

KAPITALISMEN ETTER FINANSKRISEN

Ikke uventet har finanskrisen og den påfølgende globale resesjonen ført til en opphetet debatt om dagens rådende økonomiske system. I de dramatiske dagene etter konkursen til investeringsbanken Lehman Brothers i september 2008, kunne man høre spådommer om at markedsliberalismens tid var omme. Den franske presidenten Nicolas Sarkozy var blant markedets mest høylytte kritikere og spådde den frie kapitalismens død.¹ Den ellers så markedsvennlige amerikanske rettsteoretikeren Richard Posner karakteriserte krisen som en svikt i det kapitalistiske systemet.² Her hjemme har investor Øystein Spetalen levert en omfattende kritikk av vår tids økonomiske system. Han mener dagens form for kapitalisme er usunn, og at vi trenger et nytt finansielt system.³

Krisen har avdekket alvorlige mangler ved dagens økonomiske system, men påstandene til Sarkozy, Posner, Spetalen og uttallige andre kommentatorer leder oss til et mer grunnleggende spørsmål: Hva slags kapitalisme? Med andre ord, hva slags kapitalisme var det som ledet opp til krisen, og hva slags kapitalisme ser vi for oss etter krisen?

Dette er neppe et rent akademisk spørsmål. Det er nødvendig å identifisere hvilke brister i det økonomiske systemet som ledet til finanskrisen for å kunne finne fram til reformer som kan redusere sannsynligheten for lignende kriser i framtiden. Det er med andre ord nødvendig å stille en diagnose på dagens kapitalisme for eventuelt å komme fram til hvilken form for system som vil bringe en større grad av stabilitet og bærekraft.

Kapitalisme kan synes som et forvirrende begrep, fordi det gis ulikt innhold av ulike tenkere og politiske kommentatorer. Den østerrikske økonomen og samfunnsfilosofen Friedrich Hayek mente begrepet var så ullent og misvisende at det burde forkastes helt. Et problem er at det gir assosiasjoner til et økonomisk system som beriker kapitaleierne på bekostning av resten av befolkningen. Dette er neppe tilfeldig. Begrepet ble opprinnelig skapt og benyttet av kapitalismens fremste kritikere—økonomiske tenkere som Karl Marx og Werner Sombart.

Marx vektla hvordan kapitaleiere utnyttet det politiske systemet til sin egen fordel. Men det er ikke i denne forstand liberale tenkere ser for seg det kapitalistiske system. De har snarere foreskrevet et system der økonomiske relasjoner er separert fra politisk makt. Et system preget av statsinngrep bør snarere bli karakterisert som blandingsøkonomisk—blanding av stat og marked. Et liberalt system, derimot, er preget av at staten setter generelle

¹ Som rapportert, uttalte Sarkozy følgende kort tid etter Lehman-kollapsen: "The idea of the all-powerful market that must not be constrained by any rules, by any political intervention, was mad. The idea that markets were always right was mad. Laissez-faire is finished. The all-powerful market that always knows best is finished." *Business Week* (2008), "France: Laissez-Faire Capitalism Is Over", 29. september

² Richard Posner (2009), *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press

³ Øystein Spetalen (2010), "En verden full av pakker," *Dagens Næringsliv*, 10. juni

rammevilkår for den økonomiske aktiviteten og overlater økonomiske beslutninger til aktører i markedet så lenge de opererer innen dette rammeverket som stort sett består i å opprettholde grunnleggende eiendoms- og kontraktsrett.⁴

Blandingsøkonomien har tatt mange former gjennom historien. Ett slikt system er merkantilismen—sammenblandingen av stat og marked for å hjelpe klassen av handelsmenn og produsenter. Det var denne formen for politisk økonomi Adam Smith gjorde seg til hovedkritiker av da han skrev *Nasjonenes Velstand* (1776).⁵

I likhet med Marx unnlater dagens kapitalismekritikere gjerne å gjøre et analytisk skille mellom den rene og frie kapitalisme og den politiserte kapitalisme. En merkelappdebatt er imidlertid lite oppklarende når man skal forstå hvordan et lands økonomi fungerer eller hva som gikk galt med det globale finanssystemet på 2000-tallet. Alle økonomiske systemer er i dag blandingsøkonomiske (med mulig unntak for enkelte sosialistiske økonomier), men blandingen varierer fra land til land—og blandingen varierer også fra marked til marked innen ett land.

Kombinasjonen av ulike sett med reguleringer og hvordan de virker inn på markedets virkemåte er langt viktigere enn antall reguleringer, fordi ulike former for statsinngrep kan være lite tilpasset hverandre og sånn sett skape utilsiktede virkninger.⁶ Viktigere enn merkelapper er derfor analyse av konkrete systemer for å se hvordan blandingen av stat og marked skaper ulike incentiver og ulike økonomiske resultater.

Debatten om hva slags økonomiske modeller som er mest samfunnsgunstige og bærekraftige over tid er ideologisk og ofte svært nasjonalistisk. Politiske ledere og innbyggere som støtter opp om status quo i hjemlandet, liker gjerne å tenke på sitt lands modell som den aller beste. Norge er intet unntak. Sarkozy tok tidlig krisen til inntekt for at den angloamerikanske modellen var død, og at den kontinentaleuropeiske modellen var framtidens kapitalisme. Den europeiske bankkrisen som oppsto kort tid etter, for ikke å snakke om den omfattende europeiske statsfinansielle krisen i 2010, har imidlertid satt spørsmålsteget ved den økonomiske modellen til de gamle EU-landene.

Spetalen mener på sin side at "vinnerne" av finanskrisen, i det som ofte blir portrettert som et globalt økonomisk kappløp, er de autoritære regimene i Russland, Kina og Sørøst-Asia. Men det er for tidlig å si noe om hvilke land som vil komme best ut av krisen, fordi den ennå ikke er over. Likevel kan vi forsøke oss på noen enkle spådommer, basert på en mer grunnleggende forståelse av hvordan de ulike landenes økonomiske systemer fungerer og dynamikken i verdensøkonomien.

Kina har opplevd imponerende vekstrater de siste tiårene. Denne utviklingen har funnet sted etter at Mao skapte økonomiske kriser og menneskelige lidelser man sjelden har sett maken til i verdenshistorien. Kina startet med andre ord ut fra et svært lavt utviklingsnivå.⁷

For at Kina skal kunne ta igjen de land som ligger i front av den økonomiske utviklingen, heriblant USA, må landets økonomiske og politiske system gjennomgå omfattende endringer. Den veksten landet har oppnådd hittil, har kommet som følge av en større grad av

⁴ Friedrich Hayek har skrevet flere verker om nettopp en slik liberal samfunnsorden der lover er generelle, allmenne og forutsigbare. Se for eksempel F.A. Hayek *The Constitution of Liberty* (1960) og trilogien *Law, Legislation and Liberty* volum 1-3 (1973-79).

⁵ Smith ga opphav til begrepet "det merkantile system" som senere fikk navnet "merkantilisme".

⁶ Se David Friedman "A Crisis of Politics, not Economics Complexity, Ignorance and Policy Failure," i *Critical Review* 21(2-3) for en omfattende kritikk av reguleringsstaten delvis inspirert av Hayek. Esayet kan lastes ned her: http://www.criticalreview.com/crf/pdfs/Friedman_intro21_23.pdf

⁷ Dette er også tragisk med tanke på at Kina så sent som slutten av 1700-tallet lå helt i framkant av den globale økonomiske utviklingen.

økonomisk frihet og desentraliserte beslutninger. Men Kina vil aldri kunne oppleve Vestens velstandsnivå med mindre det gjennomføres ytterligere liberaliseringer og nødvendige omstruktureringer som kan sikre en mer balansert vekst.

Et hovedproblem er den politiserte finanssektoren, som er på vei inn i en alvorlig krise. Et annet problem er vekststrategien, basert på fortsatt høyt amerikansk konsum og vilje til å ta i mot kinesernes spareoverskudd.

Når det gjelder Russland er landets økonomi som vanlig avhengig av utviklingen i oljeprisen. Det er verdt å minne om at det var fallet i de internasjonale oljeprisene som til slutt satte den siste spikeren i kisten til sovjetregimet. Fallet i oljeprisen og den tilhørende svekkelsen av statsfinansene og den økonomiske bærekraften var nok blant faktorene som bidro til spede reformforsøk mot slutten av sovjettiden. Motsatt, når oljeprisen er høy, kan man forvente en mer undertrykkende statsmakt som er mindre opptatt av genuin økonomisk vekst og frihet. Så selv om høy oljepris hjelper landet på kort sikt, vil det bidra til at den økonomiske utviklingen stagnerer på lengre sikt.

Verken Kina eller Russland har i dag en bærekraftig utviklingsmodell. Det er også høyst usikkert hva som vil skje med de internasjonale råvareprisene, ettersom faren for en ny økonomisk nedgang i verdensøkonomien blir stadig mer sannsynlig.

En årsak til dette er den ustabile økonomiske utviklingen i USA, Europa og Kina. USA har hittil vist liten vilje til å innse realitetene som ble avdekket av finanskrisen, nemlig at dagens økonomiske modell i for stor grad er kjennetegnet av ikke-bærekraftig gjeld, både i privat og offentlig sektor.

Videre har det pengepolitiske regimet fungert for dårlig. Det man trodde ville skape stabilitet —sentralbankens inngrep i markedet hver gang en nedtur fant sted enten i finanssektoren eller i resten av økonomien og finjusteringer av renten ut fra et ønske om å styre sysselsetting, produksjon og priser—har isteden ført til for lave renter, for rask kredittvekst, for mye gjeld, ustabile priser på eiendom og verdipapirer og en befolkning som forventer at staten redder dem hver gang noe går galt. En slik form for kapitalisme, der man stimulerer oppsiden samtidig som man fjerner den potensielle nedsiden, skaper kortsiktighet, dårskap og perverse incentiver.

Europa gjennomgår for tiden en alvorlig statlig gjeldskrise. Lave renter over lang tid har gjort det fristende for enkelte land å ta opp stadig mer lån ved utstedelse av statsobligasjoner. Manglende evne eller vilje til å gjennomføre økonomiske reformer har svekket konkurranseevnen og gjort landene sårbare for økonomiske nedture. Finanskrisen svekket statsfinansene ytterligere, noe som økte det umiddelbare finansieringsbehovet. Store deler av denne gjelden er kortsiktig, hvilket innebærer at myndighetene må refinansiere med jevne mellomrom ved å utstede nye statspapirer.

Denne formen for pyramidefinans er den samme som fant sted blant europeiske og amerikanske finansselskaper i forkant av finanskrisen.⁸ Men når den underliggende "sikkerheten" for lånene viser seg å være mindre sikker enn myndigheter og markedsaktører opprinnelig antok, blir følgene en nedgradering av kredittverdigheten, lavere etterspørsel etter gjeldsinstrumentene, høyere rentekostnader ved utstedelse av ny gjeld og kredittørke.

USA er i ferd med å gjennomgå en tilsvarende statsfinansiell utvikling som den man ser i Europa. Men foreløpig kan amerikanske myndigheter nyte godt av lave kostnader ved utstedelse av statsgjeld på grunn av den privilegerte, og svært usunne, posisjonen USA har i den globale finansielle orden. Fordi dollaren er den internasjonale valutaen, er etterspørselen

⁸ Begrepet pyramidefinans, eller "Ponzi finance", er hentet fra kapitalismekritiker Hyman Minsky.

høy etter "sikre" verdipapirer utstedt i dollar. Når det oppstår problemer i verdensøkonomien, strømmer det penger inn i amerikanske statspapirer.

Utviklingen i USAs statsfinanser er imidlertid ikke bærekraftig over tid. Før eller senere vil internasjonale investorer innse dette og redusere etterspørselen etter amerikanske statspapirer, med mindre omfattende statsfinansielle reformer iverksettes snarlig. Det er lite som tyder på at det er politisk vilje til en slik omstillingsprosess med det første, noe som øker sannsynligheten for en "gresk" krise også i USA—om enn noen år fram i tid.

Når det gjelder Kina, er landet inne i en ustabil kreditt- og investeringsboble som myndighetene i Beijing nå gradvis forsøker å slippe luften ut av. Dette vil bli et interessant eksperiment, siden ingen statsmakt noen sinne har klart en slik manøver. Som regel ender slike bobler med et smell og i tårer. Uansett om det blir en myk eller hard landing for den kinesiske økonomien, vil det legge en demper på den globale økonomiske veksten framover.

Både utviklingen i Europa og i Kina kan trekke verden inn i en ny resesjon. Om så skjer, vil myndighetene i de store økonomiene ha brukt opp kruttet. Finanspolitiske krisepakker kan vanskelig iverksettes, fordi statsfinansene allerede er nær bristepunktet. Det eneste som eventuelt gjenstår, er at sentralbankene lar pengepressen gå og monetariserer gjeld.⁹ Dette vil stimulere økonomien på kort sikt, men skape enda større kriser på lenger sikt: En ustabil spiral av stadig høyere inflasjon og statlig pengebruk samt flyktige investeringsbobler.

Det er kun én vei ut av uføret. Verken Kinas statsdirigerte "kapitalisme", Russlands råvarebaserte despotisme eller USAs gjeldsbefengte kompiskapitalisme er løsningen. Vi må ha en genuin kapitalistisk orden—en der myndighetene sørger for et mer stabilt pengevesen, holder statsgjelden på bærekraftige nivåer og unngår å hjelpe investorer når de går på store tap.

Den nødvendige omstillingsprosessen er smertefull. Verdensøkonomien synes å være inne i en omfattende strukturkrise, ikke ulikt det som skjedde på 70-tallet og i mellomkrigstiden. En slik krise kan vare i årevis og vil være preget av usikkerhet, lavere vekst, mindre konsum og mer sparing. Den overhengende statlige gjeldsbyrden vil dempe privat investeringsaktivitet i lang tid framover og dermed dempe vekstpotensialet.

Myndighetene kan enten lette eller forvanske denne omstillingsprosessen. Ved å ty til kortsiktige virkemidler, slik som monetarisering av gjeld, vil man kjøpe litt smertereduksjon i dag på bekostning av en forlenget og forverret krise. Til slutt vil myndigheter og befolkning måtte se realitetene i øynene og endre sin innstilling til gjeld, risiko, forbruk og langsiktighet—for ikke å snakke om en overdreven tro på at statlig styring kan stimulere og stabilisere den økonomiske utviklingen. Kun da vil verden bevege seg i mer bærekraftig retning.

Det følgende vil se nærmere på noen av krisens årsaker. Disse er å finne både i den amerikanske, kinesiske og europeiske økonomiske utviklingen. Slik sett er krisen global både i sin opprinnelse og i sine virkninger. De neste delene vil ta for seg den ustabile utviklingen i noen av verdens viktigste økonomier, for så å trekke noen konklusjoner for utviklingen framover.

⁹ Monetarisering av gjeld innebærer at sentralbanken kjøper gjeldspapirer ved å trykke nye penger.

Noen av krisens årsaker

I kjølvannet av finanskrisen har det vært en stor mengde litteratur som har forsøkt å forklare hva som gikk galt. Vi kan muligens dele denne litterære tsunamien inn i tre store bølger.

Den *første* bølgen besto av detaljerte, journalistiske beretninger om hva som hadde funnet sted på innsiden av bankene. Det ga et visst innblikk i hvordan bankfolk tenker, men ga neppe noe særlig innsikt i hvordan det kunne gå så galt med økonomien.

Den *neste* bølgen tok for seg hvordan finanssektoren (i sin helhet) bar skylden for det som skjedde. Beretningen om grådighet og kortsiktighet dominerte, med vekt på feilaktige incentiver i næringen selv. Det er dette bildet som synes å ha festet seg blant politikere, journalister og folk flest. Problemet er at denne tilnærmingen i liten grad søker å belyse eller forstå de underliggende drivkrefter som utløste den omfattende globale krisen.

For å bøte på dette, har det kommet en *tredje* bølge av kriselitteratur, som søker et mer overordnet perspektiv på hvordan det globale økonomiske systemet i samspill med amerikansk politikk og økonomi la forholdene til rette for en ikke-bærekraftig boble og påfølgende krise. Her søker man isteden å finne fram til svikt i systemets virkemåte. Det er slike bristepunkter man må forsøke å identifisere, hvis man vil prøve å reformere systemet slik at det blir mer stabilt og bærekraftig.

Et godt eksempel på den siste typen kriselitteratur er den nylig publiserte *Fault Lines* (2010) av Raghuram G. Rajan, tidligere sjefsøkonom i det internasjonale pengefondet (IMF).¹⁰ Her fremsetter han en tese om hvordan bruddlinjer i verdensøkonomien skapte ubalanser som til slutt gjorde at økonomien gikk overende. Han vektlegger hvordan amerikanske politikere, gjennom omfattende inngrep i markedet for boligkreditt, stimulerte til stadig mer uforstandig økonomisk adferd blant amerikanske husholdninger, og han viser til hvordan vedvarende høy ledighet i kjølvannet av økonomiske resesjoner fikk sentralbanken til å holde styringsrenten alt for lav for lenge.

På et globalt nivå, viser Rajan, i likhet med mange andre økonomer, til de internasjonale ubalanser som oppsto i vare- og kapitalstrømmene—i stor grad grunnet intervensjoner av myndighetene i de østasiatiske landene for å øke eksporten, dempe importen og bygge opp omfattende valutaeserver. Dette førte til såkalte spareoverskudd, som ble pløyd tilbake inn i amerikanske finansmarkeder. USA, på sin side, tok villig i mot dette spareoverskuddet og skapte press i økonomien gjennom ekspansiv penge- og finanspolitikk. Resultatet ble en pengebruk som langt oversteg nasjonalinntekten og som dermed ble finansiert ved kapitalimport fra utlandet.

Til sammen skapte disse forholdene en tidebølge av billig kreditt på jakt etter god og tilsynelatende sikker avkastning. Svaret ble komplekse verdipapirer basert på amerikansk boligkjøp. Slike finansinstrumenter gjorde det mulig for investorer kloden rundt å satse pengene sine på det amerikanske boligmarkedet. Dermed fikk amerikanske boligkjøpere tilgang på enda lettere finansiering, noe som drev prisene ytterligere opp og som økte etterspørselen etter boligkjøp baserte verdipapirer. Samtidig forsikret eiendomsmeglere, banker, reguleringsinstanser og politikere om at et boligkrakk ikke var et mulig scenario. De få stemmene som stilte kritiske spørsmål eller advarte mot utviklingen ble stemplet som festbremsere så lenge kredittkalaset pågikk.

Et godt eksempel på kritiske økonomer som ikke ble tatt alvorlig er den tidligere nevnte Raghuram Rajan. I 2005 deltok han på den årlige konferansen til den amerikanske sentralbanken i Jackson Hole, Wyoming. Temaet for konferansen var en hyllest til

¹⁰ Raghuram G. Rajan (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press

avtroppende sentralbanksjef Greenspan. Han hadde bred støtte for sitt syn på det amerikanske finansmarkedet—at det var blitt mer stabilt og mindre risikofyllt som følge av finansiell innovasjon, spesielt i forhold til bolig- og forbrukerkreditt. Rajan, derimot, presenterte en analyse som pekte på flere faremomenter, men ble møtt med skepsis og motvilje, blant annet fra visesentralbanksjef Donald Kohn, som mislikte at noen kunne stille spørsmålsteget ved den såkalte Greenspan-doktrinen.¹¹

Andre økonomer som advarte mot de finansielle ubalansene som bygget seg opp gjennom 2000-tallet var William White, sjefsøkonom ved Banken for internasjonale betalingsoppgjør (BIS) og flere av hans kolleger.¹² Felles for disse kritikerne var en vektlegging av hvordan sentralbanken gjennom lave renter og asymmetrisk pengepolitikk bidro til å fyre opp finansmarkedene. Samtidig så man en rask oppbygging av gjeld og reguleringsinstanser ute av stand til å diagnostisere den finansielle utviklingen.

Den amerikanske sentralbanken og andre reguleringsinstanser for finansnæringen har konsekvent vært ute av stand til å identifisere ubalansene i finanssektoren og resten av økonomien. For eksempel uttalte nåværende sentralbanksjef Ben Bernanke, etter at han ble utnevnt som medlem av sentralbankstyret i 2002, at det amerikanske bankvesenet var ved god helse og var godt regulert, noe han mente ville virke som ekstra beskyttelse mot eventuelle framtidige økonomiske problemer.¹³ Han benektet også gjentatte ganger forekomsten av en amerikansk boligboble. Etter at boligkrisen var et faktum, var han sikker på at utviklingen i boligsektoren ikke ville få konsekvenser for finanssektoren.¹⁴

Bernankes klokkertro på “styrken til den amerikanske finanssektoren” ble opprettholdt til tross for stadig flere alarmerende signaler fra boligmarkedet og markedet for boliggjeld. Så sent som høsten 2007, mens den første fasen av finanskrisen var godt på vei og med en boligkrise som ble stadig verre, holdt han fast ved at finanssystemet var robust, at bankvesenet var ved god helse, og at bankene hadde tilstrekkelig med kapital.¹⁵

Det er den samme Bernanke som de siste par årene har tatt til orde for å øke reguleringsmyndigheten til sentralbanken for å forhindre framtidige finanskriser. I det hele tatt er store deler av reformforslaget for finansnæringen, som har vært til behandling i den amerikanske Kongressen gjennom første halvdel av 2010, basert på ideen om mer regulering samtidig som regulerende myndigheter gis et vidt handlingsrom til å tolke og håndheve regelverket. Dette til tross for at reguleringsinstansene, inkludert sentralbanken, ikke var i stand til å ta i bruk gjeldende reguleringer for å forhindre oppbyggingen av økonomiske ubalanser på 2000-tallet, simpelthen fordi de ikke var i stand til å se dem.

Med andre ord: Et hovedproblem er at virkningsfull regulering forutsetter at sentralmakten sitter inne med den nødvendige kunnskapen om hvordan det komplekse finanssystemet fungerer og er i stand til å svare på endringer i systemet som kan utgjøre en risiko. Et annet vedvarende problem ved reguleringer er at de som blir regulert ofte tar kontroll over dem

¹¹ Simon Johnson og James Kwak (2010), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the next Financial Meltdown*, Pantheon

¹² Bank for International Settlements (BIS) var opprinnelig tenkt som en sentralbankenes sentralbank da den ble opprettet i mellomkrigstiden. Den fungerer i dag som et viktig rådgivningsorgan for sentralbanker samt produserer jevnlig økonomiske analyser, ikke minst av globale finansmarkeder.

¹³ Ben S. Bernanke (2002), “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here,” tale til National Economists Club, Washington, D.C., 21. november

¹⁴ *Washington Post* (2005), “Bernanke: There’s No Housing Bubble to Go Bust,” 27. oktober; Ben Bernanke på CNBC, juli 2005, <http://www.youtube.com/watch?v=HQ79Pt2GNJo>

¹⁵ Ben S. Bernanke (2007), “The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences,” tale for Economic Club of New York, 15. oktober

som er satt til å regulere dem. Dette fenomenet refereres gjerne til som "kapring" av reguleringsinstansene.¹⁶

Et viktig poeng i forhold til en debatt om kapitalisme og dagens finansielle system er at finansnæringen i høyeste grad er, og har vært, regulert. I USA finner man tusenvis av sider med detaljerte reguleringer, og det er titalls reguleringsinstanser som er satt til å våke over næringen.¹⁷ Likevel var ingen i stand til å oppdage ubalansene i systemet.

Et annet poeng er at en rekke statlige inngrep i kredittmarkedene og mer eller mindre forventede garantier overfor finanssektoren har skapt ulike sett med incentiver og uheldige former for adferd. Inngrepene er for mange til å beskrive og analysere i detalj her.¹⁸ Noen hovedgrep bør imidlertid kort kommenteres.

For å skjønne dynamikken i finanssektoren må man se nærmere på samspillet mellom sentralbanken og de private bankene (og andre finansselskaper). Sentralbanken griper jevnlig inn i finansmarkedet for å sette de kortsiktige rentene. Dette skjer ved kjøp av verdipapirer (som regel statspapirer) fra bankene ved å trykke nye penger, noe som i sin tur øker bankenes reserver og drar ned renten i pengemarkedet. Dette forventes i sin tur å påvirke de makroøkonomiske målene sentralbanken styrer etter: priser, produksjon og sysselsetting (gjerne formalisert som en avveining mellom inflasjon og økonomisk vekst).

Disse inngrepene påvirker imidlertid mer enn bare disse økonomiske indikatorene. Inngrepene har stor betydning for såkalte formuespriser (også kalt aktivapriser), det vil si priser på verdipapirer og eiendom. Når rentene er lave stiger formuesprisene. Dette bidrar i sin tur til at husholdninger blir mer velstående (formuen øker), hvilket oppfordrer til økt konsum.¹⁹ Samtidig gir lave renter incentiver til redusert sparing.

Når sentralbanken i tillegg gir investorer garantier om at den aldri vil stoppe en opptur i formuesprisene, men vil gjøre alt for å hindre at formuesprisene faller for mye, skaper det et sett med svært uheldige incentiver. Det oppfordrer til økt risikotagning. Det presser ned risikopremier ved långivning. Og det forsterker dermed prisstigningen på formuesobjekter. Alt dette kjennetegnet utviklingen i USA i årene fram mot finanskrisen.

¹⁶ For en nærmere beskrivelse av slik kapring—eller "regulatory capture" som det kalles på engelsk—se Civitas publisasjon om public choice: Marius Doksheim (2009), *Svik!*

¹⁷ Dette er på føderalt nivå. I tillegg kommer utallige reguleringsinstanser på delstatsnivå.

¹⁸ De som er interessert kan henvises til en tidligere Civita-publisasjon om krisens årsaker: Marius Gustavson og Villeman Vinje (2009): *Finanskrisen – markedssvikt eller styringssvikt?*

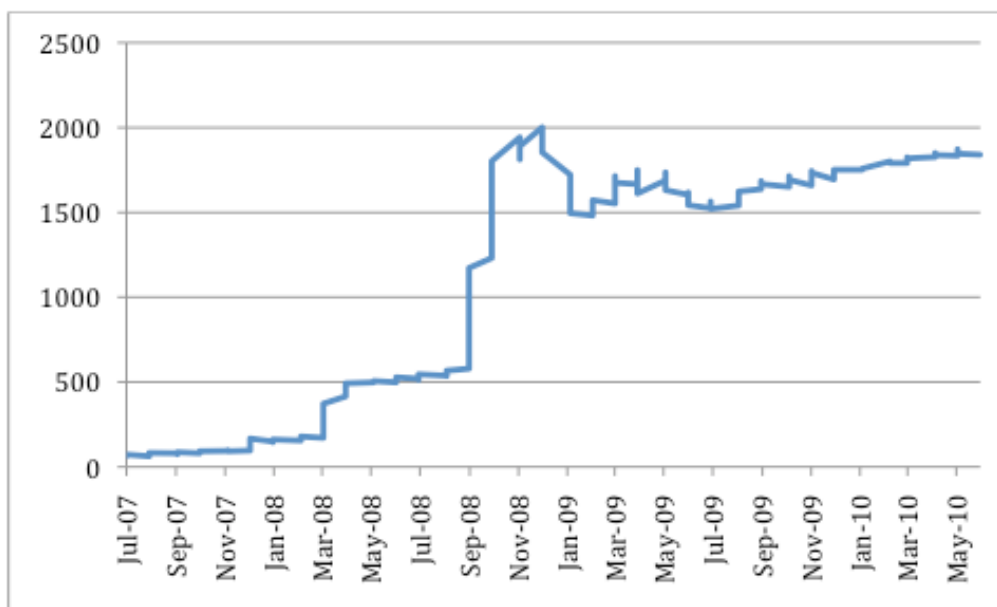
¹⁹ Amerikanske husholdninger har i stor grad hentet ut verdistigningen i egen bolig ved å ta ut såkalte "home equity loans". Dette er gjerne forbrukslån med pant i bolig.

Krisepakkekapitalismen

Ben Bernanke og hans kolleger i den amerikanske sentralbanken brukte lang tid på å innse alvoret i den amerikanske boligkrisen som startet i 2006 og som så utviklet seg til en finanskrisen høsten 2007 da rentene i pengemarkedet skjøt i været som følge av den usikkerhet som bredte seg i banksektoren. Det var først da krisen gikk inn i en ny og langt mer dramatisk fase høsten 2008 at myndighetene gjennomførte omfattende krisetiltak.²⁰

Utviklingen ble forsøkt møtt med kraftige krisepakker fra både sentralbanken og finansdepartementet. Kongressen vedtok 700 milliarder dollar i hjelpemidler til finansnæringen og 787 milliarder dollar til finanspolitiske stimuleringer av økonomien. Til tross for disse svimlende summene, er dette mindre enn det sentralbanken kom opp med. Til sammen har volumet på Federal Reserves kriseprogrammer ligget opp mot 2.000 milliarder dollar siden høsten 2008, hvilket kan ses av figuren under.

Figur 1 Den amerikanske sentralbankens kriseprogrammer (utestående lån og utradisjonelle verdipapirer i bankens portefølje, milliarder dollar)

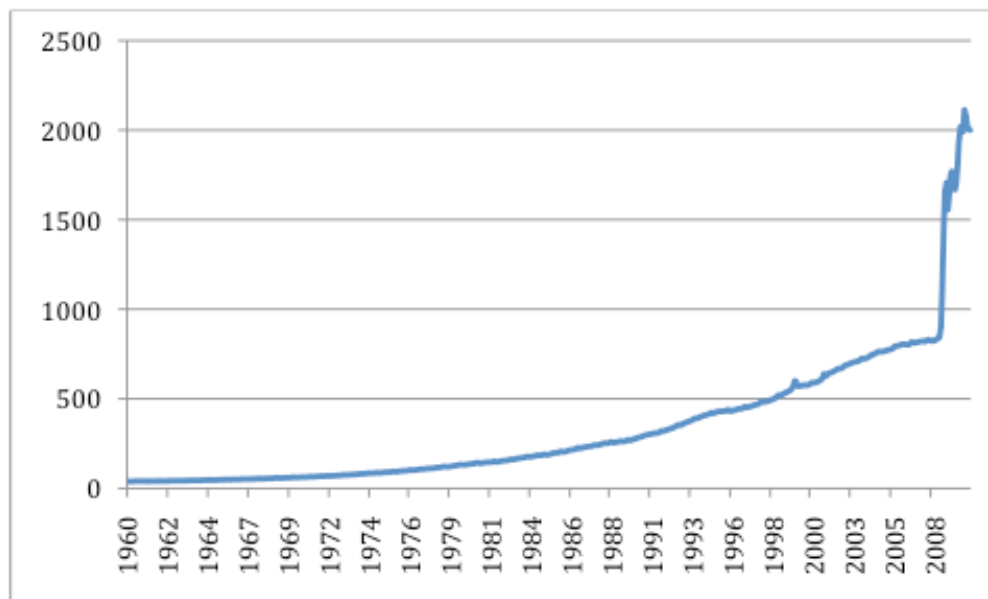


Kilde: Figuren er basert på tall fra Cleveland Fed "Credit Easing Policy Tools"

De pengepolitiske krisetiltakene har mer enn doblet den amerikanske basispengemengden, noe som skaper fare for rask inflasjon i det øyeblikk bankene starter opp normal utlånsvirksomhet igjen. Den dramatiske økningen av basispengemengden kan ses i figuren under.

²⁰ Mellom august 2007 og september 2008 ble det som senere viste seg å være første fase av finanskrisen møtt med utvidelser av sentralbankens nødlån overfor finansnæringen. Dette ble finansiert ved å selge unna sikre verdipapirer. Styringsrenten ble også kuttet, men ble holdt på samme nivå (2 prosent) fra slutten av april fram til oktober 2008, blant annet fordi sentralbanken var bekymret for inflasjon.

Figur 2 Den amerikanske basispengemengden, 1960-2010 (milliarder dollar)



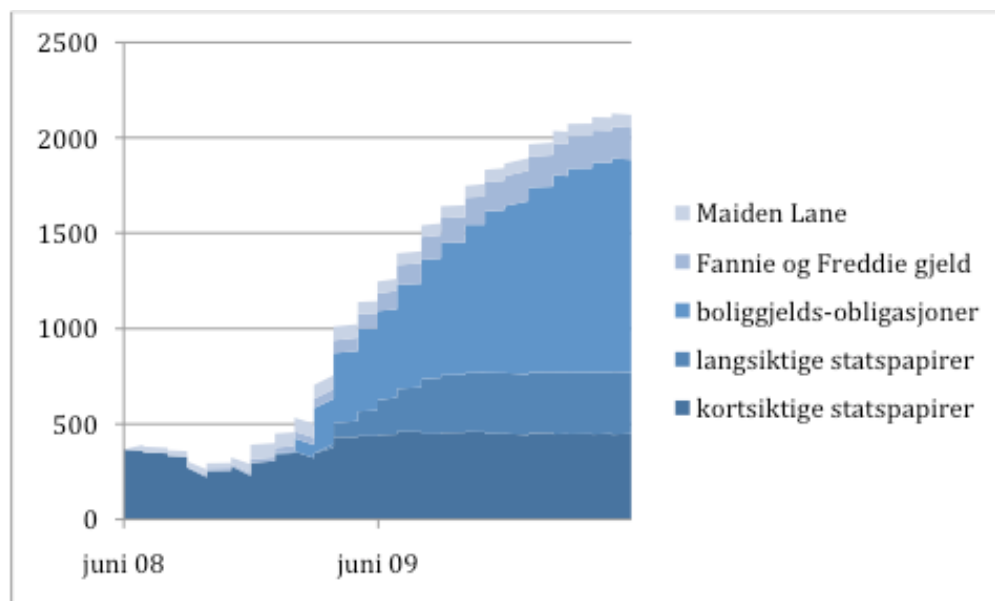
Kilde: St. Louis Fed, FRED

Slik det går fram av figuren har basispengemengden økt fra rundt 800 milliarder dollar i forkant av krisen til mer enn 2000 milliarder dollar som følge av krisetiltakene. Måten sentralbanken har økt pengemengden på er primært gjennom omfattende oppkjøp av verdipapirer ved å trykke nye penger.

For å unngå inflasjon på sikt, samt å returnere til en mer normal form for pengepolitikk, må sentralbanken selge unna store deler av de verdipapirer den sitter på. Mesteparten av disse verdipapirene er boliggjeldsobligasjoner garantert av boligfinansinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac.²¹ Figur 3 gir en oversikt over størrelsen på sentralbankens oppkjøp av ulike verdipapirer i løpet av krisen og hva den sitter på i dag.

²¹ Fed satte i verk et oppkjøpsprogram til en verdi av 1.250 milliarder dollar for såkalte mortgage-backed securities (boliggjeldsobligasjoner) eid eller garantert av de statlige boligfinansinstitusjonene, primært Fannie Mae og Freddie Mac. I tillegg kjøpte sentralbanken gjeldspapirer fra Fannie og Freddie verdt flere hundre milliarder dollar.

Figur 3 Den amerikanske sentralbankens portefølje av verdipapirer



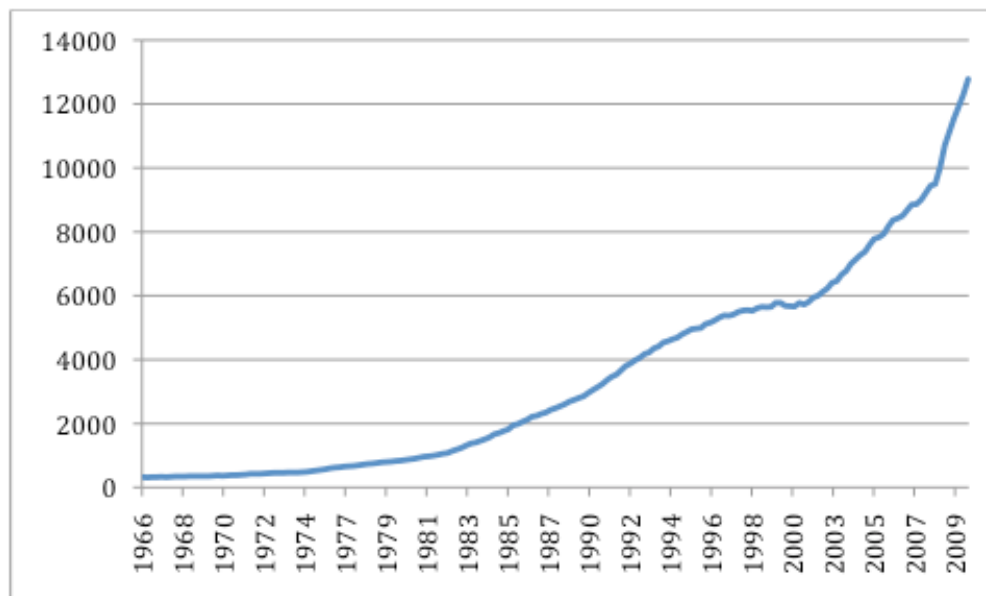
Kilde: Figuren er basert på tall fra Cleveland Fed

Som det går fram av figuren, har mengden med verdipapirer i sentralbankens portefølje økt dramatisk og mesteparten av økningen skyldes oppkjøp av boligjeldsobligasjoner—den type gjeldsinstrumenter som spilte en sentral rolle i finanskrisen. Markedet for disse gjeldspapirene er i dag nesten helt forsvunnet og myndighetene har i stor grad sosialisert tapene tilknyttet disse verdipapirene, ved å overføre dem fra balansen til private finansselskaper og over til balansen til sentralbanken. Det kan bli vanskelig for sentralbanken å kvitte seg med disse verdipapirene når tiden kommer for å stramme inn basispengemengden.²²

En utfordring er å finne kjøpere, siden det i dag er liten etterspørsel etter boligjeldsobligasjoner. Det kan også vise seg å være en politisk utfordring å kvitte seg med disse verdipapirene, siden sentralbankens oppkjøp har støttet opp om boligmarkedet og markedene for boligjeld og forbrukerkreditt. Både Kongressen og administrasjonen kan legge press på sentralbanken for at den skal fortsette å støtte disse markedene, samt å holde renten lav.

Disse krisetiltakene har dermed skapt usikkerhet knyttet til den framtidige amerikanske pengepolitikken. Den amerikanske finanspolitikken som er blitt ført under krisen, fører likeledes med seg store økonomiske utfordringer for amerikanske myndigheter. Kombinasjonen av store budsjettunderskudd gjennom 2000-tallet, krisepakker under den sittende og den forrige regjeringen, kraftig fall i skatteinntekter som følge av den realøkonomiske krisen og en økning i statlige ytelser, spesielt arbeidsledighetstrygd, har ført til rekordstore budsjettunderskudd og en samlet statsgjeld som synes å nærme seg 100 prosent av BNP, slik vi kan se av figuren under.

²² Ved lov kan sentralbanken kun kjøpe verdipapirer som er utstedt eller garantert av staten. Siden Fannie Mae og Freddie Mac ble nasjonalisert i 2008, regnes de nå som statlige virksomheter. Mesteparten av oppkjøpene av boligjeldsobligasjoner har derfor funnet sted gjennom disse institusjonene. I tillegg har sentralbanken kjøpt Fannie og Freddie gjeld, det vil si obligasjoner utstedt for å finansiere virksomheten deres.

Figur 4 Samlet offentlig gjeld, USA, 1966-2009 (milliarder dollar)

Kilde: St. Louis Fed, FRED

Som det går fram av figuren, nærmer samlet offentlig gjeld seg 13.000 milliarder dollar, hvilket ikke er langt under USAs bruttonasjonalprodukt. I følge en rapport fra det amerikanske Finansdepartementet til Kongressen vil den amerikanske statsgjelden være 13.600 milliarder i 2010 for så å stige til 19.600 milliarder dollar i 2015. I følge disse beregningene vil den samlede statsgjelden som andel av BNP stige fra 93 prosent i år til 102 prosent i 2015.²³

Det er riktignok ulike mål på statsgjelden som andel av BNP. Tallene over viser til den samlede statsgjelden, hvilket også innebærer forpliktelser til det amerikanske trykkesystemet. Nettogjelden er beregnet til å ligge på 73 prosent av BNP i 2015.

De årlige budsjettunderskuddene de siste par årene har vært de største siden andre verdenskrig og statsgjelden som andel av BNP har ikke ligget på et så høyt nivå siden årene rett etter krigen.²⁴ På toppen av dette har man store udekkede framtidige forpliktelser når det gjelder helse- og pensjonsutbetalinger.

Foreløpig har amerikanske myndigheter vært i stand til å finansiere de store underskuddene nærmest smertefritt, fordi den store usikkerheten i verdensøkonomien fører til at penger strømmer inn i amerikanske statspapirer. Dermed kan myndighetene finansiere budsjettunderskuddene til svært lave renter. Men på et eller annet tidspunkt vil denne situasjonen endre seg. Svekkede statsfinansier vil medføre en økning av rentene på statspapirene. En større del av statsbudsjettet vil dermed gå med til å betjene gjeld, noe som vil svekke statsfinansene ytterligere.

Dette kan dra statsfinansene inn i en ond sirkel av stadig høyere renter og stadig mer svekkede statsfinansier. I sin tur vil det svekke resten av økonomien, fordi høye renter og

²³ Reuters (2010), "U.S. debt to rise to \$19.6 trillion by 2015", 8. juni

²⁴ CBO (2010), "The Long-term Budget Outlook", http://www.cbo.gov/ftpdocs/115xx/doc11579/SummaryforWeb_LTBO.pdf

store statlige låneopptak vil fortrenge private investeringer. Lavere økonomisk vekst fører til lavere skatteinntekter for staten, noe som i sin tur vil svekke statsfinansene ytterligere. Et slikt scenario, hvis det skulle oppstå, kan føre til en "gresk" krise også i USA.

Det internasjonale pengefondet (IMF) råder USA til å stramme inn statsfinansene raskere enn planlagt. IMF vektlegger at den økonomiske krisen har påført stor, langsiktig skade på den amerikanske økonomien, noe som tilsier at veksten i årene framover vil være svakere enn det man så før krisen. Denne vurderingen strider i mot de amerikanske myndighetens tro på en sterk gjenreisning av økonomien.²⁵

Svakere vekst fører til lavere skatteinntekter, noe som vil legge ytterligere press på statsfinansene. Statsfinansiell svekkelse legger samtidig press på sentralbanken til å holde rentene lave og hjelpe finansdepartementet med å finansiere lånebehovet. Det vil være en oppskrift på kraftig inflasjon og en svekkelse av dollarens verdi og omdømme. Det kan bety slutten på dollaren som global valuta.

Foreløpig synes amerikanske myndigheter og kongresspolitikere ikke å ha tatt disse økonomiske realitetene innover seg. Kanskje de regner med at sentralbanken alltid vil være der for å redde dem, slik den er forventet å redde finanssektoren. Men en slik redning vil føre til ustabilitet og nye kriser.

Et annet overhengende problem med de amerikanske "kriseløsningene" er at de i liten grad tar inn over seg de underliggende problemene i den amerikanske økonomien. For kraftig gjeldsoppbygning i årene forut for krisen søkes løst med enda mer gjeld i kjølvannet av krisen. For høyt konsum—i stor grad basert på at husholdninger tok ut verdistigningen på egen bolig i form av lån med pant i bolig—søkes løst ved å stimulere til enda mer forbruk for å øke "samlet etterspørsel" i økonomien.

Feilinvesteringer og feilplassering av arbeidskraft i oppblåste sektorer under den økonomiske boblen, vil med nødvendighet føre med seg smertefulle omstillingsprosesser i årene framover, etter som arbeid og kapital må overflyttes til andre sektorer. Finanspolitiske stimuleringspakker bidrar ikke til denne omstillingen og kan i mange tilfeller forhindre eller forsinke prosessen.

Myndighetene må ta inn over seg at økonomien er inne i en alvorlig strukturkrise. Det vil kunne ta lang tid før økonomien henter seg inn igjen, og arbeidsledigheten vil mest sannsynlig forbli høy i årene framover. Kortsiktige løsninger av den typen myndighetene har tydd til tidligere—økning av budsjettunderskudd og pengepolitisk ekspansjon—vil ikke løse disse utfordringene.

Statsdirigert turbokapitalisme

Som svar på den globale økonomiske krisen, satte kinesiske myndigheter i gang et omfattende investeringsprogram; nesten 600 milliarder dollar skulle brukes over en toårsperiode for å stimulere økonomien.²⁶ Resultatet er en av de største investeringsboomene i verdenshistorien: Broer, veier og hele nye byer har skutt opp i

²⁵ *Financial Times* (2010), "IMF tells U.S. to tighten fiscal policy", 29. juni

²⁶ *Washington Post* (2010), "China's stimulus spending created infrastructure projects that may not be needed", 18. juni

rekordfart. Det samme har over 100 flyplasser og mil på mil med jernbaneskinner. Investeringer i infrastruktur har nådd svimlende 15 prosent av bruttonasjonalprodukt.

Mesteparten av pengene til å finansiere disse prosjektene kom fra statsstyrte banker som har gitt lån til lokale kinesiske myndigheter. Stimuleringspakken har dermed ført til rask kredittvekst. Denne gigantiske stimuleringen av økonomien har på kort sikt bidratt til å løfte Kinas økonomi ut av lavkonjunkturen, men til hvilken pris?

Kinesiske myndigheter frykter nå et krakk og har satt i gang tiltak for gradvis å slippe luften ut av kredittballongen. Det er vanskelig å si om dette vil resultere i et smell eller en gradvis nedkjøling av økonomien og finanssektoren. Begge deler kan føre til at verdensøkonomien bremser opp, men et kinesisk krakk vil føre til en langt mer dramatisk global nedtur og vil skape panikk i internasjonale finansmarkeder.

Det er stor uenighet blant økonomer, investorer og mediekommentatorer om hvor ustabil investeringsboblen er og hvilke konsekvenser den kan få. Blant de som er mest pessimistiske er Jim Chanos, en hedgefondbestyrer som var i stand til å forutse kollapsen til storselskapet Enron. Han mener de kinesiske myndighetene har skapt en historisk boble.

Med investeringer som andel av BNP opp mot 50 prosent, er den kinesiske investeringsboblen i høyeste grad historisk. Mer grunnleggende, er den bærekraftig? Det er mange tegn på at investeringene ikke er det. For eksempel har tomteprisene mange steder i Kina økt med over 200 prosent i løpet av ett år.²⁷

Investeringer i eiendom har økt med over 35 prosent på ett år, og byggevirksomheten har økt med mer enn 65 prosent. Boligprisene har også steget i raskt tempo. Den nasjonale eiendomsprisindeksen steg med nærmere 12 prosent fra mars 2009 til mars 2010. I enkelte byer, spesielt i sør, har boligprisene steget mellom 20 og 60 prosent i samme periode.²⁸ Et annet tegn: Flere steder har myndighetenes investeringsprogram resultert i konstruksjonen av hele byer som ligger brakk. Et eksempel er Chenggong, der gatene er helt tomme for mennesker.²⁹

Kinesiske myndigheter har gjentatte ganger uttrykt bekymring over utviklingen. På den ene siden vil de forsøke å kjøle ned overopphetingen av boligmarkedet. Samtidig føres en politikk for å øke boligeierskapsraten, men dette blir stadig vanskeligere etter som boligprisene stiger. Myndighetene har med andre ord skapt et dilemma, ikke ulikt det man hadde i USA i forkant av bolig- og finanskrisen.

Det er også paralleller til tidligere østasiatiske bobler. I følge en analyse utført av *Financial Times*, er Kinas investeringsnivå som andel av BNP det samme som i Thailand rett før Asia-krisen. Utviklingen minner også om den som fant sted i Japan under eiendomsboblen der.³⁰

Mot slutten av 2009 publiserte hedgefondet Pivot Capital Management en rapport som advarer mot et kommende kinesisk krakk.³¹ Denne rapporten utløste en omfattende debatt blant økonomer og finansanalytikere om bærekraften i den kinesiske utviklingen. Tidsskriftet *The Economist* mente rapporten var overdrevet, men at det er mange faremomenter ved den kinesiske utviklingen.³²

²⁷ FT.com (2010), "China's metropoli bubble fear," Alphaville, <http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/02/08/144246/chinas-metropoli-bubble-fear/>

²⁸ *Wall Street Journal* (2010), "China Urban Property Prices Rise", 15. april

²⁹ *Financial Times* (2010), "China: No One Home", 21. februar

³⁰ *ibid.*

³¹ Pivot Capital Management (2009), "China's Investment Boom: the Great Leap into the Unknown"

³² *Economist* (2010), "Not just another fake", 14. januar

Den mest framtreddende indikatoren på den kinesiske boblen er imidlertid den raske kredittveksten. Dette er en av de sikreste indikatorene på at en økonomi beveger seg inn i et ikke-bærekraftig spor, fordi kredittvekst innebærer oppbygging av gjeld. Bankenes utlånsvolum økte med over 30 prosent i fjor og forventes å øke med rundt 18 prosent i år.³³

Denne kredittveksten var en del av myndighetenes stimuleringsprogram da den globale nedgangskonjunktoren slo inn over den kinesiske økonomien. Men dette var en svært kortsiktig strategi, som har dratt økonomien rett fra lavkonjunktur og inn i overoppheting. Innstramningene som nå finner sted, ser ut til å kjøle ned økonomien på nytt.

Et annet problem for den kinesiske økonomien er den ikke-bærekraftige vekststrategien basert på valutamanipulasjon og tvungen sparing. Gjennom å holde valutakursen lav, noe som oppnås ved stadige intervensjoner i valutamarkedet, har kinesiske myndigheter bygget opp store mengder valutareserver i dollar samtidig som eksporten har blitt stimulert og importen har blitt dempet. Dermed har Kina oppnådd store overskudd på handelsbalansen vis-à-vis USA og plassert dollaroverskuddene i amerikanske verdipapirer, til en verdi av mer enn 2.000 milliarder dollar. Til sammenligning er Kinas BNP i underkant av 5.000 milliarder dollar.³⁴

Kinesiske myndigheter annonserte nylig en omlegging av valutapolitikken. Fra å opprettholde en fast kurs vis-à-vis dollar, vil den kinesiske pengeenheten renminbi nå være underlagt det sentralbanken kaller et "styrt, flytende valutakursregime". Med dette menes at valutakursen sannsynligvis vil oppjusteres. Dette vil kunne bedre ubalansen mellom Kina og USA, men sentralbanken har varslet at denne justeringen vil skje gradvis—med andre ord, over lang tid.³⁵

Hvis dette gjøres for fort, kan Kina risikere å oppleve det som skjedde med Japan etter at landets myndigheter ble presset av USA til å oppjustere verdien på valutaen. Den såkalte Plaza-avtalen (1985) ble fulgt av rask appresiering av den japanske yen, noe som svekket den japanske eksportindustrien.

Japans økonomi var giret inn mot eksport for å møte utenlandsk etterspørsel. Styrkingen av valutaen svekket konkurranseevnen. For å bøte på de økonomiske problemene, senket den japanske sentralbanken renten, noe som dro i gang en ikke-bærekraftig boble i aksjer og eiendom. Etter at denne boblen sprakk gikk landets økonomi inn i en langvarig stagnasjon. Det var kun med USAs pengepolitiske stimulans av verdensøkonomien på begynnelsen av 2000-tallet at den japanske økonomien begynte å vise tegn til liv igjen. Men med den globale økonomiske medgangen i kjølvannet av finanskrisen, ble japansk eksportindustri nok en gang rammet.

Japan er dermed et eksempel på hvor sårbar en økonomi kan bli når den satser ensidig på eksport og når sektorer siktet inn mot hjemmemarkedet er preget av rigide reguleringer og liten omstillingsevne.³⁶ Kina har tatt lærdom fra problemene som fulgte i kjølvannet av Japans valutaappresiering i 1985, men dessverre ikke av landets investeringsboble som fulgte i årene etter, eller de vedvarende stivhetene i økonomien.

Det vil ta lang tid for den kinesiske økonomien å bygge opp et solid hjemmemarked som er i stand til å ta i mot mer av det landet produserer. Forbruksnivået er i dag svært lavt. En rebalansering av verdensøkonomien innebærer at kinesere sparer mindre, forbruker mer og produserer mer for hjemmemarkedet. Det motsatte må skje i USA; mer sparing, mindre konsum og investeringer og en mer balansert handel med utlandet.

³³ James A. Dorn (2010), "China on a Tightrope", *The Diplomat*, 30. mars

³⁴ I følge det internasjonale pengefondet (IMF) var Kinas BNP 4.909 milliarder dollar i 2009; [International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2010: Nominal GDP list of countries, Data for the year 2009](#).

³⁵ "Further Reform the RMB Exchange Rate Regime and Enhance the RMB Exchange Rate Flexibility" People's Bank of China, 19. juni, 2010

³⁶ Dette er et hovedpoeng i Rajan (2010).

Russlands råvarebaserte økonomi

Under årets russiske økonomiske forum i St. Petersburg, ga president Medvedev løfter om å modernisere landets økonomi, heriblant å redusere kapitalgevinstbeskatningen for å stimulere langsiktige investeringer samt å bedre rettsvernet for næringslivet. Også han tar i bruk finanskrisen som en anledning til å kritisere den angloamerikanske økonomiske modellen og mener at dagens situasjon utgjør både en mulighet og en utfordring for Russland.³⁷

Presidenten beskrev imidlertid sin reformiver som en bevegelse bort fra den statsdirigerte økonomien og over mot en økonomi drevet fram av konkurranse og private bedrifter. Han vektla at statens rolle bør være å tilrettelegge for næringslivet framfor å styre det. Hvorvidt det er noen reell substans i disse uttalelsene eller kun tomme ord for å tiltrekke seg utenlandske bedrifter og investorer, vil kun tiden vise.

Foreløpig har russiske myndigheter vist liten interesse for et genuint fritt næringsliv. Snarere har statsmakten beveget seg i mer autoritær retning. Men hvis den annonserte liberaliseringen finner sted, vil det i høyeste grad gagne både den politiske og økonomiske utviklingen ved å styrke sivilsamfunn og et ikke-politisk næringsliv.

En slik utvikling vil også innebære at landet beveger seg i retning av de opprinnelige styrkene ved den angloamerikanske modellen—trekk som også preger de nordiske landene: respekt for eiendoms- og kontraktsrett, forutsigbarhet i forhold til statsmakt og domstoler, og en lite intervenserende stat.

Men så langt er utviklingen preget av en politisert energisektor og en underutviklet rettsstat. Den økonomiske og politiske utviklingen i Russland er svært usikker, og henger tett sammen med oljeprisen. I følge Chris Weafer, tilknyttet den russiske banken UralSib, har Russland en historisk mulighet til å reformere og modernisere så lenge oljeprisen befinner seg mellom 60 og 90 dollar fatet. Blir oljeprisen for høy, fjernes incentivene til reformer. Blir den for lav, vil den russiske økonomien være mindre attraktiv for investorer.³⁸

Ut fra denne analysen, befinner oljeprisen seg for tiden på et perfekt nivå.³⁹ Men et slikt reformsenario kan virke for optimistisk. Russland har fremdeles langt å gå før landet kan utvikle et moderne næringsliv som ikke er råvarebasert og som er fritt for politisk kameraderi og statlige trusler. Finanskrisen og den økonomiske utviklingen i kjølvannet av krisen viser neppe at Russland kvalifiserer som framtidsmodell.

Europas statsfinansielle krise

Da finanskrisen nådde sitt klimaks høsten 2008, var europeiske ledere raskt ute og tok hendelsene til inntekt for den kontinentaleuropeiske modellen. Det viste seg imidlertid at europeiske banker var dypt involvert i den type investeringer som befant seg i senter av krisen—verdipapirer basert på amerikansk boligkjøp. Tyskland hadde i likhet med Kina ført store overskudd på handelsbalansen og eksportert betydelige mengder med kapital til de såkalte underskuddslandene—USA, Storbritannia og Spania.

³⁷ *Financial Times* (2010), "Medvedev sees opportunity for new world order", 18. juni

³⁸ FT.com, "The BP oil spill: opportunities and headaches for Russia", Beyond Brics, 16. juni 2010, <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2010/06/16/the-bp-oil-spill-and-how-it-affects-russia/>

³⁹ Prisen på "brent crude" har ligget mellom 70 og 80 dollar siden midten av mai 2010.

Disse tre landene befant seg på mange måter i samme situasjon. Alle tre hadde levd over evne og finansiert forbruk og investeringer med penger fra utlandet. Alle tre opplevde en finansboble der investeringer i bolig og annen eiendom hadde spilt en sentral rolle. Og alle tre ble hardt rammet av krisen.

Et annet land, Hellas, hadde skapt en annen form for boble, nemlig i uvetting statlig pengebruk, basert på kortsiktige strategier fra landets politiske ledelse for å kjøpe velgere ved å tilby ekstravagante offentlige stillinger som landet ikke hadde råd til. Dette ble finansiert gjennom store låneopptak fra tyske og franske banker.

Da den globale økonomiske krisen satte inn, ble de europeiske statsfinansene dratt til bristepunktet. Fallende skatteinntekter kombinert med økte ytelser og diverse krisepakker for å hjelpe økonomien, førte til en kraftig svekkelse av statsfinansene. Det som startet som en finanskrisen, fulgt av en realøkonomisk krise, utviklet seg derfor raskt til en statsfinansiell krise.

Først ute var Hellas. Det ble tydelig for en hver internasjonal investor—kjøpere av europeiske statspapirer—at de greske statsfinansene ikke var bærekraftige. Resultatet ble en kraftig økning av rentene på statspapirene—med andre ord, en økning av statens rentekostnader ved utstedelse av gjeldspapirer.

Den greske krisen økte fokuset på den statsfinansielle bærekraften også blant andre europeiske land. Det tok ikke lang tid før de søreuropeiske landene ble stemplet som "griseøkonomiene"—PIGS (Portugal, Italy, Greece, Spain).⁴⁰

Utviklingen i markedet for europeiske statsobligasjoner skapte frykt for at krisen skulle spre seg fra Hellas til resten av eurosone. Det var også bekymring over at den "greske" krisen kunne bli en ny "Lehman" ettersom mange europeiske banker, i stor grad ledende tyske og franske banker, hadde store eksponeringer overfor griseøkonomienes statsgjeld. Europeiske myndigheter besluttet derfor å intervensere.

De første krisepakkene var spede og skapte kun enda større usikkerhet i finansmarkedene. 11. april 2010 ble det lagt fram en pakke på 45 milliarder euro, finansiert av andre euroland og IMF. Dette ble fulgt av en ny pakke på 110 milliarder euro 2. mai, men heller ikke det syntes å legge lokk på krisen. I dagene som fulgte, spredde krisen seg raskt—først til resten av Europa, inkludert europeiske banker, og så til globale finansmarkeder. 6. mai stupte internasjonale aksjemarkeder samtidig som den amerikanske Dow Jones-indeksen opplevde sist største fall noen sinne i løpet av en dag—8,5 prosent. (Børsen hentet seg imidlertid til dels inn igjen mot slutten av dagen og endte ned rundt 3 prosent.)

10. mai besluttet europeiske myndigheter seg for å intervensere massivt og fikk satt sammen en krisepakke på nesten 1.000 milliarder euro for å hjelpe griseøkonomiene. Inkludert i pakken var et program der den europeiske sentralbanken (ECB) skulle kjøpe opp statsgjeld. Denne beslutningen ga opphav til omfattende kritikk. Mange påpekte at uavhengigheten til ECB er blitt svekket og at oppkjøpene av statsgjeld kan føre til inflasjon i årene som kommer.

Foreløpig har ECB forsikret om at oppkjøpene vil "steriliseres". Det vil si at de ikke fører til en økning av basispengemengden. Men hvis krisen forverres vil ECB kunne bli tvunget til å finansiere oppkjøp ved å trykke penger, noe som vil skape fare for ukontrollert inflasjon.⁴¹

⁴⁰ Irland ble også identifisert med denne gruppen av land som etter hvert skiftet navn til PIIGS.

⁴¹ Rent teknisk gjennomføres steriliseringen ved at sentralbanken selger unna verdipapirer tilsvarende i verdi til de som kjøpes, slik at balansen forblir den samme. Det sentralbanken gjør er dermed å bytte ut sikre mot mindre sikre verdipapirer, slik den amerikanske sentralbanken har gjort. Men i det lange løp har ECB simpelthen for lite sikre verdipapirer til at den kan fortsette å sterilisere oppkjøp slik at sentralbanken må ty til såkalte kvantitative lettelsler—med andre ord oppkjøp av statspapirer ved å trykke nye penger.

Flere europeiske ledere har forsøkt å legge skylden på finansmarkedsaktører for den europeiske krisen. For eksempel karakteriserte den tyske forbundskansleren Angela Merkel krisen som en kamp mellom politikerne og markedet. Den greske statsministeren George Papandreou antydte at krisen var forårsaket av et angrep på eurosonen av internasjonale spekulanter, mens spanske myndigheter varslet at de ville iverksette granskning av en angivelig sammensvergelse iverksatt av amerikanske investorer for å skade den spanske økonomien.⁴²

Den tsjekkiske presidenten Vaclav Klaus påpeker at den globale krisen framskyndet og tydeliggjorde de økonomiske problemene i eurosonen, men neppe var årsaken til disse problemene.⁴³ Han bruker også krisen som anledning til å gjenta sin skepsis overfor den europeiske monetære union (EMU).

Opprettelsen av EMU ble opprinnelig presentert som et middel for å stimulere den økonomiske veksten, dempe inflasjonen og redusere økonomiske sjokk blant medlemslandene. Men, som Klaus påpeker, har den økonomiske veksten for landene i eurosonen i snitt vært lavere på 2000-tallet enn de foregående tiårene. I følge data fra den europeiske sentralbanken har den gjennomsnittlige årlige veksten i disse landene falt fra 3.4 prosent på 70-tallet, til 2.4 prosent på 80-tallet, 2.2 prosent på 90-tallet og 1.1 prosent på 2000-tallet.⁴⁴

Eurosonen har heller ikke opplevd at medlemslandene er blitt likere hverandre i forhold til økonomisk vekst, inflasjon eller handelsbalanser. 2000-tallet har heller vært preget av en todelt utvikling der noen land har ført store underskudd på handelsbalansen og andre land store overskudd. Underskuddslandene har hatt høyere inflasjon.

Flesteparten av de økonomiske problemene EU-landene står overfor skyldes neppe den monetære union. Men eurosamarbeidet har heller ikke vært en løsning, slik enkelte trodde da fellesvalutaen ble introdusert. Hovedproblemet i en rekke EU-land er ikke-konkurransedyktige økonomier og ikke-bærekraftige statsfinanser. Det er disse problemene som må løses, hvis de kriserammede EU-landene skal kunne komme seg helskinnet ut av krisen.

Det vil ikke bli lett. Den overhengende gjeldsbyrden vil virke som en hemsko på den økonomiske utviklingen i lang tid. Den europeiske sentralbanken advarer mot at den statsfinansielle utviklingen i eurosonen vil fortrenge private investeringer og dempe den økonomiske veksten i årene framover.⁴⁵

I følge en økonomisk prognose utført av Ernst & Young, kan Eurosonen oppleve et "tapt tiår", ikke ulikt den økonomiske stagnasjonen som fant sted i Japan på 1990-tallet. Seniorrådgiver Marie Diron ser for seg svak vekst og vedvarende høy ledighet. Den dystre spådommen gjelder spesielt landene i sør, som antas å oppleve vekstrater mellom 0 og -0,1 prosent de neste par årene. Dermed kan vi se en todeling av den europeiske økonomiske utviklingen med stagnasjon i sør og moderat vekst i nord.⁴⁶

⁴² Bret Stephens (2010), "Europe's Crisis of Ideas", *Wall Street Journal*, 23. februar

⁴³ Vaclav Klaus (2010), "When Will the Eurozone Collapse?", *Economic Development Bulletin*, No. 14, Cato Institute, 26. mai

⁴⁴ ECB-tall gjengitt i Klaus (2010)

⁴⁵ ECB (2010), pressemelding 31. mai; <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100531.en.html>

⁴⁶ Ernst & Young (2010), "Sovereign debt crisis hits Eurozone economic growth", 24. juni

Britisk bacon

Det er ikke bare Sør-Europa som opplever statsfinansielle problemer. Den økonomiske analytikeren Nouriel Roubini påpekte tidligere i år at de britiske statsfinansene ikke ser stort bedre ut og at det begynner å lukte svidd fleesk også der.⁴⁷ Med et beregnet underskudd på over 11 prosent av BNP i år og en samlet statsgjeld på rundt 70 prosent av BNP, er den britiske statsfinansielle situasjonen på mange måter like ille som for Portugal og Spania.⁴⁸

Styrken til et lands statsfinanser dreier seg imidlertid om mer enn årlige budsjettunderskudd og samlet statsgjeld som andel av BNP. Det dreier seg i like stor grad om internasjonale investorers tillit til et lands statsmakt og de statsbærende partiers evne til å rydde opp i statsfinansene samt til hvor sterk den underliggende økonomien er. Slik sett har Storbritannia et godt rykte, ettersom statsmakten for det meste har innfridd sine gjeldsforpliktelser helt siden Bank of England ble opprettet på slutten av 1600-tallet som et ledd i statsfinansielle reformer.

Hellas, derimot, lot statsgjelden forfalle fra første stund, i 1826, omtrent samtidig som landet ble selvstendig. Etter dette ble greske myndigheter effektivt utestengt fra internasjonale kapitalmarkeder i mer enn 50 år. Siden har Hellas latt statsgjelden forfalle flere ganger.⁴⁹

Slike historiske fakta er å finne i en omfattende studie av flere hundre år med finansielle kriser—bankkriser, valutakriser og statsfinansielle kriser—gjennomført av to amerikanske økonomer, Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff.⁵⁰ Sistnevnte var blant en gruppe økonomer som skrev et åpent brev til politikere og velgere under den britiske valgkampen tidligere i år for å oppfordre til større finanspolitisk ansvarlighet.

Rogoff og hans medundertegnede pekte på behovet for “statsfinansiell konsolidering”, hvilket innebærer en reduksjon av statsgjelden ved å stramme inn de årlige budsjettene gjennom kostnadsuttak og økte skatter. Brevet advarte mot faren for “svekket tillit til den britiske økonomiske politikken”, noe som kan føre til høyere renter ved lånefinansiering (utstedelse av statsobligasjoner) og en ustabil valuta.⁵¹

Etter valget satte den nye regjeringen, bestående av konservative og liberaldemokrater, umiddelbart i gang med å planlegge budsjettuttak. Finansminister Osborne forventes å iverksette den kraftigste sparepolitikken siden budsjettinnstrammingene foretatt av Thatcher-regjeringen i 1981.⁵² En slik sparepolitikk kan fort bli svært upopulær blant velgere og statsansatte.

⁴⁷ Som Nouriel Roubini og hans medforfatter Ian Bremmer formulerte det: “The current crisis in Greece is only the worst example inside the EU. The PIGS ... all boast public debt above or headed for 100% of GDP. Though the PIGS acronym was apparently coined by British bankers, Britain, Ireland and Iceland also smell distinctly of bacon.” Nouriel Roubini og Ian Bremmer (2010), “Sovereign Risk Meets Sovereign Reality”, *Wall Street Journal*, 4. februar

⁴⁸ Martin Wolf (2010), “Britain’s historic general election”, *Financial Times*, 29. april

⁴⁹ Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, side 12-13

⁵⁰ Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press

⁵¹ Kenneth Rogoff et al. (2010), “UK economy cries out for credible rescue plan”, *The Sunday Times*, 14. februar

⁵² Chris Giles (2010), “UK Budget: the very big question”, *Financial Times*, 20. juni

Sparekapitalismen

I følge Martin Wolf, sjefsøkonomisk kommentator i *Financial Times*, er Storbritannia på vei inn i en periode preget av "avtagende forventninger".⁵³ Han kunne like gjerne ha inkludert resten av EU-landene, og om det går ordentlig ille, muligens store deler av verdensøkonomien.

Ikke-bærekraftige investeringer, gjeldsbasert vestlig forbruk, overdreven pengepolitisk stimulans gjennom to tiår og alvorlige internasjonale økonomiske ubalanser har ført verden til en situasjon der smertefulle omstillingsprosesser ligger foran oss. En rekke land vil måtte stramme kraftig inn i statsfinansene. Samtidig må husholdninger i mange land måtte bygge ned gjeld og øke sparingen.

Omfattende budsjettkutt planlegges i de fleste EU-land i tiden framover. På sikt vil det gjøre både statsfinanser og privat sektor sterkere ved at staten legger mindre beslag på tilgjengelige økonomiske ressurser. Men på kort sikt kan dette bli en traumatisk opplevelse for innbyggere som er vant med et visst nivå av statlige tjenester og ytelser.

Den britiske finansministeren George Osborne varsler omfattende kutt i den britiske velferdsstaten og budsjettreduksjoner på i snitt 25 prosent for departementene.⁵⁴ Dette kan virke i overkant av hva regjeringen faktisk er i stand til å gjennomføre, men viser samtidig hvor presset den statsfinansielle stillingen er.

I Frankrike har myndighetene varslet å kutte statsutgiftene med 10 prosent.⁵⁵ I Tyskland står finansminister Wolfgang Schäuble fast ved den varslede sparepolitikken. Som svar på kritikk fra USA og andre som ønsker at den tyske staten skal bruke mer penger for å stimulere økonomien, svarer han at Tyskland vil fremme europeisk og global vekst ved å føre en stabil økonomisk politikk framfor å bygge opp stadig mer gjeld.⁵⁶

I Spania så den sosialistiske regjeringen seg nødt til å konfrontere fagbevegelsen ved å gjennomføre et kutt i offentlige lønninger på 5 prosent. Dette ble iverksatt som del av en mer omfattende plan for å bringe budsjettunderskuddene ned fra 11.2 prosent av BNP i 2009 til litt over 6 prosent av BNP i 2011. Regjeringsmedlemmene kuttet sine egne lønninger med 15 prosent som symbolsk støtte til innstrammingene.⁵⁷

De varslede innstrammingene ble ikke vel mottatt av spanske fagforeninger, som truet med omfattende streikeaksjoner—noe som kan være en forsmak på de sosiale og politiske gnisninger som vil finne sted i en rekke EU-land i årene framover. De verste sammenstøtene mellom innbyggere og statsmakt har hittil funnet sted i Hellas, der myndighetene har blitt nødt til å iverksette svært kraftige innstramninger i et desperat forsøk på å løse den statsfinansielle krisen.

Papandreou-regjeringen har gitt løfter om å kutte underskuddet med 24 milliarder euro, blant annet ved å øke pensjonsalderen fra 53 til 67 år, legge ned 800 statlige etater, privatisere en rekke statsbedrifter, redusere antall offentlige ansatte og fjerne den 13. og 14. månedslønnen

⁵³ Martin Wolf (2010), "Back to the future' imperils Britain", *Financial Times*, 25. mars

⁵⁴ *Financial Times* (2010), "Osborne signals fresh welfare cuts", 23. juni

⁵⁵ *Financial Times* (2010), "France promises to freeze spending", 6. mai

⁵⁶ *Financial Times* (2010), "Schäuble defends German austerity", 23. juni

⁵⁷ *Financial Times* (2010), "Tough new Spanish austerity measures" og "Spain's fiscal austerity package", 12. mai

for statsansatte. (I Hellas fikk statsansatte betalt for to ekstra måneder i året utover de månedene de faktisk jobbet.)⁵⁸

Behovet for finanspolitisk konsolidering og statsfinansielle reformer er kun én del av problemet. På et mer grunnleggende nivå, må de europeiske landene gjennomføre grundige overhalinge av økonomiene sine for å øke konkurransevnen og fjerne reguleringer som hindrer økonomisk effektivitet og vekst. Dette er nødvendig for å redusere arbeidsledigheten og øke verdiskapningen, noe som i sin tur vil redusere utbetalinger til ledige og øke skattegrunnlaget. Slike reformer vil dermed på lang sikt styrke statsfinansene betydelig.

I følge Carlos Andrade, sjefsøkonom i Banco Espírito Santo, griper den portugisiske sparepolitikken, iverksatt av den sittende sosialistregjeringen, ikke fatt i de underliggende problemene ved den portugisiske økonomien, nemlig lav vekst og svekket konkurransevne.⁵⁹ Dette kan være symptomatisk for en rekke land. Men den økonomiske krisen i Europa kan også legge press på myndigheter til å gjennomføre omfattende strukturelle reformer, noe som vil styrke disse landenes økonomi over tid.

Et hovedproblem er rigide arbeidsmarkeder. I Spania har krisen fått regjeringen til å vurdere arbeidsmarkedsreformer, noe som uunngåelig vil skape konflikter med fagbevegelsen.⁶⁰ Slike reformer er sårt trengt. Spania har blant de mest rigide arbeidsmarkedene i Europa. For å gjøre vondt verre: Mens økonomien var inne i resesjon og inflasjonen var lik null, økte lønningene med 3 prosent. Som et resultat av dette skjøt arbeidsledigheten i været og ligger nå opp mot 20 prosent. Rigide arbeidsmarkedsreguleringer skaper en permanent høy strukturell ledighet og gjør det vanskelig for økonomien å hente seg inn igjen.⁶¹ Krisen har presset myndighetene til å iver sette strakstiltak og visestatsminister María Teresa Fernández de la Vega har annonsert at myndighetene vil utarbeide et avtaleverk for å endre Spanias arbeidsmarkedsreguleringer.

Krisen viser dermed at det er to retninger de europeiske økonomiene kan ta: Omfattende strukturelle reformer og liberaliseringer vil legge grunnen for framtidig vekst, styrkede statsfinanser og et vitalt næringsliv; Manglende reformer vil lede til økonomisk og politisk forfall og langvarig stagnasjon. Begge deler kan imidlertid lede til alvorlige politiske kriser. Myndigheter som presser på med økonomiske reformer og kraftige sparetiltak kan i det korte løp bli møtt med streikende arbeidere og velgere som vender dem ryggen.

Hvis reformene blir gjennomført, vil imidlertid befolkningen nyte godt av økonomisk vekst og velstand i framtiden. Hvis reformer ikke gjennomføres, kan landene gå inn i en lang periode med økonomisk stagnasjon, noe som vil øke sosiale gnisninger og igjen føre til misnøye og sosial uro. En slik utvikling gir også grobunn for populisme, noe som vil skape ytterligere hindringer for framtidig økonomisk utvikling.

Situasjonen kan synes som en reprise av det som skjedde i Storbritannia på slutten av 70-tallet og begynnelsen av 80-tallet.⁶² Manglende reformvilje og en stagnerende økonomi skapte omfattende konflikter, noe som endte opp i "mishøyetens vinter" 1978-79. Det var på bakgrunnen av denne utbredte mishøyet med både myndigheter og fagforeninger at Margaret Thatcher vant valget i 1979. Hun iverksatte kraftige finanspolitiske og pengepolitiske innstramminger samt omfattende reformer av den britiske økonomien.

På kort sikt ble resultatet en alvorlig økonomisk krise, som følge av innstrammningene, og konflikter med fagforeningene, som ikke ønsket økonomiske reformer. På lang sikt ble

⁵⁸ *Financial Times* (2010), "Greece agrees €24bn austerity package", 30. april

⁵⁹ *Financial Times* (2010), "Lisbon's austerity package calms markets", 29. april

⁶⁰ *Financial Times* (2010), "Spain puts labour reform on the agenda", 14. mai

⁶¹ *Economist* (2010), "So hard to bend: Rigidities in the labour market make recovery even harder", 11. februar

⁶² Gideon Rachman (2010), "Fear that now unites Britain and Europe", *Financial Times*, 14. mai

resultatet en styrking av statsfinansene, større pengepolitisk stabilitet og en gjenoppretting av den britiske økonomien. Dette var med andre ord helt nødvendige reformer som britene har kunnet nyte godt av i lang tid. Denne økonomiske politikken ble i stor grad videreført av det britiske arbeiderpartiet da Tony Blair tok over som statsminister i 1997. Dessverre fant det sted en rekke økonomiske utskielser på 2000-tallet, som har bidratt til dagens kriserammede britiske økonomi, og britene står på nytt overfor en lang periode preget av innstramminger og omstillinger.

Stimuleringskapitalismen

En viktig årsak til den økonomiske krisen på 1970-tallet var at etterkrigstidens stimuleringspolitikk brøt sammen. Forsøk på å redusere arbeidsledigheten og stimulere til økonomisk vekst gjennom ekspansiv penge- og finanspolitikk førte over tid til ukontrollert inflasjon, ustabil økonomisk vekst og økende ledighet—stagflasjon. I USA toppet inflasjonen seg på starten av 1980-tallet, men ble reversert gjennom kraftige pengepolitiske innstramminger av sentralbanksjef Paul Volcker. Dette utløste en kraftig resesjon, men økonomien kom styrket ut av det etter at Reagan-resesjonen var over.

De økonomiske problemene på 1970-tallet svekket troen på finanspolitisk stimulering og et makroøkonomisk styringsregime basert på tankene til den britiske økonomen John Maynard Keynes. Den tradisjonelle keynesianismen forsvant dermed i stor grad. Over tid oppsto imidlertid et nytt tankesett som tok inn over seg de negative erfaringene fra 70-tallets økonomiske utvikling og den fagkritikken denne utviklingen førte med seg. Hvilket la grunnen for dagens dominerende makroøkonomiske tenkning.

Dagens makroøkonomiske styringsregime bygger i stor grad på et teoretisk paradigme som gjerne kalles nykeynesianisme.⁶³ Denne retningen har vært basert på noen grunnleggende teoretiske antagelser og retningsgivende prinsipper for den økonomiske politikken. Blant disse er tanken om at prisstabilitet—eller, mer presist, jevn årlig konsumprisvekst—fører til stabil økonomisk vekst og en arbeidsledighet som er lik den antatte likevektsledigheten.

Ut fra denne tankegangen, har sentralbanker i de fleste industriland siktet mot et såkalt inflasjonsmål—gjærne et sted rundt 2 prosent. Ideen var at ved å forplikte sentralbanken til dette målet, ville man skape forventninger om at inflasjonen over tid ville være lik målet, noe som ville "forankre" innbyggernes inflasjonsforventninger. I sentralbanksjargong ble det opprettet et "nominelt anker" for valutaen.

Dette styringsregimet hadde bred oppslutning blant makroøkonomer, både i akademia og blant de som utformet rentepolitikken i sentralbankene. Det var enkelte kritiske røster som stilte spørsmålsteget ved denne tankegangen. En fremtredende kritiker var William White ved Banken for internasjonale pengeoppgjør (BIS). Han påpekte at dette fokuset var for snevert fordi lave renter over tid kan føre til alvorlige økonomiske ubalanser. Konklusjonen hans var klar: Prisstabilisering er ikke tilstrekkelig for å skape økonomisk stabilitet. Vi må også se på det som skjer i finanssektoren og på husholdningers og bedrifters oppbygging av gjeld, fordi finansielle ubalanser kan skape kriser som vil påvirke resten av økonomien.⁶⁴

⁶³ Det engelske begrepet er "New Keynesian economics" og må ikke forveksles med "neo keynesianism" som er et begrep som noen ganger brukes om det teoretiske paradigmet til de tidlige etterfølgerne av Keynes. I dag vil vi kanskje heller kalle disse tidligere økonomene for tradisjonelle keynesianere.

⁶⁴ William R. White (2006), "Is Price Stability Enough?," BIS Working Papers 205, Bank for International Settlements

BIS advarer i dag mot en gjentakelse av noen av de underliggende forhold som førte til finanskrisen: For lave renter over for lang tid svekker evnen til risikovurdering og skaper alvorlige finansielle ubalanser.⁶⁵

I etterkant av finanskrisen har stadig flere økonomer og kommentatorer begynt å se den nære forbindelsen mellom lave renter og finansielle ubalanser. Dessverre gjelder dette foreløpig i liten grad de som tar rentebeslutningene i sentralbankene. Et unntak ved den amerikanske sentralbanken er Thomas Hoenig, president ved sentralbankens avdeling i Kansas City. Han har blitt stadig mer bekymret for de langsiktige risikofaktorer som oppstår når rentene er for lave og tilgangen på kreditt blir for stor. Som han sier:

Det er ingen tvil om at lave renter stimulerer de rentefølsomme delene av økonomien, og hvis rentene holdes lave for lenge vil det kunne føre til forstyrrelser av økonomiens ressursallokering. Kunstige lave renter synes å fremme forbruk framfor sparing og vil over tid systematisk påvirke investeringsbeslutninger og de relative kostnadene ved, samt allokeringen av, kapital.⁶⁶

Han konkluderer med at "lave renter, selv om det nok ikke var den eneste årsaken, spilte en sentral rolle i å skape de omstendigheter som førte til krisen." Ved å heve blikket noe og skue framover, er han bekymret for at dagens lave rente, hvis den blir opprettholdt for lenge, vil skape nye finansielle ubalanser i framtiden.

Med finanskrisen så man også en gjenoppliving av keynesiansk finanspolitikk. Mantraet i 2008 var at "vi er alle keynesianere nå". Keynesiansk finanspolitikk innebærer at myndighetene fører store underskudd på statsbudsjettet for å stimulere økonomien ut av en lavkonjunktur. Det antas at den statlige pengebruken har store ringvirkninger og dermed fører i gang aktivitet i privat sektor.

En slik finanspolitikk har riktignok aldri vært forsøkt for å stimulere en økonomi ut av en depresjonslignende krise. På 1930-tallet kom en slik stimulans først med krigsmobiliseringen, noe flere økonomer mente var et bevis på at slik stimuleringspolitikk virker. Men den raske reduksjonen av det amerikanske statsbudsjettet i 1946, fulgt av kraftig vekst og høy sysselsetting, skapte utbredt tvil blant amerikanske politikere om at denne tankegangen hadde noe for seg. Keynesianske økonomer advarte på denne tiden om at kuttene ville føre til det motsatt—den verste økonomiske krisen i amerikansk historie.

Det var først med Kennedy-Johnson-administrasjonen på 60-tallet at keynesiansk finanspolitikk ble implementert. Dette førte raskt til inflasjon og statsfinanser som spant ut av kontroll, noe som endte opp i 70-tallets stagflasjon og langvarige økonomiske krise. Den tradisjonelle keynesianismen kom derfor i vanry, og de fleste økonomer forlot dette tankesettet. I stedet oppsto den omtalte nykeynesianismen, som konsentrerte seg om pengepolitikken som styringsinstrument.⁶⁷

På 1990-tallet forsøkte Japan å stimulere seg ut av en økonomisk krise. Dette var lite vellykket. Erfaringene man gjorde seg var at pengebruken førte til ren ressursløsning, ved at

⁶⁵ WSJ.com (2010), "BIS Warns Central Banks Against Keeping Rates Low for too Long", Real Time Economics, 28. juni, <http://blogs.wsj.com/economics/2010/06/28/bis-warns-central-banks-against-keeping-rates-low-for-too-long/>

⁶⁶ Thomas Hoenig (2010), "What About Zero?", Santa Fe, New Mexico, 7. april

⁶⁷ Først oppsto retningen nyklassisk makroøkonomi ("New Classical economics") ledet an av Robert Lucas ved universitetet i Chicago. Flere av de nyklassiske tankene, samt deler av Milton Friedmans kritikk av den tradisjonelle keynesianismen, ble en del av mainstream nykeynesiansk makroøkonomisk tenkning.

statlige investeringsprogrammer resulterte i overflødig infrastruktur, ofte omtalt som ”broer til ingensteds”. Samtidig økte statsgjelden i raskt tempo. Tilhengere av slik stimuleringspolitikk mente på sin side at japanske myndigheter ikke hadde brukt nok penger raskt nok. Andre mente at myndighetene ikke hadde latt seddelpressen løpe raskt nok.

Den amerikanske sentralbankledelsen var blant dem som inntok sistnevnte standpunkt, ikke minst daværende sentralbankstyremedlem Ben Bernanke, som senere ble sentralbanksjef. Frykten for at den amerikanske sentralbanken skulle oppleve såkalt ”japansk syke”—en økonomisk utvikling preget av lav vekst og ingen prisvekst eller svak deflasjon—førte til at sentralbankens styringsrente ble holdt svært lav, svært lenge i kjølvannet av IT-krakket på begynnelsen av 2000-tallet. Et annet motiv var at sysselsettingen brukte svært lang tid på å hente seg inn igjen.

Ved å stimulere økonomien ut av resesjonen som kom da IT-boblen sprakk, la myndighetene grunnlaget for neste boble og neste krise. Denne kortsiktige tenkningen har dermed brakt sentralbanken fra boble til boble og krise til krise. Og for hver gang den griper inn, synes krisene å bli verre. Det virker derfor som om sentralbanken har havnet i en ond sirkel, ikke ulikt det som skjedde på 70-tallet. Den eneste veien ut av denne sirkelen er å endre styringsregimet, noe som mest sannsynlig vil skje i løpet av dette tiåret, etter som stadig flere økonomer og kommentatorer kommer til erkjennelsen at dagens pengepolitikk ikke er bærekraftig.

Gjenopplivingen av den keynesianske finanspolitikken synes også som et kortsiktig bluff. Tidlig i 2008 tok IMF-leder Dominic Strauss-Khan til orde for finanspolitisk stimulans blant G20-landene. I dag er tonen en annen. De fleste G20-landene snakker nå om behovet for sparepolitikk for å unngå statsfinansielle kriser og høye renter på obligasjoner. Det er store kostnader knyttet til finanspolitisk stimulering, kostnader som dukker opp raskere enn det mange hadde trodd.⁶⁸

En åpenbar kostnad er at de statlige låneopptakene, ved utstedelse av statspapirer, kveler private investeringer ved å drive opp rentene i obligasjonsmarkedet og legge beslag på ressurser. I følge David Roche, forfatter av boken *Sovereign DisCredit!*, legger statlig gjeld beslag på 25 prosent av den samlede globale sparingen. Dette vil gjøre det vanskeligere for den globale økonomien å hente seg inn igjen i årene framover.⁶⁹

Det er stor uenighet blant økonomer om hvordan finanspolitikken virker inn på økonomien. Tradisjonelle keynesianere ser få problemer knyttet til økt statlig pengebruk og tror dette har stor positiv innvirkning på den økonomiske utviklingen. Nye keynesianere er mer tvilende. For eksempel mener makroøkonom og sentralbankeekspert John B. Taylor at det har liten virkning. Han viser blant annet til en studie av IMF-økonomer som konkluderer at virkningene av finanspolitisk stimulering er svært små og kortvarige. I følge disse beregningene er størrelsen på de finanspolitiske ringvirkningene—den såkalte finanspolitiske multiplikatoren—mindre enn 1. Det innebærer at pengebruken umiddelbart fortrenger privat virksomhet.⁷⁰

⁶⁸ Niall Ferguson (2010), ”A Greek crisis is coming to America”, Financial Times, 10. februar

⁶⁹ David Roche, ”It’s not the way to solve eurozone debt crisis”, Financial Times, 10. mai

⁷⁰ John B. Taylor (2010), ”The Administration and the IMF on the Multiplier”, Economics One, <http://johnbtaylorblog.blogspot.com/2010/05/administration-and-imf-on-multiplier.html>

En annen ledende nykeynesianer, Gregory Mankiw, mener at økonomer simpelthen skjønner for lite av både økonomiske kriser og hvordan myndighetenes politikk påvirker økonomien. Han oppfordrer derfor økonomer og politikere til å være mer ydmyke. Han påpeker også svakhetene ved utformingen av den amerikanske finanspolitiske stimuleringspakken og ved forsøkene på å innhente data om virkningene.⁷¹

Utviklingsøkonom Jeffrey Sachs går mye lenger i sin kritikk og mener vi ser slutten på keynesianismen. Han vektlegger behovet for langsiktig tenkning framfor kortsiktighet i den økonomiske politikken.⁷² Realitetene er at land som USA, Storbritannia og Spania har levd over evne. Dette tilsier dermed også behovet for lavere forbruk og mer sparing for å gjenopprette disse ubalansene. Det å løse en gjeldskrise med mer gjeld, virker derfor mot sin hensikt.

Flere ledende institusjoner råder nå G20-landene til å få orden på statsfinansene. Banken for internasjonale pengeoppgjør (BIS) publiserte tidligere i år et notat som peker på farene ved store budsjettunderskudd og økende statsgjeld, mens det internasjonale pengefondet (IMF) nylig oppfordret til at den økonomiske politikken i industrilandene bør vektlegge behovet for statsfinansiell konsolidering, inkludert reformer av trygde- og skattesystemene.⁷³ Dette kommer etter en advarsel tidligere i år om at kraftig statsgjeld kan hemme den økonomiske veksten i disse landene i lang tid framover.⁷⁴

Den europeiske sentralbanksjefen Jean-Claude Trichet råder likeledes myndighetene i Eurosonen til å få orden på statsfinansene, noe han anser som nødvendig for å gjenopprette den økonomiske veksten:

Det er en fullstendig feilslutning å si at sunne statsfinanser demper den økonomiske veksten. Det er heller motsatt. Fraværet av statsfinansiell troverdighet demper den økonomiske veksten.⁷⁵

Her får han støtte fra den italienske økonomen Alberto Alesina, som mener at sparepolitikk kan stimulere den økonomiske veksten ved å roe ned obligasjonsmarkedene, noe som i sin tur trekker ned de langsiktige rentene og som dermed stimulerer til private investeringer.⁷⁶ Alesina er for øvrig medforfatter av boken *The Future of Europe: Reform or Decline*, utgitt før finanskrisen der han allerede da advarte om behovet for omfattende økonomiske reformer. Alternativet for de europeiske landene er forfall. Disse problemene har blitt forsterket og framskyndet av de økonomiske krisene de siste årene.

En skjør global kapitalisme

Verdensøkonomien er i dag kjennetegnet av en rekke ubalanser og en høyst usikker framtid. Det er store ubalanser i varehandelen, med tilhørende ubalanser i kapitalstrømmene. Dette gjelder spesielt forholdet mellom de store overskuddslandene, heriblant Kina, og

⁷¹ N. Gregory Mankiw (2010), "Crisis Economics", *National Affairs*

⁷² Jeffrey Sachs (2010), "Time to plan for post-Keynesian era", *Financial Times*, 7. juni

⁷³ IMF (2010), "World Economic Outlook Update", 7. juli

⁷⁴ *Financial Times* (2010), "IMF warns rich countries on debt", 14. mai

⁷⁵ ECB (2010), intervju av Jean-Claude Triche i tyske *Handelsblatt*, publisert på den europeiske sentralbankens hjemmeside, <http://www.ecb.eu/press/key/date/2010/html/sp100514.en.html>

⁷⁶ *Businessweek* (2010), "Keynes vs. Alesina. Alesina Who?", 30. juni

underskuddslandene, primært USA. Verdensøkonomien må "rebalanseres" for at den framtidige utviklingen skal bli mer bærekraftig.

USA har i løpet av det siste tiåret påtatt seg rollen som "etterspørger i siste instans". Landets har ført rekordstore underskudd på driftsbalansen, som kan ses som det videste målet på et lands handelsbalanse.⁷⁷ En annen måte å forstå driftsbalansen på er sparing minus investeringer. Hvis den nasjonale sparingen er mindre enn investeringsnivået, vil et lands husholdninger, bedrifter og statsmakt i sum måtte låne penger fra utlandet.⁷⁸

Andre land har spart langt mer enn det de investerer og har dermed ført store overskudd på driftsbalansen. Dette gjelder flere av verdens største økonomier—Japan, Kina, Tyskland. Disse landene har i stor grad basert vekststrategien sin på eksport. For at denne vekststrategien skal lykkes, må noen være villig til å ta i mot handels- og kapitaloverskuddene. Dette er primært USA.

Det er også andre aspekter ved det globale økonomiske systemet som ikke synes bærekraftig. Kombinasjonen av frie kapitalstrømmer og uavhengig, nasjonal pengepolitikk skaper ustabile kapitalstrømmer som kan føre til aktivabobler med påfølgende finans- og valutakriser. Dette har vi sett mange eksempler på de siste tiårene.

Denne utviklingen kan neppe fortsette og kan føre til en reversering av den finansielle globaliseringen. Flere land kan se seg nødt til å gjeninnføre kapitalkontroll. En annen løsning vil være en bevegelse i retning av en global valuta, slik man hadde under den første store globaliseringen i tiden fram til første verdenskrig. Forslag om en global valuta har blitt fremmet av pengeteoretiker og nobelprisvinner Robert Mundell.

Det er flere problemer tilknyttet en slik valuta, ikke minst hvordan man eventuelt skal skjerme en global sentralbank fra politisk press. Et nedslående eksempel er den svekkede uavhengigheten til den europeiske sentralbanken (ECB) under den europeiske krisen. ECB kan ses som en "global" sentralbank for euroområdet.

Fordelen med en slik valuta vil være at man fjerner ustabile kapitalstrømmer basert på forskjeller i lands pengepolitikk. Dette vil i sin tur vil eliminere muligheten for valutakriser, av den typen som ble erfart under Asia-krisen og under den siste finanskrisen.

I dagens økonomiske klima befinner de fremvoksende økonomiene seg på nytt i en vanskelig situasjon. Lave renter i USA og Eurosonen skaper ustabile kapitalstrømmer inn i de fremvoksende økonomiene, spesielt hvis renteforskjellene er store. Disse landene står dermed overfor et dilemma. Flere av dem har opplevd at den økonomiske veksten har hentet seg raskt inn igjen. Dette tilsier behovet for å avvikle den pengepolitiske stimulansen iverksatt under krisen ved å heve rentene igjen. Men dette kan føre til at ustabile kapitalstrømmer fra lavrentelandene skaper bobler. På den annen side, hvis de fremvoksende økonomiene unnlater å heve rentene vil slik pengepolitisk ekspansjon kunne skape hjemmelagde bobler.

⁷⁷ Driftsbalansen er handelsbalansen pluss rente- og stønadsbalansen med utlandet.

⁷⁸ Driftsbalansen tilsvarer i så måte kapitalbalansen. Ved en negativ driftsbalanse, har et land en tilsvarende positiv kapitalbalanse. Til sammen skal disse nettelte hverandre ut, slik at betalingsbalansen blir lik null.

Hovedproblemet er rentepolitikken i de store økonomiene—USA, Eurosonen og Japan—som påvirker markeder kloden rundt. Pengepolitiske reformer må derfor starte i disse landene, hvis verden skal kunne bevege seg mot en mer stabil finansiell orden.

Foruten bekymring for destabiliserende kapitalstrømmer, er det mye som tyder på at utviklingen av verdensøkonomien etter finanskrisen er svært sårbar og høyst usikker.

Den europeiske gjeldskrisen har satt spørsmålstegn ved det man trodde var en robust gjeninnhenting av den globale økonomiske veksten. Da økonomiske og politiske ledere møttes i Davos i starten av 2010 feiret man at stimuleringstiltakene hadde dratt verden ut av resesjon. Det man ikke så var de økonomiske ubalansene som fortsatt preger utviklingen.

I Kina bidro en massiv pengepolitisk stimulans og et historisk statlig investeringsprogram til å skape en ikke-bærekraftig kredittboble. I Europa gikk man rett fra realøkonomisk krise til statsfinansiell krise. I USA ser man vedvarende høy ledighet, og et svært usikkert boligmarked holdt oppe av midlertidige statlige støttetiltak. Samtidig er det bekymring for hva lave renter kan medføre på lang sikt.

Det synes også som verdensøkonomien er inne i en alvorlig strukturkrise. Feilinvesteringer og massiv pengepolitisk stimulans over flere tiår har skapt enorme ubalanser som må løses opp. Ressurser må skiftes ut av boblesektorer og over i mer langsiktig og bærekraftig virksomhet.

Finansmarkedene fungerer på mange måter som en termometer på verdensøkonomien. Markedene har vært preget av mye usikkerhet og urolighet gjennom våren 2010. Samtidig ser vi en økning i rentedifferansene i pengemarkedet, noe som signaliserer at finansmarkedene er langt mer skjøre enn det man hadde håpet. Usikkerheten har ført til en "flukt" inn i sikre formuesobjekter, spesielt amerikanske og tyske statspapirer samt gull.

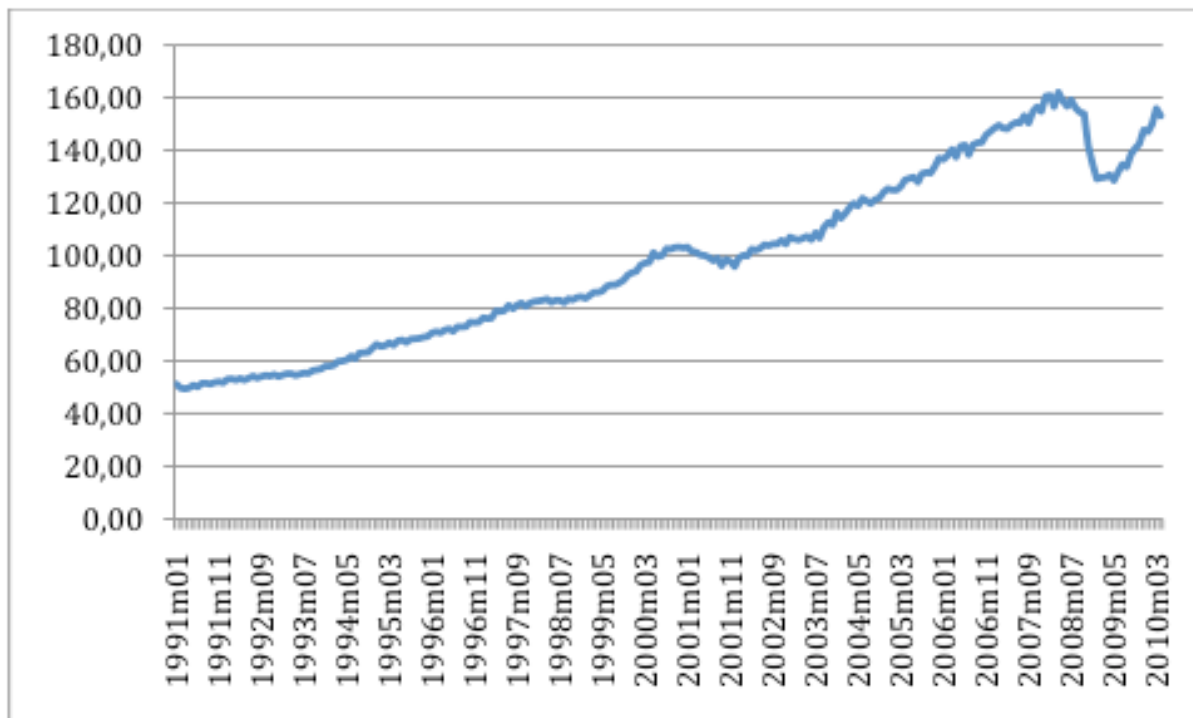
Ytterligere nedgradering av spansk statsgjeld samt en tiltagende spansk bankkrise bidro ytterligere til å skape pessimisme i internasjonale finansmarkeder. Som et resultat, har prisene på mer risikofylte verdipapirer sunket, samtidig som aksjepriser i både industrialiserte så vel som fremvoksende økonomier falt tilbake til det nivået de lå på i 2009.⁷⁹

Påbegynnende pengepolitiske innstramminger i flere land, heriblant Kina, Brasil og India, skaper frykt for økonomisk nedkjøling. Og finanspolitiske retrett i EU har skapt usikkerhet rundt hva som vil skje når en rekke land går fra stimulering til innstramminger.

I følge data sluppet av det nederlandske byrået for analyse av økonomisk politikk (CPB), har verdenshandelen falt med 1,7 prosent i april 2010, etter en økning på 4 prosent i mars. Den internasjonale varehandelen var på dette tidspunktet 6 prosent under den toppen som ble nådd i april 2008 og 19 prosent over bunnivået som ble nådd i mai 2009.⁸⁰ Utviklingen i verdenshandelen de to siste tiårene kan ses i figuren under.

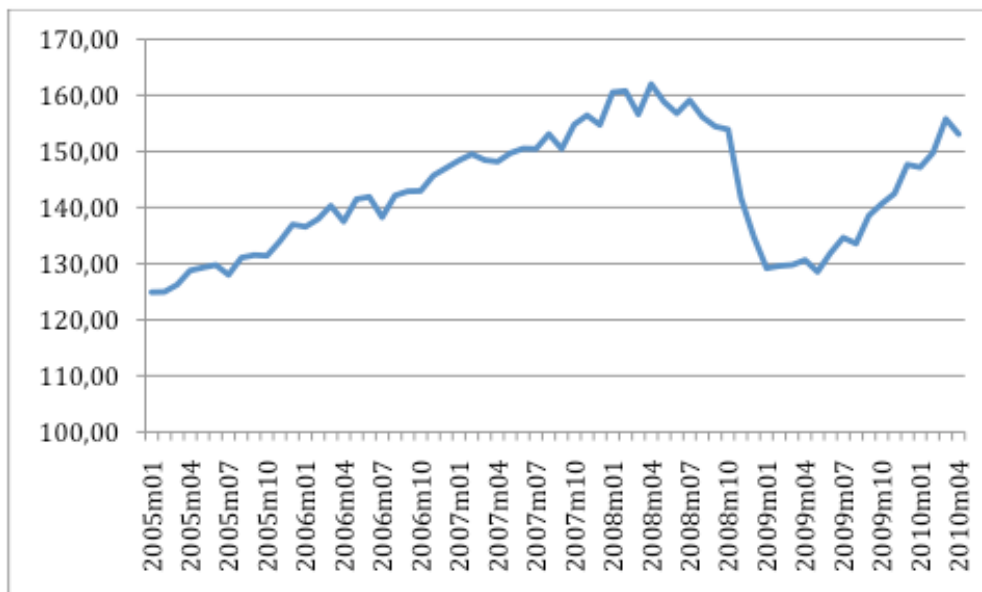
⁷⁹ Disse utviklingstrekkene er beskrevet i den siste kvartalsrapporten fra BIS. BIS (2010), "International Banking and Financial Market Developments", *BIS Quarterly Review*, juni

⁸⁰ CPB (2010), "World Trade Monitor," april

Figur 5 Verdenshandelen 1991-2010 (volum) (2000=100)

Kilde: CPB (2010)

Som det går fram av figuren, falt verdenshandelen noe i forbindelse med resesjonen i etterkant av IT-boblen. Men fallet var langt mer dramatisk i kjølvannet av finanskrisen. Ved å snevre inn perioden, er det lettere å se utviklingen de siste årene.

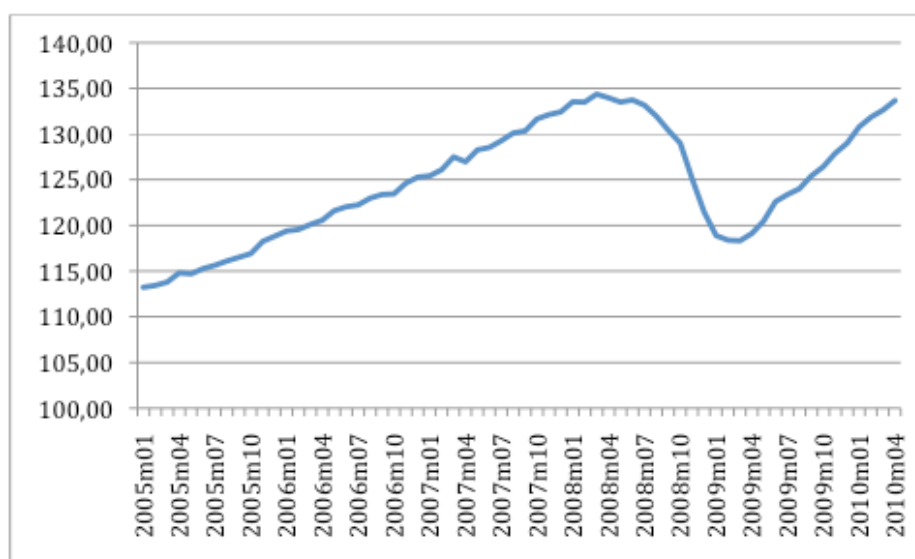
Figur 6 Verdenshandelen 2005-2010 (volum) (2000=100)

Kilde: CPB (2010)

Som vi ser har verdenshandelen delvis hentet seg inn igjen, selv om den ligger langt under trend, hvis verdenshandelen uavbrutt skulle ha fortsatt utviklingen fra før krisen. Kurven peker for tiden nedover, grunnet fallet fra april til mai. Dette faller sammen i tid med en rekke faktorer som peker på en mulig ny nedkjøling av verdensøkonomien og kan slik sett være et varsel om ytterligere fall eller utflating i tiden framover.

Det er for tidlig å si om fallet i den internasjonale varehandelen fra april til mai 2010 er en vedvarende trend eller kun et midlertidig tilbakesteg. CPB mener det er en sterk framdrift i varehandelen. Den globale industriproduksjonen er også på vei opp og begynner å nærme seg toppnivået fra før krisen (mars 2008). Industriproduksjonen er 13 prosent over bunnivået under krisen (mars 2009).

Figur 7 Verdens industriproduksjon 2005-2010 (volum) (2000=100)



Kilde: CPB (2010)

Det er riktignok andre indikatorer som peker i retning av at industriproduksjonen i Kina og andre asiatiske land er i ferd med å kjøles ned.⁸¹ Samtidig er det fare for ny nedkjøling av industrilandenes økonomi. Fall i etterspørselen fra de industrialiserte landene vil i sin tur ha negativ innvirkning på de fremvoksende økonomiene. De land som er avhengig av eksport av industrivarer, vil oppleve fall i eksporten, slik vi så i 2008-2009. Dette gjelder også de industriland som har lagt stor vekt på eksportledet vekst, hvilket gjelder to av verdens største økonomier—Japan og Tyskland.

Fall i utenrikshandelen for de store eksportlandene vil også negativt påvirke råvareprisene, og dermed de økonomiske utsiktene til råvareeksportører slik som Brasil og Russland. Brasil har imidlertid også en sterk innenriksøkonomi, så landet er ikke like ensidig eksportavhengig som andre fremvoksende økonomier.

⁸¹ *Financial Times* (2010), "Fears mount over slowing global demand", 1. juli; "China fears rise as Asian growth slows", 1. juli; "Chinese factory production growth slows", 1. juni;

Mot en mer stabil kapitalisme

Veien ut av krisen vil måtte innebære både kortsiktige og langsiktige grep. De kortsiktige grepene innbefatter statsfinansielle innstramminger og nedbygging av gjeld. De langsiktige innebærer endringer i det økonomiske systemet, heriblant en omdefinering av forholdet mellom marked og stat.

For å kunne få økonomien på rett kjøl igjen, må både husholdninger, bedrifter og myndigheter redusere gjeldsnivået. Dette er helt essensielt. Man kan ikke løse en gjeldskrise ved å skape enda mer gjeld. Dette innebærer at privat sektor må spare mer og at myndighetene må stramme inn budsjettene, helst ved omfattende kutt i offentlig sektor.

På mellomlang sikt er økonomien avhengig av omfattende omstruktureringer, etter som arbeid og kapital må skiftes ut av ikke-bærekraftig virksomhet og over til sektorer og virksomheter der de kan skape framtidige verdier. En slik omstillingsprosess er smertefull og vil kunne ta lang tid. Statlig låneopptak og pengebruk vil vanskeliggjøre denne omstillingen fordi det fortrenger privat investeringsvirksomhet som er helt nødvendig for å skape framtidens arbeidsplasser.

De langsiktige grepene vil innebære en omlegging av det pengepolitiske regimet og andre dyptgripende endringer av statens rolle i forhold til finanssektoren. Finjusteringer av sentralbankens styringsrente skaper ikke økonomisk stabilitet på lang sikt, kun et skinn av stabilitet på kort sikt. Renten er økonomiens viktigste prissignal. I dag behandles den som om den var myndighetenes viktigste styringsredskap. Dette kan ikke fortsette.

På litt lenger sikt virker det sannsynlig at krisene verden står oppe i nå vil føre til en gradvis reorientering av den økonomiske politikken. Pengepolitiske beslutningstagere vil forhåpentlig få en bedre forståelse for sammenhengen mellom styringsrente og aktivapriser samt adferden til aktører i finansmarkedene.

Dagens "kapitalisme" synes å være basert på ideen om at myndighetene har ansvar for investorer og långivere hver gang noe går galt. Denne formen for inngrep skaper en stadig større grad av adferdsrisiko og vil over tid gjøre finanssektoren stadig mer politisert. Denne usunne koblingen mellom marked og stat har ført til en stadig større villighet til å ta høy risiko.

Størrelsen på redningstiltakene, både for lands finanssektorer og for lands myndigheter, synes å vokse i rekordfart. I forbindelse med Asia-krisen fikk Sør-Korea et nødlån fra det internasjonale pengefondet til en verdi av 10 milliarder dollar. Dette ble sett som et stort beløp den gang.

I forbindelse med finanskrisen har vi sett redningen av investeringsbanken Bear Stearns til en verdi av 40 milliarder dollar. Kostnadene forbundet med redningen av de to amerikanske boligfinansinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac er forventet å ligge et sted mellom 200 og 400 milliarder dollar. Redningen av AIG kan komme på 250 milliarder dollar. Det amerikanske finansdepartementets redningspakke for finanssektoren—det såkalte programmet for vanskeligstilte verdipapirer (TARP)—var 700 milliarder dollar. Sentralbankens redningsprogrammer toppet seg på rundt 2.000 milliarder dollar.⁸²

I Europa har vi nylig vært vitne til det enkelte kaller "alle redningsprogrammets mor"—1.000 milliarder dollar for å redde myndighetene til de medlemmer av eurosonen som står i fare for å misligholde sin statsgjeld.⁸³

⁸² Store deler av TARP-midlene og pengene brukt i sentralbankens redningsoperasjoner vil imidlertid ikke innebære tap på lang sikt. Men deler av sentralbankens portefølje av boliggjeldsobligasjoner kan påføre den tap i årene framover.

⁸³ Nouriel Roubini (2010), "Return to the Abyss", Project Syndicate, 14. mai

Spørsmålet er imidlertid: hvem skal redde redningsmennene når de går konkurs? Med andre ord, hvem skal redde de myndigheter som ikke klarer å betjene gjelden sin?

Disse redningsaksjonene synes ingen ende å ta. Til slutt blir det store land med spareoverskudd og sentralbanker som må tre støttende til. Men dette legger kun grunnen for enda større kriser i framtiden. En slik redningspakkekapitalisme har ingen framtid.

Fokuset må derfor skiftes fra redningspolitikk når noe går galt til en mer langsiktig økonomisk politikk som tar hensyn til behovet for finansiell stabilitet over tid. Med andre ord, ubalanser bør i større grad forebygges ved å unngå overstimulering av finansmarkeder og resten av økonomien gjennom lave renter.

Forfatter:

Notatet er skrevet av Marius Gustavson, økonomisk historiker og prosjektleder i Civita. Han er også Economic Policy Research Fellow ved Reason og Sound Money Fellow ved Atlas.

E-post: marius.gustavson@civita.no