

## Kapitel III

# GRÅDIGHED *eller* På sporet af de skyldige

”Der kan ske, hvad det skal være: Der er altid en, der har set det komme”, sagde den franske skuespiller Fernandel (*Don Camillo*). Også efter udbruddet af finanskrisen var der atter mange mennesker, som allerede længe forinden havde set kreditkrisen og dens overgang til den globale finans- og økonomiske krise komme. Og nogle – Nouriel Roubini for eksempel, en økonom i New York, eller Rober Shiller på Yale – havde faktisk meget tidligt forudsagt meget. Men hvem ville lytte?

Det er ikke mærkeligt, for det hører med til finanskrisers væsen, at de ganske vist indtræder med sikkerhed, men at crashet alligevel i hvert tilfælde kommer som lyn fra en klar himmel. Således var det efter årtusindeskiftet, da New Economy’s mirakel var forbi fra den ene dag til den anden – kort efter at tyskerne netop var begyndt at blive et folk af aktionærer og begyndte at købe Telekom-, Infineon- og (de helt modige) biotech-andele. Og således har det nu gentaget sig – dog med meget værre følger.

Crashet kommer og overvælder folk (og investorer) så pludseligt, at det ligner en åbenbarelse. Mens nogle slutter sig til de evige bedredende, bliver andre, flertallet, frem for alt vrede: Hvorfor har I ikke fortalt os det? Hvorfor har I ikke advaret os mod katastrofen?, råber de ud i verden, uden at det står klart, hvem der er adressaten for deres bebrejdelser. Sandsynligvis alle, der overhovedet kan komme på tale: bankdirektørerne, erhvervsjournalisterne, politikerne og kapitalismen.

I al den tid, der har eksisteret kapitalisme, har der været spekulationsbobler. De er systemboende ulykker. Eller drejer det sig egentlig om regeltilfælde? Først og fremmest er én ting sikker: Hidtil er det ikke lykkedes nogen at forhindre bobler. Hverken markederne med deres angivelige selvhelbredende kræfter eller politikken med dens ”anmassende” og forudplanlæggende viden har magtet det. Overdrivelse hører åbenbart med til finansmarkedernes væsen; Selvbeherskelse falder dem svært: Underfulde og hurtige gevinster bliver tilsyneladende fulgt af ikke mindre underfulde og pludselige tab.

Spekulationsbobler er en vigtig drivkraft i vor økonomi, har Alan Greenspan længe hævdet. Den meget udskældte tidligere direktør for den amerikanske centralbank Fed har altid tilføjet: Om en prisstigning er en boble, ved man desværre først bagefter. Og: De pengepolitiske instanser (centralbanker, finanspolitik og finanstilsynsmyndigheder) evner ikke at styre, ikke at moderere og slet ikke at forhindre sådanne bobler.

Det var Alan Greenspan, der styrede økonomien under en af de længste boomperioder i dens historie. *Maestro* lyder titlen på den biografi, som Bob Woodward – en af de to journalister, der afdækkede Watergate-skandalen – skrev om Greenspan: en lang hymne. Men da Greenspan, som i mellemtiden er blevet 82 år, trådte frem under høringen i USA's Kongres, var den tidligere triumfator blevet til den anklagede. ”De havde haft autoriteten til at standse hele den uansvarlige praksis i kreditgivningen”, slyngede Henry Waxman, formanden for høringen, imod ham. Og Greenspan svarede på en for ham meget sagtomodig måde: Ja, det passer. Den moderne risikostyring har fungeret i årtier. Men så, sidste sommer, faldt den sammen, fordi risikomodellerne kun blev fodret med data fra euforiens periode.”

”De tog altså fejl?”, spurgte Waxman tilbage i en skarp tone. ”Til dels desværre ja”, indrømmede Greenspan. Og så kom det yderligere fra ham: ”Alle, inklusive mig selv, som troede, at bankerne havde en egeninteresse i at opretholde deres kunders formue, befinder sig i en tilstand af chokeret vantro.” Man måtte åbenbart indse, at markeder ganske vist har en indlæringssevne, således at man i hvert fald kan drage en lære ud af kriser, men at det ”evige kredsløb mellem grådighed og frygt” ikke viser udslag på indlæringskurven.

Det er bemærkelsesværdige udsagn fra en mand, som engang udstrålede stolthed og selvbevidsthed. De giver økonomen John Maynard Keynes ret, når denne mente, at *animal spirits* spiller ind og fører til, at de tilsyneladende så rationelle markeder svinger mellem grådighed og frygt. Keynes var af den opfattelse, at de fleste af menneskers økonomiske aktiviteter udspringer af rationelle motiver. De forfølger deres mål, de søger deres fordele, og de afvejer omkostningerne og de mulige alternativer. Men de er tillige, fordi de er mennesker, underlagt deres instinkter og stemninger. Undertiden tenderer de til tillid, til andre tider dominerer mistilliden. Undertiden bliver de misundelige, til andre tider dukker gammel modvilje op. Og der findes ikke et objektivt mål, der viser, hvornår et foretagende er for risikabelt, og hvornår en gevinstforventning er overdreven.

Indskrænkningen af vor rationalitet fører til, at vi, selv målt på vore egne mål, laver fejl og også indrømmer det. Vi ved, at det er fornuftigt at spare op til alderdommen, men vi foretrækker alligevel det øjeblikkelige forbrug. Vi ved, at det målt på gevinstforventningerne ikke er særligt fornuftigt at spille lotto, og indleverer alligevel uge efter uge vor tipskupon.

Og der er mere: Mennesker bliver i deres beslutninger påvirket af konteksten. Når alle andre hælder mod tillid, har vi også tillid. Men ved vi, hvornår god tillid bliver til blind til-

lid? Vi orienterer os i vore beslutninger mod de historier (*stories*), der fortælles omkring os. Er det væksthistorier, så tror vi, at der også må være noget i det for os. Er det undergangsscenerier, afholder vi os fra risikable beslutninger. Sådanne historier kommer fra forskellige kilder. Journalister fortæller dem, og i bekendtskabskredsen bliver de taget op. De kan også stamme fra investeringsrådgiveren, hvor de udtrykker hans salgsstrategier, eller fra såkaldte konjunkturforskere, som, idet de plagierer hinanden, korrigerer prognoser op eller ned. Grådighed og frygt er antropologiske instinkter, konstanter i vor psykologiske grundudrustning. Men de bliver aktiveret af den type historier, som netop er i omløb.

”Ideer smitter som gaben”, skriver Jason Zweig i sin bog om grådighedens neuroøkonomi. Sådanne idékontekster kan inficere hele deres omverden. Lad os tage Zweigs eksempel: Lad os forestille, at De gerne vil leje en bil i lufthavnen. Foran Dem venter der allerede to mennesker ved skranken, hvor en plakat oplyser, at der kan vælges mellem to producenter: Fiat eller Hyundai. Den første indskydelse er at tage en Hyundai, men De er ikke helt sikker. Uden at tøve tager den første person foran Dem en Fiat. Han lader til at vide, hvad han vil. Den anden person tøver lidt, men beslutter sig så også for en Fiat. Skal vi vædde om, hvorledes eksperimentet ender? De vælger i sidste ende også en Fiat, selv om de oprindeligt havde villet beslutte anderledes, fordi Deres sikkerhed næres af sikkerheden hos den første kunde og den imiterede usikkerhed hos den anden. Beslutninger kan sprede sig, lige som en virus overføres fra den ene til den anden, afhængig af det miljø, hvori vi netop befinder os. Jason Zweig taler om ”informationskaskader”, som præger vore beslutninger.

Lad os undersøge lidt nøjere, hvad grådighed er. Filosofer, moralteologer og digtere har spekuleret over dette i århundereder. ”De riges havesyge tilintetgør statsforfatningen”, men-

te allerede Aristoteles. Siden den tidlige kristendom har man regnet havepsyge (*avaritia*) til de syv dødssynder. ”Længslen efter at besidde er årsagen til grådighed”, analyserer en samling læresætninger fra det 2. århundrede efter Kristus. *Avaritia* kan interessant nok også betyde gerrighed. Åbenbart drejer det sig i begge tilfælde, for grådighed såvel som gerrighed, om en for menneskene særegen hang til overdrivelse, som de ikke kan (vil) frigøre sig fra, selv om de synes, den er uhyrlig: Overdreven sparsommelighed bliver til gerrighed, overdreven trang til besiddelse bliver til grådighed.

Det er umådehold, der truer almenvellet, hævder moralisterne. Med appeller om mådehold søger de at tøjle den menneskelige natur. Politikerne, især politikerne i Tyskland, lader ingen lejlighed gå fra sig til fra ethvert podium, hvor der endnu måtte være en lille plads, at filosofere over ”mådehold”. Men hvor begynder og slutter mådehold?

Er ”længslen efter at besidde” ikke samtidig drivkraften i vor velstand? Er besiddelse – privatejendom – ikke samtidig kilden til vor sikkerhed for, at alle økonomiske anstrengelser også lønner sig, fordi vi senere kan gøre brug af vor frihed og råde over vor succes.

Og der er mere: Også ”nys-gerrigheden”, kilden til al videnskabelig erkendelse og garant for menneskelig fremskridt, der skaber al velstand, kalder vi gerrighed. I realiteten blev nysgerrighed først i nyere europæisk tid overvejende vurderet positivt, mens kirkefaderen Augustinus endnu hudflettede *curiositas* som en ugudelig last, altså en synd, og brændemærkede den som ignorant optagethed af udelukkende jordiske anliggender: en bedøvende lyst ”til at erfare og erkende” (*libido experiendi noscendique*). Senere sluttede den kulturkonservative Martin Heidegger sig til denne kritik, idet han kritiserede nysgerrigheden for at skaffe en ”viden, men udelukkende for at have vidst”. Viden for dens

egen skyld er ligesom penge for deres egen skyld underlagt moralsk fordømmelse.

Som bekendt vidste Adam Smith, at det er et gode ved markedsökonomien, at vi ubekymret og uden moralske skrupler kan forfølge vor ”længsel efter at besidde”, og alligevel bliver vore medmenneskers behov tilfredsstillet. ”Vi forventer ikke at få, hvad vi har brug for at spise, som følge af slagterens, bondens og bagerens velvilje, men fordi de varetager deres egne behov. Vi henvender os ikke til deres menneske-, men til deres egenkærlighed, og vi nævner ikke vore egne behov, men taler om deres fordel”, lyder den klassiske formel hos Smith. Først senere kan det altid konstateres, at grådigheden har drevet det for vidt.

Adam Smith, der som bekendt ikke kun var økonom, men også moralfilosof, roste ganske vist den egoistiske profitinteresse, der muliggjorde menneskers velstand, men vogtede sig for at rose grådigheden. Smith og hans efterfølgere er af den mening, at der findes en i mennesker ”iboende” kraft til mådehold. Men også Smith må man spørge: Hvem fastsætter mådeholdet?

Her vil det det muligvis give mening at bringe risiko i spil. Kunne det tænkes, at stræben efter gevinst slår over i grådighed, når den risiko, der ledsager alle disse bestræbelser, benægtes? Eller hvis konteksten og de lange informationskaskader, som forstærker den, har undspillet risikoen, således at gevinstbestræbelsen selv bliver blind og benægter prisen for den overmodige lyst til at have?

Det ville være en definition på grådighed, som ville undgå den rasende moralisme af aposterioriske overdrivelser. Det tragiske ved grådighed er dens hang til kollektiv overdrivelse. Den fører altid til yderligere overdrivelser. Det er netop kollektive fejlvurderinger, der gør grådighed så farlig. Om ”rationel tro” siger Stanford-økonomen Mordechai Kurz: Da alle tror, at priserne vil stige, stiger de. Og opfyldelsen af

denne tro bekræfter den igen og igen. Det kan være denne selvopfyldelsesmekanisme, som Greenspan mente, når han sagde, at risikomodellerne havde svigtet, fordi de data, som blev anvendt i dem, var euforiens data. Og man må sige, at så blev risikostyringen ubevidst selv til et instrument for grådigheden.

Det lyder ikke som nogen særlig trøst. Men det er troværdigt, hvis man betragter crashets finanshistorie. Vi kan som eksempel betragte den berømte tulipanboble i Amsterdam i 1637. Dengang var spekulanter parate til at betale 5500 gylden for et enkelt blomsterløg af tulipansorten Semper Augustus, hvilket, groft overført, i dag ville svare til en værdi af 87.000 euro. Hvorfor det netop var tulipaner, der var så attråværdige, kan ingen bagefter sige nøjagtigt. Hvorfor mennesker på hvilke tidspunkter værdsætter hvilke ting i særlig høj grad, er helt og holdent subjektive. Og når først efterspørgselen ikke længere er til at standse, er det ørkesløst at søge efter årsagerne hertil. Stillet over for stadigt stigende priser, så rækker det enkle, men eftertrykkelige håb om berigelse fuldt ud som forklaring. Og spekulanten glæder sig ikke kun over handelen med fysiske tulipanløg; han opnår den samme tilfredsstillelse ved at erhverve retten til løg uden nogensinde at skulle have et løg i hånden.

Det går godt så længe – til det det ikke længere går godt. På en eller anden auktion i Haarlem var der ikke længere nogen, som ville byde. Sælgeren sad tilbage med sine løg. Rygtet om denne fiasko bredte sig som en løbeild. Og resultatet var inden for kort tid et dramatisk prisfald på tulipanløg. Til slut var prisen ikke engang en hundreddel af, hvad den havde været, da den var højest. Og jammeren var stor. Og man kan forestille sig, at folks forfærdelse over de finansielle århundredekatastrofer i 1873 og 1929 ikke har været meget anderledes.

Alle bobler er underlagt deres egne lovmæssigheder. Den amerikanske økonom Hyman Minsky (1919-1996) beskrev dem idealtypisk: Først vover folk intet og viger tilbage for risikoen. Så er der et eller andet sted en, som øjner en forretning (huse i Iowa, tulipanløg i Amsterdam eller biotek-aktier i Heidelberg), og en anden er parat til at låne ham penge, fordi han selv gerne vil tjene noget på forretningen. Pludselig er alle med, fordi ingen vil være den eneste, der går glip af den store fortjeneste.

Boomet varer ved et stykke tid. Men så opstår der frygt hos en vigtig spiller, og han vil ikke betale prisen. Pludselig er tilliden væk, og boblen brister. Så står mange ærgerlige tilbage, fordi de har ladet sig blænde og smitte af euforien. Og nogen har hele tiden vidst det, og de øvrige er sure, fordi ingen har vidst det. Og alle lover sig selv at passe bedre på i fremtiden, at styre sig selv bedre og ikke længere at være så grådig. Og så begynder Minsky-spillet atter forfra.

”Pengeinvestorer mister ligesom skiløbere efterhånden fornemmelsen for risici”, siger Myron Scholes, som selv var medansvarlig for den spektakulære konkurs i den store hedgefond LTCM i 1998. Økonomerne er imidlertid enige om, at spekulative bobler frem for alt er et psykologisk problem. Økonomen Robert Shiller taler om et ”forventningskoordineringsproblem”. Folk træffer deres beslutninger på grundlag af vage forventninger om, hvad fremtiden kan bringe. Når priserne stiger et eller andet sted, så bliver mange hurtigt overbevist om, at priserne fortsat vil stige, også på andre områder. Vi ekstrapolerer fra nutiden og ud i fremtiden. Det er ganske vist usikkert, om det også vil blive sådan i fremtiden. Men alt ser ud til det.

For folks iagttagelser nærer ikke kun bestemte forventninger, men bidrager på deres side til, at disse forventninger også opfyldes. Det er for en stund en ”rationel tro”. Koordinerede forventninger forstærker hinanden. Finansbobler genere-



rer over lang tid et meget euforisk klima: De fungerer som feedback-mekanismer for selvopfyldende profetier. Fordi alle tror, at det går opad, vil det også gå opad. Undergangsprofeter, som advarer om, at kurven snart vil pege nedad, tager i denne periode fuldstændig fejl og bliver spottet som professionelle sortseere. Mens alle andre profiterer af stigende priser, bliver apokalyptikerne snydt. Det er i øvrigt, en grund til, at det kan være rationelt at tilslutte sig flokkens irrationale bevægelse. Enegængerer tjener ikke noget, men har heller intet tabt, når den store rus er forbi. Det er derimod overordentligt vanskeligt at flytte flertallet, at få det til at omstille sig, også selv om mange signaler allerede peger på, at boblen springer, og at alle taber deres penge, såfremt de ikke sælger nu. Men så går det jo endnu en gang opad, og de andre køber også, og priserne stiger yderligere ...

Findes der også et punkt, på hvilket den "rationelle tro", der driver grådigheden, kan få hele systemet til at vælte? Det mener fysikeren Stefan Bornholdt. Han sammenligner markederne med magnetmodeller fra sin videnskab og mener, at man kan finde et punkt, hvor et system kan rutsje i en helt anden, uønsket modus: "Lige som ved et stykke magnetisk jern, som ved opvarmning pludselig mister sin magnetisme ved en helt bestemt temperatur." Hvornår dette sker, kan et enkelt atom ikke forstå, fordi dette tab er en systemegenskab skabt af et samvirke mellem alle atomer, siger Bornholdt. Derfor godtager han også bankledelsernes påstand om, at tidspunktet for krisen og dens heftighed ikke kunne være forudset.

Naturvidenskabsmandens tanke er tillokkende, idet han sammenkæder den individuelle psyko-logik i the animal spirits med muligheden for udbrud af en systemisk krise, der transcenderer the animal spirits. Det er en tanke, som også den ældre og angrende Alan Greenspan antyder: Han havde ikke kunnet forestille sig, at bankledelsernes af pro-

fit drevne ærgerrighed havde kunnet tillade muligheden af egen undergang.

Kan det være muligt, at ødelæggelsen ganske enkelt skete, uden at nogen ville det? Man bør imidlertid nok tage sammenligningen med den teoretiske magnetlære med en hel del forbehold. For magnetisme – og intetsteds ville det være mere anskueligt for også lægfolk – er en tvangsmekanisme. Intet atom kan modstå et magnetfelts tiltrækningskraft, lige så lidt som det kan undgås, at magneten mister sin tiltrækningskraft. Men mennesker kan i frihed beslutte, om de vil åbne en opsparingskonto med en rente på syv procent eller ikke – alle animal spirits til trods. Det var netop de pludselige beslutninger, der blev udløst af nye forventninger, om at sælge huse eller aktier, der blev det, som fik hele markeder til at vælte. Grådigheden skabte frygt. Den, der forsøger at overføre fysikkens modeller til socialvidenskaben, havner i metafysikken. Og den har som bekendt mistet sin troværdighed.

Men dermed er vi atter tilbage ved udgangsspørgsmålets gåde, idet det selv for de dristigste analytikere frem til i dag er forblevet uklart, hvorfor netop købet af amerikanske huse i lad os sige Florida, Iowa eller Wisconsin har ført til en ny verdensfinanskrise. Det var ikke engang huspriserne i New York eller Boston – dér, hvor de grådige finansmanagers bor -, som udløste og bar stigningen. Det var helt normale menneskers helt normale huse – og hurtigt også fattige menneskers – *in the middle of nowhere*, som udløste boomet: Dér, i Iowa, Florida eller Wisconsin steg huspriserne mellem 2002 og 2006 med en historisk ret så enestående, årlig tocifret procentsats.

Næsten hele verden var med i dette boom i de fire år mellem 2002 og 2006: I new Zealand steg priserne på boliger med næsten 70 procent og i Spanien med mere end 50 procent. USA ligger her med satser på 45 procent endog i midtfeltet bag Frankrig og Danmark. Der er i disse år kun to

undtagelser, som gik mod den verdensomspændende trend: Japan – og Tyskland. Der faldt huspriserne i det samme tidsrum; i Tyskland med mere end 10 procent, og i Japan endog med næsten 20 procent. Det betyder, at det for den tyske iagttagelse frem til i dag er så meget vanskeligere at forstå denne finanskrisen. For i Tyskland deltog, i modsætning til tiden med New Economy, ingen i euforien. Ingen kan forestille sig den følelse af eufori, der gik forud for elendigheden. Ingen var – i det mindste direkte – vinder i denne krise, heller ikke mellem 2002 og 2006. Tyskerne blev overrasket af krisen, uden at de havde været medspillere i boomet.

Så meget vigtigere er det derfor for forståelsen endnu engang at vende tilbage til krisens udgangspunkt. Man skal huske, at USA i årene 2000 og 2001 var ramt af et dobbelt-slag: Først bristede New Economy-boblen, og the Roaring Ninties var pludselig slut. Så fulgte terrorangrebet 11. september 2001. Med korte mellemrum oplevede nationen en økonomisk og en politisk ydmygelse, som i deres virkning i hvert fald kan sammenlignes med den senere forsmædelse i det militære fejlslag i Irak og i finanskrisen.

I denne prekære fase i 2001 var der i USA bekymring for deflation og recession. Det ville have betydet en overvældende katastrofe for landet. Derfor gik alle finans-, økonomi- og pengepolitikens målsætninger og bestræbelser ud på at afværge den truende skærpelse af krisen. Centralbanken sænkede meget hurtigt sine renter til den særdeles lave sats på én procent. Det virkede især, fordi amerikanske boligejere kan opsigte deres fast forrentede boliglån før tiden uden at skulle betale strafrenter. Da den lave rentesats også fik renterne på langfristede boliglån til at falde, blev dette udnyttet af millioner af husholdninger: De opsgav deres gamle lån og refinansierede til en lavere rente.

Resultatet var, at husholdningerne havde flere penge til rådighed, med hvilke de kunne modernisere deres bolig

eller erhverve en ny ejendom, som de atter var i stand til at finansiere til lave renter, og som de kunne forvente en værdistigning på. For det lave renteniveau fik efterspørgslen på boliger til at stige markant. Efterspørgslen var også præget af, at i USA er bygherrens risiko overskuelig. Hæftelsen er begrænset til huset og omfatter ikke den øvrige formue og arbejdsindkomsten. De, der købte et hus på kredit, kunne kun vinde, ikke tabe.

Den amerikanske regerings erklærede politiske vilje om at ville realisere enhver borgers drøm om eget hjem spillede også en stor rolle. De to boligfinansieringsinstitutioner Fannie Mae og Freddie Mac, halvt statslige institutioner tilbage fra New Deal's tid, som garanterede halvdelen af al boligkredit, havde udtrykkeligt fået til opgave at arbejde for virkeliggørelsen af denne drøm. *The Community Reinvestment Act*, der var blevet indført under præsident Jimmy Carter og skærpet under præsident Bill Clinton, forlangte af bankerne, at de fortrinsvis gav kreditter til deres *local communities* og til fordel for de "økonomisk forfordelte" (*economically disadvantaged*). Samtidig sikrede politikken, at udbuddet af boliger forblev knap. Det var først i forbindelse med den politisk subventionerede efterspørgsel og det politisk begrænsede udbud, at huspriserne steg til svimlende højder.

De to aftalepartnere skulle kun bekymre sig om hæftelsen i deres handlinger. Husejerne måtte, i tilfælde af at de misligholdt deres boligkredit, frygte for deres hus, men ikke for deres øvrige formue. De havde endog kunnet opnå kredit, selv om de overhovedet ikke havde nogen formue. Og bankerne behøvede ikke at bekymre sig om at inddrive kreditten. For de havde for længst videresolgt deres fordringer ud over hele verden. Alt i alt altså en risikofri forretning, for alle involverede. Tilsyneladende i hvert fald.

I realiteten blev den amerikanske regerings målsætning om at afværge den nationale krise nået. USA gled efter 2001 hverken ud i en recession eller en deflation. I stedet trak ejendomsboomet også aktiemarkederne med op, og det ikke blot i USA. I løbet af kun få år udfoldede der sig et hurtigt og stabilt opsving. Det 21. århundredes ejendomsboom (der i Tyskland især optrådte som det andet aktieboom) var så at sige fortsættelsen af the Roaring Nineties med andre midler: Det var et party for mange, som blev rige. Som sagt, mindre i Tyskland, og mere i resten af verden.

Og hvorfor bemærkede ingen, at grådigheden overdrev det? Hvorfor var der kun så få, som i forvejen advarede os, når det bagefter står soleklart for de fleste eksperter, at det ikke kunne fortsætte med at gå godt? Den efterfølgende rekonstruktion er vildledende og forførende, når den tilfører hændelsesforløbet en tvingende logik, som får alle aktører til at tage sig temmelig enfoldige ud. Hvorfor ved alle kloge mennesker bagefter, hvad alle kloge mennesker ikke vidste før?

Forklaringen må nødvendigvis blive noget mere differentieret. I realiteten var der jo en hel række advarsler, som allerede dengang forudsagde udviklingen temmelig præcist. Men ingen vil som bekendt lytte til Cassandra. Richard Posner, en juraprofessor i Chicago, som sammen med økonomen Gary S. Becker har en berømt blog, trækker en slående parallel: Også før japanernes overfald på Pearl Harbor manglede det ikke på advarende stemmer og nøjagtig henvisninger. De blev ikke blot overhørt, men systematisk – og plausibelt! – bortfortolket. Japanerne, lød det for eksempel, var alt for svage og selv alt for sårbare til at vove et sådant angreb. At japanerne var sårbare, er senere blevet bekræftet; men de, der ville berolige, tog ikke i betragtning, at i den japanske kulturelle kontekst tæller ære mere end nationens

overlevelse. Tilsvarende overvejelser kunne man bestemt også anlægge i relation til 11. september.

Overført på finanskrisen vil det sige: Det kommer altid an på, hvad man i en verden anser for relevant information. Richard Posner kalder det for *signal-to-noise ratio*, altså spørgsmålet om, hvad der i al den støj, som dagligt omgiver os, er ”relevant information”, som vi ubetinget bør tage alvorligt. Al denne støj forekommer jo på en eller anden måde vigtig. Men hvad er et signal? Og hvad er blot støj? Det spørgsmål vil man i relation til finansmarkedet fortolke anderledes i dag end, lad os sige, i sommeren 2005.

I realiteten ville det dengang have været farligt for enhver, som ville standse boomet. Der er næppe nogen anden, som har formuleret det så klart, som Chuck Prince gjorde det i juli 2007, da han var formand for Citigroup: *”When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing.”* Prince beskriver markedsaktørernes dilemma præcist: Fremsynet foregriber han, hvad der vil ske, så snart boblen brister: Der vil mangle likviditet, markeder vil tørre ud, og banker blive insolvente. Derfor skal musikken spille videre, også selv om lukketiden allerede er overskredet. Det skal forhindre katastrofen, men vil i virkeligheden ubønhørligt føre frem mod den.

Også centralbanken, der egentlig skulle have reageret yderst følsomt på prisstigninger, så sig ikke i stand til at aflyse musikken. Men Alan Greenspan mente, at inflation kun fandtes på markederne for forbrugspriser. Stigende formuepriser (*asset price inflation*) gjaldt per definition ikke som den trussel mod stabiliteten, der skulle have trukket en reaktion fra centralbanken med sig i form af stigninger i de ledende rentesatser. Bag dette skjulte sig også frygten for at kvæle amerikanernes drøm – at blive rige gennem aktier

eller huse – gennem et indgreb fra centralbanken. Hvem ville være skyld i dette?

Selv da den amerikanske centralbank fra midten af 2004 virkelig begyndte langsomt at hæve de ledende rentesatser, steg de langfristede renter ikke. Og ejendomshaussen fortsatte. Greenspan betegnede dengang denne mærkværdighed med en berømt formulering som *conondrum* – en form for gåde med en overraskende, morsom løsning. At rentepolitikken forfejlede sit mål, skyldes især Asien. Vi har allerede beskæftiget os med dette i første kapitel af denne bog. For efter den asiatiske krise i de sene halvfemsere ville de asiatiske lande holde deres eksport, motoren i deres samfundsøkonomier, i gang. Strategien hertil var at holde valutaerne kunstigt lave. For at opnå dette opkøbte Kinas og andre asiatiske landes centralbanker dollars i stor stil. De asiatiske samfundsøkonomier placerede hovedsageligt de erhvervede dollars i amerikanske statslån, hvorved renterne fortsat kunne holdes på et lavt niveau, og forhøjelsen af de ledende rentesatser faldt virkningsløst til jorden. Med andre ord: Amerikanerne mente, at de fortsat kunne tillade sig at leve på kredit.

Hvor er de skyldige? Kandidaterne kender vi allerede; nogle optræder hyppigt, andre ganske vist kun i periferien: eksempelvis kreditindustrien, bankerne, hedgefonds, rating-agenturerne og certifikatudviklerne, som efter manges mening er de største skurke, fordi de har solgt folk komplekse finansprodukter for dermed at styrte dem i ulykke. Vi vil beskæftige os med denne gruppe, lad os kalde den bankerne, i de næste to kapitler og har derfor her skånet dem i første omgang. Men så meget står allerede nu klart: En ”medskyld” tilkommer også dem i slutproceduren. Når det drejer sig om krisens oprindelse, skal man ganske vist gøre sig det klart, at boliglån ikke er synderlig komplicerede finansprodukter. At

gøre finansindustrien til eneste skyldige ville forenkles sagen utilladeligt.

Der er ingen tvivl: Kredsen af ansvarlige må klart strækkes ud over bankerne. Netop fordi det er blevet almindeligt at beskrive finanskrisen som et spektakulært tilfælde af markedssvigt, er det passende først at rette blikket mod staten. Det var en politisk beslutning beredvilligt at stille billige penge fra centralbanken til rådighed. USA's centralbank er uafhængig, men den havde entydigt den politiske opgave at reagere på kriser med henblik på at lette finansieringen af en stadig mere forgældet samfundsøkonomi – både privat og statsligt. Det gav ganske ikke noget til den amerikanske samfundsøkonomis reelle produktionspotentiale, således at overmåde billige penge endte i overinvesteringer: i formueprisinflationens boble – først aktierne i New Economy, efterfølgende ejendomspriserne.

Der er en vigtig forskel mellem New Economy og husboblen: New Economy udsprang af noget så sjældent som en teknisk revolution, af hvilke der kan gå mindst et århundrede imellem. Internettet har fundamentalt ændret livet for alle mennesker i hele verden. Internet-revolutionen kan derfor sammenlignes med jernbanens opfindelse i anden halvdel af det 19. århundrede. I tider med sådanne teknologiske forandringer ønsker mange at være med: Antallet af nystiftede virksomheder vokser; hertil har de alle brug for penge, som de søger at skaffe sig på børsen. Hvem der klarer sig, ved man endnu ikke, så længe revolutionen udvikler sig. Det er et spil med forsøg og fejlslag. Først nogle år senere vil vi se, hvem der sejrede: De hedder Google, eBay eller Amazon. Mange andre virksomheder fra de sene halvfemsere er for længst bukket under. Og mange spillere i dette trial-and-error-spil har tabt mange penge. Men én ting bliver tilbage: internettets ny verden.



Hus-boomet derimod udsprang ikke af nogen teknologisk innovation, højst af en finansinnovation, - men det er omdiskuteret. Huse, ikke mindst de mange enfamilie-huse i de amerikanske forstæder, er ikke særligt innovative. Baggrunden for hus-boomet var ikke et teknologisk, men derimod et socialpolitisk program: Det var den amerikanske regerings politiske vilje at opfylde enhver amerikaners drøm om eget hjem på en måde, der var nem og kun indbefattede en lav risiko. Dertil var der en statslig infrastruktur (Fannie og Freddie). Mens der altså for New Economy-krisen kun var en pengepolitisk skyld (*asset price inflation*), så foreligger der for finanskrisen i det begyndende 21. århundrede også både en økonomisk skyld og en socialpolitisk skyld: Hvad den amerikanske stat har knust, må verdens stater bagefter feje op.

Omfanget af nedgangen står her i et skarpt misforhold til de positive følger. Subprime-krisen har i modsætning til internettet ikke efterladt verdenshistorien noget. Der er ganske vist nogle, som er blevet rige, og som rettidigt har bragt deres rigdom i sikkerhed. Men der er vendt nogen ny side i de menneskelige fremskridts historiebog. Den amerikanske drøm om eget hjem til alle, især for de fattigste, er indtil videre faldet til jorden. Mange borgere har måttet sælge deres huse, fordi de ikke længere kan betale kreditten. Denne krise har ganske vist givet verden en vigtig erfaring. Men har den budt noget til gengæld? Det er – endnu? – ikke til at sige. Kun ét er dog sikkert: Denne krise blev i langt højere grad end tidligere kriser også udløst af politik. Desto større skaderne. Desto større behovet for statslig redning.

Og der er mere: Er det markeds- eller statssvigt, når en sælger af et illikvidt hus bliver skånet for at hæfte med sin formue? Er det markeds- eller statssvigt, når banker ikke skal hæfte for deres kreditter og ikke er forpligtigede til selv at inddrive i det mindste en del af denne kredit? Den mang-

lende hæftelse, der betyder, at alle aktørerne kunne smyge sig uden om ansvaret, er en af de helt væsentlige årsager til krisen. Derimod er det en central statsopgave at sørge for, at markedsaktørerne har tilstrækkelig hæftelse. Her har staten svigtet. Og det har markedsaktørerne med glade indtjeningsforhåbninger udnyttet af alle kræfter. Også de har svigtet.

I sidste ende er det altså som i Agatha Christies roman *Mord i Orientekspresen*: Der er aldrig kun én skurk. Det er især ikke så enkelt at henføre alt til de alternative markeds- og statssvigt. Vi har fundet mange skyldige faktorer: pengepolitikken, økonomi- og socialpolitikken, bankernes kreditindustri og asiaternes valutapolitik. Og alle de, der endnu engang ikke gav Kassandra nogen chance. Men også en virus, lad os kalde den grådighed, som greb mange, og som, netop fordi den greb så mange, var så vanskelig at erkende. Den menneskelige stræben efter gevinst drev det for vidt, da den mente at kunne fjerne risici. Vi vil skulle vænne os til at måtte acceptere, at grådighed er iboende den menneskelige natur – så ubehageligt den måtte være for os, så forstyrrende, men også så ansporende, som den kan virke.