

## Fullödlig diagnos med ett ofärdigt recept

### BOKANMÄLAN

Financial Times-korrespondenten Martin Wolfs senaste bok diskuterar upprinnelsen till finanskrisen, dess påverkan på världsekonomin och de utmaningar som beslutsfattare nu står inför. Wolf – en erfaren och respekterad ekonomijournalist – blandar det journalistiskt utmanande, det samhällspolitiskt engagerade och det akademiskt rigorösa förhållningssättet. Resultatet är en välskriven och detaljerad bok som läsare med skiftande bakgrund alla kan hitta något av värde i. I dagens snabba politiska och ekonomiska skiften är det lätt att lägga händelserna 2007–08 till historien. Geopolitiska kriser, klimathot och parlamentariska konflikter i Europa och USA till trots är dagens finansiella system i grunden detsamma som före finanskrisen.

Spelar denna kris, dess orsaker och dess eftermäle fortfarande någon roll? Jodå, hävdar Wolf. När G7-länderna beslutade sig för att skydda samtliga sk systemviktiga finansiella aktörer utgjorde detta enligt författaren en oåterkallelig vändpunkt i relationen mellan statsmakter och fria marknader. Boken beskriver ingående upprinnelsen till denna vändpunkt ur den akademiskt bevandrade ekonomijournalistens perspektiv. Wolfs referenslista – och personliga kontaktnät bland ledande ekonomer – är imponerande. Bokens perspektivseende – och perspektivskiften – är uppfriskande. *The shifts and the shocks* är onekligen aktuell. Enligt *The Economist*s decembernummer 2014 så är den globala finansiella skuldsättningen i dag tillbaka på samma nivå som 2007, med

skillnaden att lejonparten av näringslivets skuldsättning bärs av det oreglerade 'skuggsystemet' av svagt eller icke reglerade finansiella institut. Samma tidskrift påpekar att den totala skuldsättningen relaterat till bruttonationalprodukten i Kina har vuxit sig lika hög som den var i USA strax innan finanskrisen kulminerade 2007. Nya kriser kommer – när är svårt att sja om. Så varför inte avnjuta en välskriven analys om vad som ledde oss fram till i dag?

Boken innehåller tre delar, listigt summerade i titeln. I bokens första del – *The shifts* – diskuterar Wolf några av de centrala faktorer som transformerat världsekonomin de senaste decennierna och hur dessa faktorer bottnar i ekonomisk liberalisering, teknologisk förändring och befolkningsförändring. Dessa faktorer har lyfts fram av många andra men tål att upprepas: överoptimistisk finansiell avreglering, prisstegringar på bostäder och illa reglerade (och ofta förvillande) lånesystem och komplexa finansiella produkter med ifrågasatt underliggande matematik. Wolf målar en cynisk men trovärdig bild av finansmarknadens aktörer men undviker den tröttsamma svartmålning av branschen som många andra ägnat sig åt de senaste åren. Efter snart 10 år som lärare vid Sveriges främsta plantskola för finansbranschen är det för mig uppfriskande att läsa Wolfs kritiska jämförelse av branschens logik med andra – möjligen mer väl fungerande – branscher; en logik som allt mer kommit att baseras på komplexa produkter, högre risktagande och stark incitamentsstyrning. En konsekvens är kortsiktiga beslut där resultaten av negativa utfall hanteras av andra än beslutsfattarna.

Bokens andra del – *The shocks* – tecknar ett intressant händelseförlopp kring finanskrisens kulmen och viktiga händelser och aktörer kring denna. På det stora hela ger Wolf statsmakterna och de

Martin Wolf: *The Shifts and the Shocks – What We've Learned – and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*, Allen Lane, 2014, 466 sidor, ISBN 978-1-846-14697-8.

internationella institutionerna tummen upp – trots att krisen inte förutsetts agerade de så resolut som behövdes för att undvika en total kollaps och en därtill efterföljande depression. Efter att G7-länderna resolut lovat att skydda samtliga systemviktiga banker och finansiella institut bromsas den globala finanskrisen och övergår senare till en eurokris. Wolf menar att denna uppbackning av statsmakterna de facto skiftat hela risken till skattebetalare och gjort världens finansarbetare till ”våldigt välbetalda statstjänstemän” (s 28). Hans uppskattning av statsmakternas initiala krishantering förbyts därför i skarp kritik mot hanteringen av eurokrisen såväl som försöken att lansera nya nationella och internationella regelverk.

Trots att boken innehåller en uppsjö av fakta och analyser får vissa av dessa stå i bakgrunden till förmån för den hårda kritiken av både europrojektet och den långt gångna liberaliseringen av finansiella marknader. Ur min synvinkel utgörs bokens mer intressanta analyser av det ökande inomeuropeiska produktivitetsgapet, de globala flödena av kapital från Ostasien till väst och de arbetsmarknadsregleringar som gör reformer svåra i flertalet krisdrabbade länder. Om Wolfs syfte är att skaka om europeiska beslutsfattare skulle hans polemik mot svångremspolitiska förklaringar till finanskrisen – i boken sammanfattad som ”it’s the account surplus, stupid!” (s 45–88) – möjligen mer pedagogiskt kunna omformuleras som ’it’s the lagging competitiveness, stupid!’.

*The shifts and the shocks* riktar sig till en bredare läsekrets än ekonomisk-politiska beslutsfattare. Detta är mest uppenbart i bokens tredje del – kallad *The Solutions* – som består av ett reflekterande och teoretiserande kapitel och ett långt avslutningskapitel om reformer och reformbehov. Bokens akademiska relevans avspeglas delvis i argumenta-

tionen och analysen som sträcker sig från Adam Smith till Modigliani-Millerteomet samt en uppsjö färsk och ännu opublicerade artiklar. Intressant för den akademiska läsaren är också Wolfs klander av forskarkårens generella oförmåga att förutse krisens annalkande och de mekanismer som ledde fram till den. Boken innehåller en genomgående kritik – man skulle nästan kunna kalla den en uppgörelse – med den neoklassiska ekonomiska teoribildningen som enligt författaren kommit att utgöra en intellektuell hegemoni med ett policymonopol som utkonkurrerar alternativa eller kompletterande teoribildningar. Wolfs rekommendation av bredare ekonomisk-historisk teoribildning liknar den som förts fram i andra sammanhang, t ex av Lars Calmfors i *Ekonomisk Debatt* (Calmfors 2010).

Intressant i detta sammanhang är introduktionskapitlet där Wolf summerar sin egen intellektuella resa från arbetet på Världsbanken under 1970-talet där expansiva kapitalflöden ledde till skuldkriser och Wolfs ökande skepticism till statliga interventioner, till 1980-talets marknadsliberala reformer och hans författarskap på *Financial Times*, till hans sentida moderata återgång till några av de keynesianska idéerna från 1960-talets Oxford. Wolfs egna idéhistoriska utveckling speglar i viss mån det offentliga ekonomiska debattklimatet och ger boken en personlig touch. Figurerar i boken gör också centrala aktörer såsom Larry Summers, Hank Paulson och Ben Bernanke. Den förstnämnda, som kanske inte är känd för att vara politisk korrekt, återges reflektera över sin disciplinära kunskap genom att föreslå ekonomer och beslutsfattare en utökad läslista för att hantera krisen bestående av bl a Keynes och Hyman Minsky, den amerikanske neokeynesianen mest känd för sin teori om endogena finanskriser.

För den generellt akademiskt intresserade läsaren är just detta kapitel det möjligen mest intressanta. Kapitlet behandlar just de heterodoxa ekonomiska synsätten såsom neokeynesianismen, den österrikiska teoribildningen och, inte minst, Knut Wicksell vars pristeori och dess efterföljare ges tämligen omfattande utrymme. Wolf ger samtliga dessa synsätt en eloge för att de bidrar med synsätt som förklarar upprinnelsen av finanskrisen. Expansionen av pengar och privat skuldsättning leder till obalanser i ekonomin med efterföljande kriser som resultat. Han ger dock inte dessa synsätt något värde för policymixen hur man ska hantera en finanskris. Österrikarnas synsätt att statens inblandning bör minimeras och depressioner bör tillåtas ”läka ut av sig själva” avfärdar han med orden ”en doktor som inser att fel diagnos har ställts brukar inte avstå från att ge patienten medicin” (s 209). Även den wicksellianska prisbildningsteorin och dess efterföljare avfärdas som bristande i möjligheten att generera konkreta policyförslag för reformer av det finansiella systemet.

Bokens sista och också längsta tredjedel diskuterar de reformer som sju satts sedan finanskrisen och argumenterar starkt för ytterligare reformbehov. Wolf påpekar att många av de faktorer som ledde upp till finanskrisen såsom avreglering, prisstegringar på bostadssektorn och obalanser i handelsflöden kvarstår i dag och sannolikt kommer att generera framtida kriser. De reformer som skett beskrivs ingående och med visst bejakande. För en global finansmarknad krävs globala regelverk och de försök som gjorts av G20-länderna applåderas av Wolf, även om han samtidigt kritiserar dem för att vara både för bristfälliga och för komplexa.

Baselreglerna om kapitaltäckningskrav för banker avfärdas som på tok för låga – Wolf jämför med andra branscher

och bygger sin tes på ett antal färskartiklar som hävdar att kapitaltäckningskraven bör vara så höga som 20–30 procent. Han avfärdar kritiken som levererats mot höga kapitaltäckningskrav med två argument: För det första att vinsterna och förlusterna är asymmetriskt fördelade i och med att bankernas aktieägare är de som tjänar på de låga kapitaltäckningskraven, medan skattebetalare är de som får stå för notan vid en eventuell bankkonkurs. För det andra avfärdar han kritiken att höga kapitaltäckningskrav kan leda till kapitalbrist och minskande investeringar i näringslivet med att konstatera att bankernas låntagare i dag övervägande utgörs av privatpersoner och andra finansinstitut. Den brittiska banksektorns direkta utlåning till näringslivet uppgick under 2013 till mindre än 9 procent av den totala utlåningen.

Wolfs kritik mot de nya regelverkens komplexitet bygger på två iakttagelser. Den första är att alltför komplexa regler leder till omfattande transaktionskostnader och saknar den transparens som behövs i kraftfulla regelverk. Han jämför den amerikanska Glauss-Seagull-reformen 1993 som utgör 33 sidor med det massiva regelverk på tusentals sidor som utgör den omdiskuterade Dodd-Frank-reformen från 2010 – som redan verkar vara i upplösningstillstånd. Den andra iakttagelsen är att reglering för att mäta och vikta olika risker aldrig kommer att kunna uppnå sitt syfte då de stora finansiella aktörerna har både resurser och incitament att själva beräkna riskerna i sina olika aktiviteter och tillgångsslag på sätt som gynnar dem själva. Wolf – en frimarknadsivrare i grunden – argumenterar kärnfullt att två faktorer gör finansmarknaden så specifik att den kräver en reglering som andra branscher inte gör. Det första är de omfattande negativa externaliteter som uppstår vid konkurser, till skillnad från mer begräns-

sade externaliteter vid konkurser i andra branscher. Det andra är att dessa externaliteter genererar både sociala och ekonomiska kostnader i termer av förlorad tillväxt och ökad skuldsättning.

Vid en kritisk läsning är det uppenbart att dessa båda faktorer är samkopplade och kanske i realiteten samma sak då den förlorade produktionskapaciteten och den högre offentliga skuldsättningen kan ses som negativa externaliteter. Att finansmarknaden är en tämligen specifik marknad råder det dock ingen tvekan om. De negativa externaliteterna är en huvudingrediens i Wolfs egna rekommendationer om behovet av kontracykliska interventioner vid en finanskris, i stället för budgettätstramningar. Även om boken innehåller uppskattande ord av Kenneth Rogoff och Carmen Reinhards omfattande genomgång av finanskriser (2010) är Wolf starkt kritisk mot Rogoff och Reinhards uppmärksammade policyrekommendationer att offentlig skuldsättning med nödvändighet driver ned tillväxt. Wolf diskuterar de tröskeleffekter som kan tänkas råda vad gäller de olika tillväxtimplikationerna vid olika nivåer av offentlig skuldsättning, men ifrågasätter kausaliteten i Rogoff och Reinhards slutsatser.

Bokens sista kapitel behandlar eurozonen under titeln "Mending a Bad Marriage". Kritiken mot eurotanken är massiv; liksom många andra kritiker kallar Wolf europrojektet feltänkt från början och skriver ironiskt om såväl politikerna som finansaktörernas villfarelse att tro att en gemensam valuta i så kulturellt och ekonomiskt olika länder inte skulle ge upphov till stora obalanser. Han nagelfar det tyska behovet av avsättningsmarknader för sin industri som den reella motivationen för Tysklands motivation av euron. Tysklands specifika historia – och egna ekonomisk-politiska mål – utgör en intressant

del i analysen av eurokrisen. Vad kan då göras? Wolf diskuterar eurosamarbetet som "ett dåligt äktenskap, med höga kostnader för skilsmässa" (s 292), med andra ord att även om euron i grunden är feltänkt och feldesignad så kan de ekonomiska, juridiska och sociala kostnaderna av en återgång till nationella valutor vara så omfattande att detta endast bör ses som en absolut sista utväg. Wolf ger i stället några förslag på vad som enligt hans syn kan förbättra det ojämlika och skakiga ekonomiska äktenskapet mellan ekonomierna i Euroområdet: okonventionella metoder för att öka efterfrågan i euroländerna, försök att minska beroende av bankerna till förmån för kapitalmarknader och ett starkare ECB som kan stödja svaga nationella centralbanker. Han argumenterar även för lägre bolagsskatt (vilket också kan tänkas leda till starkare bolagsstyrning och mindre behov av ambitiösa bonussystem och aktieåterköp), nya former av finansiella kontrakt såsom bolån som knyts till förändringar i bostädernas marknadsvärde, samt åtgärder för att minska den tilltagande ekonomiska ojämlikheten.

Summa summarum utgör *The shifts and the shocks* en intressant exposé över de mekanismer som låg till grund för den globala finanskrisen. Wolfs faktpäckade och välskrivna analys av latent och manifesterade faktorer som kan sätta det globala finansiella systemet i snabb gungning, samt de risker en finanskris medför skulle säkerligen vara ett intressant kurssupplement för grundkurser i finansiell ekonomi. Frågan är vad den tillför den akademiska debatten förutom en syntes av redan tillgänglig kunskap? Många av de analyser, slutsatser och förslag som framhålls har redan rapporterats av andra, i mer fördjupad form. De policyrecept som föreslås för att undvika framtida kriser framstår som aningen splittrade, vilken kan försvåra för en

altruistisk bankchef (om de finns) eller en reformnitisk finansinspektör (jo de finns, många) att prioritera mellan dessa.

*Karl Wennberg*

Professor, Handelshögskolan i Stockholm, Forskare, Institutet för Analytisk Sociologi (IAS)

#### REFERENSER

Calmfors, L (2010), Inlägg i paneldebatten "Vilka lärdomar bör den nationalekonomiska professionen dra av den ekonomiska krisen?", Ekonomisk Debatt, årg 38, nr 3, s 70-96.

Reinhard, C och K Rogoff (2010), This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton.