

Finanskrise, aktivabobler og realøkonomi

Erling Steigum

9. desember 2008

Centre for Monetary Economics, BI

Året 2008 blir historisk

- En økonomisk "svart svane" ble observert: Trolig den største økonomiske krise siden den store depresjonen på 1930-tallet.
- Den "parallele" banksektoren i USA går under.
- Krisen ble skapt av det finansielle systemet, ikke utløst av eksterne sjokk.
- Ben Bernanke anvender egne forskningsresultater og avviker sterkt fra det sentralbankene gjorde under den store depresjonen.
- Aktiv penge- og finanspolitikk slik Keynes anbefalte på 1930-tallet. Keynes' ide om budsjettunderskudd i kriser er nå akseptert.

Oversikt

- Boom-bust sykluser før og nå
- Krise i konjunkturteorien også?
- Teori om akkrivabobler og finanskriser
- "Bad banking"
- Pengepolitikk, tilsynsmyndigheter og bobler
- Noen lærepenger fra den nordiske krisen.
- Dagens krise og norsk økonomi

Mer om boom-bust sykluser, aktivabobler og finanskriser fra undertegnede:

- Steigum, E., (1992), “Financial deregulation, credit boom and banking crisis: The case of Norway”, Discussion Paper, 15/92, Norwegian School of Economics and Business Administration, Bergen.
- ”The Norwegian Banking Crisis”, *Norges Banks Skriftsserie* no. 33, Oslo 2004.
- ”Aktivabobler – Kan og bør myndighetene gjøre noe?” *Magma*, Nr. 1, 2006.
- „The Boom and Bust Cycle in Norway“.

Forthcoming in ***The Crisis of the 1990s in Finland and Sweden. The Nordic experience of financial liberalization.***

Editors: Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia. Edward Elgar 2009.

Gammelt nytt?

- In the older literature on business cycles, financial instability and banking crises played a much more prominent role. According to John Stuart Mill (1867), trade and credit cycles have basically moral and psychological causes, leading to speculation in commodities often backed by “irrational extension of credit”. He claimed that a sudden increase in the demand for credit would occur quite regularly (about every ten years), followed by destruction of credit. The credit cycle upturn breeds optimism with turns into “recklessness” and leads to a crisis.

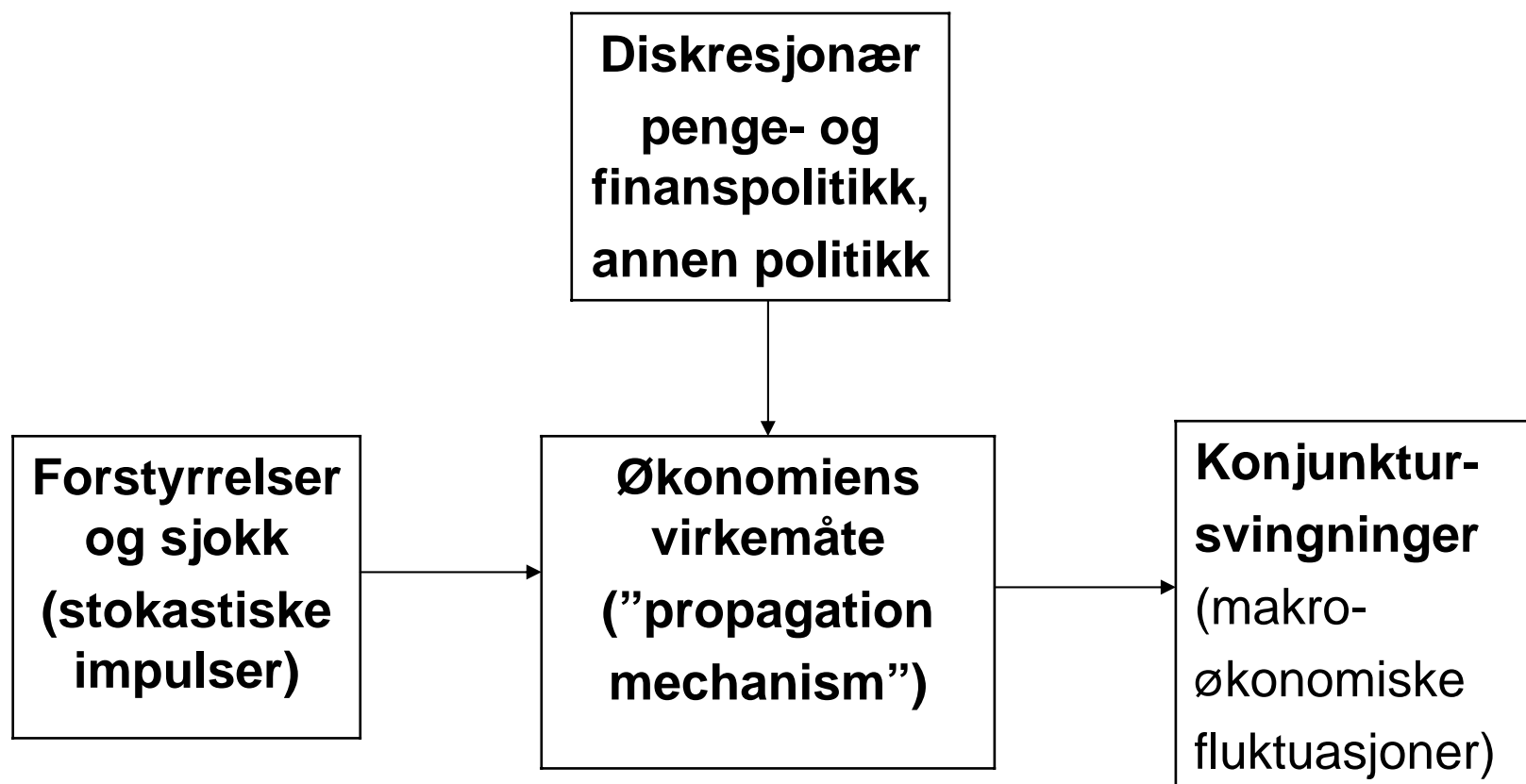
”Boom-bust” sykluser, aktivabobler og finanskriser

- Et vanlig fenomen før den andre verdenskrig:
- Bankkrisen i Norge 1991-1992 (boblen sprakk i 1986).
- Sverige og Finlands kriser like etter Norges.
- Japan på 1990-tallet (boblen sprakk i 1990).
- Mexico 1994
- Øst-Asia 1997-1998
- Argentina 2001-2001
- USA 2008-? (boligboblen sprakk i 2007)
- Europa 2008-?

Banksystemet forsterker konjunktursyklusene

- Knut Wicksell: Banksystemet skaper penger og kreditt. Virker prosyklisk.
- Depresjonen i USA hang sammen med veldig stram pengepolitikk, de endogent utløste bankrisene og sammenbruddet av kredittsystemet (Ben Bernanke).
- Lærepenger: Innfør innskuddsforsikring med tilhørende offentlige reguleringer av bankene.
- En regulering hindret de amerikanske bankene i å konkurrere ved hjelp av økte innskuddsrenter. Nullrente på folioinnskudd innebar at folioinnskudd og sedler ble tilnærmet perfekte substitutter.
- Reguleringer av bankene gjorde det lønnsomt å undergrave de ved å etablere finansinstitusjoner som fungerte som banker, men som juridisk sett ikke var banker.
- Reguleringene etter depresjonen ble derfor gradvis undergravet, blant annet ved lobby-virksomhet fra finansnæringens side.
- Her i Norge førte dereguleringen i 1984-1986 til at reguleringene etter depresjonen langt på vei ble opphevet. Grunnlaget for ny finanskrise var lagt.

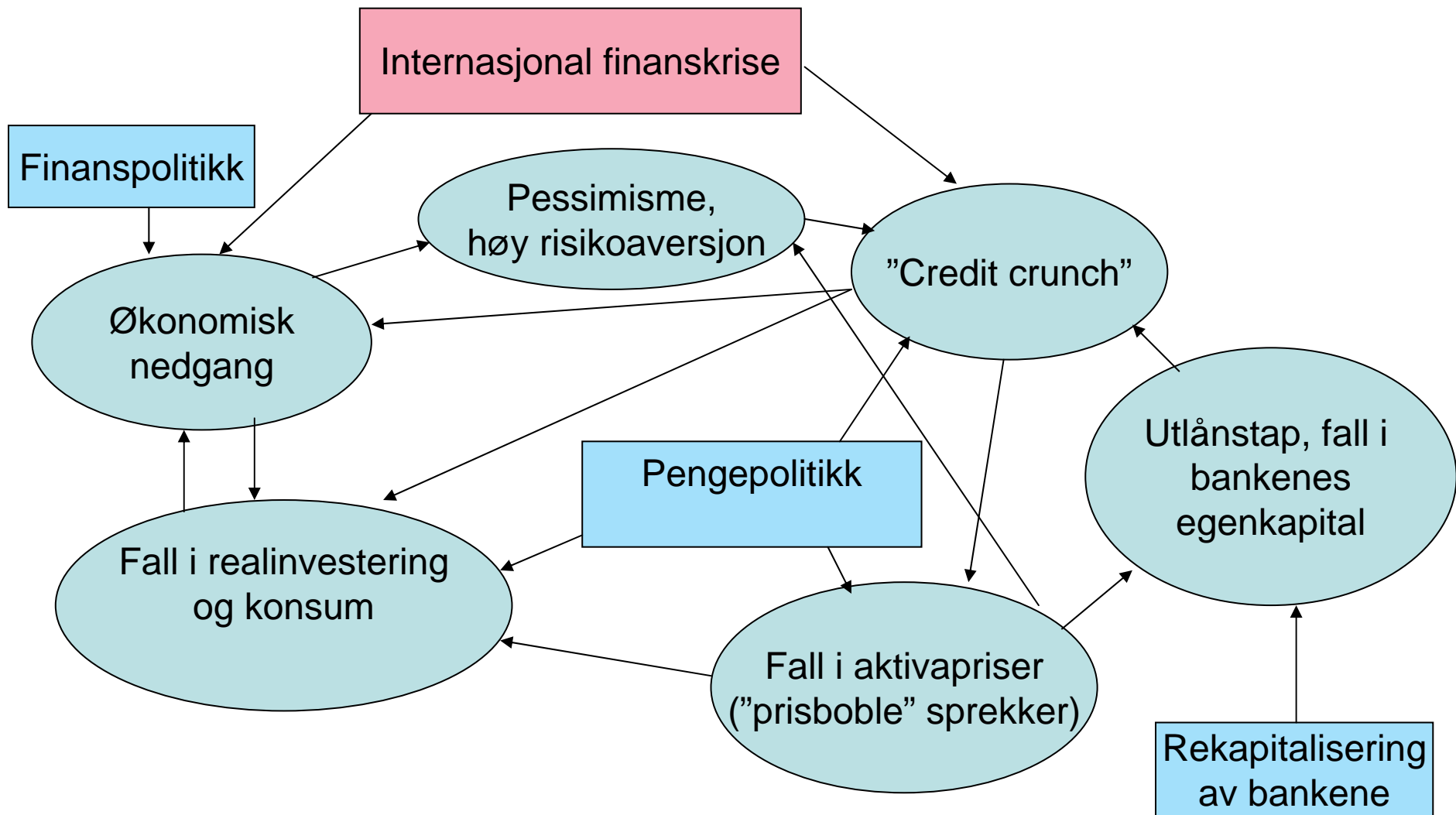
Forklaringsskjema i konjunkturteori (Wicksell og Frisch, ikke Keynes)



Problemer i nyere konjunkturteori

- Real business cycle (RBC) teorien er for ensporet fokusert på tilbudssidesjokk: Endringer i Solow-residualen er ikke bare tilfeldige, slik denne teorien forutsetter.
- RBC-teorien overvurderer markedøkonomiens effektivitet, og spesielt stabiliteten til finanssektoren og aktivamarkedene.
- Ny Keynesiansk teori har hittil sett bort fra kredittsykler og bobler: Keynesiansk i navnet, men fanger i liten grad opp "Keynesianske" problemer.
- Behov for ny konjunkturteori som fokuserer på store markedssvikt som skaper aktivabobler og boom-bust sykluser.

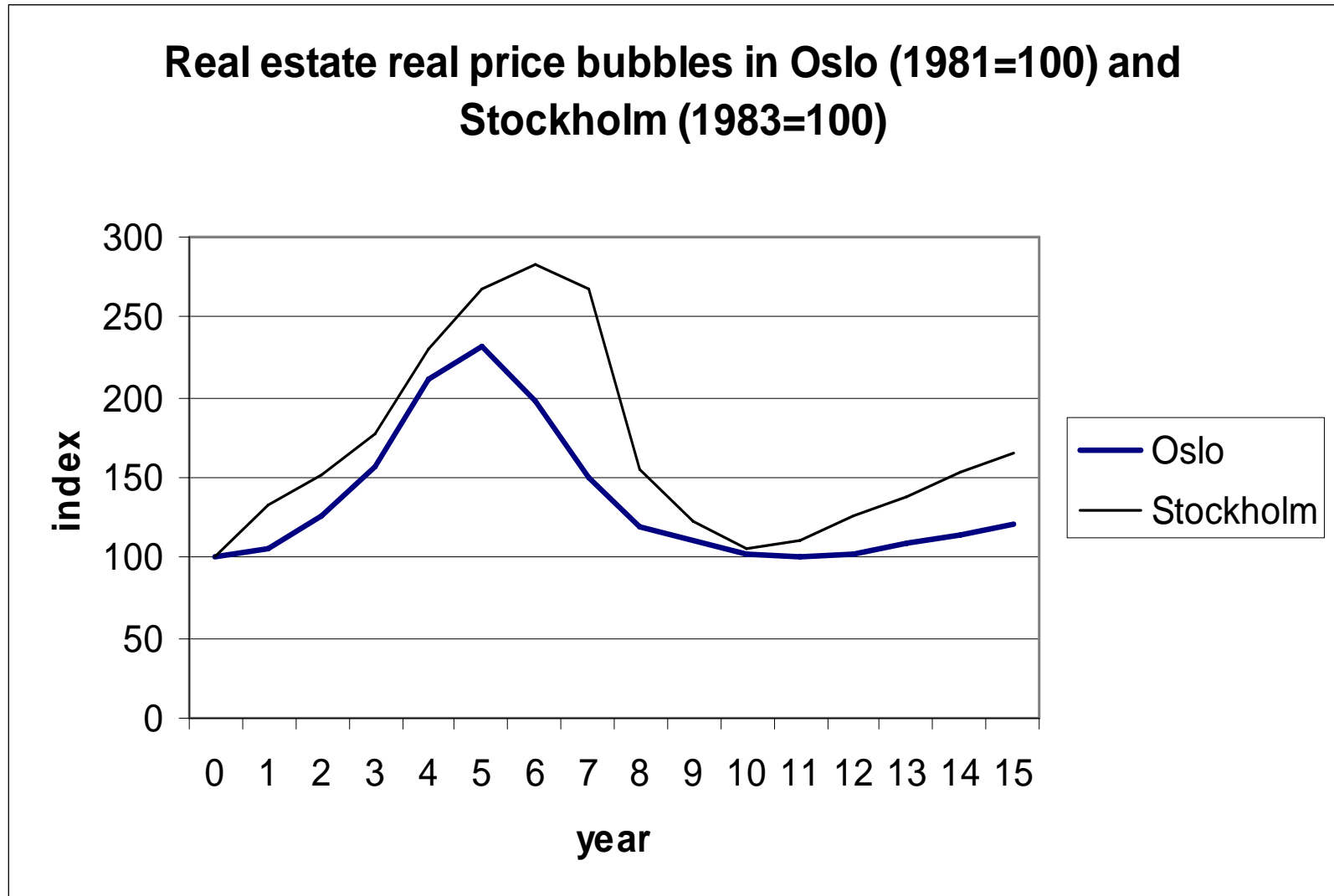
Bust



Definisjon av aktivaboble (Shiller, 2003)

”En situasjon der investorer tiltrekkes av en type aktivum fordi stigende priser oppmuntret dem til å tro på fortsatt prisvekst. En feedback prosess utvikler seg fordi når flere og flere investorer blir tiltrukket, blir det flere og flere prisøkninger. Boblen sprekker når folk ikke lenger forventer prisøkning. Da faller etterspørselen og markedet krasjer.”

Bobler i eiendomsmarkedene (utenom boliger) i Oslo og Stockholm, 1981-1993



Den klassiske teorien om aktivapriser er mangelfull

- "The blending of psychology and economics...is becoming popular...because conventional economics has failed to explain how asset prices are set." (Merton Miller i The Economist, April 1994)

De vanligste avvikene fra rasjonalitet i finanssektoren (De Bondt, 2003)

- Overdreven optimisme
- Overdreven bruk av enkle, populære modeller
- Overdreven tillit til egne bedømmelser og oppfatninger
- Overdreven rasjonalisering
- Flokkatferd: Overdreven enighet mellom analytikere (nesten alle tar feil når krisen inntreffer. De få som har rett blir latterliggjort)

”Bad banking” i Norge på 1980-tallet (mindre ”særnorskt” enn antatt?)

- Vellykket lobbyvirksomhet: Bankene presset på for å **få ned kapitaldekningen**. Politikerne ville at bankene skulle låne ut mer.
- **Markedsandelene skulle øke** nesten for enhver pris.
- **Urealistiske** ”visjoner” og vekstambisjoner.
- **Aktivt ”salg av lån”** til spekulative prosjekter.
- **Lav kvalitet på bankarbeidet**, særlig kredittvurderingene.
- **Store mangler** ved ledelseskontrollen og internrevisjonen.
- **Resultat: Voldsom kredittvekst og overkapasitet.**
- **Store tap i nye filialer og i utlandet**
- Men mange mindre sparebanker var konservative og **unngikk store tap.**

Konklusjoner fra empirisk forskning

(Kaminsky & Reinhart, 1996, 1999)

Den typiske rekkefølge av begivenheter
(studie av 20 land, inkl. de tre nordiske):

1. Finansmarkedsliberalisering
2. Sterk kredittvekst
3. Sterk stigning i aktivapriser
4. Kollaps i aktivapriser (boblen brister)
5. Bankkrise og valutakrise (om lag et år etterpå)
6. Makroøkonomisk krise inntreffer omtrent samtidig (varighet om lag 1½ år)

Merknad: Den norske bankkrisen (1991-92) kom lenge etter at prisboblen sprakk (1986) og tilbakeslaget (1988-89).

To teoretiske bidrag og en god praktisk anvendelse

- Allen, F. and D. Gale, (2000), “Bubbles and crises”, *The Economic Journal*, 110, pp. 236-255.
- Kiyotaki, N. and J. Moore, (1997), “Credit cycles”, *Journal of Political Economy*, 105, pp. 211-248.
- Goodhart, C.A.E., (2003), “The historical pattern of economic cycles and their interaction with asset prices and financial regulation”, in Hunter et al.(eds), (2003). Hunter, W. C., G. G. Kaufman and M. Pomerleano, eds., (2003), *Asset price bubbles, the implications for monetary, regulatory, and international policies*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

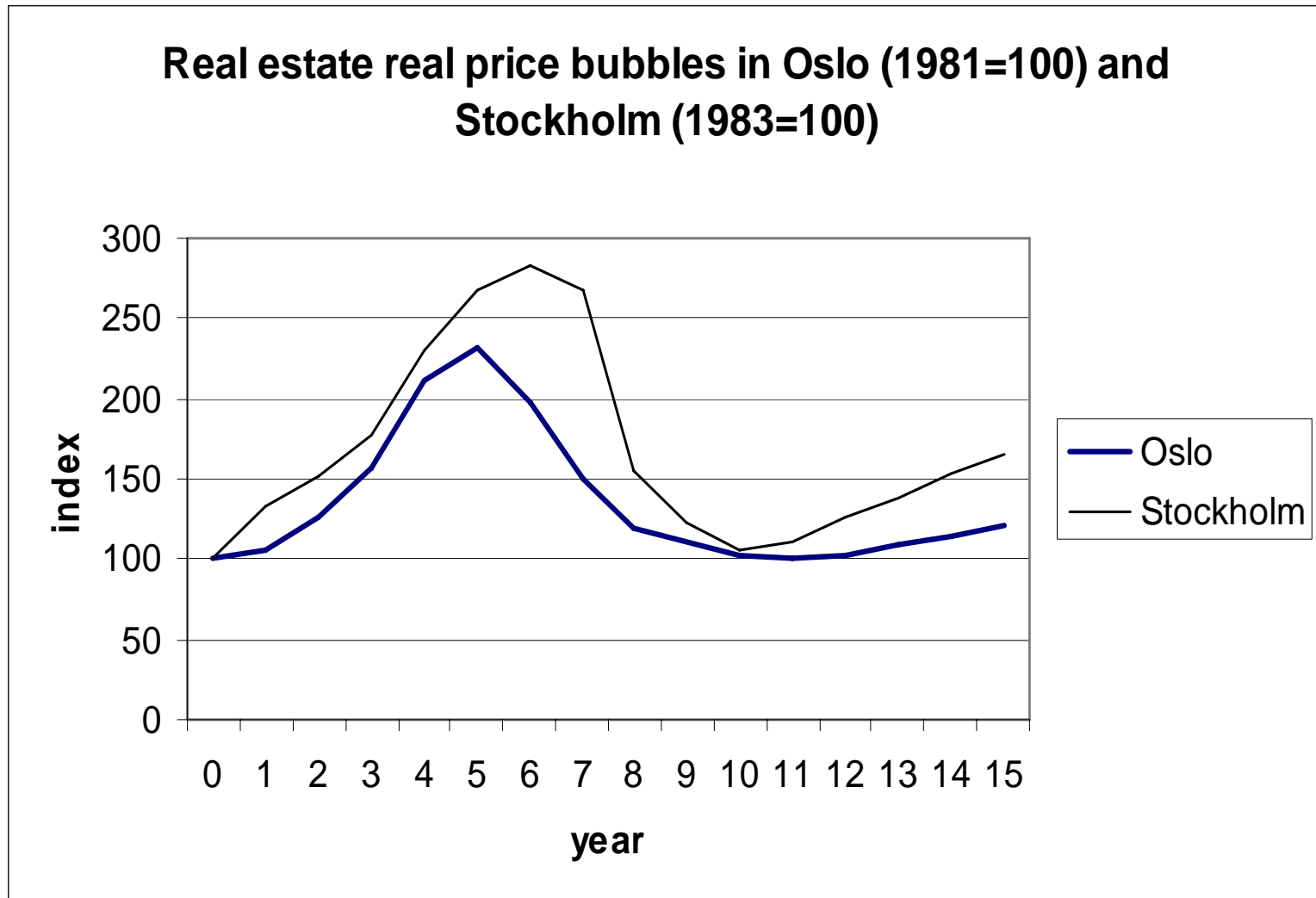
Men Minsky hadde rett hele tiden

- Minsky, H .P., (1977), “A theory of systematic financial instability”, in E.I. Altman and A.W. Sametz, eds., *Financial crisis: institutions and markets in a fragile environment*, New York: Wiley, pp. 138-152.
- Dessverre ble Minsky funnet for lett i de akademiske tidsskriftene. Han ble imidlertid tatt alvorlig av historikeren Kindleberger!

En finanskriseteori (Allan & Gale, *Economic Journal* 2000)

- **Markedssvikt** i finanssektoren forklarer kredittfinansierte prisbobler.
- **Årsak: "Limited liability"** og **"agency problemet"**: Kreditt- og investeringsbeslutninger ofte tas på vegne av sparerne.
- **"Limited liability"**: Låntaker/investor får hele fordelene av heldige utfall. Långiver/sparer bærer "down-side" risikoen.
- **"Risk shifting"**: Investorene tar større risiko enn det sparerne ønsker. Informasjonsskjevheter begrenser kontrollen med sparerens penger.
- **Prisboble**: Lånefinansiering av spekulative aktivakjøp gir for høye aktivapriser i forhold til fundamentale markedsforhold.
- **Forventninger viktig**: Prisboblen stimuleres av forventninger om fortsatt kredittvekst.
- **Boblestart**: Kredittliberalisering: lett tilgang på kreditt til spekulasjon
- **Sprekk**: Et negativt makrosjokk eller strammere pengepolitikk.
- **Merknad**: Teorien tilsier at **problemet er størst i markedene for aksje- og forretningseiendommer**, ikke boligmarkedet.

Illustrasjon av boble-teorien



Supplerende forklaringer til prisbobler

- **Innskuddsforsikring** kan ytterligere stimulere kredittfinansiert spekulasjon i aktivamarkedene.
- **Flokkatferd**: Ofte individuelt lønnsomt å gjøre det samme som de andre, fremfor å skille seg ut. Kan forklares som rasjonell atferd.
- **Ledelsessvikt** i bankene etter dereguleringen: Toppledelsen manglet erfaring og kompetanse til å lede bankene i et konkurransemarked.
- **Ikke-rasjonell atferd**: Økt forskning i skjæringspunktet mellom økonomi og psykologi.

Pengepolitikkenes mål under fleksibel
inflasjonsstyring (i et evighetsperspektiv)

Gjøre summen

Varians (inflasjon) +
 *λ *Varians (produksjonsgap)*

minst mulig.

Pengepolitikk, tilsynsmyndigheter og bobler

- I prinsippet skal pengepolitikken ta hensyn til at bobler skaper ustabilitet i produksjonsgap og inflasjon.
- Et stort problem er mangel på kunnskaper om hvordan dette skal gjøres. Dagens teorier og modeller utilstrekkelige. Viktig forskningsfelt.
- Det finnes ikke støtte i forskningen på at sentralbanker kan forhindre bobler gjennom pengepolitikk. Kun ett virkemiddel. Har to mål i utgangspunktet.
- Det er også faglig usikkerhet om tilsynsmyndigheter kan forhindre bobler og finanskriser, og i så fall hvordan.
- Et problem er den sterke "lobby-makten" til finansinstitusjonene.
- Konklusjon: Vi vil alltid ha aktivabobler. Trenger mer robuste finansinstitusjoner og det kan ikke overlates til markedet.

Var håndteringen av bankkrisen vellykket i et makroøkonomisk perspektiv?

- Allen & Gale (1999) sammenligner Norge og Japan:
- **Norway:** "the government's prompt action in restoring the banking system meant that it was quickly able to revert to performing its normal economic function."
- **Japan:** "The reaction of the Japanese government was initially in stark contrast to what happened in Norway. (...) the government did not provide funds. This meant that banks slowly had to make provisions for bad loans from operating income and unrealized profits on stock holdings. (...) In Japan the presumption was that that economic growth would return and this would solve the banking problem. (...) it appears that the direction of causality is the opposite of that assumed in Japan. **A solution to the banking problem is necessary to restore growth.**" (min utheving)
- **Konklusjon:** Ja.

Noen lærepenger fra den nordiske krisen

- Banker kan destabilisere økonomien (Wicksell og Frisch).
- Banker som vokser raskt kan få "bad banking" atferd. Store tap i nye filialer i inn- og utland.
- Husholdninger og små bedrifter bør ikke låne i utenlandsk valuta (Øst-Asia, Island, Øst-europa)
- Institusjoner og adekvat økonomisk politikk må på plass før finansiell deregulering, og dereguleringen bør skje gradvis (Østerrike).
- Fast valutakurs kan gi prosyklisk pengepolitikk som forsterker "boom-bust" syklusen.
- Ekspansiv finanspolitikk i krisen hadde en gunstig effekt.
- Aktiv arbeidsmarkedspolitikk for å bekjempe langtidsledighet er gunstig.
- Hvis de store bankene taper tillit på grunn av store tap bør de raskt rekapitaliseres, om nødvendig med statlig egenkapital.
- Ikke avklart om Norges eller Sveriges metode for kriseløsning var best
- I en bankkrise bør ikke staten garantere for alle innskudd uansett størrelse.
- Når inflasjonen er kommet ned, kan fleksibel inflasjonsmålstyring opprettholde makroøkonomisk stabilitet. Det var aldri fare for deflasjon og "japanske" problemer.

Dagens krise og norsk økonomi

- Sjokk 1: Sammenbruddet i det internasjonale pengemarkedet.
- Kraftig effekt på bankenes utlånsatferd som kan gi stor svikt i samlet etterspørsel etter varer og tjenester.
- Politikkrespons: Staten bør sørge for at bankene får funding uten at utlånsrentene går opp.
- Sjokk 2: Eksportsvikt (pris- og mengde).
- Politikkrespons:
 - 1) Ekspansiv pengepolitikk
 - 2) Aktiv finanspolitikk etter behov
- Potensielt problem: koordineringen av penge- og finanspolitikken hvis Norges Bank og Regjeringen ikke har identiske mål eller virkelighetsoppfatning.
- Bør man unngå å sette renten for lavt fordi det kan skape en ny boble?