene, og hos tilsynsmyndigheter, sentralbanker, og finansdepartementer i de land der utviklingen var særlig risikofylt, som USA, Storbritannia, Irland og Island, burde åpenbart hatt det. Dette var deres ansvar, som de ikke skjøttet på en god måte. Levine (2010) dokumenterer alvorlige svikt hos amerikanske regulerings- og tilsynsmyndigheter, og han hevder at forklaringer av krisen som bygger på bobler i bolig- og formuespriser, samt tvilsomme finansielle produkter, er mangelfulle. Men også for økonomifaget generelt er det en svakhet at en ikke greide å fange opp hvor risikofylt utviklingen var.

Markedets effektivitet

Mange kritikere har hevdet at økonomene har for sterk tro på at markedet er effektivitet. Det er imidlertid ikke riktig å hevde at dette er en grunnleggende forutsetning i faget. Økonomifaget har påvist en rekke årsaker til at markedet ofte ikke vil fungere effektivt, og disse får mye oppmerksomhet både innen undervisning og forskning. Mangelfull eller skjev informasjon, manglende markeder (bl.a. manglende forsikringsmarkeder), markedsrett og eksternaliteter er viktige eksempler på markedssvikt.

Tross dette er det nok en sterk tro blant svært mange økonomer på at markedet i hovedsak fungerer effektivt. Det er gjerne to argumenter som brukes for dette (Stiglitz, 2010, side 244). For det første kan en legge til grunn at markedet grovt sett er effektivt, og at alvorlige former for markedssvikt ikke er så vanlig i velfungerende økonomier. For det andre blir det fremhevet at effektiviteten i markedet må vurderes i forhold til effektiviteten til alternative ordninger. Videre hevdes det at offentlige tiltak og reguleringer ikke bør fremstilles som ideelle redskap for å nå optimale løsninger. Offentlige beslutningstakere har mangelfull informasjon, og de kan ha egne målsettinger som ikke sammenfaller med målene for samfunnet som helhet. (Dette er et sentralt utgangspunkt for mye av såkalt public choice-litteratur.) Dermed kan offentlige tiltak og reguleringer medføre store kostnader og ineffektiviteter, slik at totalresultatet blir dårligere enn det en ville fått uten offentlige inngrep.

Dette tankesettet har stor innflytelse på mange områder innen økonomifaget. Innen mikroøkonomi og næringspolitikk vil mange økonomer ut fra dette ofte argumentere for at en skal bruke markedsløsninger, og forsøke å unngå offentlige inngrep og reguleringer. Ikke minst innen finansmarkedene har synet om at markedet grovt sett er effektivt vært en viktig faktor for å dempe omfanget av reguleringer. Adair Turner, styreleder for Financial Services Authority i Storbritannia, la i et foredrag (Turner, 2010) vekt på betydningen av den underliggende ideologien om effektivitet i finansmarkedene som viktig begrensning på reguleringer i finansmarkedene. Daværende sjef for Federal Reserve Board i USA, Alan Greenspan, holdt i oktober 2005 et foredrag som er illustrerende for den store tiltroen til markedets effektivitet, og til at dette var til beste også for samfunnet ellers. Han sa da bl.a.

“These increasingly complex financial instruments have contributed to the development of a far more flexible, efficient, and hence resilient financial system than the one that existed just a quarter-century ago. After the bursting of the stock market bubble in 2000, unlike previous periods following large financial shocks, no major financial institution defaulted, and the economy held up far better than many had anticipated.” (Greenspan, 2005)

I ettertid synes det klart at kritikerne har rett i at troen på markedets effektivitet har vært for sterk hos viktige beslutningstakere, og at dette bidratt til mangelfulle reguleringer innen finansmarkedene.

Troen på markedets effektivitet er også viktig innen makroøkonomi. Med utgangspunkt i teorien om effektive markeder, blir formuespriser gjerne regnet som gode anslag på den underliggende fundamentalverdien, basert på den informasjon som er tilgjengelig. Dermed har mange makro- og finansmarkedsøkonomer vært skeptiske til påstander om at det er bobler i finansmarkedene. Troen på markedets effektivitet, i hvert fall sammenlignet med hva som kan oppnås med offentlig politikk, har også bidratt til stor skepsis til makroøkonomisk stabiliseringspolitikk. På dette siste punktet har det imidlertid skjedd en endring det siste tiåret, ved at det nå er bred enighet om at en bør drive en viss moderat stabiliseringspolitikk gjennom pengepolitikken, se drøfting nedenfor.

Matematikk

Ifølge Krugman (2009) er problemene i økonomifaget i noen grad knyttet til at man har lagt for stor vekt på matematisk eleganse. Her møter han imidlertid sterk motbør bl.a. fra Cochrane (2009) og Wickens (2009), som understreker behovet for matematisk modellering for å sikre at logikken i resonnementene er holdbare. Cochrane mener problemet snarere er at vi ikke har nok matematikk - skal vi forbedre modellene, kreves det også mer matematikk.

Etter mitt skjønn har Krugman et poeng her, ved at den store vekt som legges på teoretisk og matematisk eleganse med nødvendighet innebærer at det legges mindre vekt på andre forhold, som empirisk relevans. De høye teoretiske kravene kan i noen tilfeller også hemme teoriutviklingen, f.eks. når eksisterende teorier skal utvides til å omfatte nye mekanismer. Samtidig er det liten tvil om at matematikk er et helt sentralt redskap i økonomifaget, og at mer avansert matematikk, eller bedre bruk av matematikk, i mange tilfeller kan bidra til at de økonomiske modellene blir mer realistiske.

Likevektsmodellering

Mange observatører har kritisert økonomifaget for ensidig eller overdreven bruk av likevektsmodeller. Reinert (2009b) kritiserer faget for bruken av statiske likevektsmodeller: *".. modellerer økonomien som en stillestående dam: når man kaster en stein i den eller bringer inn andre uromomemter vil systemet naturlig søke tilbake mot likevekt."* Reinert mener at det ville vært bedre å se på *"økonomien mer dynamisk, som en uregjerlig bekk eller elv som av og til kan gå over sine bredder."* Kirman (2009) har en lignende kritikk, om at særlig makroøkonomiske modeller gjerne har bare én likevekt, og én representativ agent. Når et sjokk inntreffer, vil aktørene reagere på en effektiv måte, før sjokket igjen dør ut. Kirman argumenterer for at hvis en ikke er sikker på at likevekten er entydig, blir en slik analyse meningsløs.

Denne kritikken er i noen grad relevant mot deler av faget, bl.a. de makroøkonomiske modeller som vanligvis brukes i sentralbanker, se diskusjon nedenfor. Som en mer generell kritikk mot hele økonomifaget er den imidlertid mindre treffende. Det finnes mye økonomisk teori som ikke rammes av denne kritikken. Teorier for endogen økonomisk vekst er dynamiske, og de vil i mange tilfeller ikke innebære at økonomien ender opp i en forutbestemt likevekt. Både innen makroøkonomi og andre deler av faget finnes det en rekke modeller med flere likevekter. For eksempel er det omfattende teorier om bank-kriser og andre finansielle kriser, både med én eller flere likevekter (se f.eks. Diamond og Dybvig, 1993, og Corsetti, Dasgupta, Morris og Shin, 2004). Den siste referansen er også et eksempel på at nyere makroøkonomisk teorier i stadig økende grad består av modeller med flere ulike typer aktører.

Atferdsforutsetninger

Et sentralt ankepunkt mot økonomifaget gjelder forutsetningen om rasjonell atferd, som gjennom mange tiår har vært fullstendig dominerende innen faget. Kritikken går dels på at forutsetningen i mange tilfeller er åpenbart feilaktig, og dermed bør forlates. Elster (2009) argumenterer for at aktørene er mye mindre sofistikerte enn modellene

forutsetter, og at det vanlige forsvaret om at aktørene handler ”som om” de maksimerer sin nytte, ikke er holdbart. Dette er en kritikk som er blitt rettet mot økonomifaget gjennom mange tiår, uten at den har hatt særlig gjennomslagskraft i faget. Økonomer viser bl.a. til at på mange områder kan folk finne gode løsninger gjennom prøving og feiling, og at det kan kreve avansert matematikk å beskrive slik atferd, selv om atferden i seg selv ikke er avansert for dem som utfører den.⁴

Økonomene bruker gjerne tre argumenter for den utbredte bruken av forutsetningen om rasjonell atferd. For det første har en argumentert for at det er interessant å studere konsekvensene av at aktørene handler i tråd med sine interesser, uavhengig av hvordan faktisk atferd er. For det andre har en ment at selv om aktørene også blir påvirket av andre faktorer i sine valg, og dermed kan avvike fra økonomers forutsetning om rasjonell atferd, så vil disse avvikene jevne seg ut når en ser på økonomien som helhet. Rasjonell atferd kan dermed være en god beskrivelse av gjennomsnittlig atferd, selv om det ikke alltid beskriver det enkelte individ på en god måte. For det tredje har en lagt vekt på mangelen på gode alternativer. Dersom man åpner for at aktørene også handler irrasjonelt, kan en risikere at all atferd kan forklares direkte med at det er slik individene handler. I så fall har man ingen reell forklaring.

De siste 10-15 årene har det imidlertid skjedd en fullstendig endring i økonomifaget på dette feltet. Fortsatt er rasjonell atferd den vanligste forutsetningen, men bruk av andre atferdsforutsetninger er blitt stadig vanligere, under tittelen ”behavioural finance” og ”behavioural economics”, eller atferdsøkonomi på norsk. Det som trolig har vært utslagsgivende for at stadig flere økonomer mener at andre atferdsforutsetninger kan være fruktbare, er den omfattende forskningen som er gjort av psykologer, og etter hvert også økonomer, som dokumenterer at menneskelig atferd avviker systematisk fra rasjonell atferd på en rekke områder (se f.eks. Rabin, 2003). Mange studier viser at folk gjør systematiske feil i sine vurderinger, f.eks. ved en klar tendens til å trekke for sterke slutninger basert på et lite antall observasjoner, og ikke minst at svært slående begivenheter blir tillagt mer vekt enn det er grunnlag for på objektivt grunnlag. Andre studier viser tendens til kortsiktig atferd, som ”hyperbolsk diskontering”, der dagen i dag tillegges urimelig stor vekt, til fortregning for fremtiden.

Den omfattende dokumentasjonen av systematiske avvik fra rasjonell atferd, såkalt ”predictable irrationality”, har kraftig svekket to av argumentene over. På områder der menneskelig atferd avviker systematisk fra rasjonell atferd, er det klart at rasjonell atferd heller ikke gir noen god beskrivelse av gjennomsnittlig atferd. Og videre – siden atferdsøkonomi bygger på handlingsmønstre som er dokumentert gjennom omfattende eksperimenter, er det heller ikke fritt fram til å forutsette hvilken som helst irrasjonell atferd. Dermed minsker risikoen for at man lager ”tomme forklaringer”, ved at man bare forutsetter den atferd som skal forklares.

Et interessant trekk ved mange eksperimenter innen atferdsøkonomi, er at de dokumenter ulik atferd hos ulike personer. En rekke studier (bl.a. Fehr, Kirchsteiger og Riedl, 1993) viser at en betydelig andel av individene er villig til å gjøre valg de selv taper på, for å belønne ukjente individer som tidligere har gitt dem en ”gave” i forsøket.

⁴ Derimot kan optimal atferd være en mer tvilsom forutsetning på områder der folk ikke har mulighet til prøving og feiling, som for eksempel valg av sparing til pensjon (Stiglitz, 2010).

Andre individer er imidlertid ikke villig til å gjøre dette – de er egoistiske og vil ikke gjengjelde gaver i slike forsøk. Et annet eksempel er overdreven tiltro til egne evner, som er dokumentert i mange studier (se bl.a. Burks, Carpenter, Goette og Rustichini, 2010, som også drøfter tidligere litteratur). Studiene gir imidlertid ikke grunnlag for å hevde at alle er slik – i Burk m.fl.s studie er resultatene i samsvar med at omtrent 20 prosent har for stor tiltro til egen ferdighet, mens resten ikke har det. Denne studien viser også at overdreven tro på egne ferdigheter er mer utbredt hos personer som ellers viser tegn på sosial dominans. Nå er det selvfølgelig ikke overraskende at man finner at folk er forskjellige – det har vi nok alle erfart gjennom livet. Det er likevel interessant når studiene finner mer presise forskjeller, og også at disse kan tallfestes innen noen konkrete sammenhenger.

Elster (2009) ser atferdsøkonomi som en klar forbedring av økonomifaget, som kan styrke fagets evne til å forklare atferd. Imidlertid er Elster skeptisk til at atferdsøkonomien kan lykkes i prediksjon av atferd, bl.a. på grunn av begrensninger i hva man kan lære fra eksperimenter, som jo er den klart viktigste kilden til kunnskap innen atferdsøkonomi.

Unyttig og empirifiendtlig

Ikke overraskende vil økonomer protestere heftig mot kritikk om at faget er unyttig og empirifiendtlig. Faget har bidratt til svært nyttig forståelse på mange områder, som gevinster ved internasjonal handel, og at myndighetene bør tillate at den offentlige budsjettbalansen svekkes i en nedgangskonjunktur. Empirifiendtlig er heller ikke riktig; empirisk forskning har også hele tiden hatt en viktig plass i faget, selv om teoretisk forskning tidligere i mange sammenhenger kunne ha større prestisje.

I tillegg kommer at økonomifaget har utviklet seg kraftig i de senere tiår. Teoriene er blitt utvidet og forbedret. Vi har også fått nye teorier, som innebærer at stadig flere mekanismer og sammenhenger er inkludert i økonomifaget. Ofte vil nok de nye teoriene ikke innebære mer enn det innsiktsfulle personer forsto også før teorien ble utviklet. Imidlertid er teoriene likevel nyttige, ved at de kan gi bedre forståelse, kan læres videre, og knyttes mot andre faktorer og sammenhenger. I forhold til finanskrisen har noen økonomer hevdet den sentrale makroøkonomiske effekten ved fall i samlet etterspørsel er et felt der moderne makroøkonomisk forskning ikke har mye å tilføre i forhold til det vi visste for 20-30 år siden (Andersen, 2010). På den annen side har nyere teorier for finansielle markeder av økonomer som Hyun Song Shin og Markus Brunnermeier og andre bidratt til økt forståelse av mange av mekanismene som har virket i finanskrisen. Samlet mener nok økonomer at vi kan gi en god forklaring på hva som har skjedd under finanskrisen, selv om vi er mer usikre på betydningen av de ulike momenter. Som vi skal komme til nedenfor, synes det også klart at den økonomiske politikken, etter at krisen først var kommet i gang, i hovedsak har fungert bedre denne gang enn ved tidligere kriser (se bl.a. Almunia m.fl., 2009, Holden, 2010, og Lucas, 2009).

Utviklingen har kanskje vært særlig sterk innen empirisk forskning. Tilgangen på bedre datamaskiner, bedre dataprogrammer og bedre datamateriale har ført til en sterk vekst i empirisk forskning innen økonomifaget, både i omfang og kvalitet. På mange felt er økonomene nå i stand til å tallfeste sammenhenger, med rimelig grad av

pålitelighet, som vi ikke var i nærheten av tidligere. God empirisk forskning ligger nå på ingen måte bak teoretisk forskning når det gjelder prestisje.

1.4 Effektive finansmarkeder og finansteori

En del av kritikken mot økonomifaget har vært knyttet mot finansteori, se for eksempel *The Economist* (2009). Et særlig viktig punkt, drøftet nedenfor, gjelder at man har hatt for sterk tro på finansmarkedenes effektivitet, bl.a. knyttet til hypotesen om markedseffisiens ("Efficient Market Hypothesis", EMH). Et aspekt ved dette er at en har undervurdert risikoen for bobler i formuesprisene.

En boble er en situasjon der prisen på et verdiobjekt er høyere enn den fundamentale verdien av objektet, fordi eierne av verdiobjektet tror at de kan selge det til en enda høyere pris i fremtiden. Tradisjonelt har økonomer vært skeptiske til at det er bobler i finansmarkedene, og Shiller (2009) viser til at forskere i sentralbanker i svært liten grad har vært opptatt av dette temaet. Bobler vil normalt ikke forekomme i modeller med rasjonell atferd, fordi for at en boble skal kunne opprettholdes, kreves det at det alltid er andre aktører som er villig til å kjøpe til stadig høyere priser. Hvis avkastningskravet er høyere enn vekstraten i økonomien, vil markedsverdien av verdiobjektet etter hvert bli større enn all annen formue i økonomien, noe som ikke er mulig. Rasjonelle aktører vil derfor innse at boblen før eller senere vil sprekke, noe som vil forhindre at boblen oppstår. Det er heller ikke nødvendig at alle investorene er rasjonelle – i tråd med argumentasjonen bak teorien om markedseffisiens, vil en prisboble gi mulighet for lønnsom arbitrasje fra andre aktører, som vil tjene penger på å selge verdiobjektet hvis prisen er for høy (Fama, 1965).

Tross skepsisen har det vært gjort mye forskning omkring bobler, og det finnes flere teorier som kan forklare hvordan bobler kan oppstå (se oversikt i Brunnermeier, 2009b). En viktig forklaring er naturligvis irrasjonelle stemningsbølger i markedene. Som nevnt over er det nå omfattende forskning, både av psykologer og økonomer, som viser at menneskelig atferd i mange tilfeller avviker systematisk fra rasjonell atferd. Slike avvik kan gi grunnlag for finansielle bobler.

Men det er verdt å poengtere at finansielle priser som er i utakt med fundamentale forhold ikke behøver skyldes avvik fra rasjonell atferd. Det finnes flere andre mulige årsaker til at finansielle priser over lengre tid kan avvike fra fundamentale forhold, og deretter falle kraftig, som om det er en boble som sprekker.

En mulig årsak er forventningsfeil, slik en drøfter i litteraturen om "news-shock" (se for eksempel Jaimovich og Rebelo, 2010). Etter en periode med god vekst i økonomien, kan det være rimelig at aktørene forventer god vekst fremover også, og tilpasser seg etter dette. Dersom veksten så blir mye lavere enn forventet, kan resultatet bli en kraftig endring av aktørenes tilpasning, uten at dette må betraktes som irrasjonelt.

En annen mulig årsak til feilaktige priser er at selvforsterkende effekter er så sterke at det kan oppstå flere likevekter, også med rasjonell atferd. Bacchetta, Tille og van Wincoop (2010) viser hvordan "risiko-panikk" kan oppstå også med rasjonelle aktører, ved at forventninger om ustabilitet i prisen på verdipapirer kan forårsake fall i

etterspørselen etter verdipapirene. Dermed blir den negative forventningen oppfylt, dvs. det blir en selvoppfyllende negativ feedback-effekt.

En tredje mulig årsak er at noen aktører i markedene har mer informasjon enn andre. I så fall kan investorer som vet at prisen er høyere enn fundamentalverdien likevel kjøpe verdiobjektet, fordi de regner med å kunne selge til høyere pris til andre som er dårligere informert. Informerte investorer velger med andre ord å ”ri på bølgen”, snarere enn å spekulere mot den. Kindleberger (1976) formulerer det slik: *”(some people) persuade themselves that there will always be someone, a greater fool, who will be willing to take a larger risk and buy their shares”* (s 112). I tråd med dette finner Brunnermeier og Nagel (2004) at såkalte hedgefond bidro til boblen på teknologiaksjer, ved at de var kraftig overposisjonert i slike aksjer. Til tross for dette greide hedgefondene i stor grad å selge seg ut før prisene kollapset, slik at hedgefondene på dette området fikk høyere avkastning enn standard benchmark-porteføljer med samme karakteristika. Siden hedgefondene på andre områder ikke greide å slå standard benchmark-porteføljer, tolker Brunnermeier og Nagel dette som at hedgefond forvaltere forsto at det var en boble som etter hvert ville sprekke, men at de underveis tjente penger på å spekulere med boblen.

En fjerde mulig årsak til feilaktige priser er uheldige insentiv-systemer i finansiell sektor. Finanskrisen har gitt oss mange eksempler på hvordan avlønningssystemer i finansforetak kan bidra til samfunnsøkonomiske uheldige utslag, som provisjonsbasert salg av boliglån til kunder med dårlig kredittverdighet, banker som øker sin balanse til svært høye nivåer – 30 ganger egenkapitalen eller mer – for å oppnå høyere lønnsomhet, eller Terras salgsagenter som solgte meget tvilsomme og risikable verdipapirer til troskyldige kommuner. Brunnermeier og Nagels (2004) funn drøftet over kan også sees i lys av insentiv-systemene i hedgefondene.

Men også andre sider ved finansteorien er blitt kritisert. En viktig svakhet, påpekt bl.a. i Allen (2001), er at man i for liten grad har tatt hensyn institusjonelle aspekter ved finansmarkedene. Man har tatt for lite hensyn til virkningen av ulike institusjoner på finansmarkeder, samt virkningen av reguleringer, hvordan handelen faktisk gjøres, og av hvilke avlønningssystemer som aktørene i finansmarkedene har. På noen områder er dette i ferd med å bedres, som mikrostruktur innen valuta-markeder (se f.eks. Bjonnes og Rime, 2005). I tillegg kommer momentet som er nevnt over, om at de finansielle institusjoner må integreres mye bedre i makroøkonomiske modeller enn det som gjøres i dag (Calmfors, 2010; Lindbäck, 2010).

Andre økonomer mener at kritikken mot finansteorien i stor grad er forfeilet, og at problemet ligger i hvordan teoriene er blitt anvendt. Da Robert Merton fikk Nobelprisen i økonomi i 1997, avsluttet han sin pristale med følgende:

“The mathematics of financial models can be applied precisely, but the models are not at all precise in their application to the complex real world. Their accuracy as a useful approximation to that world varies significantly across time and place. The models should be applied in practice only tentatively, with careful assessment of their limitations in each application.” (Merton, 1997)

Men anvendelsen av modellene innen finansmarkedene var ikke like forsiktig. I følge the Economist (2009) har Myron Scholes, som fikk nobelprisen i økonomi for sitt bidrag til Black – Scholes formelen for prising av en opsjon (som er den mest brukte

modellen i finansindustrien), i årevis kritisert bruken av "value-at-risk" (VAR) modeller i finansbransjen. Scholes sier at anvendelsene bygger på den feilaktige forutsetningen at volatiliteten i verdipapirprisene, og korrelasjonen mellom prisene, er konstant over tid. Dermed kan man bruke historiske data til å gi anslag på risikoen ved fremtidige investeringer, uten at man tar høyde for at det kan ha skjedd endringer i sammenhengene.

Et annet eksempel er bruken av formelen "Gaussian copula funksjon", som beregner korrelasjonen i sannsynligheten for at to obligasjoner skal misligholdes basert på historiske data for priser på "credit default swaps", CDS (Salmon, 2009). Man løser med andre ord et meget komplisert problem – hvis du for eksempel får vite at en bilprodusent ikke greier å betale sin gjeld, i hvor stor grad må du da revurdere risikoen for at en aluminiumsprodusent også misligholder sin gjeld? – på en meget enkel måte, ved å se på den historiske samvariasjonen i prisene på forsikring av denne gjelden ved bruk av CDSer.⁵ Dette er åpenbart basert på to meget urealistiske antakelser, både om at markedet historisk har vurdert sammenhengen riktig, og at fremtidige sjokk vil påvirke samvariasjonen på samme måte som det har gjort historisk. Til tross for mangelen på realisme i forutsetningene, har man altså brukt denne formelen uhemmet ved prising av verdipapirer, og når kredittvurderingsbyråer som Moody's skulle gi rating av risikoen ved ulike papirer.

Noen kritikere har pekt på at problemene er dypere enn at man i finansmarkedene har beregnet risiko basert på modeller med feilaktige og urealistiske forutsetninger. De hevder at problemene i vel så stor grad er knyttet til at finansforetakene endrer sin atferd basert på de risikomål de beregner. Dette kan oppstå på ulike måter.

Et eksempel er beregning av risiko ved boliglån. Den stadig økende og svært lønnsomme verdipapiriseringen av boliglån førte til at særlig amerikanske banker kunne gi stadig flere lån. Dette bidro til å endre hvordan lånene ble gitt. Frittstående agenter solgte boliglån på vegne av bankene på provisjonsbasis, og de henvendte seg til stadig mindre kredittverdige låntakere. Det er åpenbart at dette økte risikoen for at lånene skulle bli misligholdt, men i følge Stiglitz (2010) ønsket bankene ikke å få informasjon om den økte risikoen. Ved at man ikke tok hensyn til den økte risikoen ved at nye låntakere var mindre kritikkverdige, er det klart at beregningene måtte undervurdere den samlede risikoen. Man tok heller ikke tilstrekkelig hensyn til at økt kredittgivning bidro til fortsatt sterk vekst i boligprisene, og dermed større risiko for et påfølgende fall.

Et annet eksempel er såkalt endogen risiko, som er en betegnelse på risiko ved sjokk som oppstår og forsterkes innen et system (Danielsson og Shin, 2003). Et stilisert eksempel kan illustrere poenget. En investor kjøper obligasjoner til markedsverdi 100, finansiert med egenkapital på 10 og lån på 90. Lånet på 90 gis med sikkerhet i obligasjonene, men långiver krever også at investor har en egenkapital på 10 prosent som ekstra sikkerhet. Hvis det skjer en nedgang i kursen på obligasjonene, vil

⁵ Gillian Tett gir en fascinerende beskrivelse av undringen blant finansfolk hos J.P. Morgan, en av storbanken som utviklet kredittderivater, over hvordan andre banker stadig utvidet sin satsing på nye og risikable instrumenter – hadde de funnet en måte å beregne at dette var sikkert? (Tett, 2009). Som vi har sett i ettertid, var svaret at det hadde de ikke.

egenkapitalen til investoren reduseres tilsvarende, og investoren kan bli nødt til å selge noen obligasjoner for å redusere lånet. Samtidig vil imidlertid fallet i obligasjonskursen gjøre at obligasjonene fremstår som mer risikofylt enn tidligere, og långiver vil kreve en høyere egenkapitalandel. Også dette fører til at investor må selge obligasjoner. Hvis obligasjonene eies av mange investorer i lignende situasjon, som alle må redusere sin beholdning av obligasjoner, kan resultatet bli et kraftig fall i obligasjonskursen. Problemet her er knyttet til at ytre sjokk kan få investorene til å handle på samme måte, og dette skaper en endogen risiko i systemet som kan få meget alvorlige følger.

Mange økonomer trekker fram insentiver og avlønningssystemer i finansmarkedene som en viktig faktor bak finanskrisen (se for eksempel Rajan, 2005; Stiglitz, 2010; Lindbäck, 2010; Wickens, 2009). Stiglitz (2010) skriver at selgerne av boliglån konstruerte lånene med tanke på salg og egen profitt, uten å ta hensyn til den økte risiko dette innebar for låntaker. Låntakere med dårlig betalingsevne kunne bli lokket til å låne ved at de fikk særlig lav rente i begynnelsen av lånet, og gjerne et lån som var større enn boligprisen, slik at mellomlegget kunne brukes til andre formål eller som betaling på de første avdragene. Det er vanskelig å forstå hvorfor långivere skulle gi slike lån, hvis det ikke var fordi de selv hadde økonomisk fordel av det. Stiglitz er videre kritisk til at finanssektoren ikke utvikler typer av lån som er gunstige for låntakerne.

Rajan (2005) skriver at avlønningssystemene i finansmarkedene ofte er slik at forvaltere er tjent med å ta mer risiko enn det som eierne av midlene er tjent med. En årsak til dette er at avlønnen til forvalteren vanligvis er konveks i avkastningen på investeringen, for eksempel ved at forvalteren får en andel av gevinsten over et visst nivå, men ikke straffes tilsvarende hvis avkastningen blir lav. En annen årsak er at avkastningen måles i forhold til risikoen som tas, men at risikoen ofte måles på en mangelfull måte. I så fall vil forvalteren kunne velge investeringer som har høy forventet avkastning og reelt sett er svært risikable, men der målingen ikke viser denne risikoen. De amerikanske boliglånsobligasjoner var et eksempel på dette – de hadde gjerne noe høyere avkastning enn andre obligasjoner med samme kredittrating. Dermed ville forvaltere som plasserte i slike obligasjoner få en høyere avkastning sin referanseportefølje, og fremstå som særlig dyktige, uten at en tok hensyn til at dette reelt sett også innebar økt risiko.

Kredittvurderingsselskapene har også hatt en viktig rolle som årsak til finanskrisen (Brunnermeier, 2009a; Stiglitz, 2010). De tjente svært gode penger på kredittvurdering av boliglånsobligasjonene, og omfanget av dette salget var avhengig av at boliglånsobligasjonene kunne selges videre. Dersom kredittvurderingsselskapene hadde gitt dårligere rating på obligasjonene, ville salget blitt lavere og inntjeningen dårligere. Det er selvfølgelig umulig for andre å vite hvor viktig dette aspektet har vært for selskapenes atferd. Det som imidlertid er klart, er at kredittvurderingsselskapene brukte metoder som innebar en kraftig undervurdering av risikoen ved boliglånsobligasjonene (Coval, Jurek og Stafford, 2009), og at de selv tjente svært mye på dette.

1.5 Makroøkonomi

Kritikken

Mye av kritikken mot økonomifaget blitt rettet mot makroøkonomien. Et hovedpoeng er naturlig nok at en har undervurdert betydningen av finansmarkedene, både betydningen av hvordan finansmarkedene innrettes, og hvilke konsekvenser finansmarkedene kan ha for makroøkonomien. Lars Calmfors (2010) omtaler det manglende samspillet mellom makroteori og finansiell økonomi som en alvorlig systemfeil innen økonomifaget.

På dette feltet er det imidlertid liten uenighet – det er bred enighet om at finansmarkedene er blitt gitt alt for liten oppmerksomhet innen makroøkonomisk teori. Også økonomer som vanligvis er sterke forsvarere av mer “main stream” økonomifag, som Svensson (2009), gir støtte til konklusjonen om at betydningen av finansmarkedene er blitt kraftig undervurdert. Det betyr ikke at finansmarkedene er blitt fullstendig neglisjert innen makroteorien. Det er blitt gjort en del analyser, men problemet har heller vært at en for eksempel innen moderne teorier om pengepolitikk typisk finner at finansielle friksjoner har liten betydning for økonomien som helhet. En god illustrasjon av dette er at Olivier Blanchard, professor på MIT og sjeføkonom i IMF, i en tidlig artikkel om finanskrisen skriver at *“This is a first pass by an economist who, until recently, thought of financial intermediation as an issue of relatively little importance for economic fluctuations”* (Blanchard, 2008b).

Fra flere hold går en imidlertid mye lenger i kritikken, og da er uenigheten mye større. En rekke fremragende økonomer, som Paul Krugman, Joseph Stiglitz (begge nobelprisvinnere) og Willem Buiter har kommet med meget skarpt formulert, og delvis sammenfallende, kritikk. Under overskriften *“The unfortunate uselessness of most “state of the art” academic monetary economics”* skriver Buiter (2009) som følger:

“The Monetary Policy Committee of the Bank of England I was privileged to be a ‘founder’ external member of during the years 1997-2000 contained ... quite a strong representation of academic economists and other professional economists with serious technical training and backgrounds. This turned out to be a severe handicap when the central bank had to switch gears and change from being an inflation-targeting central bank under conditions of orderly financial markets to a financial stability-oriented central bank under conditions of widespread market illiquidity and funding illiquidity. Indeed, the typical graduate macroeconomics and monetary economics training received at Anglo-American universities during the past 30 years or so, may have set back by decades serious investigations of aggregate economic behaviour and economic policy-relevant understanding. It was a privately and socially costly waste of time and other resources.”

Krugman (2009) skrev i sin omtale av Ed Prescotts (som fikk nobelpris i 2004 sammen med Finn Kydland) teorier om konjunktursvingninger og variasjon i sysselsettingen over tid: *“Put baldly like this, the theory sounds foolish ... And to be honest, I think it really is silly.”*

Ifølge Krugman, Buiter og Stiglitz bygger store deler av moderne makroøkonomisk teori på urealistiske forutsetninger som fører til at sentrale problemstillinger blir borte. Modellene vil dermed fokusere på mindre viktige problemer. Videre vil teoriene gi feilaktige politikk-implikasjoner.

Buiter (2009) og Stiglitz (2010) er opptatt av forutsetningen om komplette markeder, en nokså vanlig antakelse i makroøkonomiske modeller som innebærer at aktørene i økonomi kan forsikre seg mot alle mulige utfall. Buiter fremhever at dette innebærer bl.a. at konkurser og likviditetsproblemer ikke kan oppstå. Stiglitz kritiserer bruken av modeller med representative aktører, dvs. der det bare finnes én type aktør. Dette innebærer bl.a. at modellene ikke kan diskutere fordelingsaspekter.

Et annet viktig problem ved moderne makroøkonomi, som fremheves av Buiter og Krugman, er bruken av den sterkeste versjonen av hypotesen om markedseffisiens EMH, som innebærer en antakelse om at prisene på verdipapirer og andre formuesgjenstander sammenfatter og reflekterer all relevant fundamental informasjon, slik at de dermed gir riktige signaler for bruken av ressurser. Buiter og Krugman hevder at denne teorien ble akseptert i moderne makroøkonomi, til tross for at det var klart at den ikke kunne stemme – Buiter, med sin karakteristiske skarpe penn skriver at

”Even during the seventies, eighties, nineties and noughties before 2007, the manifest failure of the EMH in many key asset markets was obvious to virtually all those whose cognitive abilities had not been warped by a modern Anglo-American Ph.D. education.”

Krugman hevder at de empiriske studier som fant støtte for EMH, bare viste de mindre interessante implikasjoner. Som illustrasjon på dette, viser Krugman til at Larry Summers, tidligere Harvard-professor og nå økonomisk rådgiver for president Obama, omtalte finansprofessorer som ketsjup-økonomer, fordi de etter å ha påvist at prisen på $\frac{1}{2}$ flaske ketsjup alltid er dobbelt så høy som prisen på $\frac{1}{4}$ flaske ketsjup, konkluderer at ketsjupmarkedet er perfekt effisient.

Ifølge Krugman fortsatte mange finans-teoretikere og økonomiske beslutnings-takere å tro at EMH i hovedsak var riktig. Ikke minst Alan Greenspan, tidligere sjef for Federal Reserve, hvis motvilje mot å bruke pengepolitikken for å dempe omfanget av subprime-lån og en voksende boligboble, hang i følge Krugman sammen med troen på effektive finansmarkeder.

Krugman legger også stor vekt på at moderne makroøkonomi gir for liten rolle til betydningen av samlet etterspørsel. Innen mange makroøkonomiske modeller gjelder Says lov, om at ”tilbudet skaper sin egen etterspørsel”. I slike modeller kan den sentrale keynesianske mekanismen om at lav samlet etterspørsel begrenser total produksjon, ikke oppstå. I tillegg har modellene gjerne sterke likevektsskapende mekanismer, som driver modellen mot likevekt. Én slik mekanisme er forventningene, som spiller en stor rolle i modellene. Siden modellene vanligvis har en entydig likevekt, vil aktørene forvente at modellen går dit. Dette bidrar til at økonomien vanligvis raskt kommer tilbake til likevekt, dersom et sjokk for eksempel har ført til at produksjonen blir lavere enn optimalt.

Et nærliggende problem, som bl.a. blir kritisert av Lindbäck (2010), er at modellene innebærer en urealistisk analyse av arbeidsmarkedet. I de fleste modellene finnes ikke ufriwillig arbeidsledighet, bare undersysselssetting ved at hver enkelt arbeidstaker på grunn av for høy lønn blir sysselsatt i færre timer enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt.

De Grauwe (2009) kritiserer moderne makroøkonomi fra et litt annet perspektiv. Han omtaler moderne makro som "top-down", ved at aktørene har full forståelse av den verden de lever i, og at de ut fra dette kan beregne sannsynlighetsfordelinger for de ulike utfall. Dermed kan de også tilpasse sin atferd optimalt til sine omgivelser. "Top-down" teori gir liten mulighet for at ting skal gå galt. De Grauwe argumenterer for at en istedenfor bør bruke det han omtaler som "bottom up" teori, der hvert enkelt individ bare har begrenset forståelse for hvordan økonomien som helhet fungerer. I et slikt system kan det oppstå helt andre mekanismer og problemer enn ved "top-down". Ved "bottom-up" kan det oppstå korrelasjon i forventningene til aktørene som skaper bølger av optimisme eller pessimisme, som igjen kan føre til konjunktursykler i tråd med keynesianske "animal spirits".

Buiter (2009) er også kritisk til at makroøkonomiske modeller vanligvis løses ved at de først lineariseres, dvs. at en setter alle ligningene på lineær form. Vanligvis blir modellene linearisert rundt en deterministisk (dvs. ikke-stokastisk) steady state bane, og en legger så på noen additive stokastiske sjokk. Buiter påpeker at dette innebærer at det ikke er mulig med begrenset ustabilitet i modellene – dersom man forutsetter bort eksplosive løsninger, som vanligvis blir gjort, vil modellen bli sterkt selvstabiliserende. Dermed forsvinner også muligheten for eksempel til å modellere finanskriser. Som illustrasjon på de samlede begrensningene ved modelleringen, siterer Buiter Charles Goodhart, som skal ha kommentert Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) modeller (en modell-type som er blitt meget utbredt i sentralbanker de siste 10 årene) på følgende måte: "*It excludes everything I am interested in*".

Konvergens i makroøkonomi-faget

Innen jeg presenterer reaksjonen på kritikken, er det hensiktsmessig med en kort beskrivelse av utviklingen innen makroøkonomi-faget. Gjennom mange tiår har faget vært preget av to hovedretninger – keynesiansk/nykeynesiansk og ny klassisk/realkonjunkturteori (se interessant diskusjon i Mankiw, 2006). Det har selvfølgelig vært ulike varianter innen begge retninger, men hovedbildet er likevel dekkende. Forskjellene har først og fremst gått langs to dimensjoner. En er metodisk: ny klassisk makroteori har typisk startet fra modell med en representativ aktør, optimeringsatferd, frikonkurrans, hele økonomien blir modellert på en enkel måte, og en forutsetning om markedsklarering ved at tilbud er lik etterspørsel i alle markeder. Keynesianske teorier har oftere vært partielle modeller, dvs. av deler av økonomien, og en har i mye større grad gjort antakelser om ufullkommen konkurranse og ulike årsaker til at det kunne oppstå ulikevekt i modellen, slik at lav samlet etterspørsel kan begrense produksjonen. En annen forskjell gjelder politikk-implikasjoner. Ny klassisk makroteori bygger i stor grad på at økonomien fungerer effektivt, og at økonomisk stabiliseringspolitikk er unyttig eller skadelig. Keynesiansk makroteori studerer derimot årsaker til at økonomien kan gi dårlige utfall, som ressursløsning ved konjunktursvingninger. Keynesianske teorier er derfor også grunnleggende mer positive til bruk av stabiliseringspolitikk.

De siste 10-15 årene har det imidlertid funnet sted en gradvis konvergens innen hovedstrømmen av makroøkonomisk forskning. På det metodiske plan er det i stor grad realkonjunkturteori som har vunnet. Mesteparten av nyere makroøkonomisk teori

bruker modeller som har en realkonjunkturteori-modell i bunnen. Når det gjelder egenskaper og politikk-implikasjoner, er imidlertid bildet mer blandet. Modellene inkluderer mange aspekter hentet fra keynesiansk teori, som ufullkommen konkurranse og stive lønninger og priser. Dette betyr at modellene har noen typiske keynesianske egenskaper, som at produksjonen på kort sikt blir bestemt av samlet etterspørsel, og makroøkonomisk stabiliseringspolitikk kan være gunstig ved å dempe velferdstapet ved konjunktursvingninger. Innen teori om pengepolitikk er såkalte DSGE-modeller nesten fullstendig dominerende, og disse modellene består gjerne av realkonjunkturmodeller utvidet med stive priser og evt. andre markedsimperfeksjoner. Når begrepet nykeynesiansk makroøkonomi brukes nå, menes det vanligvis denne "konvergensteorien", gjerne DSGE-modeller, som har elementer både fra keynesiansk teori og realkonjunkturteori.

En viktig årsak til konvergensen er faglig fremgang, dels ved forskere har utviklet bedre teorier, og dels ved at vi har tilgang på mye bedre datamaskiner og dataprogrammer, som gjør det mulig å løse modeller som er mye mer kompliserte enn det man greide tidligere. I de senere år har vi derfor sett at makroøkonome har greid å utvide modellene på stadig nye måter, slik at de kan brukes til å fange opp nye og interessante problemstillinger. Dette har også bidratt til at mange økonomer har sett optimistisk på utviklingen innen makrofaget de siste årene. Da tidligere omtalte Olivier Blanchard i august 2008 skrev en artikkel om "The state of macro", konkluderte han med at "*The state of macro is good*". Det var imidlertid ingen ensidig skjønnmaling, han skrev også at "*Not everything is fine. Like all revolutions, this one has come with the destruction of some knowledge, and suffers from extremism and herding.*" (Blanchard, 2008a).

Kritikken av moderne makroøkonomi med utgangspunkt i finanskrisen har i all hovedsak kommet fra keynesiansk side. Økonomene nevnt over, med Krugman i spissen, har ment at moderne makroøkonomi i for stor grad har holdt på egenskaper fra realkonjunkturteorien. Med komplette markeder og formuespriser som reflekterer all tilgjengelig informasjon, blir det lite rom for finansielle kriser som vi har sett nå. Hovedmodellene har dermed i stor grad utelukket de mekanismer som virket under finanskrisen. Det er imidlertid verdt å trekke fram at før finanskrisen kom nok vel så mye av kritikken fra den mer tradisjonelle realkonjunktur-leiren. Tittelen som Chari, Kehoe og McGratten (2009) valgte i sin debatt-artikkel taler for seg selv: "*New Keynesian models: Not yet useful for policy analysis*". Chari m. fl. argumenterer for at noen viktige elementer av modellene ikke er metodiske akseptable⁶, og at modellene derfor ikke er nyttige til politikk-formål.

Det er også verdt å merke seg at konvergensen gjelder forskningen innen makroøkonomisk. I makroøkonomiske anvendelser står den mer tradisjonelle keynesianske tilnærmingen mye sterkere. Mankiw (2006) hevder at den makroøkonomiske forskningen som har funnet sted de siste tre tiårene har hatt liten virkning ("*minor impact*") på den praktiske analysen av penge- og finanspolitikk som skjer i departementer, sentralbanker og prognoseinstitusjoner. Her er det nok en viss uenighet – mange økonomer vil mene at nyere makroforskning har hatt praktisk

⁶ Mer presist hevder de at noen elementer, bl.a. noen av sjokkene, ikke er strukturelle eller i samsvar med mikroøkonomiske empiriske studier.

betydning for pengepolitikken i en del land i de senere år – men hovedbildet er nok likevel riktig. Også i undervisningen på universiteter og høyskoler er den tradisjonelle keynesianske tilnærmingen fortsatt levende. Mankiw (2006) viser til at de tre mest populære makrobøkene på grunn/mellomnivå i USA (som er skrevet av hhv. Olivier Blanchard, Andrew Abel og Ben Bernanke, og Greg Mankiw), alle inneholder en versjon av en modell for samlet etterspørsel og samlet tilbud (AD-AS-modell), og en versjon av IS-LM-modellen, som er tradisjonelle keynesianske modeller. Dette er nok også tilfelle på de fleste europeiske universiteter, samt de norske. Det betyr ikke at lærebøkene er lik dem man hadde for 30 år siden – nyere teorier har fått betydning på mange felt – men de grunnleggende keynesianske modellene er fortsatt tilstede, selv om de i liten grad er gjenstand for akademisk forskning.

Økonomenes svar

Hvordan har andre makroøkonomer reagert på kritikken mot faget? Som nevnt over har det vært bred erkjennelse av at en så langt ikke har lyktes i å integrere finansmarkedene på en god måte i de makroøkonomiske hovedmodellene. Dette er nå et meget aktivt forskningsfelt, ikke minst for at finansielle friksjoner skal komme bedre inn i sentralbankenes DSGE-modeller (se for eksempel Gertler og Karadi, 2009, og Curdia og Woodford, 2009).

Bean (2009) peker på at når finansielle forhold tas med i makromodellene, er det gjerne basert på insentiv- og informasjonsproblemer knyttet til låntakeren. Bean argumenterer imidlertid for at under finanskrisen har problemene først og fremst oppstått innad i den finansielle sektoren. Derfor er det viktig med rikere teorier på dette området, som kan fange opp insentiv- og informasjonsproblemer innen selve finanssektoren. Disse teoriene må så integreres med makroteorien. Videre ønsker Bean at en også skal utvikle nye teorier der finanssektoren er en kilde til sjokk, og ikke bare en mekanisme som forsterker sjokk som oppstår andre steder. Dette ville i følge Bean ha betydelige likhetstrekk med eldre konjunkturteorier - som Minskys teori for endogene finansielle konjunktursvingninger (Minsky, 1982). I denne teorien fører gode tider til overdreven kreditttilgang, og gradvis oppbygging av kreditt-drevne bobler i prisene på verdipapirer. Finanskriser vil inntreffe når gjeldsnivået blir for høyt – et såkalt "Minsky moment".

Manglene ved hvordan finansmarkedene inngår i makroøkonomiske modeller gir åpenbart grunn til selvkritikk, som for eksempel fra Narayana Kocherlakota, meget anerkjent akademisk makroøkonom og nå president i Federal Reserve Bank of Minneapolis, som i 2010 skriver:

"I believe that during the last financial crisis, macroeconomists (and I include myself among them) failed the country, and indeed the world. In September 2008, central bankers were in desperate need of a playbook that offered a systematic plan of attack to deal with fast-evolving circumstances. Macroeconomics should have been able to provide that playbook. It could not. Of course, from a longer view, macroeconomists let policymakers down much earlier, because they did not provide policymakers with rules to avoid the circumstances that led to the global financial meltdown."

Dette betyr imidlertid ikke at det er enighet om kritikken fra Krugman, Buiter og andre referert over. Mange økonomer har svart med at Krugman og andre kritikere

gir et karikert og misvisende bilde av moderne makroøkonomisk teori. Først og fremst har en nok vært opptatt av hovedbildet – om at makroøkonomisk teori de siste tiårene har vært verdiløst. Flere (se for eksempel Cochrane, 2009) peker på at mye av moderne makroøkonomisk forskning tar opp de problemstillinger som Krugman og andre sier er blitt negligjert. For eksempel er det omfattende litteratur om økonomiske kriser, både valutakriser og andre finansielle kriser. Krugman sier at en fremover må jobbe med ”flaws and frictions”, og hans motdebattanter sier at det skjer allerede. I noen grad er nok dette et spill med ord, for også Krugman (2009) skriver om dette at *”In fact it’s already happening”* – uten at han av den grunn demper sin kritikk av faget.

Videre blir det replisert, bl.a. av Cochrane (2009), Wickens (2009) og Zingales (2009), at Krugman undervurderer svakhetene i tradisjonell keynesiansk forskning slik den ble gjort for 30-40 år siden. Når moderne makroøkonomiske modeller nå ofte har enkelte tradisjonelle keynesianske egenskaper, så er det på ingen måte en gjenoppfinnelse av kruttet. Når en finner at noen keynesianske egenskaper holder, mens andre ikke gjør det, må det regnes som fremskritt. For eksempel viser DSGE-modellene at bruk av pengepolitikken for å stabilisere produksjonen kan gi velferdsforbedringer. Men samtidig er noen konjunktursvingninger markedets effektive reaksjon på sjokk, slik at det ikke er optimalt å stabilisere produksjonen fullstendig, i motsetning til hva tradisjonell keynesiansk analyse kunne tilsi.

Svarene på kritikken tar også opp mer konkrete punkter. I et svar til Krugman, skriver John H. Cochrane (2009):

“It’s fun to say we didn’t see the crisis coming, but the central empirical prediction of the efficient markets hypothesis (EMH) is precisely that nobody can tell where markets are going – neither benevolent government bureaucrats, nor crafty hedge-fund managers, nor ivory-tower academics. There is nothing about “efficiency” that promises “stability”. .. Stable growth would in fact be a major violation of efficiency. “

Lucas (2009) og Wickens (2009) har tilsvarende budskap: kritikerne legger mye mer i EMH enn det er grunnlag for, og at den svakere versjonen ikke kan forkastes. Lucas konkluderer med at

”The main lesson we should take away from the EMH for policymaking purposes is the futility of trying to deal with crises and recessions by finding central bankers and regulators who can identify and puncture bubbles. If these people exist, we will not be able to afford them.”

Cochrane og Wickens peker også på betydningen av markedets prising av risiko. Cochrane er enig med Krugman om at verdipapirpriser varierer mer enn det som plausibelt kan forklares med variasjon i forventet inntjening. Han skriver også at dette *”might be because people are prey to bursts of irrational optimism and pessimism”*. Men Cochrane understreker at variasjonen i verdipapirprisene også kan forklares med variasjon i folks vilje til å påta seg risiko, som kan være lavere i dårlige tider - dette er observasjonsmessig ekvivalente forklaringer. Cochrane konkluderer med at

”Crying ”bubble” is empty unless you have an operational procedure of identifying bubbles, distinguishing them from rationally low risk premiums, and not crying wolf too many years in a row”.

Cochrane går videre til det som etter hans syn er hovedpoenget, nemlig at hovedargumentet for frie markeder aldri har vært at markedene er perfekte. Hoved-

argumentet for frie markeder er at offentlig kontroll av markedene, særlig verdipapir-markedene, alltid har vært mye verre. Cochrane viser til svakhetene ved atferden til den amerikanske verdipapirkommisjonen SEC, til boliglånsinstitusjonene Fannie og Freddie, og til Kongressen, som illustrasjon ved problemene med offentlig kontroll. Cochrane (2010) argumenterer for at årsaken til at konkursen til Lehman Brothers skapte en så alvorlig krise, var at aktørene i finanssektoren på grunn av redningsaksjonen for Bear Sterns trodde at finansforetak av Lehmans kaliber var "too big to fail", og at forventningene ble dramatisk endret da de så at dette ikke var tilfelle. Cochrane konkluderer at den eneste måten å unngå dette på, er at myndighetene på forhånd binder seg til ikke å redde slike finansforetak.

Ifølge Cochrane (2009) innebærer lærdommer fra atferdsøkonomi reelt sett at argumentene mot offentlig styring blir sterkere: Offentlig ansatte hos reguleringsmyndighetene er like menneskelige og irrasjonelle som markedsaktørene, og derfor er det ingen grunn til at en tro på at "markedet tar feil" vil føre til konklusjonen om at "offentlige myndigheter kan rette det opp".

1.6 Penge- og finanspolitikken

Finanskrisen har også ledet til omfattende kritikk av pengepolitikken. Noen markedsaktører og universitetsøkonomer har lagt hovedansvaret for finanskrisen på pengepolitikken, fordi sentralbanker i en rekke land, særlig USA, holdt for lav rente for lenge mens boligpriser og bankers utlån økte kraftig (se bl.a. Cooper, 2008, Taylor, 2010). Også andre observatører har trukket fram pengepolitikkens betydning. Kennen, Rabanal og Scott (2009) finner ved sammenligner på tvers av land at pengepolitikken ikke har vært noen viktig årsak til økningen i gjeld og formuespriser, men at pengepolitikken likevel indirekte har bidratt ved ikke å motvirke utviklingen. Ahrend (2008) viser at kombinasjonen av lave styringsrenter og rask innovasjon i finansmarkedene har ført til høyere formuespriser og finansielle ubalanser.

Andre økonomer, særlig innen sentralbankene, har ikke villet gi pengepolitikken noe av ansvaret for krisen. Svensson (2009) argumenterer for at de lange realrentene ville vært lave selv om styringsrentene hadde vært noe høyere, og at det likevel ville vært stor vekst i gjeld og formuespriser. De fundamentale svakhetene i det finansielle systemet ville trolig likevel ført til at krisen brøt ut. Svensson vedgår at betydelig høyere styringsrenter på et tidlig tidspunkt kanskje kunne forhindre finanskrisen gjennom å dempe veksten i gjeld og boligpriser. En slik politikk ville imidlertid vært vanskelig å forsvare i lys av de kostnader det ville hatt i form av lavere økonomisk vekst. Avdekkingen beskrevet over av hvor sårbart det finansielle systemet var, med svikt hos finansforetak og tilsynsmyndigheter, særlig i USA, taler også for at pengepolitikken ikke kan få noen stor del av ansvaret.

Det har vært bred enighet om hovedretningen i den pengepolitikken som har blitt ført etter at krisen inntraff. Sentralbankene har senket renten raskt og mye, og de fleste makroøkonomer er enige om at dette har vært viktig og riktig. Også den økte tilførselen av likviditet til markedet fra sentralbankene, bl.a. gjennom å akseptere et bredere sett av verdipapirer som sikkerhet ved lån fra sentralbanken, har blitt sett på som viktig og riktig. Som påpekt i Alumina m.fl. (2009) og Holden (2010), har pengepolitikken her vært betydelig bedre enn under den forrige store, globale krisen i

årene etter 1929. Også Robert Lucas, en nobelprisvinner som vanligvis er meget skeptisk til bruk av stabiliseringspolitikk, trekker fram den vellykkede krisepolitikken i sitt svar på kritikken av faget i *The Economist*, under overskriften "Not bad for a dark age" (Lucas, 2009).

Derimot har det vært mer uenighet om andre tiltak, som de omfattende støttetiltakene til finansinstitusjonene. Bl.a. har Stiglitz (2010) kritisert politikken i USA for å være alt for sjenerøs overfor finansforetakene.

For finanspolitikken har uenigheten omkring virkningene av finanspolitisk stimulans fått stor oppmerksomhet, se f.eks. de Grauwe (2009). Mens flertallet av økonomene, inkludert IMF (bl.a. Spilimbergo m.fl, 2009) og OECD har argumentert for aktiv finanspolitikk for å dempe nedgangskonjunkturen, har noen økonomer hevdet at finanspolitikken er ineffektiv og i verste fall skadelig - som Robert Barro (2009), som bruker betegnelsen Demand side voodoo economics.

Uenigheten har imidlertid ikke vært relatert til den viktigste delen av finanspolitikken, som har vært å la de automatiske stabilisatorene virke. Under finanskrisen har det kraftige fallet i produksjonen ført til et tilsvarende kraftig fall i offentlige inntekter, uten at man har forsøkt å motvirke fallet i skatteinntektene og økningen i trygdeutgiftene gjennom å øke skattesatsene og redusere trygdene. Automatisk stabilisering innebærer at finanspolitikken bidrar til å dempe nedgangen i inntekter i privat sektor, noe som også bidrar til å motvirke svekkelsen av økonomien. Det har vært relativt bred enighet blant økonomer om at dette har vært en fornuftig politikk.

Virkingen av diskresjonær finanspolitikk, dvs. at myndighetene øker offentlige utgifter og/eller senker skattene for å stimulere samlet etterspørsel og dermed motvirke nedgangen i økonomien, har vært mer omdiskutert. Noen av de spørsmål som det er uenighet om, burde kunne blitt avklart på faglig grunnlag. For eksempel er virkingen på bruttonasjonalproduktet av økt offentlig kjøp av varer og tjenester en størrelse som i prinsippet kan beregnes med stor grad av objektivitet. Når det likevel er stor uenighet her, henger det bl.a. sammen med at det gjennom mange år har vært for lite forskning om virkningene av finanspolitikken, delvis fordi økonomene har hatt for stor tro på at pengepolitikken vil kunne stabilisere økonomien. Etter finanskrisen har det imidlertid vært betydelig forskning på feltet (se f.eks. Hall, 2009), og det er nå trolig større enighet enn på lenge om at aktiv finanspolitikk kan bidra til å motvirke nedgangen i økonomien i dagens situasjon, der sentralbankenes styringsrente er nær null (Coenen m.fl., 2010).

For land med høy og/eller raskt økende offentlig gjeld, er det likevel viktige forbehold ved bruken av finanspolitisk stabilisering. Som vi har sett for Hellas og andre land, vil lånerentene øke kraftig dersom markedet blir i tvil om landet vil kunne betale tilbake sin gjeld. En slik tillitssvikt vil være selvforsterkende, fordi høyere lånerenter gjør det vanskeligere å betale gjelden. For å unngå å havne i en slik gjeldskrise, kan flere land bli nødt til å føre en strammere finanspolitikk enn det som ville vært ønskelig hvis finanspolitikken var fullt troverdig.

1.7 Lærdommer

Finanskrisen og den påfølgende diskusjonen gir grunnlag for å trekke en rekke lærdommer for økonomifaget. Dette gjelder både økonomisk forskning, og hvordan faget anvendes i praksis innen økonomisk politikk, offentlige institusjoner (som reguleringsmyndigheter) og private institusjoner, som finansforetak. La meg starte med lærdommer for økonomisk forskning.

En konklusjon alle er enige om, er at økonomifaget har gitt for liten oppmerksomhet til samspeillet mellom finansmarkedene og makroøkonomien. I dominerende makroøkonomiske modeller og tenkning har finansmarkedene hatt relativt begrenset betydning for konjunktursvingningene, mens finanskrisen har gitt oss et slående eksempel på det motsatte. Det blir viktig med mer forskning der finansmarkedene integreres bedre den makroøkonomiske analysen, og der en i tillegg har en mer realistisk modellering av finansmarkedene.

Det må i større grad åpnes for at formuespriser og andre finansielle størrelser er ute av takt med de fundamentale forhold i økonomien. Som drøftet over finnes det en rekke mulige årsaker til boblelignende tilstander i verdipapirmarkedene, og alle bør følges opp med mer forskning. Betydningen av insentiv- og avlønningssystemer bør også følges opp i andre deler av økonomifaget, samtidig som en må trekke på den forskning som allerede finnes der (se for eksempel Lazear og Oyer, 2009 og Holden, 2007). Også for reguleringsmyndighetene er det viktige lærdommer av dette: det er åpenbart at også tilsyns- og reguleringsmyndigheter bør ha oppfatninger om hvordan avlønningssystemer bør være. Fordi finansforetakenes atferd kan ha sterke virkninger også for samfunnet omkring (som understreket bl.a. av Stiglitz, 2010), bør en også ha regler som legger begrensninger på utformingen av avlønningssystemene i finansforetakene, i hvert fall for utvalgte grupper. I Norge har Finanstilsynet kommet med forslag til retningslinjer for godtgjøringsordninger i finansforetakene.

Et annet viktig punkt er hvilke lærdommer vi kan trekke for makroøkonomisk modellering. Som nevnt over er hoveddelen av makroøkonomisk forskning omkring konjunkturer og pengepolitikk basert på såkalte DSGE-modeller. På dette forskningsfeltet har det vært stor fremgang de senere år, og fordelene med dette er bl.a. understreket av Wickens (2009), Kocherlakota (2009) og Blanchard (2008a). Men som understreket av Andersen (2010), er det ikke uproblematisk at en forskningsretning har fått en så dominerende posisjon. Buiters (2009) understreker at slike modeller har sterke iboende likevektsskapende mekanismer, som består også selv om modellene utvides til å ta med stadige flere imperfeksjoner, og stadig flere ulike typer sjokk. Solow (2008, 2010) stiller spørsmål om inkludering av realistiske egenskaper i en modell med et problematisk utgangspunkt utgjør en pålitelig forskningsagenda. Det er også verdt å merke seg at DSGE-modellene ikke bare blir kritisert fra "keynesiansk" synsvinkel, også Chari m.fl. (2009) og Shimer (2009) har pekt på grunnleggende svakheter med DSGE-modelleringen.

Etter mitt skjønn taler dette for at makroøkonomisk forskning i større grad må bruke flere spor. Forskningen innen DSGE-tradisjonen har vist betydelig fremgang, og den bør derfor fortsettes. Men som fremhevet av Andersen (2010) og Blanchard (2008a), er det behov for også andre tilnærminger. Blanchard (2008a) ønsker større aksept for enkle modeller, eller partielle modeller for deler av økonomien. DSGE-

modeller er nå svært kompliserte, og dette gjør det til en tung og vanskelig prosess å utvide dem i de ønskede retninger. Økt bruk av enkle modeller gjør det lettere å ta opp nye momenter og mekanismer. Det er også viktig å holde i hevd den mer empirisk baserte modelltradisjonen, som bygger på estimerte sammenhenger. Små empiriske makromodeller er bl.a. et viktig sammenligningsgrunnlag for mer teoretisk baserte modeller, som derfor også kan bidra til å avdekke svakheter i slike modeller (se f.eks. Bårdsen og Nymo, 2008).

Bean (2009) trekker frem at økonomer i større grad må lære av historien. Som vist av Reinhart og Rogoff (2009) er det sterke likhetstrekk mellom "vår finanskrisen" og tidligere finansielle kriser. Mer kunnskap om økonomisk historie vil kunne gjøre det lettere å se slike likhetstrekk, og dermed større mulighet til å kunne se for seg hva som kan skje. Calmfors (2010) antyder imidlertid at økonomisk historie som fag, i hvert fall i Sverige, er blitt for teoriløst, og at det dermed er behov for økonomiske historikere som også kan økonomisk teori.

Det er også viktig at makroøkonomisk forskning, og forskere innen makroøkonomi, til stadighet utfordres av økonomiske anvendelser i praksis, både politikkformål og prognoser. Makroøkonomiske modeller er blitt store og kompliserte, og det krever mye tid og energi for å kunne bringe dem videre forskningsmessig. Forskere vil derfor lett bli fokuserte på de problemstillinger som er viktige for å kunne gi forskningsmessig fremgang. Dermed kan andre aspekter som er vel så viktige, lett komme i glemmeboka. Blanchard (2008a) viser til hvordan tvilsomme forutsetninger som noen forskere har inkludert fordi de var hensiktsmessige, senere kan få status som standard og dermed overleveres fra modell til modell uten diskusjon. Økonomiske anvendelser til politikk og prognoser stiller krav langs andre dimensjoner, og vil derfor kunne bidra til at modellene og teoriene blir mer robuste. I en slik sammenheng kan forskere i små land ha en fordel, ved at de oftere vil komme nærmere politikkdiskusjoner og politikkbeslutninger.

Finanskrisen gir også grunnlag for lærdommer knyttet til hvordan økonomifaget fungerer i forhold til samfunnet omkring. Mange økonomer har oppfattet mye av kritikken mot faget som urimelig og uberettiget (se bl.a. Andersen, 2010, og Wickens, 2009). De viser bl.a. til at økonomifaget er mye mer nyansert enn det kritikerne hevder, at faget på ingen måte har kommet med de ensidige konklusjoner som man er blitt kritisert for, og at faget har vist betydelig fremgang de siste tiårene. Andre økonomer, som Dan Rodrik (2009) mener økonomene selv må ta skylden for dette. Vi er blitt for selvsikre på vegne av våre foretrukne modeller, og glemmer å trekke fram de andre modellene som gir mer nyanserte svar. Rodrik sier at økonomifaget er verktøy med mange ulike modeller, der hver av dem gir en ulik, stilisert framstilling av noen aspekter av virkeligheten. Økonomene må i større grad nøye seg med å klargjøre valgene, og være mer forsiktige med å ta valg, som ofte vil være mer ideologisk baserte.

I noen grad henger dette problemet sammen med dagens mediebilde. Et nyansert budskap vil ofte ikke komme på trykk – og hvis det kommer på trykk, vil det ofte være i en form hvor nyansene uansett er blitt borte. Dette kan tale for at en også bruker fora der noe mer nyanserte framstillinger kan nå frem.

Erfaringene fra finanskrisen bærer i seg viktige lærdommer for økonomisk politikk. Inflasjonsstyringen har fungert godt under krisen. I og for seg er det ikke

overraskende, fordi finanskrisen medførte en kraftig svikt i samlet etterspørsel. Dette er en type sjokk som inflasjonsstyring er godt egnet til å håndtere, fordi politikkresponsen er enkel – kutt renten for å forhindre fall i produksjon og inflasjon.

Pengepolitikken før krisen var derimot mer problematisk. Det er klart at pengepolitisk teori har undervurdert betydningen av finansielle markeder og finansiell stabilitet. Før finanskrisen var det betydelig diskusjon blant praktikere og teoretikere om i hvilken grad pengepolitikken burde skjele til utviklingen i finansielle størrelser. Finanskrisen har avdekket hvor farlig eller uheldig ubalanse i finansielle markeder kan være, også for inflasjonen og for stabiliteten i produksjonen. I følge Bean (2009) taler erfaringen for at sentralbankene bør være tidlig ute for å forhindre finansielle ubalanser.

Etter mitt skjønn gir erfaringene med et inflasjonsmål, både fra før og under finanskrisen, grunn til å hevde at det teoretiske rammeverket for pengepolitikken, som også preger sentralbankene i dag, er for snevert (se også Holden, 2010). Innen dette rammeverket har pengepolitikken to mål, som er lav og stabil inflasjon, og stabilisering av samlet produksjon. Andre variable skal bare tas hensyn til i den grad de påvirker målvariablene inflasjon og produksjon (se f.eks. Svensson, 2009). Lindbäck (2010) argumenter for målfunksjonen bør utvides med en variabel, ved at sentralbanken også skal ha målsetting for finansiell stabilitet. Blanchard, Dell’Ariccia og Mauro (2010) påpeker at sentralbanker i praksis ser ut til å forsøke å påvirke valutakursene, i motsetning til deres annonserte politikk, og at politikken i praksis var bedre enn retorikken. Calmfors (2010) skriver at det er *”oundvikligt att centralbankerna ges en bredare målformulering..”*.

Lindbäck (2010) og Calmfors (2010) skriver videre at en bredere målformulering for sentralbanken må følges opp med at sentralbanken får flere virkemidler. Også Charles Bean, visesentralbanksjef i Storbritannia legger vekt på at sentralbanken trenger flere virkemidler enn renten, for å kunne påvirke kredittgivning og formuespriser mer direkte. Bean (2009) nevner *”macro-prudential regulation”*, som bl.a. kan innebære at kapitaldekningskravene er medsykliske, dvs. krav om høyere kapitaldekning i en høykonjunktur. Høyere kapitaldekning vil dempe utlånene i oppgangskonjunktoren, og dermed dempe konjunktursvingningene. Lindbäck argumenterer også for slike virkemidler, og for at dette er en del av pengepolitikken, som dermed må styres av sentralbankene.

Det er imidlertid også grunn til å stille mer fundamentale spørsmål ved det pengepolitiske rammeverket. Finanskrisen har vist at makroøkonomiske ubalanser kan føre til en kraftig og trolig langvarig lavkonjunktur. Samtidig har vi sett at lav inflasjon på ingen måte er en garanti for en stabil makroøkonomisk utvikling. Dette gir grunn til skepsis mot et regime der lav inflasjon er det overordnede målet for pengepolitikken. Lav inflasjon bør fortsatt være et hovedmål for pengepolitikken, men det er viktig at stabil produksjon også har status som et hovedmål. Dette er i samsvar med et fleksibelt inflasjonsmål, som Norge har, såfremt en ikke prioriterer stabilisering av inflasjonen på kort sikt fremfor risikofaktorer på lengre sikt.

Finanspolitikken har fått en viktig rolle under og etter krisen. Det var viktig å bruke finanspolitikken for å dempe nedgangen, først og fremst ved at en tillot nedgangen i økonomien å slå ut i svekket budsjettbalanse, uten å forsøke å motvirke

dette ved raske kutt. De land som har hatt finanspolitisk handlefrihet til dette, som Norge, har også hatt fordel av å bruke ekspansiv finanspolitikk for å motvirke nedgangen. Samtidig ser vi nå at i noen land har raskt økende statsgjeld ført til en kritisk situasjon. Her er det to sentrale lærdommer: Det er viktig å ha gode statsfinanser i normale konjunktursituasjoner, slik at man kan tåle den svekkelsen av offentlig budsjetter som en kraftig nedgang vil føre til. Det er også behov for mer kunnskap om virkningene av finanspolitikken, slik at vi kan si mer om hvordan finanspolitikken bør innrettes i en situasjon med to viktige mål som er i motsetning til hverandre, ved at en samtidig må stimulere økonomien og stramme inn i finanspolitikken.

Hovedårsakene til finanskrisen ligger i finansmarkedet, hos finansforetak, kredittvurderingsselskaper og tilsynsmyndigheter. Her er det viktige lærdommer for myndigheter og finansforetak. Norske bedrifter og banker er også blitt rammet av finanskrisen, selv om vi ikke har hatt noen tap av betydning her. Vi har tatt lærdom av bankkrisen på 1990-tallet, og har derfor hatt bedre regulering av finanssektoren enn flere andre land, som USA og Storbritannia. Likevel så vi at også det norske finansmarkedet var meget sårbart da krisen inntraff. Konsekvensene kunne blitt dramatiske dersom myndighetene ikke hadde satt inn ekstra tiltak. Derfor er det viktig at også myndighetene her i landet trekker lærdommer av finanskrisen på dette området. Her er det prosesser underveis, som ikke vil bli berørt i dette notatet.

I hvilken grad bør en kritisere økonomifaget for svakheter ved hvordan finansmarkedet, inklusiv reguleringsmyndigheter, fungerte? Mange økonomer har påpekt problemer i finansmarkedene, som bl.a. Rajan (2005), Jensen, Murphy, og Wruck, (2004) og Stiglitz (2010). Det er også interessant å lese hva nobelprisvinner Scholes skrev i 2000.

“From time to time, it is argued that financial quantitative modeling has failed because, even with the increase in measurement techniques, their use has not precluded financial crises or financial failures. Financial crises are prevalent throughout time and across countries. Although this might seem somewhat discouraging and a slam against financial modeling, it is not. This is so because better risk-measurement models reduce costs, and as a result, financial firms develop new products and activities that make their constituents better off. Most likely, these new developments increase risk levels once again. As costs fall, economics predicts that agents will move to the envelope once again.” (Scholes, 2000)

Kontrasten til Greenspans uttalelse i 2005, sitert ovenfor, er slående. Til tross for slike advarsler, er det vel riktig å si at økonomifaget har gitt for liten oppmerksomhet til den faktiske atferden i dette markedet.

En interessant observasjon er at forskjellen mellom bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk lønnsomhet ser ut til å være særlig stor innen finansmarkedene. Dette henger særlig sammen med at finansielle produkter er kompliserte og risikofylte, slik at det ofte vil være vanskelig å foreta en objektiv vurdering av dem, også i ettertid. Dette gir stort spillerom for finansforetakene til å selge risikable finansielle produkter med høye gebyrer til kjøpere som ikke fullt ut forstår produktet. I de fleste andre markeder, som mobiltelefoner, biler eller restauranter, er det vanskelig over lengre tid å selge produkter som enten er for dyre eller for dårlige. Innen finansmarkedene ser vi derimot mange eksempler på dette, som bl.a. drøftet av Stiglitz (2010) og Henriksen (2009). Dermed er det behov for å tenke nøyer gjennom hvordan samfunnet kan

forsøke å korrigere for denne forskjellen. De vanlige virkemidlene - økt konkurranse for å motvirke markedsmakt, reguleringer for å motvirke eksterne virkninger (som systemrisiko), og krav til forbrukerinformasjon for å motvirke at selger utnytter sin informasjonsfordel – er naturligvis viktige, og en må se på om disse kan forbedres. Men disse virkemidlene har åpenbart ikke vært tilstrekkelige før finanskrisen, og det taler for at en også må se på andre virkemidler.

Et annet virkemiddel for å korrigere forskjell mellom samfunnsøkonomisk og bedriftsøkonomisk lønnsomhet, er regulering av avlønningssystemer. Finansforetakene vil naturlig velge avlønningssystemer som gir størst mulig bedriftsøkonomisk lønnsomhet. Det kan f.eks. innebære sterke økonomiske insentiver til salg av finansielle produkter, fordi dette er lønnsomt for foretaket. Derimot vil det ikke være samfunnsøkonomisk lønnsomt, hvis produktet er dårlig for kunden. Dette gir dermed en mer generell begrunnelse for begrensning av avlønningssystemer i finansmarkedene enn det som er nevnt over.

Et relatert og mer generelt poeng som finanskrisen illustrerer, er at profittmaksimerende foretak normalt ikke sørger for god håndtering av stor risiko sett fra et samfunnsøkonomisk perspektiv. Det synes åpenbart at finansforetakenes atferd har innebåret mye høyere risiko enn det som var samfunnsøkonomisk lønnsomt. En årsak kan være en generell undervurdering av risikoen, noe som det alltid er vanskelig å unngå. Det er imidlertid også klart at insentivstrukturen i finansforetakene vil føre til at foretakene tar for høy risiko, fordi beslutningstakerne i finansforetakene får en betydelig større andel av gevinstene når det går bra, enn den andel de må ta av tapene når det går dårlig (Rajan, 2005). Dette er et helt sentralt argument for at den offentlige reguleringen av finansmarkedene må bli bedre enn den har vært til nå. De store kostnadene ved finanskrisen kan tale for at en også gjør nye vurderinger av om den samfunnsmessige risikoen er undervurdert på andre områder, som elektrisitetsforsyning og annen infrastruktur.

Litteratur

Ahrend, R. (2008). Monetary ease - A factor behind financial crises? Some evidence from OECD countries. *Economics E-journal*, 2008-44.

Allen, F. (2001). Do financial institutions matter? *The Journal of Finance* 56(4), 1165-1175.

Almunia, M, A.S, Bénétrix, B. Eichengreen, K.H. O'Rourke og G. Rua (2009). From great depression to great credit crisis: Similarities, differences and lessons. Economic policy panel meeting Tilburg, 23.-24. Oktober.

Andersen, T.M. (2010). Finanskrisen – en kris även för makroekonomi? *Ekonomisk Debatt* 38 (4).

Bacchetta, P, C. Tille og E. van Wincoop (2010) Rational risk panics. Notat, University of Lausanne.

Barro, Robert J. (2009) "Demand Side Voodoo Economics," *The Economists' Voice*: Vol. 6 Iss. 2, Article 5.

- Bean, C. (2009). The great moderation, the great panic and the great contraction. Schumpeter foredrag EEA Barcelona 25. august.
- Besley, T. og P. Hennesy (2009). Letter to the Queen. 22. juli.
- Bjønnes, G. og D. Rime (2005). Dealer behavior and trading systems in the foreign exchange market. *Journal of Financial Economics* 75, 3, 571-605.
- Blanchard, O. (2008a). The state of macro. NBER working paper 14259.
- Blanchard, O. (2008b). The crisis: Basic mechanisms, and appropriate policies. MIT working paper 09-01.
- Blanchard, Olivier, Giovanni dell'Ariccia og Paolo Mauro, 2010. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note 10/03.
- Brunnermeier, M. (2009a). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives* 23, 1, 77-100.
- Brunnermeier, M. (2009b). Bubbles. Entry in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, edited by Steven Durlauf and Lawrence Blume, 2nd edition.
- Brunnermeier, M. og S. Nagel (2004). Hedge funds and the technology bubble. *Journal of Finance* 59(5), 2013-2040.
- Buiter, W. (2009). The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics. Ft.com/maverecon 3. mars.
<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/>
- Burks, S.V., J. P. Carpenter, L. Goette og A. Rustichini (2010). Overconfidence is a social signal bias. IZA working paper 4840.
- Bårdsen, G. og R. Nymoen. (2008). Macroeconometric modeling for policy. *Palgrave Handbook of Econometrics* Vol 2,
- Calmfors, L (2010). Vilka lärdomar bör den nationalekonomiska professionen dra av den ekonomiska krisen? Foredrag, Nationalekonomiska föreningen, 12. januar.
- Chari, V. V., Patrick J. Kehoe, og Ellen R. McGrattan (2009). New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1(1): 242–66.
- Cochrane, J.H. (2009). How did Paul Krugman get it so wrong? University of Chicago, <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/#news>.
- Cochrane, J.H. (2010) [Lessons from the financial crisis](#) *Regulation* 32(4), 34-37.
- Coenen, G., C. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt & J in 't Veld (2010): Effects of fiscal stimulus in structural models. IMF working paper 10/73.

- Cooper, G. (2008). *The Origin of Financial Crises*. Vintage Books, New York.
- Corsetti G., A. Dasgupta, S. Morris, og H.S. Shin (2004). Does one Soros make a difference? a theory of currency crises with large and small traders. *Review of Economic Studies*, 71(1), 87–114.
- Coval, J, J. Jurek og E. Stafford (2009). The economics of structured finance. *Journal of Economics Perspectives*, 23 (1), 3-25.
- Curdia, V. og M. Woodford (2009). Credit spreads and monetary policy. Foredrag Federal Reserve Bank of St. Louis, 15. – 16. oktober.
- Danielsson, J. og H.S. Shin (2003). Endogenous Risk. I *Modern Risk Management: A History*.
- Diamond, D. og P.H. Dybvig (1993). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy* 91 (3), 401-419.
- The Economist (2009). Briefing. The state of economics. July 18th, 68-72.
- Elster, J. (2009). Excessive ambitions. *Capitalism and Society* 4, 2, Artikkel 1.
- Fama, Eugene F., 1965, The behavior of stock-market prices, *Journal of Business* 38, 34–105.
- Fehr E., G. Kirchsteiger, og A. Riedl. (1993). Does fairness prevent market clearing? An experimental investigation, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, pp. 437–60.
- Gertler, M. og P. Karadi (2009). A model of unconventional monetary policy. Notat, New York University.
- De Grauwe, P (2009). Economics is in crisis: it is time for a profound revamp *The Financial Times*, 21. juli
- Greenspan, A. (2005). *Economic flexibility* Foredrag for the National Italian American Foundation, Washington, D.C. 12 oktober
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20051012/default.htm>
- Hall, R. (2009). By how much does GDP rise if the government buys more output. NBER working paper 15496.
- Henriksen, E. (2009). Verdidestruksjon maskert som finans. *Dagens Næringsliv* 21. august.
- Holden, S. (2007). Om topplederlønninger. Foredrag på seminar om lederlønn i Arbeids- og inkluderingsdepartementet 21. juni.
<http://folk.uio.no/sholden/Norsk/Om-lederlonninger.pdf>
- Holden, S. (2009). Finanskrisen – årsaker og mekanismer. *Samfunnsøkonomen* nr 4, 4-10.

Holden, S. (2010). Pengepolitikken etter finanskrisen. *Samfunnsøkonomen* nr 4, 15-23.

Jaimovich, N. og S. Rebelo. (2010) Can News about the Future Drive the Business Cycle? Kommer i *American Economic Review*

Jensen, M., K. J. Murphy, og E. Wruck, (2004). Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them. ECGI Working paper series in finance, 2004.

Kannan, P, P. Rabanal og A. Scott (2009). Macroeconomic patterns and monetary policy in the run-up to asset price busts. IMF working paper 252.

Kindleberger, C. (1976). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. MacMillan, New York.

Kirman, (2009). Economic theory and the crisis. Vox 14. november.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4208>

Kocherlakota, Narayana R. (2010) Modern Macroeconomic Models as Tools for Economic Policy. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Banking and Policy Issues Magazine May 2010.

Krugman, P. (2009) How did economists get is so wrong? *New York Times* 2. september

Lazear, E.P og P. Oyer (2009). Personnel Economics. Kommer i *Handbook of Organizational Economics*, R. Gibbons og D.J. Roberts (eds). Princeton University Press.

Levine, R. (2010). An autopsy of the U.S. financial system. NBER working paper 15956

Lindbäck, A. (2010). Lärdomar av finanskrisen. *Ekonomisk Debatt*, 38, nr 4, 5-19.

Lucas, R. (2009). In defence of the dismal science. *The Economist*, 8. august.

Mankiw G. N. (2006). The Macroeconomist as Scientist and Engineer. *Journal of Economic Perspectives*, 20 (4), 29–46.

Merton, R.C. (1997) Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-Five Years Later. Nobel Prize Lecture.
http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1997/merton-lecture.html

Minsky, H (1982). The financial-instability hypothesis: Capitalist processes and the behavior of the economy. I *Financial Crises*, Kindleberger og Laffargue (eds).

Mizen, P. (2008). The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Response. Federal Reserve Bank of St.Louis Review, September/Oktober 2008.

Obstfeld, M. og K. Rogoff (2005). Global current account imbalances and exchange rate adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 67-146.

- Rabin, M (2003), The Nobel memorial prize for Daniel Kahneman, *Scandinavian Journal of Economics* 105, No 2, 157-180.
- Rajan, R. (2005). Has financial development made the world riskier? Foredrag på Symposium ved Federal Reserve Bank of Kansas City, august.
- Reinert, E. (2009a). Hvorfor finanskrisen kunne forutses. *Dagsavisen*, 30. januar
- Reinert, E. (2009b). Økonomer og småsamenn. *E24*, 13. mai.
- Reinert, E. (2009c). Fra finanskrisen til sysselsettings- og teknologikrise – hva blir de neste rundene? Foredrag Litteraturhuset 25. juni.
- Reinhart, C. M. og K.S. Rogoff (2009). *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press, Princeton.
- Rodrik, D. (2009). Økonomene har skylden. *Aftenposten* 20. mars
- Røed-Larsen, E. og J. Mjølhus (2009). *Finanskrisen! Lånefest, boligboble - og dagen derpå*. Oslo: Gyldendal.
- Salmon, F. (2009). Recipe for disaster: The formula that killed wall street. *Wired magazine* 17.03 http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant
- Scholes, Myron S. (2000). The near crash of 1998. Crisis and risk management. *American Economic Review Papers and Proceedings*, May, 17- 21
- Shiller, R.J. (2009). Reinventing economics. <http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller66/English>
- Shimer, R. (2009). Convergence in Macroeconomics: The Labor Wedge *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1(1): 280–297.
- Skogstad Aamo, B. (2009). Den internasjonale finanskrisens årsaker og virkninger. Foredrag Mandal industriforening, 5. mars.
- Solow, R. (2008). The state of macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives* 22, 243-249.
- Solow, R. (2010). Building a science of economics for the real world. Uttalelse ved høring i House Committee on Science and Technology, Subcommittee on Investigations and Oversight (Den amerikanske kongressen). 20. juli
- Spilimbergo, A. S. Symansky, O. Blanchard, og C. Cottarelli (2008) Fiscal policy for the crisis. IMF Staff position Note.
- Stiglitz, J (2010). *Freefall*. W.W. Norton and company. New York
- Svensson, L.E.O (2009a) . Flexible inflation targeting: Lessons from the financial crisis. Foredrag, De Nederlandsche Bank, 21. September
- Taylor, J.B. (2010). Does the crisis experience call for a new paradigm in monetary policy?. Case Network Studies & Analyses 402/2010.

Tett, G (2009). Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe. Free Press.

Turner, A. (2010). Economics, conventional wisdom and public policy. Talk given at Institute for New Economic Thinking, Cambridge, April.

Valebrokk, K. (2009). På besøk i realøkonomien. *Aftenposten*, 1.november.

White, W.R. (2006). Is price stability enough? Bank of International Settlements working paper 15072.

Wickens, M. (2009). What wrong with modern macroeconomics? Why its critics have missed the point. Foredrag ved CES ifo konferanse 6-7 november.
<http://economistsview.typepad.com/economistsview/2009/11/whats-wrong-with-modern-macroeconomics-conference-papers.html>

Zingales, Luigi (2009). Are we all Keynesians now?
<http://www.economist.com/debate/days/view/276>

2 Economics and the crisis: some reflections

Val Koromzay, tidligere direktør, OECD

26. august 2010

2.1 Introduction

This paper comes in two parts: the first, and major part, considers what lessons economics should learn from the crisis, and what priorities the crisis sets for future work in economics. A fundamental point, which is first presented in this introduction, but which recurs as a kind of leitmotif throughout the paper, is that for basic theoretical reasons, economic models can be expected to break down at critical points, so that the practice of economics requires a good deal of modesty. A second, briefer, part of the paper identifies a few propositions that warrant being kept in mind in thinking about how economic policy is to be conducted in the future.

It was Jacob Bronowski, in his 1956 publication *Science and Human Values*, who put his finger on a fundamental problem facing economic theory, and indeed much of social science: economics is self-referential. That is, economics seeks to explain the economic outcomes that result from the disparate choices made by human actors, under given conditions, on the basis of some important *a priori* assumptions about what motivates human beings in economic matters. These assumptions are summed up in the concept of “homo economicus”. But an important part of the information set on which homo economicus (a rational welfare maximizer under uncertain conditions) bases his decisions is whatever economics has to say about the probable outcomes resulting from such decisions, creating a self-referential loop. This implies, in particular, that if a particular model predicts a certain outcome, and this model is credible in the sense that a lot of people believe it, it may well cause agents to behave differently than they would have in the absence of the model, and this change in behavior could well result in outcomes different from what is predicted by the model.

Economists are of course aware of this problem. The most ambitious attempt to tackle it head-on is through the development of models based on “rational expectations” or, more properly, model-consistent expectations. The trick is to solve the model iteratively. At each stage, expectations that drive behavior are generated from the previous model solution and fed into the next iteration. This is repeated until expectations converge to the projections generated by the model, given these expectations. At this point consistency has been established in the sense that self-reference has been made endogenous in the solution. The expectations are validated by the model, and hence knowing the model will not alter behavior. The analytic foundations for this approach derive from a dynamic programming algorithm developed in Operations Research, where it remains an important tool. . Its application to macro-economic modeling is most strongly associated with Tom Sargent. Dynamic Programming can solve certain stylized models recursively, under a stringent set of convergence constraints. But increased computing power has made it possible to solve

a broader range of models in the iterative way described above even if these models do not meet all the strict convergence criteria required by dynamic programming.

Such consistent models are theoretically very elegant, but, for both practical and theoretical reasons, they do not really solve the self-reference problem. As a practical matter, not all models can be solved in this way. Convergence requires some restrictions on the structure of the model, and these may not be consistent with reality. As a theoretical matter, the process actually stops one set of iterations too soon. The initial model is of necessity estimated from a data set that does not include knowledge of the model on the part of economic agents as an element generating the data. So when the model is published, (and believed by everyone), behavior will change and the parameters of the model will no longer be correct. So the model would need to be re-estimated and re-issued iteratively until a kind of super consistency is achieved when not only are expectations model-consistent, but the parameters of the model are generated from a data set that reflects the behavior implied by the model. But why should behavior adapt to model predictions in the first place, if it is realized that the initial version of the model is wrong? So this is a theoretical dead-end. As a historical matter, the vogue for model-consistency has subsided somewhat in recent years because it turns out that models with *ad-hoc* (largely adaptive) expectations mechanisms tend to do better empirically than rigorously consistent ones. This is not entirely surprising, given the problem identified above, which implies that in the end economic agents may have little more than their own intuition based on past experience to guide them. Perhaps the real value of the consistent-expectations framework is that it has provided benchmarks for how a super-efficient economy ought to behave. The big gaps between such benchmarks and what is typically observed may in turn have stimulated the development of behavioral economics, which rejects the classical economic assumption of “homo economicus” and seeks to base itself more on how people are actually observed to behave.

If self-reference poses an insoluble problem at the theoretical level, one can argue about its practical importance. Indeed, if the mechanisms driving expectations evolve only slowly (perhaps because there are competing models for just about all aspects of economics, and certainly for all macro-economic phenomena, so that any new economic insight impacts on only a small number of people) then rough and ready expectations schemes may work very well for quite some time. Most economists would probably take this view, or consider that econometric techniques such as allowing for time-varying coefficients can capture what is going on in the world well enough for practical purposes. There may be a good deal of practical value in this. Indeed, if economic processes exhibit a kind of continuity, as if often assumed to be the case, in the sense that small changes in parameter values or initial conditions imply correspondingly small changes in outcomes, then the kinds of errors introduced by failure to account for self-reference may be of little practical significance. But such continuity cannot be taken for granted: some economic models, for instance, imply “bang-bang” solutions that jump from one corner to another. And thresh-hold effects are often encountered in the literature. To this extent, it is risky to lose sight of the self-reference problem altogether. Indeed, I will argue below that one explanation of the financial crisis is the interaction of a model that was too credible (and so acted upon) with a system prone to “tipping” behavior. Self-reference implies that sooner or later all models will break down, and indeed the paradox is that the better a model seems to

perform (and hence the greater the tendency for people to take it into account) the more likely such a breakdown becomes.

This leaves the science of economics in a somewhat parlous state. It may be in a position to offer useful insights into what is going on; but such insights will survive best in an environment where alternative explanations abound so that behavior is driven by genuine model uncertainty. And this is indeed the state of the world. The problem for economists is not to find explanations for observed events, but to discriminate among them. Indeed, the typical situation with most economic issues is that there are at least three explanations for everything (the reference to two-handed economists is a bit too generous in this regard), but there is no conclusive way of coming to just one. It is a rare event indeed when any particular economic model is decisively rejected by the evidence! If some would conclude from this characterization that economics is not a science at all, I would be hard put to disagree.

All this said, the discipline of economics does provide (within its limits) important tools for thinking constructively about economic problems. Indeed, the most important contribution of economists in the analysis of public policy issues is to recognize that policy-induced changes in the economic environment will induce behavioral reactions by those economic agents affected by the changes, which may in turn undermine the intended effect of the policy. My experience is that non-economists generally do not consider such feedback effects in making their judgments about economic policy issues. At the very least, economics should be able to mitigate the “law of unintended consequences” which bedevils regulatory policy, even if it cannot precisely pinpoint where or when things will go off the rails. More generally, economics (as a disciplined way of analyzing and measuring economic phenomena) can give important insights into how things are working and, particularly in domains where expectational factors are not of primary importance, put forward propositions that withstand the test of time reasonably well. It is this admittedly modest, but heartfelt conviction that motivates the remainder of this paper.

2.2 Lessons from the crisis

Things to think about

This subsection focuses on three issues for which economists should be held accountable to provide reasonable answers: Why didn't economists predict the financial and economic crisis? Why did the financial markets go haywire? Is overly lax monetary policy to blame? The subsequent subsection considers urgent priorities for further work, both to avoid recreating the conditions for another financial crisis and to head off the risks of a new, different kind of crisis that could make the current one look tame.

Why didn't economists predict the crisis?

One first answer, based on the argument put forward in the introduction to this paper, is that economists shouldn't be in the business of making economic predictions at all, since by necessity these predictions could, and at some times will, be wrong. But this is not really tenable. Making predictions is absolutely fundamental to almost all human endeavor (and some interpretations of the evidence from biology suggest that a certain

kind of forecasting is intrinsic in all living species). So if economists, one way or another, have a slight comparative advantage over others in seeing the future landscape, this should be used; and indeed the market seems to value economists to some extent (private-sector economists are generally better paid than janitors, though they are not in the same salary league as market traders).

Another answer is that, in fact, some economists did predict the crisis, notably Bill White when he was head of economics at the BIS (and thus well-placed to assess the truly bizarre developments in financial markets, to which I will return). But, following on from the logic of the introduction to this paper, one prediction doesn't really change things in a world of disparate opinions. Indeed, the paradox is that if economists in massive numbers had predicted a crisis, and they had been listened to, this could well have triggered just such a crisis by inducing economic agents to postpone investment plans and retrench in the face of the coming storm, thereby precipitating it. This is more than an academic speculation. While individual economists are fully entitled to make whatever forecasts they like (and thereby usefully alert public opinion to possible risks), institutions like OECD or the IMF which regularly make global projections that are broadly viewed as objective and competent have to be concerned about creating self-fulfilling prophecies, and are thus likely to pull their punches lest they be blamed (and punished by their masters) for creating unnecessary turbulence in the markets!

That said, and in full deference to my former colleagues at OECD, I don't want to suggest that we knew a crisis was imminent but decided to suppress this information. Rather, some of us saw that there were tensions in the world economy (with different views about what tensions were of most pressing concern), but had no clear idea about how or when such tensions would manifest themselves in economic performance. At the same time, there was a "story line" that many of us saw as reasonable, and which was ultimately embodied in the OECD's central projections. It is worthwhile reviewing this story line both to illustrate how practical economists form a "view" about where the world economy is going and to see where, if anywhere, things were gotten wrong.

I focus on four highly interdependent elements of the world economic situation as it looked in the years prior to 2008: globalization; sustained low inflation in the prices of goods and services; a rapid rise in asset prices, most notably real-estate; and an explosion in both credit growth and financial intermediation.

a) Globalization

Globalization of economic activity, marked in particular by the emergence of China and India as fast growing, huge economies that were opening up their trade and investment regimes to global competition, impacted on the world economy in a variety of ways. It certainly accelerated world growth and probably also contributed to stronger growth in the OECD. Its direct impact on inflation was also benign, as the positive impact on price levels resulting from the bidding-up of resource prices was outweighed by the flood of cheap goods into world markets. Indirect effects via induced "wage moderation", though harder to measure, probably worked in the same direction.: Increased competition in product markets would have made companies more stingy in granting wage increases to their workers; and the perceived growing risk of de-

localization of production from OECD to lower-wage countries would have weakened the capacity of workers to demand higher wages. Reduced wage pressure would then have further damped inflation.

Globalization has also arguably had implications for income distribution, though the precise mechanisms remain to be clarified. The basic fact is that median wages in most OECD countries largely stagnated over the first decade of this century. While the evidence doesn't strongly support the view that this phenomenon reflected the dreaded working of "factor-price equalization" in any formal sense, it is hard to avoid the suspicion that something like it has been at work. The counterpart to stagnating median wages has been that the fruits of growth have accrued disproportionately to the very rich. Clearly, globalization has vastly increased opportunities for people with unique talents to amass enormous wealth: David Beckham, Tiger Woods, G.K. Rowling, various rock stars...and of course many talented entrepreneurs in other domains. In so-called "winner take all" markets, the returns to being a winner have increased hugely : the possibility of globally marketing a unique asset or new idea can yield enormous returns in a short time. And new standards of what it means to be truly rich have no doubt filtered down into pay practices in corporations (if a young twenty-some year old rapper can earn \$100 million, what is a seasoned chief executive worth?), thereby re-enforcing a second tier of the super rich.

The concentration of huge incomes in fewer hands, together with other global phenomena such as the massive emerging current-account surplus of China; high precautionary savings in rapidly ageing countries such as Japan; the fact that oil exporters, taking a lesson from Norway, opted to put a substantial part of the windfalls from high oil prices into financial investments rather than domestic consumption; and no doubt a range of other factors all operated together to create what Ben Bernanke called the "global liquidity glut." The availability of cheap money was thus at least in part another consequence of globalization, and also another channel through which globalization was contributing to world growth, but at the same time fuelling rises in both real and financial asset prices.

If the various implications of globalization could be analyzed at the time, and give rise to a growing sense that we were moving into uncharted territory, it is less obvious (even now) that this should have set alarm bells to ring. Certainly the balance of globalization effect seemed positive for the world economy and the likelihood was that globalization would continue and deepen. Perhaps the biggest risk factor to point to was the possible non-sustainability of the income shift towards the rich, and the possibility of protectionist reactions taking hold. That risk was (and remains) real, but hasn't in fact materialized in any massive way up to now.

b) Low inflation in the prices of goods and services

I suggested above that globalization effects can at least partially explain why inflation proved consistently benign in the first decade of this century. But there is another explanation. Over this period, most countries practiced inflation-targeting as their monetary-policy strategy. And because inflation outcomes were, most of the time and for most countries, consistent with the targets, this approach gained a lot of credibility in the sense that inflation forecasts in the market became increasingly anchored to the targets. The somewhat paradoxical consequence was that monetary

conditions tended to become easier and easier (re-enforced by the global liquidity glut which assured that interest rates remained low all across the yield curve). Many now argue that monetary policy was too lax prior to the crisis and that this was the cause of subsequent problems. But this is not such an easy argument to make. If Central Banks were tasked to meet an inflation objective, and they were succeeding in this task, what is there to criticize? And how could Central Banks have justified tighter monetary conditions if these were not actually needed to keep inflation on target?

One possible answer is that monetary authorities needed to look not just at the prices of goods and services, but also at asset prices (though these do not enter directly into the consumer price indices that were being targeted –and in the case of Europe, housing prices do not enter even indirectly into the harmonized CPI because of an inability to agree on the right measure of housing cost). I will come back to the question of the role of monetary policy in dealing with asset price bubbles, but it is worth saying now that in terms of the debate among monetary-policy theorists in the years prior to the crash (with the ECB arguing that monetary policy needed to act proactively to prevent asset price bubbles, and the Fed arguing that, for a variety of reasons, it was more prudent not to be pre-emptive, but to be ready to clean up the damage when the bubble actually burst) the issue was largely academic: in practice, the amount of observed “leaning against the asset wind” in terms of actual tightening in Europe was almost imperceptible, and certainly not effective. In fairness, the ECB had a tough problem, with massive real-estate price rises in some EMU-member countries like Spain and Ireland, but flat house prices in Germany. But by the same token, in the United States, house prices were soaring in California and Washington D.C., but largely flat in Texas and Ohio, so the Fed would also have had this problem in calibrating any “leaning against the asset wind” strategy.

Another answer, and one that I find more convincing, is that inflation-targeting was the victim of its own success, for the reasons given in the introduction to this paper. A theme I often heard at economic conferences on monetary policy was that inflation-targeting was working, but no-one really understood why, except that it was credible! But since the regime was credible, inflation stayed low. My strong suspicion is that this “regime change” allowed economies to move above potential to an extent that would have ignited inflationary pressures in previous episodes and thus triggered a monetary tightening. But since an integral part of estimating potential output is the notion of the “Phillips curve” that relates inflation to the gap between actual and potential output, the logic is that econometric estimates would tend to give a more positive view on potential output than would otherwise have been warranted. This is a researchable issue, and one I hope will indeed be looked at by economists. Thus it may be that we all had too optimistic a view of potential output growth in the years preceding the crisis, and were hence insufficiently wary about the likelihood of a correction. But this remains to be proved; and in any event this does not really warrant a serious criticism of the conduct of monetary policy: if overheating was in the offing, it was very well hidden.

c) Asset prices

As noted above, the run-up in asset prices, particularly real-estate prices, was a highly visible and much-discussed feature of the economic environment prior to the crisis. It was also at the time widely identified as a risk factor for the world economy,

but no-one pushed the panic button. Indeed, while everyone now accepts that speculative housing bubbles had developed in a number of OECD countries, this was not such an easy judgment to make at the time, and I would argue that even now this picture is not all that clear. Several points are worth noting:

While house prices were rising strongly, it is less clear that they were massively out of line with what housing-price models were predicting, given income trends and, especially, the very low interest rates prevailing. Add to that the liquidity glut and the demand for elegant houses in prime locations by the swelling ranks of the truly affluent, and it wasn't too difficult to buy a story that there was nothing out of the ordinary going on. I offer as partial evidence the last OECD country report on Norway, recently issued, which remains admirably cautious about suggesting that house prices in Norway are out of line with fundamentals.

Of course, house prices would have looked unreasonable in the event of a sharp upward movement in interest rates, and this was the most obvious risk factor. But no-one was projecting such a spike in interest rates since inflation remained under good control, and so there was little reason to ring alarm bells on this score. Indeed, the conventional wisdom among economists who had looked at previous house-price cycles was that, in the absence of a sharp hike in interest rates, house prices that overshot their longer-term trend would tend to correct themselves not through any sharp fall, but by a period of price stagnation (and a reduction in housing liquidity as people preferred to keep their houses off the market when prices weren't keeping up with expectations). Eventually, incomes would catch up and validate the existing level of house prices and a new cycle could begin. On this reading, cycles in house-prices, while contributing to the overall business cycle, would not of themselves be the triggers for economic downturns.

It is not certain if this conventional model is correct. The surprising fact is that data on house prices is not very reliable and is hard to interpret. For the United States, for example, there are four different indices, which suggest that in 2008 house prices fell by somewhere between 3 and 17 per cent, depending on the index! More broadly, it is difficult to verify empirically that, over the longer term, it is the house-price to income ratio that is stable, as assumed by the conventional model. The logic of this model is that over the longer term, the value of a property reflects both the cost of constructing a house of given quality (which should be roughly trendless in real terms) and the "location rents" associated with the site. Since location is a scarce good, and in some sense non-reproducible, location rents should rise in real terms at least as fast as income. I have always assumed that this latter effect was the predominant one in the housing market (Realtors' slogan: house pricing is about three things—location, location and location.) But maybe this is wrong. At a retreat organized three years ago by the Norwegian Ministry of Finance, Harald Magnus Andreassen, chief economist for First Securities showed a chart suggesting that real house prices in the United States, quality adjusted, showed no longer-term trend. In this case, the run-up in the years before the crisis looked absolutely horrendous and clearly unsustainable. Most of the audience, myself included, thought the data must be wrong. But was it?

A final observation may nonetheless lend some support to the conventional model. From direct observation, house prices in two American cities which experienced

among the most dramatic house-price explosions of all (Venice, California and Boulder, Colorado) have not fallen back at all since the crisis, but merely stabilized at what are still stratospheric levels. In these places, at least, locational attractiveness and high incomes seem to validate the conventional model.

Of course, it was not only the rich who were buying houses at high prices. While, as noted above, median incomes were not rising very much, if at all, those earning median incomes and those earning even less were entering the housing market in large numbers as new buyers, at least in the United States. This resulted from the explosion of credit availability associated with the development of the sub-prime mortgage market. I first heard about this market in late 2006, and in 2007 one began to hear noises that there were some emerging problems in this market. But our (informal) contacts at the Fed were emphatic that this was a limited risk situation with no significant spill-over to other market segments. It is of course possible that this sanguine message was meant for public consumption, and not really believed by the insiders at the Fed. But I have no evidence on this, and I at least accepted the proposition that this was not a big problem. But it is time to turn to the last element in the “story line”: the credit explosion.

d) Credit expansion and financial intermediation

With hindsight, it now seems clear that where economists got it so badly wrong was in not seeing what was going on in banking and other financial markets, and the kind of systemic risks that were being created there. Some phenomena, observable before the crisis, might have given pause: to the extent that mortgage originators could sell off all default risk through securitization while pocketing fees up front, it is easy to see that principles of due prudence in this market might not have been enforced very energetically! Also, risk spreads for all kinds of borrowers had fallen to levels that were historically unprecedented, and we certainly did ask ourselves why. (The most popular argument, which even with hindsight has some validity is that investors had a target rate of return, so that as returns on relatively safe assets fell under liquidity glut conditions, investors moved out further on the risk/return frontier, progressively pushing down risk spreads across the spectrum). But some of us, at least, were caught up a different paradigm: financial engineering had created a new world. Just as the Black-Scholes equation, which provided a way to compute the theoretical value of an option, had made possible the explosion of options markets, the new model, David X Lee’s Gaussian Copula Function (GCF), provided a simple way to calibrate the risk embedded in any securitized package of financial claims (based on default-risk correlations among the components of the package.) This function made it easy to set a price for packaged instruments, which triggered the explosion of markets for such instruments. In some sense, this seemed to be a nirvana for financial managers: all risk could be marketed. Packages could be custom built to contain the precise quantum of risk that someone wanted to buy, and any unwanted risk could be diluted in a different package that met someone else’s demand. It seemed to promise that each agent could choose what risks they were ready to bear, given the expected return, and hive off any that they didn’t want. In economists’ parlance, this was “optimal risk diversification,” with clear economic advantages: riskier projects, that would have been impossible under restricted risk diversification, now became possible because the risks would be carried by those who were best able to bear them; and for the same reasons, “system

risks” were reduced, because financial agents would simply unload those risks that might threaten the solvency of their enterprises.

It now seems clear that GFC offered more than it could deliver, and we should have been more skeptical. (I come back to this below). Indeed, there were voices that warned about the unreliability of GFC, and the dangers to which the financial community was exposing itself. These voices weren’t heeded. And the dominant view was that financial engineering had opened up new vistas that yielded good results for the economy, and very large profits for financial institutions. But, while the markets were enthusiastically pushing out the boundaries of acceptable risks through “efficient” diversification, system risk was piling up, unobserved but real; and this eventually caused an explosion. In the end, the “new world” model of optimal risk diversification, like the fabled emperor, wore no clothes.

To sum up this rather long exegesis on why economists didn’t predict the crisis, there was certainly a recognition that the world economy was moving into uncharted waters; but the various elements of this “new world” seemed amenable to coherent explanation, so that one could remain legitimately uncertain about whether or not things were moving off the rails. The breaking point in this “new world” hypothesis turned out to be in the financial markets. Too many of us were seduced by the idea that financial innovation and its possibilities for “optimal risk diversification” had created a legitimate underpinning for the ongoing credit explosion, so that cries of alarm seemed, if not unjustified, at least controversial. Many of us did not want to appear as “Chicken Little” and risk losing credibility. We were obviously wrong.

Why did the financial markets go haywire?

The analytical problem here is not a lack of explanations, but a surplus of them! I have given one general theoretical answer to this above, but it is worth considering the full range of explanations, most of which have an element of theoretical backing:

Short-termism. The econometric evidence over a number of years, most cogently captured in so-called “variance-bound” tests, is that asset prices generally move more sharply in response to “news” than would be warranted by any consideration of the actual likely impact of such news on longer-term outcomes. Other kinds of evidence, linked to how market traders behave, and why, also strongly suggests that so-called “fundamentals” play only a marginal role in influencing financial investment decisions. This is a real problem, which has in turn spawned a range of explanations:

- *The long run is uninteresting:* the resources allocated to fundamental economic analysis within most large financial institutions are amazingly meager, and it is not obvious that the work of these small shops has any impact on the traders, even when top management professes to consider this work as important.
- *The long run isn’t financially rewarding:* there is no doubt that remuneration packages in financial institutions reward good short-term results. If, in addition, stock markets, similarly subject to short-termism, reward companies on the basis of quarterly results, the circle is complete. The pay-off in the financial industry is reading the day’s news more quickly, and having a better sense than the other

guy about how markets will react –another instance of self-reference, though in a game-theoretic context. It is not interesting to ask what the news means in terms of fundamentals; what is important is to know how the markets will react to it; but if “the market” consists of people who are all asking the same question, the game becomes entirely self-referential, and any real information contained in the news becomes largely irrelevant.

- *The long run is irrelevant:* given the above, there is no obvious advantage in having a better understanding than the next guy on where things are headed in the longer run. The point is to be able to get out quickly when the market turns, and traders have long espoused, at least implicitly, the “greater fool” theorem that says there will always be someone to step in and buy when the “insiders” recognize that it is time to sell: Morgan-Stanley vis-à-vis AIG may stand as a case in point.

Greed. My sense is that this is explanation number one in public opinion: those b..... are just too greedy, and we have to do something about it. I share the sense that there was a lot of greed at work in the financial markets, and also the view that greed, even if rewarded by success in its own terms, doesn't buy happiness. But what else is new! This explanation, like the preceding ones, describes a state of affairs that has been around for a long time. Indeed, with respect to greed, one could argue that the whole discipline of economics is to figure out mechanisms by which individual greed can be made socially useful, through market competition.

They didn't know what they were going. Literally, this is correct. As Andrew G. Haldane pointed out in a paper I will come back to, the documentation underpinning particular packaged instruments was generally massive, and surely far from pellucid. And if the intention was not to hold this instrument, but re-trade it in the market, why bother trying to understand it at all. Just run it through the GCF pricing model (which was the common currency of the financial institutions and the rating agencies) and go with that. The implication is that financial markets were not operating under a regime of risk-assessment at all, but under uncertainty: a crap-shoot. There is a deeper point here. In the textbooks, risk –management strategies assume that agents avail themselves of all available information when they value an asset. But if markets are believed to be efficient, all the available information is already built into the price of the asset, so why bother to review it? The only information that matters is insider information which is not generally available. But those who genuinely have insider information are typically legally bound not to use it. In these circumstances, the effort that outsiders put in to getting such “insider information” which they (as outsiders) could legally use, depends on how much faith they have that the insiders haven't already, the law notwithstanding, found ways to capitalize on their inside knowledge. This game was no doubt a particularly active one in the months prior to the emergence of overt crisis in 2008.

The herd instinct. Clearly, there is a lot of support for the proposition that traders, and the financial institutions they worked for, were all playing with the same model. There is an interesting, admittedly imperfect, simplified model that I think sheds some light on this. Assume that the dominant trading strategy in a given financial enterprise is X. Assume further that the distribution of end-year bonuses to each trader

depends on two factors: whether or not the company has a profit, and –at the individual level –whether the trader made a profit. Suppose that there is one trader in the company, trader A, who has in mind a different strategy– strategy Y– which is in fact a better strategy than strategy X in that the former will yield a profit only half the time, whereas strategy Y will yield a profit 60% of the time. What trading strategy should trader A adopt? The answer is, strategy X, because if strategy X fails, the company won't make a profit and there will be no bonuses for anyone; and if strategy X succeeds, everyone will get bonuses except, with a 40% probability, agent A if he adopted strategy Y. The point is that doing what everyone else is doing, but trying to do it better and faster, seems to be the name of the game. But in this model, like the buffalo herds of yore, there will come a moment when everyone together falls of a cliff.

I come to the final point, already hinted at above. *The credibility of a particular pricing model caused the breakdown of that model.* Here I assume that all the factors cited above are relevant. But aren't new. What was new was that a pricing model had been created that provided financial institutions with a way of packaging assets to target any desired point on the risk/return spectrum. This in turn led to a massive increase in intermediate financial transactions and positions, in line with the premise that risks were being diversified to those best able, or at least most willing, to hold them. From the point of view of these institutions, this was ideal. And vis-à-vis the regulators, who may in some instances have been co-opted through regulatory capture but who by and large did try to do their jobs, stress tests that assessed the potential impact of various shocks did not suggest any serious problems.

This new pricing model was the GFC mentioned above. An excellent account of this model is given in an article by Felix Salmon in *Wired Magazine* (2009) entitled *Recipe for Disaster: the Formula that Killed Wall Street*. There is a real question as to whether the GCF was fundamentally flawed from the start, or rather broke down due to its impact on the behavior of financial institutions and investors. It has to be noted that there were some pretty brave assumptions underlying the GCF. In particular, it assumed that the underlying risk distributions were normal (Gaussian). But there is some evidence that financial risk distributions are in fact “fat-tailed.” More fundamentally, the calculation of default-risk correlations was quintessentially self-referential: the calculations were based on observed co-variances in market prices of credit-default swaps (CDS). But this approach assumes that the CDS market was efficient in the sense that prices in this market embodied all available information. That is, the markets in some sense “knew” the underlying co-variances, and this knowledge was tapped by the GCF to compute an overall risk coefficient for a package of securitized claims, and these packages were then re-sold into the market at a price given by this risk coefficient.

The approach of using market prices to extract information about underlying economic conditions has a good grounding in economic theory, and makes sense so long as the relevant markets are efficient in the technical sense of taking all relevant information into account. But, as hinted above, this assumption contains its own paradox: if all relevant information is already embodied in the market price of an asset, why spend resources to try to get a direct handle on the underlying determinants. The market has already done this work, so don't try to re-invent the wheel. But if everyone accepts this proposition, there are in the end no “fundamentals” embedded in market

prices; they are in fact random and unanchored, because there is no one to anchor them.

Presumably, in the early days of development of Credit Default Insurance instruments, considerable research went in to evaluating default risks and their correlations to broader economic events, so that “stress tests” that subjected portfolios to various kinds of shocks had real economic content. So using market data on CDF prices as a basis for pricing as was done by Mr. Lee is not necessarily wrong (the information paradox aside) and so the initial risk coefficients for packaged instruments were not necessarily unreasonable. But once the GCF became the all-embracing underpinning of financial transactions, it was destined to break down, whether or not it was reasonable at the beginning. When a market expands at super-high rates, correlations in that market are surely affected. As a simple example, the historical correlations of mortgage default rates in relation to macro-economic fluctuations must have been profoundly modified by the fact that a new class of mortgage borrower – the sub-prime gambler – was enabled to enter the market because the market’s faith that the GCF could diversify risk made it possible, and indeed attractive, for them to do so. To my knowledge, no one made the effort to recalibrate risk correlations for this factor. And indeed, as long as the boom continued, there was little if any information that could have led to such a re-appraisal. The comment from one financial practitioner says it all: “we stress-tested our portfolios for shocks of two standard deviations; but this shock was 10 standard deviations large.” This explanation is of course wrong: the “exogenous” shock, whatever it was, was not all that big in macroeconomic terms; but the model used to calibrate impacts was by this time fatally wrong because of the behavioral changes that the model had made possible.

Setting aside the specific role of the GCF, the general point is that the perceived possibilities of diversifying risks led to a general under-appreciation of risk. While more and more risk was being fed into the system, in particular through sub-prime mortgages, no-one actually perceived themselves as taking on this risk, as it was diversified through derivative instruments. So credit-risk exposures seemed limited for each institution. But risk doesn’t just disappear; it enters into the system somehow, as increased “system risk”. What this means precisely remains open to question, but, whatever it is, Central Banks are generally charged with managing it (and they have certainly been extremely active in heading off systemic breakdown following the crisis). In the event, “diversified” credit-risk eventually showed up in the form of a sudden massive reappraisal of counterparty risk (with Icelandic banks, no worse than others, but visibly lacking any lender of last resort support, being the first but by far not the only victims).

To conclude this sub-section, it is a lot easier to find reasons for why the financial sector went wrong, than to say what needs to be done to prevent a recurrence. The economic historian will note that financial crises of one sort or another have been an integral part of capitalist economic development from the beginning, and so argue that this is just a price we have to pay for this particular model choice (which can aptly be described as the worst model imaginable except for all the other models that have been tried!) Certainly, at this point it can be argued that the financial crisis, as such, was a lot less important in its consequences than many previous ones, largely because the authorities took strong and, by-and-large, sensible measures to mitigate its effects

(at a cost to the taxpayer that will, in the end, prove to be only a small fraction of the initial estimates). I do not fully accept this point of view, though my reading is that in political-economy terms, the world is *de facto* moving increasingly to this position. I consider that there are fundamental issues about how we regulate the financial sector that need to be addressed, and I will return to this point later on in this paper.

What about monetary policy?

As noted above, lax monetary policy is now held by some to be the principal culprit in allowing things to reach the crisis point. While I find this a serious misinterpretation of the evidence, a broader view that tighter monetary conditions in the period leading up to 2007 would have been desirable is hard to argue with, given hindsight. One feature of the pre-crisis environment that needs to be noted in this context, however, is that – at least many for smaller economies – monetary policy was in a kind of dilemma situation during this period. Taking New Zealand as an example, monetary policy was trying to move towards a more restrictive stance because, while inflation was not out of line with the target, other signs suggested some overheating risks. But tightening had, paradoxically, almost no impact on domestic credit or liquidity conditions because of the carry trade. A rise in policy rates had no impact at all on the yield curve at even three-month maturity because banks could continue to borrow cheaply abroad, and “Japanese housewives” seemed ready to pour more money into New Zealand at the given spread in nominal rates over those prevailing in Japan. This is not to suggest that monetary policy was impotent, but rather that the only channel of transmission that seemed still to work was via the exchange rate. But if the problem was an overly exuberant domestic credit expansion, and many manufacturing export industries were hurting anyway because the commodity price boom had already driven up the New Zealand dollar substantially, this hardly seemed optimal. As I read the evidence, a number of countries, including Norway, found themselves in a broadly similar situation.

Following from this line of discussion, a word is needed about the link between monetary policy and the exchange rate. In a world of efficient financial markets, and absent large changes in currency-risk premiums, an (unexpected) rise in policy rates should trigger an immediate sharp appreciation, followed by a gradual depreciation so that uncovered interest parity is preserved. This “overshooting” model, rightly named after Rudiger Dornbusch, is a very powerful theoretical construct. It suggests that monetary tightening will be effective not only because of the exchange-rate channel, but also in its impact on domestic credit: domestic assets do not become more attractive to foreigners; on the contrary, they become more expensive to buy, and the returns on these assets will be eroded (from the foreigners’ perspective) by the subsequent depreciation of the domestic currency. But the empirical evidence supporting the Dornbusch model is mixed at best. If, for example, market expectations are heavily extrapolative, any initial appreciation following a tightening will engender expectations of further appreciation, encouraging additional capital inflow and hence even more liquid financial conditions on the domestic market, thereby validating these expectations to the extent that these conditions in turn require a further tightening of policy rates! In sum, in the real world, monetary tightening to constrain credit expansion could well be de-stabilizing for smaller economies, accelerating a credit bubble rather than staving it off.

I doubt if such considerations would have applied strongly enough to impact on monetary control in larger areas such as the USA or the Euro Zone; and a global monetary tightening would presumably have had an impact on credit growth. But the success of country-by-country inflation targeting in keeping the inflation of goods and services prices low (which was, after all, the mandate given to Central Banks), makes such speculation seem somewhat academic.

Some priorities for economic research

The previous section has emphasized a number of points where economics doesn't have good answers (or, in what may amount to the same thing, too many good answers). It has also stressed that there are fundamental reasons why reliable answers are not always available. But if economics is to remain credible, there are at least two areas of research where further work is absolutely essential. The first of these is in relation to financial markets: they went haywire and clearly policies are needed to limit the risks of a recurrence. But the content of such policies remains uncertain and controversial. A sharper understanding of "systemic risk" would be very important in designing the future regulatory regime for financial institutions.

The second, and in my view the most important, is in relation to something that has not yet appeared in this paper: the political economy of fiscal policy. I emphasize the political economy dimension because both economic theory and empirical evidence provide a lot of guidance on what fiscal policy should do, both in general and in particular circumstances. But in almost every OECD country, fiscal policy has been and continues to be on a disaster course, and unless we figure out not only what has to be done from an analytic perspective, but also how to get the political process to buy into these imperatives, we risk a global crisis far worse than the one we have just experienced.

What is system risk?

As noted above, there is in fact a surplus of explanations of why the financial markets malfunctioned; and each explanation implies its own preferred remedy for preventing a recurrence: "shoot the greedy SOB's"; "modify pay-packages to reward only good *long-term* performance"; "make all financial institutions keep the risks they create through their lending operations on their own books"; "make all financial innovations subject to a strict outside test regime before they are authorized for use (like new drugs)"; "re-introduce Glass-Stiegel separations between commercial and investment banking into the system, and make the commercial-banking sector as boring as possible through tight regulation"; do all of the above. There is a good case to be made for all of these proposed remedies (though I would draw the line on the first one for ethical reasons). But the logic of market economics is that we allow people to fail, and the concern should not be to prevent failure, but somehow to assure that failures do not hold society hostage to unacceptable spillovers that arise from them: that is, the concern should be to contain "system risk" within acceptable limits. *But what is system risk? Obtaining a sharper* understanding of this point is for sure a high research priority. System risk clearly has something to do with the interconnectedness among financial institutions so that the failure of one puts another at risk; but this question needs more work. The best paper on the subject that I am aware of is the one by Andrew G. Haldane entitled

Rethinking the Financial Network (2009). It is in many parts a speculative paper, built around the premise that financial systems are networks, and that network theory should have something to say about what properties are essential for the stability of such networks. It thus suggests an interdisciplinary approach, drawing on lessons from fields as far apart as electrical engineering and ecology. Three speculations in particular deserve, in my view, to be explored in depth:

- In ecological networks, those where a single dominant strategy prevails (e.g. monocultures) are more exposed to system shocks than networks with a greater heterogeneity of survival strategies. Does this suggest that we need sharper demarcations among what activities are undertaken by which financial institutions?
- Almost all networks are characterized by nodes, which interconnect directly or at only a few removes with every other element of the network. Failure of such a node thus has very large system implications. One approach would be to argue that a more hierarchical structure, with nodes operating at a different level in the hierarchy than other elements, would increase system stability. For financial markets, the implication suggested by Haldane is that a range of key “counterparty” transactions, rather than operating horizontally, should be mediated through “clearing houses” operating under a tightly specified special regime, so that these become the “system nodes” and are made secure.
- More generally, there is the question of what features of networks increase the risk of “tipping” behavior so that some particular shock can cause the entire network to break down, as opposed to “resilient” behavior so that a collapse in one part of a network automatically triggers reactions in other parts that compensate, and thus minimize overall network damage.

What about Fiscal Policy?

It would be difficult to argue that fiscal policy was at fault in contributing to the conditions that led up to the crisis, and I will not try to make this argument. Nor would I argue that the fiscal stimulus provided by most governments once the crisis hit was inappropriate. On the contrary, my sense is that in the time following the crisis and the recession it triggered, governments had an essential “borrower of last resort” function and needed to assume it, all the more because the preferred instrument for countercyclical policy – monetary policy – was overwhelmed by the massive breakdown in normal channels of monetary transmission. 2008-2009 was in some sense a classical Keynesian situation where fiscal policy was the only effective instrument for arresting a downward spiral. But, having done the right thing, most governments are now in an extraordinarily delicate situation: a government debt explosion is taking place in a number of countries, including some very large ones like the United States, that is moving the world economy into uncharted waters. Strategies to deal with the debt explosion are desperately needed, but not obvious. One might want to recite the prayer of Saint Augustine : “Dear Lord, help me to stop sinning, but not just yet.” Immediate aggressive budget consolidation clearly risks undermining a still fragile recovery. But most countries differ from Greece only in the time-horizon needed to recognize that the fiscal situation is fundamentally unsustainable; and since the universal law of democratic governance is that budgets are voted annually by our elected politicians in

Parliament, promises to fix the budgetary situation over time, as economic conditions allow, simply have no credibility with the markets. My personal view is that the latest OECD economic Outlook is a bit too hawkish on fiscal consolidation now. But the issue is real and unavoidable; and how it is handled will have immense consequences for the world economy.

So how did we get into this mess? The United States is almost a Euripidean tragedy on this point; and I can't think about it without a serious rise in my blood pressure. In 2000, the Federal Budget was in surplus. (Hooray (but this was a cyclical peak.) In 2001 Mr. Greenspan declared that there were surpluses ahead "as far as the eye can see". But the eye in question, the CBO medium-term projection, went only to 2011. The CBO long-term projection showed that once the "baby-boom echo" effect passed through, large and growing deficits would re-emerge starting in 2012. We know what happened: taxes were cut; there were some non-programmed extra expenditures related to Iraq and homeland security; and the pre-funding that would have been appropriate for smoothing the transition of the baby-boom generation into retirement was thrown away. So instead of having real margins of fiscal room to confront the crisis when it hit, this had to be done by driving debt up to near-record levels, just when demographics begin to have serious negative effects on future budget balances. Thank you, Mr. Bush; good luck, Mr. Obama!

But Europe was no better. The Maastricht rules are not *per se* fatally flawed. But they have no national ownership. In terms of the domestic politics in any EU member country, the proposition that budget retrenchment is needed because "Brussels says so" is a pure loser. The fact that Greece simply lied to Eurostat about its true fiscal situation is of course a sad story with unexpectedly severe consequences, but the politics in Greece clearly would never have allowed the necessary corrective actions to have been implemented by any government that wished to survive. So, from a political survival perspective, living a lie seemed expedient. But it is not only Greece that flouted Maastricht. When Maastricht rules became too constraining for some of the larger EU countries, notably France, re-interpretations of the rules were managed, with the effect that the market credibility of the rules was significantly weakened. My own view is that the markets have substantially overreacted to the perception that not only Greece, but the entire southern flank of the Euro Zone is in a default-risk situation: it won't be allowed to happen. But the markets are correct in asserting that there is no reliable fiscal anchor in Europe, so strong corrective measures will be needed – measures that, from a cyclical point of view, are likely to be extremely ill-timed, but probably unavoidable given the lack of credibility of any effective longer-term adjustment strategies. In the generally bleak European landscape, the Nordic economies stand out as exceptions. It is not their willingness to treat Maastricht seriously that marks them out (indeed, Maastricht criteria are not strictly relevant for any of them except Finland), but rather that in these countries there seems to be national ownership of some concept of long-term fiscal sustainability which has political traction. This makes it possible to curb the natural political tendency to live a pro-cyclical fiscal regime – spend a little more today when times are good, and hope that things stay good until the next election. When things do go sour and large deficits emerge, the opposition will accuse the incumbents of fiscal irresponsibility, and get voted in on promises of fiscal rectitude. This government then has the choice of imposing budget austerity pro-cyclically, or walking away from its campaign promises

and passing the hot potato onto the next administration, at a still higher level of public debt. This is no doubt an exaggerated account of how things work, but such tendencies are clearly visible in a lot of countries. The Nordics are not totally immune, and Norway in particular is still a long way from long-run fiscal sustainability, despite its large oil/pension fund, given the income-support promises implicit in its pension system. And there are some non-Nordic countries outside Europe, notably Australia, New Zealand and Canada that also seem to have embedded a longer-term view of fiscal responsibility into the electoral calculus. But finding a political-economy solution that makes it possible to run sensible fiscal policies is a tough challenge for almost all countries, even if the political-economy “game” has rules that are unique to each.

The origins of the current fiscal crisis, as argued above, lie in the oft-repeated tendency of governments to avoid using good times in a countercyclical way to draw down debt, but rather to be satisfied with doing the minimum. So the cushion to deal with bad times isn't there. The optimist might argue that now governments may have really learned the lesson, and won't repeat this particular error again. The problem is, it is not obvious, from a budget perspective, that “good times” will come again any time soon. All the latent pressures building up on budgets because of population ageing are now becoming manifest; so even a strong recovery will not bring about new surpluses that could be saved. The first decade of this century may well have been the last chance for many countries to get their fiscal houses in order relatively painlessly. It will be much harder now.

What is the issue? Liberal economic doctrine would argue that there is no real problem. In the end, countries that can't find the internal political resources to deal effectively with their budgets will be forced to do so eventually by the markets. (Indeed, what country would face the consequences of sovereign default—still a moot question since no country of economic significance has ever been allowed to actually default. There is no international law applying to bankruptcy of a government, and, in a formal sense, there have never been bankrupt governments in the modern era).

But surely we can do better than to rely on “market discipline.” For one thing, it is not at all clear that market discipline really works vis-à-vis large, powerful economies and notably the USA (but also a number of others.) For another, market-forced adjustment in the context of recessionary pressures could trigger a dangerous negative spiral.

One would want another instrument: one that somehow makes it possible to pre-commit to a longer-term fiscal adjustment strategy in a way that markets would find credible. It is not clear if such a pre-commitment instrument is possible within the constitutional constraints of democratic countries that rely on elections. Governments typically cannot pre-commit the actions of successor governments, and if the electorate doesn't like austerity, there will be such a successor. But I think it is urgent to explore, in all national contexts (political economy is quintessentially a game played by very country-specific rules), whether there are political-economy remedies that could buy some degree of credibility for longer-term adjustment without requiring that countries shoot themselves in the foot with overly aggressive short-term tightening. After all, as noted above, a few countries seem to have been able to achieve such a result. Perhaps ways could be found for others to do likewise.

One possible approach that I have strongly supported would be to lock in a long-term commitment to GHG abatement with a permit path consistent with this objective, embedded in a cap-and-trade system. Since it is clear that in such a regime permit prices would rise steadily and quite sharply over coming decades, this would represent a significant longer-term revenue source for governments if the pressure to grandfather such permits can be resisted. Such a future revenue path could substantially offset the projected drift into unsustainable deficit arising from population ageing, and thus perhaps reassure markets that long-run insolvency is less of a risk than appears under present conditions. Actually, such a mechanism was present in the initial Obama planning budget; but prospects for implementation of anything like this now look all but dead. So other approaches will have to be devised.

In sum, the issue of how to get sensible fiscal policy going forward is a crucial one; it is however difficult not to be very pessimistic on this score at the moment.

2.3 Looking forward

Even if, as argued in the first part of this paper, there is a certainty that at times the economists will just get it wrong, I would argue that economists nonetheless have sensible things to say about the future and the policies needed to confront this future successfully. In this section I present and briefly examine the implications of four propositions that I consider important in this context, relating to economic growth, the future of monetary policy, financial regulation, and overall “economic model” choice.

Trend growth in the OECD area over the coming decade is very likely to be slower than it has been over the past several decades.

There are a number of reasons why potential growth will be weaker in this decade than in the previous ones: demographics in a lot of countries are becoming less growth-friendly; the impact of rapid growth in non-OECD countries is probably near its maximum now, and is likely to attenuate as Chinese double-digit growth falls back toward something like 7-8 per cent (before slowing more sharply as adverse population dynamics there start to kick in); energy and GHG concerns dictate a substantial redirection in the way our economies grow. While the long-term growth impact of such a redirection need not be significantly negative and could even turn out to be positive, transitions of this magnitude are hard to handle because of rigidities in the composition of both physical and human capital and such transition difficulties will for some time weigh on growth (and certainly on measured GDP growth, since the increased production of environmental goods, which is not captured in GDP, will involve some substitution away from production of goods and services that are captured in this measure).

But there is also an important, more “endogenous” reason for supposing slower trend growth going forward. Some years ago I coined the catch-word “Super Say’s Law.” I didn’t invent the economic insight underlying it, but just gave it a name. The argument is that when longer-term expectations are for a rapid rise in future income, economic agents will tend to bring this future windfall forward (lifetime consumption smoothing) and investors face a similar incentive to get ahead of the game. In this way,

supply has a tendency to create more than its own demand. More precisely, the expectation of future supply drives current demand above current supply. Hence the term “super”... Say argued only that supply creates its own demand. But the argument works both ways. With more negative expectations about future income, the same economic logic suggests that current demand is more likely to fall short of current supply. Of course, on both sides of this, there are various feedbacks and policy reactions that operate to mitigate or indeed neutralize this tendency; but I do consider that the nature of longer-term growth expectations is an important “state variable” in understanding the dynamics of the economy in the short and medium run.

I cannot of course be certain that longer-term growth expectations will remain weak for quite some time; but the “exogenous” factors cited above should underpin such expectations to some extent. And, perhaps more important, the scope at least for fiscal policy to serve as a counterforce looks minimal, given the worsening budget situation in most countries, even if some recovery of market tolerance allows overt fiscal crisis to be avoided. It is not simply a matter of fiscal policy plugging a “demand hole”. Government spending in a number of areas, including R&D, infrastructure, education, and training plays an important role in stimulating potential growth. But it is these spending areas which experience suggests will come under most pressure as governments strive to bring deficits under control at a time when social security spending (pensions and health) is set to grow inexorably. And the feedback effects compound the problem, with slower than expected growth leading to larger-than-planned deficits and hence more pressure to cut spending. To the extent that some countries, notably the United States, still imagine that the best remedy for deficit reduction is rapid growth, hopes of such a development will surely be disappointed.

This is not an encouraging picture; and there are no easy solutions. But it is clear that pro-growth structural policies will be vitally important in the period ahead, and political-economy resistance to such policies will have to be overcome. Of course we don't know everything about what constitute pro-growth structural policies; but there is a lot of real content in the OECD's “Going for Growth” work; and very little of what is presented in this work has been challenged or vitiated by the current crisis.

Inflation targeting remains a viable framework for monetary policy; but there is a strong case for providing Central Banks with an additional, non-traditional instrument to address issues arising in asset markets.

As argued above, there is a good case to be made for the ECB position that monetary authorities should worry not just about consumer price inflation, but also be mindful of emerging asset-price bubbles and seek to head these off. But integrating such an objective into an inflation-targeting framework is far from straightforward. Indeed, it is not obvious, even in the case of the ECB, that this objective actually influenced the conduct of monetary policy, except for the rhetoric used to explain it. Nor is it obvious that a little “leaning against the asset wind” mixed into an inflation-targeting strategy would suffice to quash emerging asset price bubbles. Finally, at least for smaller countries (and this condition clearly applies to Norway), it is not clear that monetary tightening, which does remain an effective instrument for curtailing inflation, via the exchange-rate channel if nothing else, would be an effective instrument for constraining

the emergence of credit-fuelled asset-price bubbles, even if vigorously applied, if uncovered interest-parity doesn't hold strictly and all the time.

The fundamental issue is that, as things stand in most countries, monetary policy has one assigned objective –some notion of sustained price-stability- and one instrument, typically a policy-set interest rate, to achieve this objective. The credibility of this approach has meant that over time progressively easier monetary conditions have proved compatible with meeting the inflation objective. This is clearly a good thing: low nominal interest rates (in an environment of low inflation expectations) is a positive result for a lot of reasons. The assignment of a second objective to monetary policy (the containment of asset-price bubbles) would immensely complicate the communication problem that central banks have to confront; and could well wipe out the “credibility premium” that Central Banks have earned for the success of the inflation-targeting strategy. So in the end; I would argue that most of the current criticisms directed at Central Banks in the wake of the crisis are without merit. The Central Banks were doing their jobs, and generally doing it well to judge by inflation outcomes. I do believe that at some point, sometime in the future, the inflation-targeting model will break down, for the fundamental reason that in self-referential systems, all models break down at some point. But it hasn't broken down yet, so the old adage applies... If it ain't broken, don't fix it.”

From this perspective, if society nonetheless wants Central Banks to take responsibility for developments in asset markets, Central Banks would need to be given another instrument that is not co-linear with interest rates. One such instrument, available to the Spanish Central Bank (but alas not used aggressively enough in that country, in part because other EMU countries found it objectionable, but more fundamentally because its effectiveness was doubtful within a monetary union) is the possibility to use supervisory authority in a counter-cyclical way, by tightening provisioning requirements in boom times and easing them in periods of economic weakness. I confess to being a convert on this issue: I used to argue that prudential regulations needed to be set in a long-term context to provide a stable market environment where financial agents could plan ahead without undue regulatory uncertainty. But such a second instrument, if generally adopted, could be the basis for assigning Central Banks some kind of “credit targeting” objective in addition to the inflation-targeting objective they now have. Of course, the question of whether such a second instrument is needed, and whether it would prove effective within an enlarged mandate for Central Banks, depends critically on what is done globally to overhaul financial regulation and supervision.

Financial regulation clearly has to be strengthened globally; the essential difficulty is that such regulation needs to be globally consistent because financial institutions operate globally; but in political-economy terms countries want to preserve the power to regulate and manage as they see fit.

The one indisputable proposition is that, whatever one's views about appropriate financial supervision and regulation before the crisis, a tighter regulatory regime is necessary going forward because the degree of “moral hazard” in the financial system has been dramatically increased by the widespread (and necessary) actions taken by

governments to prevent a financial system meltdown. Institutions that are demonstrably “too big, or too interconnected, to fail” cannot be counted on to take balanced risk/return decisions, because the downside of the return distribution is truncated. This is nothing new; the *raison d'être* for financial regulation has always been that financial institutions operate under conditions of moral hazard, beginning with commercial banks that operate under deposit insurance, but extending in more indirect ways to a range of other institutions. And the crisis has made it clearer still that even institutions that in principle operate entirely at their own risk are in fact subject to moral hazard because of interconnectedness.

And now everyone is talking about the need for tighter regulation. I agree, but remain unconvinced that the right measures will be taken. At the moment, I detect no clear political will to internationalize financial supervision and regulation, because each country wants to maintain its own competences in this regard. But then each country is enormously weakened in political-economy terms vis-à-vis the institutions it seeks to regulate. Since the institutions operate globally, they can at all moments threaten the domestic regulator with delocalization of their headquarters if the regulatory regime doesn't suit them. The only real constraint on these institutions is that such a delocalization might lose them the benefits of covert support from the government under “national champion” policies. But this kind of support only further undermines the intended rationale of regulation (to counteract intrinsic moral hazard problems) by further increasing moral hazard. And governments are unlikely to put their “national champions” at a competitive disadvantage vis-à-vis foreign competitors through tougher regulation. So all the conditions leading to a regulatory “race to the bottom” remain in place. The inability of EMU countries to develop a consistent and uniform regulatory environment even among countries that share a common currency is indicative of the political-economy barriers to the development of the required regulatory reform. But it's still early days. Countries are still actively pursuing a range of regulatory reform options in this sphere; and maybe in the end more will be accomplished than I now expect.

Analytically, the interesting question is what kind of regulation is needed. All would agree that a broad range of regulatory measures to constrain the *behavior* of financial institutions would be appropriate (even if any particular measure in this domain is likely to prove controversial.) My own top priority in this regard would be to require all originators of debt contracts to maintain at least some fraction (say 20%) of the exposure on their own books. A second priority, though one which is much harder to implement since corporate governance issues are only marginally under the control of the authorities, would be to require pay packages for top executives to be much more dependent than they are at present on long-run performance. The logic of stock-option bonuses is sound, in that it aligns the interests of managers with those of owners, and would be a sufficient instrument if stock valuations were indeed based on expectations of long-term performance. But short-termism in stock markets is a clear problem; and because of failures in this market, current remuneration schemes simply exacerbate the problem. A third priority, as suggested in the previous section, would be to build counter-cyclical triggers into supervisory regimes, so that, for example, provisioning requirements were automatically increased when Central Banks considered that “boom conditions” were emerging. It is worth noting that current practice makes regulatory rigor pro-cyclical, because default rates and hence provisioning requirements fall in good times, and rise in bad times. Further increasing capital requirements, which

seems to be the central focus of current reform discussions, could be marginally useful, but only if coupled with a much tougher regime for assessing what liabilities have to be kept “on the books.” My concern here is that financial innovation will generally be able to find ways of circumventing any specific set of capital adequacy requirements, and thus not really constrain leverage.

More controversially, there is the question of whether financial regulation needs to be directed at modifying the *structure* of the financial industry. The obvious target would be to re-introduce some form of legal separation between commercial banking and investment banking; but a fuller menu of structural separations would probably be appropriate if this route were followed. The essential point in favor of such a structural reform as argued by Haldane, is that networks are more robust if they are made up of heterogeneous components operating under different survival strategies. While I cannot cite the hard evidence that such a structural separation of functions across financial institutions is necessary and beneficial, I would invoke the precautionary principle, and put myself in the camp of those who advocate the need to create stronger functional separations across financial institutions in terms of who can do what.

The other Haldane hypotheses, relating to enforcing a more hierarchical structure for the financial system through a special regime for “nodal” institutions, also deserves to be explored further.

The tenor of this paper has undoubtedly been negative in tone with respect to a number of crucial issues we will have to confront. But it does not intend to suggest, as some have argued, that the crisis signals the end of capitalism as we know it. Overall, there is still no credible fundamental alternative to the market-capitalist model that has brought enormous prosperity to those countries that have embraced it. At the margins, the number of well-known caveats to the doctrine of “letting markets work” may have been increased a bit in scope and intensity by the recent crisis; but “letting markets work”, under appropriate and most often “light-handed” regulation, remains a valid paradigm.

It is worthwhile, indeed important, to take a longer-term view of the recent crisis. Financial crises have been endemic in the historical development of capitalist economies, and by historical standards, the recent crisis has been a relatively mild one. Economic recovery now seems to be underway within the OECD area, though Europe as a whole, typically, appears to be somewhat less resilient than the United States and many other parts of the world, and the risks of a “double-dip” recession cannot yet be put aside. On the downside, it is possible to argue that the financial crisis of 2008-2010 was not the real crisis, but just a fore-shock to alert us to the real crisis that is forthcoming: the fiscal crisis. Markets certainly seem to have become singularly alert to this risk in the wake of the Greek debacle and to the notion that there is money to be made in betting on eventual government defaults. I wouldn’t bet my house on this current fashion: the international will to not let an OECD country go bankrupt is real, and in the end will stave off such an event. But the fiscal risks going forward are undoubtedly severe, and, as argued above, the political economy of addressing this issue is very complicated in a number of countries.

The budget problem has to be addressed for sure. But it is not obvious that the market-economy context in which our countries operate is the source of the difficulties. Indeed, there is no shortage of historical episodes demonstrating that when push comes to shove, democratic societies can bite the fiscal bullet (including the Nordic countries in the 1990's). That said, I do worry a lot about the United States, where the political-economy environment for serious action at the federal level looks disastrous. On the other hand, necessity is the mother of invention, even in fiscal matters. For example, many states in the US, faced with very difficult budget problems because their constitutions rule out deficit spending, have in effect decided to flout federal "war on drugs" legislation and turn the thriving marijuana industry into a revenue source instead of an enemy to be combated at high cost. This could well spread to a broader re-appraisal of the whole war-on-drugs strategy which has been enormously expensive, and notably unsuccessful in achieving any of its stated aims.

The drug example cited above is just one instance of a more general point: problems in the way our economies work arise at least as often because of misguided government attempts to curtail market functioning in the name of some greater "social good", as they do from genuine market failures that need to be addressed (though the earlier discussion of financial markets makes it clear that such "market failures" also abound.) Clearly, there is a delicate balance here: market failure is a problem; but so is government failure. If markets are short-sighted, politicians may be even more so, given electoral cycles. Markets may be distorted by greed, which spawns criminal behavior if the actors think they can get away with it. But politicians are also highly corruptible in their quests for campaign funding (or party funding where campaigns are fully centralized at party level). Indeed, I would argue that the most serious threat to the good functioning of market capitalism in a democratic society is the political-economy interaction between greedy market operators looking for an edge, and susceptible politicians looking for re-election. In a paradoxical vein, it strikes me that the Nordic countries, which are often viewed internationally as not really part of the "market capitalist" system because of their "socialist" tendencies, are in fact the truest defenders of the system, because high levels of social protection make it possible politically to resist pressures from companies to provide special protections when times turn rough. The adage that the role of government is to protect workers, not jobs, is key to this. And the willingness of the Swedish authorities to stand up to pressure from General Motors and not offer government support for a SAAB bail-out illustrates this concretely (though I remain a bit mystified about the conditions that permitted a "white knight" from the Netherlands to acquire this particular property).

In sum, the real challenge for governments in democratic societies that operate under market capitalism is, first, to ensure that their own house is in order; and second, to provide needed regulation to those markets where market-failure is intrinsic and predictable. But this leaves a large grey area where markets may not operate exactly the way people want, but where the potential benefits of government intervention have to be carefully weighed against the risks of government failure: sometimes the cure can be worse than the disease!

2.4 A summing up

To conclude this paper, I would simply restate three propositions that summarize the essence of the argument presented in this paper:

- Because of self-reference, economics can never aspire to be a science in the sense of yielding reliable predictions. When it comes to assessing how a given economic situation will evolve, or predicting the economic consequences of a given government policy decision, economists will for sure get it wrong at least some of the time.
- That said, training in economics does provide economists with a certain comparative advantage in assessing a broad range of real-world economic issues, and their views need to be listened to. Perhaps conveniently, it will turn out most of the time that economists' views will straddle a range of possibilities (the famous "two-handed" economist so disliked by Harry Truman). But at least economic analysis, at its best, can narrow margins of uncertainty and thus provide an improved decision-making environment for both market actors and public authorities.
- If there is a "crisis of capitalism", the financial shock of 2007-2009 is not its harbinger, but rather a regrettable recurrence of an endemic problem within capitalist economies. Policies to minimize risks of a recurrence are reasonably well-understood; but political-economy considerations make the adoption of such policies difficult. A more severe future crisis is not to be excluded; its source will be fiscal (mis)management; and the core of the problem is beyond the reach of economic analysis, but lies in the very complex game-theoretic world of political economy.

The Villagers and the Tigers: the Problem of Self-reference in Economics

In this paper titled "Economics and the Crisis: Some Reflections" I discuss at some length the problem of self-reference as a fundamental restriction on what economics can hope to achieve. This note seeks to make the argument presented in that paper more concrete and accessible, via an extended thought experiment inspired by my wife, a non-economist, who found my presentation in the above-mentioned paper somewhat less than totally pellucid, and asked me to consider the problem of tigers.

Here's the set-up.

In some remote area, there are a number of (largely) isolated villages. The villagers in each village have a problem: going out of the village is important and useful for a variety of reasons; but is also dangerous because there are man-eating tigers marauding about, so that going out exposes one to the risk of getting eaten by one of them. This is a classic economic-choice problem: not going out at all is assumed to be not viable (no corner solutions.) The trick is to balance the gains from going out for a certain amount of time, which yields positive but diminishing marginal utility, against

the cost of doing so, which increases with the amount of time spent outside, since the chances of being eaten grow with the length of exposure to tiger-risk.

For purposes of this thought experiment, I rule out other real-world options (buy guns, build tiger traps, etc.) and focus on the choice problem: how much do I risk going out?

Let us start with a single village. To fix ideas, I assume it is a village that has a strong fear of tigers (village lore goes back to a time when lots of ancestors got eaten up.) So the villagers go out the absolute minimum, and live as best they can (not very well!) Enter an economist (O.K., an economist with a B.A., and not the brightest bulb in the universe). He looks at the situation and asks what are really the odds on getting attacked by a tiger. He does research: a thorough scan of the local paper for obituary notices of tiger-induced deaths; field research on the frequency of tiger-sightings; examination of other evidence suggesting presence or absence of tigers. From this assorted evidence, and some clever modeling work he calculates the probability of a tiger attack per hour spent outside. It turns out to be extremely low. So he tells the villagers that they would really be much better off spending more time outdoors (to the point where the marginal value of an extra hour outside is just equal to the marginal value of living longer multiplied by the (very small) marginal risk to life of spending an extra hour outside, adjusted by some coefficient to capture risk aversion. The notion of the marginal value of living longer is of course a subjective matter, and villagers may differ on this, as they might differ on their degree of risk aversion, but to avoid getting into needless complexities, I assume that village culture is homogeneous in these regards, so that there is a unique optimum solution for all the villagers. I also assume away the notion that the risk of tiger attack may depend on how many villagers are out at a given time, so as to avoid getting into questions of strategies of risk minimization through collective planning of sorties.

The villagers believe the economist's model; they thank him profusely; and they start going out more. Whoops! Tiger-induced deaths soon largely outstrip the model predictions. The economist is beaten by the villagers for bad advice, hung out on a tether, and duly devoured by tigers. The villagers go back to their old ways.

Enter a second economist. (This one had a Ph.D from M.I.T., and training in Operations Research.) He immediately spots the flaw in the first economist's model: that model assumed that the probability of a tiger attack was independent of the villagers' decisions on how much time to spend outside. But it is plausible that tigers would tend to congregate where their chances of catching a villager to eat were greatest. Since this village had a history of minimal outside time, tigers would have tended to be elsewhere; but when the villagers changed their behavior, so did the tigers. So, what to do? Obviously, the tiger's response function to villager presence needed somehow to be made endogenous in the villagers' decision rule on how much time to risk being outside. But this economist was up to the task: all he needed was a clear representation of the tigers' response function, and some restrictions on its character since he wanted to avoid very messy time-variant decision rules that exploited slow adjustment speed on the part of tigers (e.g. go out a lot very quickly in the beginning, then stop going out altogether for as long as you can manage). To avoid getting too complicated, I will henceforth assume that tigers' adjustment to villager

presence or absence is instantaneous. Given this assumption, the choice problem is just one of stochastic programming with trivial dynamics.

Still, the economist needed some way to calibrate the tigers' response function. One approach was to generate some data by having villagers go out for different periods of time, and thus to establish a correlation between time spent outside and frequency of tiger attacks. Alas, economists, unlike most other scientists, are generally not sanctioned to perform controlled experiments of this kind (for good reason!) But economist #2 was equal to the situation. He did two things: first, he looked over the long history of tiger attacks around the village, and (a harder task) developed some proxies indicating how outside-time had varied over the village's historical record. (It turned out, for example, that average villager body weight was correlated positively with time spent outside, no doubt because of increased access to foodstuffs; and luckily there was a nice time series of body-weight data at the local clinic, from the annual medical check-ups that the villagers had had from time immemorial.) But economist #2 didn't stop there. He also made visits to all of the other villages in the region. He observed that in different villages the villagers had different average times for being outside and also different frequencies of tiger-attacks. So in the end he had a wonderful compilation of time-series and cross-section data, and given his mastery of the econometrics of panel data, it was child's play to estimate the slope of the tigers' response function (with a small standard error.) He still needed a measure of his villager's coefficient of risk aversion to calibrate his optimal decision rule, but some organized lottery experiments in the village hall soon gave him a handle on this.

So, economist #2 constructed an optimal decision rule for the villagers that fully took into account the fact that the density of tiger presence was itself influenced by the decision that the villagers took. He presented them with his results. The stuff looked pretty complicated to them, so they were naturally skeptical. But he persevered, and thanks to his eloquence (did I mention that this economist had also spent a stint as a political speechwriter at the C.E.A?) the villagers eventually bought on.

I would like to be able to say that from then on all was for the best in this best of all possible worlds. And indeed, for a time this seemed to be the case. Thanks to its optimum decision rule, this village grew to be the most prosperous in the entire region, with an acceptable death-rate from tiger attacks. But then something happened. The other villages got wind of the decision rule. (Actually, the economist had published it in the local paper, and word of it eventually spread.) These other villages, seeing how well the rule worked, decided to adopt it too. As it happened, the outcome was that, on average, villagers throughout the region were henceforth spending more time outdoors that they had been before they all adopted the rule.

Tigers from the much vaster surrounding area got wind of this; the region suddenly became a haven for tigers from near and far; and all the villagers in all the villages were eaten up. In economic parlance, the model broke down because it was too credible!

3 Incentivstrukturer i avlønning i finansbransjen

Bård Kuvaas, professor ved Handelshøyskolen BI

26. mai 2010

3.1 Sammendrag

Første del av notatet inneholder begrepsavklaring, avgrensning og en kort beskrivelse av de mest grunnleggende teoriene som ligger til grunn for bruk av variabel belønning. Med utgangspunkt i såkalte meta-analyser beskrives deretter hvilke tilsiktede og utilsiktede effekter en kan forvente ved bruk av variabel avlønning. Basert på den mest omfattende forskningen på området konkluderes det med at individuell prestasjonsbasert avlønning kan ha sterke positive effekter for relativt trivielle, enkle og standardiserte oppgaver som i utgangspunktet ikke er indre motiverende. For andre oppgaver viser denne forskningen at slik avlønning i beste fall ikke har noen effekt.

I notatets andre del beskrives hovedfunn fra et forskningsprosjekt blant selgere av forsikringsprodukter i et stort norsk forsikringsselskap. Prosjektet inneholder longitudinelle data over ca. to og et halvt år, med kvartalsvise og årlige bonusutbetalinger basert på oppnåelse av salgsmål, samt fastlønnsnivå, selgerens opplevelse av avlønningssystemets prosedyremessige rettferdighet, opplevelse av arbeidsstress, ytre og indre motivasjon, og turnoverintensjon. Alt i alt er det lite som tyder på at avlønningssystemet har hatt noen identifiserbare positive effekter for produktiviteten, samtidig som det dokumenteres flere negative utviklingsstrekk.

I notatets tredje og siste del drøftes implikasjoner av forskningsfunnene for variabel belønning i finansbransjen med spesiell fokus på ulike incentivsystemers egnethet som motivasjonsinstrument ved salg av finansielle produkter. Her konkluderes det med at dersom økt salg eller salg av spesielle typer av finansprodukter fremfor andre er målet kan individuell prestasjonsbasert avlønning være effektivt. Når forhold som kundeservice, kundetilfredshet og organisasjonens renommé bringes inn i bildet er det lite som tyder på at slike avlønningssystemer er effektive for organisasjoner eller til det beste for organisasjonens kunder.

3.2 Teori og empirisk forskning vedrørende prestasjonsbasert avlønning

Begrepet prestasjonsbasert avlønning henviser til en rekke former for lønnsutbetalinger som har det til felles at de er basert på vurderinger av lønsmottakerens prestasjoner. Det er vanlig å skille mellom individuelt og kollektivt nivå på prestasjon og avlønning og i hvilken grad prestasjonsvurderingen er gjort på bakgrunn av tilnærmet objektive kriterier eller på subjektive vurderinger av atferd, eventuelt i tillegg til tilnærmet objektive kriterier (Gerhart & Rynes, 2003). Dessuten må vi skille mellom variable og faste lønnskomponenter. En variabel lønnskomponent gis en gang (f.eks. en månedlig eller en årlig bonus) og vil ikke utgjøre en del av fastlønnen, i motsetningen til prestasjonsbaserte faste lønnskomponenter som rett og slett betyr en endring i den faste eller garanterte lønnen på bakgrunn av vurdering av lønsmottakerens

prestasjoner. Dette notatet vil i hovedsak omhandle individuelle variable lønnskomponenter.

Hovedteorien som ligger til grunn for slik avlønning er forventningsteori (Vroom, 1964). I sin originale form var forventningsteori ment å predikere valg mellom alternativer, intensjon og innsats – altså ikke prestasjon eller «en godt utført jobb». Det har imidlertid ikke forhindret at teorien har blitt tatt til inntekt for at prestasjonsbasert avlønning også skal gi bedre prestasjoner, men da har man ikke tatt hensyn til at økt innsats ikke alltid gir bedre prestasjoner. I all sin enkelhet postulerer teorien at motivasjon styres av;

- forventningen om at økt innsats gir bedre resultater,
- troen på eller erfaringer med at bedre resultater gir økt avlønning (instrumentalitet),
- og at belønninger består av noen man ønsker (valens).

Målsettingsteori er ment å predikere prestasjoner, og den postulerer blant annet at prestasjonsbasert avlønning vil øke lønnstakerens aksept for vanskelige prestasjonsmål som i sin tur skal gi bedre prestasjoner (Locke, Latham, & Erez, 1988). For øvrig er teoriens hovedpostulat at dersom ansatte har spesifikke og utfordrende mål er det bedre enn om de har vage, enkle og «gjør-så-godt-du-kan» mål. I tillegg er det en forutsetning at arbeidstakeren har de nødvendige evner, høy målforpliktelse og aksepterer målene, samt at det gis prestasjonsrelevant feedback.

Felles for disse teoriene er at de er opptatt av direkte incentiveffekter. Direkte incentiveffekter har til hensikt å få medarbeidere til å gjøre noe de ellers ikke ville ha gjort, for eksempel å øke arbeidsinnsatsen. For å få til dette er det viktig at det er en tett, klar og forutsigbar kobling mellom resultatet av arbeidet og belønningen slik at medarbeideren opplever høy grad av instrumentalitet (se kulepunkt nr. 2 over). Resultatbaserte individuelle avlønninger (alt fra ren akkord hvor man kun får betalt for antall produserte eller solgte enheter til en kombinasjon med relativt høye fastlønnsnivåer og en liten variabel komponent) er vanligvis antatt å ha den sterkeste direkte incentiveffekten – hovedsakelig av to grunner. For det første fører resultatbaserte «objektive» kriterier til mer nøyaktige og udiskutable målinger av prestasjoner enn det subjektive vurderinger gjør. For det andre gir individuelle ordninger vanligvis mer entydige sammenhenger mellom resultatet av eget arbeid og egen avlønning enn ved kollektive ordninger, hvor gratispassasjerproblematikken ofte gjør koblingen uklar (selv om gruppebonuser i enkelte tilfeller kan være svært så instrumentelle og ha sterke direkte incentiveffekter). Derfor blir kollektiv prestasjonsbasert avlønning regnet som mindre instrumentell og derfor ha svakere direkte incentiveffekter enn individuelle varianter.

Den meta-analytiske studien¹ som ofte fremheves for å dokumentere positive effekter av individuell prestasjonsbasert variabel avlønning viser at dette virker på kvantitet, men ikke på kvalitet (Jenkins, Gupta, Mitra, & Shaw, 1998). Denne studien inneholder 39 enkeltstudier hvorav 33 utgjør eksperimenter i laboratorium og

¹ En meta-analyse inneholder analyser som sammenfatter en rekke enkeltstudier vedrørende en gitt problemstilling.

simuleringseksperimenter, mens seks er felteksperimenter fra arbeidslivet. Studien skiller mellom interessante og uinteressante oppgaver, men finner ingen forskjeller i resultatene for de to oppgavetyperne². Felteksperimentene bestod av oppgaver og prestasjonsmål som f.eks. hvor hurtig man gjennomfører en eksamen, antall utfylte datakort, antall trær plantet per time og antall rotter fanget per time. Altså enkle, rutinepregede og i utgangspunktet lite motiverende oppgaver hvor det er enkelt å måle prestasjonen som ligger til grunn for avlønningen – og hvor økt innsats fører til bedre prestasjoner. Disse funnene understrekes også av en meta-analyse av 72 studier fra reelle organisatoriske settinger (Stajkovic & Luthans, 2003), hvor prestasjonsbasert variabel avlønning indikerer en økning i prestasjonene på 23% for enkle oppgaver hvor innsatsøkning synes å være hovedforklaringen.

I en nylig publisert meta-analyse inkluderes også studier publisert etter Jenkins et al. (1998) sin studie, samt at også studier publisert i økonomiske tidsskrifter er inkludert (Weibel, Rost, & Osterloh, 2009). Denne analysen omfatter til sammen 46 enkeltstudier (alle er eksperimenter) med til sammen 155 undergrupper og 46,363 respondenter. For å teste hypotesen om at individuell prestasjonsbasert variabel avlønning har positiv effekt på prestasjoner for uinteressante oppgaver og negative effekter for interessante oppgaver ble to uavhengige kodere benyttet til å klassifisere oppgavene i de ulike studiene. Funnene gir støtte til hypotesen og viser en sterk positiv effekt for uinteressante oppgaver (en gjennomsnittlig vektet korrelasjon på 0.42, $p < 0.001$) og en negativ effekt for interessante oppgaver (en gjennomsnittlig vektet korrelasjon på -0.13, $p < 0.001$).

Samlet sett gir disse to meta-analysene grunn til å konkludere med at individuell prestasjonsbasert variabel avlønning vil øke prestasjoner for enkle og/eller uinteressante oppgaver som er enkle å måle og kvantifisere. Hovedforklaringen til uteblitt eller negativ effekt for interessante eller mer komplekse oppgaver er at penger i all hovedsak kan øke innsatsen til belønningsmottakeren, og ikke andre forhold som er viktig for utføring av de fleste jobber (f.eks. mentale evner, hukommelse, engasjement). Når det gjelder negative effekter av individuell prestasjonsbasert variabel avlønning er det to hovedforklaringer, en motivasjonell og en kognitiv eller mental:

Fortrengning av indre motivasjon

Indre motivasjon referer til atferd utført med bakgrunn i indre belønninger som tilfredshet, glede eller mening knyttet til de oppgavene vi utfører, som for eksempel når vi er engasjert i en hobbyaktivitet og «glemmer tid og sted». Da vil vi i mindre grad tenke på hva vi får for å utføre aktiviteten mens vi utfører den. Ytre motivasjon referer til atferd hvor drivkraften for atferden kommer fra ytre belønninger, som for eksempel når vi tar oppvasken for å få skryt, for å bli fremstilt i et godt lys, eller for å tjene en hundrelapp eller flere.

I arbeidslivet vil rendyrket ytre motivasjon tilsi situasjoner hvor vi gjør jobben vår utelukkende for å oppnå ytre belønninger som for eksempel lønn, bonus, frynsegoder eller en forfremmelse, eller for å unngå straff som for eksempel å bli

² Studien har derimot blitt kritisert for å kode veldig enkle og repetitiv oppgaver som interessante, f.eks. punching av spørreskjemaer.

oppsagt eller degradert. Kilden til motivasjonen ligger altså utenfor det å utføre jobbaktiviteten, og er i stedet knyttet til resultatet som følge av den. Når individuell prestasjonsbasert variabel avlønning øker lønnsinntakerens innsats er det altså fordi ha eller hun blir ytre motivert til å gjøre oppgaven. I tillegg kan individuell prestasjonsbasert avlønning redusere lønnsinntakerens indre motivasjon. En meta-analyse av hele 128 eksperimentstudier (med i all hovedsak barn og unge som respondenter) viser at ytre belønning i form av materielle goder har en tendens til å redusere belønningsmottakernes indre motivasjon for oppgaver som i utgangspunktet er indre motiverende (Deci, Ryan, & Koestner, 1999). På den annen side viser studien at verbale ytre belønninger (for eksempel ros) øker den indre motivasjonen, og at materielle goder som kommer overraskende eller som ikke er relatert til atferden ikke reduserer indre motivasjon. Overraskende påskjønnelser har altså ingen negative effekter på indre motivasjon, men vil sannsynligvis heller ikke ha noe positiv effekt på ytre motivasjon.

Det finnes flere forklaringer på hvorfor innføring av ytre belønning for interessante eller på andre måter meningsfulle oppgaver kan gi ytre i stedet for indre motivasjon. Den klassiske forklaringen peker på at belønningsmottakeren føler seg kontrollert utenfra og opplever underdekning av behovet for autonomi eller selvbestemmelse (Deci et al., 1999). Fra å tenke at «dette gjør jeg fordi det er meningsfylt, interessant, morsomt, utviklende osv.», kan tanken bli at «dette gjør jeg fordi jeg får betalt for det». Siden finansielle incentiver utgjør en meget sterk forklaring på, eller bidrar til å rettferdiggjøre en aktivitet, vil fokuset kunne forflyttes bort fra indre motiverende aspekter som hvor spennende, viktig eller interessant aktiviteten er. Av dette kan man slutte at jo tydeligere kobling det er mellom aktiviteten og den ytre belønningen, jo større er faren for fortrenkning av indre motivasjon. Samtidig er tydelige koblinger mellom utført atferd og belønning - at de ansatte vet hva som skal til av atferd for oppnå en på forhånd kjent, ønsket og stor nok belønning, selve grunnlaget for at ytre belønninger skal ha en instrumentell og ytre motiverende virkning.

Weibel et al. (2009) gjorde også en såkalt vignettstudie hvor respondentene (MBA-studenter) skulle oppgi sine preferanser for frivillig å legge inn en ekstra innsats i et prosjekt. I denne studien finner de at variabel avlønning (50% fast og 50% avhengig av prestasjoner) øker ekstrainnsatsen ($\beta = .24, p < 0.001$). Når motivasjon inkluderes i modellen gir indre motivasjon en meget sterk økning i ekstrainnsatsen ($\beta = .60, p < 0.001$), mens ytre motivasjon gir en svak økning ($\beta = .11, p < 0.05$). Når det tas hensyn til samhandlingseffekten mellom variabel avlønning og indre motivasjon har variabel avlønning negativ effekt på ekstrainnsats ($\beta = -.25, p < 0.01$) som utgjør fortrennings-effekten. Til sammenlikning har samhandlingseffekten mellom variabel avlønning og ytre motivasjon en positiv effekt på ekstrainnsats, men denne er betydelig svakere enn den negative ($\beta = .14, p < 0.05$). I sum dokumenterer de derfor en negativ effekt på ekstrainnsats.

Fortrenningseffekten underbygges også av at jeg (Kuvaas, 2008) i seks uavhengige utvalg med til sammen over 3000 respondenter finner at ytre og indre motivasjon er negativt korrelert³. Til tross for at cirka halvparten av disse

³ Signifikant negative korrelasjoner i 5 av de 6 seks datasettene. Den gjennomsnittlige korrelasjonen er -0.14 .

respondentene jobber innenfor bank og finans hvor mange jobber med salg hvor provisjonslønn ofte oppfattes som den mest effektive avlønningsordningen, er de gjennomsnittlige standardiserte betakoeffisientene for ytre motivasjon som følger;

- arbeidsprestasjoner = 0.12 (0.38 for indre motivasjon)
- ekstrarolleatferd = 0.14 (0.33 for indre motivasjon)
- affektiv organisasjonsforpliktelse = -0.06 (0.28 for indre motivasjon)
- turnoverintensjon = 0.16 (-0.30 for indre motivasjon)

Som vi ser er altså den sterkeste sammenhengen en positiv sammenheng mellom ytre motivasjon og turnoverintensjon som betyr at ytre motiverte medarbeidere har sterkere intensjoner om å bytte jobb enn andre. For arbeidsprestasjoner, ekstrarolleatferd og affektiv organisasjonsforpliktelse er dessuten de fleste enkelt-sammenhengene ikke statistisk signifikante. Disse observasjonene stemmer godt overens med en nylig publisert studie som viser at ytre motiverte medarbeidere opplever høyere emosjonell utmattelse, mer kortlivet tilfredshet ved å nå mål og høyere turnoverintensjon enn indre motiverte medarbeidere (Vasteenkiste, Neyrinck, Niemiec, Soenens, De Witte, & Van den Broeck, 2007). I tillegg viste de ytre motiverte medarbeiderne seg å være mindre tilfredse med og mindre dedikerte i og engasjerte av jobbene sine, samt mindre tilfredse med livet og ha lavere livslykke.

Innsnevring av oppmerksomhet

En annen mekanisme som kan forklare hvorfor individuell prestasjonsbasert variabel avlønning har positive effekter kun for enkle oppgaver er at det snevrer inn eller forstyrrer vår oppmerksomhet i oppgaveløsning. Forstyrrelser er et problem når prestasjoner er avhengig av overlærte ferdighet og automatisert mental informasjonsprosessering som ofte er viktig i idrettssammenheng (se f.eks. Dandy, Brewer, & Tottman, 2001). Innsnevring av oppmerksomhet er en utfordring når oppgaven som skal løses krever et visst nivå av strategisk tilnærming og mental prosessering. I en studie finansiert av The Federal Reserve Bank of Boston (Ariely, Gneezy, Lowenstein, & Mazar, 2005) gjennomførte de eksperimenter med oppgaver med ulike behov for motoriske ferdigheter, konsentrasjon og kreativitet. For åtte av ni oppgaver gjorde de i gruppen med høyest belønning det dårligere enn de med middels og lav belønning. Kun for en oppgave, som var å trykke «v» og «n» på et tastatur annenhver gang så mange ganger som mulig, gjorde de i gruppen med høyest belønning det bedre enn de andre gruppene. Denne oppgave krever kun ren fysisk innsats, helt uavhengig av mental prosessering. Selv for de oppgavene som krevde et minimum av mental prosessering førte større belønninger til dårligere resultater. For å undersøke generaliserbarheten til disse funnene ble eksperimentene gjennomført på landsbygda i India, ved MIT og ved University of Chicago. Forfatterne, hvorav de fleste av fremtredende professor i økonomi, konkluderer som følger (side 20):

«The prevalence of very high incentives contingent on performance in many economic settings raises questions about whether administrators base their decisions on empirically derived knowledge of the impact of incentives or whether they are simply assuming that incentives enhance performance.»

Til spørsmålet om variabel versus fast lønn, skriver de (side 20):

«It is also possible that, even if high incentives fail to improve the performance of those at the top of the income hierarchy, they could still increase motivation for rank and file workers who are not actually facing high incentives but are motivated by the prospect of doing so. However, again, there would seem to be better solutions to this problem, such as simply paying top workers a higher fixed wage.»

Oppsummering

En oppsummering av forskningen tyder på individuell prestasjonsbasert avlønning og ytre motivasjon er godt egnet for relativt trivielle, enkle og standardiserte oppgaver eller jobber som i utgangspunktet ikke er indre motiverende, og - hvor det viktigste er få oppgaven løst eller jobben gjort med et kvantitativt sett godt resultat.

Et eksempel på at slik avlønning kan være effektiv er Safelite Glass i USA, som installerer vindusruter i biler (se Lazear, 2000). Etter en gradvis overgang fra timebetaling til akkord basert på antall installerte ruter klarte organisasjonen å redusere enhetskostnadene fra \$44 til \$35 på 19 måneder, delvis som følge av at hver enkelt jobbet hardere og delvis som følge av seleksjon (de som tjente for lite i akkordsystemet sluttet og de nye som begynte var mer produktive enn de som sluttet). Forklaringene bak denne historien er for det første at det her handler om enkle målbare oppgaver hvor målsetningen er klar og endimensjonal – installering av bilvinduer så fort som mulig med akseptabel kvalitet. For det andre er det enkelt å kontrollere akseptabel kvalitet, siden de ansatte selv må bruke fritiden på å installere ny rute dersom den faller ut og de må selv betale for ødelagte ruter. For det tredje er det lett å erstatte de som slutter (fordi oppgaven er enkel) slik at kostnader forbundet med turnover og opplæring ikke utgjør noe stort problem. Og for det fjerde, oppgaven løses individuelt og det er ikke behov for samarbeid for å få utført den.

De færreste oppgaver er derimot av en slik karakter at finansielle incentiver med høy grad av instrumentalitet virker like godt som i eksemplet over. Både sterke tilhengere av individuelle finansielle incentiver (f.eks. Gerhart & Rynes, 2003) og framtrepende økonomer (f.eks. Prendergast, 1999) synes å være enige om at dette utgjør et klart mindretall av jobber i dagens arbeidsliv. La oss allikevel kort presentere noen relativt kjente utilsiktede virkninger selv i de tilfeller hvor arbeidsoppgavene i utgangspunktet kan synes godt egnet for slike incentiver.

Som tidligere beskrevet vil individuell prestasjonsbasert avlønning stort sett kunne øke lønsmottakerens innsats, men ikke hans eller hennes kunnskaper, ferdigheter og evner. Det betyr igjen at selv de som responderer i tråd med instrumentelle motivasjonsteorier og faktisk øker innsatsen som følge av uteblitt avlønning kun utvikler seg positivt dersom årsaken til for svake prestasjoner og uteblitt utbetaling faktisk er for lav innsats. Hvis innsatsen i utgangspunktet er høy nok, og andre forhold som for eksempel manglende kunnskaper, ferdigheter og evner er årsaken til manglende jobbeffektivitet og manglende utbetaling vil det kunne oppleves som ekstra demotiverende på grunn av blant annet lav subjektiv mestringsopplevelse (Bandura, 1986) og underdekning av behovet for å føle seg kompetent (Gagné & Deci, 2005). Derfor er det, som det også fremgikk av historien om Safelite Glass, viktig for

organisasjonen at de som gjør en for dårlig jobb til å få uttelling i avlønningssystemet slutter frivillig eller at organisasjonen benytter arbeidskontrakter som gjør det enkelt å si de opp. Dersom manglende jobbeffektivitet ligger utenfor det den enkelte lønns-mottaker kan kontrollere (f.eks. dårlige arbeidsbetingelser) vil det mest sannsynlig opplevelse som svært frustrerende å ikke oppnå bonusutbetaling, noe som er svært lite motiverende.

Når instrumentelle finansielle incentiver virker etter hensikten vil fokus være å få oppgaven utført hurtigst mulig med et akseptabelt resultat, noe som vil kunne redusere kvalitet, innovasjon og nyskaping der dette er viktig. En rasjonell medarbeider gjør ikke mer enn det som er nødvendig for å få utbetalingen og derfor må kriteriene for akseptabel kvalitet være klare, godt kommuniserte og forstått blant medarbeiderne. Det bør også være enkelt å kontrollere om kvaliteten er akseptabel, siden medarbeiderens motivasjon ofte vil være å få best uttelling i avlønningssystemet.

Basert på den mest omfattende forskningen på området kan det konkluderes med at individuell prestasjonsbasert avlønning kan ha sterke positive effekter for relativt trivielle, enkle og standardiserte oppgaver som i utgangspunktet ikke er indre motiverende. For andre oppgaver viser denne forskningen at slik avlønning i beste fall ikke har noen effekt.

3.3 Individuell prestasjonsbasert avlønning blant selgere av forsikring

I samarbeid med et norsk forsikringsselskap har undertegnede fulgt implementeringen av individuell prestasjonsbasert avlønning over tre år fra begynnelsen av 2007. Forskningsdelen av prosjektet har hatt til hensikt å vurdere effekter av individuell prestasjonsbasert avlønning på lønns-mottakernes opplevelse av arbeidsstress, ytre og indre motivasjon, og turnoverintensjon - over tid og i en naturlig organisatorisk kontekst. Tidligere forskning er nesten utelukkende eksperimentell og er derfor ikke egnet til å fange opp implementeringsutfordringer relatert til for eksempel opplevd rettferdighet blant lønns-mottakerne.

Det teoretiske bakteppet for prosjektet var å teste hypoteser utledet fra instrumentalitetsteorier (f.eks. forventningsteori og målsettingsteori) på den ene siden, og hypoteser utledet fra motivasjonsteorier som legger mer vekt på indre enn på ytre motivasjon på den andre (f.eks. selvbestemmelsesteori og jobbutformingsteori). I instrumentalitetsteoriene er instrumentalitetspersepsjon (opplevelse av instrumenta-litet) nøkkelen til effektive incentiver, mens alternative teorier er mer opptatt av indre belønninger (f.eks. Ahearne, Mathieu, & Rapp, 2005; Gagné & Deci, 2005; Peterson & Luthans, 2006) eller mindre instrumentelle avlønningskomponenter (f.eks. Gardner, Van Dyne, & Pierce, 2004; Kuvaas, 2006). Utvalget bestående av selgere av forsikrings-produkter passer godt til dette formålet, siden oppgavetyperen burde være godt egnet for individuell prestasjonsbasert avlønning.

Avlønningssystemet ble utformet for å motivere til økt salg og for å belønne de beste selgerne. Variabel avlønning ble innført på toppen av eksisterende fastlønn og er basert på salgsvolum i henhold til budsjett. Av kostnadshensyn og fordi organisasjonen ønsket et instrumentelt avlønningssystem (få selgerne til å «strekke seg») var intensjonen at kun de beste selgerne (ca. 30-40%) skulle få uttelling. For selgere på

privatmarkedet ønsket man ekstra høy instrumentalitet og benyttet derfor kvartalsvise utbetalinger. For å unngå høy instrumentalitet på bedriftsmarkedet (f.eks. for å unngå for kortsiktig tilnærming til bedriftskundene) valgte man årlig utbetaling for denne gruppen.

I henhold til instrumentalitetsteori vil størrelsen på kvartalsvis bonus ha sterkere effekt på ytre motivasjon og arbeidsinnsats enn størrelsen på årlig bonus og årslønn. Samtidig er det mulig at effekten på ytre motivasjon og arbeidsinnsats kan bli så stor at også arbeidsbelastningen øker, og at denne potensielle effekten vil være større for bonus mottatt kvartalsvis enn årlig. Når det gjelder turnoverintensjon er det vanskelig å argumentere for at det skal være noen forskjell basert på hyppigheten av utbetalinger, men dersom de som gjør en god jobb får uttelling i form av bonus skulle en tro at jo større mottatt bonus jo lavere turnoverintensjon – av instrumentelle grunner.

Forventningsteori opererer ikke med indre motivasjon fordi den utelukkende omhandler ytre motivasjon, men det kan argumenteres for at gode selgere med god uttelling kan tolke bonusutbetalingen som et tegn på en godt utført jobb. Ergo bør bonusstørrelse kunne ha positiv effekt på indre motivasjon.

På bakgrunn av selvbestemmelsesteori (Gagné & Forest, 2008) kan det også argumenteres for at fastlønnsnivå vil kunne øke indre motivasjon og arbeidsinnsats og redusere arbeidsbelastning og turnoverintensjon. En høyere fastlønn enn de man sammenlikner seg med kan øke opplevelsen av å besitte verdsatt kompetanse (Gardner et al., 2004). Samtidig kan det tolkes som et uttrykk for tillit at organisasjonen belønner den ansatte for hvem han eller hun er og bidrar med, og ikke på bakgrunn av de siste enkeltprestasjonene. I motsetning til tanken om at høy fastlønn som ikke kan tas tilbake vil kunne utnyttes av den ansatte og derfor besvares med dårligere påfølgende prestasjoner, vil det kunne føre til at den ansatte opplever det som en håndfast tillits-erklæring som understøtter iboende behov for autonomi og for føle seg kompetent. Slik verdsettelse og tillit vil i følge selvbestemmelsesteori føre til at lønsmottakeren vil bli mer indre motivert og legge inn en større innsats, oppleve arbeidet som mindre belastende få mindre lyst til å forlate organisasjonen. Når det gjelder indre motivasjon har tidligere studier vist positive sammenhenger med fastlønn for typiske kunnskapsarbeidere (Kuvaas, 2006), men ikke blant selgere.

Prinsipielt sett er det også mulig at variabel avlønning kan tolkes på samme måte. Tanken er at det er informasjonsverdien eller hvordan lønnen tolkes av lønsmottakeren som er avgjørende (Pazy & Ganzach, 2009). Problemet er at bonusbetalinger er *betinget* av fremtidige prestasjoner, samtidig som man etter hver bonusperiode på nytt må demonstrere at man fortjener den. Ergo vil den ansatte kunne oppleve mangel på tillit til at han eller hun virkelig vil og kan gjøre en god jobb uten ekstra incentiver enn fastlønnen. Videre vil god uttelling i et bonussystem kunne føre til at indre motiverende egenskaper ved jobben fortrenses til fordel for penger fordi årsaken til jobbatferden eller måten man jobber på i større grad blir rettet mot det å få bonusutbetaling. Derfor kan det argumenteres for at jo større bonusutbetaling jo lavere indre motivasjon. Selvbestemmelsesteori er i tråd med forventningsteori i at større bonusutbetalinger vil føre til økt ytre motivasjon.

Datagrunnlag

En spørreskjemaundersøkelse med svar fra mer enn 1,400 ansatte ble gjennomført for første gang i februar 2007 (tid₁) – etter at de ansatte var informert om avlønningssystemet men før noen variabel utbetaling hadde funnet sted. Denne undersøkelsen omfattet også ansatte uten individuell variabel avlønning og ble benyttet til validering av måleinstrumentene, i tillegg til å representere «før-data» på følgende variable; indre og ytre motivasjon, selvrapport arbeidsinnsats, turnoverintensjon (intensjon om å slutte) og arbeidsbelastning.

I mars/april 2008 (tid₂) ble det gjennomført en ny spørreskjemaundersøkelse hvor det ble samlet inn data på i hvilken grad kriteriene som ligger til grunn for avlønningssystemet oppleves som rettferdig (prosedyremessig rettferdighet). Dette ble benyttet som kontrollvariabel.

Den siste spørreskjemaundersøkelsen ble gjennomført i april/mai 2009 (tid₃) og samlet inn «etter-data» for indre og ytre motivasjon, selvrapport arbeidsinnsats, turnoverintensjon og arbeidsbelastning.

Data på avlønning ble samlet inn fra organisasjonens databaser. For selgerne på bedriftsmarkedet utgjør variabel avlønning oppnådd årsbonus i kroner for 2007. For selgerne på privatmarkedet består variabel avlønning av samlet oppnådd bonus i kroner for de fire kvartalene i 2007. Fastlønnen for begge gruppene er størrelsen på fastlønn i kroner ved utgangen av 2007. Dette betyr at avlønningdataene er fra perioden etter tid₁ og før tid₂.

Måleinstrumentene har gode måleteoretiske egenskaper og er tidligere benyttet i publisert forskning, med unntak av instrumentet for å måle arbeidsbelastning. Bortsett fra arbeidsbelastning ble alle variablene målt med en 5-punkts Likert-skala hvor 1 = helt uenig og 5 = helt enig. Oppnådd konvergent validitet (Cronbach's Alpha (α)) ligger godt over terskelverdien på 0.7 (Nunnally & Bernstein, 1994).

Ytre motivasjon ble målt ved hjelp av fire påstander med Alpha-verdier på hhv. tid₁ = 0.79 og på tid₃ = 0.80. Eksempelpåstander er «Dersom jeg skal legge inn ekstrainsats i jobben min skal jeg ha betalt for det» og «Før meg er det viktig å ha en 'gulrot' å strekke meg etter for å gjøre en god jobb».

Indre motivasjon ble målt med seks påstander med Alpha-verdier på hhv. tid₁ = 0.92 og på tid₃ = 0.93. Eksempelpåstander er «Mine arbeidsoppgaver er i seg selv en viktig drivkraft i jobben min» og «Jeg føler at den jobben jeg gjør er meningsfull».

Selvrapportert arbeidsinnsats ble målt med fire påstander med Alpha-verdier på hhv. tid₁ = 0.75 og på tid₃ = 0.80. Eksempelpåstander er «Jeg forsøker å jobbe så hardt som overhodet mulig» og «Jeg legger ofte inn ekstra innsats i jobben min».

Turnoverintensjon ble målt med fem påstander Alpha-verdier på hhv. tid₁ = 0.91 og tid₃ = 0.91. Eksempelpåstander er «Jeg tenker ofte på å slutte i min nåværende jobb i X» og «Jeg kan komme til å slutte i min nåværende jobb i løpet av året».

Opplevd prosedyremessig rettferdighet vedrørende avlønningssystemet ble målt med fem påstander med en Alpha-verdi på $tid_2 = 0.87$. Eksempelpåstander er «Systemet som er utviklet av X for å belønne de ansatte for gode prestasjoner er upartisk» og «Retningslinjene som ligger til grunn for belønningssystemet er rettferdig for alle ansatte i X».

Arbeidsbelastning ble målt med fire påstander som organisasjonen jevnlig har med i sine arbeidsmiljøundersøkelser på en 6-punkts Likert-skala hvor 1 = helt uenig og 6 = helt enig. Alpha-verdiene er på $tid_1 = .81$ og på $tid_3 = .86$. Eksempelpåstander er «Arbeidspresset går i liten grad ut over kvaliteten på den jobben jeg gjør» og «Jeg blir ikke stresset i jobben». Påstandene er reversert slik at variabelen uttrykker tilstedeværelse og ikke mangel på arbeidsbelastning.

Det totale datagrunnlaget består av 332 respondenter som har svart på spørreskjemaene i alle de tre periodene. 101 av disse kan opptjene årlig bonus (bedriftskunder) og 231 kvartalsvis bonus (privatkunder). Gjennomsnittlig fastlønn for selgere innenfor privatmarkedet var ca. 409,000 kroner. Gjennomsnittlig samlet bonus for de fire kvartalene var ca. 9,200 kroner. 39.8% fikk utbetalt bonus i en eller flere av kvartalene og blant disse var gjennomsnittlig utbetaling ca. 23,000 kroner. Gjennomsnittlig fastlønn for selgere innenfor bedriftsmarkedet var ca. 415,000 kroner og gjennomsnittlig årlig bonus var ca. 33,300 kroner. 54,5% mottok bonus og blant disse var gjennomsnittlig utbetaling ca. 61,100 kroner.

Analyser og resultater

Hypotesene ble testet med multiple regresjonsanalyser, hvor det ble statistisk kontrollert for om selgerne jobbet innenfor privat- eller bedriftsmarkedet, samtlige variable på tid_1 , samt opplevelse av prosedyremessig rettferdighet på tid_2 . I tillegg til å fange opp utviklingen over tid vil det at data er samlet over tre tidspunkter gjøre målingene er mindre utsatt for feil da de blir mer uavhengige av hverandre. Det at det kontrolleres for en variabel på tid_1 i predikasjon av den samme variabelen på tid_3 , gjør analysene meget konservative. Grunnen til det at variabelen på tid_1 vil være den sterkeste prediktoren for variabelen på tid_3 slik at det som predikeres blir *endringer* i variabelen fra tid_1 til tid_3 .

I tråd med både forventningsteori og selvbestemmelsesteori predikerer samlet kvartalsvis bonus for 2007 ytre motivasjon på tid_3 ($\beta = 0.17$, $p < 0.001$) – til tross for den sterke sammenhengen mellom ytre motivasjon på tid_1 og tid_3 ($\beta = 0.59$, $p < 0.001$). Det er ingen signifikante sammenhenger mellom årlig bonus for 2007 eller fastlønn og ytre motivasjon på tid_3 .

Samlet kvartalsvis bonus for 2007 predikerer også opplevd arbeidspress på tid_3 ($\beta = 0.11$, $p < 0.05$). Sammenhengen mellom opplevd arbeidspress på tid_1 og tid_3 er mindre enn for ytre motivasjon ($\beta = 0.39$, $p < 0.001$). Opplevd prosedyremessig rettferdighet på tid_2 ($\beta = -0.21$, $p < 0.001$) og størrelsen på fastlønnen ($\beta = -0.11$, $p < 0.05$) er negativt relatert til opplevd arbeidspress på tid_3 . At prosedyremessig rettferdighet er relatert til opplevd arbeidspress indikerer klart at det ikke bare er arbeidsmengde som er opphavet til opplevelsen av arbeidspress. Dette understrekes også av andre studier innenfor rettferdighetsforskningen. For eksempel viser en longitudinell studie av

sammenhenger mellom opplevelse av urettferdighet og forekomsten av hjerte- og karsykdommer (Kivimaki et al., 2005).

At opplevd arbeidspress ikke må forveksles med arbeidsmengde støttes også av funnene for selvrapportert arbeidsinnsats. Det er nemlig ingen sammenheng mellom noen av belønningskomponentene og selvrapportert arbeidsinnsats på tid₃. Utover selvrapporter arbeidsinnsats på tid₁ ($\beta = 0.52, p < 0.001$), er indre motivasjon på tid₁ ($\beta = 0.12, p < 0.05$) den eneste signifikante prediktoren for selvrapportert arbeidsinnsats på tid₃.

Årslønnsnivå er negativt relatert til turnoverintensjon ($\beta = -0.15, p < 0.01$), mens det ikke er noen signifikante sammenhenger for verken årlig eller kvartalsvis bonus. I tillegg til turnoverintensjon på tid₁ ($\beta = 0.31, p < 0.001$), er det en negativ sammenheng mellom indre motivasjon på tid₁ og turnoverintensjon på tid₃ ($\beta = -0.17, p < 0.01$).

Samlet kvartalsvis bonus for 2007 er negativt relatert til indre motivasjon på tid₃ ($\beta = -0.10, p < 0.05$). I tillegg til den positive sammenhengen mellom indre motivasjon på tid₁ og tid₃ ($\beta = 0.48, p < 0.001$), er arbeidsinnsats på tid₁ positivt relatert til indre motivasjon på tid₃ ($\beta = 0.13, p < 0.05$).

Tabell 3.1. Oppsummering av resultater

	Indre motivasjon _{t3}	Ytre motivasjon _{t3}	Turnoverintensjon _{t3}	Arbeidsinnsats _{t3}	Arbeidspress _{t3}
Bonussystem					
Indre motivasjon _{t1}	.48***		-.17**	.12*	
Ytre motivasjon _{t1}		.59***			
Turnoverintensjon _{t1}			.31***		
Arbeidsinnsats _{t1}	.13*	-.10†		.52***	
Arbeidspress _{t1}					.39***
Prosedyremessig rettferdighet _{t2}	.09†		-.09†	.09†	-.21***
Fastlønn			-.15**		-.11*
Kvartalsvis bonus	-.10*	.17***			.11*
Årlig bonus					

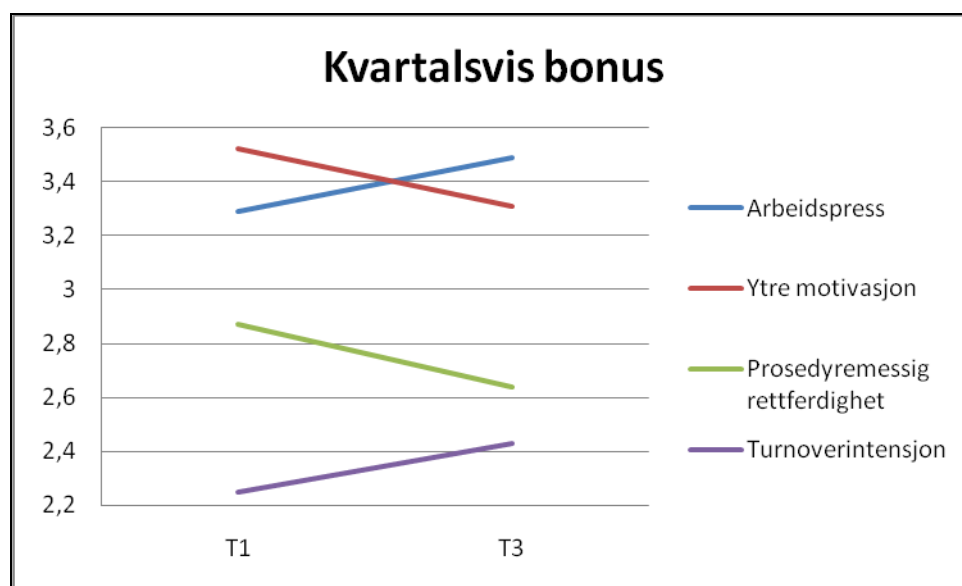
N = 332, † p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001.

Av tabell 3.1, hvor resultatene er oppsummert, ser vi for det første at jo høyere fastlønnnivå i 2007, jo lavere turnoverintensjon og arbeidspress våren 2009. For det andre ser vi at jo høyere samlet kvartalsvis bonus for 2007 jo lavere indre motivasjon, jo høyere ytre motivasjon og arbeidspress våren 2009, uten at selvrapportert arbeidsinnsats er høyere eller turnoverintensjon er lavere i 2009. Sammenholdt med at ytre motivasjon fra februar 2007 ikke har noen positiv betydning for variablene målt våren 2009, mens jo høyere indre motivasjon i februar 2007 jo høyere arbeidsinnsats og lavere turnoverintensjon våren 2009, kan det konkluderes med at det ikke er mulig å identifisere noen positive implikasjoner av den kvartalsvise bonusen. Når vi i tillegg vet at arbeidspress ble målt ved hjelp av 3 stressrelaterte påstander, samt en påstand om at arbeidspresset går utover kvaliteten på jobben, er det nærliggende å konkludere med at den kvartalsvise bonusordningen har vært direkte skadelidende.

En tredje interessant observasjon er at størrelsen på årlig bonus ikke ser ut til å ha hatt noen som helst effekt for de som jobber på bedriftsmarkedet - til tross for at en

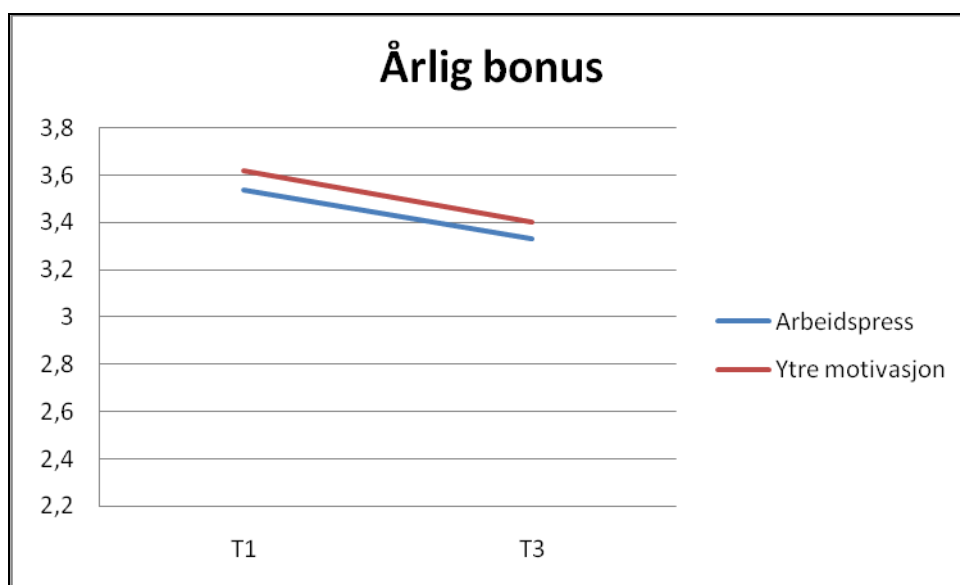
større andel av disse opptjente bonus og at gjennomsnittlig bonus for de som fikk uttelling var betydelig større enn for de som jobber på privatmarkedet (61,100 mot 23,000). Disse funnene understreker hvor viktig hyppigheten på bonusperiodene kan være for hvordan avlønningssystemet påvirker de ansattes opplevelser og atferd.

Dersom vi analyser utviklingen over tid for de to ulike gruppene som helhet, ser vi av figuren under at gruppen med kvartalsvis bonus opplever signifikant lavere prosedyremessig rettferdighet ($p < 0.001$) og ytre motivasjon ($p < 0.001$) våren 2009 sammenlignet med februar 2007. Sammenholdt med regresjonsanalysene som viste at jo større bonusutbetaling for 2007 jo høyere ytre motivasjon våren 2009, må det bety at de som har fått lite eller ingen uttelling hatt blitt betydelig mindre ytre motiverte. Dette, sammen med at det er relativt få i denne gruppen som har fått uttelling i en eller flere av de fire kvartalene, samt at det typisk er de samme selgerne som har fått bonus i flere av kvartalene, kan ha bidratt til at de uten uttelling har gitt opp å få uttelling. Dette understøttes også av at prosedyremessig rettferdighet for gruppen som helhet har sunket fra et allerede lavt nivå i februar 2007 (2.87) til et enda lavere nivå våren 2009 (2.64).



I tillegg opplever gruppen med kvartalsvis bonus signifikant høyere arbeidspress ($p < 0.01$) og turnoverintensjon ($p < 0.05$) enn før første bonusutbetaling. Den økte opplevelsen av arbeidsbelastning kan nok i hovedsak forklares ved funnet fra regresjonsanalysen som viste at jo større mottatt bonus i løpet av 2007 jo større opplevd arbeidspress våren 2009. At gruppen som helhet skårer høyere på turnoverintensjon kan nok henge sammen med den lave og negativt utviklende opplevelsen av prosedyremessig rettferdighet. Allikevel er det overraskende at turnoverintensjonen er gått opp og at opplevelsen av prosedyremessig rettferdighet har gått ned. Alt annet likt burde selgere med spesielt negative opplevelser av avlønningssystemet, svake arbeidsprestasjoner uten mulighet for uttelling eller med veldig lav motivasjon, ha forlatt selskapet i løpet av den perioden som er undersøkt. En slik sorteringseffekt er ofte en forutsetning for at instrumentelle avlønningssystemer skal ha positive effekter, siden det ikke er realistisk å forvente at det å ikke få noen uttelling kvartal etter kvartal kan virke motiverende. En slik sortering skulle alene ha medført en positiv utvikling i gruppens holdninger og motivasjon over tid, noe som åpenbart ikke har skjedd.

Ser vi på gruppen med årlig bonus er det ingen signifikante endringer i turnoverintensjon eller prosedyremessig rettferdighet når vi sammenligner data fra februar 2007 og våren 2009. Som for gruppen med kvartalsvis bonus er den ytre motivasjonen redusert ($p < 0.01$), men i motsetning til den opplever gruppen med årlig bonus signifikant lavere arbeidspress våren 2009 enn i februar 2007 ($p < 0.05$).



Oppsummering

Alt i alt er det lite som tyder på at avlønningssystemet har hatt noen identifiserbare positive effekter for produktiviteten til gruppen med kvartalsvis bonus. Spesielt den lave og synkende skåren for prosedyremessig rettferdighet kombinert med mulige sorteringseffekter, indikerer derimot flere negative implikasjoner. Lav opplevelse av prosedyremessig rettferdighet virker demoraliserende, noe som også blir understøttet av en positiv sammenheng med arbeidspress og turnoverintensjon.

Dersom avlønningssystemet har vært konsistent implementert må vi allikevel kunne forvente at de som har solgt mest har fått best uttelling. Samtidig er det ingen ting som tyder på at gruppen som helhet er blitt mer produktiv, heller ikke de i gruppen som har fått uttelling eller god uttelling (dette kan det aktuelle selskapet heller ikke dokumentere). En mulig forklaring er at de som allerede var «de beste» selgerne før implementering av avlønningssystemet fortsatt er det, uten at det synes som om avlønningssystemet har bidratt med noen økning i egen arbeidsinnsats. For gruppen med kvartalsvis bonus har de som har fått best uttelling derimot lavere indre motivasjon, høyere ytre motivasjon og opplevd arbeidspress enn de som ikke har fått uttelling eller lav uttelling.

Heller ikke for gruppen med årlig bonus er det mulig å identifisere noen positive produktivitetseffekter, heller ikke for de som har fått best uttelling i avlønningssystemet. Også denne gruppen skårer lavt på prosedyremessig rettferdighet (ikke signifikant forskjellig fra gruppen med kvartalsvis bonus) og det er vanskelig å se noen avkastning av den relativt høye utbetalingen for denne gruppen.

Ideelt sett kan prestasjonsbasert avlønning erstatte andre former for kontroll. I forsikringselskapet hvor denne undersøkelsen ble utført måtte man derimot øke den administrative kontrollen gjennom et regelsett for håndtering av situasjoner hvor en selger uberettiget får uttelling for en annens salgsinnsats (ofte kalt «stjeling» av salg).

Et annet problem som ble observert var at selgere som hadde oppnådd salg tilsvarende maksimal bonusuttelling før utgangen av kvartalsperioden samlet opp og sparte «varme kunder» til neste kvartalsperiode.

Selv om antall solgte enheter av ulike typer av produkter og tjenester kan oppfattes som rimelig enkelt målbare størrelser er det ikke like uproblematisk å hevde at antall solgte enheter uttrykker den enkelte selgers innsats eller prestasjon. For det første kan noen produkter eller produktgrupper være lettere å selge enn andre (f.eks. fordi de er attraktive fra kundens ståsted eller fordi de er bedre markedsført). For det andre kan noen kundegrupper være lettere å selge til enn andre, uten at den enkelte selger selv kan velge kundegruppe. For det tredje kan enkeltkunder være velvillige eller motvillige på grunn av erfaring med andre ansatte i selskapet enn selgeren (f.eks. en kunde som er har hatt en positiv versus en negativ erfaring i forbindelse med et forsikringsoppgjør). Slike forhold kan forklare hvorfor det er så vanskelig å få lønsmottakerne til å oppleve slike avlønningssystemer som rettferdige. For å forsøke å justere for forhold som ligger utenfor den enkelte selgers kontroll er det vanlig at selgerne forhandler med nærmeste leder om et budsjett for terskelverdier for hvor mange salg som må til for det skal være mulig å begynne å opptjene bonus for en periode. I slike forhandlinger vil imidlertid leder og selger ha direkte motstridende interesser og forhandlingene om terskelverdier kan preget av spill hvor selgeren vil forsøke å få lavest mulig terskelverdi. Slike budsjettforhandlinger vil dessuten kunne påvirkes av hvor god relasjon det er mellom den enkelte selger og leder. I sum betyr dette at det som i utgangspunktet skal være tilnærmet objektive indikatorer på innsats og prestasjoner blir noe langt mer subjektivt og komplisert.

3.4 Implikasjoner for avlønning i finansbransjen

I mange praktiske situasjoner er man bekymret for at avlønningssystemet ikke er instrumentelt nok til å motivere til ønsket atferd og stiller seg for eksempel spørsmål om hvorvidt maksimal uttelling er stor nok eller om utbetalingen kommer ofte nok. En like stor utfordring er at instrumentaliteten kan bli for høy, eller som O'Reilly og Pfeffer (2000) hevder, penger er for viktig til å kunne utgjøre en god motivasjonskilde. Hovedpoenget er at så lenge variabel avlønning påvirker atferden til den enkelte er det vanskelig å på forhånd vite når godt blir *for* godt. En organisasjon som ønsker mer salg av bank- og forsikringsprodukter ønsker som regel også god eller bedre kundeservice og gode kunder (f.eks. med lav risikoprofil ved salg av forsikring og tilbakebetalings- evne ved innvilgelse av lån). Samtidig vil avlønning basert på salgsvolum, som virker etter hensikten, kunne stå i direkte motsetning til god kundeservice og gode kunder gjennom for eksempel «oversalg» eller salg av produkter kunden ikke ønsker eller har godt av. Derfor har mange organisasjoner som har implementert variabel avlønning vært nødt til å etablere nye kontroll- og regelsystemer for å redusere toppen av den ønskede virkningen av avlønningssystemet og for å få de ansatte til også ta hensyn til kunden og organisasjonens renommé.

Diskusjonen og de pågående rettsbehandlingene vedrørende de lånefinansierte strukturerte spareproduktene som ble solgt av mange norske banker kan også ses i lys av bankenes bruk av variabel avlønning. Som mennesker flest, vil også selgere av bank- og forsikringsprodukter oppleve større engasjement og glede gjennom jobben når de selger produkter som er gode for kunden. Hvis disse selgerne visste at de lånefinansierte strukturerte spareproduktene ikke var så gode for kundene som reklamen tilsa, tilsier det at trengte de ekstra incentiver for å rette sin innsats mot salg av disse produktene fremfor alternative produkter.

Sannsynligheten for at variabel avlønning virker for godt er størst for mer kompliserte og sammensatte oppgaver, men det er åpenbart at det kan også gi dysfunksjonelle resultater innen for eksempel salg. Gerhart og Rynes (2003, s. 172) viser for eksempel til et bilverksted som knyttet bonus til verdien av solgte reparasjoner og derfor fikk juridiske problemer med kunder som mente at verkstedet hadde utført unødvendige og unødvendig dyre reparasjoner. Felles for mange av de eksemplene som blir beskrevet i faglitteraturen er at grensene for hva som er akseptabelt eller etisk tvilsomt og hva som er direkte ulovlig er flytende, og fordi penger virker så godt vil det kunne føre til at disse grensene tøyes og til nedprioritering av andre viktige hensyn (f.eks. kundens behov eller organisasjonens renommé).

Selv i de tilfeller hvor antall solgte enheter (eller liknende indikatorer som f.eks. omsetningsstørrelse) i hovedsak er et resultat av den enkelte selgers innsats eller prestasjon, er det imidlertid ikke sikkert at salgsvolum er noe godt kriterium, selv for en «salgsorganisasjon». En «salgsorganisasjons» mål bør ikke være mest mulig salg i dag (Pfeffer & Sutton, 2006a), men maksimering av salget over et lengre tidsrom, og aller helst på grunn av kundelojalitet som følge av god kundebehandling og gode produkter og tjenester. Dette vil igjen spare organisasjonen for fremtidige markedsføringskostnader i forbindelse med kapring av nye kunder. Selv om banker og forsikringsselskaper kan redusere negative effekter som følge av for sterk effekt av variabel avlønning ved hjelp av kontroll og regelsystemer, er det ikke sikkert at en avlønningsstrategi med fokus på direkte incentiveeffekter er det som faktisk bidrar til mest effektiv og lønnsom bankdrift. Handelsbanken, som i følge sine hjemmesider har hatt høyere profittmargin enn gjennomsnittet av sine viktigste konkurrenter de siste 38 årene, illustrerer at langsiktighet som rettesnor og dekking av kundenes behov kan være et godt alternativ. Handelsbanken har for eksempel hatt de mest fornøyde bankkundene i Sverige de siste 18 årene og i Storbritannia i 2009 og vært den mest kostnadseffektive universalbanken i Europa i mange år. Til sist har de hatt betydelig lavere tap på utlån enn sine konkurrenter (fortsatt i følge deres hjemmesider). Fram til 1971 var Handelsbanken en «vanlig» universalbank, men i 1973 besluttet banken å kutte ut bonuser og dele «ekstraprofitten» med sine ansatte gjennom en stiftelse kalt Oktogonen. I årene før hadde de i tillegg kuttet ut alle salgs- og volummål. Arne Mårtensson, tidligere styreleder i Handelsbanken uttalte følgende til svensk TV (Uppdrag granskning, 14. mars 2006):

«Jeg skulle påta meg å øke resultatet med 30 % i en hvilken som helst bank, fra ett år til et annet, om jeg slapp å ta hensyn til de tap som vil komme 2-3 år frem i tiden» og «Vi skal aldri ha ordninger som stimulerer til kortsiktig volumtekning.»

Selv om det å utbetale en bonus for å nå gitte mål vil ha sterkest direkte incentiveeffekt, har nyere forskning innenfor målsettingsteori vist at det å jobbe med spesifikke og utfordrende mål i seg selv kan føre til overdreven risikotaking og uetisk atferd (for en gjennomgang, se Ordonez, Schweitzer, Galinsky, & Bazerman, 2009). På samme måte som med individuell variabel avlønning, kan slike mål føre til for stor innsnevring av fokus og enøydhet og til at det å nå målet blir så viktig at hvordan det nås blir viet mindre oppmerksomhet.

Mer kompliserte og sammensatte oppgaver

Problemet med at variabel avlønning ofte virker for godt er enda mer aktuelt i sammenhenger der det er viktig at flere og ulike mål får oppmerksomhet eller oppnås. Siden finansielle incentiver er en sterk motivasjonskilde har de også stor betydning som informasjon om hva organisasjoner verdsetter og hva som er organisasjonenes prioriteringer. Pfeffer og Sutton (2006, s. 132) går så langt som å råde organisasjoner til å være forsiktige med hva de betaler for, fordi de faktisk kan få det.

Man bør med andre ord spørre seg om hva som vil skje dersom medarbeidere, eller toppledere for den saks skyld, virkelig maksimerer fokus, innsats og prestasjoner på de dimensjonene som blir ekstra belønnet, og bare de, og dermed handler i tråd med hva som lønner seg for den enkelte. Variabel avlønning sender for enkle og tydelige signaler på områder hvor det kreves mer intelligente vurderinger og avveininger for å bidra til å nå organisasjonens ulike mål (Pfeffer & Sutton, 2006b). For en toppleder er nettopp evnen til gjøre slike avveininger noe av det som skiller de gode fra de mindre gode. Samtidig vil de fleste arbeidsoppgaver i dagens arbeidsliv bestå av en rekke sammensatte og gjensidig relaterte deloppgaver, som både er vanskelige å måle på en nøyaktig måte og som i tillegg ofte er avhengig av samarbeid med andre. I slike jobber vil den enkelte medarbeiders evne til å foreta vurderinger og avveininger mellom de ulike deloppgavene være avgjørende for om han eller hun gjør en god jobb. Det blir derimot stadig vanligere med prestasjonsbasert avlønning også for slike jobber, og da gjerne atferdsbaserte bonuser (i tillegg til fastlønn) basert på en eller flere overordnede subjektive vurdering av hvor effektiv en medarbeider er i jobben, eventuelt i kombinasjon med resultatbaserte kriter. Det er ikke uvanlig at medarbeidere blir vurdert og målt på opptil 20-30 såkalte KPI'er (key performance indicators) eller nøkkelindikatorer, hvor det store antallet nettopp representerer en erkjennelse av at jobben består av mange deloppgaver og at annen atferd enn ren oppgaveløsning kan være viktig (f.eks. samarbeid med andre, gode holdninger osv.). Ikke minst blant toppledere er det vanlig med slike avlønningssystemer og da gjerne begrunnet med å rette lederens fokus mot økonomiske resultater og børsverdi. Men ledelse av store børsnoterte organisasjoner er ikke en en- eller todimensjonal oppgave hvor lederens innsats eller kvalitet har en klar og utvetydig sammenheng med økonomiske resultater eller børsverdi. Det ser også ut til at stadig flere økonomer erkjenner dette. Victor D. Norman skrev for eksempel i Dagens Næringsliv at «Bonuser og aksjeopsjoner vil derfor i beste fall være en avsporing – og i verste fall kan de føre til at ledelsen prioriterer kortsiktig bunnlinje fremfor langsiktig utvikling av selskapet» (18./19. november, 2007, side 3). Mye av den samme logikken fremheves av den sveitsiske økonomen Bruno Frey, som argumenterer for at toppledere bør betales som (mellom-europeiske) byråkrater – en god fastlønn for at de skal kunne bruke sitt skjønn på best

mulig måte og være upåvirket av hva som lønner seg for den enkelte (Frey & Osterloh, 2005).

En nylig gjennomført undersøkelse sammenliknet nordamerikanske selskaper som hadde vært involvert i bevisst regnskapsmanipulasjon med selskaper som ikke hadde vært involvert i slike aktiviteter (Zhang, Bartol, Smith, Pfaffer, & Khanin, 2008). Hovedfunnet i denne studien er at jo flere opsjoner med verdier lavere enn aksjekursen (out-of-the-money options) en toppleder hadde, jo større er sannsynligheten for senere regnskapsmanipulasjon ($p < 0.05$). Dette funnet forklares med at ønsket å om å få verdi ut av opsjonene får topplederne til å bidra til eller samtykke til «pynting» av regnskapsinformasjon. De finner også at bonusstørrelsen til topplederen og det at finansdirektøren også hadde opsjoner økte sannsynligheten for senere regnskapsmanipulasjon, men disse sammenhengene er noe svakere ($p < 0.10$). Antall opsjoner med større verdi enn aksjekursen (in-the-money options) reduserte derimot sannsynligheten for regnskapsmanipulasjon, men også i dette tilfellet var signifikansnivået lavt ($p < 0.10$). En sterkere reduksjon i sannsynligheten for regnskapsmanipulasjon ble funnet for antall aksjer topplederen hadde i egen organisasjon ($p < 0.05$). Dette understreker betydningen av mer langsiktige incentiver.

Ved hjelp av begreper som for eksempel balanserte incentivstrukturer argumenteres det for å bøte på utilsiktede effekter av kortsiktige incentiver med å innføre langsiktige incentiver i tillegg. Problemet med en slik argumentasjon er at man i realiteten betaler ekstra for å redusere effekten av bonus knyttet til mer kortsige resultater for å få lederen til også å fokusere på langsiktige resultater. Resultatet blir fort at man gjør den allerede vanskelige avveining mellom kortsiktige og langsiktige resultater (og mange andre avveininger) enda vanskeligere fordi man inspirerer lederen til også å ta i betraktning hva som skjer med egen lommebok.

Ofte vil imidlertid individuell prestasjonsbasert variabel avlønning for oppgaver som ikke kan reduseres til ett eller et fåtall målbare resultater ofte gi en opplevelse av svak kobling mellom hva medarbeideren eller lederen leverer og hva han eller hun får igjen (Gerhart & Rynes, 2003). Ergo blir den direkte incentiveffekten lav, ofte på grunn av det store antallet resultatindikatorer. Det kan imidlertid være et større problem at belønningsmottakeren fokuserer mest på det målte eller det enklest målbare eller oppnåelige, samtidig som et slikt fokus veldig sjeldent resulterer i en godt utført jobb – dersom oppgaven er kompleks. I tillegg er det veldig vanskelig å gi nøyaktige vurderinger av medarbeideres prestasjoner og slike vurderinger er ofte like avhengig av hvem som evaluerer som av den som evalueres (DeNisi & Pritchard, 2006; Murphy, 2008a, 2008b), som igjen fører til at mange opplever avlønningssystemet som svært urettferdig. Og, for å bøte på dette er det ikke uvanlig at det brukes enda mer ressurser på målinger av prestasjoner uten at dette øker opplevelsen av rettferdighet. Studier av implementering av slike avlønningssystemer viser at det er meget store direkte og indirekte kostnader forbundet med tilpasninger, stadige endringer og forverret organisasjonsklima (se for eksempel Beer & Cannon, 2004; Cox, 2005). Pfeffer (1998) henviser til en rapport gjennomført av det nordamerikanske konsultenfirmatet Willaim M. Mercer som viste at 73 % av de undersøkte organisasjonene hadde gjort store endringer i sine avlønningssystemer på grunn av store problemer med å koble lønn til prestasjoner og til rapportens konklusjon: «...most merit or performance-based pay

plans share two attributes: they absorb vast amounts of management time and resources, and they make everybody unhappy.»

Avslutning

Hovedbegrunnelsen for prestasjonsbaserte variable individuelle avlønninger er at de virker prestasjonsfremmende på en forutsigbar måte, og at de samtidig ikke har (for mange eller sterke) bivirkninger. Den sikreste og mest forskningsbaserte konklusjonen blir uansett at individuelle variable avlønningssystemer med sikte på sterke direkte incentiveeffekter kun er egnet for enkle oppgaver som er enkle å måle og å kontrollere, hvor manipulering og juksing er nesten umulig, og hvor andre hensyn enn de som blir belønnet ikke er viktig for kvaliteten på oppgaveutførelsen. Det betyr i klartekst at *produktivitetsargumentet* for prestasjonsbasert variabel individuell avlønning kun er relevant for et fåtall oppgaver i dagens arbeidsliv.

Når det gjelder utvalgets mandat vedrørende incentivbasert avlønning og salg av ulike typer finansprodukter, risikotaking på institusjonsnivå og motivering av ansatte og fremming av selskapsnyttig atferd i finansinstitusjoner, er det ingenting ved den forskningen som er gjennomgått i dette notatet som tyder på at individuell variabel avlønning skal ha noen positive effekter. Det vil allikevel ikke være riktig å konkludere med at slik avlønning vil ha negative effekter. Derimot er det liten tvil om at mekanismene som gjør at slik avlønning påvirker atferd også *kan* være svært relevante delforklaringer på samfunnsunyttig atferd blant finansinstitusjoner. Forhold som for stor innsnevring av fokus og enøydhet er godt dokumentert. Studiet av regnskapsmanipulasjon viser også at ønske om å skaffe seg penger kan motivere til ulovlig atferd blant toppledere, mest sannsynlig fordi det å få økonomisk uttelling blir så viktig at hvordan det skjer blir viet mindre oppmerksomhet eller blir bortforklart eller rasjonalisert (Zhang et al., 2008). Om individuell variabel avlønning faktisk får slike negative konsekvenser vil avhenge av i hvilken grad avlønningssystemet oppleves som instrumentelt og har direkte incentiveeffekter – og faktisk får belønningsmottakeren til å endre atferd. Dette er imidlertid også en forutsetning for å oppnå positive konsekvenser som for eksempel økt kvantitet (Jenkins et al., 1998). Det er med andre ord de samme mentale mekanismene som kan forklare både ønsket og uønsket atferd eller atferdsendring.

Om avlønningssystemet har direkte incentiveeffekter eller ikke avhenger blant annet av størrelsen på den variable avlønnen som er mulig å oppnå i forhold til størrelsen på fastlønnen, opplevelsen av sannsynligheten for faktisk å få uttelling og hvor hyppig utbetaling av variabel avlønning foregår, organisasjonskultur, kontrollsystemer, og typer av arbeidsoppgaver. Det er imidlertid vanskelig å fastsette noen tommelfingerregler for når de direkte incentiveeffektene inntreffer. Lawler (1990) har for eksempel hevdet at den variable komponenten minst må utgjøre 10% av fastlønnen, men som det fremgikk av analysen av forsikringssekkerne kan atskillig mindre variable andeler også ha direkte incentiveeffekter. Det å argumentere for at den variable lønnskomponenten er så lav at den ikke vil påvirke belønningsmottakeren, blir derimot direkte ulogisk - er den så lav har den jo heller ingen funksjon.

Dersom økt salg eller salg av spesielle typer av finansprodukter fremfor andre er målet kan individuell prestasjonsbasert avlønning være effektivt. Det forutsetter

imidlertid effektive kontrollsystemer hvor manipulering og juksing er nesten umulig, hvor andre hensyn enn salgsvolum er lite viktige for organisasjonens lønnsomhet, hvor samarbeid mellom medarbeidere ikke er viktig, og hvor det er enkelt, hurtig og rimelig å erstatte de som ikke oppnår gode salgsresultater og dermed uttelling i avlønningssystemet. Når forhold som kundeservice, kundetilfredshet og organisasjonens renommé bringes inn i bildet er det lite som tyder på at slike avlønningssystemer er effektive for organisasjoner eller til det beste for organisasjonens kunder.

Helt til slutt må det kort kommenteres at det finnes andre argumenter for variabel avlønning enn forutsigbare produktivitetseffekter. Det kan for eksempel være et ønske om en mer fleksibel kostnadsstruktur eller det å tiltrekke seg og/eller beholde visse personer. Slike funksjoner vil derimot også kunne oppnås gjennom mindre instrumentell avlønning som variasjoner i fastlønnsnivå og kollektive ordninger.

Litteratur

Ahearne, M., Mathieu, J., & Rapp, A. 2005. To empower or not to empower your sales force? An empirical examination of the influence of leadership empowerment behavior on customer satisfaction and performance. *Journal of Applied Psychology*, 90(5): 945-955.

Ariely, D., Gneezy, U., Lowenstein, G., & Mazar, N. 2005. Large stakes and big mistakes. *Federal Reserve Bank of Boston Working Papers* (No. 05-11, July).

Bandura, A. 1986. *Social foundations of thought and action: A social cognitive theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Beer, M. & Cannon, M. D. 2004. Promise and peril in implementing pay-for-performance. *Human Resource Management*, 43(1): 3-48.

Cox, A. 2005. The outcomes of variable pay systems: Tales of multiple cost and unforeseen consequences. *International Journal Human Resource Management*, 16(8): 1475-1497.

Dandy, J., Brewer, N., & Tottman, R. 2001. Self-consciousness and performance decrements within a sporting context. *Journal of Social Psychology*, CXXI(February): 150-152.

Deci, E. L., Ryan, R. M., & Koestner, R. 1999. A meta-analytic review of experiments examining the effects of extrinsic rewards on intrinsic motivation. *Psychological Bulletin*, 125(6): 627-668.

DeNisi, A. S. & Pritchard, R. D. 2006. Performance appraisal, performance management and improving individual performance: A motivational framework. *Management and Organization Review*, 2(2): 253-277.

Frey, B. S. & Osterloh, M. 2005. Yes, managers should be paid like bureaucrats. *Journal of Management Inquiry*, 14(1): 96-111.

Gagné, M. & Deci, E. L. 2005. Self-determination theory and work motivation. *Journal of Organizational Behavior*, 26: 331-362.

Gagné, M. & Forest, J. 2008. The study of compensation through the lens of self-determination theory: Reconciling 35 years of debate. *Canadian Psychology*, 49(3): 225-232.

Gardner, D. G., Van Dyne, L., & Pierce, J. L. 2004. The effects of pay level on organization-based self-esteem and performance: A field study. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 77: 307-322.

Gerhart, B. & Rynes, S. L. 2003. *Compensation: Theory, evidence, and strategic implications*. Thousand Oaks: Sage.

Jenkins, G. D., Gupta, N., Mitra, A., & Shaw, J. D. 1998. Are financial incentives related to performance? A meta-analytic review of empirical research. *Journal of Applied Psychology*, 83(5): 777-787.

Kivimaki, M., Ferrie, J. E., Brunner, E., Head, J., Shipley, M. J., Vahtera, J., & Marmot, M. G. 2005. Justice at work and reduced risk of coronary heart disease among employees - The Whitehall II Study. *Archives of Internal Medicine*, 165(19): 2245-2251.

Kuvaas, B. 2006. Work performance, affective commitment, and work motivation: The roles of pay administration and pay level. *Journal of Organizational Behavior*, 27(3): 365-385.

Kuvaas, B. 2008. Prestasjonsbasert belønning og motivasjon. In B. Kuvaas (Ed.), *Lønnsomhet gjennom menneskelige ressurser: Evidensbasert HRM: 15-48*. Oslo: Fagbokforlaget.

Lawler, E. E. 1990. *Strategic pay: Aligning organizational strategies and pay systems*. San Francisco: Jossey-Bass.

Lazear, E. P. 2000. Performance pay and productivity. *American Economic Review*, 90: 1346-1361.

Locke, E. A., Latham, G. P., & Erez, M. 1988. The determinants of goal acceptance and commitment. *Academy of Management Review*, 13: 23-29.

Murphy, K. R. 2008a. Explaining the weak relationship between job performance and ratings of job performance. *Industrial and Organizational Psychology*, 1: 148-160.

Murphy, K. R. 2008b. Perspectives on the relationship between job performance and ratings of job performance. *Industrial and Organizational Psychology*, 1: 197-205.

Nunnally, J. C. & Bernstein, I. H. 1994. *Psychometric theory* (3rd ed.). New York: McGraw-Hill.

O'Reilly, C. A. & Pfeffer, J. 2000. *Hidden value: How great companies achieve extraordinary results with ordinary people*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

Ordonez, L. D., Schweitzer, M. E., Galinsky, A. D., & Bazerman, M. 2009. Goals gone wild: The systematic side effects of overprescribing goal setting. *Academy of Management Perspective*, 23(1): 6-16.

Pazy, A. & Ganzach, Y. 2009. Pay contingency and the effects of perceived organizational and supervisor support on performance and commitment. *Journal of Management*, 35(4): 1007-1025.

Peterson, S. J. & Luthans, F. 2006. The impact of financial and nonfinancial incentives on business-unit outcomes over time. *Journal of Applied Psychology*, 91(1): 156-165.

Pfeffer, J. 1998. Six dangerous myths about pay. *Harvard Business Review*, 76(3): 108-119.

Pfeffer, J. & Sutton, R. I. 2006a. *Hard facts, dangerous half-truths, and total nonsense: Profiting from evidence-based management*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

Pfeffer, J. & Sutton, R. I. 2006b. Evidence-based management. *Harvard Business Review*(January): 63-74.

Prendergast, C. 1999. The provision of incentives in firms. *Journal of Economic Literature*, 37: 7-63.

Stajkovic, A. D. & Luthans, F. 2003. Behavioral management and task performance in organizations: Conceptual backgrounds, meta-analysis, and test of alternative models. *Personnel Psychology*, 56: 155-194.

Vasteenkiste, M., Neyrinck, B., Niemiec, C., Soenens, B., De Witte, H., & Van den Broeck, A. 2007. On the relations among work value orientations, psychological need satisfaction and job outcomes: A self-determination theory approach *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 80(2): 251-277.

Vroom, V. H. 1964. *Work and motivation*. New York: Wiley.

Weibel, A., Rost, K., & Osterloh, M. 2009. Pay for performance in the public sector: Benefits and (hidden) costs. *Journal of Public Administration Research and Theory*, doi:10.1093/jopart/mup009.

Zhang, X., Bartol, K. M., Smith, K. G., Pfaffer, M. D., & Khanin, D. M. 2008. CEOs on the edge: Earnings manipulation and stock-based incentive misalignment. *Academy of Management Journal*, 51(2): 241-258.

4 Finanskrisenes teori

Erik S. Reinert, professor ved Universitet i Tallinn

27. september 2010

4.1 Innledning

Finanskriser skapes når det oppstår et misforhold mellom realøkonomien (den totale produksjonen av varer og tjenester) og finansøkonomien ('pengemengden')¹. Dagens økonomifag (nyklassisk økonomi, *standard textbook economics, mainstream economics*) anerkjenner at det oppstår slike misforhold når det gjelder inflasjon (stigende prisnivå) og deflasjon (synkende prisnivå), men ikke så tydelig når det gjelder finanskriser. Dette i motsetning til andre *typer økonomifag* som har forstått og forstår kriser, men som er blitt marginalisert.

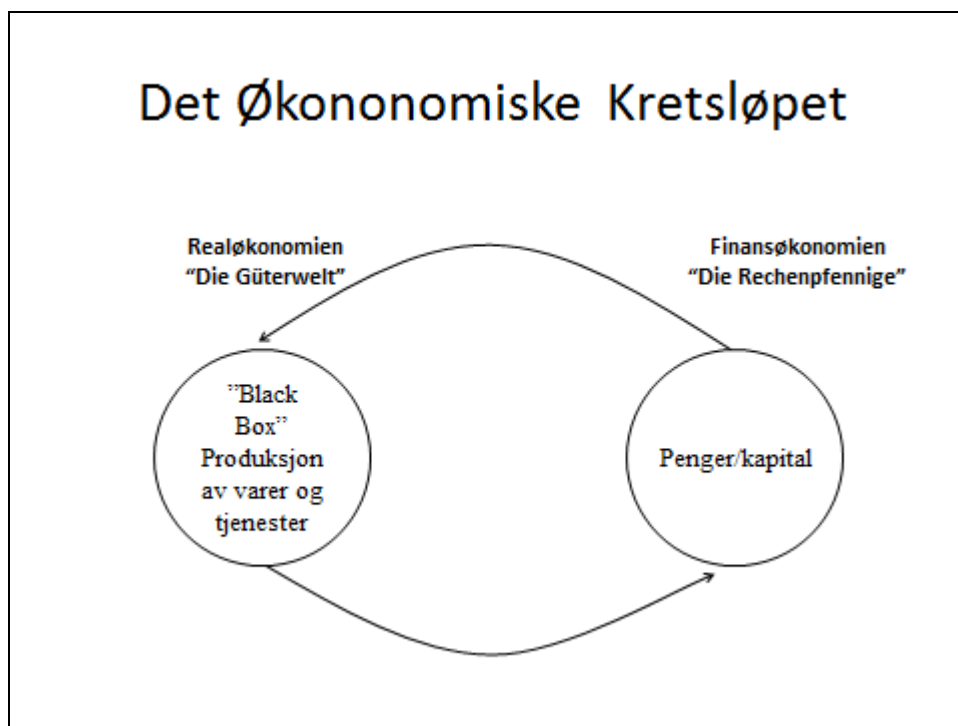
Finanskriser er et misforhold som ikke umiddelbart gir seg utslag i prisstigninger, men som samtidig endrer inntektsfordelingen slik at visse formuesgoder øker i pris (*asset price inflation*). Formuesgodene der inntektene fra finanssektoren investeres øker i pris. Forflyttingen av inntekt og formue fra realøkonomien til finansøkonomien er kanskje den vesentligste konsekvensen av en finanskris. Justeres ikke dette misforholdet gjennom en stor satsning i realøkonomien, vil en eventuell ny oppgang (*recovery*) være drevet av formuesgodene, og inntektstapet i realøkonomien kan bli permanent. Dette er iferd med å skje nå i USA og i Europa, der EUs 'interne devalueringer' i Baltikum noen steder har redusert reallønningene med over 20 prosent, samtidig som arbeidsløsheten er meget stor. En tradisjonell devaluering ville straffet finanskapitalen (som i Baltikum har store lån i utenlandsk valuta) men hjulpet lønnsnivået på langt sikt. Isteden 'reddet' man finanskapitalen på kort sikt på bekostning av lønnsnivået på lang sikt. Derfor mener Financial Times' Martin Wolf at en kommende oppgang vil være basert på yachter og herregårder (*a yacht and mansion recovery*).

Det interessante er at finanskriser en gang var et anerkjent og vel forstått fenomen langs hele den politiske aksene. Karl Marx skrev om dem, og Lenin mente at finanskapitalens kontroll representerte det siste stadiet i kapitalismen. Med den østerrikske sosialdemokraten Rudolf Hilferdings teorier (1910) var finanskriser en gang en sosialdemokratisk paradegren. Joseph Alois Schumpeter og John Maynard Keynes – som kanskje de viktigste finanskriseteoretikerne – var politisk konservative, og den viktigste finanskriseteoretikeren her hjemme, Torkel Aschehoug, var formann i Det konservative parti². Selv om det pågående inntektstapet i realøkonomien til fordel

¹ I forbindelse med finanskrisen i Asia skrev jeg et notat om dette for en konferanse arrangert av Norsk Investorforum: 'Production Capitalism vs Financial Capitalism – Symbiosis and Parasitism. An Evolutionary Perspective'. Notatet inneholder også en bibliografi på noe over 40 sider med verker fra den nå nærmest utdødde økonomitradisjonen som så finanskriser klart. Nedlastbar på <http://www.othercanon.org/papers/index.html>

² Torkel Aschehougs meget kompetente kapitler om finanskrisenes historie og teori er lagt ut på <http://hum.ttu.ee/failid/docs/Aschehoug.pdf>. Naturlig nok er en nesten 100 år

for finanssektoren burde være et hett tema for enhver regjering, kommer det likevel ikke på dagsorden. Dagens økonomifag – i forhold til tidligere tiders – synes å ha noen blinde flekker, og dette preger også det politiske liv. Tidligere begrepsapparater, som forstod og beskrev krisemekanismene, mangler. I den siste tiden har spesielt imidlertid amerikanske økonomer 'gjenoppfunnet' noen gamle teorier. Irving Fisher's 'debt deflation' (gjeldsdeflasjon) er et eksempel på dette.



Figur 4.1. Realøkonomi og finansøkonomi som ulike sfærer.

Å forstå finanskriser krever at man har et begrepsapparat som skiller mellom finansøkonomi (det Schumpeter kaller 'regneenhetene', die *Rechenpfennige*) og realøkonomi (produksjonen av varer og tjenester, Schumpeters *Güterwelt*). Se figur 4.1. Den engelske økonomiske teoritradisjonen har, siden David Ricardo (1817)³ lagt liten vekt på forholdet mellom pengesiden og realøkonomien. Da den kontinental-økonomiske tradisjonen, der dette skillet alltid har vært viktig, nærmest døde ut etter 2. verdenskrig, forsvant også kriseteoriene langs hele den politiske akse. Nyklassisk økonomi modellerte markedsøkonomien som et friksjonsløst maskineri som skaper automatisk harmoni. Teoriene som nedstammer fra Ricardo inneholder ikke de kategoriene som gjør det mulig å forstå krisene.

gammel bok som denne ikke lenger pensum på Universitetet i Oslo. Problemet er imidlertid at hele denne *typen* økonomifag – teoretisering utfra historiske fakta – er forsvunnet fra pensum. Så vidt jeg erfarer fra nylig utdannede økonomer i Oslo er ikke teknologi- og finanskriseteoretikeren Joseph Schumpeter på pensum der.

³ Et økonomifag uten finanssektor har egentlig sin opprinnelse allerede i mannen nyklassisk økonomi anser som sin stamfar, François Quesnay (1694-1774). Dette i motsetning til tradisjonen som har en form for *flows-of-funds* modell som ser finanskriser, som Veblen, Galbraith, Kindleberger, og Minsky.

4.2 Hammurabi-effekten og 'gjeldsdeflasjon'

Den enkleste modellen for å forstå utakten mellom realøkonomi og finansøkonomi stammer fra Mesopotamia under Hammurabi (2030-1995 f. Kr.). Det er ikke bare en talemåte at sivilisasjonens vugge stod her.

Hammurabis økonomer regnet ut at på grunn av rentesrenten ville finansøkonomien øke langt mer enn det ville være investeringsmuligheter for i realøkonomien. Ser vi verden gjennom vanlige bokføringsprinsipper ville finansøkonomiens tilgodehavender ha sitt motstykke som gjeld i realøkonomien. Den engelske økonomen Richard Price (1769) uttrykte makten i rentesrenten slik:

'En shilling investert til 6% rente og rentesrente ved Jesu fødsel ville . . . ha økt til en sum (gull) større enn det ville vært plass til i hele solsystemet, forutsatt at dette dannes av en sfære med samme diameter som Saturns bane rundt solen'.

Siden noen opplagt må ha spart én shilling ved Kristi fødsel betyr dette at ethvert system som tillater rentesrente må bryte sammen med jevne mellomrom. Hammurabi og hans etterfølgere tok konsekvensen av dette og kansellerte med ujevne mellomrom all gjeld (unntatt kortsiktig kommersiell gjeld) for at ikke realøkonomien skulle avgå ved døden under byrden av en stadig økende gjeld. I Det gamle testamentet finner vi fremdeles referanser til dette systemet. Årene da gjelden ble slettet fikk navnet 'jubelår',

Penger og gull er altså konseptuelt noe helt annet enn de varer og tjenester man kan kjøpe for dem. Historien er full av advarsler mot det som er blitt kalt *chrysohedonism*, mot å forveksle penger med det man kan få kjøpt for dem. Legenden om Kong Midas, som fikk oppfylt ønsket om at alt han rørte skulle bli til gull – men som siden fant at dette var en forbannelse – er et eksempel på en advarsel mot å forveksle rikdom i gull og rikdom i 'varer og tjenester'. Uten periodiske 'jubelår' ville finanssektoren til slutt sitte igjen som en Kong Midas, med masse penger og gull men med en realøkonomi som ville være sterkt svekket – eller bukket under – av gjeldsbyrden. Det er det sporet vi er på nå.

Bibelens lignelse (Matteus 25, 14-30) forteller oss at myntene – 'talentene' – ikke skal graves ned, men investeres. Midt på 1300-tallet klaget pengeteoretikeren Nicolas Oresme over at penger lå på kistebunnen istedenfor å bli produktivt investert. 'Det er ikke derfor vi oppfant penger' skriver han. Francis Bacon skriver rundt år 1600 at 'penger er som møkk, de gjør bare nytte for seg når de blir spredd' (som gjødsel). Gjennom hele sivilisasjonens historie finner vi som en rød tråd at 'finanssektoren' bare gjør nytte for seg når den investerer i realøkonomien.

Muslimenes forbud mot rente – *riba* – og kristent forbud mot å ta renter, frem til 1600-tallet, må begge sees i dette perspektivet. Formuesøkning uten at man selv løftet en finger var ansett for *kvalitativt* å være noe helt annet enn å tjene penger gjennom 'ærlig arbeid', handel og produksjon. At jødernes religion – i motsetning til kristendommen og islam – tillot å låne ut mot renter er et historisk viktig poeng. Samtidig var det forbudt for jøder å eie land.

Da vestlig kristendom tidlig på 1600-tallet begynte å tillate renter var dette med en forståelse – som hos Francis Bacon – for innovasjonenes betydning. Innovasjoner

krevede mer kapital, og det å låne ut kapital med en risikopremie ble akseptert. Kapitalen ble, i Keynes' ord, *en bro i tid*: man kan finansiere i dag noe som varer i årtier.

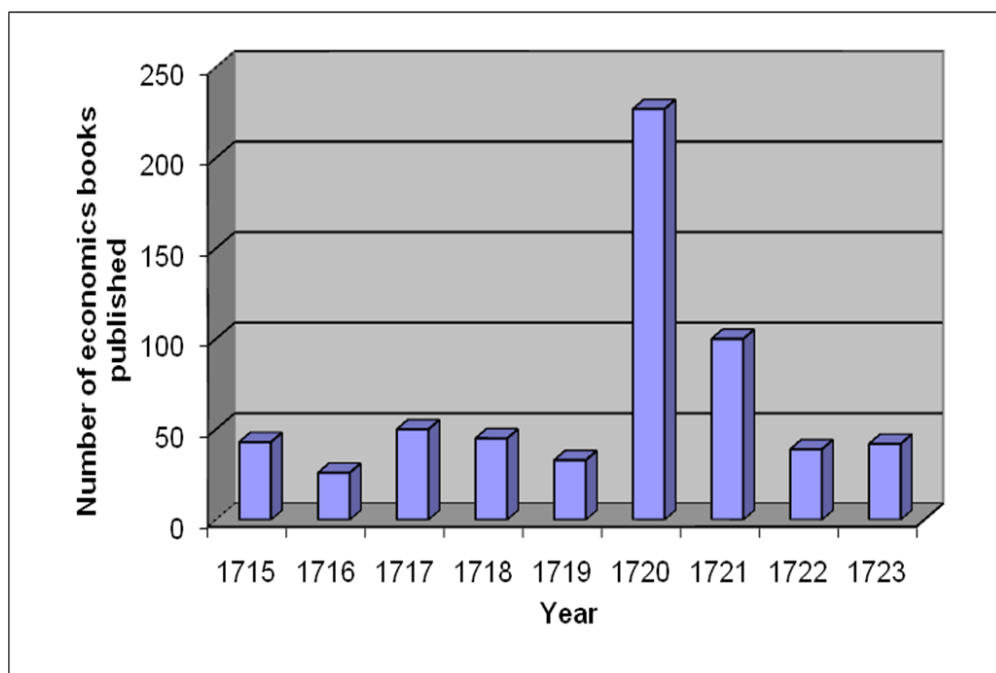
Her er det viktig å forstå Schumpeters kapitalteori: dersom det ikke skjer noe nytt i verden (innovasjoner) er kapitalen teoretisk verdiløs. Inntar vi igjen bokføringsperspektivet – som er helt nødvendig for å forstå finanskriser – ville alle investeringer i en verden uten innovasjoner kunne dekkes av avskrivninger. Det er altså innovasjonene som gir kapitalen verdi. I seg selv er kapital *steril* (kfr. Kong Midas / de nedgravde talentene).

Finanskriser oppstår når finanssektoren slutter å fungere som brobygger i tid for realøkonomien, men begynner å tjene penger på seg selv i pyramidespill-lignende konstruksjoner. Vi skal diskutere dette i avsnittet om Hyman Minsky. I Tyskland i mellomkrigstiden skilte man mellom *schaffendes Kapital* (kapital som skaper noe) og *raffendes Kapital* (kapital som bare krafser til seg penger uten å skape noe). I dag skiller den amerikanske økonomen Bill Lazonick mellom verdiskapning (*wealth creation*) og verdiuttak (*wealth extraction*). I sin *Treatise on Money* (1931) ser Keynes depresjonen komme når pengene skifter fra å være i *industrial circulation* til å være i *financial circulation*. Noen år senere, i 1936, klaget en annen konservativ engelskmann, senere statsminister Harold Macmillan over at hans eget parti var dominert av *casino capitalism*.

Selv om Lenin som sagt mente at finanskapitalens dominans ville være det siste stadiet i kapitalismen, har altså skepsisen til finanssektoren – ja til hele banksystemet – vært stor også blant konservative. Thomas Jefferson, den mest konservative av USAs *founding fathers*, var også den som var klart mest kritisk til bank- og finansvesen. Det å være konservativ ('høyrevridd') betød for Torkel Aschehoug at han ville beskytte realøkonomien fra ødeleggende spekulasjon, nå betyr det å være nyliberal ('høyrevridd') å mene at markedet ikke kan ta feil. At konservative tenketanker – både internasjonalt og her hjemme – opptrer som heilagjeng for finanssektoren er et helt nytt fenomen. Nyklassisk økonomi og nyliberalisme har nå erstattet de konservative politiske røster som tradisjonelt har dannet et viktig bolverk mot finans- og spekulasjonsøkonomien. Det er all grunn til å tro at dette vil gjøre krisen både dypere og lenger.

Konklusjon: Å ha et system som tillater rentesrente gjør – alene – at man før eller siden er nødt til å få finanskriser, noe historien til fulle har vist. Historikeren Reinholdt Mueller ved Universitetet i Venezia forteller at det gikk få år fra et finanssentrum hadde etablert seg ved Rialto-broen til hele systemet på 1200-tallet måtte reddes av den venezianske staten. Kapitalismen måtte altså reddes av staten allerede rett etter sin fødsel. Finanskriser har siden vært svært hyppige i kapitalismen, og – slik det er illustrert i figur 4.2 – kan man finne dem også ved å telle antall bokutgivelser i økonomifaget. Den første internasjonale finanskrisen i 1720 – som traff de store finanssentrene Paris, London, og Amsterdam samtidig – viser det samme mønster som dagens krise viser.

Boken *This time is different. Eight centuries of financial folly* av Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff (2009) bygger ut det historiske perspektivet på finanskriser. Boken inneholder likevel mer data enn teori og analyse.



Figur 4.2. Antall bokutgivelser i økonomifaget (1715-1723).

Kilde: Egne beregninger etter beholdningene i Kress Library, Harvard University.

En symbolfylt illustrasjon fra en av de mange bøkene som kom ut i 1720 – Figur 4.3 – viser et typisk trekk ved en finanskrisen: et børsprosjekt som holdes kunstig oppe av spekulanter. Disse kalles her 'vindhandlere' fordi de kjøper og selger ting som egentlig ikke eksisterer i 'realøkonomien' som salgsobjekter, bare i en fantasiverden.

4.3 Hyman Minsky

I motsetning til Hammurabis modell med to sektorer, realøkonomien og finanssektoren, hadde den amerikanske schumpeterianske økonomen Hyman Minsky (1919-1996) andre sektorer: husholdninger og ikke-finansielle næringer + finanssektoren (*financial intermediaries*) og staten (*government*). Amerikanske økonomer har bidratt med en mer presis definisjon på det vi kan kalle den utvidete finanssektoren: Finans, forsikring og eiendomssektoren (*Finance, Insurance and Real Estate: FIRE-sektoren*).

Hyman Minskys teorier bygger på tidligere teorier fra Keynes og Schumpeter⁴. Et leitmotiv i hans karriere var at 'it' (dvs en finanskrisen som på 30-tallet) 'can happen again'. Minskys to viktige bøker var *John Maynard Keynes* (1975) og *Stabilizing an Unstable Economy* (1986). Disse ble, på grunn av finanskrisen, utgitt på nytt i 2008.

⁴ FNs rapport om finanskrisen (Stiglitz-kommisjonen) som var ført i pennen av den amerikanske økonomen Jan Kregel var influert av Minsky. Denne rapporten – som foreslo institusjonelle endringer som etter mitt syn før aller siden bør komme – ble nesten totalt ignorert politisk og av standardøkonomene.



Figur 4.3. Luftige børsprosjekter som ikke kan ta av uten kunstig hjelp.
 Kilde: *Het groote tafereel der dwaasheid* (The Great Mirror of Folly), Amsterdam 1720.

Som Schumpeter mener Minsky at innovasjoner i finanssektoren er annerledes enn innovasjoner i resten av økonomien, og at økonomier som har finansielle innovasjoner (som ofte er svært nyttige) nødvendigvis vil måtte få kriser fordi a) finansielle innovasjoner får gjeld til å vokse fortere enn evnen til å betale denne gjelden (kfr Hammurabi) og b) fordi slike kriser flytter inntekt og formue til en rentenist-klasse hvis tilbøyelighet til forbruk er lavere enn den i realøkonomien (kfr. Martin Wolf's *yacht and mansion recovery*). Dermed skapes ikke den etterspørselen som skal til for å trekke det enkelte land ut av krisen. USA er i dag et typisk eksempel på dette. Reallønningene er på samme nivå som midt på 1970-tallet, hvilket vil si at all økonomisk vekst siden da har tilfalt FIRE-sektoren. Demokratenes stimuleringsprosjekter vil neppe ikke kunne fungere om ikke ubalansen mellom FIRE-sektoren og realøkonomien endres.

Et av Minskys viktigste bidrag var forståelsen av 'destabiliserende stabilitet', et poeng vi finner klart allerede hos Torkel Aschehoug: ettersom de gode tidene vedvarer vil bankene ta større og større risiko. Til slutt vil bankene finansiere prosjekter som er så spekulative at de ikke engang kan betjene renten på gjelden. Minsky kalte slike lån for Ponzi-lån, og subprime-krisen passet perfekt til denne definisjonen. Lån ble gitt til huseiere som ikke engang var istand til å betjene rentene. Dette skaper en boble i økonomien – en ubalanse mellom finansøkonomien og realøkonomien – som til slutt må bryte. Hadde man først Minskys modell i bakhodet, var det ganske tydelig at Terra-skandalen kunne være begynnelsen på en alvorlig finanskris⁵.

'At present real estate assets seem to be a more important source of financial distress than stock exchange assets...real estate assets are collateral for an extensive amount of debt, both of households and of business firms, owned by financial institutions...If the price of real estate should fall very sharply, not only will the net worth of households and business firms be affected, but also defaults, repossessions, and losses by financial intermediaries would occur'.

Dette skrev Minsky i 1964, men det er likevel en meget god beskrivelse av hva som skjedde under den siste finanskrisen. Det er viktig å merke seg at i dette perspektivet er ikke finanskriser en 'black swan' som skjer overraskende og sjelden. Slike kriser er tvert imot *nødt til å inntreffe* slik finanssektoren og de finansielle innovasjonene fungerer.

Minsky var opptatt av at enhver kan skape penger. Problemet er bare å få dem akseptert. Minsky så for seg et hierarki – en pyramide – av ulike typer penger, organisert etter soliditet / tillit. Før siste finanskrisen kom finansielle innovasjoner som – bokstavelig talt – ingen forstod, som *mortgage-based securities* (MBS), *collateralized debt obligations* (CDO) og *credit default swaps* (CDS). Disse finansielle innovasjonene (*securitization*) skapte en systemisk risiko, de skapte en gjeld som var større enn systemets evne til å betale denne gjelden. Når tilliten til de mer usikre betalingsmidlene kollapser under kriser, søker man mot de sikrere, først kontanter og til slutt til gull (som Keynes kalte 'en barbarisk relikvie').

Min chilenske kollega Gabriel Palma (University of Cambridge) har kvantifisert det økende misforholdet mellom realøkonomien og finansøkonomien i et dokument som sendes sammen med dette. Dette dokumentets Figur 4.2 viser økningen i forholdet mellom finansielle aktiva (*financial assets*) og bruttonasjonalproduktet (BNP) i perioden 2002 til 2007, altså før finanskrisen inntraff. Her illustreres Schumpeters og Minskys poeng klart: finansielle aktiva økte kraftig i forhold til størrelsen på BNP. I et land som Spania økte finansielle aktiva som prosent av BNP fra litt over 300 prosent til over 550 prosent fra 2002 til 2007.

I Palmas figur 4.3 vises vekst i BNP og vekst i gjeld i husholdninger og ikke-finansielle næringsdrivende i USA fra 1950 til 2007. Han viser at gjeldsvekst og økonomisk vekst holdt noenlunde tritt med hverandre frem til 1982, gjelden vokste 3,8 prosent årlig mens BNP vokste 3,4 prosent. I perioden 1982 til 1987 vokste gjelden med 4,7 prosent årlig, mens BNP fremdeles vokste med 3,4 prosent, mens i perioden 1988 til

⁵ Se min artikkel 'Terra som Systemsvikt' i Dagbladet 26. november 2007
<http://www.dagbladet.no/kultur/2007/11/26/519264.html>

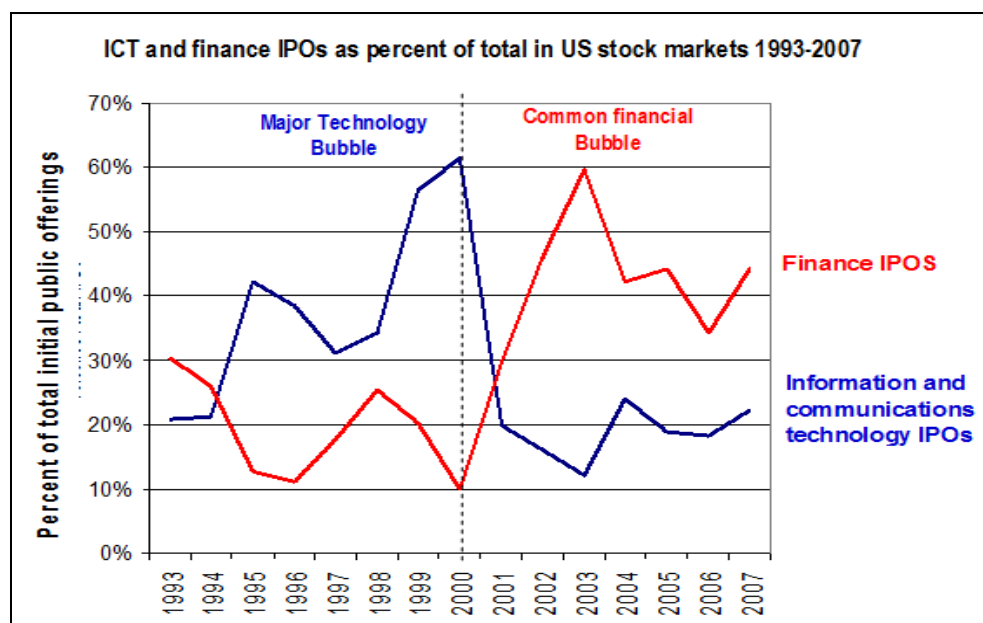
2007 vokste gjelden med hele 5,5 prosent årlig mens BNP bare vokste 2,8 prosent. Dette kunne ikke fortsette i lengden.

Det øyeblikket det blir klart for markedet at finansøkonomien er et ikke-bærekraftig pyramidespill blir nå ofte kalt 'The Minsky Moment'. Et annet navn er 'The Wile E. Coyote Moment', etter tegnefilmfiguren som har løpt ut over skrenten av en amerikansk canyon og – rett før han begynner å falle – forstår hva som er skjedd.

4.4 Carlota Perez: Finanskriser og teknologisk endring.

Torkel Aschehoug peker i sitt verk *Social-Økonomik* (1905-1908) på at finanskriser har sitt utspring i et teknologisk gjennombrudd. Den venezuelanske økonomen Carlota Perez har utviklet dette resonnementet på en måte som etter mitt syn er overbevisende, i boken *Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages* (2003). Som Perez selv påpeker i forordet var konferansen i Oslo i 1998, referert til i den første fotnoten, viktig for teoriens utvikling. På møtet den 29. september gjorde Perez selv rede for sine teorier, jeg tar derfor bare opp noen aspekter ved denne teorien.

Et hovedpoeng er at teknologiske gjennombrudd skaper nye bedrifter med høy børsverdi. Gjennom flere hundre år har slike teknologiske gjennombrudd skapt finansbobler, kanalboblen, jernbaneboblen, etc. Sist IT-boblen som brast i 2000. Slike bobler som er et resultat av en ny og revolusjonerende teknologi er nyttige: de synes å være en nødvendig del av kapitalismens dynamikk og oppgraderer hele realøkonomiens produksjonsapparat.



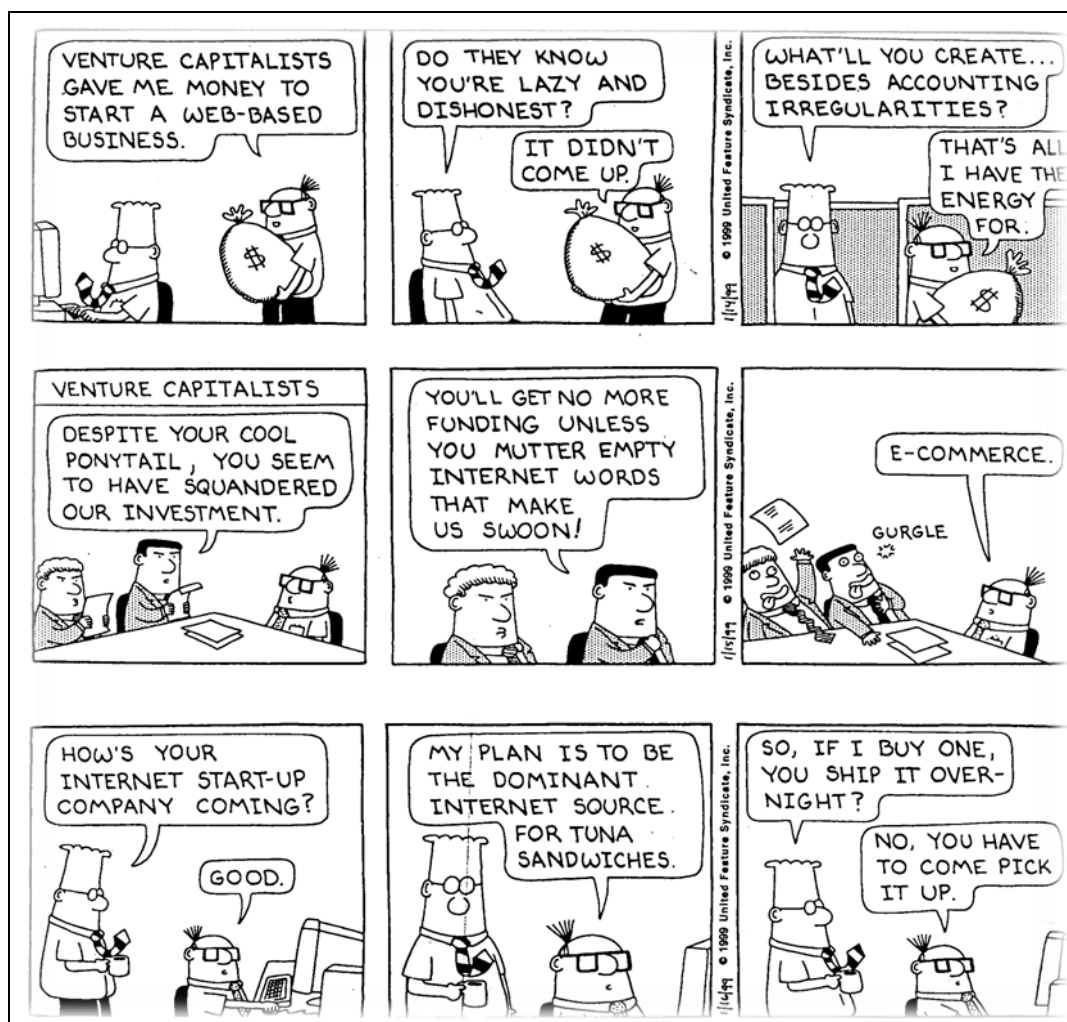
Figur 4.4. Teknologiboble ('nyttig boble') vs. Ren finansboble ('unyttig boble').

Det vi så etter at IT-boblen på børsen sprakk var imidlertid bobler som *ikke* bidro til realøkonomien, men som tvert imot svekket denne. Figur 4 viser at før IT-boblen sprakk var 60 prosent av nye selskaper på USA-børsene (IPO = Initial Public Offering) teknologiselskaper (ICT = Information and Communication Technology),

mens bare 10 prosent var selskaper fra finanssektoren. I 2003 var rollene byttet: 60 prosent av alle nye selskaper på børsen var finansieringsselskaper, men bare 10 prosent var fra IT-bransjen.

Perez mener altså at den børsoppgangen som naturlig nok skjer i bedrifter som står for nye og banebrytende teknologier etter hvert sprer seg på en irrasjonell måte også til håpløse prosjekter og til pyramidespill i finanssektoren. Vi kan si at mens finanssektoren og realøkonomien i gode tider lever i symbiose, de støtter hverandre, blir finanssektoren i krisetider som en parasitt som svekker realøkonomien. Det som var rasjonelt (investere i ny teknologi) ble irrasjonelt (investere i pyramidespill).

Et tidlig bidrag til denne litteraturen var boken 'Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds' av Charles Mackay, som kom ut i 1841. USAs tidligere sentralbanksjef, Alan Greenspan, beskrev dette fenomenet som *irrational exuberance*. Figur 4.5 viser hvorledes en tegneserieforfatter (Dilbert 1999) forstod det irrasjonelle i den daværende børsboblen året før den samme boblen sprakk. Merk likheten med ideen bak tegningen i figur 4.2.

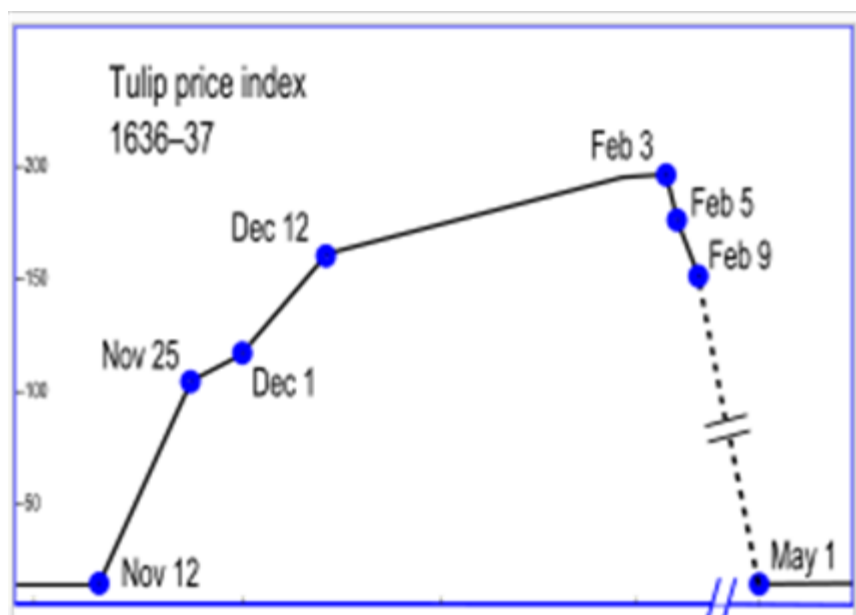


Figur 4.5. Finanskapitalen går amok under et tekno-økonomisk paradigmeskifte.

Å forsvare kapitalismen som 'rasjonell' har vært en vesentlig snubletråd for økonomifagets forståelse av finanskriser. USAs sentralbanksjef Ben Bernanke har skrevet en bok om krisen i 1929. Her nevner han Hyman Minsky én eneste gang: kun for å hevde at man ikke behøver å bry seg om Minskys teorier fordi han antar at kapitalismen ikke er rasjonell. Å være 'mainstream' økonom har i de siste 30-40 årene betydd å ikke anerkjenne mekanismer som uten tvil er uhyre viktige i en finanskrise.

Det er klart at for den enkelte som tjener penger i finansøkonomien uten at det samtidig skapes realøkonomiske verdier er oppbyggingen mot en finanskrise rasjonell nok. Det gjelder bare å stå så nær døren at man kommer seg ut før de andre når 'the Minsky Moment' inntreffer. At dette skal være rasjonelt fra samfunnets synspunkt er en helt annen sak. Her svikter markedene, og det trengs reguleringer. På Clintons vakt, og med Ayn Rand-tilhengeren Alan Greenspan som sentralbanksjef, ble de meget kloke forsvarsverkene mot finanskriser som var blitt til etter krisen i 1929, opphevet.

Tulipanboblen i Holland i 1626-37 var også en slik boble, der tulipanløkene fra fjerne land – som var en nyhet – spilte rollen som 'ny teknologi' (se figur 4.6).



Figur 4.6. En bobles anatomi. Tulipanboblen i 1636-37.

4.5 Redde finansøkonomien eller redde realøkonomien?

Joseph Schumpeter var av den oppfatning at staten ikke måtte gripe inn i en finanskrise, fordi en slik 'redningsoperasjon' ville *premiere nettopp de kreftene som hadde skapt krisen*. Krisen måtte brenne ut av seg selv. Dette ser vi i dag visdommen av. Likevel, nøden blir så stor at staten må gripe inn, slik Keynes foreslo. Men vi ser at Schumpeter hadde rett i sin intuisjon: det er vanskelig å gjøre dette uten å skape en ny boble. Tiltakspakkene i mange land treffer ikke realøkonomien i tilstrekkelig grad.

Finanskriser både skaper og er resultater av ubalanser. Under Bretton Woods-forhandlingene foreslo Keynes en 'skatt på ubalanser'. Siden verdens import må tilsvare verdens eksport foreslo Keynes en internasjonal skatt på eksportoverskudd over en viss størrelse. Dette ville unngå internasjonale ubalanser og forhindre noen nasjoner fra å

‘overspare’ samtidig som andre land bygget opp enorm gjeld. Det ville også vært et insentiv for land til ikke å holde vekselkursen på sine nasjonale valutaer kunstig lav, slik Kina gjør i dag. Det var hovedsakelig USA som stoppet dette forslaget, men hadde Keynes fått gjennomslag for dette ville amerikanerne vært reddet fra sin egen uansvarlighet, fra å skaffe seg en så stor gjeld til resten av verden som de har i dag.

Klassiske kriseteorier opererer med begrepene ‘overproduksjon’ og ‘underforbruk’. En viktig del av dagens finanskriser er den globale oversparingen (Global Savings Glut, GSG). ‘Ekte’ sparing skjer når man har en investering (en dis-saving) som bokholdermessig motpost. Sparing uten en slik motpost er hamstring (*hoarding*).

Ubalansen mellom finansøkonomien og realøkonomien kan bare løses av at en – eller begge – partene justeres. Enten kan man velge å beskytte den oppblåste finanssektoren eller man kan velge å beskytte realøkonomien. Ofte, som under Asiakrisen, lar man produksjonsenheter gå konkurs for å redde banker. Krisen i Argentina i slutten av 1990-tallet reduserte på denne måten reallønningen i landet med over 40 prosent.

EUs håndtering av krisen viser oss valgmulighetene. Underskuddene i PIIG-landene (Portugal, Italia, Irland, Hellas) ville tradisjonelt blitt løst gjennom at de berørte landene devaluerte, slik at produksjonssystemene der fikk tilbake sin konkurranse-dyktighet. Samtidig ville man skrive ned gjelden slik at finanssektoren tok et tap.

Alternativet til dette er det som kalles en *intern devaluering*. Det betyr at man presser ned et lands lønnsnivå uten å røre valutakursen, og samtidig tar man opp ennå større lån for å betjene gjelden. Dette vil gjøre at realøkonomien tar hele belastningen, samtidig som det settes i gang nedadgående innenlandske spiraler av minkende kjøpekraft og minkende nasjonal produksjon.

Eksempelet Estland viser at dette er mekanismer som også kan settes i gang uten at den berørte nasjonen er forgjeldet. Landet har hatt en intern devaluering som har redusert reallønningene med over 20 prosent. Lønningene har falt i 9 kvartaler på rad og arbeidsløsheten er stor. Det foruroligende er at slike *interne devalueringer* nå synes å være modellen også for de større landene i EUs periferi. Det er all grunn til å tro at nedjusteringen av folks kjøpekraft – altså hele nasjoners kjøpekraft – blir permanent.

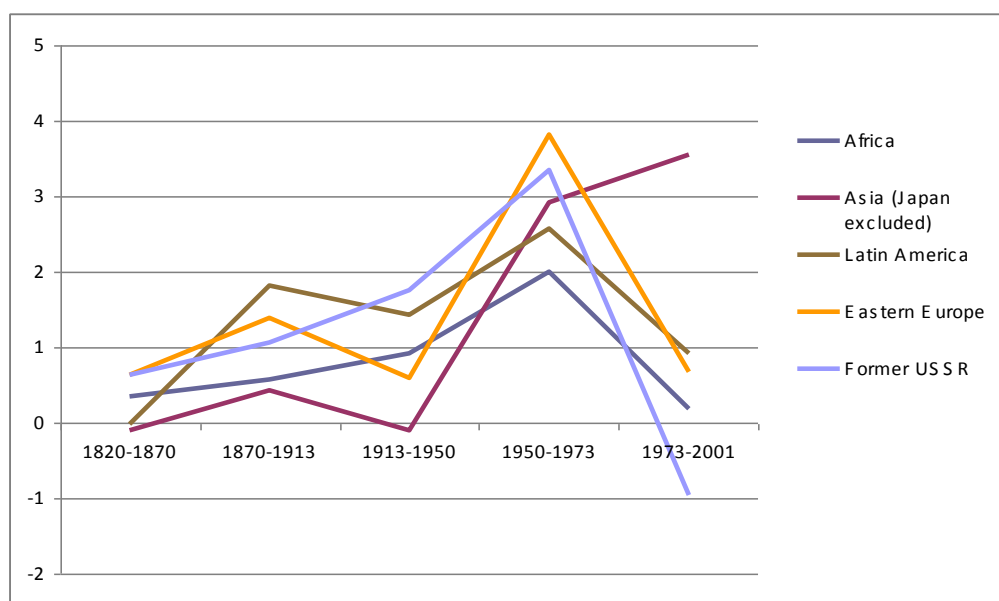
Tradisjonelt har vi kunnet skille mellom to ulike modeller for økonomiske justeringer, den europeiske og den amerikanske. Den europeiske modellen har justert valutakurser. I USA derimot har hele landet selvfølgelig hatt samme valuta. Når en delstat kom i økonomisk krise, slik Michigan gjorde med sin bilindustri, er justeringsmekanismen at folk flytter til andre delstater. Ved ikke å løse opp Euroen slik at land i krise kan devaluere, har Europa i prinsipp valgt samme modell som i USA. Vi er imidlertid neppe forberedt på de demografiske bevegelsene som er i gang på grunn av dette.

FIRE-sektorens vekst fortrenger realøkonomien.

Vi har tidligere vist til figurene 2 og 3 i Gabriel Palmas artikkel, som viser den uproporsjonalt høye veksten i finansøkonomien i forhold til realøkonomien. Dette er et fenomen som begynte i verdens økonomiske periferi allerede på 1970-tallet. Perioden

1950 til 1973 registrerte den høyeste økonomiske veksten i verden noensinne, men etter 1973 kom et skifte i politisk-økonomisk ideologi som (bevisst) medførte markeds- og frihandelssjokk som førte til at finanssektoren (FIRE-sektoren definert ovenfor) tok over en større del av den totale verdiskapningen på bekostning av lønninger. Figur 4.7 viser endringene i vekstratene i utvalgte land i den 2. (tidligere kommunistland) og 3. verden.

Asia generelt, men spesielt Kina og India, unngikk denne utviklingen på grunn av det vi kan kalle *ideologisk treghet*. Mens sjokkterapi og frimarkedslogikk kom på moten ellers i verden, fortsatte Kina og India med den samme bevisste industrialiseringsstrategien de hadde hatt siden slutten av 1940-tallet. Markedene ble åpnet, men langsomt.



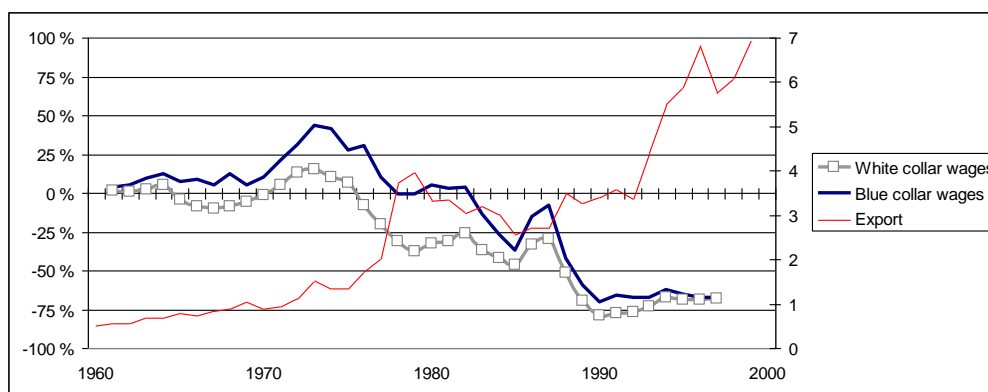
Figur 4.7. Økonomisk vekst faller drastisk, unntatt i Asia.

Kilde: Reinert, Amaizo og Kattel 2008.

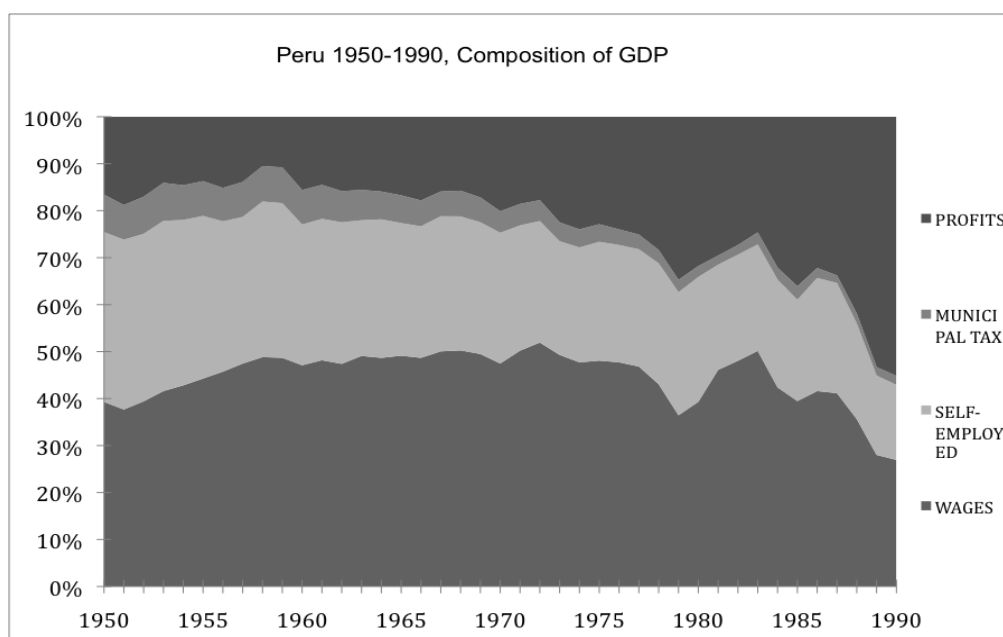
FIRE-sektoren overtar: Den tredje verden.

Fra midten av 1970-tallet ble Latin-Amerika og Afrika utsatt for såkalt *structural adjustment* politikk. I flere av disse landene ble reallønningene mer enn halvert på kort tid. Vi skal se på Peru som et eksempel. De strukturelle endringene førte til et raskt fall i lønningene ettersom en meget rask åpning til frihandel tok liv av industrien og svekket fagforeningene. Reallønningene ble mer enn halvert, men på den annen side økte eksporten raskt (se figur 4.8).

Det interessante her er at ser man bare på bruttonasjonalproduktet er det ikke gått så ille i Peru, men ser man på sammensetningen av dette bruttonasjonalproduktet har det endret seg kraftig: FIRE-sektoren har overtatt en stadig større prosent av BNP.



Figur 4.8. Peru: Deindustrialisering, fallende lønninger og økende eksport (råvarer).



Figur 4.9. Sammensetningen av BNP i Peru: FIRE-sektoren tar over.
Kilde. Banco Central de Reserva del Perú/ Reinert 2009. Disse data er ikke publisert etter 1990.

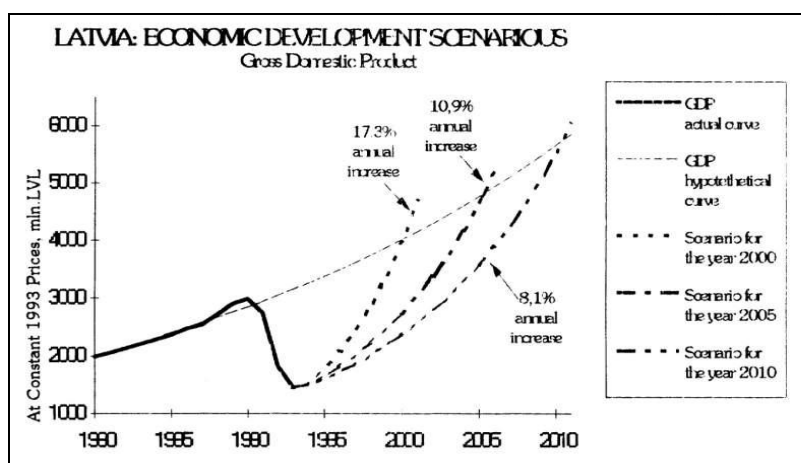
Tallene fra Perus sentralbank viser at i 1972 representerte lønningene 51,2 prosent av BNP og inntekten til selvstendig næringsdrivende (*self-employed*) 26,5 prosent, til sammen 77,7 prosent. Figur 4.9 viser hvordan denne andelen falt med avindustrialiseringen. I 1990, siste år Perus sentralbank produserte denne statistikken, var lønningenes andel i BNP nesten halvert samtidig som de selvstendig næringsdrivendes andel var sunket til 15,9 prosent. Til sammen var lønninger og selvstendig næringsdrivendes inntekt falt med 45 prosent, fra 77,7 prosent av BNP til 42,4 prosent.

Jeg oppholdt meg mye i Peru i de årene lønningene ble halvert og så fattigdommen øke dramatisk. Min kone kommenterte den gang at de samme barna utenfor det samme supermarkedet i Lima, som tidligere hadde tigget godteri, nå begynte å tigge boksemelk og annen mat. For meg har det alltid vært et mysterium at denne utviklingen ikke ble ansett som interessant, hvorfor et så dramatisk tema ikke har kommet opp på en akademisk eller politisk agenda.

Med Europas *interne devalueringer* er disse samme dramatiske mekanismene satt i gang i Europa⁶. Vi får et permanent fall i lønn og selvstendige næringsdrivendes inntekt som andel i BNP og i absolutte tall. På kort sikt kan dette se fordelaktig ut for næringslivet, blant annet har Aftenposten antagelig fått billigere avisbud. Likevel blir næringslivet som helhet 'straffet' gjennom minkende etterspørsel. I Peru førte for eksempel halveringen av lønningene til en brutal avisdød (før internetts tid). Høye lønninger er på mange måter et gode for et samfunn, ikke bare blir markedene store, høye lønninger er også svært teknologidrivende. Med de lønnsreduksjoner vi nå ser i Europa risikerer vi at Hyman Minskys 'financial fragility' skaper en 'technological fragility': Billig arbeidskraft gjør at man investerer mindre i ny teknologi.

FIRE-sektoren overtar: Den annen verden.

I 2000 ble jeg invitert til en konferanse i parlamentet i Mongolias hovedstad Ulaanbaatar, og fikk i oppdrag å lage en rapport om landets økonomiske utvikling. Igjen fant jeg samme mønster som i Latin-Amerika: reallønningene var mer enn halvert. Realrentenivået lå på 35 prosent, noe som gjorde det umulig å sette i gang produktiv virksomhet, mens det var mye å tjene på å flytte penger til landet. Disse pengene ble imidlertid ikke investert i realøkonomien. Det ble meg fortalt at de høye realrentene var nødvendige for å forhindre en finanskris.



Figur 4.10. Latvias økonomiske kollaps etter murens fall.

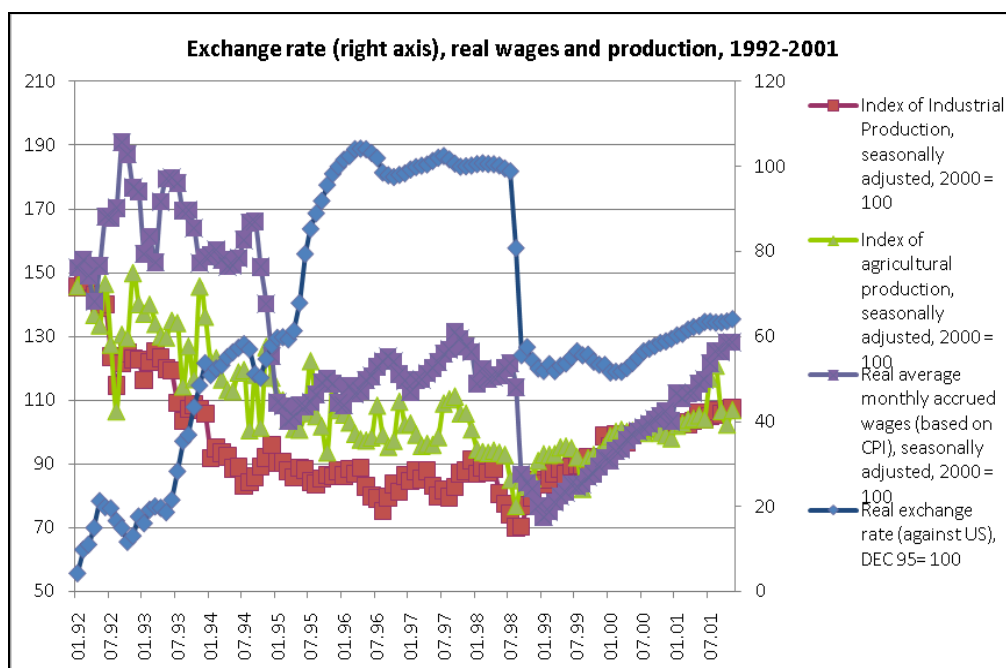
Kilde: Latvias Økonomidepartement (1994).

Figur 4.10 viser fallet i produksjonen i en typisk tidligere Sovjet-republikk, Latvia. Produksjonen var mer enn halvert, men da denne grafen ble laget, i 1994, var man overbevist om at veksten ville komme raskt tilbake. Imidlertid har det vist seg at en stor del av den 'vekst' man har hatt i Baltikum i virkeligheten har vært boligbobler. Veksten etter 1994 har hatt samme mønster som i Latin-Amerika: lønnsandelen er falt.

⁶ At finanskrisen utfolder seg mot et bakteppe av en brå avindustrialisering og siden brå integrasjon av tidligere kommunistland i EU vil gjøre lønnsfallet, som vi også kommer til å få i Norge, langt kraftigere enn det ellers ville vært. Se artikkelen 'European Eastern Enlargement as Europe's Attempted Economic Suicide?' <http://hum.ttu.ee/wp/paper14.pdf> (2007).

Også Russland viser samme type utvikling (figur 4.11). Reallønningene ble halvert, men når Russlands BNP nå igjen nærmer seg nivået fra 1989 er inntektsfordelingen en helt annen. Spesielt interessant er det å observere hvorledes en sterk overvurdering av rublen midt på 1990-tallet henger sammen med fallet i produksjonen og i reallønninger.

Det er verdt å merke seg at demokratiet kom til Russland samtidig som reallønningene ble halvert. 'Oligarkene' som tok den økonomiske makten tjente penger i finanssektoren mens realøkonomien sank som en sten. En oppskrivning av rublen gjorde at verdiene oligarkene hadde skaffet kunne overføres til utlandet til en meget høy verdi i dollar eller pund. Men denne revalueringen svekket produksjonsøkonomien ytterligere. Som i så mange andre tilfeller har finanssektoren og realøkonomien motsatte interesser.



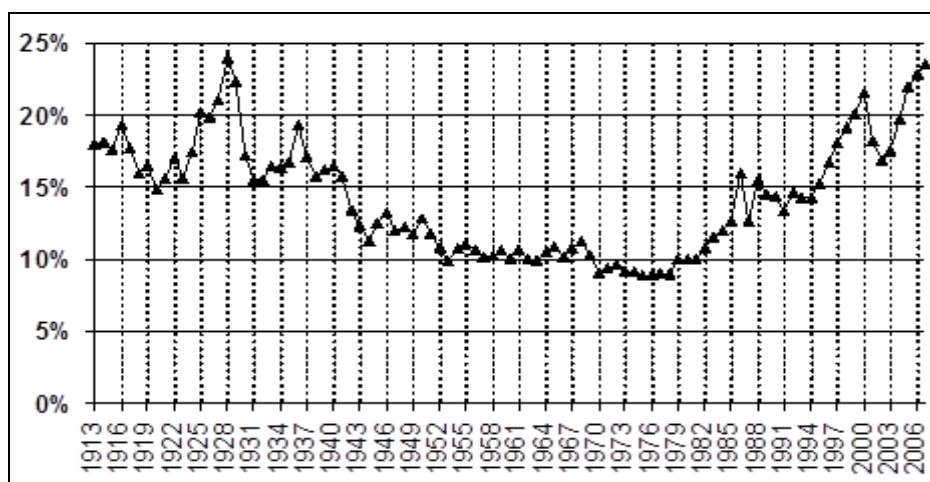
Figur 4.11. Russland: halvering av produksjon og av reallønninger
Kilde: Reinert og Kattel 2010.

FIRE-sektoren overtar: Den første verden.

Finanssektorens overtagelse av en større og større del av BNP begynte i Latin-Amerika på 1970-tallet, traff den tidligere Sovjet-sfæren på 1990-tallet, og slår nå kraftig ut i USA og Europa. Den ødeleggende effekten av overvurderte valutaer er et felles element i dem alle. Euroen som tvangstrøye setter i gang de samme mekanismene i Hellas og Spania nå som de gjorde i Russland på 1990-tallet (se figur 4.11), her gjennom interne devalueringer.

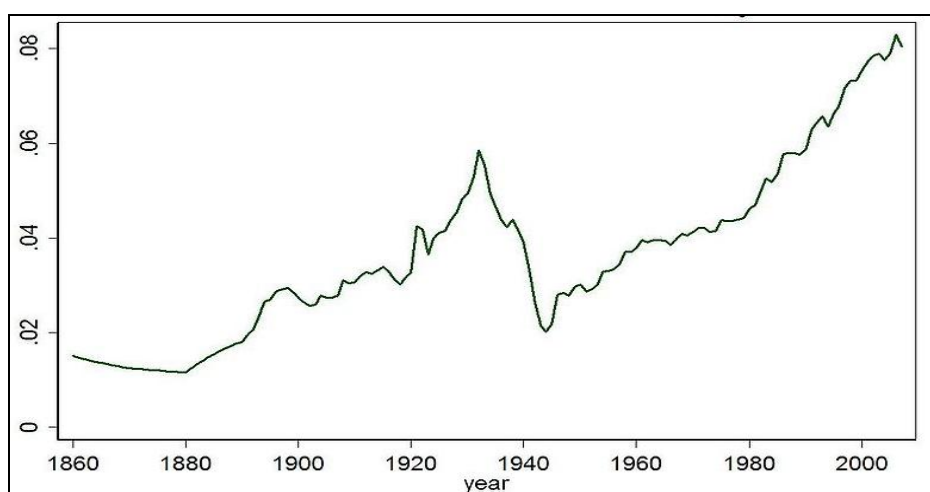
Carlota Perez ser dette som sykliske bevegelser: under finanskriser blir velstand stadig dårligere fordelt, mens i tider der teknologiutviklingen treffer realøkonomien for fullt bedrer inntektsfordelingen seg (se figur 4.12). Før finanskrisene (1928 og 2006) tjente den rikeste 1 prosent av skattebetalerne rundt 25 prosent av USAs

totale personlige inntekt. I de tider det satses fullt på teknologi og på realøkonomien faller dette til rundt 10 prosent. Dette skjer imidlertid ikke uten kraftig politisk inngripen, som Roosevelts og hans økonomers New Deal på 1930-tallet. Det er vanskelig å få øye på lignende økonomiske og politiske krefter i dag.

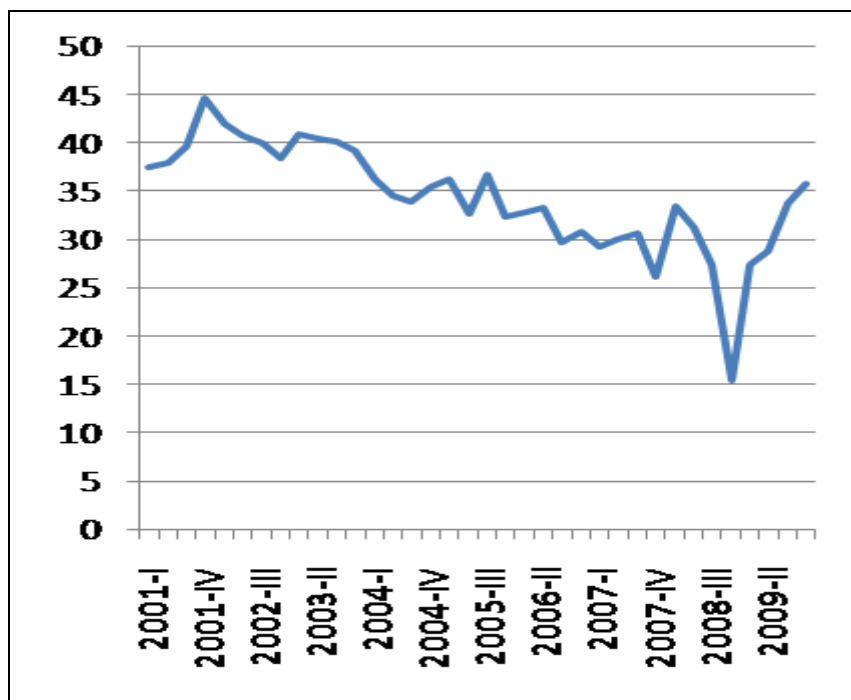


Figur 4.12. Andel av total inntekt i USA tjent av den øverste 1 prosent av skattebetalerne.

Figur 4.13 viser at finanssektorens andel av BNP i USA er under 10 prosent, mens figur 4.14 viser at målt etter total fortjeneste i USA har finanssektorens andel vært oppe i 45 prosent.



Figur 4.13: Finanssektoren som andel av BNP i USA.
Kilde: Phillippon (2008).



Figur 4.14: Finansindustriens del av total fortjeneste i USA.
Kilde: Paul Krugman / Bureau of Economic Analysis.

4.6 Konklusjon: Mentaliteten som skapte krisen og konsekvenser for Norge

Krisen ble muliggjort av et økonomifag som ikke lenger skilte mellom finansøkonomi og realøkonomi. Noen økonomer kom til å mene at finansøkonomien er selve kjernen i økonomien. Et av yndlingsuttrykkene til Obamas sjefsrådgiver Larry Summers er *Financial markets do not just oil the wheels of economic growth. They are the wheels*. Summers begynner altså å nærme seg det vi har kalt *chrysohedonism*, å forveksle penger med det man kan kjøpe for dem. Finansøkonomien blir mer 'virkelig' enn realøkonomien. Fremtredende økonomers nære forhold til finanssektoren er blitt et tema i diskusjonene om finanskrisen⁷.

Motvekten til denne forståelsen ligger i en tysk og amerikansk tradisjon fra før 2. verdenskrig. Denne tradisjonen var tverrfaglig og dekket økonomisk teori og pengeteori, finans, jus, filosofi og statsvitenskap innenfor samme bind. Eksempler er Georg Simmel (*Philosophie des Geldes*, 1900) og Karl Elster (*Die Seele des Geldes*, 1920). Schumpeter bidro til denne debatten med en artikkel fra 1917 (*Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige*) og boken *Das Wesen des Geldes* (Pengenes Vesen) skrevet sist på 1920-tallet, men først publisert i 1970. Her trekker han skillelinjen mellom finansøkonomien (*Geldgrößen und monetäre Vorgänge*, eller *Rechenpfennige*, 'sjetonger') og realøkonomien (en *Güterwelt*) som er helt nødvendig for å forstå finanskriser.

⁷ Se for eksempel 'Evidence of an American Plutocracy. The Larry Summers Story'. <http://blog.littlesis.org/2011/01/10/evidence-of-an-american-plutocracy-the-larry-summers-story/>

Også i USA forsket man mye på konjunkturer og kriser og produserte massive bind om dette, også i bokstavelig forstand. Joseph Schumpeter var tidlig på 30-tallet flyttet til USA og Harvard, og hans *Business Cycles* (1939) fyller to tykke bind. Wesley Clair Mitchells *Business Cycles* (1913) er en bok som veier over 4 kilo. Den norsk-amerikanske økonomen Thorstein Veblen (som forutså krisen i 1929, men døde et par måneder før den brøt ut) skilte mellom folk som levde av 'industrielle aktiviteter' ('ingeniører') og 'spekulanter' som kun helt perifert bidro til produksjonslivet. Han anså disse som levninger etter tidlige tiders sjørøvere og røverbander. I bestselgeren *The Theory of the Leisure Class* (1899) gjør Veblen grundig narr av det han ser som en uproduktiv klasse og deres ritualer, som han uvegerlig sammenligner med ritualer hos primitive folkeslag. Vi står her foran en hel type av økonomisk litteratur som forsvant med matematiseringen av økonomifaget etter 2. verdenskrig. At den var borte gjorde at så få så krisen komme, og at det tar så lang tid å forstå konsekvensene.

I denne gamle tradisjonen så man på penger som skapt og regulert av rettsstaten: *Das Geld ist ein Geschöpf der Rechtsordnung*. Konjunktorene i kapitalismen krevde en kontinuerlig finjustering, ikke bare av renten, men også av bankenes reserver i forhold til utlån. Min lærebok fra universitetet i Sveits (Schneider 1969) lærer studentene hvordan økonomien må finstyres gjennom konjunktorene blant annet gjennom å regulere bankenes reservekrav opp ned. Denne finjusteringen holdt opp, og reservekravene ble satt lavt. Basel-prosessen høyner nå disse kravene noe. Men fremdeles er de lave, og de må ikke innfris før i 2019, så 'vi rekker å ha et par-tre finanskriser før det' som Martin Wolf sier. (Martin Wolf *The Mouse that did not Roar*, Financial Times, 14. september 2010). Selv om reguleringer strammer inn noe, er det tydelig at finanssektoren fremdeles sitter i kapitalismens førersete. Så lenge det er slik, er det vanskelig å se at krisen ikke vil vedvare og bli dypere.

Ser vi på hvorledes krisen som startet i 1929 ble løst, er det klart at flere teoretisk radikale – men ofte politisk konservative – økonomer, ikke bare Keynes og Schumpeter, spilte en viktig rolle. Man kan si at Schumpeter leverte teorien som forklarte krisen, mens Keynes leverte medisinen. Den amerikanske økonomen Rexford Tugwell var en viktig rådgiver for Roosevelt og hans New Deal. Ingen økonomer av den sorten har innflytelse i dag. Vi står ikke foran noen konspirasjon, men det finnes helt klart at en innflytelsesrik politisk gruppe i USA har som målsetning å reversere reformene fra The New Deal. Denne gruppen overlapper med finanskapitalens heiagjeng. Dersom denne fraksjonen vinner frem vil finansøkonomien overta i en lang periode, og fallet i lønninger vil bli permanent, også i den utviklede verdens kjerne. Prosessen med fallende lønninger og økende andel av FIRE-sektoren i BNP som begynte i den økonomiske periferien på 1970-tallet – og har vært fullstendig oversett – er blitt verdensdekkende. Som amerikanerne sier: 'the chickens have come home to roost'. Man blir innhentet, på hjemmebane, av feil man har begått for lenge siden. Kapitalismen trenger kjøpekraft, og å fjerne så mye kjøpekraft fra flertallet av befolkningen er på sikt å ødelegge kapitalismen. Kanskje vi skaper en slags post-industriell føydalisme.

Finanskrisen krever antagelig også at Norge revurderer strategien bak oljeformuen. Martin Wolf mente allerede under et besøk i Oslo i september 2008 at det norske oljefondet var en del av den globale oversparingen (GSG, *The Global Savings Glut*). Vår første Nobelprisvinner i økonomi, Ragnar Frisch, kom en gang med en

uttalelse som ikke er forståelig annet enn i et finanskriseperspektiv, etter erfaringene på 1930-tallet: 'Sparing for et enkelt individ og for samfunnet som helhet er to helt forskjellige ting', sier Frisch, 'de burde egentlig ikke betegnes med samme navn, det virker bare forvirrende. Det er bare ved *en produktiv foranstaltning* at samfunnet som helhet kan få istand en sparing.' Dette er fordi finanssparing i finanskrisetider lett vil miste meget av sin verdi. Norges første 'reservefond', opprettet i 1905 og investert i statsobligasjoner – som alle da mente var det sikreste – mistet det meste av sin verdi i krisene etter 1. Verdenskrig. Spesielt i finanskrisetider bør vi derfor følge Frisch's råd: det bør investeres mer i 'produktive foranstaltninger' hjemme. Når finanssektoren før eller siden må 'barberes' ('get a haircut') gjennom at nasjoner misligholder sin gjeld, samtidig som aksjekursene faller på grunn av sviktende kjøpekraft og omsetning (et resultat av de fallende lønningene), vil også en del av oljeformuen gå tapt. Har man først forstått finanskrisenes mekanismer, ser man også at oljeformuen på lang sikt har et preg av 'monopolpenger'.

Krisen i Europa vil antagelig gå gjennom samme stadier som Argentinas krise på 1990-tallet gjorde. Vi er nå i fasen der man tviholder på vekselkursene mens lønningene synker (i Argentina var dette en vekselkurs på 1 : 1 med dollaren). Før eller siden må man gjøre som i Argentina, misligholde gjeldsforpliktelsene og forhandle frem en løsning med delvis betaling, samtidig som man devaluerer. Da krisen var over i Argentina var reallønningene falt med 40 prosent. Jo lenger man venter desto verre blir det (fordi produksjonslivet blir mer og mer ødelagt).

Kapital i seg selv - uten investeringsmuligheter - er steril. Mangler investeringsmulighetene vil opphopning av kapital være kontraproduktiv og forlenge krisen. Verdensøkonomien er – som den var i 1929 – et pyramidespill som klapper sammen under økende gjeldsdeflasjon dersom vi ikke opprettholder innovasjonstakten i realøkonomien. I USA ble BNP-nivået fra 1929 ikke nådd før flere år ut i 2. Verdenskrig. Krig er den ultimate keynesianske forbruksmekanisme fordi den skaper en situasjon der politiske og fagøkonomiske bekymringer om inflasjon forsvinner, og det investeres og brukes enormt med penger i realøkonomien. Verden gjør da det motsatte av å spare, den *dis-saves*. Krig virker også svært teknologidrivende fordi staten etterspør produkter som ligger på grensen til det teknologisk mulige (Werner Sombart: *Krieg und Kapitalismus*, 1913). Har man først forstått disse mekanismene skulle det være mulig å investere mer i realøkonomien gjennom å erklære krig mot miljøforurensning og gammeldagse energiformer og oppnå samme økonomiske oppgang som konvensjonelle kriger alltid har skapt.

5 Lärdomar från den svenska finanskrisen

Lars Jonung, professor vid Lunds universitet

16. februari 2010

5.1 Inledning

Sedan början av 1990-talet har ett stort antal länder drabbats av djupa finansiella kriser. Kriserna har inträffat i Asien, Amerika och Europa. De har varit av lokal eller regional karaktär fram till dagens kris – «the great recession» – som blivit en global kris av en omfattning som närmast bör jämföras med 1930-talets världsdepression – «the great depression». Kriserna har haft omvälvande effekter på samhällsekonomin: den ekonomiska tillväxten och sysselsättningen har fallit kraftigt, arbetslösheten har stigit och statsfinanserna har urholkats. Politiska och sociala spänningar har följt i krisernas spår.

Eftersom kriserna har varit av en så dramatisk natur, har de avsatt en växande litteratur kring temat «lärdomar från krisen»: hur kriser bör förhindras och hur de bör bekämpas när de brutit ut. Denna rapport ingår i litteraturen om «lesson-learning» från finanskriser. Syftet med rapporten är att sammanfatta lärdomarna från den svenska finansiella krisen i början av 1990-talet och peka på vilka lärdomar som är relevanta för dagens globala finanskris.

Sverige är inte unikt när det gäller den process som skapade och drev krisen. Samma mönster av boom och bust som utvecklades i Sverige under perioden 1985-95 återkommer i alla länder som har drabbats av finansiella kriser, inte minst i Sveriges grannländer Finland och Norge som ungefär samtidigt som Sverige upplevde en finansiell kris.

Sverige är däremot unikt genom den öppenhet som präglar den offentliga debatten. Beslutsfattare i central ställning före, under och efter krisen har lämnat vittnesmål i memoarer, artiklar och intervjuer i media. Forskare har haft tillgång till beslutsunderlag. Ekonomer har analyserat krisen i ett flertal bidrag. Detta omfattande material ligger till grund för de lärdomar som dras här rörande den svenska finanskrisen.

Rapporten är disponerad på följande vis. Först sammanfattas den process som utmynnade i finanskrisen 1991-93. Denna beskrivning utgör bakgrunden för de lärdomar som dras i det följande avsnittet. Därefter diskuteras vilka lärdomar från 1990-talskrisen som är giltiga för dagens bankkris. I det avslutande avsnittet knyts resultaten samman. Tonvikten i rapporten ligger på redogörelsen för lärdomarna från 1990-talet. Det är svårare att uttala sig om lärdomarna för dagens globala finanskris eftersom vi fortfarande står mitt up i den. Det är först när krisen är över som vi med större säkerhet kan uttala oss om vilken politik – och därmed vilka lärdomar – som är mest relevanta.

Här bör noteras att det finns en omfattande debatt om vilka lärdomar från 1930-talets världsdepression som bör vara vägledande för den ekonomiska politiken under

dagens finanskris - utan att den nationalekonomiska professionen har kommit fram till en gemensam ståndpunkt. Debatten om de relevanta lärdomarna från kriser bör ses som en process med ständiga revisioner av gängse uppfattningar.

5.2 Den svenska finanskrisens anatomi 1985-95¹

Finanskrisen måste ses mot bakgrund av de regleringar av den svenska kreditmarknaden som utvecklades efter det andra världskriget. Valutaregleringen, som infördes 1939, avskärmade Sverige från omvärlden på det finansiella planet. Bakom denna externa reglering kunde ett system av interna kreditmarknadsregleringar byggas upp, främst under 1950-talet. Med stöd av valutaregleringen fick Riksbanken – trots den fasta växelkursen för kronan – möjlighet att bedriva kontracyklisk penningpolitik. Medlen bestod av ett väl utvecklat system av regleringar av såväl formell som informell karaktär. Här bestämde Riksbanken priset, det vill säga räntan, samt fördelningen av och storleken på kreditströmmarna i den svenska ekonomin. Penningpolitiken subventionerade de sektorer och företag som prioriterades av de politiskt ansvariga genom låga räntor och god tillgång på kapital.

Finansiell verksamhet i form av ut- och inlåning var i det närmaste helt riskfri för bankerna. Den privata sektorn befann sig i ett permanent tillstånd av likviditetsransonering. Hushåll och företag eftersträvade all kredit de kunde få eftersom räntan hölls låg och skattesystemet tillät generösa avdrag för räntekostnaden. Det var lönsamt att låna när man fick lån. Bankerna fungerade som halvofficiella institutioner i det regleringssystem som gällde för kreditmarknaden.

1990-talets finanskris har sina rötter i den finansiella avregleringen som började i mitten av 1980-talet. Avregleringen utlöste nämligen en dynamik som först gav en kraftig uppgång i den ekonomiska aktiviteten, en boom, och sedan en kraftig nedgång, en bust, som utmynnade i stagnation och hög arbetslöshet. Detta mönster är gemensamt för de många finanskriser som inträffat under de senaste tjugo åren.

Hur kunde svensk ekonomi hamna i en så djup kris som 1990-talet? Varför var ansvariga politiker med lång erfarenhet av ekonomisk politik, oförmögna att först bromsa överhettningen och sedan stoppa nedgången? Svaren på frågorna följer här.

Uppgången 1985-89

Strax efter valet 1985 tog riksbanksfullmäktige bort den kvantitativa regleringen av affärsbankernas utlåning. Detta steg, den s.k. novemberrevolutionen, la grunden för den makroekonomiska utvecklingen under de följande 10 åren. Novemberrevolutionen blev en viktig vändpunkt i svensk ekonomisk politik. Denna förståelse fanns inte då beslutet togs. Då uppfattades det som en teknisk justering utan några större förväntade realekonomiska verkningar. Den makroekonomiska utvecklingen efter 1985 gör dock avregleringsbeslutet i november 1985 till början på marschen mot 90-talskrisen.

¹ Detta avsnitt bygger på främst de olika bidragen i Jonung, Kiander och Vartia (2009). Se också Englund (1999).

Före beslutet i november 1985 var företag och hushåll begränsade i sitt portföljval av de omfattande kreditmarknadsregleringar vilka hade införts i början av 1950-talet. Syftet med regleringssystemet var att slå vakt om den s.k. lågräntepolitiken – en politik som hade som mål att hålla räntan under det läge som skulle ha uppstått utan regleringssystemet.

Avregleringen påverkade incitamentsstrukturen för såväl låntagare som långgivare. När avregleringen genomfördes fanns starka incitament för företag och hushåll att öka sin upplåning vid rådande ränteläge. Avregleringen förändrade också situationen för bankerna, de stora långgivarna. De mötte en mer aggressiv konkurrens om marknadsandelar än tidigare. De valde att expandera kreditgivningen efter novemberrevolutionen. Kunskaperna om risker och gott finansiellt beteende var dock bristfälliga hos både långgivare och låntagare i den nya finansiella värld som följde med avregleringsbeslutet 1985.

Följden blev att bankernas utlåning steg kraftigt under åren 1986–88. Den kanaliserades via tillgångsmarknaderna, dvs. via marknaderna för fastigheter och aktier. Den privata sektorn använde det växande värdet på sina reallgångar som säkerhet för ytterligare belåning. Följden blev att priserna på aktier och fastigheter ökade långt mer än konsumentpriserna.

Processen underlättades av en hög inflationstakt under dessa år. Den kulminerade 1990. Inflationförväntningarna steg med inflationen. Realräntan, beräknad som räntan efter skatt och inflation, befann sig på en nivå under noll procent för många placerare. Kombinationen av hög inflation, höga inflationsförväntningar och avdragsmöjligheten i det rådande skattesystemet resulterade i negativa realräntor. Slutresultatet blev en finansiell bubbla i svensk ekonomi byggd på en enorm överskuldssättning inom den privata sektorn och en motsvarande överutlåning inom det finansiella systemet.

Utvecklingen inom det finansiella systemet påverkade den reala ekonomin. Under den mest intensiva boomperioden blev det privata sparandet negativt när hushållen konsumerade mer än sin disponibla inkomst. Arbetsmarknaden utmärktes av stark efterfrågan inom den slutna sektorn, i synnerhet inom byggsektorn, där en betydande löneglidning uppstod. Nybyggnationen gynnades av prisuppgången på bostäder. Den subventionerades också starkt genom bostadspolitiken, som hade en procyklisk inriktning under denna fas. Konsumtionstillväxten medförde växande skatteintäkter och ett mindre överskott i budgeten under några år i slutet av 1980-talet.

Den inhemska expansionen trängde ut den konkurrensutsatta sektorn; exporten utvecklades negativt. Bytesbalansen försämrades i slutet av 1980-talet. Sverige gled in i en kostnadskris, som maskerades av den inhemska expansionen.

Uppgången nådde en topp under 1989–90 då svensk ekonomi var klart överhettad. Överhettningen, som blivit den gängse beskrivningen av det svenska konjunkurläget i slutet av 1980-talet, yttrade sig jämfört med omvärlden i en snabbare inhemska inflation, i en lägre inhemska arbetslöshet och lägre ekonomisk tillväxt samt i en försämring av svensk konkurrenskraft. Inflationen i Sverige försvagade trovärdigheten för kronans fasta växelkurs och bidrog till bestående förväntningar om ny devalvering av kronan.

Den nya incitamentsstrukturen för låntagarna och långivarna efter avregleringen var grunden för en kraftig kreditpolitisk impuls. Denna expansiva impuls neutraliserades inte med motverkande ekonomisk-politiska åtgärder förrän kring 1989–91. Svensk ekonomi hamnade därför i ett finansiellt "drivhus". Bristen på en kontra-cyklisk stabiliseringspolitik i kombination med avregleringen blev därmed den främsta förklaringen till överhettningen, kostnadskrisen och de finansiella obalanserna i form av överskuldssättning och överutlåning under den senare hälften av 1980-talet.²

Efter riksdagsvalet 1988 gjordes finanspolitiken stramare. I juni 1989 infördes ett tvångssparande för privatpersoner och företag. I februari 1990 föreslog den socialdemokratiska regeringen ett "stoppaket" med två års frysning av löner, priser och utdelningar samt skärpt lagstiftning mot strejker. Förslaget utlöste en regeringskris. Finansministern Kjell-Olof Feldt lämnade regeringen. Den nye finansministern tog över en ekonomi som visade allt starkare tecken på att glida in i en djup kris.

I oktober 1990 presenterades ett nytt åtstramningspaket i samband med en spekulationsvåg mot den fasta kronkursen. Samtidigt meddelade regeringen att Sverige skulle ansöka om medlemskap i EU. I maj 1991 sökte Riksbanken stärka trovärdigheten för kronkursen genom att överge valutakorgen och binda kronan ensidigt till ecun. Efter valförlust i september 1991 tog en borgerlig regering under Carl Bildt över en ekonomi som var på väg neråt.

Nedgången 1990–93

Nedgången utlöstes av flera samverkande kontraktiva impulser. Den främsta drivkraften bakom krisen var den kraftiga och oväntade uppgången i realräntan, dvs. räntan beräknad efter skatt och inflation. Denna hade sina rötter i en kombination av faktorer, såväl inhemska som internationella. Den svenska inflationstakten minskade kraftigt efter ett toppåge kring 10 procent år 1990. Inflationförväntningarna, som följde den faktiska inflationen med en mindre tidseftersläpning, började gå ned kring 1991. "Århundradets skattereform", vilken genomfördes 1990–91, försämrade villkoren för lånefinansierade investeringar samtidigt som den gynnade sparandet. Den framväxande lågkonjunkturen minskade investeringsverksamheten och dämpade den optimism som utmärkt överhettningen.

Den tyska återföreningen pressade upp det europeiska ränteläget. Kronan utsattes för en rad spekulativa attacker, vilka återspeglade ett minskat förtroende för växelkurspolitiken. Riksbanken tvingades värna om den allt mindre trovärdiga fasta kronkursen genom en högre räntenivå i Sverige än i omvärlden.³

² Enligt detta perspektiv vilar ansvaret för överskuldssättningen och övriga finansiella obalanser i första hand på de ansvariga för den ekonomiska politiken – inte på enskilda individer eller företag verksamma inom det finansiella systemet. Det var nämligen Riksbanken och regeringen som bestämde den incitamentsstruktur som styrde den privata sektorns beteende.

³ Storleken på realräntechocken för den privata sektorn kan beräknas på olika vis beroende på bl.a. valet av tidsperiod, definitionen på realräntan (ex ante eller ex post) och valet av skattesubjekt. Söderström (1996, s. 176) sifferätter realräntechocken som en uppgång från – 3 procent till + 8 procent, dvs en total ökning på 11 procentenheter. Andra bedömningar hamnar kring liknande nivåer.

När realräntan steg, sjönk värdet på fastigheter och annat realkapital. Tillgångsvärdena hamnade i en nedåtgående spiral som reducerade och i många fall raderade ut förmögenheter eftersom dessa finansierats genom lån vars nominella värde förblev oförändrat. Nedgången blev självförstärkande genom förväntningar om fortsatt prisfall på tillgångar.

Den snabba uppgången i realräntan underminerade det finansiella systemet. Realräntechocken skapade därmed en kris för det finansiella systemet, inte minst för bankerna. Söderström (1996, s. 174–79) uppskattar att realltillgångarna i Sverige sjönk i värde från 3 500 till 2 500 miljarder kronor, dvs. med knappt 30 procent, vilket han antar motsvarar en nedgång i egenkapitalet med motsvarande belopp. Han utgår ifrån att den privata sektorn sökte motverka denna nedgång genom att öka sitt finansiella sparande, dvs. amortera ned sina lån och därmed bygga upp egenkapitalet igen.

Denna skuldsanering eller portföljanpassning, i syfte att förstärka det egna kapitalet och därmed återställa portföljbalans, åstadkom hushållen genom att öka sitt sparande och minska sin konsumtion, i första hand av varaktiga konsumtionsvaror. Hushållens sparkvot ökade från en negativ nivå i slutet av 1980-talet till kring 8 procent 1993. Denna omsvängning i det privata sparandet var ett markant inslag i krisförloppet.

Nu avslöjades att de många åren med reglerade låga räntor före avregleringen hade utvecklats till en period med överinvesteringar, dvs. med investeringar som vid ett "normalt" ränteläge aldrig skulle ha genomförts. Uppgången i realräntan ledde till att svensk ekonomi kom att stå med en för stor kapitalutrustning, främst i form av bostadskapital, i början av 1990-talet. Omvärderingen av fastighetskapitalet medförde ett abrupt investeringsstopp inom byggnadssektorn – en sektor som tidigare betraktats som en motor i svensk ekonomi. Samma mönster återkom, fast svagare, inom praktiskt taget hela den svenska ekonomin.

Den öppna arbetslösheten steg dramatiskt under dessa år; från en internationellt sett låg nivå kring 3–4 procent i början av decenniet till ett läge nära OECD-genomsnittet med över 8 procents öppen arbetslöshet. Sysselsättningen minskade kraftigt. Byggsektorn drabbades hårdast. Antalet konkurser blev rekordartat.

Inflationstakten mätt med konsumentprisindex drevs ner till låga nivåer under denna process: från en topp på 10 procent år 1990 till under två procent i mitten av 1990-talet. Index för tillgångspriser visade på en avsevärd deflation, dvs. ett faktiskt prisfall.

Bytesbalansens försvagning som hade inletts under den senare delen av 1980-talet fortgick under krisen. Den kulminerade med ett underskott på 3,5 procent av BNP under 1992. Denna utveckling återspeglade den kostnadskris som drabbade svensk exportindustri som en följd av överhettningen i slutet av 1980-talet.

Som följd av nedgången i den ekonomiska aktiviteten, den stigande arbetslösheten och det statliga stödet till den finansiella sektorn ökade budgetunderskottet lavinartat. Statsskulden, sett i relation till BNP, nådde sin högsta nivå under efterkrigstiden under 90-talskrisen – klart större än under OPEC II-krisen. Statsskuldens expansion var mer eller mindre automatisk, en återspeglning av det ekonomiska läget i den privata sektorn, och inte ett resultat av diskretionära beslut.

Den inhemska utvecklingen med växande finanskris, produktionsbortfall och arbetslöshet undergrävde trovärdigheten för den fasta växelkursen. Stabiliseringspolitiken hamnade i en rävsax där hänsyn till externa förhållanden, dvs. till kronans växelkurs, krävde stram politik medan hänsyn till inhemska förhållanden, dvs. till finanskrisen, fordrade en expansiv politik. Ju mer Riksbanken strävade efter att försvara den fasta kursen genom "räntevapnet", desto djupare blev den inhemska krisen.

I samband med oron på de europeiska valutamarknaderna i september 1992 sökte Riksbanken försvara den fasta växelkursen med kraftigt höjda räntor. Marginalräntan hamnade under en kort tid på 500 procent. Regeringen och oppositionen enades om två gemensamma krispaket i syfte att försvara den fasta kronkursen och undvika devalvering. Riksbankschefen Bengt Dennis spelade en högst aktiv roll i denna process. Kronförsvaret bröt samman i november 1992 vid en massiv spekulationsattack. Kronan fick en rörlig kurs den 19 november 1992. Detta steg innebar en rejäl depreciering av den svenska valutan.

Återhämtningen

Den akuta nedgången hävdades genom kronans depreciering i november 1992. Svensk ekonomi vände uppåt under 1993. Som fallet hade varit efter devalveringarna under 1970- och 1980-talet ökade exporten och produktionen. Exportuppgången blev under resten av 1990-talet motorn i svensk ekonomi. Exporten som andel av BNP ökade från en nivå strax under 30 procent 1992 till en nivå över 50 procent – den mest slående exportökning i Sveriges ekonomiska historia. Den främsta drivkraften bakom uppgången var deprecieringen av kronan efter beslutet att låta den svenska valutan flyta på hösten 1992. Den konkurrensfördel som vanns genom deprecieringen visade sig förvånansvärt långvarig.

Penningpolitiken blev klart expansiv genom övergången till flytande växelkurs. Riksbanken annonserade ett inflationsmål på två procent i januari 1993 att gälla från och med 1995. Återhämtningen underlättades av nedgången i de korta och långa räntorna. Nedgången motverkade effektivt de tendenser till skulddeflation som uppkom under krisen. Konjunkturuppsvinget i Europa och USA gynnade också återhämtningen.

Samtliga affärsbanker träffades hårt av krisen. Regeringen såg sig tvingade att ingripa med ett omfattande stöd till bankerna i syfte att garantera deras överlevnad. En bankstödsnämnd inrättades. Två banker, Nordbanken och Gotabanken, blev helägda av staten.

De stora budgetunderskotten kvarstod under 1993-94 men kunde sedan pressas ned av en finanspolitik, som var inriktad på att skapa budgetbalans. Den omfattande och bestående arbetslösheten bidrog till att återhämtningen ägde rum utan större nominella lönelöft. Arbetslösheten sjönk långsamt under senare hälften av 1990-talet. Sysselsättningen kom dock inte tillbaka till den höga nivå som registrerades kort före krisens utbrott.

5.3 Lärdomar från den svenska 1990-talskrisen

Redogörelsen ovan av boom-bust-förloppet använder vi här för att destillera fram de viktigaste i lärdomarna från den svenska krisen. Vi kommer fram till en lista på 12 punkter. Det är naturligtvis svårt att inbördes rangordna lärdomarna. De är dessutom nära kopplade till varandra. De utgör alla aspekter på den främsta lärdomen av krisen, nämligen faran med bristande kunskaper om de finansiella marknadernas dynamik, dvs. kunskap om de risker som en obalanserad finansiell utveckling kan skapa.

Som påpekades inledningsvis finns en omfattande litteratur om lärdomar från finanskriser. Den är något vildvuxen. Ett skäl till detta är att det inte finns någon allmänt accepterad teori för finansiella kriser som kan utgöra referensramen för att härleda lärdomar. Den följande beskrivningen är i hög grad en subjektiv bedömning. Det är ju upp till varje bedömare att komma fram till vad som är de relevanta lärdomarna från en kris.

Lärdomarna diskuteras här under tre rubriker: (1) lärdomar för att förebygga en finansiell kris, (2) lärdomar för att hantera en finansiell kris och (3) lärdomar rörande finansiell integration.⁴

Lärdomar för att förebygga en finansiell kris

Lärdom nr. 1. Risken med finansiell okunnighet

Det fanns föga insikt om riskerna med finansiell avreglering hos ansvariga beslutsfattare när liberaliseringen påbörjades. Kännedomen var dålig om de förmögenhets-effekter som kan skapas vid stora förändringar i realräntan. De överraskades därför av krisens djup och karaktär. Hade ansvariga politiker haft bättre kunskap om de finansiella marknadernas sätt att fungera, så hade krisen kunnat motverkas. Detta är troligen den viktigaste lärdomen av krisen.

Hur kom det sig att okunnigheten om boom-bust-förloppet var så stor och så allmän? Svaret är enkelt: den långa perioden med regleringssystemet *före* avregleringen gjorde att ingen hade erfarenhet av hur finansiella marknader fungerar *under och efter* liberaliseringen. Sverige gick in i en finansiell istid när de finansiella marknaderna sattes ur spel genom de regleringar som infördes under och strax efter andra världskriget. Det saknades därför kunskap om finansiella marknaders funktionsätt och om risker med snabb kreditexpansion och våldsamt risktagande. Få förstod vilka krafter som släpptes fria när finansmarknaderna liberaliserades.

Okunnighet om de finansiella faktorernas roll fanns hos alla grupper: hos den högsta politiska ledningen, hos prognosmakare i offentlig och privat tjänst, hos affärsbankerna, hos den finansiella tillsynsmyndigheten, hos ekonomkåren, hos media och hos allmänheten. Många har vittnat om de bristande insikterna *efter* krisen.

Den politiska ledningens syn på den ekonomiska politiken kan spåras i memoarer skrivna av bland andra Kjell-Olof Feldt, finansminister under åren 1982-1989. Känd är hans redogörelse av det ursprungliga beslutet om avregleringen. När Feldt

⁴ De följande avsnitten bygger främst på Jonung (2008) och kapitel 10 i Jonung, Kiander och Vartia (2009).

som finansministern söker upp statsministern Olof Palme för att diskutera Riksbankens kommande beslut att avreglera, inser Feldt att detta steg är en milstolpe:

«Men den politiska innebörden var solklar: det betydde att socialdemokratin efter decenniernas segt motstånd överlämnade en av sina mest symbolfyllda bastioner för styrning av den svenska ekonomin till marknadskrafterna. Även om styrningen under senare år varit just symbolisk kunde det ändå tolkas som en stor eftergift åt den nyliberala ideologin, som vi socialdemokrater under många år ägnat så mycken kraft åt att bekämpa.» (Feldt, (1991, s. 260)).

Finansministern får svårt att få statsministerns uppmärksamhet. Olof Palmes har annat i sina tankar men han svarar till slut: «Gör som ni vill. Jag begriper ändå ingenting.» Därmed får Riksbanken grönt ljus för att avskaffa utlåningstaket och påskynda avregleringsprocessen.

Feldt insåg inte heller farorna med den finansiella avregleringen. Han har formulerat sin självkritik på följande vis:

«Den berättigade kritiken mot den svenska kreditmarknadens avreglering är därför att den inte åtföljdes av en tillräckligt stram finans- och penningpolitik som dämpade både likviditeten och inflationsförväntningarna. Jag har i en annan bok ("Alla dessa dagar", 1991) beskrivit de hinder som låg i vägen för en finanspolitisk åtstramning åren 1986–87 och har inga ytterligare ursäkter att anföra för egen del.» (Feldt, (1994, s. 51)).

Vidare anser Feldt (1994, s. 52) att valutaregleringen borde ha avvecklats parallellt med de inhemska reglerna av kreditmarknaden. Nu väntade regeringen och Riksbanken med denna åtgärd till 1989. Feldt vill också lägga en del av skuldbördan på Riksbanken. Riksbanken borde redan 1986 ha höjt räntan rejält. Då hade kanske finanskrisen kunnat begränsas:

«Så här i efterhand kan man naturligtvis fråga sig om inte en del av boomen på fastighetsmarknaden och den efterföljande kraschlandningen för fastighetsvärdena – som blev huvudorsaken till bankkrisen – kunnat undvikas om riksbanken, säg våren 1986, utsatt kreditmarknaden för en räntechock av samma slag, fast inte i samma skala, som den man använde hösten 1992 för att söka förhindra kronans fall. Men om denna underlåtenhet gäller väl samma omdöme som om så mycket annat som inte gjordes under 80-talets andra hälft – insikten om lägets allvar nådde inte tillräcklig spridning förrän det var för sent och katastrofen ett faktum.» (Feldt (1994, s. 51–52)).

Bengt Dennis, riksbankschef 1982-94, delar inte Feldts uppfattning. Han anser att det problemet var den svaga finanspolitiken, dvs. felet låg inte hos penningpolitiken utan hos finanspolitiken:

«Men vad Feldt missar är att kreditavregleringen förutsatte att finanspolitiken hölls tillräckligt stram och att ingen inflation släpptes loss. ... I det läge som landet befann sig kunde endast finanspolitiken rida spärr mot utvecklingen. Men någon finanspolitisk åtstramning kom inte till stånd.» (Dennis (1998, s. 208–09)).

Ingvar Carlson, statsminister 1986-91 och ytterst ansvarig för regeringens ekonomiska politik, har ett annat perspektiv i sina memoarer. Han är missnöjd med både Feldt och Dennis. De borde i god tid ha gett honom information om riskerna med avregleringen:

«Riksbankschefen och finansministern var inte överens om vem som hade ansvaret i den uppkomna situationen. Kjell-Olof Feldt ansåg att Bengt Dennis lovat att hålla bankerna i 'Herrans tukt och förmaning.'

Bengt Dennis påstår att finansdepartementet lovat att möta kreditexpansionen med en stramare finanspolitik. ... Den ouppklarade ansvarsfrågan mellan riksbankschefen och finansministern ledde till att regeringen inte blev informerad om att finanspolitiken ålagts en ny och oberäknelig uppgift.» (Carlson (2003, s. 309)).

Hade Ingvar Carlson förstått vad avregleringen innebar så hade han rekommenderat en rörlig växelkurs för kronan:

«I efterhand står det klart vad läget egentligen krävde. ... Jag anser att den fasta växelkursen borde ha släppts och följts av en kraftig räntehöjning.» (Carlson (2003, s. 314)).

Carlson förespråkar i sina memoarer en radikal omläggning av växelkurspolitiken, nämligen övergång från en fast till rörlig växelkurs för kronan. Sådana tankar fanns dock inte inom regeringen under hans tid som statsminister 1986-91. Övergången till en rörlig kurs kom först under valutakrisen i november 1992 då den tvingades fram av spekulatörens mot den fasta kronkursen.

Som framgår av deras memoarer var statsministern, finansministern och chefen för Riksbanken inte medvetna om riskerna med den finansiella avregleringen. Till deras försvar bör sägas att de inte fick tillräckligt starka signaler om de problem som byggdes upp i den finansiella sektorn. Konjunkturinstitutet, den statliga myndigheten, som hade ansvar för prognoser, gav ingen varning för förloppet. Institutets prognoser missade systematiskt den faktiska utvecklingen i Sveriges ekonomi under dessa år. Institutets modeller var inte i stånd att fånga de processer som styrde boom-bust-mönstret. Skälet var att modellerna saknade en realistisk representation av en öppen finansiell sektor. Modellerna byggde nämligen på skattningar från den gamla regimen av kreditmarknadsregleringar. Samma gällde för nästan alla privata prognoser under denna tid.

Ledningen för affärsbankerna var också okunnig om de processer som utlöstes av avregleringen. Bankerna gav sig in i en hård konkurrens om marknadsandelar. De förstod inte vilka risker de tog på sig genom den snabba utlåningstillväxten. Skälet var att de enbart såg tillbaka på den långa tiden av kreditmarknadsregleringar då finansiella risker var praktiskt taget obefintliga. De förstod inte att riskerna ökade markant i ett öppet finansiellt system. De uppträdde som om spelreglerna för den gamla regimen fortfarande gällde. Därför satsade de så hårt att vinna marknadsandelar utan att ta hänsyn till att kreditmiljön blivit mer riskfylld.

Samma gällde för företag och hushåll. De hade under decennier anpassat sig till det reglerade systemet. I deras föreställningsvärld fanns inte finansiella kriser där bankernas överlevnad var ifrågasatt. Låntagare bland hushåll och företag såg inte farorna med att ta på sig hög skuldbörda eftersom de saknade erfarenhet av spelreglerna på en friare och öppnare finansmarknad. Många tog dessutom lån i utländsk valuta i tron att en lägre utländsk räntesats var gynnsam – utan att ha insikten att den svenska växelkursen kunde ändras i framtiden och då öka den reala lånebördan vid en eventuell devalvering.

Den myndighet som var ansvarig för den finansiella tillsynen, Bankinspektionen, var oförmögen att inse farorna med boom-bust-förloppet. Även här saknades kunskap om riskerna med obalanser i det finansiella systemet. Den finansiella

översynen var formalistisk. Den såg på säkerheternas karaktär. Dessa framstod som goda eftersom tillgångspriserna var stigande.

Kåren av nationalekonomer i Sverige var inte i stånd att i god tid varna för boom-bust-förloppet. Svenska makroekonomer var som regel fast i ett keynesianskt inspirerat tänkande som inte gav utrymme för de förmögenhetseffekter som drev svensk ekonomi under boom-bust-åren. Ekonomerna var som regel positiva till den finansiella avregleringen – de såg den som ett inslag i en tillväxtorienterad strategi. De förstod knappast riskerna med de växande finansiella obalanserna. Visst fanns det röster som varnade – men de hördes inte i den allmänna debatten.

Lärdomen från denna genomgång är rättfram. För att undvika finansiella kriser i framtiden, är det önskvärt med goda kunskaper om finansiella marknaders funktions-sätt hos beslutsfattare, banker, media och allmänheten. Finansiell allmänbildning kan dämpa riskerna för nya finansiella obalanser.

Lärdom nr. 2. Risken med tillbakablickande politiker

Det fanns en stor uppslutning bakom fastkurspolitiken för kronan – ända fram till kronans fall på hösten 1992. Av detta skäl försvarades den fasta kronkursen med stor beslutsamhet. Beslutsamheten kan spåras till den tolkning som gjordes av Sveriges stabiliseringspolitiska erfarenheter. Ekonomer och politiker uppfattade devalverings- och ackommodationspolitiken under 1970- och 1980-talet som misslyckad. Sverige hade devalverat ett flertal gånger men devalveringarna hade bara haft gynnsamma effekter under en kort tid.

Devalveringsvägen borde därför vara stängd. Kronkursen skulle ligga fast - oberoende av vad som hände i övrigt. Den fast kronkursen skulle fungera som ett nominellt ankare som skulle ge den ekonomiska politiken en långsiktig inriktning på låg och trovärdig inflationstakt samt på god ekonomisk tillväxt. Riksbanken och regeringen skulle binda sig vid masten och inte falla för den kortsiktiga frestelsen att devalvera när Sverige mötte problem med den inhemska pris- och lönebildningen. Så kan den dominerande stabiliseringspolitiska synen efter OPEC I- och OPEC II-kriserna sammanfattas.

Genom att binda sig hårt vid en fast kronkurs så fick ansvariga politiker svårt att se att den finansiella avregleringen undergrävde förutsättningarna för fastkurspolitiken. Penning- och finanspolitiken efter devalveringen 1982 var alltför expansiv. Med växande finansiell integration över gränserna blev det allt svårare att behålla en fast kronkurs samtidigt som de interna obalanserna förstärktes. Riksbanken tvingades till slut överge den fasta kronkursen och acceptera en flytande växelkurs 1992.

Lärdomen är att de ansvariga för den ekonomiska politiken bör undvika att enbart se tillbaka på den senast inträffade ekonomiska krisen och utforma politiken med denna som grund. Det är önskvärt med en bredare ansats där information för de ekonomisk-politiska besluten hämtas från andra kriser än den tidsmässigt mest närliggande samt från utländska erfarenheter.

Lärdom nr. 3. Risken med en procyklisk penningpolitik under boom-bust

En central lärdom gällde växelkurspolitiken. 1990-talskrisen visade att en fast men justerbar växelkurs för kronan är svår att upprätthålla i en värld med fria kapitalrörelser över gränserna. Den dåvarande riksbankschefen, Bengt Dennis (1998, s. 154) formulerade denna insikt på följande vis:

«Vad som inträffade blev en väckarklocka för vad som krävs i fråga om ekonomisk politik vid fast växelkurs i den avreglerade kapitalmarknad som nu råder. Och inte ens den bästa ekonomiska politik kan med säkerhet garantera att landets valuta inte utsätts för attack i ett fastkurssystem. Fasta växelkurser känns för Sveriges del som ett mindre naturligt val efter händelserna 1992 och den svåra fortsättningen under 1993.»

Citatet belyser hur Sverige konfronterades med det så kallade makroekonomiska trilemmat: svårigheten att kombinera en fast men justerbar växelkurs med en självständig inhemsk stabiliseringspolitik i en värld med internationell kapitalrörlighet.

Den fasta kronkursen bidrog till en starkt procyklisk penningpolitik. Under uppgången 1985-89 kunde Riksbanken inte motverka låneexpansionen genom att höja räntan. En räntehöjning hade nämligen medfört – vid den fasta växelkursen – ett kapitalflöde som ytterligare skulle ha drivit upp den inhemska efterfrågan. Under nedgången höjde Riksbanken den svenska räntenivån som ett led i försvaret av den fasta kronkursen. Penningpolitiken blev således destabiliserande över boom-bustcykeln: den var för expansiv under uppgången och för kontraktiv under nedgången. Slutligen tvingades Riksbanken överge den fasta växelkursen.

Lärdomen från krisen är att Sverige bör antingen ha en helt rörlig växelkurs eller en helt fast växelkurs genom medlemskap i den europeiska valutaunionen. Att återgå till en fast men justerbar växelkurs för kronan är inte längre ett relevant alternativ.

Lärdom nr. 4. Risken med en procyklisk finanspolitik under boom-bust

Även finanspolitiken uppvisade ett procykliskt mönster över boom-bust-perioden. Under expansionsfasen steg skatteintäkterna automatiskt som följd av den ökade aktiviteten i svensk ekonomi. Statsbudgeten uppvisade ett överskott tack vare de automatiska stabilisatorerna. Överskottet tolkades som att politiken var stram. Denna syn var emellertid missvisande. Det hade krävts en betydligt stramare finanspolitik för att motverka den intensiva högkonjunkturen i slutet av 1980-talet. Finanspolitiken var således för expansiv.

Under konjunkturedgången växte budgetunderskottet raskt genom de automatiska stabilisatorernas verkan. Det stigande budgetunderskottet blev omedelbart en källa till oro, vilket tvingade fram finanspolitisk åtstramning under konjunkturedgången. Även här fungerade finanspolitiken procykliskt.

Det finns ingen exakt metod för att beräkna vilket budgetunderskott som hade varit det lämpliga över den svenska boom-bust-episoden. Det förefaller dock vara en rimlig slutsats att finanspolitik var för expansiv under uppgången och för restriktiv

under nedgången. Lärdomen för framtiden är att finanspolitiken bör ges en klart kontryckisk profil.

Lärdom nr. 5. Risken med en procyklisk sekvens av reformer under boom-bust

De svenska erfarenheterna pekar på vikten av att välja rätt sekvens av reformer. Den finansiella avregleringen genomfördes först internt 1985 – samtidigt som den externa regleringen, dvs. valutaregleringen behölls. Den interna avregleringen bidrog till ett starkt kapitalflöde till Sverige. Kapital kunde importeras men inte exporteras. Inflödet gav stöd till låneexpansionen och uppgången i tillgångspriserna under boom-åren.

Först 1989 – på toppen av boomen – avskaffades valutaregleringen - den externa regleringen. Med detta steg kunde kapital flöda ut ur landet. Svenska hushåll och företag svarade omedelbart med att placera utomlands. Riksbanken började samtidigt höja den svenska räntenivån för att begränsa kapitalutflödet och försvara kronkursen. Här kom åtgärderna i en tidsföljd som bidrog till ett procykliskt mönster. En annan ordning hade kunnat motverka boom-bust förloppet.

Samma argument kan framföras rörande tidpunkten för avregleringen och tidpunkten för den rörliga kronkursen. Hade avregleringen 1985 kombinerats med en rörlig växelkurs eller en apprecierad växelkurs hade låneexpansionen kunnat dämpas. Nu blev kronkursen rörlig först 1992 – långt efter avregleringsbesluten 1985 och 1989.

En omfattande reform av det svenska skattesystemet genomfördes kring 1990. Reformen medförde att hushållens avdragsmöjligheter för låneräntor begränsades kraftigt. I ett slag steg räntan efter skatt kraftigt. Detta inträffade under konjunktur-nedgången – och förstärkte därmed fallet i den ekonomiska aktiviteten.

Lärdomen är att de ansvariga för den ekonomiska politiken bör kartlägga de stabiliseringspolitiska konsekvenserna av åtgärder som genomförs för att påverka strukturen och spelreglerna i samhällsekonomin. En reform med syftet att förbättra allokeringen eller öka tillväxten kan nämligen påverka den makroekonomiska stabiliteten på ett icke-önskvärt sätt.

Lärdom nr. 6. Risken med en mikroorienterad finansiell översyn

Den statliga Bankinspektionen var tillsynsmyndigheten för bankerna fram till 1991 då den övergick till Finansinspektionen när den slogs samman med Försäkringsinspektionen. Den finansiella översynen under boom-bust åren byggde på en traditionell form av granskning av varje banks verksamhet, dvs. av dess säkerheter bakom utlåningen. Inte vid något tillfälle varnade Bankinspektionen för den kommande finanskrisen eller vidtog någon åtgärd för att stoppa utlåningsexpansionen.

De starka krafter som släpptes fria genom den finansiella avregleringen upptäcktes inte av Bankinspektionen. Bankinspektionens tjänstemän förstod inte vad som föresiggick. Det fanns snarast ett procykliskt inslag i regleringsverksamheten. Uppgången motverkades inte men under finanskrisen skärptes regelverket – när i själva verket åtstramning riskerade att förvärra krisen.

Lärdomen är att konventionell mikroorienterad finansiell tillsyn är otillräcklig för att hindra den typ av finansiella obalanser som uppkom i Sverige i slutet av 1980-

talet. För att minimera risken för en upprepning bör den finansiella översynen vara kompletterad med en makroorienterad ansats där tillsynsmyndigheten granskar hot mot hela det finansiella systemets stabilitet. En sådan makrofinansiell eller makroprudentiell ansats måste vara fokuserad på de storheter som är centrala vid uppkomsten av ett boom-bust-förlopp. Här bör uppmärksamheten fästas på bland annat tillväxten i kreditvolymen i förhållande till den trendmässiga tillväxten i real BNP, på realräntans nivå och förändring samt på utvecklingen av tillgångspriserna.

Även om alla de lärdomar som sammanfattas här ovan accepteras, utgör detta ingen garanti för att finansiella kriser kommer stoppas i framtiden. Finansiella kriser har en tendens att återkomma. Lärdomar från igår glöms bort och därmed ökar risken för en ny finanskris. När allt återgått till det normala, förbleknar som regel minnet av gårdagens finanskris.

Lärdomar för att möta en finansiell kris⁵

Om finanskrisen bryter ställs de ansvariga för den ekonomiska politiken inför svåra utmaningar. De tvingas att handla. Passivitet är knappast ett alternativ inom en demokrati med konkurrens om väljarnas sympatier. Den svenska krispolitiken under 1990-talet har uppmärksammats internationellt som en förebild för andra länder. Här kan vi peka på ett antal lärdomar.

Lärdom nr. 7. Möt finanskrisen med expansiv penningpolitik

Som påpekats tidigare byggde den procykliska penningpolitiken under boom-bust-åren upp de obalanser som med tiden gav krisen. Den starkt kontraktiva penningpolitiken på hösten 1992 drog ner svensk ekonomi i kris. När försvaret av den fasta kronkursen krävde temporärt en riksbanksränta på 500 procent blev denna strategi ett allvarligt hot mot det finansiella systemets stabilitet. Först när kronan fick en rörlig växelkurs kunde penningpolitiken göras expansiv. Omedelbart sjönk värdet på den svenska kronan kraftigt. Med deprecieringen och den flytande kursen kom vändpunkter. Ränteläget kunde sänkas. De finansiella problemen blev lättare att hantera. Tillväxten kom igång och samhällsekonomin återhämtade sig inom några år.

Lärdomen är rättfram: en finansiell kris bör mötas med en expansiv penningpolitik. Krisen är orsakad av höga realräntor och raskt fallande krediter. Detta förlopp kan dämpas genom en sänkning av den nominella räntan och med övergången till en rörlig växelkurs från en fast men justerbar växelkurs. Kortfattat uttryckt: penningpolitiken vid en kris idag bör städa upp efter de skador som penningpolitiken av igår har åstadkommit.

Lärdom nr. 8. Möt finanskrisen med expansiv finanspolitik

Finanspolitiken fungerade liksom penningpolitiken procykliskt under boom-bust åren. När krisen bröt ut, gav de automatiska stabilisatorerna omedelbart upphov till stora budgetunderskott. Dessa sökte de ansvariga motverka med åtstramningspolitik. Lärdomen här är låta de automatiska stabilisatorerna verka fullt ut. Budgetunderskottet

⁵ Detta avsnitt bygger på Andersson och Viotti (1999), Bäckström (1997), Ingves och Lind (2008), Jennergren och Näslund (1998) samt Jonung (2008).

bör inte uppfattas som orsaken till den finansiella krisen utan som orsakad av krisen. Växande budgetunderskott bör således accepteras som ett rimligt utslag av finanskrisen och inte som ett argument för stramare finanspolitik.

Lärdom nr. 9. Möt finanskrisen med snabbt och obegränsat statligt stöd till det finansiella systemet

En fundamental lärdom av finanskrisen är att staten har en central uppgift när en finanskris väl står för dörren, nämligen att garantera det finansiella systemets existens och därmed upprätthålla betalningssystemets funktionsförmåga.

När krisen fördjupades i september 1992, valde den svenska regeringen i samarbete med den socialdemokratiska oppositionen att skicka ut ett pressmeddelande som garanterade att motparter till svenska banker inte skulle lida någon förlust. Regeringen annonserade också att den skulle lägga fram ett förslag till riksdagen under hösten på en statlig garanti för samtliga svenskägda banker samt några institut med statlig koppling. Det var endast staten som kunde ställa ut en sådan garanti – ingen privat institution eller privat företag hade tillgång till obegränsade resurser under en finansiell kris som 1990-talets.

Garantin hade en omedelbar effekt. Den minskade oron för en bankrusning från utlandets sida. Den garanterade fortsatt utländsk finansiering av de svenska affärsbankerna. Den gav utökade möjligheter för Riksbanken att stödja affärsbankerna eftersom staten tog på sig en obegränsad garanti.

Lärdomen är att ett snabbt och obegränsat stöd till den finansiella sektorn bör ses som en tvingande nödvändighet när en finansiell kris hotar att bryta ut.

Lärdom nr. 10. Möt finanskrisen med ett lämpligt juridiskt ramverk samt med politisk öppenhet och enighet

Som en följd av pressmeddelandet i september 1992 inrättade riksdagen i december samma år en ny och självständig myndighet, Bankstödsnämnden, med uppgift att hantera stödet till bankerna. Bankstödsnämnden arbetade i nära samarbete med Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret.

Under våren 1993 utformade Bankstödsnämnden klara riktlinjer för hur bankstödspolitiken skulle utformas i syfte att minska inslaget av moral hazard. Bankstödsnämnden arbetade sedan framgångsrikt med krishanteringen. Två nya avvecklingsbolag, så kallade *asset management corporations* (AMCs), skapades för att ta hand om nödlidande lån. Securum tog över dåliga lån från Nordbanken och Retriva från Gotabanken. Deras verksamhet upphörde i slutet av 1990-talet. Bankstödet blev framgångsrikt i bemärkelsen att staten efter krisen fick tillbaka vad som utbetalades som stöd till banksektorn under krisen.⁶

Hela hanteringen av bankkrisen ägde rum under full politisk enighet och med betydande öppenhet gentemot allmänheten. Denna enighet och öppenhet bidrog till att allmänheten accepterade stödpolitiken.

⁶ Se här Bergström, Englund och Thorell (2002).

Lärdomen är stödet till den finansiella sektorn bör ske öppet, under politisk enighet och med hjälp av en lämplig institutionell ram. Här blev Sverige något av en förebild. Den svenska modellen för bankkrishantering (*resolution policy*) har blivit en förebild i den internationella debatten.

Lärdomar rörande finansiell integration

Den svenska finanskrisen skapades i samband med övergången från ett hårt reglerat finansiellt system till ett system byggt på internationell öppenhet och finansiell integration över gränserna. Nu har Sveriges finansiella system varit internationellt integrerat i nästan snart 20 år. Vilka är lärdomarna från detta systemskifte?

Lärdom nr. 11. Den finansiella integrationen har skapat nya spelregler för den ekonomiska politiken

Den finansiella integrationen har helt ändrat förutsättningarna för stabiliseringspolitiken i Sverige. Ändringar i den svenska växelkursen utgör inte längre ett stabiliseringspolitiskt medel. Riksbanken kan inte längre devalvera eller revalvera kronans kurs som ett led i valutapolitiken eftersom avregleringen drev fram övergången från en fast till en rörlig kronkurs. Framväxten av en "fri" kapitalmarknad inom landet har istället öppnat för låginflationspolitiken där Riksbanken kommunicerar sin politik via marknadsoperationer. Denna nya penningpolitiska strategi vilar på väl fungerande finansmarknader.

Ramarna för finanspolitiken, dvs. statens möjligheter att beskatta och låna, har förändrats genom den finansiella integrationen. Den finansiella öppenheten lägger restriktioner på den svenska skattepolitiken. Det svenska skattetrycket kan inte avvika lika mycket som tidigare från omvärldens, i synnerhet inte när det gäller skatter som är lätta att kringgå via internationella transaktioner. Ansvariga politiker har svarat med att göra Sverige mer attraktivt för de grupper som är lättroliga internationellt sett. Arvs- och gåvoskatten avskaffades i december 2004. Några år senare, 2007, togs också förmögenhetsskatten bort. Dessa förändringar bör betraktas som led i anpassningen av den svenska skattepolitiken till den nya situationen som uppstått med fria kapitalflöden över gränserna.

Genom finansiell integration undergrävs också användningen av kortsiktiga (temporära) ändringar i skatter och utgifter för att styra konjunkturen. Svenska hushåll och företag kan nämligen i större utsträckning än tidigare gardera sig mot temporära skatte- och utgiftsändringar genom dispositioner på finansmarknaden. I extremfallet blir kortsiktig finanspolitik verkningslös. I samband med den finansiella integrationen har svensk finanspolitik fått en mer långsiktig inriktning än tidigare. Ett ramverk inritat på budgetbalans över konjunkturcykeln har tillkommit.

Lärdom nr. 12. Förnya löpande regleringen av det finansiella systemet – men ingen återreglering!

Den sista lärdomen på vår lista är självklar. Finanskrisen på 1990-talet byggdes upp under många år av icke-marknadsorienterade regleringar, dvs. av finansiell repression. Utan finansiell repression behöver framtida avregleringar inte genomföras med de faror som en sådan politik innebär. På det viset kan risken för nya finanskriser hållas nere.

Det behövs emellertid en kontinuerlig översyn av det finansiella regelverket. Den internationella integrationen av kapitalmarknaderna innebär nämligen att innovationer och förändringar inom det finansiella systemet kommer snabbare än vad fallet var i det genomreglerade systemet som fanns tidigare. Uppfinningsriikedomen när det gäller nya produkter kan vara ett hot mot stabiliteten i hela systemet.

Lärdomen är att kontinuerligt förnya regleringen och tillsynen på finansmarknaderna så att den finansiella sektorn utvecklas på ett balanserat och samhälls-ekonomiskt gynnsamt sätt. Samtidigt gäller det att undvika en återgång till ett genomreglerat system liknande det som fanns före den finansiella avregleringen. Detta är en utmaning. Det gäller att inte skapa incitament som leder till nästa finanskris.

5.4 Lärdomar från den svenska finanskrisen rörande dagens finanskris

Den svenska finanskrisen på 1990-talet skapades inom Sverige. Det var en internt genererad kris orsakad av den ekonomiska politiken i samband med finansiell liberalisering. Den svenska krisen ägde rum ungefär samtidigt som den finska och norska finanskrisen. Den nordiska krisen var i huvudsak en regional företeelse – den fick inte några internationella efterverkningar. För de nordiska länderna var dessutom det globala ekonomiska läget en källa till stabilitet under 1990-talet. De kunde använda exporten som en motor i återhämtningen efter krisen.

Läget är annorlunda idag. Den globala krisen 2008-2010 har ställt de nordiska länderna inför nya utmaningar. För små öppna ekonomier som de nordiska länderna har krisen överförts främst via två kanaler: via de finansiella marknaderna och via exporten. Den globala nedgången i ekonomisk aktivitet utgör ett allvarligt problem för små öppna ekonomier som de nordiska eftersom de behöver en stark exportefterfrågan för att komma ur krisen.

Trots att dessa skillnader mellan 1990-talets kris och dagens är de flesta av lärdomarna från gårdagens svenska kris relevanta för att möta den nuvarande krisen.

Lärdom nr. 1. Möt dagens kris med kontracyklisk penningpolitik

Den mest väsentliga lärdomen från gårdagens kris är att möta dagens kris med expansiv penningpolitik, dvs. med låga räntor och med riklig tillgång på krediter. En sådan politik håller uppe den inhemska efterfrågan, motverkar deflation och problem inom det finansiella systemet. Expansiv penningpolitik kan dock inte hindra bortfallet av export men tillåter företag och hushåll att låna för att möta den ekonomiska nedgången. Vid rörlig växelkurs kan låg ränta dessutom bidra till depreciering av valutan. Det dock viktigt att ha en klar exit-strategi så att lågräntepolitiken in permanentas.

Lärdom nr. 2. Möt dagens kris med kontracyklisk finanspolitik

En väsentlig lärdom från den svenska krisen är att de så kallade automatiska stabilisatorerna i den offentliga sektorns budget bör få verka i största möjliga utsträckning. Vid varje kris skjuter budgetunderskottet av sig självt i höjden som följd av växande offentliga utgifter för högre arbetslöshet och sjunkande skatteintäkter när konsumtion och sysselsättning krymper. Genom denna mekanism fungerar den offentliga sektorns

budget som en snabb och kraftfull stötdämpare vid kriser. Stor offentliga sektor och hög skatteprogressivitet gör dessa stabilisatorer desto starkare. Därmed leder en kris snabbt till enorma budgetunderskott.

Denna lärdom kan synas enkel och självklar. Men finansministrar har erfarenhetsmässigt svårt att helt tillåta den finanspolitiska autopiloten styra vid djup kris. Ofta har man gjort tvärtom och stramat åt – och därmed förvärrat det ekonomiska läget. Ett annat skäl till ovilja kan vara rädslan för att tappa kontrollen över statsfinanserna – förutom den knepiga uppgiften att räkna ut vad som bör ingå i begreppet automatisk stabilisator.

Lärdom nr. 3. Möt dagens kris med stöd till det finansiella systemet

En global finanskris som dagens kan utvecklas till ett hot mot den inhemska finansiella stabiliteten. Av detta skäl bör staten ställa i utsikt snabbt och heltäckande stöd för den händelse det inhemska banksystemet hotas. Här ger den svenska erfarenheten goda argument för en sådan politik.

Lärdom nr. 4. Möt dagens kris med översyn av den finansiella tillsynen

Varje finanskris avslöjar brister i den offentliga tillsynen och regleringen av kredit-systemet. Så var fallet i Sverige under boom-bust-perioden. Bankinspektionen var ensidigt inriktad på mikrofrågor och ignorerade makroaspekter. Lärdomen är att såväl mikro- som makrotillsyn är önskvärd. Denna lärdom är högst aktuell idag när den finansiella tillsynen kommer upp på den ekonomisk-politiska dagordningen efter krisen.

Lärdom nr. 5. Möt dagens kris med finansiell upplysning

Den svenska finanskrisen demonstrerar hur viktigt det är med kunskap om finansmarknadernas funktionssätt. Detta är en väsentlig lärdom även idag. Med goda insikter om de krafter som har skapat den globala finanskrisen blir det lättare att utforma lämplig åtgärder för att bekämpa krisen och på sikt utveckla ett nytt ramverk för reglering och översyn av det finansiella systemet.

Eftersom den svenska krisen var främst inhemsk till sin natur och inte hade några internationella efterverkningar kunde de svenska beslutsfattarna hantera krisen utan någon utländsk inblandning. De fem punkterna här ovan bör dock kompletteras med en kommentar rörande internationellt samarbete.

Lärdom nr. 6. Möt dagens kris med internationellt samarbete

Dagens internationella kris bör mötas – förutom med lärdomarna ovan - genom internationell samverkan. Samverkan bör gälla flera områden. Den internationella handeln bör inte hindras genom tullar och andra handelshinder. Det fria kapitalflödet över gränserna bör inte begränsas. Stryps kapitalströmmarna över gränserna så bromsas handel och tillväxt. Internationell samverkan rörande ekonomisk politik och finansiell tillsyn bör förstärkas.

5.5 Sammanfattning

Den svenska finanskrisen ger ett antal lärdomar som är giltiga även för dagens kris. Många av dem har redan omsatts i den praktiska politiken. Skälet är att det finns en samsyn rörande den ekonomiska politiken som vuxit fram ur de många finanskriser som inträffat under senare tid. Dessutom bygger mycket av dagens ekonomiska politik på lärdomarna från 1930-talets depression – en depression som hade sina rötter i en finansiell kris.

Kanske bör det tilläggas att det tog många år för svensk ekonomi att återhämta sig från 1990-talskrisen trots att den ekonomiska politiken i stora drag – när krisen bröt ut - var väl utformad för att möta nedgången. Även om de ansvariga för den ekonomiska politiken möter dagens finanskris på det sätt som är förenligt med lärdomarna från Sverige, är ändå risken stor att krisen blir en utdragen affär. Det tar nämligen tid att skapa balans inom det finansiella systemet efter det att krisen brutit ut.

Politiker och ekonomer är för närvarande involverade i processen att komma fram till lärdomarna som kommer att styra politiken vid nästa finansiella kris. Man kan redan spekulera i vilka felgrepp som görs idag. Kanske har dagens beslutsfattare lärt sig visa läxor alltför väl. Kanske satsar de nu på en alltför expansiv penningpolitik alltför länge? Risken finns att den extrema lågräntepolitiken lägger grunden för nästa finansiella bubbla.

Det har hävdats att nästa finanskris kommer först när dagens generationer har glömt den senaste finanskrisen. Detta synsätt antyds av Håkan Lindgren (1994, s. 30) i hans granskning av lärdomarna av finansiella kriser i Sverige:

«En viktig slutsats, gemensam för både 1870- och 1920-talets kriser, är att dessa under mycket lång tid påverkade människors beteende och aktörers agerande på finansmarknaderna. ... är det uppenbart att kriserfarenheterna efterhand bleknar, och att människan efter en eller annan generationsväxling åter är redo för en ny spekulationsbubbla – som om vi inget lärt vad gäller finanskrisens beskaffenhet och förlopp.»

Vi lär av historien – men det är en öppen fråga om vi lär tillräckligt väl och behåller lärdomarna tillräckligt länge.

Referenser

Andersson, M. och S. Viotti, (1999), "Managing and preventing financial crises. Lessons from the Swedish experience", *Sveriges Riksbank Quarterly Reviews*, vol. 10, s. 71-89.

Bergström, C., P. Englund och P. Thorell, (2002). *Securum och vägen ut ur bankkrisen*, SNS, Stockholm.

Bäckström, U., (1997), "What lessons can be learned from recent financial crises? The Swedish experience", Remarks at the Federal Reserve Symposium "Maintaining Financial Stability in a Global Economy", Jackson Hole, Wyoming, USA, augusti 29, 1997.

Carlson, I., (2003), *Så tänkte jag. Politik och dramatik*, Hjalmarson & Högberg, Stockholm.

- Dennis, B., (1998), *500 %*, Bokförlaget DN, Falun.
- Englund, P., (1999), "The Swedish banking crisis: Roots and consequences", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, s. 80-97.
- Feldt, K-O., (1998), *Alla dessa dagar. I regeringen 1982-1990*, Norstedts, Stockholm.
- Feldt, K-O., (1994), *Rädda välfärdsstaten!*, Norstedts, Stockholm.
- Ingves, S. och G. Lind, (2008). "Stockholm solutions," *Finance & Development*, s. 21-23.
- Jennergren, P. och B. Näslund, (1998), "Efter bankkrisen: Vad blev notan för skattebetalarna?", *Ekonomisk Debatt*, vol. 26, s. 69-76.
- Jonung, L., (2008), "Lessons from financial liberalisation in Scandinavia", *Comparative Economic Studies*, vol. 50, s. 564-598.
- Jonung, L., (2009), "The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful". *European Economy*, Economic papers 360, European Commission, februari 2009, Bryssel.
- Jonung, L., J. Kiander och P. Vartia, red., (2009), *The great financial crisis in Finland and Sweden. The Nordic experience of financial liberalization*, Edward Elgar, Cheltenham och Northampton.
- Lindgren, H., (1994), "Att lära av historien. Några erfarenheter av finanskrisen", s. 7-32 i *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Stockholm.
- Söderström, H., (1996), *Normer och ekonomisk politik*, SNS, Kristianstad.

6 Forbrukere i finansmarkedet¹

Bent Sofus Tranøy, førsteamanuensis ved Høgskolen i Hedmark

27. september 2010

6.1 Innledning

Dette er et notat om forbrukernes stilling vis-à-vis leverandører av finansielle tjenester. Jeg er særlig interessert i kilder til maktforskjeller og faren for maktmisbruk i forholdet mellom store og profesjonelle, kunnskapsrike og velinformerte finansmarkedsinstitusjoner og -aktører på den ene siden, og den vanlige amatør som møter disse i rollen som låntager, småsparer/investor og forsikringskunde på den andre siden.

Det er ikke vanlig å begynne drøftinger av finansmarkedet med en diskusjon av maktforskjeller og faren for overgrep. Normalt begynner man med å liste opp alle de viktige funksjonene finansmarkedet fyller. Vi kan dermed skille mellom en maktorientert tilnærming og en funksjonalistisk forståelse av finansmarkeder. Jeg vil følge konvensjonen og begynne med den funksjonalistiske tilnærmingen. Det finnes flere ulike varianter av lister over de funksjoner et finansmarked ivaretar, men vi treffer noe nær et minste felles multiplum om vi tar med:

- Det aller mest grunnleggende: Evnen til å matche de med sparekapital til overs med de som har behov for å låne penger (evt. selge andeler i et foretak) for investerings- eller forbruksformål.
- Ved at en bank eller megler kan samle mange små innskyttere eller selge en emisjon til mange små investorer sørger slike institusjoner samtidig for å glatte ut to typer av motsetninger som fort ville oppstå hvis hver og en sparer var avhengig av å finne én matchende debitor:
 - For det første har finansinstitusjoner evnen til å bygge bro mellom de som ønsker kort tid til forfall (f.eks. en lønnskontokunde som ønsker løpende adgang til pengene sine) og de som ønsker lang tid fram til endelig forfall (f.eks. en boliglånskunde). På engelsk kalles denne funksjonen for *Maturity transformation*.
 - For det andre kan finansinstitusjoner glatte ut mulige motsetninger mellom de som ønsker å plassere et lite beløp og de som ønsker å låne/emitere et stort beløp, på engelsk kalles dette gjerne for *convenience denomination*.
- Ved å aggregere et stort antall innskyttere/investorer kan en finansinstitusjon videre bidra til å transformere risiko, ved å omplassere og spre den. Samme prinsippet gjelder for forsikringsselskaper. De gir mange kunder anledning til å dele sin risiko slik at risikoen for hver enkelt blir marginal i forhold til hva den

¹ Takk til Per Øystein Ekrem for gode kommentarer til en tidligere utgave av notatet.

ville vært om vi alle var selvassurandører eller om vi solgte all vår risiko til en individuell motpart i form av f.eks. en annen husholdning.

- Videre legger finansmarkedet til rette for internasjonal handel og investeringsaktivitet ved at det finnes et marked for veksling av valuta. For husholdninger er dette viktig både ved reiser og ved kjøp av f.eks. eiendom i utlandet.
- Endelig kan man si at finansmarkedet gjør det mulig for dem som sitter på et formuesobjekt å selge dette videre, det vi kan kalle likviditetsfunksjonen. Finansmarkedet bidrar også til prissettelse på formuesobjekter ved at mange kjøpere og selgere møtes. Til slutt kan vi ta med at et finansmarked dominert av store mellommanns institusjoner bidrar til å aggregere informasjon om priser og kredittstrømmer sammenlignet med en situasjon hvor atomiserte aktører møtes på individuell basis. Disse siste tre funksjonene er mindre viktige for mitt formål i dette notatet og vil ikke bli diskutert i det videre.

I lærebokframstillinger av dette eller disse marked(ene) legges det gjerne vekt på hvor viktig det er for realøkonomien at alle disse funksjonene er i varetatt. Dette illustreres tydeligst ved å tenke i binære motsetninger. Uten tilgang til kreditt og investorkapital ville husholdninger og entreprenører måtte vente til de selv hadde tilstrekkelig sparekapital før de kunne gjøre sine investeringer. Kreditt gir oss anledning til å glatte ut forbruk, investering og sparing over livsløpet, noe som innebærer mange åpenbare fordeler. Vi kan for eksempel kjøpe bolig mens vi er i etableringsfasen og nedbetale den i takt med at våre inntekter stiger. Fjern denne muligheten fra samfunnet og du har samtidig påvirket alt fra reproduksjonsrate til sosial og geografisk mobilitet.

Videre er det ganske åpenbart at ved å fylle de to funksjonene "maturity transformation" og "convenience denomination" reduseres transaksjonskostnadene dramatisk sammenlignet med en situasjon der det ikke fantes institusjoner som kunne fylle disse funksjonene. Endelig ville risikofordelingen i et samfunn uten anledning til å dele risiko via kreditt, verdipapir- og forsikringsmarkedene kunne virke sterkt begrensende på økonomisk aktivitet samtidig som det ville skape noen svært ubehagelige fordelingsutfall (enkelte låntagere, sparere og entreprenører som i dag taper litt, ville tape alt).

Denne binære "enten-eller"-tankemodellen kan fort lede over i et grunnleggende utviklingsoptimistisk syn på finansmarkedet: Institusjonell utvikling innebærer å gå fra noe enklere og mer primitivt til noe mer høyerestående, et system som bedre og mer effektivt enn før ivaretar de grunnleggende funksjonene beskrevet over. Det er vanlig å bruke begrep som "dypere", "mer utviklede" eller "mer likvide" eller mer "komplette" markeder på en udelt positiv måte. Tilsvarende blir finansiell innovasjon fort til et (i hvert fall i hovedsak) positivt fenomen. Nye produkter og tjenester i finansmarkedet blir sett på som noe som hjelper markedet å utvikle seg til å bli nettopp dypere, mer likvid og mer komplett.

Et maktperspektiv gir en annen inngang til finansmarkedsutvikling og finansiell innovasjon. I stedet for å tenke oss at stadig utvikling gir en stadig bedre evne til å fylle de grunnleggende funksjonene på en mer effektiv måte kan vi spørre: Gir instrument x, y eller z først og fremst et informasjonsovertak til selger vis-a-vis kjøper (eller slutt-

bruker), slik at fordeling av risiko og kostnader blir annerledes enn den ville vært om et enklere instrument var tatt i bruk? Et annet forhold som skiller finansielle innovasjoner fra innovasjoner i realøkonomien er at kreditt er en type gode som kjennetegnes ved at det finnes situasjoner der det i praksis er best om det ikke gis så mye kreditt som folk faktisk etterspør. Erklært betalingsvilje i avgjørelsesøyeblikket er ikke nok til å kunne fastslå at en gitt låneavtale bidrar til individuell velferd eller god ressursallokering. En innovasjon som bidrar til at kreditt strømmer til mennesker uten reell tilbakebetalings- evne slik at det bygges hus det ikke finnes reell etterspørsel etter representerer ikke noen velferdsforbedring.

Med andre ord: Er det en reell effektivitetsforbedring, et nullsumspill med tilhørende fordelingskonflikt, eller det siste kombinert med verdiødeleggende egenskaper (altså en innovasjon som systematisk bidrar til at penger går inn i prosjekter med negativ avkastning) vi står overfor ved en gitt innovasjon? Finanskrisen og beslektede problemer som råsalg av strukturerte produkter gir oss rikelig med materiale for å illustrere denne tematikken. Ta den amerikanske subprimeboblen. En rekke nyskapingen som vanskelig kan karakteriseres som annet enn verdiødeleggende gjorde denne mulig (Johnson og Kwak 2009:21-22).

En innovasjon var lån med negative avdrag, gjerne kombinert med lave renter (lokkerrenter) de første årene etter at kontrakten ble inngått. Kombinert med en annen nyskaping, "stated income loans" – altså lån hvor låntager ikke trengte å dokumentere opplysninger om egen betalingsevne og -historikk, gjorde lån med negative det avdrag det mulig for nesten hvem helst å skaffe seg en bolig. Muligheten til å få finansiert disse i flere tilfeller svært risikable og noen ganger helt håpløse lånene ble forsterket av nok en innovasjon, Collateralized Debt Obligations, forkortet til CDO. CDOer bygget på en helt fundamental overvurdering av bransjens evne til å vurdere og prise risiko, de tåkela den usikkerhet investor akslet i det man kjøpte seg inn i dem, og det er ikke urimelig å hevde at CDOer således bidro til at penger ble lånt ut som ellers ikke ville blitt lånt ut. En siste innovasjon – Credit Default Swaps (CDS) – bidro også til at penger strømmet mot boliginvesteringer med negativ avkastning. En CDS kan forstås som en forsikring mot tap i en nærmere bestemt portefølje. Ved å tegne CDSer mot tap i subprimemarkedet kunne utstederen av CDOer lettere få god kredittvurdering på sine "produkter". Problemet med CDS markedet viste seg for det første å være at det priset risikoen alt for lavt, og for det andre at den viktigste aktøren bak utstedelsen av CDSs – AIG – ikke en gang hadde vært i nærheten av å sette av nok kapital til å fylle sine forpliktelser da ting gikk galt i markedet for CDOer.

Vår evne til å tenke klart omkring makt i markeder og de problemer forbrukere kan tenkes å møte på finansmarkedet, er knyttet til hvilken økonomisk teori vi legger til grunn. Litt forenklet kan vi skille mellom fire generasjoner økonomisk teori med hensyn til dette spørsmålet. Teorien har beveget seg fra et nyklassisk utgangspunkt via informasjons- og transaksjonskostnadsøkonomi og over i retning av atferdsøkonomi. Tendensen er at økonomisk teori har utviklet seg i retning av å rette vår oppmerksomhet mot stadig flere problematiske sider ved forbrukeres stilling i markedene for kreditt; spare- og investeringsprodukter og forsikring. I forlengelsen av dette blir det stadig tydeligere at det er urimelig å anta at all finansiell innovasjon er samfunnsmessig ønskelig.

Det videre notatet er viet en diskusjon av de fire teoretiske posisjonene. Det er ikke noe poeng å gi en fullstendig redegjørelse for dem. Hensikten er å få fram hvilke problemer de retter vår oppmerksomhet mot, og hvilke generelle regulatoriske prinsipper som kan tenkes å passe gitt problemskrivelsen. Jeg bruker mest plass på det atferdsøkonomiske perspektivet, dette har da også de mest radikale implikasjonene for hvordan vi bør tenke rundt finansmarkedsregulering. Teoridiskusjonen er forsøkt krydret med illustrasjoner underveis, men jeg har også skrevet en kort del 3, der noen viktige makt- og dermed potensielle reguleringsproblemer er samlet.

Jeg ber om unnskyldning for omfattende bruk av engelske ord og begrep også i tilfeller der det kanskje finnes gode norske termer, men hvor jeg ikke har gjort jobben med å finne fram til dem.

6.2 Teori, problemfølsomhet og problemer

Nyklassisk økonomi

Utgangspunkt: Rasjonelle, fullt informerte aktører velger med utgangspunkt i faste, transitive preferanser. I en slik verden blir det lite svindel (svindlere drives ut av markedet fordi folk er informerte og vil ikke handle med dem). Nyklassisk økonomi kartlegger betingelser for fullkommen konkurranse som blant inkluderer null transaksjons- og etableringskostnader, og homogene varer. Oppfylles dette samt et krav om uendelig mange tilbydere og etterspørrere får vi prisfaste kvantumstilpassere på tilbudssiden (tilbyderne må akseptere den prisen som dannes i markedet) og suverene konsumenter på etterspørselssiden. På begge sider av markedet forfølger aktørene sine materielle egeninteresser (de maksimerer økonomisk nytte). Konsumenten har makt fordi hun har makten til å velge bort.

Ingen tror på denne modellen som en empirisk beskrivelse. Likevel utgjør den selve grunnfjellet for moderne økonomisk tenkning. Den er referansepunktet man bruker for å beskrive andre mer realistiske tilnærminger. Det er heller ikke uvanlig å hevde at denne modellen er "tilstrekkelig lik" hva som gjelder på mange virkelige markeder, mye av tiden. Man tenker seg at avvik fra normalen (iht forutsetningene) jevner seg ut statistisk sett, eller at konkurransen tar livet av dem som ikke tilpasser seg.

Kjerneproblem sett fra forbrukersiden: Et mer stilisert bilde av situasjoner som avviker fra grunnmodellen finner vi under overskriften "markedssvikt". Det gjelder for eksempel underproduksjon av enkelte kollektive goder (som trygghetstjenster) og overproduksjon av enkelte kollektive "onder"/negative eksterneiteter (som forurensing). Den markedssvikten som er mest aktuell når vi er opptatt av forbrukerens stilling i finansmarkedet er monopol og kartellmakt. Altså at produsentene kan ta "overpris" fordi kundene ikke har tilstrekkelig med alternativer.

Løsning: Slike problemer løses best med konkurransepolitikk, altså en struktur- og atferdsregulerende politikk som sikter mot å sikre at det konkurreres og at dette gjøres med blanke våpen (det vil si at det konkurreres på pris og kvalitet og ikke noe annet). I dette perspektivet reduseres god forbrukerpolitikk i all hovedsak til god konkurransepolitikk.

Informasjonsøkonomi

Utgangspunkt: Ulike aktører har ulik grad av informasjon om produkter, tjenester og i noen tilfeller hvor dette er relevant – sine kunder. Dette perspektivet er ikke spesielt opptatt av at forbrukere ikke er rasjonelle i betydningen begrenset kognitiv kapasitet. Det er først og fremst informasjonsforutsetningen, aktørens evne til å skaffe seg relevant informasjon på egen hånd, man letter på sammenlignet med nyklassisk teori.

Kjerneproblem sett fra forbrukersiden: Asymmetrisk informasjon: forbundet særlig med kjøp av *experience goods* og *credence goods*. Experience goods er goder hvis kvalitet vi ikke kjenner før vi har konsumert dem/tatt dem i bruk. Typisk eksempler kan være restaurantmåltider eller meglertjenester ved et eiendomssalg. Credence goods er goder hvis kvalitet vi ikke en gang kjenner etter at vi har tatt dem i bruk. Et ofte brukt eksempel er vitamiltokkudd. Tjenester utført av bilverksted eller rørlegger kan også være credence goods, det kan ta lang tid før vi vet om vi har fått det vi betalte for. I finansmarkedet vil kjøp av ulike spare- og investeringsprodukter og tilknyttede rådgivningstjenester kunne karakteriseres som credence goods. Det vil kunne gå mange år før vi vet om rådene/plasseringene gjort på våre vegne var gode gitt mulighetene på investeringstidpunktet.

I verste fall kan man tenke seg at asymmetrisk informasjon kan lede til *adverse selection*. Det vil si at bare de dårligste produktene kommer på markedet. I markedet for bruktbiler kan en tenke seg at de med gode, brukte biler nekter å bringe disse til markedet fordi kjøpere ikke har noen mulighet til å få stadfestet den overlegne kvaliteten, og dermed vil de vegre seg mot å betale mer enn en det dårligere biler ville kostet. Tilsvarende kan forsikringselskaper med standard rater risikere å bare få de mest kostnadsdrivende kundene. I teorien kan man tenke seg at markeder bryter sammen under presset av frykten for slike tilstander.

Løsning: I dette perspektivet rettes oppmerksomheten naturlig nok mot tilgangen på informasjon. Det blir viktig å regulere informasjonstrømmen i markedet. Selgere kan pålegges ulike former for informasjonsplikt, forbud mot misvisende informasjon og kunden kan få reklamasjonsrett hvis produktet/tjenesten ikke holder hva det lover. Standarder for kvalitet og utforming av produkter/tjenester, reklamasjonsrett og garantiordninger kan også bidra til å forebygge frykten for effekten av *adverse selection*.

Nyinstitutionell økonomi

Utgangspunkt: Dette perspektivet er særlig brukt for å analysere forholdet mellom aktører på tilbydersiden i et marked, men av særlig interesse for oss her er at det retter oppmerksomheten mot transaksjonskostnader. Nyinstitutionell økonomi opererer også med et mindre heroisk menneskebilde enn "ren" nyklassisk teori. Vi kan si at bildet av den rasjonelle forbruker svekkes ytterligere, aktøren har både begrenset informasjon og begrenset evne til å nyttgjøre seg den fordi det tar for mye tid og krefter å prosessere den om den så skulle være der (*bounded rationality*). Vi står altså igjen med begrenset rasjonelle aktører som tar beslutninger under usikkerhet, og der motparter godt kan tenkes å opptre opportunistisk. Mangel på hederlighet føres altså eksplisitt inn i modellen. Dette kan kontrasteres med et "rent informasjonsøkonomisk" utgangs-

punkt, der problemer oppstår fordi andre aktører ikke vet, men hvor poenget i og for seg ikke er å lure noen.

Kjerneproblem sett fra forbrukersiden: Blant de viktigste i denne sammenhengen er søke- og informasjonskostnader, forhandlingskostnader (inkludert kostnadene med å sette opp en avtale), kostnader som oppstår fordi en forsøker å unngå å bli lurt, og kostnader forbundet med bytte av kontraktspartner (switching costs). Dette perspektivet åpner for at tilbydere bevisst søker å innhulle sitt tilbud i kompleksitet med det formål å forvirre forbrukeren. Vi kan også tenke oss situasjoner der mellommenn i finansmarkedet bevisst søker å øke transaksjonshyppigheten, med det mål å øke sine gebyrinntekter på kundens bekostning. Ulike teknikker for å "låse" kunden er også et problem dette perspektivet retter oppmerksomheten mot.

Løsning: Aktuelle reguleringstiltak som følger av disse problemene blir mye det samme som identifisert under punktet over. Det er knyttet til å sikre informasjonsflyt, standarder og garantier. I tillegg er nyinstitusjonelle økonomer opptatt av – nettopp – institusjonelle forhold. Det kan være de som sikrer eiendomsrett, lovverket som regulerer økonomisk samhandling i sin alminnelighet, ulike tvistemålsordninger samt håndhevelsen ("policing") av de forskjellige regelverkene.

Atferdsøkonomi

Atferdsøkonomi bygger videre på ideen om begrenset rasjonalitet, men på en radikal måte. Med utgangspunkt i kognitiv psykologi er målet å kartlegge systematiske skjevheter i måten vi bedømmer og beslutter i økonomiske situasjoner ("biases").

Et premiss for denne retningen er forestillingen om at vi med hell kan skille mellom et "automatisk system" og et "reflekterende system" Forestillingen har røtter i evolusjonær psykologi som i sin tur blant annet er opptatt av hvilke egenskaper har hjulpet mennesket å overleve og reprodusere i det vi kan kalle prehistorisk tid. Tenk på behovet for å beslutte om man skal flykte eller sloss – det kan være livsfarlig å nøle for lenge – eller hvordan vi går fram når vi griper en gjenstand i flukt gjennom luften (en avansert, men automatisert ballistisk kalkyle ligger til grunn). De to systemene kan kontrasteres slik (basert på Haidt 2006 og Thaler og Sunstein 2008).

Automatisk system

Ukontrollert
Uanstrengt
Assosiativt
Raskt
Ubevisst
Ferdighetsbasert
Stor simultankapasitet
Gammelt

Reflekterende system

Kontrollert
Anstrengt
Deduktivt
Langsomt
(selv)bevisst
Regelbasert
Strengt tatt ingen simultankapsitet
Nytt

Biases oppstår fordi disse to systemene virker sammen i kompliserte samspill når mennesker gjør valg. Vi klarer ikke å tenke på mer enn én ting av gangen, men må stadig ta avgjørelser. Å la være velge er også et valg. Tommelfingerregler er ofte gode,

men ikke alltid, særlig ikke om de er utviklet under andre forhold enn de vi som rase lever under i dag.

Dette er et felt i rivende utvikling og listen over mekanismer som kan være virksomme i en gitt økonomisk beslutningssituasjon begynner å bli veldig lang. Hvis målet er å forstå atferd i finansmarkedet er dette noen av de viktigste:

Anchoring – beslutninger om riktig kvantum og størrelse, vi lar oss manipulere til å ta utgangspunkt i en i og for seg vilkårlig pris. Vi klarer ikke å tenke uten å sammenligne. Den som kan påvirke hva vi sammenligner med – den som kan påvirke vår ”anchoring” – kan samtidig påvirke vår vurdering av billig vs dyrt, rimelig vs urimelig eller pent vs vanlig.

Availability – vi feilbedømmer sannsynligheter med utgangspunkt i få observasjoner, tror aksjekurser fortsetter å stige, overvurderer muligheten for at samme type ulykke som vi nettopp har hørt om skal ramme oss

Representativeness – en form for generalisering, lager mønstre der de ikke finnes – kan spille sammen med availability til å få oss til å tro at en forvalter som har oppnådd gode resultater fram til nå vil fortsette å levere dette.

Confirmation bias – Beslektet med den over: Vi har bestemt oss for hvordan verden henger sammen og tolker ny informasjon slik at vi kan opprettholde dette bildet.

Overconfidence - urealitiske forventninger til hva framtiden vil bringe og hva vi kan klare å utrette, er særlig aktuelt i ”boom perioder” i økonomien.

Loss aversion vi knytter oss til det vi allerede har og verdsetter det å unngå et tap, mer enn en tilsvarende gevinst – kan gjøre oss redd for endring – gir ”status quo bias”

Mindless choosing - vi orker ikke forholde oss til for mange alternativer og dette gir i praksis fort også status quo bias

Status Quo bias gir i praksis en sterk sannsynlighet for at en stor gruppe velger minste motstands vei stilt overfor et valg – *default option* - det man får om man ikke aktivt velger fra en meny blir svært viktig.

Vi lar *Sunk Costs* veie når vi tar beslutninger, sammen med Status Quo bias kan dette føre til at sitter for lenge på investeringer

Framing – To budskap som rent logisk er identiske oppfattes forskjellig avhengig av presentasjon: For eksempel reagerer folk forskjellig på å høre at en operasjon er forbundet med 10 prosent dødsrate eller 90 prosent overlevelsesrate

Hyperbolsk diskontering – Urimelig verdsetting av gevinster her og nå på bekostning av større gevinster litt fram i tid. Øker sannsynligheten for at vi skal la oss friste av lokkerenter.

Mental Accounting – vi har flere mentale lommebøker. Vi ser en pris som andel av noe heller enn å vurdere den absolutte summen vi betaler. Kan forklare toleranse for gebyrer og meglerhonorarer.

Diskusjon: Hvis man legger atferdsøkonomi til grunn for sin analyse av finansmarkedsatferd har man samtidig tatt skrittet over i en mekanismeorientert forståelse av (finans)økonomiens virkemåte. Elster (2007) definerer mekanismer på denne måten:

“Frequently occurring and easily recognizable causal patterns that are triggered under generally unknown conditions and with indeterminate consequences.”

Å tenke i mekanismer snarere enn i form av lovmessigheter kan ha sterke implikasjoner for hvordan vi forstår økonomiske prosesser og dermed hvordan de skal reguleres. Dette kan illustreres: En typisk antagelse i økonomisk teori er at når prisen på et produkt faller stiger etterspørselen. En *sterk lov* om dette vil gi oss anledning til å si med hvor mye etterspørselen vokser når prisen faller med én enhet (vi kjenner helningen på etterspørselskurven) En *svak lov* vil bare fortelle oss retningen på endringen, ikke hvor mye etterspørselen stiger). En *mekanisme tilnærming* derimot vil fortelle oss at noen ganger vil prisfall lede til etterspørselsvekst, andre ganger vil prisvekst kunne gi sterkere etterspørsel (som er tilfelle for enkelte prestisjeprodukter innenfor segmenter som klær og kosmetikk). Vi vet ikke på forhånd hvilken mekanisme som vil dominere, noe som burde fylle oss med ydmykhet.

Helt konkret kan denne problemstillingen være aktuell når skal forstå prisdannelsen i markedet for fondsforvaltere, megler tjenester og jus. Kan man forsøke å signalere kvalitet ved måten man priser seg på slik at for eksempel såkalt aktiv forvaltning for noen framstår som mer attraktiv ved at tjenesten prises relativt høyt? Ser man på prisingspraksis knyttet til den ”hyperaktive” forvaltningsformen hedge-fond, kan denne pris=kvalitet mekanismen tenkes å gjelde.

6.3 Kjennetegn ved finansmarkedet i lys av teorien: noen illustrasjoner

Forholdet mellom problemene identifisert under de ulike perspektivene kan sies å være additivt eller kanskje også multiplikativt, de forsterker hverandre. For eksempel: Mens informasjonsøkonomi vektlegger betydningen av mye og god informasjon, gjør transaksjonskostnadsøkonomien oss oppmerksom på at kompleksitet godt kan være tilbyderskapt mens atferdsøkonomien poengterer at selv i situasjoner hvor forbrukeren har tilgang til all relevant informasjon er det slett ikke gitt at den brukes på en god måte. I en OECD (2007:5) rapport om forbrukerpolitikk oppsummeres bildet slik:

“Failure is most likely to occur in markets with complex products (including supplier induced complexity) where consumers make infrequent purchases, in markets with ”intermediary” competition (for example where commission agents are under high pressure to sell), where there are conflicting sources of information, in markets where easy entry and exit provide opportunities for fraud, and generally in markets where switching costs are high, or are perceived to be high, in relation to benefits.”

Som vi ser er det få av betingelsene presisert av OECD som ikke kan sies å gjelde i stort monn i et typisk moderne finansmarked. Mange mennesker kjøper

komplekse experience og credence goods, de gjør det sjeldent fordi investeringen/forsikringen er ment å vare, de blir gjerne solgt av mellommenn med sterkt provisjons-element i avlønningen sin, det kan være flere konflikterende kilder til informasjon. Det eneste elementet her som ikke treffer helt blink er "easy entry and exit". Det finnes også slike operatører i ytterkanten av det etablerte finansmarkedet, men målt i volum er det sannsynligvis ikke der de største problemene oppstår, i hvert fall ikke i Norge. Terra saken ledet til at relativt stor og fram til da oppfattet seriøs aktør gjorde en rask "exit" fra markedet, men det var nok et unntak. Andre omstridte saker knyttet til det mange – inkludert undertegnede – mener var upassende og uetiske salg av finansielle produkter hadde store norske finanskonsern og andre vel etablerte aktører på selgersiden.

Noen flere eksempler med utgangspunkt i den teoretiske disposisjonen foran:

- Det beste eksemplet på *nyklassisk markedsrett* finner vi i DnBNOR sin posisjon i det norske markedet. Konsernet har suverent størst markedsandel på en rekke delmarkeder. Legger vi atferdsøkonomi oppå dette "nyklassiske problemet" kan vi si det forsterkes av "status quo bias".
- Informasjonsasymmetrier og *fabrikkert kompleksitet*: Krav om å oppgi effektiv rente som ble knesatt på 1980-tallet representerer en form for produkt-standardisering vi trenger mer av.
- Forsikringsbransjen er notorisk i sin uvilje mot å lage produkter som er *standardisert* på en slik måte at kunden enkelt kan sammenligne pris og kvalitet. Her kan vi kanskje snakke om tilbyders motvilje mot å redusere kompleksitet.
- Den grunnleggende "teknologien" som ligger til grunn for kredittkortbransjen var ferdig utviklet på 1970-tallet. Innovasjoner etter dette kan stort sett rubriseres som *fabrikkert kompleksitet*, som spekulerer i mekanismer som "mindless choosing og status quo bias". Responsen bør være å regulere fram enkle standardprodukter som tvinger selskapene til å konkurrere på kostnader og effektiv drift.
- Transaksjonskostnader: Det har blitt billigere og enklere å bytte bank. Tildels store kostnader i fondsforvaltning. Her er det også et en lock-in effekt skapt av gevinstbeskatningen. Flere fondsløsninger er også satt opp slikt at forbrukerne risikerer å bli utsatt for "churning", dvs hyppige gebyrdrevne endringer i porteføljen.
- Erfaringen fra så vel USA (særlig subprime) som Norge (Terra og salget av strukturerte produkter) viser at det er ingen grunn til a priori å forutsette at finansielle innovasjoner er et gode. Utgangspunktet bør være at tvilen og dermed reguleringen skal komme den svake part til gode.

Litteratur

Ariely, Dan 2008: *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decision*, New York: Harper Collins.

Elster, Jon 2007: *Explaining Social Behavior: More Nuts and Bolts for the Social Sciences*, Cambridge: Cambridge University Press.

Haidt, Jonathan 2005: *The Happiness Hypothesis: Putting Ancient Wisdom to the Test of Modern Science*, New York: Basic Books.

Johnson, Simon og James Kwak 2009: "Finance: Before the Next Meltdown" i, *Democracy Journal*, Fall 2009, s.19-24.

OECD 2007: Roundtable on economics for consumer policy, summary report, DSTI/CP(2007)1/FINAL.

Thaler, Richard H. og Cass R. Sunstein 2008: *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven: Yale University Press

7 Investeringsprodukter og forbrukerbeskyttelse

Randi Flesland, direktør i Forbrukerrådet

4. juni 2010

7.1 Finanskrisen og effekten på norske forbrukere

Det må ikke skje igjen: Etter flere tiår med en praksis der myndighetene har tillatt finansbransjen å regulere seg selv, kom en reaksjon. Den kom på tvers av alle landegrenser. Resultatet av dereguleringen viste seg over hele den vestlige verden, i USA, i EU og i Norge, om enn i ulik grad.

Konsekvensene har kanskje vært mest skadelig for bransjen selv. Med en verdensomspennende kollaps i selve finansmarkedets system. Dette skjedde fordi markedene manglet tillit til sin egen bransje. Og - tillitsbristen spredte seg til bankene, som mistet tro og tillit til hverandre. Når vi nå skal analysere hva som skjedde, reiser det seg også et klart krav om å forebygge slik at dette ikke kan skje på nytt.

Hva har så krisen hatt å si for norske forbrukere? Hvilket vern trenger de? Hvilke regler må til for at de på nytt skal få tillit til finanssystemet de til daglig er avhengige av? Hva nytt kan de kreve av banker og andre finansselgere?

Hva blir statens og tilsynenes rolle for å gjenreise alt som gikk tapt? Selve kollapsen i systemet har ikke medført den tyngste belastningen på norske forbrukere høsten 2008.¹ Bekymringene reises rundt konsekvensen av etterdønningene.

Hvilken forbrukerpolitikk føres i finansmarkedet?

Finanstilsynet (tidligere Kredittilsynet) kom for sent med innstrammingsiltak for kompliserte produkter i sparemarkedet. Finanstilsynet har overvåket bankenes soliditet og pengestrøm, men ikke produkttilbudet og avtalebalansen mellom bank og kunde. I Norge har det heller ikke vært tradisjon for at myndighetene blander seg inn i produktutviklingen i finansmarkedet. Regulering og tilsyn har inntrådt i form av etterfølgende markedstilsyn og dokumentasjon, i etterkant av de råd selgerne i banken har gitt. Det har ikke vært noen prøving eller godkjennelsesordning før produktene tilbys i markedet.

Dette er et klart brudd på de krav og det produktansvar man finner i andre bransjer. Antakelsen om at forbrukerne i en konkurransesituasjon mellom finansaktørene vil velge det beste tilbudet som skal tvinge frem lavere priser, forbedret kvalitet og mer variasjon, har klart feilet i sparemarkedet, hvor mangel på begrensinger førte til at aktørene utviklet nye produkter som var vanskelige å sammenligne eller å forstå oppbyggingen av.

¹ Andelen nordmenn som slet økonomisk økte i perioden juni 2007 til oktober 2008 med 10 prosentpoeng.

Forbrukerrådet har reist spørsmål om i hvilken grad en liberalisering er til forbrukernes beste, dersom produktene er så kompliserte at hverken selger og forbruker forstår dem, dvs. totalkostnad av investeringen eller risikoelementene i beregningen.

I Fokus Bank ING-saken var saksomkostningene for partene på til sammen ca 22 millioner kroner, hvorav ca 10 millioner var Fokus Banks egne saksomkostninger for å forklare sitt eget bankprodukt. Videre er nesten 1800 klagesaker satt på vent i Bankklagenemda (BKN) i påvente av dom i Oslo tingsrett i saken mellom Røeggen/Forbrukerrådet og DnB NOR om salg av lånefinansierte strukturerte spareprodukt. Det er estimert av bladet Dine Penger at totaltapet for kundene på såkalte strukturerte spareprodukter i Norge er tilnærmet 13 milliarder kroner, og i samme tidsperiode har banken levert sine beste resultat. Kundene har tatt tapet ved enten å ha investert sine sparepenger, eller finansiert kjøpet av strukturerte spareprodukter med dyre lån.

I ettertid viser en totalvurdering at manglende forbrukerorientering og manglende offentlig tilsyn nettopp har svekket egenkapitalen og eksistensgrunnlaget til flere internasjonale banker. Dette er kanskje uttalt klarest i oktober 2008 av tidligere styreleder i Federal Reserve og USAs viktigste ideolog vedrørende finansbransjens evne til selvregulering, Alan Greenspan:

”I made a mistake in presuming that the self-interest of banks, were such that they were best capable of protecting their own shareholders and their equity” – Alan Greenspan tidl Styreleder i Federal Reserve

Forbrukerrådet etterlyser et mer aktivt forbrukerorientert tilsyn i finansmarkedet innenfor en ”Twin Peaks-modell”, som er en modell som er etablert eller til konkret vurdering i en rekke europeiske land.

Det er videre en voksende bekymring for utviklingen i kredittmarkedet etter finanskrisen. Tilbudet av korttidskreditter har vært økende og unge mellom 17 til 30 år er en attraktiv kundegruppe, som lett får og som lett tar i bruk kreditt. Forbrukernes gjeldshåndtering har vært et fokusområde for myndighetene både før og under finanskrisen. Gjeldsbelastning totalt for unge i aldersgruppen 17 til 24 år var i 2009 i snitt på kr 148.200 og for aldersgruppen 25 – 34 år var gjennomsnittet kr 703.900, selv når studielån er holdt utenfor.² Gjeldsbelastningen i hele befolkningen er på 200 prosent av disponibel inntekt. Låneopptaket blant førstegangsboligkjøpere var i 2009 over 4 ganger større enn lønnsinntekten.

Barn og unge blir utsatt for mye reklame og kommersielt press. Handelen på nett er økende, og tilgangen på kreditt i markedet er, til tross for finanskrisen, økende. Stadig flere tilbyr lett tilgjengelig usikret kapital til forbrukskjøp med utsatt betaling og lett tilgjengelig kontanter til svært høy rente, opp mot 29 prosent.

Det er blitt spesielt viktig at tilbudet er i tråd med god forretningskikk, at forbrukerne skal få god og relevant informasjon og at markedsføringen av tjenester gir et riktig bilde av reelle kostnader og risiko. Endringer i Finansavtaleloven som ble vedtatt sommeren 2010 hadde til hensikt å gjøre nettopp det.

² Kilde: SSB.

Like viktig er det at det er balanse mellom tilbyder og forbruker i risikoevalueringen ved tilbudet, herunder konsekvenser ved brudd. Dersom tilgang på usikret kapital kan gjennomføres forpliktende for forbruker ved sms og e-post, bør også muligheten til dialog og løsning ved konflikt gjenspeile tilsvarende muligheter til smidigere og raskere løsning. Det er ikke hensiktsmessig at det skal løses bare med tids- og kostnadskrevende innkrevning som inkasso eller rettslig tvisteløsning.

Reklame, handel på nett og tilgang på lån og kreditt via sms og e-post medfører i større grad affekthandlinger, økt forbruk og økt sosialt press. Tilbydere bør ansvarliggjøres for konsekvensene av lettvinne tilbud og kalkuleerte produkter med høye gebyr - og rentegevinst. Ved enkelt tap kan foretakene pulverisere dette i øvrig drift, men for den enkelte forbruker kan det bety starten på et liv i langvarig gjeldsklemme.

Det er mangel på forbrukervennlige verktøy rettet mot å bevisstgjøre forbrukerne om styring av egen økonomi. Særlig gjelder det forbrukere som er på vei mot større økonomiske problemer, men der disse ikke er store nok til å kvalifisere til prioritet hos den kommunale gjeldsrådgivningstjenesten eller gjeldsordningsinstituttet for aldersgruppen 15 til 35 år.

Forbrukerrådet har erfart gjennom testing av den lovpålagte kommunale gjeldsrådgivningstjenesten i 2007 og 2009 at denne helt klart ikke fungerer i store deler av kommune-Norge. Det er grunn til å se med bekymring på fakta og mulige langtidsvirkninger av utviklingen for unge forbrukere under dagens mer usikre økonomiske utsikter, med økende gjeldsgrad, lett tilgjengelig kreditt, begrenset veiledning for gjeldshåndtering og ventetid for offentlig gjeldsrådgivning.

Det er rimelig å forvente en økning i antall unge med betalingsproblemer. For den det gjelder er det viktig å gripe tak i situasjonen så raskt som mulig. Forbedring av den kommunale gjeldsrådgivningstjenesten er et nødvendig første skritt. Et supplerende tiltak er å etablere kunnskapsbanker og lavterskelløsninger som setter unge i kontakt med sine kreditorer på internettet. Unge kjenner denne teknologien og har lav terskel for å bruke den.

7.2 Sparemarkeder som finansbransjenes akilleshæl

Det er flere kilder som viser at finansbransjens vesentligste utfordringer finnes i håndteringen av forbrukere i sparemarkedene. Finanstilsynet (nov. 08) beskriver sparemarkedet som uoversiktlig for kundene, men også for dem som selger og markedsfører spareprodukter. Finanstilsynet viser til bevisst misbruk:

”Gjennom Kredittilsynets tilsynsvirksomhet har det vært påvist tilfeller hvor foretak som driver investeringsrådgivning og formidling av spareprodukter, har ivaretatt hensynet til egen inntjening ved å anbefale spareprodukter som gir dem høy fortjeneste på bekostning av investorenes interesser.”

Bransjen har erkjent situasjonen i sparemarkedet, noe som kommer til syne i satsningen på Autorisasjonsordningen for Finansrådgivere (AFR). Det er naturlig å se på AFR som en respons på uforvarselig salg av spareprodukter. AFR har til mål å styrke kvaliteten på finansiell rådgivning gjennom en nasjonal ordning. Ved utgangen av mai 2010 hadde ordningen autorisert 1282 finansielle rådgivere. 2721 personer hadde

fullført den teoretiske delen som avsluttes med en skriftlig kunnskapsprøve, mens det totalt var 6428 innmeldte kandidater.

Få betviler at det er et reelt behov for selgeropplæring. I AFR har strykprosenten blant kandidatene til teoretisk prøve ligget på rundt 40 prosent ved første forsøk.. Forbrukerrådets etterprøving av finansiell rådgivning (2009) viste at 54 prosent av rådgivningsseansene ikke dekket kravene i MiFID. Blant annet ble det bare gjort tilfredsstillende risikobeskrivelser i hver femte rådgivningssamtale.

MiFID som direktiv bærer det grunnleggende prinsippet om at investeringsrådgivning skal skje slik at selger ivaretar kundens interesser. Dette fremstår som nært uopnåelig, all den tid provisjonsbasert salg har vært den normale konstruksjonen i sparemarkedet.

Provisjonsbasert salg, altså prinsippet om at den enkelte selger eller dennes arbeidsgiver mottar provisjon basert på hvilke produkter kunden velger, begrenser selgerens handlingsrom radikalt. I en situasjon hvor det faglig riktige ville vært å anbefale nedbetaling av lån eller gebyrfattige passivt forvaltede fond, må selgeren vurdere om egen arbeidsgiver eller han selv skal avstå fra inntekter. Av denne grunn er det riktig og viktig av Finansdepartementet å ta opp godtgjørelse for såkalte "investeringsrådgivere", slik det gjøres i brev av april 2010.

Råsalg av bl.a. lånefinansierte strukturerte spareprodukt, eiendomsplasseringer med begrensede omsetningsmuligheter og salg av spareprodukter med mangelfull informasjon har rammet den generelle tilliten til det finansielle system. Finansdepartementets initiativ for å avvikle salgsbaserte provisjoner er et grep for å gjenopprette tapt tillit, men i tillegg vil den bidra til å sikre at eksisterende og kommende politisk styrt regulering av finansaktørene når sine mål.

Politisk styrt regulering – eksemplifisert med direktivene som skal skape balansen mellom kunde og leverandør i sparemarkedet

I tiden etter finanskrisa har det vært økende behov blant de politiske institusjonene til å ta grep om finansmarkedene, som fra 1980-tallet til rundt tusenårsskiftet var blitt deregulert og, under ideologisk beskyttelse, hadde fått en stadig mer autonom karakter.

Fremdriften i norsk regulering av finansmarkedene består i dag i størst grad av implementering av EU-direktiver. Antallet EU direktiv som griper inn i finansmarkedet har vært stort i det nye årtusenet. For norske forbrukere er MiFID, UCITS4 og PRIPs spesielt viktige. De to førstnevnte er vedtatte og lar seg evaluere, mens det sistnevnte er under utarbeidelse.

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive 2007 / 2008)

MiFID ble en verdifull bestemmelse for forbrukerne ved at investeringsrådgivning defineres som en egen konsesjonspålagt tjeneste, og at den satte definerte rammer for hvordan tilbydere skal forholde seg til kunder. Det sentrale prinsippet er at selger ikke skal anbefale produkter som ikke er tilpasset kundens kompetanse og ressurser - og de skal samtidig skal være til kundens gunst. Kundens interesse, å oppnå en så god

investering som mulig, skal gå foran verdipapirforetakets interesse i høyest mulig fortjeneste. Prinsippet om at kundens interesse skal ivaretas på beste måte innebærer at det ikke skal anbefales unødvendig kompliserte og kostbare løsninger der det finnes alternative løsninger.

For å oppnå dette introduseres Egnethetstesten og Hensiktsmessighetstesten. Egnethetstesten skal avdekke om investeringsrådet er (a) i samsvar med kundens investeringsmål, (b) slik at kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen, og (c) slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen.

Hensiktsmessighetstesten skal sikre at forbrukerne blir anbefalt riktig løsning. Verdipapirforetak kan ikke anbefale kunder å investere i et finansielt instrument som det er knyttet høye kostnader til, dersom kundens investeringsmål kan oppnås ved å investere i et produkt med lavere kostnader.

Med MiFID følger klassifisering av kunder i (a) ikke-profesjonelle (b) profesjonelle og (c) kvalifiserte motparter, og klassifiseringen blir styrende for hvilke produkter som kan sies å egne seg for den enkelte kunde.

MiFID griper inn i praksisen rundt provisjonsbasert salg. Det blir regulert ved at foretaket blir pålagt å opplyse kundene om hvilke provisjoner de mottar ved salg, men det praktiseres i liten grad.

Med disse forutsetningene synes det regulatorisk å ligge til rette for at riktig produkt skal kunne nå riktig kunde, men det er god grunn for å betvile om dette faktisk skjer. Årsaken er utbredelsen av provisjonsbasert salgsmoeller som gjør at selger har motiv for å utøve råsalg.

UCITS4 (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities 2010)

UCITS 4 er, som direktiv, forbrukerbeskyttende direktiv fordi det innfører detaljerte krav til informasjon om verdipapirfond. Direktivet identifiserer definerte størrelser som skal formidles til potensielle kunder. De definerte størrelsene omtales som Key Investor information (KII). KII har til hensikt å gjøre det lettere for forbrukerne å ta stilling til konkrete produkt og sammenlikne alternative løsninger. Dette er viktig fordi investeringsmarkedet preges av at produsentene kontrollerer informasjonen om produktene, mens kundene ikke forstår produktegenskapene, samtidig som distributører tjener flere herrer enn kunden,

I forarbeidet til implementeringen av UCITS 4 direktivet i Norge er utgangspunktet at KII skal være av størrelsene

- identifisering av fondet
- kort beskrivelse av investeringsmandat
- historisk avkastning eller forventet avkastning
- kostnader
- risikoprofil, herunder "passende" veiledning og advarsler om risiko knyttet til investering i fondet

Avkastning som KII er sentralt for at kundene skal kunne gjøre seg opp en mening om produktets godhet. All den tid historisk eller forventet avkastning ikke kan garantere hvordan en plassering faktisk vil utvikle seg, er det betenkeligheter ved å gi denne informasjonen til forbrukere. Selv om de nevnte avkastningsstørrelsene bare gir indikasjoner vil de uansett være viktige, fordi det blir til hinder for oversalg av produktene.

Undersøkelser gjennomført av Forbrukerrådet³ viser at *kostnader og risiko* gjerne blir underkommunisert fra selgerens side i rådgivningssamtalene. Spareprodukter med unødvendig mange kostnadselement selges til forbrukere. I tillegg benevnes de forskjellige selskapene imellom, noe som gjør det vanskelig å sammenlikne produkter.. Det er også vesentlige mangler i måten risiko presenteres for kunder. Alt for ofte utelates det som tema, og selskapene i mellom gjør det på ulikt vis. Resultatet er at det blir vanskeligere for forbrukere å bygge opp diversifiserte porteføljer.

Løsningene ligger i at fondsprodusentene må utforme informasjon på en mer likeartet måte. Det må etableres en standardisert form for prispresentasjon, hvor antallet mulige kostnadselement begrenses til et eller to. Totalkostnader må formidles tydelig, og det skjer best med å oppgi konkrete kronebeløp. Det må utvikles standardiserte risikoskalaer og uniforme klassifiseringsmaler for spareproduktene.

UCITS 4 legger ikke opp til at KII-ene skal etterprøves av nøytral tredjepart, men at den står for fondsprodusentenes eget ansvar. Direktivet legger videre opp til at ingen skal kunne holdes sivilrettslig ansvarlig utelukkende på bakgrunn av nøkkelinformasjonen, hvis ikke informasjonen er systematisk misvisende, ufullstendig eller inkonsistent

Dette er svakheter i direktivet. Prospektkontroll i Norge utføres ikke med direkte etterprøving av oppgitte størrelser, og KII vil (passivt) videreformidle innholdet fra prospektet til dokumentet som skal inneholde all KII. Dette gjør at forbrukere ikke får den beskyttelsen som direktivet var ment å gi, samtidig som det setter press på rettsapparatet når det oppstår tvist, som igjen øker den samfunnsmessige belastning.

Et mer aktivt tilsyn av markedsatferd, informasjon og produkter slik det foreslås opprettet i USA med CFPA og i Storbritannia med CPA, og som allerede er etablert i Nederland med AFM, vil kunne stå for nødvendige direkte etterprøvingen.

7.3 Regulering og tilsynenes samfunnsfunksjon

Offentlige tilsyn skal bl.a. sikre oss trygge varer og tjenester, som mat og spareprodukter, de skal se til at konkurransen mellom de næringsdrivende fungerer og samtidig gi oss råd, tips og vink på en rekke områder. Ulike tilsyn har i løpet av de seneste årene fått en mer sentral rolle innenfor det norske politiske systemet. Årsaken er en større politisk vilje til å bruke markedet som reguleringsmekanisme.

Stadig flere markeder har blitt deregulert, og desentralisering av beslutninger har sett ut til å være et politisk mål. Krav om effektiv utnyttelse av offentlige midler vil

³ Forbrukerrådet (feb. 2009): Forbrukerrådets forslag til opprydding i sparemarkedet

også prege utviklingen på tilsynsområdet. Uten gode offentlige, uavhengige tilsyn vil tilliten til systemet minske.

Finanskrisen har til dels dekket over det faktum at flere land i forkant av krisen opplevde nasjonale skandaler. I Norge hadde vi lånefinansierte strukturerte spareprodukter og Terra-skandalen. Man brakte en alt for risikabel – og også uansvarlig - finansatferd ut til den jevne befolkningen. Det oppstod en diskusjon om selgernes faglig kompetanse om produktene, i tillegg til etiske spørsmål. Forbrukere får ikke tilstrekkelig informasjon om produktene i finansmarkedet i dag og derfor kan ikke forbrukerkompetansen bli god nok.

Forbrukerne hadde forventninger til et nytt – og komplisert produkt. De var overlatt til, ja helt avhengige av, å stole på rådene fra banken. Det førte til råsalg av spareprodukter, der sjansen for å få positiv avkastning var liten, og det var en høy andel av lånefinansiering. Når skandalen nå tas til retten, med Røeggensaken som pilotsak, har det blitt reist spørsmål om hvordan dette kunne vært unngått.

Et finanstilsyn som er aktiv i sin tilsynsgjerning demper behovet for rettslige oppgjør og detaljstyrende lovverk. Det vil bidra til et mer manøvreringsdyktig regelverk fordi man unngår tidkrevende lovprosesser som fort kan vise seg å bli irrelevant. Den samfunnsmessige gevinsten i kroner og øre med et tilsyn som er aktiv i sin tilsynsgjerning er åpenbar.

Til behandlingen i første rettsinstans av Fokus Bank ING saken, påløp de samlede saksomkostningene til ca 22 millioner kroner. De samlede kostnadene i Røeggensaken regnes å bli høye, og det finnes anslagsvis 1800 saker tilsvarende til Røeggens som ligger på vent Bankklagenemnda. Dersom alle disse sakene skal finne sin løsning i separate rettssaker, vil samfunnsbelastningen bli skyhøy og langt utover de krav som klagerne har fremstilt. Dette er utgifter som et aktivt tilsyn kunne ha spart samfunnet ved å ha avklart hva som er akseptabel markedsatferd og kundeinformasjon i forkant av produktlansering.

Finanskrisen har laget et godt klima for omlegging til et mer aktiv og fokusert tilsyn av markedsatferd, finansprodukter og informasjon. Norske forbrukere ventes å få bedre vern, i stor grad fordi EU og EU- politikerne har behov for å underlegge finansmarkedene kontroll. Dereguleringen som har preget finansmarkedene de siste tiårene har forutsatt at forbrukere sikres ved å få tilstrekkelig informasjon.

Forbrukerrådet har poengtert at tiden er inne for et nytt offentlig tilsyn som fokuserer på finansielle produkter, måten de selges på og informasjonen som følger dem. I dag ligger denne funksjonen i skjæringspunktet mellom de to myndighetsorganene Forbrukerombudet og Finanstilsynet. Forbrukerrådet selv er en interesseorganisasjon og derfor en unaturlig forvalter av funksjonen. Slike tilsyn finnes i land som kan sammenliknes med Norge. Nederland var tidlig ute med å etablere et slikt tilsyn i 2002 – da AFM ble etablert, Canada hadde allerede på det tidspunktet etablert et liknende tilsyn. Andre land som USA, Storbritannia og Tyskland er i bevegelse mot slike tilsyn.

Hensikten med disse tilsynene er å etablere et kontrollorgan som utelukkende har til hensikt å sikre forbrukerbeskyttelse i finansmarkedene. De skilles fra tilsyn av

selskapssoliditet, som i dag har vært primæraktiviteten til vårt eget Finanstilsyn. Tilsyn som gjelder soliditet integreres eller tenkes integrert i sentralbanken. Denne splitten er essensen i "Twin Peaks-modellen", som har funnet flere tilhengere i kjølvannet av Finanskrisen.

En fellesnevner for de etablerte og kommende forbrukerbeskyttende tilsynene er at de opererer eller skal operere som integrerte tilsyn. Det vil si de utfører tilsyn på tvers av de finansielle delmarkedene (Bank, Forvaltning Pensjon). Det har Norge tradisjon for, ettersom Norge var av de aller første landene som etablerte integrerte finanstilsyn.⁴

Forbrukerrådet mener det et behov for slik et forbrukerbeskyttende finanstilsyn i Norge. Det vil ha bedre forutsetninger for å fange opp og stoppe en uønsket praksis. Et slik forbrukerbeskyttende finanstilsyn ville kunne bøte på manglene i det sentrale forbrukerbeskyttende regelverket (Etterlevelse av MiFID, UCITS4 og det kommende PRIPs).

Forbrukerbeskyttende Finanstilsyn i andre land har eller tiltenkes oppgaver som følger:

- Tilsynsfunksjon for godheten i finansprodukter
- Validering av KII som produsentene fremstiller, og spesielt forventet avkastning, totalkostnader og risiko.
- Tilsyn med Investeringsrådgivningssamtalene, for å sikre at egnethetstesten og hensiktsmessighetstesten er det som faktisk avgjør hvilke råd kundene får
- Synliggjøre og etterprøve informasjon om pengestrømmene mellom produsenter og distributører av finansielle produkt
- Sikre at Forbrukerinformasjon er tilgjengelig og sannferdig, også i markedsføringsmateriell og prospekter
- Utvikle Risikoklassifisering av spareprodukt og innføre en uniform risikoskala

Ved å splitte finanstilsynet i to enheter, skilles næringsinteresser fra forbrukerinteresser og skaper fokuserte tilsynsorganisasjoner. Disse vil ha bedre forutsetninger for å etablere tillit til markedene, men også til det demokratiske systemet.

⁴ Finanstilsynet har i dag tilsyn med banker, finansieringsforetak, e-pengeforetak, forsikringsselskap, pensjonskasser, verdipapirforetak, verdipapirfondsforvaltning og markedsadferd i verdipapirmarkedet børser og andre regulerte markeder, oppgjørssentraler og verdipapirregister, eiendomsmeklingsforetak, inkassoforetak, regnskapsførere og revisorer. I tillegg har Finanstilsynet kontroll med den finansielle rapporteringen til børsnoterte foretak og med markedsatferd i verdipapirmarkedet.

Finanstilsynet er et selvstendig styringsorgan som bygger på lover og vedtak fra Stortinget, regjeringen og Finansdepartementet, og på internasjonale standarder. Gjennom tilsyn med foretak og markeder skal Finanstilsynet bidra til finansiell stabilitet og ordna markedsforhold og til at brukerne skal kunne stole på de finansielle markedene. Det er forventet at skal Finanstilsynet kunne løse problem før de oppstår. Når det gjelder hedgefond, har finanstilsynet aktivt hindret salg av slike produkter til vanlige forbrukere.

I Finanstilsynet tilstandsvurdering av egen virksomhet heter det at "På enkelte områder har det både i mediene og på annen måte framkommet større forventninger til hva Finanstilsynet kan og bør gjøre i forhold til forbrukere på finansområdet, enn det som i dag følger av lovgivning, mandat og finansiering". Dette kan tolkes som om Finanstilsynet selv ønsker et tydeligere mandat.

I sin egen forrapport som beskriver tiltak rettet mot forbrukere på finansområdet avdekker Finanstilsynet:

- At regelverket innen finansiell sektor i stor grad bygger på at finansinstitusjonene selv skal ivareta forbrukerhensyn
- At forholdet mellom privatkunder (forbrukere) og distributør er *asymmetrisk*, og at forbrukerne blir den svake parten i forholdet
- At finansområdet er lite transparent både mht. at produktene i seg selv er kompliserte og vanskelig tilgjengelige, sammenliknet med andre forbrukerområder
- At kundene ikke informeres om i hvilken grad salget styres gjennom belønningssystemer mellom produsent og distributør,
- At selgere og markedsførere av spareprodukter ikke kjenner produktene godt nok, noe som fører til at faktisk avkastningspotensial, risiko og kostnad blir dårlig kommunisert til kundene

Beslektede funn presenteres i Forbrukerrådets undersøkelse om implementeringen av MiFID (Jan 2009). Forbrukerrådet tar på seg tilsynsoppgaven med å lansere fire løsningsforslag for å sikre forbrukernes rettigheter. Disse er:

1. Kostnadene må presenteres og det må gjøres på en enklere måte, muntlig som skriftlig, fordi sparerne ikke forstår hvor mye de faktisk betaler. Både MiFID og UCITS4 har i seg elementer som er ment å dekke dette, men det synes ikke å være tilstrekkelig.
2. Salgsprospektene er utformet slik at det er vanskelig å sammenlikne ulike tilbud og produkter. Dette kan løses med standardisering, noe KII vil kunne bidra til.
3. Den skriftlige dokumentasjonen som kunder mottar, er av varierende kvalitet. I rådgivningssamtaler erfarer Forbrukerrådet at betydningen av pålagt dokumentasjon bagatelliseres.
4. Rådgivere som faktisk gir objektive og nøytrale råd må skilles fra selgere som utelukkende har til hensikt å formidle konkrete produkter. Det foreslås å beskytte tittelen "finansiell rådgiver" til rådgivere som ikke mottar salgspolisjon og som samtidig har arbeidsgivere som heller ikke mottar salgspolisjon.

Adressaten for disse tiltakene er et forbrukerbeskyttende finanstilsyn. At problemene som nevnes ikke har vært løst på et langt tidligere stadium, kan skyldes at det norske monolittiske finanstilsynet definerer sin primære oppgave til å sikre at finansinstitusjonene drives hensiktsmessig og på en betryggende måte.

Det er altså god grunn for å hevde at forbrukere har dårlige forutsetninger for å kunne treffe begrunnede og rasjonelle valg i finansmarkedene og at de finansrelaterte

direktivene ikke når sin intensjon med å gjøre det lettere å være forbruker av finansielle tjenester.

Mange har, paradoksalt nok, kommet til at man bør gjøre noe med forbrukerne for å få markedene til å fungere bedre, mens rammevilkårene for bransjen tenkes å være som i dag. Det som etterlyses er økt forbruker opplæring i finansområdet, gjerne omtalt som Financial Literacy.

Forbrukeropplæring

Opplæring innen økonomi og finans har blitt mindre utbredt i skolevesenet. Dette kan skyldes at temaet er vanskelig å presse inn i en ellers presset undervisningsplan, og vansker med å skaffe kompetent lærerkrefter som evner å følge den voksende kompleksiteten i finansfaget.

Tiltak som skal styrke voksenopplæring innen finansfaget må ta utgangspunkt i det praktiske. Det holdes seminarer og kundesamlinger i flere banker og investerings-selskap, men disse er gjennomgående relatert til salg eller merkebygging. Utfordringen med voksenopplæring innen finansfaget er at forbrukere i liten grad stiller seg tilgjengelig til opplæring. Finansfaget har begrenset evne til å engasjere.⁵ Den samfunnsmessige nytten av å igangsette større folkeopplysningsprosjekter er derfor begrenset, og antatt mindre enn nytten av å sikre transparente markeder med enklere og mer forståelige produkter.

Finansportalen som det fremste grep i forbrukeropplæringen

Forbrukerne kan i dag få enkel produktinformasjon på enkelte sider på internettet. Det finnes flere kilder til prissammenlikninger og beregningskalkulatorer på Internet er blitt relativ vanlig. Det er derimot færre som er nøytrale, og bare Finansportalen.no er ikke-kommersiell, med sammenliknbar pris- og produktinformasjon i tillegg til nyttetjenester.

Finansportalen.no er derfor et viktig bidrag voksenopplæring innen finans. Finansportalen.no ble etablert som en hjemmeside for sammenlikning av finansielle produkter kombinert med redaksjonell omtale. Hensikten var å etablere et hjelpemiddel for forbrukere til å treffe informerte og veloverveide beslutninger. Finansportalen.no har utviklet seg og legger mer vekt på å være en portal for praktisk konkrete nyttetjenester, som igangsetter av bankbytteprosessen.

Videreutbyggingen av finansportalen bør skje på to fronter. For det første bør innmeldninger til Finansportalen.no lovfestets eller fastsettes i forskrifter. For det andre bør det vurderes flere nyttetjenester, altså tjenestene hvor en aktivt går inn og forbedrer egen økonomisk situasjon.

Dernest er det etterlyst praktisk hjelpeverktøy for unge forbrukere på vei inn i en gjeldssituasjon. Finansportalen.no fremstår som en naturlig vert for en slik tjeneste.

⁵ Lisbet Berg nr. SIFO 7-2009 "Forbrukerkompetanse 2005-2009, hvor godt holder forbrukerne seg orientert på ulike markeder?"

Finansportalen, og andre steder hvor man kan sammenlikne produkter og tjenester, kan ikke alene bringe frem balanse mellom forbrukere og finansbransjen. Man trenger regulering, aktivt tilsyn og praktiske forordninger - all den tid forbrukere ikke har tilstrekkelig interesse for finansfaglige problemstillinger. Det nevnes her tre grep som har i seg nok kraft til faktisk å påvirke det asymmetriske forholdet som preger finansbransjen.

7.4 Nytt tilsynsregime bygget etter Twin Peaks-modellen

USA: Obamas Wall Street-reform

Obama-administrasjonens finansreform som ble vedtatt i senatet 21. mai 2010 er den største finansreformen i USA siden 1930-tallet.

” This crisis was caused by failures in the financial industry. What is clear is that this crisis have been avoided if Wall Street firms were more accountable, if financial dealings were more transparent, and if consumers and shareholders were given more information and authority to make decisions. But that did not happen, and that is because special interests have waged a relentless campaign to thwart even basic common – sense rules to prevent and protect consumers.” – President Barack Obama, april 2010.

Obama vil stramme inn reglene for bank – og finanssektoren for å hindre nye finanskriser. Reformen vil innføre et utvidet offentlig innsyn, blant annet for å beskytte små investorer.

” Why change is needed: The over- the – counter derivatives market has exploded – from \$ 91 trillion in 1998 to \$592 trillion in 2008. During the financial crisis, concerns about the ability of companies to make good on these contracts and lack of transparency about what risks existed caused the credit market to freeze. Investors were afraid to trade as Bear Stearns, AIG, and Lehman Brothers failed because any new transaction could expose them to more risk. Over-the-counter derivatives are supposed to be contracts that protect businesses from risks, but they became a way for traders to make enormous bets with no regulatory oversight or rules and therefore exacerbated risks. Because the derivatives market was considered to big and too interconnected to fail, taxpayers had to foot the bill for Wall Street’s bad bets” – Senator Chris Dodd, mai 2010.

Reformpakken, drevet i Senatet av den erfarne demokraten Chris Dodd, er ment å begrense de mest spekulative og risikofylte transaksjonene i finansmarkedet, hindre at finansselskaper vokser seg for store og systemtruende, samt styrke forbrukernes rettigheter ved å innføre et produktansvar for finansindustrien.

Den folkelige irritasjonen over amerikansk finansnæring, omtalt som ”Wall Street”, har på meningsmålingene i USA utgjort en klar politisk utfordring på begge sider i amerikansk politikk.

” The failures that led to this crisis require bold actions in restoring American financial stability to create a sound economic foundation to grow jobs, protect consumers, rein in Wall Street, end of’ to big to fail” and prevent another financial crisis” – Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Chairman Chris Dodd, mai 2010.

Et forbrukerbeskyttende finanstilsyn i CFPA (Consumer Financial Protection Agency)

Sentralt i reformen er etableringen av et eget uavhengig forbrukertilsyn med autoritet tilsvarende Federal Reserve, som svarer til Kongressen.

”CFPA will have only one mission – to protect consumers – and have the authority and accountability to make sure that consumer-protection regulations are written fairly and enforced vigorously. Consumer protection will have an independent seat at the table in our financial regulatory system.” – USAs finansminister Timothy Geithner, juni 2009.

I dag er finansmarkedet i USA overvåket av 7 forskjellige føderale byrå, mens reformen vil etablere et overordnet byrå med Forbrukerbeskyttende tilsynet som et likestilt organ, en ”twin peaks” modell.

”We need an agency that is independent, with the sole job of protecting consumers”. – Senator Chris Dodd, Mai 2010.

Amerikanske myndigheter bruker 15 ganger mer penger på å overvåke transaksjoner mellom kunde og finansieringsbankene, enn for kredittkortselskap, bilfinansieringsselskap og inkassovirksomhet. Målet med CFPA er å kunne gi amerikanske forbrukere beskyttelse i hele finansmarkedet, men ikke begrenset til lån og kreditt. Forbrukernes beskyttelse ligger i hovedsak i retts- og domstolssystemet, med etterfølgende regulering av markedet. Forbrukertilsynet er ment å skulle ha en forebyggende og korrigerende rolle ved innsyn og godkjenning av finansieringsvilkår og produkter før de når markedet.

Ulike felt som vil ha særlig fokus på avtalebalansen med forbrukerne i reformen:

- Spare- og investeringsprodukter
- Boliglånsbetingelser – og vilkår
- Kredittkort betingelser – og vilkår
- Bilfinansieringsbetingelser – og vilkår
- Låne, kreditt- og overtrekksrenter i forbrukerforhold
- Inkassobyråenes innkrevningsbetingelser, rentefastsettelse og øvrige avtalevilkår

”The agency will be able to combat abusive and predatory practices that harm consumers, helping families avoid hidden fees. The new agency will promote consumer financial education and financial literacy, ...educate and empower consumers to avoid unfair practices and make smarter financial choices”
– Senator Chris Dodd, Mai 2010.

Storbritannia: De konservatives bebudede finansreform

Med Obamas finansreform skjer det to prosesser samtidig. For det første integrerer man flere ulike tilsyn i ett, dernest spesialiseres all forbrukerbeskyttende tilsynsvirksomhet. Tilsvarende tanker er også gjort i Storbritannia.

I Storbritannia har man siden 1997 hatt ett integrert tilsyn i Financial Services Authority (FSA).⁶ FSA ble etablert som et integrert tilsynsorgan med basis i ni tidligere tilsynsorganisasjoner, inkludert et større antall medarbeidere fra Bank of England. FSA fikk fra starten over 2000 ansatte, og hadde i 2009 over 2500 medarbeidere fordelt på London og Edinburgh. I FSA er den forbrukerrettede virksomheten integrert i det ordinære tilsynsarbeidet, bl.a. ved at det er en egen Retail Markets avdeling, som utgjør en av tre organisatoriske hovedavdelinger (de øvrige er Wholesale & Institutional Markets og Operations).

Forut for parlamentsvalget i 2009 lanserte Det konservative partiet "Plan for Sound Banking" (2009). Nåværende finansminister og daværende skyggefinansminister George Osborne MP foreslår i denne planen å avvikle FSA i en såkalt "Twin Peaks"-modell.

Twin Peaks modellen innebærer at ansvaret for forbrukerrelaterte saker, som produktsalg og markedsadferd, hos finansinstitusjonene skilles ut fra selve soliditetstilsyn. De funksjonene som FSA har utøvd for å sikre finansinstitusjonenes soliditet foreslås overflørt til Bank of England. Den øvrige delen av virksomheten i FSA foreslås omstøpt til et nytt og slagkraftig Consumer Protection Agency (CPA), ikke ulikt forslaget som ble vedtatt i USA.

Ambisjonene for den delen av tilsynet som forholder seg til forbrukerforhold er:

"We need fundamental reform to align our regulatory system. We will abolish the FSA. We will create a strong and powerful Bank of England. We will create a powerful new CPA. The CPA will take a much tougher approach to consumer protection. It will be a far more consumer-orientated, transparent and focused body than the FSA. We will ensure that the CPA names and shames firms which break the rules. This will act as an incentive for firms to improve their behaviour. We will force banks to be more transparent about their retail consumer charges." – George Osborne MP Policy White Paper: "Plan for Sound Banking" juni 2009

Tilsvarende reformasjoner og politiske målsetninger tar også nå form i Tyskland. Spesielt for Tyskland er at initiativtaker var sentralbanksjefen Axel Weber. Han foreslår avvikling av BaFin, overføring av soliditetstilsynet til Deutsche Bundesbank, og etterlater markedsadferdstilsynet til forbrukerbeskyttende tiltak. Weber har høstet full støtte fra styret i Deutsche Bundesbank, i tillegg til støtte fra bransjeforeningene.

Mens USA, Storbritannia og Tyskland er i bevegelse mot et eget tilsynsorgan for beskyttelse av forbrukere i finansmarkedene, har for eksempel Canada siden 2001 hatt et slikt organ. Financial Consumer Agency of Canada (FCAC) er et uavhengig organ som utøver forbrukerbeskyttelse og forbrukeropplæring.

FCAC er organisert under det Canadiske finansdepartementet. Det har 5 virksomhetsområder; a) tilsyn med finansinstitusjonenes etterlevelse av forbrukerlover, b) pådriver for at finansinstitusjonene adopterer forbrukerbeskyttelse c) overvåking av

⁶ Parallelt ble fem forskjellige klage- /ombudsordninger slått sammen til The Financial Ombudsmann, som fungerer en samlet klagenemnd for finansbransjen.

frivillige bransjeavtaler d) å utvikle bevissthet om finansinstitusjonenes forbrukerrelaterte forpliktelser og e) å være pådriver i forbrukeropplæringen knyttet til finans.

Nederland og andre land som allerede har Twin Peaks-modellen

Twin Peaks-modellen – som innebærer en separasjon mellom soliditetstilsyn og tilsyn med daglig markedsatferd - har vært operativ i Nederland siden 2002. Mange har pekt på den nederlandske modellen, hvor tilsynet med bransjeaktørens soliditet blir skilt ut fra markedsatferd- og dermed mer forbrukerbeskyttende oppgaver - er den beste organiseringen av finanstilsyn tilsyn.

Det nederlandske AFM (Authority for the Financial Markets) har vært operativ siden mars 2002. AFM har tilsynsoppgaver i flere finansielle markeder: Investeringer, lån og sparing og Forsikring. Tilsynsoppgavene som AFM utfører knytter seg til markedsatferd ("conduct of business"). Deres funksjon er å tilse at aktørene i de finansielle markedene etterlever krav og tilbyr riktig informasjon. Soliditetstilsyn og finansiell stabilitet er overlatt til sentralbanken, De Nederlandsche Bank.

Dette er altså modellen som de Konservative i Storbritannia ønsker å kopiere. Ikke overraskende mener AFM selv at Twin Peaks modellen er overlegen modellen med ett integrert finanstilsyn, som vi har i Norge. Begrunnelsen er ifølge styreformann Hans Hoogervorst:

"To be effective, a regulator should have a clear, focused sense of purpose. He should never be in a position where he is tempted to sacrifice the goal of transparency to prudential concerns or vice versa" – På International Organisation of Securities Commissions conference. okt 2009.

Denne argumentasjonen finner støtte også utenfor AFM. Da den såkalte G30 – gruppens "Report on the Structure of Financial Supervision" ble lansert høsten 2008, ble den Nederlandske og den Australske tilsynsmodellen trukket frem som de bedre og mest effektive. Disse landenes Twin Peak baserte tilsynsmodell blir omtalt som "the optimal means of ensuring issues of transparency, market integrity, and consumer protection receive sufficient priority". Australia har også skilt tilsyn med soliditet og finansiell stabilitet fra markedsatferd.

Twin Peaks-modell i Norge for å styrke forbrukerbeskyttelse og rendyrke tilsyn

I Norge har det vært begrenset debatt om tilsynsmodellen i finansmarkedet. Stoltenberg II-regjeringen har tatt til orde for ett integrert og styrket Finanstilsyn. I politisk plattform for flertallsregjeringen heter det at:

"Regjeringen legger vekt på å ha helhetlige reguleringer av finansmarkedet og å sikre et sterkt kredittilsyn med myndighet og kapasitet til å overvåke hele finanssektoren.

Gjennom regulering av kundenes rettigheter, krav til informasjon og til ulike finansprodukter skal det legges til rette for rettferdig konkurranse som ivaretar hensynet til lånekundene og de som vil plassere sparepenger."

Finanstilsynet har utøvd direkte inngripen for å beskytte forbrukere, bl.a. ved å forhindre salg av Hedgefond og ved å inndra konsesjonen til tre rådgivningsselskap.

Finanstilsynet har også hatt en aktiv rolle i opprettelsen av Finansportalen.no, som kan sees på som et forbrukerbeskyttende tiltak, ved den bidrar til å utjevne den asymmetriske informasjonen som preger finansmarkedene.

Finanstilsynet analyserer sin egen rolle i forbrukerbeskyttelse til å være av indirekte karakter. Videre ser ikke Finanstilsynet det som sin oppgave å utøve direkte produktkontroll. Dette kommer frem forprosjektrapporten ”Kredittilsynets bidrag til forbrukerbeskyttelse og – informasjon”:

”Ivaretagelsen av forbrukernes interesser gjennom løpende tilsyn er følgelig for en stor del indirekte, men i noen tilfeller også direkte gjennom oppfølging av konkrete bestemmelser.”

– Kredittilsynet, ”Kredittilsynets bidrag til forbrukerbeskyttelse og -informasjon” mai 2009 (s. 3)

Finanstilsynet har måttet tåle kritikk for ikke å prioritere forbrukerperspektivet tilstrekkelig og for å ha tatt forbrukerbeskyttende grep for sent. Kritikken har vært tydelig i forbindelse med råsalg av lånefinansierte strukturerte spareprodukt og salg av eiendomsinvesteringer. Et aktivt tilsyn ville innebære at disse produktene ble vurdert i forhold til god forretningsskikk i forkant av lansering.. Og ikke i etterkant, når klagene og krisestemningen kommer. Aktivt tilsyn kjennetegnes av forebygging i stedet for brannslukking.

Et tilsyn som både skal sikre finansinstitusjonenes soliditet og sikre forbrukerbeskyttelse, og som utfordrer inntjeningen i de samme institusjonene, blir nødvendigvis utsatt for motstridende interesser.

Forbrukerrådet har i sitt høringssvar (aug. 2009) til ”Kredittilsynets bidrag til forbrukerbeskyttelse og – informasjon” etterlyst et tilsyn tilsvarende AFM i Nederland, og som er under utforming med CFPB i USA, CPA i Storbritannia og i Tyskland. Høringssvaret vektlegger produkttilsyn innenfor hele spekteret av spareprodukter, og presiserer at tilsynet bør gjelde i kredittmarkedet. Det utelukkes ikke at tilsynet også skal gjelde forsikringsprodukter. Dette representerer ikke et brudd med integrerte tilsynsorgan, slik regjeringen har nedfelt i sin politiske plattform.

Forbrukerrådet argumenterer for at det forbrukerrettede tilsynet bør ligge utenfor dagens Finanstilsyn (som etter Rådets syn skal spesialisere seg på soliditetstilsyn). Det representerer derimot et brudd på den monolittiske modellen.

7.5 Forbud mot salgsbasert avlønning for å sikre bedre rådgivning til kunder

Bindinger mellom produktmiljøene og salgsmiljøene gir et dårlig klima for forbrukerbeskyttelse. I MiFID blir dette forsøkt løst ved at egnethetstest, hensiktsmessighetstest og kundekategorisering skal avgjøre hvilke produkter som anbefales kundene. Men prinsippet om provisjonsbasert salg gjør at selgere har sterke incitament til å anbefale de produktene som er mest fordelaktig for selgeren selv eller selgerens arbeidsgiver.

Det vil være økonomisk ufordelaktig for en selger å anbefale kunden ikke-investeringer som banksparing eller nedbetaling av lån, og også lavkostnadsprodukter som passivt forvaltede fond. Finansdepartementet tok i april 2010 et viktig initiativ for å avskaffe provisjonsbasert avlønning av finansielle rådgivere. Tilsvarende initiativ er tatt

i Storbritannia og Danmark. Lene Espersen som er økonomi- og erhvervsminister og visestatsminister i Danmark uttalte allerede høsten 2009 at hun:

”Ikke afvisende over for et forslag om at forbyde banker at modtage provision for at sælge produkter”
– Lene Espersen (Det Konservative Folkeparti), sept 2009

Finansdepartementet tar utgangspunkt i at en investeringsrådgiver, som fysisk person ansatt i et rådgivningsforetak, ikke skal ha en avlønning direkte avhengig av kundens investeringer (salgsbasert avlønning). I seg selv vil dette kunne dempe motivasjonen for den enkelt ansatte til å utøve råsalg.

Det vil derimot ikke være til hinder for at distribusjonsforetaket, altså arbeidsgiveren, får honorarer fra produktutviklerne, avhengig av solgt volum. Arbeidsgiver vil ha motivasjon til å stimulere sine ansatte til å fremme konkrete produkter, og belønne de ansatte i etterkant, etter prinsippet om resultatbasert avlønning eller annen form for premiering eller belønning.

For å unngå at forbrukerne blir den lidende part, er det relevant å treffe tiltak som synliggjør hvilke provisjonsstrømmer som går mellom distribusjonsforetakene og produktprodusentene. I brevet fra Finansdepartementet i april 2010 tenkes dette løst med skjerpede krav til rapportering av hvilke vederlag distribusjonsforetaket mottar fra andre enn kundene. Det er vanskelig å se hvilken effekt rapporteringskravet kan ha for enkeltforbrukere når de skal velge mellom ulike rådgivere og ulike løsningsforslag.

Det er ikke utenkelig at forbrukere ville reagere negativt, hvis de blir kjent med at distribusjonsforetaket mottar betydelige vederlag fra produktprodusentene, men det er lite trolig at mange forbrukere vil kontrollere vederlagenes størrelse. Av den grunn kan det være hensiktsmessig å regulere tittelbruk, fordi det er en indikator som er langt enklere å identifisere.

Bruk av titler som virkemiddel for å sette forbrukerne i beredskap

For å etablere et mer gjennomslagskraftig marked for verdipapirfond og spareprodukter, lanserte Finansdepartementet allerede i 2008 et forslag om regulering av tittelbruk blant selgere av spareprodukter. Diskusjonen om tittelbruk er tilbakevendende.

Utgangspunktet har semantisk, ved at diskusjonen har vært knyttet til innholdet av titlene ”rådgivere” og ”selgere”. Den nøytrale tittelen investerings- eller finansrådgiver gir assosiasjon til en uavhengighet, frihet og nøytralitet i rådgivningen som i liten grad har vært tilfelle ved produktsalg over disk innenfor bank og finans. Praksis blant rådgiverne har hittil vært at rådgiverens avlønning er avhengig av de provisjonsinntektene hans rådgivning genererer for arbeidsgiver eller samarbeidspartnere. Det har derfor blitt argumentert for et pålegg om bruk av tittelen selger til dem som råd gir kunder innen sparing.

En annen del av diskusjonen har handlet om forutsetningene for å kunne kalle seg rådgiver. Forbrukerrådet har argumentert for en pålagt bruk av tittelen *selger* når den enkelte ansatte eller dennes arbeidsgiver mottar godtgjørelse fra produsentene av produktet. Begrepet rådgivning og tittelen *rådgiver* er ment til bruk for ansatte i

distribusjonsforetak som tar seg betalt for selve rådgivningen, direkte av kunden og uten provisjonsbaserte lønnsystemer.

En ytterligere betingelse må være at distributøren tilbyr et bredt spekter av produktene i markedet, og fra flere produsenter. Først når en slik bredde er sikret, kan rådgiveren gi reell rådgivning og forbrukeren treffe reelle valg.

En differensiert bruk av titler tillater og tydeliggjør for kundene hvilke motiver som ligger til grunn for anbefalingene som blir gitt. Når man bruker tittelen selger, vil kundene få et forvarsel om og også realistiske forventinger til den som utfører rådgivningen.

7.6 Finanskrise, betalingsproblem, gjeldskrise

Det er et mål i forbrukerpolitikken å bidra til et etisk og bærekraftig forbruksmønster gjennom informasjon, kunnskapsformidling og holdningsarbeid. Et endret forbruksmønster vil kreve endringer i holdninger og adferd, så vel som i teknologiske løsninger og økonomisk politikk. Som et skritt mot målet bør gevinsten av forenklete løsninger og muligheten for å pulverisere tap gjenspeile tilsvarende forenklinger for forbruker.

Forbruksmønster og forbruksnivå påvirkes av muligheter for tilgang på kapital, foruten lettvinnt finansiering av varer og tjenester. Når gevinsten av et produkt er stor og risikoen for selskapet liten, bør tilbudet balanseres også når forbrukeren bryter avtalen. En mulighet for gjeldsmegling før inkasso og tvangsinnfordring vil være en ansvarliggjøring. Og det vil gi bransjen oversikt over hva som fungerer dårlig og innblikk i konsekvensene av egen saksbehandling og salgsmetoder. Dette før følgene blir fatale for forbruker.

Det er et godt prinsipp at den enkelte bransje selv bør ta ansvar for å løse tvister som oppstår med egne kunder. Man har vært ubalansert i styrke og konsekvens mellom tilbyder og forbruker fordi det ikke har vært kredittvurdering og kundekartlegging i finansieringsinstitusjonene som i ordinære sikkerhetsfinansierte lån. Dette ble endret i ny Finansavtale lov sommeren 2010.

Vi har likevel rukket å få en markant økning i gjeld og betalingsanmerkninger blant unge i aldersgruppen 17 til 35 år. Inkasso blant unge mellom 18 – 25 år anslås å ha steget ca. 60 prosent i gjennomsnitt fra 2007 til 2009 hos de største inkassobyråene. Hos Lindorff er økningen i gruppen 50,6 prosent fra 2007 til 2009. Kreditor har en økning for samme aldersgruppe i samme periode vært på hele 64,4 prosent. I aldersgruppen mellom 25 - 29 år har disse negative anmerkninger på til sammen 1 mrd⁷. Den samme gruppen er særlig utsatt ved nedgang i boligverdien/-prisen, kombinert med høyere rente, utsikter for lavere lønnsvekst og/eller høyere arbeidsledighet. Ungdomsledigheten er økende, og var i mars 2010 på høye 35,5 % fulltidsledige under 30 år.⁸

Ifølge Finanstilsynet er det blant de unge lånetakerne en særlig høy belåningsgrad ved kjøp av bolig. Ved kjøp av bolig i 2009 lånte 25 prosent av lånekundene under

⁷ Kilde: Experian

⁸ Kilde: NAV. Ungdom på ulike tiltak eller i deltidsarbeid er ikke inkludert, da disse ikke faller inn under begrepet fulltidsledig i NAV

35 år mer enn 100 prosent av boligverdien. Bare halvparten av slike lån hadde tilleggssikkerhet av betydning, slik at samlet sikkerhet oversteg lånet.

For den gjennomsnittlige forbruker utgjør investering i egen bolig først og fremst muligheten for å bygge seg opp en kapitalverdi eller sparing, og derav bygge opp en formuesverdi. Boligprisveksten fra 1993 frem til 2008 har vært på ca 375 prosent⁹ mens reallønnsveksten har vært langt lavere.¹⁰

Gjeldsbelastningen i hele befolkningen er på 200 prosent av disponibel inntekt. Låneopptaket blant førstegangsboligkjøpere var i 2009 over 400 prosent større enn lønnsinntekten¹¹.

Det er altså grunn til å anta at flere unge vil komme i en gjeldsskvis, men for mange er ikke problemene store nok til å kvalifisere til prioritet hos den kommunale gjeldsrådgivningstjenesten eller gjeldsordningsinstituttet. Forbrukerrådet har gjennom testing av den lovpålagte kommunale gjeldsrådgivningstjenesten i 2007 til 2009 erfart at denne helt klart ikke fungerer i store deler av kommune-Norge. Forbrukerrådet ser bekymringsfullt på fakta og mulige langtidsvirkninger av utviklingen for unge forbrukere under dagens mer usikre økonomiske utsikter, med økende gjeldsgrad, lett tilgjengelig kreditt, begrenset veiledning for gjeldshåndtering og ventetid før offentlig gjeldsrådgivning.

Det finnes ikke noe verksted for betalingsproblemer og tiltagende gjeldsproblemer. Det burde det ha gjort og det burde være tilgjengelig på internettet. Et internettbasert kompetansesenter, hvor forbrukere i tillegg har verktøy til å igangsette dialog og forhandlinger med kreditorer, gir en plattform for selvhjelp før gjeldsbyrden blir så stor at alternativet er innpass i ressurskrevende tvangsinnfordring, inkasso eller gjeldsordningsbehandling.

Med et internettbasert kompetansesenter får forbrukere, som ikke har annen relevant bistand, hjelp til selvhjelp. Et internettbasert kompetansesenter vil kunne benyttes av alle, forbrukere, såvel som offentlige eller private gjeldsrådgivere. En slik tjeneste kan få sin oppstart i regi av Forbrukerrådet. Forbrukerrådets kompetanse med internettportaler kombinert med erfaringene fra for eksempel Storbritannia og Consumer Credit Counseling Service som har vært i drift siden 1993, ville gitt relevant bistand.

Forbrukerrådet frykter at en fortsatt utvikling av dagens situasjon vil skape fremtidige langtidsvirkninger for en hel generasjon.

⁹ Kilde SSB.

¹⁰ Lønnsveksten har i snitt i perioden 1997 til 2007 vært på ca 55 %. Kilde E24

¹¹ Kilde Finanstilsynet. Boliglånsundersøkelsen