



## Kapitalistiska dårar

av Joseph E. Stiglitz

Den omfattande finanskrisen som hade sin början i USA 2008 övergick snabbt till en global ekonomisk kris, och betecknas som den kanske största ekonomiska krisen i modern tid. Den blinda tron på en självreglerande marknad visade sig inte vara den perfekta lösningen. Världens alla länder drabbades, fattiga som rika, om än olika mycket. Statsmän sökte villrådigt efter lösningar. I den debatt som följde i krisens spår och det desperata sökandet efter lösningar återupptäcktes bl a ekonomen Keynes idéer om statens reglerande ansvar och rop hördes också efter en ny Bretton Woods-konferens.

Den amerikanska ekonomiprofessorn Joseph E. Stiglitz leder i denna artikel krisens ursprung tillbaka till tiden för Reaganadministrationen och tiden då Milton Friedmans nyliberala teorier fick allt större spridning över världen, över Reagans, Clintons och Bush IIs administrationer, fram till idag.

När finanskrisens mest akuta hot har lättat kommer den större uppgiften vi har framför oss att vara att bestämma riktningen för de ekonomiska stegen framåt. Detta kommer att vara en farlig tidpunkt. Bakom diskussionerna om framtida politik pågår en debatt om historien - en debatt om orsakerna till vår nuvarande situation. Striden om det förflutna kommer att avgöra striden om riktningen för de ekonomiska stegen framåt. Därför är det viktigt att få en tillförlitlig historieskrivning.

Vilka var de avgörande besluten som ledde fram till krisen? Misstag gjordes vid varje skiljeväg – det som ingenjörer kallar ett ”systemfel”, när inte ett enda beslut utan en kaskad av beslut producerade en katastrofal ekonomisk följd. Låt oss titta närmare på fem huvudmoment.

### Nr 1: En chef avskedas

1987 beslutade Reaganadministrationen att avskeda Paul Volcker som chef för Federal Reserve Board och ersätta honom med Alan Greenspan. Volcker hade utträttat vad centralbankschefer förväntades göra. Under hans tid hade inflationen minskat från över 11 till un-

der 4 procent. Inom centralbankernas värld borde det ha resulterat i att han tilldelades betyget A\*\*\* och säkrat hans nya förordnande. Men Volcker förstod att finansmarknaden också behövde regleringar. Reagan ville ha någon som inte trodde på sådant, och han fann denne i entusiasten för den filosofiska skolan objektivismen och marknadsfanatikern Ayn Rand.

Greenspan spelade en dubbel roll. Federal Reserve Board kontrollerar penningkranen, och i början av det här decenniet öppnade han den helt. Men Federal Reserve Board är också en reglerare. Om du tillsätter en anti-reglerare som din genomdrivare vet du vilken tillämpning som kommer att ske. En flod av pengar kombinerad med otillräckliga regleringar visade sig katastrofalt.

Greenspan styrde över inte bara en utan två finansbubblor - efter IT-bubblan 2000-2001 hjälpte han till att blåsa upp fastighetsbubblan. En centralbanks främsta uppgift borde vara att upprätthålla ett stabilt finanssystem. Om banker ger lån baserade på artificiellt höga priser på hus kan resultatet bli en hårdsmälta – det som vi nu ser och som Greenspan borde ha känt till. Han hade många av de redskap han

behövde för att klara av situationen. För att hantera IT-bubblan kunde han ha begränsat marginalkraven (kontantbelopp folk behöver för att låna för aktieköp). För att dämpa fastighetsbubblan kunde han ha dämpat den aggressiva utlåningen till låginkomst hushållen och förbjudit andra smygmetoder (lån utan papper eller ”liarloans”, lån med enbart ränta o s v). Detta skulle ha inneburit stora steg för att skydda oss. Saknade han redskapen kunde han vänt sig till kongressen för att få dem.

Naturligtvis är vårt finansiella systems nuvarande problem inte enbart resultatet av dålig utlåning. Bankerna har gjort megasatsningar genom andra komplicerade instrument såsom derivat, credit-default swaps o s v. Genom dessa betalar den ene till den andre om speciella händelser inträffar, exempelvis om Bear Stearns går i konkurs eller om dollarn skjuter i höjden. Dessa instrument tillskapades ursprungligen för att bistå vid riskhantering – men de kan också användas för att spekulera. Om du var övertygad om att dollarn skulle falla kunde du göra en stor satsning enligt detta, och om dollarn verkligen föll skulle din vinst skjuta i höjden. Problemet är bara att med denna komplicerade koppling mellan insatser av stor omfattning kunde ingen vara säker på någon annans finansiella situation – eller inte ens sin egen position. Inte förvånande avstannade kreditmarknaden.

Också här spelade Greenspan en roll. När jag var ordförande i Council of Economic Advisers, under Clintonadministrationen, tjänstgjorde jag i en kommitté för alla de stora federala finansiella tillsynsmyndigheterna, en grupp som inkluderade Greenspan och finansministern Robert Rubin. Även då stod det klart att derivathandeln innebar en fara. Vi hade inte samma kraftfulla beskrivning som Warren Buffet – som betraktade derivat som ”finansiella massförstörelsevapen” - men vi förstod hans ståndpunkt. Och ändå, trots alla risker, beslutade avreglerarna som ansvarade för det finansiella systemet – vid Fed, vid Securities and Exchange Commission, och andra – att inte göra någonting. De ville inte störa de finansiella *innovationerna*. Men innovation är, lika litet som ”förändring”, något självklart bra. Det kan vara dåligt också - som till exempel ”liar loans”.

## Nr 2: Väggar rivs

Avregleringsfilosofin skulle betala ovälkommen utdelning för år framöver. I november 1999 upphävde kongressen Glas-Steagall Act - kulmen på en \$ 300 miljoner lobbyinginsats av bank- och finanstjänstindustrierna med senator Phil Gramm som spjutspets i kongressen. Glas-Steagall Act hade länge åtskilt affärsbanker (som lånar ut pengar) och investmentbanker (som organiserar försäljning av obligationer och stamaktier); som hade stadgats i efterdyningarna av den stora depressionen och var tänkt att sätta stopp för excesserna under den epoken, inkluderande allvarliga intressekonflikter. Till exempel, utan åtskillnad, om ett bolag, vars aktier har emitterats av en investmentbank, med dess starka stöd, fick problem, skulle inte dess kommersiella arm, om en sådan fanns, känna press att

låna dem pengar, kanske oförståndigt? En efterföljande spiral av dåliga omdömen är inte svårt att förutse. Jag hade motsatt mig upphävandet av Glas-Steagall Act. Förespråkarna förklarade, i praktiken, Lita på oss: vi kommer att skapa kinesiska murar för att se till att tidigare problem inte upprepas. Som ekonom intog jag naturligtvis en sund grad av tillit, förtroende för kraft av ekonomiska incitament för att påverka människors hållning gentemot egenintresset - mot kortsiktiga egenintressen, i varje fall, snarare än Tocquevilles ”egenintresse riktigt förstått”.

Den viktigaste konsekvensen av ett upphävande av Glas-Steagall Act var indirekt - den stod i vägen för att upphäva och förändra en hel kultur. Affärsbankerna förväntas inte vara högrisktagare; de förväntas förvalta andra människors pengar med stor försiktighet. Det är med denna uppfattning som regeringen går med på att betala notan om de skulle misslyckas. Investmentbanker, å andra sidan, har av tradition förvaltat rika människors pengar - människor som kan ta större risker för att få större avkastning. När upphävandet av Glas-Steagall Act sammanförde investerings- och affärsbanker tog investmentbankernas kultur över. Det fanns en efterfrågan på den typ av hög avkastning som enbart kunde fås genom maktmedel och stor risktagning.

Det fanns andra viktiga steg ner mot avregleringens väg. En var Securities and Exchange Commissions' (SEC) beslut i april 2004, vid ett möte med så gott som ingen närvarande och som man vid den här tiden i stor utsträckning såg mellan fingrarna om, där stora investmentbanker tilläts öka sin skuld i förhållande till kapital (från 12:1 till 30 : 1 eller högre) så att de kunde köpa fler skuldsedlar med säkerhet i värdepapper, vilket blåste upp bostadsbubblan i processen. Genom att gå med på denna åtgärd, argumenterade SEC för fördelarna med självreglering: den märkliga idén att banker effektivt kan kontrollera sig själva. Att bankerna skulle kontrollera sig själva är absurt, något som även Alan Greenspan numera medger, och rent praktiskt kan de i vart fall inte upptäcka systemriskerna - de typer av risker som uppstår när exempelvis de modeller som används av alla de banker som förvaltar portföljer signalerar för alla banker att det är säkrast att sälja allt samtidigt.

När vi tog bort de gamla reglerna, gjorde vi ingenting för att ta itu med 2000-talets nya utmaningar. Den viktigaste utmaningen var derivathandeln. År 1998 krävde Brooksley Born, chef för Commodity Futures Trading Commission, en sådan reglering - en oro som trängde på efter Fed, och under det året, och låg bakom räddningsaktionen av Long-Term Capital Management, en hedgefond vars billioner dollar konkurs hotade de globala finansmarknaderna. Men finansminister Robert Rubin, hans ställföreträdare, Larry Summers, och Greenspan var orubbliga - och framgångsrika - i sitt motstånd. Ingenting gjordes.

## Nr 3: Tillämpad blodsugning

Sedan kom Bush skattesänkningar, antagna först 7 juni 2001, med en påföljande del två år senare. Presidenten

och hans rådgivare verkade tro att skattesänkningar, särskilt för amerikaner med höga inkomster och för företag, var ett universalmedel för varje ekonomisk smitta - den moderna tidens motsvarighet till blodsugning. Skattesänkningarna spelade en central roll i utformningen av bakgrundsvillkoren för den nuvarande krisen eftersom de gjorde mycket litet för att stimulera ekonomin, verklig stimulans lämnades till Fed som tog sig an uppgiften med aldrig tidigare skådade låga räntor och likviditet. Kriget i Irak gjort saken värre, eftersom det ledde till kraftigt stigande oljepriser. Med Amerika så beroende av importerad olja, var vi tvungna att spendera flera hundra miljarder dollar mer för att köpa olja - pengar som annars skulle ha använts till amerikanska varor. Normalt skulle detta ha lett till en ekonomisk nedgång, såsom skedde på 1970-talet. Men Fed tog itu med den ändrade situationen på det mest tänkbara närsynta sätt. Likviditetsfloden gjorde pengar lätt tillgängliga på inteckningsmarknader, även till de som normalt inte kunnat låna. Och, ja, detta lyckades förhindra en ekonomisk nedgång; amerikanska hushållens sparande sjönk till noll. Men det borde ha varit uppenbart att vi levde på lånade pengar och lånad tid. Sänkningen av skattesatsen på realisationvinster bidrog till krisen på ett annat sätt. Det var ett beslut som kastade om värden: de som spekulerade (läs: spelade) och vann beskattades mindre än löntagare som bara arbetat hårt. Men mer än så, beslutet uppmuntrade hävstångsverkan, eftersom räntan var avdragsgill. Om man till exempel lånat en miljon att köpa en bostad eller lånade \$ 100.000 på bostaden för att köpa aktier, skulle räntan vara fullt avdragsgill varje år. Varje kapitalvinst du gjorde beskattades lindrigt - och på någon eventuell avlägsen dag i framtiden. Bushadministrationen stod för en öppen inbjudan till överdriven upplåning och utlåning - inte för att amerikanska konsumenter behövde ytterligare stöd.

#### Nr 4: fejkade siffror

Under tiden, den 30 juli 2002, i kölvattnet på en rad stora skandaler - särskilt kollapserna av WorldCom och Enron - antog kongressen Sarbanes-Oxley Act. Skandalerna hade berört alla större amerikanska revisionsbyråer, huvuddelen av våra banker, och några av våra främsta företag, och visade på att vi hade allvarliga problem med våra bokföringssystem. Redovisning är ett ointressant ämne för de flesta människor, men har man inte tillit till ett bolags siffror har man inte heller någon tillit till något annat som berör det företaget. Tyvärr beslutades inte i förhandlingarna om vad som blev Sarbanes-Oxley Act, att ta itu med det som många, inräknat den respekterade tidigare chefen för SEC, Arthur Levitt, ansåg vara det grundläggande underliggande problemet: aktieoptioner. Aktieoptioner har försvarats med argumentet att de ger friska incitament till god förvaltning, men i själva verket är de drivfjädrar enbart till namnet. Om ett företag går bra, belönas VDn i form av aktieoptioner; om ett företag går dåligt är ersättningen nästan lika stor men tilldelningen sker på andra sätt.

Detta är illa nog. Men ett sidoproblem med aktieoptioner är att de ger incitament för dålig redovisning: den högsta ledningen har varje skäl att ge snedvriden information för att pumpa upp aktiekurserna.

Också kreditvärderingsinstitutens incitamentstruktur har visat sig vara pervers. Organ såsom Moody's och Standard & Poor's betalas av just de människor som de ska gradera. Som ett resultat har de haft all anledning att ge företagen höga betyg, en finansiell version av vad collegeprofessorer kallar betygsinflation. Kreditvärderingsinstitutet, så som de investmentbanker som betalar dem, trodde på finansiell alkemi - att F-specificerade giftiga inteckningar skulle kunna omvandlas till produkter som var tillräckligt säkra för att innehas av affärsbanker och pensionsfonder. Vi såg samma fel på kreditvärderingsinstitutet under Sydostasienkrisen på 1990-talet: höga betyg underlättade en ström av pengar till regionen och en plötslig omsvängning av siffrorna skapade sedan förödelse. Men de ekonomiska uppsyningsmännen gav inte detta någon uppmärksamhet.

#### Nr 5: Låt det blöda

Den slutliga vändpunkten kom vid genomförandet av en räddningsaktion den 3 oktober 2008 - det vill säga förvaltningens svar på själva krisen. Vi kommer att känna av konsekvenserna under kommande år. Både förvaltningen och Fed hade länge drivits av önsketänkande, och hoppades att de dåliga nyheterna bara var en fläck på skärmen, och att en återgång till tillväxt väntade precis runt hörnet. Så när USAs banker stod inför kollaps, gick förvaltningen över från en handlingsplan till en annan. Vissa institutioner (Bear Stearns, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac) räddades. Lehman Brothers räddades inte. Vissa aktieägare fick något tillbaka. Andra gjorde det inte.

Det ursprungliga förslaget från finansminister Henry Paulson, ett tre sidor långt dokument som skulle ha gett \$ 700 miljarder för ministern att spendera enligt eget gottfinnande, utan tillsyn eller rättslig prövning, var en händelse av extraordinär arrogans. Han fick igenom programmet som nödvändigt för att återställa förtroendet. Men det innefattade inte de underliggande orsakerna till förtroendeförlusten. Bankerna hade gjort för många dåliga lån. Det fanns stora hål i deras balansräkningar. Ingen visste vad som var sanning eller fiktion. Räddningspaketet var som en massiv transfusion till en patient som lider av inre blödningar - och angrep inte källan till problemet, nämligen alla utestängningseffekterna. Värdefull tid förslösades eftersom Paulson drev på sin egen plan "cash for trash," att köpa de dåliga tillgångarna och föra över risken på Amerikas skattebetalare. När han slutligen övergav planen, att förse bankerna med de pengar de behövde, gjorde han det på ett sätt som inte bara lurade USAs skattebetalare utan misslyckades med att försäkra sig om att bankerna skulle använda pengarna för att starta utlåning. Han gjorde det möjligt för bankerna att låta pengar strömma ut till sina aktieägare samtidigt som skattebetalarna öste pengar in i bankerna.

Det andra problemet som inte lyftes upp innefattade de hotande svagheterna i ekonomin. Ekonomin hade fortsatt med överdriven upplåning. Det spelet var igång. Vad konsumtionen betraktar höll exporten ekonomin igång, men med dollarns förstärkning och Europa och resten av världen på nedgång var det svårt att se hur detta skulle kunna fortsätta. Samtidigt kände delstater av massivt minskade statsinkomster - de skulle vara tvungna att skära ned på utgifterna. Utan snabba regeringsåtgärder fick ekonomin känna av en nedgång. Och även om banker hade lånat ut på ett klokt sätt - vilket de inte hade - innebar nedgången med säkerhet en ökning på osäkra fordringar, vilket ytterligare försämrar en kämpande finansiell sektor.

Administrationen talade om förtroendeskapande åtgärder, men vad den levererade var faktiskt ett förtroendetrick. Om administrationen verkligen hade velat återupprätta förtroendet för det finansiella systemet, skulle den ha börjat med att ta itu med de underliggande problemen - de fördärvade stimuleringsstrukturerna och det otillräckliga regelverket.

Fanns där något enda beslut som, om det hade varit det omvända, skulle kunnat förändra historiens gång? Varje beslut - även beslut att inte göra någonting, som många av våra dåliga ekonomiska beslut har inneburit - är en följd av tidigare beslut, ett sammanlänkat nät som sträcker sig från det avlägset förflutna in i framtiden. Vi kommer att höra en del om det rätta sättet till särskilda åtgärder av regeringen själv - såsom Community Reinvestment Act, som förutsätter att banker gör in-tecknade pengar tillgängliga i låginkomstområden. (Bakslagen vad gäller CRA-utlåning var faktiskt mycket lägre än för andra lån.) Det har pekats mycket finger åt Fannie Mae och Freddie Mac, de två stora hypotekslångivarna, som ursprungligen var statligt ägda. Men i själva verket kom de sent in i spelet, och deras problem påminde om den privata sektorns: deras VDn hade samma snedvridna incitament att ägna sig åt spekulationer.

Sanningen är att huvuddelen av de individuella misstagen kokas samman till bara ett: en tro på att marknaderna är självreglerande, och att rollen för regeringen ska vara minimal. Med det synsättet i minnet vid hearings på Capitol Hill, sade Alan Greenspan högt: ”Jag har hittat en svag punkt.” Kongressledamoten Henry Waxman drev på honom och svarade, ”Med andra ord, du upptäckte att din syn på världen, din ideologi, inte var riktig; den fungerade inte.” ”Absolut, helt rätt,” svarade Greenspan. Omfattningen i Amerika - och en stor del av resten av världen - av denna bristfälliga ekonomiska filosofi gjorde det oundvikligt att vi så småningom skulle komma fram till den situation där vi är i dag.

\* \* \*

Joseph E. Stiglitz är professor vid Columbia University. 1993 ingick han i Clintonadministrationens Council of Economic Advisors och blev senare dess ordförande. 1997-2000 var han Senior Vice President och chefsekonom vid Världsbanken. 2001 fick han Nobelpriset i ekonomi. Professor Stiglitz var också ledare för den kommission om finanskrisen - Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System - som tillsattes av FN:s generalförsamling hösten 2008 inför FN:s konferens (Summit) ”The World Financial and Economic Crisis and its Impact on Development” i New York 24-26 juni 2009.

Tiden vid Världsbanken gjorde honom desillusionerad över den misslyckade ensidiga nyliberala policyn vilket resulterade i att han offentligt började framföra sina kritiska synpunkter i föredrag och artiklar. Professor Stiglitz är idag en internationellt välkänd kritiker av Bretton Woods-institutionerna och Världshandelsorganisationen WTO.

Artikeln återges i svensk översättning med tillstånd av professor Joseph E. Stiglitz.

Läs också Joseph E. Stiglitz artikel *Utvecklingsrundan som inte fanns* i Globalt Perspektiv Nr 18 - 1/2006.