

# FINANSIELL IDEALISME VERSUS FINANSIELL PRAGMATISME<sup>1</sup>

| Bent Sofus Tranøy

**D**ette kapitlet handler om kunnskapsgrunnlaget for moderne finansmarkedsregulering. Finans- og statsgjeldskrisene som har skyllet over verdensøkonomien de siste tre årene har aktualisert dette temaet med ubehagelig intensitet. Kapitlet fremmer to påstander. Den første er kritisk i tonen og påpeker svakheter ved det kunnskapsgrunnlaget konvensjonell økonomisk teori har «levert» til dem som arbeider med finansmarkedsregulering. De to viktigste resultatene av disse svakhetene er for det første at de har gått utover evnen til å beskytte henholdsvis vanlige forbrukere og småsparere mot maktovergrep fra dem som selger finansielle tjenester. Samtidig har svakhetene i kunnskapsgrunnlaget redusert den intellektuelle beredskapen mot finanskriser. Den andre påstanden er optimistisk og konstruktiv i tonen: Den er at det i prinsippet finnes muligheter for å bøte på disse svakhetene ved å se på tilgjengelig, alternativ teori.

Begge disse påstandene bygger på et generelt premiss jeg tar som uproblematisk: Det er en nær sammenheng mellom hvordan den til enhver tid hegemoniske økonomiske teori konseptualiserer finansmarkeder og hva slags regulering som blir oppfattet som mulig og ønskelig av dem som steller med slikt. Moderne finansmarkeder er svært komplekse, og moderne finanstilsyn er uten unntak befolket med høyt kvalifiserte

---

<sup>1</sup> Forfatteren vil gjerne få takke to anonyme referees for gode og presise kommentarer og i tillegg rettes en spesiell takk til min student og ved tidligere anledninger medforfatter Ingrid Hjertaker for omfattende og fenomenalt treffsikre innspill.

økonomer og jurister med finansmarkedskompetanse. Det er en triviell hermeneutisk innsikt at de tusen millioner handlingene – for ikke å si handlene – som tilsammen utgjør det vi kaller finansmarkedet, ikke kan tolkes uten hjelp av forutforståelser. Gitt en verden der økonomisk «vitenskap» er institusjonalisert og profesjonalisert med vertitabelt monopol på enkelte sentrale premissgivende stillinger, vil det være slik at dominerende forståelser innenfor økonomifaget er et sentralt premiss for hvordan finansmarkedet faktisk reguleres.

Kapitlet er bygget opp på følgende måte: I del 2 gjør jeg rede for det jeg kaller det funksjonalistiske og konvensjonelle synet på finansmarkeder. Dette synet er forankret i nyklassisk mikroteori og videreutviklingen av denne. Det er et syn som innebærer at man ser lyst på finansmarkedets evne til å fordele ressurser i økonomien på en gode måte, samtidig som man tenker seg at markedet i hovedsak er stabilt – og viktigere: Selvstabiliserende. I forlengelsen av dette kan vi skille ut en posisjon jeg kaller for finansiell idealisme. Denne postulerer at målet må være at finansmarkedet skal få realisere sitt fulle potensial gjennom at en rekke prosesser skal få lov til å løpe så fritt som mulig.

I kontrast til finansiell idealisme presenterer jeg i del 3 et perspektiv jeg kaller for finansiell pragmatisme. I dette perspektivet framstår finansmarkedet som en arena der den mektige og velinformerte gjerne tjener store penger på bekostning av den mindre informerte og mektige, samtidig som de påfører samfunnet store kostnader i form av ustabilitet. På samme måte som konvensjonell økonomi bygger opp under finansiell idealisme, kan de pragmatiske forestillingene om hvordan finansmarkedet faktisk fungerer, forankres i det jeg kaller tilgjengelig alternativ teori. Disse er henholdsvis informasjons-, transaksjonskostnads- og atferdsøkonomi. Finansiell pragmatisme og dens faglige forankring diskuterer jeg i del 4.

Del 5 rommer en kort avsluttende diskusjon. Der forsøker jeg å si noe håndfast om intet mindre enn hva slags finansiell regulering verden trenger nå. Dette gjør jeg ved å samle trådene fra diskusjonen av finansiell pragmatisme og det jeg kaller tilgjengelig alternativ teori i relativt konkrete forslag til regulering. Jeg konkluderer med at det er langt fram før vi kan få en finansmarkedsregulering som tilfredsstillende de krav jeg mener springer ut av denne agendaen.

## Det konvensjonelle synet: Finansiell idealisme

### *En funksjonalistisk forståelse*

Det er ikke vanlig å begynne elementære drøftinger av finansmarkedet med en diskusjon av maktforskjeller og faren for ustabilitet. Normalt begynner man med å liste opp alle de viktige funksjonene finansmarkedet fyller. Det finnes flere ulike varianter av lister over de funksjoner et finansmarked ivaretar, men vi treffer noe nær et minste felles multiplum om vi tar med det aller mest grunnleggende: Evnen til å matche dem med sparekapital til overs med dem som har behov for å låne penger (eventuelt selge andeler i et foretak) for investerings- eller forbruksformål. Ved at en bank eller megler kan samle mange små innskytere eller selge en emisjon til mange små investorer, sørger slike institusjoner samtidig for å glatte ut to typer av motsetninger som fort ville oppstå hvis hver og en sparer var avhengig av å finne én matchende debitor:

- For det første har finansinstitusjoner evnen til å bygge bro mellom dem som ønsker kort tid til forfall (for eksempel en lønnskonto-kunde som ønsker løpende adgang til pengene sine) og dem som ønsker lang tid fram til endelig forfall (for eksempel en boliglånskunde). På engelsk kalles denne funksjonen for *maturity transformation*.
- For det andre kan finansinstitusjoner glatte ut mulige motsetninger mellom dem som ønsker å plassere et lite beløp og dem som ønsker å låne/emitere et stort beløp. På engelsk kalles dette gjerne for *convenience denomination*.

Ved å aggregere et stort antall innskytere/investorer kan en finansinstitusjon videre bidra til å transformere risiko ved å omplassere og spre den. Det samme prinsippet gjelder for forsikringsselskaper. De gir mange kunder anledning til å dele sin risiko slik at risikoen for hver enkelt blir marginal i forhold til hva den ville vært om vi alle var selvassurandører eller om vi solgte all vår risiko til en individuell motpart i form av for eksempel en annen husholdning.

Videre legger finansmarkedet til rette for internasjonal handel og investeringsaktivitet ved at det finnes et marked for veksling av valuta. For husholdninger er dette viktig både ved reiser og ved kjøp av for eksempel eiendom i utlandet.

Endelig kan man si at finansmarkedet gjør det mulig for dem som sitter på et formuesobjekt å selge dette videre, det vi kan kalle *likviditetsfunksjonen*. Finansmarkedet bidrar også til prisfastsettelse på formuesobjekter ved at mange kjøpere og selgere møtes. Til slutt kan vi ta med at et finansmarked dominert av store mellommanns institusjoner bidrar til å aggregere informasjon om priser og kredittstrømmer sammenlignet med en situasjon hvor atomiserte aktører møtes på individuell basis. Disse siste tre funksjonene er mindre viktige for mitt formål i dette kapitlet og vil ikke bli diskutert i det videre.

I lærebokframstillinger av dette eller disse markedene legges det gjerne vekt på hvor viktig det er for realøkonomien at alle disse funksjonene er ivaretatt. Dette illustreres tydeligst ved å tenke i binære motsetninger. Uten tilgang til kreditt og investorkapital ville husholdninger og entreprenører måtte vente til de selv hadde tilstrekkelig sparekapital før de kunne gjøre sine investeringer. Kreditt gir oss anledning til å glatte ut forbruk, investering og sparing over livsløpet, noe som innebærer mange åpenbare fordeler. Vi kan for eksempel kjøpe bolig mens vi er i etableringsfasen og nedbetale den i takt med at våre inntekter stiger. Fjern denne muligheten fra samfunnet, og du har samtidig påvirket alt fra reproduksjonsrate til sosial og geografisk mobilitet.

Videre er det ganske åpenbart at når motsetningen mellom dem som ønsker å spare små beløp på kort sikt og dem som ønsker å låne og investere store beløp med lang tidshorisonnt glettes ut (*convenience denomination* og *maturity transformation*), reduseres transaksjonskostnadene dramatisk sammenlignet med en situasjon der det ikke fantes institusjoner som kunne fylle disse funksjonene. Endelig ville risikofordelingen i et samfunn uten anledning til å dele risiko via kreditt, verdipapir- og forsikringsmarkedene kunne virke sterkt begrensende på økonomisk aktivitet samtidig som det ville skape noen svært ubehagelige fordelingsutfall (enkelte låntagere, sparere og entreprenører som i dag taper litt, ville tape alt).

Denne binære «enten-eller»-tankemodellen kan fort lede over i et grunnleggende utviklingsoptimistisk syn på finansmarkedet: Institusjonell utvikling innebærer å gå fra noe enklere og mer primitivt til noe mer høyerestående, et system som bedre og mer effektivt enn før ivaretar de grunnleggende funksjonene beskrevet over. Det er vanlig å bruke begrep som «dypere», «mer utviklede», «mer likvide» eller mer «komplette» markeder på en udelt positiv måte. Tilsvarende blir finansiell innovasjon fort til et (i hvert fall i hovedsak) positivt fenomen. Nye produkter og

tjenester i finansmarkedet blir sett på som noe som hjelper markedet å utvikle seg til å bli nettopp dypere, mer likvid og mer komplett.

## Nyklassisk forankring

Den funksjonalistiske forståelse av finansmarkeders virkemåte er forankret i det nyklassiske mikroøkonomiske paradigmet. Dette begynner med å anta rasjonelle, fullt informerte aktører som velger med utgangspunkt i faste, transitive preferanser. I en slik verden blir det lite svindel (svindlere drives ut av markedet fordi folk er informerte og ikke vil handle med dem). Perspektivet hjelper oss å kartlegge betingelser for fullkommen konkurranse som blant annet inkluderer null transaksjons- og etableringskostnader, og homogene varer. Oppfylles dette, samt et krav om uendelig mange tilbydere og etterspørere, får vi priskefaste kvantumstilpassere på tilbudssiden (tilbyderne må akseptere den prisen som dannes i markedet) og suverene konsumenter på etterspørselssiden. På begge sider av markedet forfølger aktørene sine materielle egeninteresser (de maksimerer økonomisk nytte). Konsumenten av finansielle tjenester og produkter har makt fordi hun har makten til å velge bort.

Ingen tror på denne modellen som en empirisk beskrivelse. Likevel utgjør den selve grunnfjellet for moderne økonomisk tenkning, det har den gjort siden den ble utviklet mot slutten av det 19. århundre. Den er referansepunktet man bruker for å beskrive andre mer realistiske tilnærminger. Det er heller ikke uvanlig å hevde at denne modellen er «tilstrekkelig lik» hva som gjelder på mange virkelige markeder, mye av tiden. Man tenker seg at avvik fra normalen (iht. forutsetningene) jevner seg ut statistisk sett eller at konkurransen tar livet av dem som ikke tilpasser seg.

På 1960-tallet ble den nyklassiske modellen videreutviklet med forestillingen om at folk ikke bare velger rasjonelt, de er også i stand til å danne seg rasjonelle forventninger om fremtidige priser og kvanta og andre økonomiske størrelser. Dette er i utgangspunktet ikke en hypotese om at alle har rett hele tiden, men om at avvik på begge sider av for eksempel en prisbane vil tendere til å jevne seg ut: I gjennomsnitt gjetter folk riktig.

En spesielt viktig anvendelse av denne logikken finner vi i hypotesen om effektive markeder (Fama 1965). Dette er en teoritradisjon som sier at prisene i finansmarkedet til enhver tid reflekterer all tilgjengelig og relevant informasjon om forhold som påvirker framtidig avkastning

og risiko slik at disse blir «riktige». Det er bare uventede begivenheter («sjokk») som kan bringe prisene ut av det leie de har funnet, og slikt skjer normalt ikke så ofte. Teorien gir dermed minst to føringer som er viktige for vår holdning til å regulere finansmarkedene.

For det første er dette en teori som sier at finansmarkedene *speiler realøkonomien heller enn å påvirke den*. Prisene på aksjer, verdipapirer og lån reflekterer reelle begivenheter i verdens produkt- og servicemarkeder: Finner et selskap opp et nytt produkt som folk vil ha, stiger selskapets aksjekurs på en måte som reflekterer den økte inntjeningen man kan forvente. Det ligger reelle forhold bak, ikke rykter, flokkmentalitet, manipulasjon eller hysteri. For det andre er det en teori som gjør oss relativt optimistiske med hensyn til hvor stabile markedene er. Det er klart sjokk kan forekomme, men disse vil være reelle, og ikke et resultat av at ville og spekulative bobler blåser seg opp eller sprekker.

Fram til finanskrisen i 2008 var denne måten å forstå finansmarkeders virkemåte dominerende i kretser der politikkpremisser faktisk utformes: I sentralbanker, IMF, OECD også videre. Dette ga grobunn for en holdning vi kan kalle for finansiell idealisme. Det er en posisjon som framholder betydningen av at markedene skal få fungere etter læreboka. Vi kan stilisere posisjonen ved å skille ut følgende standpunkter: For det første er det viktig å maksimere likviditeten i markedet, jo mer det handles, dess bedre. Dette betyr at om en aksje omsettes 100 ganger per dag, er dette bedre enn om den omsettes 10 ganger som er bedre enn 1 gang per dag som er bedre enn en gang per måned. På børsen er det viktig at hver enkelt aksje er likvid (lett å selge) fordi det reduserer risikoen for å bli sittende fast i en aksje man ønsker å selge. Slik blir det mindre risikabelt for investorer å delta i emisjoner der bedrifter søker å skaffe seg mer egenkapital. Strengt tatt finnes det ingen annen begrunnelse for å ha et annenhåndsmarked i aksjer enn denne. Om dette innebærer at det er et mål i seg selv å maksimere antallet transaksjoner, er et spørsmål jeg skal komme tilbake til under.

Mer generelt tenker man seg at stor likviditet i et marked gjør det lettere å finne «riktige priser», altså en pris som speiler underliggende økonomiske realiteter. Samtidig forventes det at store handelsvolumer vil redusere avstanden mellom det en som både selger og kjøper vil forlange ved henholdsvis kjøp og salg (tenk på forskjellen mellom bankens kjøps- og salgskurser når man skal veksle en valuta).

Det andre hovedprinsippet for finansielle idealister er at komplette markeder holdes fram som et ideelt mål. Ideen ble først utviklet som et premiss i generell likevektsteori av Kenneth Arrow og Gerard Debreu, altså det matematiske beviset for og idéen om at alle markeder kan klarere (finne sin pris/være i likevekt) samtidig. Komplette markeder er en tilstand man aldri kan nå, men det altså noe man altså bør søke mot ifølge denne ideologen. Tilstanden er kjennetegnet ved at det er mulig å handle i/vedde på/beskytte seg mot en hver tenkelig framtidig tilstand. For å gi en enkel illustrasjon: Det bør finnes et marked og én pris for paraplyer levert neste mandag om det regner og en annen pris om det ikke regner. I praksis innebærer idealet om komplette markeder at man bør være positiv til så godt som alle finansielle innovasjoner så lenge disse bidrar til å skape nye handelsmuligheter: Et eksempel kan være min mulighet til å forsikre meg mot at dine verdipapirer faller i verdi slik jeg kan gjøre i markedet for såkalte «nakne» Credit Default Swaps – forkortet CDS. Dette instrumentet blir forsvart med nettopp dette, at det bidrar til å gjøre markedet mer komplett.

Det tredje og fjerde prinsippet følger av det vi hittil har sagt: Finansielle innovasjoner er iboende gode. Disse bidrar jo nettopp til at funksjonene listet opp over, kan fylles og at målet om komplette markeder kommer nærmere. Det fjerde prinsippet er at gjennomsjennelighet – eller *transperancy*, må maksimeres. Jo åpnere informasjon, dess lettere er det for aktørene å gjøre rasjonelle tilpasninger.

I sum ser vi at denne posisjonen ikke har noe begrep om skadelig og verdinedbrytende spekulasjon.

### Finansiell idealisme i praksis

Forfatteren har deltatt i flere fora der årsaker til og mulige botemidler mot finanskrisen av 2008 er blitt diskutert av akademikere og «praktikere».<sup>2</sup> I begge leire har jeg ved flere anledninger møtt en holdning som kan beskrives som finansiell idealisme. Et sitat fra et daværende styremedlem i det amerikanske sentralbanksystemet (Governor of the Federal Reserve System), Kevin Warsh, illustrerer den samme holdningen på en presis måte. I en tale holdt i juni 2007, et tidspunkt da verdens kredittmarkeder var begynt å vise tegn til å fryse til, uttalte han følgende i en tale:

<sup>2</sup> Jeg satt blant annet i regjeringens finanskriseutvalg som arbeidet fra høsten 2009 til litt over nyttår 2011. Se NOU 2011: 1 «Finanskrisen».

Indeed, liquidity-fueled innovation has made markets substantially more «complete»—that is, more risks are more readily priced and traded without significant diminution in value than in prior period the concept of «complete markets» is, in my view, a useful, aspirational, and theoretical construct, even though perfectly complete markets, in which every agent is able to costlessly trade claims on every state of the world, represents an unachievable goal.

Det er sannsynligvis lite kontroversielt å hevde at de intellektuelle strømningene finansiell idealisme representerer et veldig tydelig krystallisert uttrykk for, dominerte den akademiske fagøkonomien de siste 30 årene eller så før finanskrisen i 2008. Men dette er bare halve historien. Teoretisk økonomi slik den praktiseres av forskere med selvforståelse som vitenskapsmenn og -kvinner, tar alltid mange forbehold i form av eksplisitte forutsetninger. De som faktisk regulerer verdens finansmarkeder, har ikke anledning til å gjemme seg bak slikt. På deres arenaer må det lages lovttekster og regler som må implementeres.

Den tidligere lederen i det britiske finanstilsynet (Financial Services Authority), Lord Turner (2010:6), som har bred erfaring fra så vel nasjonale britiske som internasjonale reguleringsprosesser, beskriver hva som gjorde det jeg – ikke han – kaller for finansiell idealisme spesielt attraktivt for dem som faktisk utformet de praktiske reguleringsiltakene:<sup>3</sup>

[...] A set of ideas complex and internally consistent enough to have intellectual credibility, but simple enough to provide a workable basis for day to day decision-making. Complex human institutions – such as those which together form the policymaking and regulatory system – are difficult to manage without guiding philosophies – and guiding philosophies are most compelling when they provide clear answers. And a philosophy which asserts that financial innovation, market completion and increased market liquidity are always and axiomatically beneficial, provides a clearer basis for the decentralisation of regulatory decision making, than one which teaches that innovation is sometimes valuable and sometimes not, depending on the market and depending on the circumstances.

---

<sup>3</sup> Lord Turner beskriver den samme holdningen som en «vulgær versjon» av likevektsøkonomi.



Videre omtaler Turner (2010:5) det jeg vil beskrive som et klart teleologisk element ved de finansielle idealistenes markedsforståelse. Man kunne aldri nå det endelige målet, men man kunne hele tiden streve for å komme nærmere perfektjonen:

What the conventional wisdom of policymakers therefore reflected was not a belief that the market economy was actually at an Arrow-Debreu nirvana – but the belief that the only legitimate interventions were those which sought to identify and correct the very specific market imperfections preventing the attainment of that nirvana. Transparency to reduce the costs of information gathering was essential: but recognizing that imperfections might be so deep as to be unfixable, and that some forms of trading activity be socially useless, however transparent, was beyond the ideology.

### **Finansiell pragmatisme**

Hva er så alternativet til de finansielle idealistenes virkelighetsforståelse? Et pragmatisk perspektiv gir ikke et enkelt, deduktivt og koherent verdensbilde slik idealismen gjør. Det er mer «bottom up» eller induktivt om man vil. I stedet for aksiomatiske læresetninger om (betingelser for) fullkomne markeder begynner man med faktiske observasjoner av finansmarkedsatferd. Et organiserende prinsipp kan være å speilvende de fire læresetningene fra den idealistiske posisjonen og spørre hvordan verden ser ut hvis en ser kritisk på disse aksiomene. Etter å ha gjort dette vil jeg vise hvordan finansiell pragmatisme kan forankres i det jeg kaller tilgjengelig alternativ teori.

Ved å rykke fram på denne måten velger jeg samtidig å bruke et annet organiserende prinsipp enn det jeg brukte i diskusjonen av finansiell idealisme. Der gikk jeg fra (nyklassisk) teori til et idealistisk, men likefullt operativt nivå. I diskusjonen av pragmatisme vil jeg gå fra kritiske observasjoner av atferd (denne delen) videre «opp» til teori (del 4) før jeg til slutt (i del 5) forsøker å samle trådene i en kort diskusjon av mulige operative, regulatoriske konsekvenser av analysen.

Et hovedproblem med forestillingen om at det gjelder å maksimere likviditeten i markedet, er at det er mellommenn involvert i de fleste finanstransaksjoner. Disses be- og avlønning er gjerne helt (på institusjonelt nivå) eller delvis (på individuelt nivå) bestemt av marginer og

volum. Volumet er i sin tur bestemt av størrelsen på og antallet transaksjoner som gjennomføres. Dette skaper et motiv for det som i bransjen selv kalles for «churning», som bokstavelig talt betyr å kjerne, som i kjerne smør, metaforen er vel at man sender noe ut i en runddans. Dvs. at man lokker kunden til å gjøre stadige utskiftninger i sin portefølje, ikke fordi man strengt tatt tror dette vil gi bedre avkastning, men fordi det øker provisjons- og gebyrinntektene til mellommannen.

Finanskrisen oppviste flere eksempler på atferd som passer til denne beskrivelsen, også i det norske markedet. Bankenes salg av (lånefinansierte) strukturerte produkter og deler av det som ble gjort før Terras forretninger med norske kommuner ble til «Terra-saken», er – i tillegg til mye annet galt – eksempler på denne typen atferd. Man kan videre spørre om computerstyrt aksjehandel der hovedpoenget er å kjøpe og selge på bakgrunn av at din datamaskin får tilgang til og prosesserer informasjon om andres handler raskere enn et menneske kan, tilfører markedet noe som helst? For meg ser ut som en teknikk som rigger spillet i favør av dem som har ressurser til å investere i slikt utstyr, helst plassert i fysisk nærhet til børsens egne maskiner slik at man kan få et mikrosekunds forsprang på de andre i kampen om å reagere på markedsinformasjonen.

Som vi så over, er andrehåndsmarkedet i aksjer utelukkende begrunnet med at det er en nødvendig betingelse for at investorer skal tørre å delta i emisjoner, det vil si den delen markedet som faktisk tilfører næringslivet egenkapital. I lys av dette er det interessant at volumet på omsetningen i andrehåndsmarkedet stadig vokser relativt til hva som faktisk hentes inn av ny kapital på verdens børser etter som likviditeten i andrehåndsmarkeder rundt om kring stadig blir «bedre».

Et stort problem med idealet om komplette markeder kommer til syne hvis vi trekker opp et skille mellom forsikring og veddemål. Dette skillet kan uttrykkes ved satsen: All forsikring innebærer et veddemål (ved utfall x «vinner» jeg, ved utfall y vinner du), men ikke alle veddemål kan med noen grad av rimelighet beskrives som forsikring. Et iøyenfallende utviklingstrekk ved moderne finansmarkeder de siste 10 årene før finanskrisen av 2008 var framveksten av markedet for Credit Default Swaps (CDS). Dette er kontrakter som sikrer kjøperen utbetaling av hele eller deler av verdien av en nærmere bestemt kredittportefølje hvis skyldner skulle få problemer med å møte sine forpliktelser. Dette markedet nådde fram mot krisen svimlende summer (flere titalls «norske» billioner,

altså flere titalls tusen milliarder dollar) målt ved total eksponering, om ikke i form av kontantstrømmer.<sup>4</sup>

Sett i et finansielt idealismeperspektiv representerte utviklingen av dette markedet et viktig skritt i retning av mer komplette markeder. Hovedpoenget er at CDS'er tillater overføring av risiko fra en som ikke har mage for den til en som har, et rendyrket framskritt. I et pragmatisk perspektiv har dette markedet høyst problematiske sider. Kjernen her er såkalt nakne CDS'er, altså muligheten til å forsikre seg mot fall i porteføljer du ikke selv eier. Dette fenomenet illustrerer også forskjellen mellom veddemål og forsikring. Fra gammelt av snakket man i forsikringsbransjen om «insurable interest», altså at du faktisk har verdier å forsikre. Det er for eksempel ikke anledning til å kjøpe forsikring mot at naboens hus skal brenne ned, slik at du selv blir rik om en brann skulle ramme naboens hus. Få er i tvil om dette ikke ville gi gode incentiver. Det fortoner seg som en spesielt dårlig idé at du kan kjøpe en slik forsikring hvis du for eksempel er elektriker med lav moral og gode ferdigheter og adgang til naboens sikringsskap.

Et hovedpoeng i kritikken av CDS-markedet er at det gir nye muligheter for short salg, altså anledning til å tjene penger i et fallende marked. Gitt prisnivået slike forsikringer ble solgt på, kan vi legge til at det ga anledning til å tjene store penger relativt til innsatsen om det altså bare gikk galt med porteføljene man forsikret. En slik mulighet styrker interessen for og dermed incentivet til å forsøke å bevirke et fall i bestemte porteføljer eller hele markeder. Mektige aktører kan forsøke å bevirke et slikt fall gjennom ulike teknikker. En slik er ryktespredning og velpubliserede salg på strategiske tidspunkter. En annen og mer fordekt teknikk er å pakke papirer gjerne CDO'er (Collateralized Debt Obligations en form for strukturerte obligasjoner, mer om disse under) eller syntiske CDO'er basert på CDS'er) som er ment å implodere på et senere tidspunkt. Riktig utført kan dette gi institusjonen som pakker dem, en dobbel gevinst. Først får den honorar i det den råtne pakken selges, deretter kan den cache inn forsikringen når pakken, helt etter planen, mister (mye av) sin verdi på et senere tidspunkt.

---

<sup>4</sup> Se Lanchester 2010:64. Dette er for øvrig et bruttotall. Siden enkelte kontrakter utligner andre, vil det aldri bli snakk om å utbetale fullt så mye, men det er snakk om en enorm «netto» eksponering uansett.

En slik praksis illustrerer begge de to hovedproblemene dette kapitlet interesserer seg for. For det første innebærer den et klart misbruk av makt, der det ikke skapes verdier, men i stedet foregår et nullsumspill der velinformerte aktører på innsiden av et marked tjener penger på bekostning av mindre sentralt plasserte og informerte aktører. For det andre bidrar en slik praksis til at finansøkonomien blir mindre stabil enn den ellers ville vært. Pakkingen av råtnende papirer bidrar til oppturen, mens den planlagte imploderingen bidrar til nedturen. Selve eksistensen av nakne CDS'er virket også til å øke den samlede oppbyggingen av risiko før krisen: Den viktigste aktøren bak utstedelsen av CDS'er – AIG – hadde ikke en gang vært i nærheten av å sette av nok kapital til å fylle sine forpliktelser da ting gikk galt i markedet for CDOer, det er heller ikke så overraskende hvis man først erkjenner to forhold. For det første ble ikke CDS-markedet regulert som et forsikringsmarked, men som et marked for derivater. Hvis vi kombinerer dette med at salg av nakne CDS faktisk gjorde at utsteder kunne forsikre hver enkelt portefølje i markedet flerfoldige ganger, skjønner vi at tapsmulighetene ble enorme. Som kjent måtte AIG reddes av amerikanske skattebetalere i en redningsaksjon til en verdi som er vanskelig å anslå nøyaktig, men som sannsynligvis dreide seg om mer enn 150 milliarder dollar (Rajan 2010:136).

En kritisk diskusjon av innovasjon innenfor finanssektoren kan begynne med den enkle, men ikke banale observasjon at kreditt er en type gode som kjennetegnes ved at det finnes situasjoner der det i praksis er best om det ikke gis så mye kreditt som folk faktisk etterspør. Erklært betalingsvilje i avgjørelsesøyeblikket er ikke nok til å kunne fastslå at en gitt låneavtale bidrar til individuell velferd eller god ressursallokering. En innovasjon som bidrar til at kreditt strømmer til mennesker uten reell tilbakebetalingsevne slik at det bygges hus det ikke finnes reell etterspørsel etter, representerer ikke noen velferdsforbedring.

Vi må spørre: Er det en reell effektivitetsforbedring, et nullsumspill med tilhørende fordelingskonflikt, eller det siste kombinert med verdiødeleggende egenskaper (altså en innovasjon som systematisk bidrar til at penger går inn i prosjekter med negativ avkastning) vi står overfor ved en gitt innovasjon? Finanskrisen og beslektede problemer som råsalg av strukturerte produkter gir oss rikelig med materiale for å illustrere denne tematikken. Ta den amerikanske subprimeboblen. En rekke nyskapninger som vanskelig kan karakteriseres som annet enn verdiødeleggende, gjorde denne mulig (Johnson og Kwak 2009:21-22).

Én innovasjon var lån med negative avdrag, gjerne kombinert med lave renter (lokkerenter) de første årene etter at kontrakten ble inngått. Kombinert med en annen nyskaping, «stated income loans» – altså lån hvor låntager ikke trengte å dokumentere opplysninger om egen betalingsevne og -historikk, gjorde lån med negative avdrag det mulig for nesten hvem helst å skaffe seg en bolig. Muligheten til å få finansiert disse i flere tilfeller svært risikable og noen ganger helt håpløse lånene ble forsterket av nok en innovasjon, Collateralized Debt Obligations, som altså forkortes til CDO. CDOer bygget på en helt fundamental overvurdering av bransjens evne til å vurdere og prise risiko, de tåkela den usikkerhet investor akslet i det man kjøpte seg inn i dem, og det er ikke urimelig å hevde at CDOer således bidro til at penger ble lånt ut som ellers ikke ville blitt lånt ut. En siste innovasjon som vi allerede har stiftet bekjentskap med, nemlig Credit Default Swaps (CDS) – bidro også til at penger strømmet mot boliginvesteringer med negativ avkastning. En CDS er som sagt i realiteten en forsikring mot tap i en nærmere bestemt portefølje. Ved å tegne CDSer mot tap i subprimemarkedet kunne utstederen av CDOer lettere få god kredittvurdering på sine «produkter».

At gjennomskinnelighet eller åpenhet og innsyn er en god ting, virker i utgangspunktet som noe så vel idealister som populistere skulle kunne enes om. Men det finnes unntak, og unntaket jeg vil ta opp her, illustrerer et viktig poeng som peker utover idealistenes virkelighetsforståelse. Mens idealistene ønsker komplette markeder, noe som lett kan forstås som at det bør finnes et marked for alt, vil en tilhenger av et pragmatisk perspektiv framholde at velfungerende markeder er avhengig av at nettopp ikke alt er til salgs. Egentlig er poenget så enkelt: Transaksjoner må rammes inn av normer. Skal man for eksempel ha et arbeidsmarked der eksamensresultater er avgjørende for jobbmuligheter og begynnerlønn, kan ikke eksamensresultatene selv være til salgs. Skal de fungere som sorteringsprinsipp, må de utdeles på bakgrunn av andre kriterier enn betalingsvilje og -evne. For at systemet skal virke, må de i stedet deles ut i henhold til faglige normer forvaltet av kompetente lærere med velutviklet yrkesstolthet.

Vi finner en klar parallell til dette i problemet som oppstod når såkalte «rating agencies» som Moodys, Standard & Poor og Fitch – altså selskaper som kredittvurderer gjeldsutstederes kredittverdighet – begynte å publisere modellene de brukte i sitt arbeide. Kredittvurdering er ikke en eksakt vitenskap. Det gjøres sannsynlighetsvurderinger med ut-

gangspunkt i et knippe forenklende forutsetninger og terskelverdier. Da disse ble kjent, begynte verdipapirpakkerne, altså de store investeringsbankene, å optimalisere sitt design med hensyn på den nå kjente modellen. Samtidig intensiverte de jakten på kredittvurderingsselskapenes egne medarbeidere for å få hjelp til å tilpasse seg modellen på bekostning av det vi kan kalle en konstruktiv frykt for ikke å få beste karakter. Når vi i tillegg vet at markedet for kredittvurderinger var hemmet av svært skjeve incentiver – papirutsteder betaler selv for vurderingen – har vi to av ingrediensene som forklarer at kredittvurderingene slett ikke fungerte slik de skulle. I stedet fikk vi en grov undervurdering og dermed grov feilprising av risiko.

### **Teorisk forankret pragmatisme?**

Som vi har sett, er den finansielle idealismen klart forankret i nyklassisk teori og videreutviklingen av denne knyttet til «forventningsrevolusjonen», altså det skiftet som trådte inn da konvensjonelle økonomer begynte å forutsette rasjonelle forventninger. Siden den pragmatiske posisjonen er mer induktiv, er det vanskelig å gjøre en like klar og sterk kobling til økonomisk teori. Selv den lille smakebiten jeg har gitt over, kunne med hell ha vært koblet til keynesiansk økonomi, økonomisk sosiologi, kognitiv psykologi og økonomisk historie for å nevne noen av de tradisjonene som har interessert seg for i hvert fall deler av tematikken jeg har beskjeftiget meg med her.

I dette essayet vil jeg imidlertid begrense meg til å diskutere tre perspektiver som ligger tettere opp til hva som faktisk undervises ved høyere samfunnsøkonomiske læresteder. Litt forenklet kan vi skille mellom tre generasjoner økonomisk teori for dette formålet. Teorien har beveget seg fra det nyklassiske utgangspunktet jeg beskrev via informasjons- og transaksjonskostnadsøkonomi og i retning av atferdsøkonomi. Tendensen er at økonomisk teori har utviklet seg i retning av å rette vår oppmerksomhet mot stadig flere problematiske sider ved markedene for kreditt: Spare- og investeringsprodukter og forsikring.

Resten av denne delen er viet en diskusjon av de tre teoretiske posisjonene som følger etter det nyklassiske paradigmet. Det er ikke noe poeng å gi en fullstendig redegjørelse for dem. Hensikten er å få fram hvilke problemer de retter vår oppmerksomhet mot, og hvilke generelle regulatoriske prinsipper som kan tenkes å passe gitt problembeskrivelsen.

Jeg bruker mest plass på det atferdsøkonomiske perspektivet, dette har da også de mest radikale implikasjonene for finansmarkedsregulering.

### Informasjonsøkonomi

Informasjonsøkonomiens utgangspunkt er at ulike aktører har ulik grad av informasjon om produkter, tjenester og i noen tilfeller hvor dette er relevant – sine kunder. Dette perspektivet er ikke spesielt opptatt av at forbrukere ikke er rasjonelle i betydningen begrenset kognitiv kapasitet. Det er først og fremst informasjonsforutsetningen, aktørens evne til å skaffe seg relevant informasjon på egenhånd man letter på sammenlignet med nyklassisk teori. Ser vi på kreditt- og kapitalmarkedet med utgangspunkt i interessene til dem som ikke er på innsiden, framstår asymmetrisk informasjon som et kjerneproblem. Dette er særlig forbundet med kjøp av *experience goods* og *credence goods*. Experience goods er goder hvis kvalitet vi ikke kjenner før vi har konsumert dem/tatt dem i bruk. Typiske eksempler kan være restaurantmåltider eller meglertjenester ved et eiendomssalg. Credence goods er goder hvis kvalitet vi ikke en gang kjenner etter at vi har tatt dem i bruk. Et ofte brukt eksempel er vitamintilskudd. Tjenester utført av bilverksted eller rørlegger kan også være credence goods, det kan ta lang tid før vi vet om vi har fått det vi betalte for. I finansmarkedet vil kjøp av ulike spare- og investeringsprodukter og tilknyttede rådgivningstjenester kunne karakteriseres som credence goods. Det vil kunne gå mange år før vi vet om rådene/plasseringene gjort på våre vegne var gode gitt mulighetene på investeringstidspunktet.

### Nyinstitusjonell økonomi

Det nyinstitusjonelle perspektivet er oftest brukt for å analysere forholdet mellom aktører på tilbydersiden i et marked. Av særlig interesse for oss her er at det retter oppmerksomheten mot transaksjonskostnader. Nyinstitusjonell økonomi opererer også med et mindre heroisk menneske-bilde enn «ren» nyklassisk teori. Vi kan si at bildet av den rasjonelle forbruker svekkes ytterligere sammenlignet med nyklassisk teori, aktøren har både begrenset informasjon og begrenset evne til å nyttegjøre seg den fordi det tar for mye tid og krefter å prosessere den om den så skulle være der (*bounded rationality*). Vi står altså igjen med begrenset rasjonelle aktører som tar beslutninger under usikkerhet og der motparter godt kan



tenkes å opptre opportunistisk. Mangel på hederlighet føres altså eksplisitt inn i modellen. Dette kan kontrasteres med et «rent informasjonsøkonomisk» utgangspunkt, der problemer oppstår fordi andre aktører ikke vet, men hvor poenget i og for seg ikke er å lure noen.

Blant de viktigste problemene dette perspektivet retter oppmerksomheten mot, er søke- og informasjonskostnader, forhandlingskostnader (inkludert kostnadene med å sette opp en avtale), kostnader som oppstår fordi en forsøker å unngå å bli lurt og kostnader forbundet med bytte av kontraktspart (switching costs). Dette perspektivet åpner for at tilbydere bevisst søker å innhulle sitt tilbud i kompleksitet med det formål å forvirre forbrukeren slik vi har sett ved for eksempel salg av CDO'er og andre strukturerte produkter. Et transaksjonskostnadsøkonomisk perspektiv bidrar også til å heve den intellektuelle beredskapen mot «churning», altså en atferd der mellommenn i finansmarkedet bevisst søker å øke transaksjonshyppigheten med det mål å øke sine gebyrinntekter på kundens bekostning. Ulike teknikker for å «låse» kunden er også et problem dette perspektivet retter oppmerksomheten mot.

### **Atferdsøkonomi**

Atferdsøkonomi bygger videre på ideen om begrenset rasjonalitet, men på en radikal måte. Med utgangspunkt i kognitiv psykologi er målet å kartlegge systematiske skjevheter i måten vi bedømmer og beslutter i økonomiske situasjoner («biases»).

Et premiss for denne retningen er forestillingen om at vi med hell kan skille mellom et «automatisk system» og et «reflekterende system». Forestillingen har røtter i evolusjonær psykologi som i sin tur blant annet er opptatt av hvilke egenskaper som har hjulpet mennesket til å overleve og reproducere i det vi kan kalle prehistorisk tid. Tenk på behovet for å beslutte om man skal flykte eller slåss – det kan være livsfarlig å nøle for lenge – eller hvordan vi går fram når vi griper en gjenstand i flukt gjennom luften (en avansert, men automatisert ballistisk kalkyle ligger til grunn). De to systemene kan kontrasteres slik (basert på Haidt 2006 og Thaler og Sunnstein 2008).



**Automatisk system**

Ukontrollert  
 Uanstrengt  
 Assosiativt  
 Raskt  
 Ubevisst  
 Ferdighetsbasert  
 Stor simultankapasitet  
 Gammelt

**Reflekterende system**

Kontrollert  
 Anstrengt  
 Deduktivt  
 Langsomt  
 (Selv)bevisst  
 Regelbasert  
 Strengt tatt ingen simultankapasitet  
 Nytt

Biases oppstår fordi disse to systemene virker sammen i kompliserte samspill når mennesker gjør valg. Vi klarer ikke å tenke på mer enn en ting av gangen, men må stadig ta avgjørelser. Å la være å velge er også et valg. Tommelfingerregler er ofte gode, men ikke alltid, særlig ikke om de er utviklet under andre forhold enn dem vi som rase lever under i dag.

Dette er et felt i rivende utvikling, og listen over mekanismer som kan være virksomme i en gitt økonomisk beslutningssituasjon og som dermed også kan forklare store begivenheter som bobler som blåses opp og bobler som sprekker, begynner å bli veldig lang. Dette er noen av de viktigste:

*Anchoring:* Beslutninger om riktig kvantum og størrelse, vi lar oss manipulere til å ta utgangspunkt i en i og for seg vilkårlig pris. Vi klarer ikke å tenke uten å sammenligne. Den som kan påvirke hva vi sammenligner med – den som kan påvirke vår «anchoring» – kan samtidig påvirke vår vurdering av billig vs dyrt, rimelig vs urimelig eller pent vs vanlig. Et vanlig triks blant forvaltere er å gjøre et tidsutsnitt som får en plassering i aksjer til å framstå som spesielt lønnsomt sammenlignet med bankrente.

*Availability:* Vi feilbedømmer sannsynligheter med utgangspunkt i få observasjoner, tror aksjekurser fortsetter å stige, overvurderer muligheten for at samme type ulykke som vi nettopp har hørt om, skal ramme oss.

*Representativeness:* En form for generalisering, lager mønstre der de ikke finnes – kan spille sammen med availability til å få oss til å tro at en forvalter som har oppnådd gode resultater fram til nå, vil fortsette å levere dette.

*Confirmation bias:* Beslektet med den over: Vi har bestemt oss for hvordan verden henger sammen og tolker ny informasjon slik at vi kan opprettholde dette bildet.

*Overconfidence:* Urealistiske forventninger til hva fremtiden vil bringe og hva vi kan klare å utrette, er særlig aktuelt i «boom perioder» i økonomien.

*Status Quo bias:* Gir i praksis en sterk sannsynlighet for at en stor gruppe velger minste motstands vei stilt overfor et valg – *default option* – det man får om man ikke aktivt velger fra en meny, blir svært viktig.

*Loss aversion:* Vi knytter oss til det vi allerede har og verdsetter det å unngå et tap, mer enn en tilsvarende gevinst – kan gjøre oss redd for endring – gir «status quo bias.»

*Mindless choosing:* Vi orker ikke forholde oss til for mange alternativer, og dette gir i praksis fort også status quo bias.

Vi lar *Sunk Costs* veie når vi tar beslutninger, sammen med Status Quo bias kan dette føre til at vi sitter for lenge på investeringer.

*Framing:* To budskap som rent logisk er identiske oppfattes forskjellig avhengig av presentasjon: For eksempel reagerer folk forskjellig på å høre at en operasjon er forbundet med 10 prosent dødsrate eller 90 prosent overlevelsesrate, på samme måte kan det lønne seg for en investeringsrådgiver å konsentrere seg om å presentere gevinst – snarere enn tapsmuligheter.

*Hyperbolic discounting:* Urimelig verdsetting av gevinster her og nå på bekostning av større gevinster litt fram i tid. Øker sannsynligheten for at vi skal la oss friste av lokkerenter.

*Mental Accounting:* Vi har flere mentale lommebøker. Vi ser en pris som andel av noe heller enn å vurdere den absolutte summen vi betaler. Kan forklare toleranse for gebyrer og meglerhonorarer.

Hvis man legger atferdsøkonomi til grunn for sin analyse av finansmarkedsatferd, har man samtidig tatt skrittet over i en mekanismeorientert forståelse av (finans)økonomiens virkemåte. Elster (2007) definerer en mekanisme på denne måten:

Frequently occurring and easily recognizable causal patterns that are triggered under generally unknown conditions and with indeterminate consequences.

Å tenke i mekanismer snarere enn i form av lovmessigheter kan ha sterke implikasjoner for hvordan vi forstår økonomiske prosesser og dermed hvordan de skal reguleres. Dette kan illustreres: En typisk antagelse i

økonomisk teori er at når prisen på et produkt faller, stiger etterspørselen. En *sterk lov* om dette vil gi oss anledning til å si med hvor mye etterspørselen vokser når prisen faller med én enhet (vi kjenner helningen på etterspørselskurven). En *svak lov* vil bare fortelle oss retningen på endringen, ikke hvor mye etterspørselen stiger). En *mekanisme-tilnærming* derimot, vil fortelle oss at noen ganger vil prisfall lede til etterspørselsvekst, andre ganger vil prisvekst kunne gi sterkere etterspørsel (som er tilfelle ved enkelte prestisjeprodukter innenfor segmenter som klær og kosmetikk). Vi vet ikke på forhånd hvilken mekanisme som vil dominere, noe som burde fylle oss med ydmykhet.

Helt konkret kan denne problemstillingen være aktuell når skal forstå prisdannelsen i markedet for fondsforvaltere, megler tjenester og jus. Kan man forsøke å signalere kvalitet ved måten man priser seg på slik at for eksempel såkalt aktiv forvaltning for noen framstår som mer attraktiv ved at tjenesten prises relativt høyt? Ser man på prisingspraksis knyttet til den «hyperaktive» forvaltningsformen hedge-fond tilbyr, kan denne pris=kvalitet-mekanismen tenkes å gjelde.

### **Mot en ny regulatorisk agenda?**

Hvis vi kobler de empiriske observasjonene i del 3 med teoribrokkene jeg har presentert i del 4, kan vi ane konturene av en ny regulatorisk agenda. Tanken er at hvis vi kan gi en god teoretisk forklaring på et fenomen finansielle idealister har en tendens til å overse, har vi samtidig sannsynliggjort at problemet er reelt og verdt å vurdere å regulere. Her strekker ikke plassen til mer enn noen raske eksempler, men logikken og retningen er forhåpentligvis klar.

*Likviditetsdiskusjonen:* For det første kan overdreven likviditet i et marked bidra til ustabilitet. Dette følger av at spekulasjonsmotivet er større, og koblingen til realøkonomien er mindre enn det finansielle idealister forestiller seg. For det andre kan vi godtgjøre at faren for «churning» er stor ved å vise til informasjonsasymmetri (som skaper muligheter sett fra meglers side) og nyinstitusjonell teori (som forteller oss at opportunistisk atferd ikke er å overraskes over). Resonnementet kan videre underbygges ved å vise til atferdsøkonomiens begrep om «mindless choosing». To bidrag til å redusere dette problemet kan være å avgiftslegge transaksjoner (det gjør churning dyrere og kan bidra til å vekke kundene) og å kreve standardisert produktopplysning i finansmarkedet.

Ideen om at finansielle *innovasjoner* ikke alltid leder til framgang for dem som kjøper dem og økonomien som helhet, kan også forankres i teorier om informasjonsasymmetri og opportunistisk atferd. De bør ganske enkelt vurderes i hvert konkrete tilfelle. En løsning på dette problemet kan være en godkjenningsordning – et produkttilsyn – etter modell av slik de fleste land ordner seg på markedene for mat og medisiner. Et spesifikt «produkt» som ganske enkelt burde forbys, er nakne CDSer. Dette fordi de ikke kan kobles til noe rimelig forsikringsbehov, men til gjengjeld gir anledning til en enorm risikooppbygging i finansiell sektor.

Råsalg av lån og finansielle produkter er fenomen som kan forklares ved hjelp av mekanismer som «mindless choosing» og «hyperbolig discounting» (på etterspørselssiden) og opportunistisk atferd (på tilbyder-siden). Et sted å begynne her er å regulere fram standardisert presentasjon av tidligere avkastning (ved salg av finansielle produkter) og advarsler ved salg av lån.

### En trist avslutning

I dette kapitlet har jeg argumentert for at det fram til nå rådende tanke-settet som har informert finansmarkedsregulering, er lite tilfredsstillende. I stedet for å være forankret i harde realiteter og observasjoner av faktisk atferd henger det fast i en teleologisk forestilling om at finansmarkedet stadig beveger seg mot å bli en mer upersonlig og effektiv allokering-maskin man skal behandle med den største varsomhet: Det gjelder å ikke tukle for mye ellers risikerer man å forstyrre dens iboende effektivitets-fremmende prosesser.

Jeg har argumentert for at finansmarkedsregulering heller burde ta utgangspunkt i det jeg kaller et pragmatisk perspektiv på sektoren. Dette er kritisk til ideer som at jo mer likvid, komplett og innovativt markedet er, desto bedre er det. I stedet peker dette perspektivet i retning av mindre og hardere regulerte markeder der hovedbeskjeftigelsen er å fylle de mellommannsfunksjonene tradisjonelle lærebøker i finans peker ut. Imidlertid tror jeg veien dit er lang og vanskelig. Jeg vil særlig få trekke fram tre grunner til at det er slik:

- Finanssektoren har blitt så stor og sammenvevd at en krise i bare én bank kan være nok til å forårsake enorme tap i realøkonomien. Dette gir sektoren en form for utpressingsmakt som reformene og hjelpepakken etter 2008 ikke har greid å bryte ned. Snarere

vert imot. Globalt sett er bankvesenet i dag mer konsentrert enn det var før krisen satte inn.

- Intellektuell lock-in, karrierer innenfor så vel finanstilsyn som akademia og i bransjen selv er bygget rundt det gamle paradigmet. Dette gjør at det å snu er forbundet med store kostnader, økonomisk og/eller emosjonelt for nøkkelaktører på feltet.
- I flere land, ikke minst i USA som også har verdens største og mest «utviklede» finansmarked, bruker sektoren enorme summer på å påvirke politikken. Det er også en omfattende «gjenbruk» (eller «revolving door»-problemer) på individnivå der tidligere bankfolk går til politikken og finansbyråkrater melder overgang til bedre betalte jobber i sektoren.

## Litteratur

- Ariely, D. (2008). *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decision*. New York: Harper Collins.
- Elster, J. (2007). *Explaining Social Behavior: More Nuts and Bolts for the Social Sciences*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fama, E. (1965). The Behavior of Stock Prices. *Journal of Business*, 37 (1): 34-105.
- Haidt, J. (2005). *The Happiness Hypothesis: Putting Ancient Wisdom to the Test of Modern Science*. New York: Basic Books.
- Johnson, S. og Kwak, J. (2009) Finance: Before the Next Meltdown. *Democracy Journal*. Fall 2009, s. 19-24.
- OECD (2007). *Roundtable on economics for consumer policy, summary report*. <http://www.oecd.org/dataoecd/5/38/39015963.pdf> (lest 21.09.11).
- Raghuram, R. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven: Yale University Press.
- Turner, A. (2010). *Economics, conventional wisdom and public policy*. Keynote speech given at Institute for New Economic Thinking, Inaugural Conference, Cambridge, April 2010
- Warsh, K. (2007). *Financial Intermediation and Complete Markets*. Speech given at the European Economics and Financial Centre, London, England June 5, 2007. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20070605a.htm> (lest 21.09.11).

