

# Finanskrise, ledelse – og økonomiens svingninger



Erling Røed Larsen,

seniorforsker, *Statistisk sentralbyrå*

Foredrag, *Arena Female Future 2009*, 10.  
desember 2009

# Dagens tekst

- Finanskrisens årsaker
- Leders og styrers rolle
  - Ledelse gjennom svingninger
  - Folk responderer på incentiver
- Korte blikk framover på morgendagens økonomi



# Lehman Brothers kun utløsende faktor

- Konkurs 15. september 2008
- Største konkurs i USAs historie
- *Reserve Primary Fund* måtte "break the buck"
- Andre gang i historien
- Pengemarkedet frøs til is
- Verdens finansielle system stoppet
- Noen mener: Intet problem om Lehman hadde blitt reddet



# Hovedfaktor 1: Kina plasserer sin sparing i USA

- Per 2008: Kina har overskudd på driftsregnskapet på \$ 372 000 000 000
- Hvorfor ikke hente dem hjem?
- Asiakrisen 1997
- Lærdom: Ha enorme lagre med valuta
- Har plassert enorme beløp i utlandet; i amerikanske statsobligasjoner
- Kurs opp, rente ned
- Am. 30-årsfastrente ble historisk lav
- To effekter:
  - A. Billig å finansiere boligkjøp
  - B. Rentekurven blir flatere

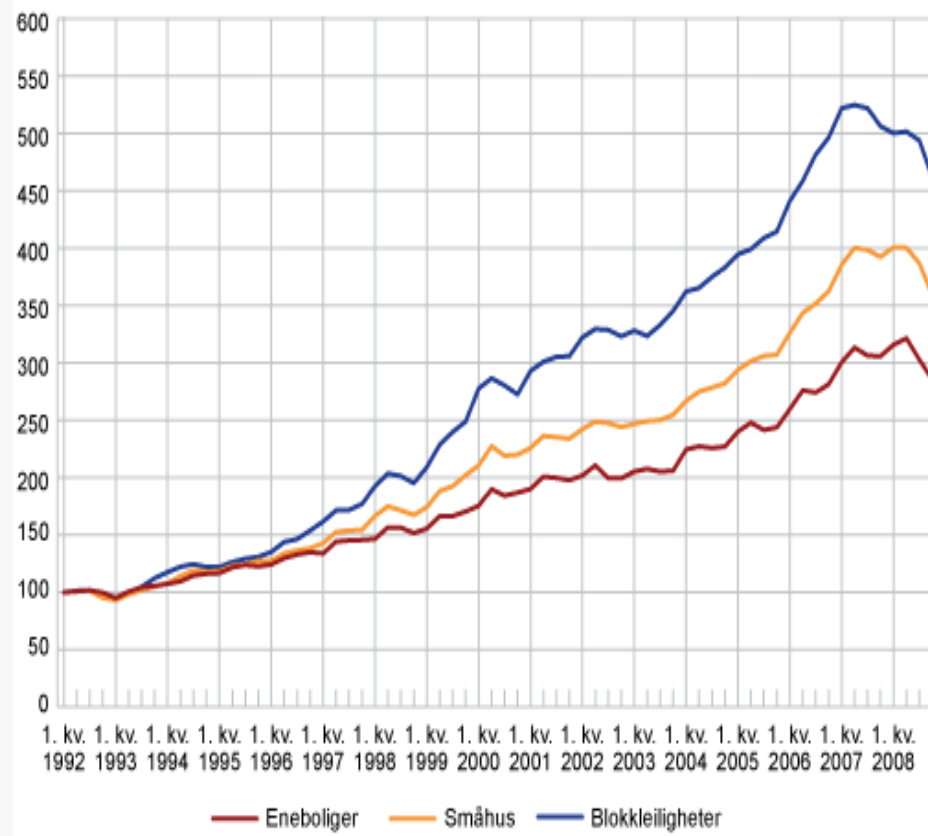


中国

## Hovedfaktor 2: Boligboble

- Eksplosjon i boligpriser
- Håp om kapitalgevinst
- Hvis kun konsum av boligtenester er ønsket → kan leie
- Skattefavorisering
- Lave renter og myopiske låntakere
  - Bankledelse
  - Styrene
  - Individuelt ansatte

Boligprisindeksen, etter boligtype. 1. kvartal 1992-4. kvartal 2008.  
1. kvartal 1992=100



# Nøkkelen i USA: non-recourse loans vs mortgage-backed securities

- Non-recourse loans
  - Er ikke personlig, men knyttet til pantet
- Negativ egenkapital → kan forlate boligen
  - Pant og gjeld overtas av banken
- ”Jingle mail”
- Fattig husholdning: incentiv til å kjøpe
- Bankene hadde ”toxic debt”
- Ingen kunne prise MBS
- Banker tør ikke låne til banker



# Hovedfaktor 3: Svært ekspansiv finans

Finans er gunstig og velferdsskapende:

- En bonde ønsker å forsikre seg mot lave kornpriser
- En baker ønsker å forsikre seg mot høye kornpriser
- Disse kan møtes og låse inn priser
- Verdipapirer kan generalisere prosess
  - Kapitalallokering
  - Risikospredning
  - Billigere lån fordi flere långivere
- MEN: Åpner for spekulative posisjoner
- Ratingbyråer har incentiv til å gi god gradering
- Intransparens, risikokonsentrasjon
- Finansledere: egennytte vs firma



## Hovedfaktor 4: Svært ekspansiv pengepolitikk under inflasjonsmålstyring

- Sentralbanklederne har også individuelle gevinst-tap matrisser
- Greenspan senket korte renten etter avveininger om renommè
- Alle andre land måtte følge Greenspan
- For å forhindre for stor rentedifferens → appresiering → svekket konkurransevne
- Men også andre land ga altfor mye gass
- Norges realrenter langt under nøytrale realrenter (2.5-3.5%) – selv i 2006!



# Professor Taylor: Rente altfor lav altfor lenge

- Taylorregel tar hensyn til inflasjon og aktivitetsnivå
- Meget berømt og utbredt formel
- Avvik innebar massiv pengestimulans



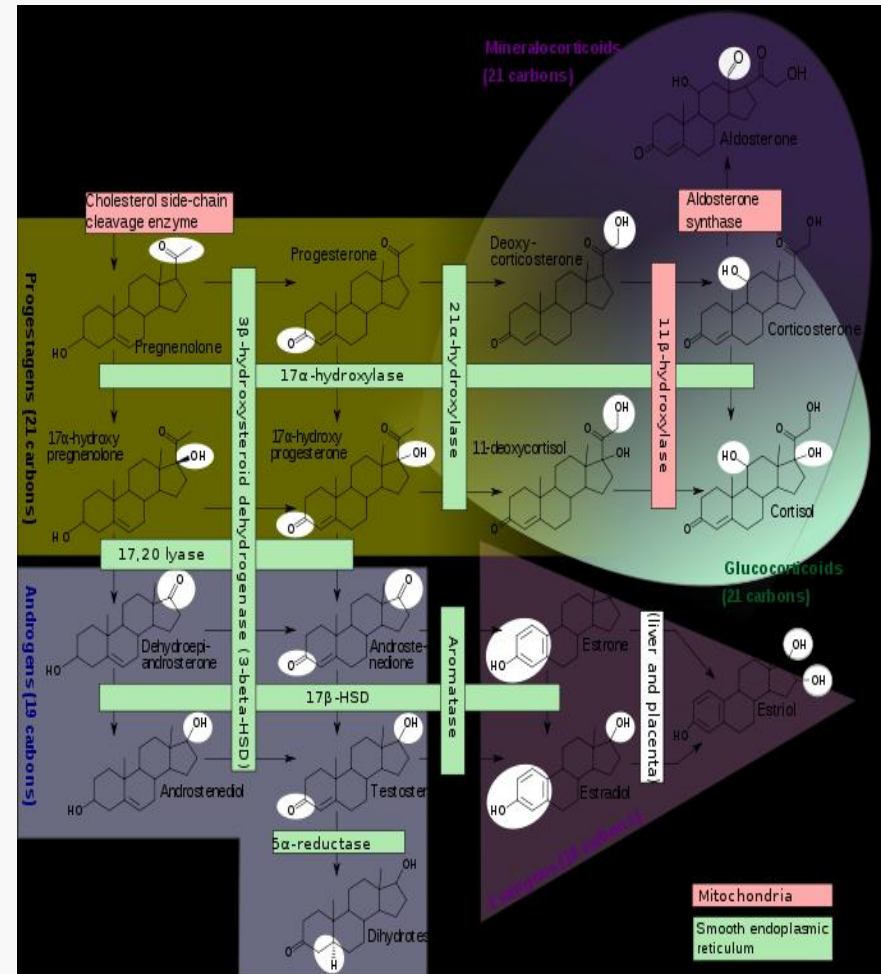
# Hovedfaktor 5: Kredittveksten gikk til himmels

- Pengemultiplikator
  - Forholdet mellom M0 (“papirpenger”) og M2 (“kontopenger”)
- Banker kan skape *kontopenger*
- Nils plasserer 100 000
- Bank tar imot og gir lån til Ola
- Ola får 90 000 inn på sin nye konto
- Plutselig har 100 000 blitt til 190 000 på konto
- Økt kontopengemengde innebærer økt potensiell kjøpekraft
- Pengemultiplikator er prosyklisk
- Bankledelse uhyre samfunnsviktig



# Sideblikk: Testosteron + trading = risikovillighet

- *Financial Times* 24. nov. 2009: Ny forskning om testosteron og trading
- Klar sammenheng: Økt testosteronnivå → økt risikovillighet
- John Coates, neuroscience and finance, Cambridge University



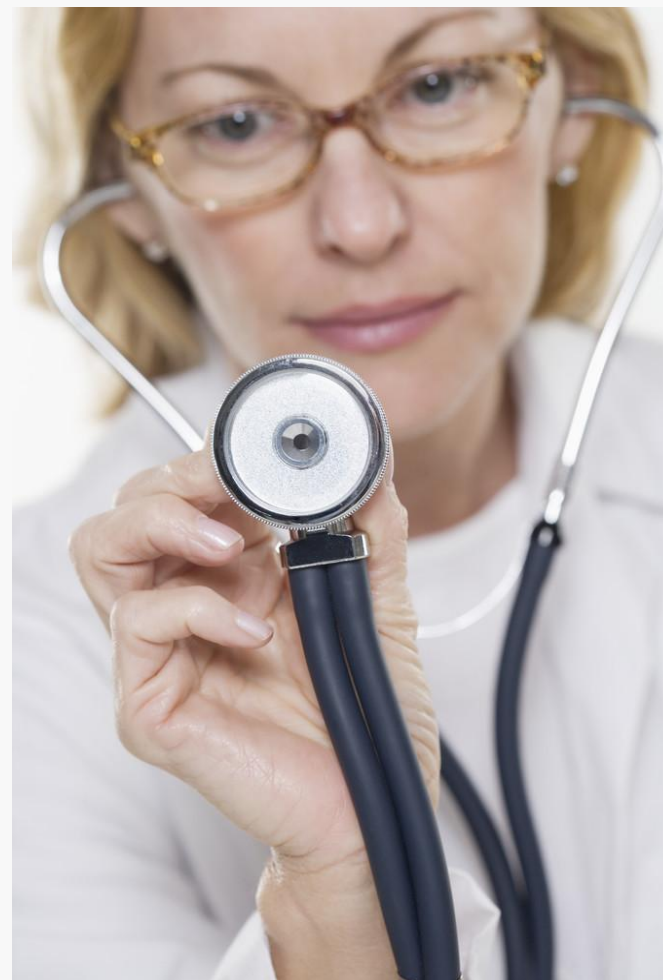
# Framtidsperspektiver og hva har vi lært

- *Nedgiring* både en del av *problemet* og en del av *løsningen*
- Deflasjon/disinflasjon først, så inflasjon
- Reallokering av ressurser
- Formuesomfordeling
- Reregulering
  - Valutalån
  - Giring
  - Reservekrav
  - Ledelsesinnretninger og styrer
  - Løsning: Medeierskap?
- Restrukturering av verdensøkonomien
  - Store ubalanser eksport/import påvirker viktige priser



# Kvantitativ lettelse og aggressiv pengepolitikk

- Lave renter var ikke tilpasset den økonomiske situasjonen
- For lave for lenge (2003-2005)
- Feiltolking av lav inflasjon
  - Kinainport undervurdert
  - Boligpriser undervurdert
- Verdensøkonomien i respirator
- Trengte lave renter og ”kvantitativ lettelse”
  - Sentralbanken trykker penger og kjøper aktiva
- Vær varsom: Inflasjon kan komme



# Instrumenter for å begrense inflasjon: exit strategy

- 1. Selge verdipapirer på sentralbankbalansen tilbake til publikum -> inndrar M0
  - 2. Heve renten på reserver (USA etterlikner Norges foliorenteoperasjoner)
  - 3. Regler for innskuddsdekning og reservekrav → begrense M2
  - 4. Ikke fornye korte lån
  - 5. La korte obligasjoner løpe ut til maturity
  - 6. Reverse repo (Fed selger verdipapirer og kjøper tilbake senere)
- 
- MEN:
  - Harvard-professor Feldstein advarer
  - Stanford-professor Taylor roper varsku



# Hvordan rammes Norge?

- Sverige rammes ekstremt hardt
- Voldsom arbeidsledighetsøkning
- Problem: Produksjonsprofil for lik Asias
- Uheldig å lage biler og mobiltelefoner
  
- Norge eksporterer det emerging economies trenger
- Gunstig eksportprofil
- Men tre- og metallindustri i trøbbel
- Ekstremt sterk buffer i oljefondet og gjeldsfrie myndigheter
- Vanskelighet i at boligkjøp finansieres med flytende rente
- Norge vil neppe oppleve ledighetsrate over nivået på forrige bankkrise
- Men: Ny boligboble?



# Økonomiske konjunkturer vil vi alltid ha

- To skoler innen makroøkonomisk tenkning
  - Real Business Cycles
  - Nykeynesiansisme
- "The Great Moderation" 1987-2007 varte ikke evig
- Konjunkturer kjenner vi helt fra Bibelske tider
- Det beste vi kan klare er å dempe virkningene og redusere lengden av kriser



# Oppsummering

- Finanskrisens 5 hovedårsaker blir adressert – i ulik grad...
- Noen problemer ekstremt vanskelige å løse
  - Moralsk hasard: Too big to fail
  - Riktig ledelsesinnretning: Uhyre viktig
- Vendepunkt kan være utflatningspunkt
- Vær varsom: \$ carry trade og høy fart i Kina
- Aktører fokuserer på "Exit Strategy"
  - Inflasjonen kan og trolig vil kontrolleres
  - Men: Timing og dosering viktig
  - Kina vil motsette seg inflasjon i USA
- Norge slipper unna med mild krise

