

## FINANSKRISEN - USAs feilslåtte boligpolitikk

*En viktig bakgrunn for den ustabile utviklingen i det amerikanske boligmarkedet, som ledet til subprime-krisen og dagens finanskriser, har vært forsøk på å "privatisere" sosialpolitikken. Amerikanske banker og andre boligfinansieringsinstitusjoner ble gitt i oppgave å fremme politiske mål om å hjelpe mennesker med lav inntekt og formue til å kunne eie egen bolig.*

Mange her i Norge har hevdet at USA har vært helt uregulert, og at finanskrisen er "det endelige bevis på hvor ille det kan gå om man overlater markedet til seg selv", slik Victor Norman treffende har beskrevet markeds kritikernes syn på krisen.<sup>1</sup> Statsminister Jens Stoltenberg er en av dem som i diskusjonen om finanskrisens årsaker vektlegger styring av markedene. I årets frontaledebatt sa han "Lærdommen av den finanskrisen vi nå opplever, er at markedet ikke kan regulere seg selv. Det er feil å tro at det meste kan overlates til markedet, og at markedet kan overlates til seg selv."<sup>2</sup>

Men den amerikanske økonomien er i høyeste grad regulert og underlagt politisk kontroll. Amerikanske myndigheter på føderalt og delstatsnivå legger beslag på rundt 40 prosent av nasjonalinntekten. Det finnes over 100 føderale organer som overvåker og griper inn i ulike deler av samfunnslivet. Det eksisterer mer enn 73.000 sider med detaljerte føderale reguleringer, en økning på over 10.000 sider siden Reagan ble president.<sup>3</sup> Utgiftene til føderale reguleringsinstanser har økt fra 6,2 milliarder dollar i 1980 til 18,5 milliarder dollar 20 år senere, en utgiftsvekst på over 50 prosent korrigert for inflasjon.<sup>4</sup> Og på føderalt nivå alene er det over 12.000 mennesker som arbeider på heltid med å regulere det amerikanske finansmarkedet.<sup>5</sup>

Dette kan neppe karakteriseres som *laissez-faire*, eller et helt uregulert marked. Faktisk er det slik at den amerikanske økonomien på mange områder er mer regulert og mindre liberal enn den norske, slik Marius Doksheim (Civita) har kommentert i Dagbladet<sup>6</sup> og Victor Norman i ovennevnte artikkel. Dette gjelder særlig de mange detaljreguleringer av bankvesenet og de kraftige inngrepene i boligmarkedet. Norman mener i denne forbindelse at "offentlige reguleringer og statlige inngrep ikke er noen garanti mot bobler og kriser – faktisk er regulering og inngrep i mange tilfeller selve årsaken til dem."<sup>7</sup> Finanskrisen har, i stor grad, sitt utspring i den mest regulerede delen av det amerikanske finansmarkedet, nemlig boligfinansieringsmarkedet.

### Tilslørt sosialisme

Et unikt trekk ved dagens politisk-økonomiske system i USA er at det er blandingsøkonomisk med en rekke statsinngrep, slik vi finner i de fleste industrialiserte land, mens representanter både fra venstre- og høyresiden i politikken gir inntrykk av at det nærmest er et helt fritt markedssystem (*laissez-faire*).

Et aspekt ved dette blandingsøkonomiske systemet er at myndighetene overlater til private aktører å gjennomføre visse deler av kongressens og regjeringens sosialpolitikk. Fordelen med et slikt system, sett fra politikernes ståsted, er at man kan fremme visse sosiale mål uten å belaste de offentlige budsjettene.

Men dette er kun en illusjon. Så lenge staten står som garantist, vil myndigheter og skattebetalere i siste instans måtte plukke opp regningen hvis noe går galt. Aktørene i markedet kan i mellomtiden tjene godt på den sosiale virksomheten de gjennom reguleringer og støtteordninger har blitt presset og oppfordret til. Dette innebærer med andre ord å "privatisere profitten og sosialisere tapene", noe som skaper svært uheldige incentiver og en betydelig grad av systemisk risiko, altså risiko og ustabilitet for hele det finansielle systemet.

Det er nettopp dette som har skjedd i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet. Myndighetene har, gjennom lover og reguleringer, lagt press på og oppfordret private banker og andre finansinstitusjoner til å finansiere og låne ut penger til mennesker med lav inntekt og formue. Dette gjelder ikke minst de to statlig støttede gigantene i det såkalte sekundærmarkedet for boliglån, Fannie Mae og Freddie Mac, som staten og skattebetalerne tidligere i år måtte redde da de sto på randen av konkurs.<sup>8</sup>

Begge selskapene har det siste tiåret drevet en svært risikofylt virksomhet med oppkjøp av en økende andel subprime-lån og innpakking av disse i verdipapirer (såkalte "mortgage backed securities"). Begge disse aktivitetene ble oppfordret og implisitt garantert av myndighetene. Og begge selskapene har eksponert seg for en høy grad av risiko med en svært liten grad av kapitalinndekning. Prislappen på denne redningsaksjonen er fortsatt uvisst, men det tegner til å bli en betydelig utgift i tiden framover.<sup>9</sup>

"Sosialisme på sparebluss", er den karakteristikk Fred Smith fra den amerikanske tankesmia Competitive Enterprise Institute gir av den amerikanske boligpolitikken.<sup>10</sup> Politikere og myndigheter ønsker å bedrive sosialpolitikk i stor skala, men overlater til private aktører å gjennomføre politikken. Framfor direkte statlig finansiering, griper kongressen og føderale myndigheter inn i markedet for å få private selskaper til å realisere sosialpolitiske mål.

Fred Smith etterlyser en større grad av transparens og bevissthet rundt konsekvensene av myndighetenes politikk. Han mener ren sosialisme og tradisjonell sosialpolitikk er mer ærlig enn hva amerikanske myndigheter driver med i dag, noe som tilslører de faktiske kostnadene for skattebetalerne.

Lester Salomon, fra Johns Hopkins University, mener det har funnet sted en "grunnleggende revolusjon av hvordan offentlig sektor opererer" i USA siden andre verdenskrig og fram til i dag. Dette gjelder ikke bare myndighetenes virkefelt og omfang, men også de redskaper staten tar i bruk for å løse sosiale problemer:

"Mens myndighetenes aktiviteter før var begrenset til primært å dreie seg om direkte forsyning av varer eller tjenester, omfavner de nå et forvirrende spekter av lån, lånegarantier, bevilgninger, kontrakter, sosial regulering, økonomisk regulering, forsikring, skatteutgifter og verdikuponger."

Salomon påpeker videre at disse virkemidlene i stor grad er indirekte:

"De baserer seg på et vidt spekter av tredjeparter – forretningsbanker, private sykehus, sosialtjenestebyråer, industribedrifter, universiteter, barnehager, lokale myndigheter, finansfolk, bygningsfirmaer – for å forsyne statlig finansierte tjenester og realisere statlig definerte mål."<sup>11</sup>

Effekten av det Salomon beskriver er at myndighetenes inngrep i markedets funksjon virker forstyrrende på prissetting og incentiver, og derved på markedets effektivitet og evne til å håndtere risiko.

---

---

### **Tidlig regulering av bankvesenet**

For å forstå den amerikanske boligboblen og finanskrisen som oppsto i kjølvannet av denne, kan det være nødvendig å se nærmere på den historiske utviklingen som har ført til dagens situasjon. Denne utviklingen er preget av lag på lag med reguleringer, uheldige incentiver og utilsiktede virkninger - både for boligkjøpere og de finansinstitusjoner som sikrer finansieringen.

Det amerikanske bankvesenet har alltid vært tungt regulert. Reguleringer av sparebankene oppsto på delstatsnivå allerede da disse bankene ble etablert for over 100 år siden. Såkalte "unit banking laws" la restriksjoner på bankenes geografiske virkefelt, ved å begrense bankvirksomheten til en eneste filial.<sup>12</sup> Senere ble det vedtatt lover som forhindret banker fra å gi boliglån til mennesker utenfor en radius av ca. 75 kilometer fra bankens beliggenhet.

I 1927 ble McFadden Act vedtatt i kongressen. Denne føderale loven forbød forretningsbanker å operere på tvers av delstatsgrensene.<sup>13</sup> I kombinasjon med den ovennevnte enhetsbanklovgivningen på delstatsnivå, sørget lovverket for at amerikanske banker måtte begrense virksomheten sin til innskytere og låntagere innenfor en enkelt delstat og ofte innen en enkelt kommune.

Reguleringene gjorde det umulig for bankene å diversifisere låneporteføljene sine. De var dermed svært sårbare hvis det skulle oppstå en krise i det lokale næringslivet. Da ville lokale innskytere hente ut pengene sine, samtidig som lokale bedrifter og husholdninger fikk problemer med å betjene gjelden sin. Resultatet var at banker ville gå overende.

Denne situasjonen gjorde seg særlig gjeldende i den første fasen av den store depresjonen. I følge historikeren Jim Powell bidro reguleringene av bankvesenet til bankkrisen i USA på begynnelsen av 30-tallet, og var en hovedårsak til den alvorlige deflasjonsspiralen og finanskrisen under presidenttiden til Herbert Hoover (1929-1933).<sup>14</sup>

Fra 1929 til 1933 gikk rundt 9.400 amerikanske banker overende. Det overveldende flertallet av disse var "unit banks".<sup>15</sup> Det er interessant å merke seg at i Canada, der man ikke hadde slike lover, var det ingen banker som gikk overende i denne perioden.<sup>16</sup> Dette til tross for at USAs naboland i nord også opplevde en kraftig depresjon.

### **Boligpolitikken under den store depresjonen**

Under den amerikanske finanskrisen på 30-tallet var det vanskelig å få lån, noe som også gjorde seg gjeldende i boligmarkedet. I 1932 ble Federal Home Loan Bank Act vedtatt. Loven opprettet en føderal reguleringsinstans for sparebankene samtidig som den etablerte Federal Home Loan Banks, som skulle gi lån til sparebankene slik at de kunne gi boliglån videre til kundene sine.<sup>17</sup>

På grunn av måten boliglån ble gitt på i USA på denne tiden, var det nødvendig å refinansiere boliglån med to til tre års mellomrom. I 1934 ble derfor Federal Housing Administration (FHA) opprettet. Dette statlige organet fikk i oppgave å forsikre boligeiere mot at boliglånet skulle forfalle. FHA eksisterer fortsatt i dag som en avdeling i departementet for bolig og byutvikling (HUD), og virker både som husbank og forsikrer av boligkjøp.<sup>18</sup>

I 1937 oppsto en ny alvorlig økonomisk nedtur i USA, av økonomiske historikere kalt "en depresjon i depresjonen".<sup>19</sup> Bakgrunnen var kontraktiv pengepolitikk ført av den amerikanske sentralbanken (reduksjon i pengemengden), kontraktiv finanspolitikk ført av Roosevelt-administrasjonen (økte skatter), samt Roosevelts næringsfiendtlige politikk.<sup>20</sup>

---

---

Som følge av denne politikken og depresjonen som oppsto, fikk det amerikanske boligmarkedet en ny nedtur i 1938. For å bøte på denne situasjonen opprettet føderale myndigheter boligfinansieringsinstitusjonen Federal National Mortgage Association, også kjent som Fannie Mae.<sup>21</sup>

På grunn av de geografiske restriksjonene på sparebankenes låneportefølje og muligheter for å åpne flere filialer, hadde det ikke oppstått et nasjonalt marked for boligfinansiering i USA. Målet med Fannie Mae var derfor å sikre boligfinansiering på tvers av delstatsgrensene, et nasjonalt boligfinansieringsmarked. I første omgang kunne Fannie Mae bare kjøpe lån forsikret av FHA.<sup>22</sup> Et annet mål var å øke antallet boliglån ved å øke de lokale bankenes tilgang på kreditt og finansieringskilder. Begge disse er målsetninger institusjonen fortsatt har i dag.<sup>23</sup>

### Nye boligpolitiske reguleringer

På slutten av 60-tallet ble de amerikanske statsfinansene strukket til ytterpunktet. Bakgrunnen var de økende utgiftene i forbindelse med Vietnam-krigen og "krigen mot fattigdom". Konflikten på den andre siden av Stillehavet eskalerte år for år. Samtidig iverksatte demokratenes president Lyndon B. Johnson (1963-1969) et kostbart velferdspolitisk program, "The Great Society", der målet var at alle innbyggere skulle få ta del i den amerikanske drømmen.

For å avlaste statsbudsjettet ble Fannie Mae "privatisert" i 1968.<sup>24</sup> Selskapet ble gjort privat på eiersiden, men var chartret (registrert og lisensiert) som et føderalt selskap med klare sosialpolitiske mål. Det fikk status som "government sponsored enterprise" (GSE), hvilket innebar en privilegert posisjon i det amerikanske finansmarkedet, med spesielle fordeler gitt av føderale myndigheter.<sup>25</sup>

Samtidig fikk Johnson vedtatt Fair Housing Act (1968), som gjorde det ulovlig å diskriminere overfor minoriteter ved utleie, salg og långivning i boligmarkedet.<sup>26</sup> Men føderale myndigheter hadde ingen effektive sanksjonsmidler for å realisere lovens målsetninger.

Ytterligere lover ble fremmet under de påfølgende republikanske administrasjonene til Nixon og Ford (1969-1977). I 1974 ble Equal Credit Opportunity Act vedtatt. Loven gjorde det ulovlig å diskriminere mot minoritetsgrupper ved utlånsinstitusjonenes kredittgivning. Året etter kom Home Mortgage Disclosure Act (1975), som ga sentralbanken (Federal Reserve) i oppgave å holde tilsyn med de private bankenes boligutlånspraksis, nok en regulering for å hindre diskriminering av minoritetsgrupper. Bankene ble pålagt å samle inn og publisere årlige data vedrørende boligutlånsvirksomheten.<sup>27</sup>

Nye reguleringer av boligmarkedet ble iverksatt av den demokratiske presidenten Jimmy Carter (1977-1981). Han fikk vedtatt den såkalte Community Reinvestment Act (1977), som påla bankene å låne ut deler av sine innskudd til det lokalsamfunn der den hadde sin filial. Tanken var at boligområder med minoritetsgrupper og mennesker med lav inntekt skulle kunne "låne tilbake" de penger som "de selv" hadde skutt inn i banken.<sup>28</sup> Mer presist påla lovgivningen banker å låne ut penger til minoritetsgrupper med lav inntekt og liten formue innen det området banken hadde sin lisens og sitt virkefelt. Flere reguleringsinstanser, heriblant Federal Reserve, fikk i oppgave å implementere og håndheve loven.<sup>29</sup>

### Økte påstander om diskriminering

Disse lovene fikk til å begynne med liten innvirkning på bankenes utlånsvirksomhet. Myndighetene hadde få sanksjonsmidler de kunne ta i bruk overfor de private bankene. Dette ble drastisk endret da Bill Clinton entret det Hvite Hus i 1993.

Bakgrunnen for opptrappingen av statsinngrep i boligfinansieringsmarkedet var stadig flere påstander om diskriminering av minoritetsgrupper. Disse påstandene fikk legitimitet i en undersøkelse gjennomført av sentralbankens avdeling i Massachusetts ("the Boston Fed").<sup>30</sup>

Etterprøving av undersøkelsen viste imidlertid alvorlige feil og mangler i datagrunnlaget og fortolkningen av dette, noe flere økonomer påpekte.<sup>31</sup> Likevel ble påstandene om diskriminering opprettholdt, spesielt av demokrater i kongressen og av den demokratiske administrasjonen til Bill Clinton (1993-2001). Påstandene ble også gjentagende formidlet i amerikanske medier, som spesielt vektla det faktum at undersøkelser viste at afroamerikanere oftere fikk avslag på sine lånesøknader enn hvite.

Men tankegangen bak disse påstandene vitner om sviktende logiske resonnementer. Det er riktig at afroamerikanere oftere fikk avslag på sine lånesøknader, men dette sier ikke noe om hvorvidt det skyldtes diskriminering eller at visse minoritetsgrupper statistisk sett hadde lavere kredittverdighet enn andre.<sup>32</sup>

Den afroamerikanske økonomen Thomas Sowell har skrevet mye om diskriminering og har gått kritisk gjennom hvordan statistisk materiale etter hans mening har blitt misbrukt i sosialpolitiske sammenhenger. Han har et hardtslående logisk argument. Hvis det er slik at afroamerikanere ble diskriminert av de private bankene, skulle graden av mislighold av boliglån vært lavere blant denne gruppen. Dette ville ha vært en indikator på at det ble stilt strengere krav til denne minoritetsgruppen og at de som endte opp med boliglån var de med bedre betalingsevne enn den gjennomsnittelige lånekunden. Men statistikken viser akkurat det motsatte, nemlig at graden av mislighold var høyere blant afroamerikanere og at bankene dermed førte en mykere utlånspraksis overfor disse.<sup>33</sup>

Gary Becker, tidligere nobelprisvinner i økonomi, har også skrevet mye om diskriminering og utviklet økonomisk teori om dette fenomenet. Han har kritisert "studier av hvorvidt banker diskriminerer i sin boligutlånspraksis for ikke å ha tatt i bruk disse innsiktene".<sup>34</sup>

### **Strengere regulering av boligmarkedet**

Amerikanske myndigheter, politikere, journalister og akademikere ble grepet av tanker om "fair housing" og "affordable lending". På den ene side mente man at bankene diskriminerte minoritetsgrupper, spesielt afroamerikanere, og på den annen side hadde man en visjon om at også mennesker med lav inntekt og liten formue skulle kunne eie egen bolig.<sup>35</sup>

Viseminister Roberta Achtenberg, i departementet for bolig og byutvikling (HUD), iverksatte i 1993 en kampanje overfor de private bankene for å få dem til å gi lån til mennesker med minoritetsbakgrunn og lav inntekt, liten formue og udokumentert kredithistorie. Dette ble gjort med hjemmel i en strengere fortolkning av Home Mortgage Disclosure Act. Banker som ikke oppfylte administrasjonens sosialpolitiske mål, ble gjenstand for beskyldninger om diskriminering og søksmål.<sup>36</sup>

Samtidig ble ordleggingen og praktiseringen av Community Reinvestment Act (CRA) kraftig innskjerpet. Først under president George H. W. Bush (1989-1993) og i enda større grad av Clinton-administrasjonen (1993-2001). I 1989 kom en lov, Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA), som påla reguleringsinstansene å offentliggjøre CRA-rating av alle banker.<sup>37</sup>



---

---

CRA-reguleringene ble revidert på nytt i 1995, som svar på bestemmelser fra president Clinton om å sette større krav til faktiske resultater.<sup>38</sup> William A. Niskanen, leder av Cato-instituttet, kritiserte samme år loven under en høring i senatet og anbefalte at den skulle oppheves:

"Community Reinvestment Act var en feilaktig løsning på et geniunt problem, for det meste skapt av andre statlige reguleringer. Inntil nylig, har føderale restriksjoner på bankvirksomhet på tvers av delstatsgrensene og delstatenes restriksjoner av mulighetene for å åpne flere filialer på delstatsnivå, ført til alvorlige begrensninger av bankenes konkurranse i lokale markeder og potensialet for geografisk diversifisering av låneporteføljer. [...] Ikke gjør forsøk på å fikse Community Reinvestment Act. Dette lar seg ikke gjøre. Avskaff den."<sup>39</sup>

Bankene har i overveldende grad fulgt kravene fra sine reguleringsinstanser om å låne ut penger til minoritetsgrupper med lav kredittverdighet innen det geografiske området banken er lisensiert for. På 2000-tallet førte 99,5 prosent av de bankene Federal Reserve har tilsyn med en utlånspraksis som i henhold til CRA-ratingen var enten "utmerket" eller "tilfredsstillende", mens kun 0,5 prosent ikke tilfredstilte kravene.<sup>40</sup>

CRA-loven ble også endret for å tillate at boliglån gitt på bakgrunn av CRA-krav kunne verdipapiriseres, med andre ord at gjelden kunne pakkes inn i "verdipapirer utstedt på grunnlag av opprinnelige pantelån for bolig" (MBS), og videreselges til andre finansinstitusjoner.

I 1997 var Bear Stearns, i samarbeid med First Union Capital Markets Corp., de første til å tilby denne type verdipapirer basert på CRA-lån. Som det står i et presseskriver fra de to finansinstitusjonene fra oktober samme år:

"First Union Capital Markets Corp. og Bear Stearns & Co. Inc. tilbyr verdipapirer basert på Community Reinvestment Act (CRA)-lån til en verdi av 384,6 millioner dollar. Dette markerer finansindustriens første offentlige verdipapirisering av CRA-lån [...] De 384,6 millioner dollar i verdisertifikater garanteres av Freddie Mac og har en implisitt AAA-rating [beste kredittvurdering]."<sup>41</sup>

Samtidig har føderale myndigheter, gjennom lovgivning, press og støtte, oppfordret de to statlig støttede boligfinansieringsselskapene Fannie Mae og Freddie Mac til å kjøpe opp og verdipapirisere stadig flere boliglån opprinnelig gitt av private banker for å møte kravene om "affordable housing".

I 1992 kom Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act, et nytt lovverk for Fannie og Freddie, som påla dem å vie en større del av virksomheten til slike boliglån. På slutten av Clintons regjeringstid offentliggjorde Fannie Mae at departementet for bolig og byutvikling (HUD) "snart vil kreve av oss at vi vier 50 prosent av vår forretningsvirksomhet til familier med lav og moderat inntekt".<sup>42</sup> Samtidig uttalte de at selskapet ville kjøpe lån fra lavinntektsgrupper, minoriteter og risikofylte låntagere til en verdi av 2 trillioner dollar innen 2010.<sup>43</sup>

Ytterligere lover ble fremmet for å øke tilgangen på finansiering av byutvikling i områder med lavinntektsgrupper. Community Development Financial Institutions Act (1994) skapte et CDFI-fond i finansdepartementet, noe som ga bankene nye finansieringsordninger. Og andre ordninger, slik som Low Income Housing Tax Credit og New Markets Tax Credit var ytterligere boligpolitiske redskaper for investeringer i "affordable housing".<sup>44</sup>

## Liberalisering og strengere regulering hånd i hånd

I 1994 kom en deregulering av de tidligere nevnte restriksjonene på bankenes mulighet til å ekspandere på tvers av delstatsgrensene, den såkalte Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act.<sup>45</sup> Dette la grunnen for en periode med store omstruktureringer av den amerikanske banksektoren. Men myndighetene forbeholdt seg retten til å godkjenne slike oppkjøp, sammenslåinger og utvidelser, med hjemmel i CRA. Banker som ikke oppfylte CRA-kriteriene om utlån til minoritetsgrupper med lav kredittverdighet, ble nektet å fusjonere eller åpne flere filialer.

I 1999 kom en ny omregulering av finansmarkedet, da deler av den mye omtalte Glass-Steagall Act (1933) ble erstattet av Financial Services Modernization Act (også kalt Gramm-Leach-Bliley Act). Det åpnet for at de store kommersielle bankene kunne bedrive både investerings- og forretningsbankvirksomhet. CRA-kravene ble innbakt i den nye loven som spesifikt gjaldt forretningsbankene. Også ved denne loven ble bankene underlagt restriksjoner i forhold til sammenslåinger og oppkjøp. Banker som ikke svarte til myndighetenes forventninger om utlån i henhold til CRA, ble nektet å fusjonere eller utvide.<sup>46</sup>

Som *New York Times* kunne rapportere 23. oktober 1999, noen uker før loven ble godkjent av Bill Clinton, ønsket Clinton-administrasjonen at "loven skulle forhindre en hver bank som ikke tilfredstilte kravene til å gi lån til de svake gruppene i samfunnet fra å kunne ekspandere virksomheten sin" og "det Hvite Hus påpekte at presidenten ville nedlegge veto mot en hver lovgivning som ville kutte ned på krav om utlån til minoriteter".<sup>47</sup>

Liberaliseringen av bankenes muligheter til å ekspandere og slå seg sammen, både i 1994 (geografisk) og 1999 (virksomhetsområder), la altså til rette for betydelig politisk press fordi bankene fortsatt var underlagt de regulerende myndighetenes tilsyn og godkjenning av utvidelser og oppkjøp.

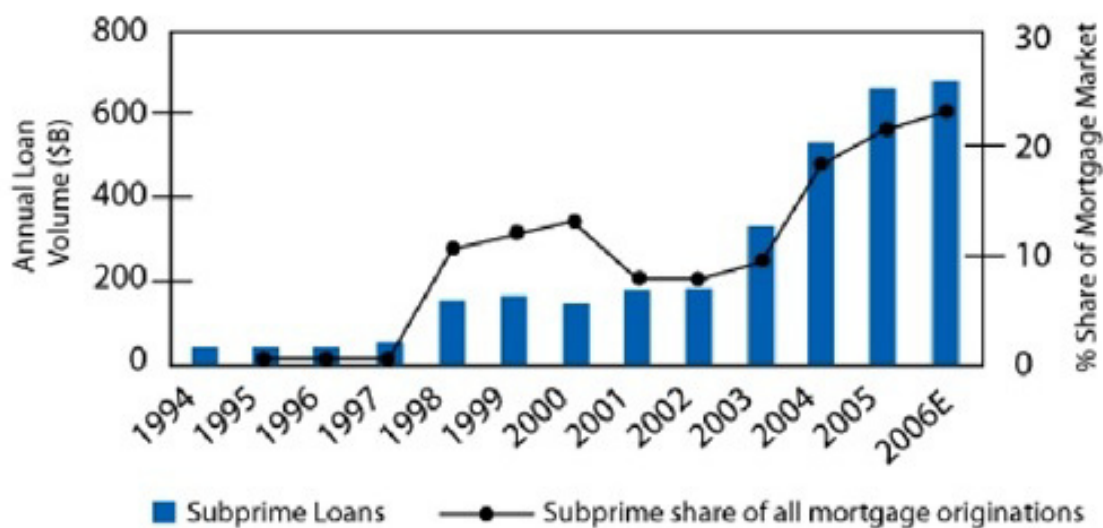
I tillegg kunne sosialpolitiske aktivistgrupper som ACORN (Association of Community Organizations for Reform Now) nærmest opptre som uoffisielle reguleringsinstanser ved at de kunne sende inn klager på bankenes virksomhet og gå til søksmål dersom bankene ikke gjorde som aktivistgruppene ønsket. Dette var noe de kunne gjøre uten å stå til ansvar for noen og med sin egen sosialpolitiske dagsorden, der påstander om rasisme og diskriminering var fremtredende motiver.

ACORN og andre lignende organisasjoner kunne med andre ord sette en effektiv stopper for bankenes evne til omstrukturering og utvidelser, hvis de ikke oppfylte CRA-krav og opererte i henhold til hvordan aktivistgruppene fortolket lovverket om diskriminering. Sentralbanksjef Ben Bernanke bekrefter dette og mener at "etter som offentlig granskning av bankenes oppkjøp og sammenslåinger økte i omfang, kunne interessegrupper i økende grad [...] protestere mot bankenes søknader om slike aktiviteter, på bakgrunn av CRA-krav".<sup>48</sup>

Med politisk press fra mange hold, inklusiv til tider svært aggressive aktivistgrupper, er det kanskje ikke så merkelig av de private bankene etter hvert la om utlånspraksisen sin. Man begynte å se bort fra slikt som inntekt, formue og kredittshistorie. I tillegg reduserte bankene egenandelen, ofte helt ned til null. Dette er lån som går under benevnelsen "subprime".

Resultatet av den amerikanske boligpolitikken var en betydelig økning av slike risikofylte subprime-lån. Fra 2001 til 2004 økte markedet i subprime-lån fra 160 til 540 milliarder dollar, i følge Inside Mortgage Finance, og passerte 600 milliarder dollar året etter (se figur under).

### Subprime-lån, volum (milliarder dollar) og andel av lånemarkedet (prosent) USA, 1994-2006



Kilde: Inside Mortgage Finance

Et godt eksempel på en privat bank som påtok seg oppgaven med å fremme politikernes sosialpolitiske mål i boligfinansieringen, var Countrywide, landets største boliglånsbank. Banken fikk høy CRA-rating og skryt av både regulerende myndigheter og samarbeidspartneren Fannie Mae, som kjøpte flere lån fra Countrywide enn fra noen andre banker.<sup>49</sup> Bakgrunnen for den rosende omtalen var at banken ga en stor andel lån til minoritetsgrupper med lav kredittverdighet (subprimelån). Som følge av dette gikk banken nesten konkurs under finanskrisen, og er nå slått sammen med Bank of America.

### Fannie Mae og Freddie Mac

I tillegg til de krav som ble rettet mot både sparebanker og forretningsbanker, sørget føderale myndigheter under Clintons presidenttid for finansielle gulrøtter. To av gulrøttene var de statlig støttede boligfinansieringsinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac.

Disse to finansinstitusjonene er ikke husbanker, slik enkelte har hevdet i norske aviser, men derimot boligfinansieringsinstitusjoner som opererer i det såkalte sekundærmarkedet for boliglån, dvs. oppkjøp og garantier av boligutlån opprinnelig gitt av andre utlånsinstitusjoner.<sup>50</sup> Bakgrunnen for dette markedet er at man i USA aldri så framveksten av et nasjonalt boligfinansieringsmarked. Dette igjen var en følge av bankreguleringer som forhindret sparebanker i å gi utlån utenfor sitt distrikt og forretningsbanker i å drive bankvirksomhet på tvers av delstatsgrensene, slik Niskanen, som nevnt ovenfor, påpekte i sin kritikk av bolig- og bankreguleringene.<sup>51</sup>

Fannie Mae ble, som tidligere nevnt, opprettet i 1938 og privatisert på eiersiden 30 år senere. I 1970 etablerte myndighetene Federal Home Loan Mortgage Corporation, også kjent som Freddie Mac. Denne statlige boligfinansieringsinstitusjonen ble opprettet for å omgå reguleringer som gjorde det vanskelig å få kanalisert boligutlånsmidler til California.<sup>52</sup>

I likhet med sin tvillinginstitusjon, ble Freddie Mac også senere privatisert på eiersiden (1989), og gitt status som "statlig støttet selskap" (GSE). I 1992 opprettet kongressen en egen reguleringsinstans som utelukkende hadde som oppgave å holde tilsyn med Fannie og Freddie, Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).<sup>53</sup>



---

---

Virksomheten til Fannie og Freddie går i hovedsak ut på to former for boligfinansieringsaktiviteter. Det ene er oppkjøp av utlån fra de private bankene. Det andre er å "pakke inn" slike lån i verdipapirer, såkalt verdipapirisering ("securitisation"). Dette kalles for verdipapirer med basis i opprinnelige pantelån for bolig ("mortgage backed securities" eller MBS).

Verdipapirisering av boliglån (MBS) ble først introdusert av det statlige Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) i 1970, fulgt av Fannie Mae og Freddie Mac.<sup>54</sup> Dette virksomhetsområdet økte i omfang utover på 1990- og 2000-tallet som følge av statlige reguleringer.<sup>55</sup>

Som tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan forklarte for kongressen 24. februar 2004:

"Nøkkelen til å utvikle et sekundærmarked [for boliger] var verdipapirisering, og Fannie og Freddie spilte en *avgjørende rolle* i å utvikle og fremme verdipapirisering av boliglån, prosessen der boliglån pakkes sammen i pooler som så blir gjort om til verdipapirer som kan kjøpes og selges på linje med andre verdipapirer basert på gjeld. Verdipapiriseringen til Fannie og Freddie gjør det mulig for de opprinnelige långiverne å *fjerne seg fra nesten en hver form for risiko* knyttet til boligutlån" (egen utheving).<sup>56</sup>

Nåværende sentralbanksjef Ben Bernanke påpekte videre i 2007 at

"verdipapirisering av 'affordable housing'-lån økte, i likhet med sekundærmarkedet for disse lånene, delvis grunnet en lov fra 1992 som krevde at de statlig støttede selskapene Fannie Mae og Freddie Mac skulle vie en betydelig del av virksomheten sin til å sikre målene om 'affordable housing'."<sup>57</sup>

Greenspan var imidlertid positivt innstilt til de finansielle innovasjonene av boligfinansieringen, spesielt verdipapiriseringen av boliglån: "På 1980-tallet ledet GSEene an [...] denne innovasjonen, og deres bidrag *økte stabiliteten i vårt finansmarked*" (egen utheving).<sup>58</sup>

Dette er et syn Greenspan har forfektet helt fram til høsten 2008 da han, kanskje ikke så overraskende, fikk betenkeligheter i forhold til hvor stabiliserende disse innovasjonene egentlig hadde vært:

"Hva gikk galt med den globale økonomiske politikken som hadde fungert så godt i nesten fire tiår? Sammenbruddet har vært mest fremtredende i verdipapiriseringen av boliglån. Bevisene tyder i stor grad på at uten den overdrevne etterspørselen fra dem som står for verdipapiriseringen, ville antall subprimelån (unektelig det opprinnelige opphavet til krisen) vært langt mindre og dermed ville det også ha vært færre mislighold av lån."<sup>59</sup>

### Privilegerte finansinstitusjoner

Fannie Mae og Freddie Mac ble gitt klare sosialpolitiske målsetninger da de, i henholdsvis 1968 og 1989, fikk status som statlig støttet selskap (GSE). For eksempel beskrev Fannie Mae seg som "et aksjonæreid selskap med offentlige målsetninger".<sup>60</sup> Blant disse var "å rive ned barrierer, redusere kostnader og øke mulighetene for å eie egen bolig og leie rimelige boliger for alle amerikanere. Fordi det å ha et trygt sted man kalle 'hjem' styrker familier, lokalsamfunn og hele nasjonen."<sup>61</sup>

Samtidig ble de to selskapene gitt visse privilegier, som ingen andre privateide amerikanske finansinstitusjoner har (med delvis unntak av de andre fire GSEene, se faktaboks). Blant disse gunstige fordelene er fritak for skatt som alle andre bedrifter må betale, lavere kapitalinndekningskrav enn for de private bankene, fritak fra regnskapsrapportering til Securities and Exchange

---

---

Commission og en implisitt statsgaranti. I tillegg kunne de trekke kreditt på finansdepartementet tilsvarende 2,25 milliarder dollar.<sup>62</sup>

Som Thomas Stanton har påpekt, er GSEene verken private eller statlige virksomheter, men derimot:

”hybrider som kombinerer egenskapene til statlige og private organisasjoner. Eierskap og kontroll er i private hender, men staten gir dem betydelige subsidier, inkludert skattefordeler og fordelaktige reguleringer, og tillater dem å finansiere aktivitetene sine nesten som om de var en del av staten.”<sup>63</sup>

Grunnet de to selskapenes privilegerte posisjon i det amerikanske finansmarkedet, kunne de utstede obligasjoner til en rente som lå under det andre selskaper måtte betale.<sup>64</sup> Med andre ord var innlånskostnadene svært lave, ikke langt unna samme lave nivå som amerikanske statsobligasjoner. Oppfatningene blant andre private aktører i finansmarkedet som kjøpte disse obligasjonene, var at de var nesten like sikre som statsobligasjoner, derav den lave renta.<sup>65</sup>

Som Greenspan forklarer:

”GSEenes spesielle fordeler springer ut av [...] at de fleste investorer åpenbart har konkludert med at de føderale myndighetene vil forhindre GSEene fra å misligholde sin gjeld skulle det oppstå en krise. Dermed er det skapt en implisitt garanti, ikke av kongressen, men av at investorer er villige til å akseptere en lavere rente på GSE-gjeld [obligasjoner] enn de ellers ville kreve i fravær av de føderale myndighetenes støtte.”<sup>66</sup>

På bakgrunn av sine unike finansieringsmuligheter og de implisitte statsgarantiene, kunne de to GSEene ekspandere langt raskere enn noen andre finansinstitusjoner i sekundærmarkedet for boliglån.<sup>67</sup> Da boligboblen nådde toppen i 2006, sto Fannie og Freddie som oppkjøpere eller garantister av mer enn halvparten av alle amerikanske boliglån, hvorav en betydelig del var subprimelån gitt til grupper med liten inntekt og lav kredittverdighet. Mellom 2005 og 2007 nesten tredoblet Fannie Mae mengden av lån hvor kjøper hadde stilt med under 10 prosent i egenkapital. Mellom 2005 og 2008 kjøpte eller garanterte Fannie Mae for minst 270 milliarder dollar i lån til risikable lånetagere, mer enn tre ganger så mye som i alle sine tidligere år til sammen.<sup>68</sup>

På 2000-tallet ble også kapitalinndekningskravet til Fannie og Freddie redusert til 2,5 prosent. Dette ga muligheten til en oppgiring av finansvirksomheten 40 ganger. Det vil si en risikoeksponering som var 40 ganger større enn egenkapitalen. Til tross for dette uansvarlig lave kapitalinndekningskravet satt av myndighetene, presterte Fannie Mae i følge sin reguleringsinstans OFHEO å være underkapitalisert høsten 2004.<sup>69</sup>

Faktisk har selskapene ved en rekke anledninger overskredet kapitalinndekningskravet. *The Economist* kunne rapportere at Fannie Mae og Freddie Mac ”mot slutten av 2007 hadde en kjernekapital [...] på 83,2 milliarder dollar. Dette støttet rundt 5,2 trillioner dollar i gjeld og garantier, en giringsrate på 65 til 1. [...] Ingen private banker kunne noen sinne ha fått lov til å ha en så oppgiret balanse og kvalifisere for AAA-rating [beste kredittvurdering]”.<sup>70</sup>

Med den lave kapitalinndekningen og høye oppgiringen av finansvirksomheten, de lave finansieringskostnadene og den implisitte statsgarantien, lå forholdene til rette for en voldsom risikoeksponering. Så lenge det gikk bra, tjente aksjonærer og ledelsen i de to selskapene store penger. Hvis det skulle gå dårlig, hadde man alltid finansdepartementet i bakhånd. Med andre ord hadde man ”privatisert profitten og sosialisert tapene”.

---

---

Mellom 1998 og 2004 tjente selskapets forrige direktør, Franklin Raines, 90 millioner dollar, mens en annen toppsjef, Timothy Howard, tjente rundt 30 millioner. Samtidig skjøt aksjeprisen til selskapet i været, og aksjonærene ble rikelig belønnet av virksomheten.<sup>71</sup>

I tillegg solgte selskapene boliggjeld pakket inn i verdipapirer (MBS) videre til andre store banker. For å sikre seg mot eventuelle tap ved kjøp av disse verdipapirene, ble det ofte tatt ut en slags forsikring der risikoen ble overført til nok et annet finansselskap. Dette finansinstrumentet kalles "credit default swap" (CDS). Ved inngåelse av avtaler om CDS og kjøp av MBS, ble hele finanssektoren eksponert for farene ved virksomheten til Fannie Mae og Freddie Mac.

Slike transaksjoner ble også inngått med store banker i utlandet, ikke minst i Europa. Dermed ble hele det vestlige finanssystemet infisert av "giftig gjeld" og risikable verdipapirer. Tilsvarende gjaldt Fannie Mae og Freddie Macs innlån i form av obligasjoner. Fordi disse ble ansett for å være "nesten like sikre som statsobligasjoner", tiltrakk de to selskapene seg kapital fra land med store spareoverskudd, ikke minst Kina. I 2007 hadde utenlandske investorer, heriblant statlige investeringsfond, plassert over 1 trillion (1.000 milliarder) dollar i GSE-obligasjoner, hvorav Kina sto for 29 prosent, Japan 17,5 prosent og Russland 5,8 prosent.<sup>72</sup>

### Gjentatte advarsler

Fannie Mae og Freddie Mac vokste svært raskt fra midten av 1990-tallet og ble to av de aller største finansinstitusjonene i USA, med oppkjøp og garantier av boliglån på mer enn 4.000 milliarder dollar, hvilket tilsvarer ca. 1/3 av det amerikanske nasjonalproduktet. Dette utgjorde mellom 50 og 75 prosent av de samlede amerikanske boliglånene.<sup>73</sup> Grunnet størrelsen på virksomheten deres og den usunne forretningsmodellen, var det mange som rettet skarp kritikk mot GSEenes virksomhet.<sup>74</sup>

I 1999 kom *New York Times* med en innsiktsfull spådom: "Fannie Mae påtar seg betydelig mer risiko. Dette trenger ikke å by på problemer i oppgangstider. Men det statlig støttede selskapet kan møte på problemer i en økonomisk nedgang, noe som vil nødvendiggjøre en statlig redningspakke ikke ulikt det vi så med sparebankene på 1980-tallet."<sup>75</sup>

Videre påpekte avisen at Fannie Mae "har blitt utsatt for *betydelig press* fra Clinton-administrasjonen om å sørge for flere boliglån til mennesker med lav til moderat inntekt" samtidig som "de følte press fra aksjonærer om å opprettholde selskapets fenomenale profittvekst" (egen utheving).

Det er også mange økonomer som har advart mot den risikofylte virksomheten til Fannie og Freddie og påpekt den risiko de to har påført hele det finansielle systemet. Lawrence J. White, som tidligere hadde sittet i styret til den føderale reguleringsinstansen som holdt tilsyn med GSEene (OFHEO), skrev i 2004 en rapport for Cato-instituttet der han anbefalte full privatisering av de to selskapene.<sup>76</sup>

Vern McKinley skrev en rapport for Cato allerede i 1997 der han påpekte den risiko de to selskapene påførte skattebetalerne, og anbefalte full privatisering:

"Grunnet deres halvstatlige status, er det en oppfatning i markedet om at verdipapirer basert på pantelån for bolig [MBS] utstedt av Fannie Mae og Freddie Mac og den gjeld de sitter på har en implisitt garanti av føderale myndigheter mot mislighold. Dermed eksponerer GSEene skattebetalerne for en stadig større potensiell finansiell forpliktelse [...] For å løse denne situasjonen, bør disse GSEene fratras sine statlige privilegier og omgjøres til helt private selskaper."<sup>77</sup>

---

---

Men departementet for bolig og byutvikling (HUD) ønsket ikke å privatisere de to selskapene, blant annet fordi Fannie Mae og Freddie Mac i følge myndighetene var nødvendig for å tilfredsstillende boligbehovet til minoritetsgrupper og mennesker med lav inntekt.<sup>78</sup>

Peter Wallison, fra American Enterprise Institute, skrev en bok i 2004 der han likeledes anbefalte full privatisering av de statlig støttede selskapene. Her kan man allerede på første side lese at GSEene "skaper risiko for skattebetalerne og hele det økonomiske systemet, risiko som ikke kan møtes på en tilfredsstillende måte gjennom reguleringer."<sup>79</sup>

Alan Greenspan tok til orde for noe av det samme, da han la fram sitt syn om GSEene for den amerikanske kongressen i 2004:

"Selv reguleringer i verdensklassen er sannsynligvis ikke tilstrekkelig og kan faktisk, slik finansminister Snow antyder, vise seg å gjøre situasjonen verre hvis markedsaktører slutter fra slik regulering at myndighetene med enda større sannsynlighet vil garantere GSE-gjeld. Dette er kjernen i dilemmaet når man skal utforme regulering for GSEene. På den ene siden, hvis reguleringene styrkes, kan markedet se [GSEene] i enda større grad som en forlengelse av myndighetene og anse gjelden deres for å være statsgjeld. Resultatet, i tillegg til en markant økning i kapital, vil være en økning av de implisitte subsidiene og at GSEene vil kunne spille en enda mer uhemmet rolle i finansmarkedet. På den annen side, hvis vi ikke klarer å styrke reguleringene av GSEene, øker mulighetene for en faktisk krise eller konkurs."<sup>80</sup>

I 2005 fulgte Greenspan opp med ytterligere advarsler:

"Hvis [Fannie Mae og Freddie Mac] fortsetter å vokse, fortsetter å ha den lave kapitalinndekningen som de har [...] vil de kunne skape en stadig økende grad av potensiell systemisk risiko [...] vi utsetter hele det framtidige finansielle systemet for en betydelig risiko."<sup>81</sup>

Fred Smith, grunnleggeren av Competitive Enterprise Institute, advarte kongressen allerede i 2000 under en høring i komiteen for finans- og boligmarkedet. Han sa at privilegiene gitt til de to GSEene "skaper alvorlig risiko for markedet, skattebetalerne [og] økonomien" og at de to selskapene var "merkelige organisasjoner, verken privatsektor fisk eller offentlig-sektor fugl". Han påpekte videre at finansinstrumenter slik som MBS "ganske sikkert vil øke sannsynligheten for at Fannie og Freddie går overende", men ble dessverre ikke tatt på alvor.<sup>82</sup>

Flere forsøk har blitt gjort på 2000-tallet på å reformere virksomheten til Fannie Mae og Freddie Mac, men disse lovforslagene har blitt blokkert av demokrater i kongressen.<sup>83</sup> Bush-administrasjonen har kommet med gjentatte advarsler siden 2001 og har foreslått lovendring.<sup>84</sup> Hovedårsaken til at spesielt demokrater ikke har tatt advarslene alvorlig, er at man ønsket at de to GSEene skulle sørge for at flere mennesker fikk boliglån.

Riktignok har Lawrence Summers, som var finansminister under de siste to årene av Clinton-administrasjonen (1999-2001), og som nå har blitt utnevnt av Obama som leder av det nasjonale økonomiske rådet (NEC), rettet kritikk mot GSEenes virksomhet allerede i 1999.<sup>85</sup> Da krisen rammet Fannie Mae og Freddie Mac sommeren 2008, beskrev han situasjonen ut fra det han sarkastisk kalte "kreativ kapitalisme":

"Hva med å chartre private selskaper som statlig støttede bedrifter med målsetningen om å fremme at flere skal ha råd til å eie egen bolig? Gi selskapene et styre med noen private og noen statlige representanter. Gjør det klart at myndighetene støtter opp om deres innovasjoner i kapitalmarkedet slik at de kan låne inn penger til lavere kostnader [...] la dem slippe å betale

---

---

de skatter som andre betaler [...] gi dem spesifikke [boligpolitiske] målsetninger [...] høste profittmotivet for å oppfylle sosiale mål”.

”Hva gikk galt? Illusjonen om at selskapene bedrev samfunnsnyttig arbeid, gjorde det umulig å fremme seriøs regulering. [...] markedsdisiplinen var så å si helt fraværende gitt den generelle oppfatning – nå bekreftet – at gjelden deres var garantert av myndighetene. Når *profitten er privatisert og tapene sosialisert*, er det neppe overraskende at selskapene har gamblet seg til finansiell katastrofe” (egen utheving).<sup>86</sup>

Barack Obama, Summers nye arbeidsgiver, har stilt en lignende diagnose: ”Vi kan ikke ha en situasjon der bedriftsledere og investorer soper inn enorm profitt i oppgangstider ved å ta stor risiko, mens de tenker for seg selv at skattebetalingene vil redde dem hvis det blir nødvendig.”<sup>87</sup>

### Adferdsrisiko i mange ledd

Det både Obama og Summers peker på er, som vi ser, de uheldige incentiver myndighetene har skapt. Den amerikanske boligpolitikken har gitt opphav til såkalt adferdsrisiko (”moral hazard”) i mange ledd.

For det første har myndighetene stått som implisitte garantister for virksomheten til Fannie og Freddie. Aktørene i finansmarkedet, banker og andre finansinstitusjoner, har forventet at myndighetene vil garantere verdipapirene og de oppkjøpte lånene til de to statlig støttede selskapene. Dette var en forventning som ble bekreftet da staten reddet dem fra konkurs tidligere i år. Dette var også en forventning som delvis ble skapt da myndighetene og kongressen reddet en annen GSE, Farm Credit System, med 4 milliarder dollar i 1987.<sup>88</sup>

Grunnet de to selskaperens halvstatlige status, har andre finansinstitusjoner vært villig til å finansiere virksomheten deres gjennom kjøp av obligasjoner til en svært lav rente. Denne renten har ikke gjenspeilet risikoen til de to selskapene med tanke på den lave kapitalinndekningen og oppkjøp og verdipapirisering knyttet til de underliggende subprime-lånene.

I tillegg har Fannie Mae og Freddie Mac tjent på forskjellen mellom den rente de har betalt på innlånskostnadene (obligasjoner) og på renteinntekten knyttet til oppkjøp og garantier av boliglån, såkalt arbitrasje. Denne profitten har oppstått som følge av myndighetenes politikk og reguleringer av de to selskapene. Men denne forretningsmodellen har basert seg på at boligprisene måtte fortsette å stige og renten forbli lav. Dette kalles renterisiko. Paul Cleveland advarte i mars 2005 mot at de to GSEene kunne gå på store tap i det øyeblikk renten fikk en betydelig økning.<sup>89</sup>

For det andre har Fannie Mae og Freddie Mac overtatt og videreformidlet risikoen fra de opprinnelige långiverne. De private bankene har dermed kunnet oppfylle myndighetenes sosialpolitiske målsetninger om å gi subprime-lån til mennesker som normalt ikke ville ha fått boliglån, uten å ta hensyn til normal kredittvurdering og risikoanalyse. Dette er med andre ord overflytting av risiko til tredjeparter.

Mulighetene for mislighold og forfall av opprinnelige boliglån kalles for kredittrisiko. Denne har økt som følge av at de opprinnelige utlånsinstitusjonene har solgt boliglånene videre, en virksomhet føderale myndigheter i stor grad har lagt opp til gjennom Fannie Mae og Freddie Mac. I tillegg har mange amerikanske delstater lover som gjør at boliggjeld hefter ved bolig og ikke person. Samtidig har bankene blitt presset og oppfordret til å gi boliglån til mennesker med lav kredittverdighet og uten å stille krav til egenandel. Når boligprisene begynte å falle, har boligkjøpere fått



negativ egenkapital. Dermed har boligeiere hatt incentiver til å kaste nøkkelen og forlate boligen, såkalt "walk away".

For det tredje har verdipapirer basert på boliglån (MBS) blitt solgt videre i finanssystemet til andre store aktører, heriblant de store investeringsbankene på Wall Street. Etter at boligboblen sprakk, har mange av disse bankene enten gått over ende, blitt kjøpt opp, eller blitt reddet av føderale myndigheter. Dette har skjedd i stor grad grunnet risiko knyttet til det å sitte på verdipapirer som man egentlig ikke har kjent risikoprofilen til.

Etter som risikoen på de underliggende lånene knyttet til verdipapirene har gjort seg synlig, har verdipapirene falt i verdi, noe som ofte har medført nedskrivninger og tapsavsetninger. Dermed faller også finansinstitusjonenes egenkapital. For å sikre soliditeten i selskapet og innfri gjeldsforpliktelse, kan det bli nødvendig å selge disse verdipapirene selv om de oppnår en svært lav pris. Slike salg øker tilbudet på disse papirene, noe som gjør at de faller ytterligere i verdi.

Amerikanske regnskapsregler (såkalt "fair value accounting") krever at andre finansinstitusjoner verdsetter verdipapirene de eier til siste omsatte kurs ("mark to market"), noe som sprer behovet for tapsavsetninger og kan også fremtvinge nye salg. Dermed oppstår en ond sirkel. Dette er bakgrunnen for de føderale myndighetenes initiativ til å kjøpe slike verdipapirer.

For det fjerde har finansinstitusjonene tatt i bruk forsikringsordninger som overfører lånerisiko en lånegiver har til en tredjepart ("credit default swaps" eller CDS). I mange tilfeller har slike forsikringsavtaler vært basert på tvilsom kredittgivning, ikke minst i forbindelse med MBS basert på subprimelån til kunder med lav kredittverdighet. Dette verken øker eller reduserer den totale risikoen, men krever at motparten som påtar seg lånerisikoen mot en avgift utøver god risikohåndtering. Det har erfaringsvis ikke alltid skjedd.

Ett selskap som i stor grad garanterte slike verdipapirer gjennom CDS-avtaler, var den amerikanske forsikringsgiganten AIG, som hadde solgt denne type forsikring til en verdi av 440 milliarder dollar. Da det viste seg at mange av de underliggende lånene forfalt og at verdipapirene basert på disse falt i verdi som følge av dette, sto selskapet ansvarlig for enorme utbetalinger over kort tid. AIG hadde vurdert det dit at CDS-avtaler knapt hadde risiko, og selskapet hadde derfor ikke satt av kapital for å dekke potensielle tap. Lover og reguleringer stilte heller ingen kapitalavsetningskrav. Dermed sto selskapet på konkursens rand og måtte reddes av myndighetene.<sup>90</sup>

All denne virksomheten har vært støttet opp av sentralbankens ekspansive pengepolitikk. Lav styringsrente siden 2001 har ført til perioder med negativ realrente og en tiltagende aktiva-boble, det vil si kraftig prisvekst i formuesobjekter som verdipapirer og eiendom. I tillegg har den pengepolitiske styringen til tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan bidratt til å skape forventninger om at det aldri vil oppstå alvorlige økonomiske nedganger eller mer enn midlertidige tilbakefall av formuesprisene (priser på eiendom og verdipapirer).

Sistnevnte blir av aktørene i finansmarkedet kalt "the Greenspan put". Det man legger i dette begrepet er at sentralbanken vil intervensjonere hver gang det oppstår problemer og nedgang i finansmarkedet. Som en ledende finansmann uttrykte det under nedgangen i 2000: "jeg er mindre bekymret, fordi jeg tror at sentralbanken er vår venn".<sup>91</sup>

Problemet når markedsaktører forventer at staten vil gripe inn og redde dem, er at det skaper adferdsrisiko. Risikofylt virksomhet lønner seg, fordi hvis det går galt kan du regne med statens

reddende hånd. Tidligere redningspakker for den amerikanske finanssektoren, ikke minst under sparebankkrisen på 80-tallet og krisen knyttet til Long Term Capital Management, et gigantisk amerikansk hedgefond, i 1998, har skapt ytterligere adferdsrisiko og forventning om at myndighetene ville hjelpe finansinstitusjonene direkte hvis de skulle få problemer.

### **Boligboblen fyret opp av lavrentepolitikk**

Bakgrunnen for den løsslupne amerikanske pengepolitikken på 2000-tallet, var at IT-boblen sprakk i 2000-2001. Ytterligere bekymring over den økonomiske utviklingen oppsto etter terrorangrepet 11. september 2001. Dermed ønsket Greenspan, og Ben Bernanke som på det tidspunkt satt i styret til Federal Reserve, å føre kraftig motsyklisk politikk. Det var ikke nok å dempe en nedgang, men de ville forsikre seg om at det ikke ville oppstå problemer i tiden framover. Spesielt var de bekymret over at det skulle oppstå japanske tilstander (deflasjon og økonomisk stagnasjon) i amerikansk økonomi.

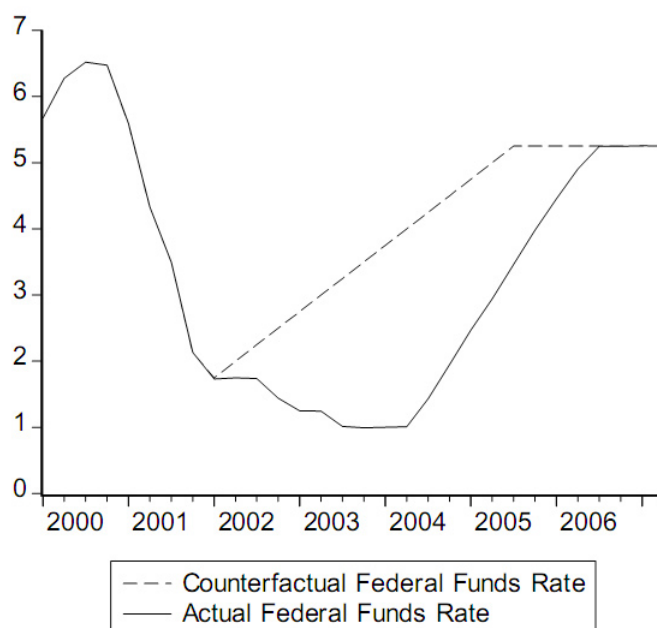
I tillegg har billige varer fra de fremvoksende økonomiene ("Kinaeffekten") gjort det mulig å holde renten lav i lang tid. Dette er fordi importvarene har bremsset opp veksten i konsumprisindeksen, en viktig indikator i sentralbankens rentebeslutninger.

Også andre faktorer har spilt inn. De asiatiske landene, først og fremst Japan og Kina, og de oljeeksporterende landene, heriblant Norge, har gjennom en årrekke plassert store deler av sitt handelsoverskudd i amerikansk privat og statlig gjeld. Den utenlandske etterspørselen etter amerikanske statsobligasjoner har også bidratt til å holde renten lav, mens spareoverskuddet i ovennevnte land har gjort det mulig med høyere amerikansk forbruk og investeringer, på den ene siden, og lavere sparing, på den andre. Og utenlandsk kjøp av obligasjoner fra Fannie Mae og Freddie Mac har bidratt til å finansiere virksomheten deres, noe som har bidratt til ytterligere overoppheting av boligmarkedet.

Til sammen har disse faktorene skapt store økonomiske ubalanser, både i USA og internasjonalt. I januar 2006, da Alan Greenspan gikk av som sentralbanksjef, mente *The Economist* at Greenspan etterlot seg en økonomi med "de største ubalansene i amerikansk historie". De kunne vise til negativ privat sparerate, økt privat gjeld og et enormt underskudd på driftsbalansen (balanse vis a vis utlandet av varer, tjenester, renter og stønader). Grunnet billige varer fra utlandet og høy produktivitetsvekst, hadde ikke "billige penger ført til tradisjonell inflasjon, men i stedet til økende priser på formuesobjekter – først verdipapirer og nå eiendom". På bakgrunn av denne situasjonen advarte tidsskriftet mot en kommende boligkrise og en kraftig økonomisk nedgangskonjunktur.<sup>92</sup>

Den amerikanske makroøkonomen og sentralbankteoretikeren John B. Taylor har kritisert pengepolitikken til Alan Greenspan og mener at Federal Reserve har forårsaket overoppheting av økonomien og en unødvendig stor boligboble. I følge Taylor var den amerikanske styringsrenten alt for lav alt for lenge, fra andre kvartal 2002 til tredje kvartal 2006, noe han illustrerer i følgende figur:

### Amerikansk styringsrente vs. "nøytral" Taylor-regelrente 2000-2006



Kilde: John Taylor, "Housing and Monetary Policy", september 2007

Figuren viser hvordan styringsrenten ("federal funds rate") ble kraftig kuttet i 2001 og endte opp på 1 prosent i 2003. Dermed lå renten under inflasjonsraten, hvilket vil si negativ realrente. John Taylor har konstruert en kontrafaktisk styringsrente, som er den rente som i følge ham selv ville ha vært "nøytral" (den stiplede linjen). Det vil si at den verken ville ha skapt for høy eller lav aktivitet i økonomien samtidig som den ga en konsumprisvekst i henhold til den ønskede inflasjonen på 2 prosent.

Som det går fram av grafen, var det en renteforskjell på rundt 2 prosent i en lang periode, der styringsrenten lå alt for lavt under den "nøytrale" renten. Taylor konkluderer med at "en høyere styringsrente ville ha unngått mye av boligboblen".<sup>93</sup>

#### Den amerikanske drømmefabrikken

Statsinngrepene i det amerikanske boligmarkedet ble begrunnet med at politikere og myndigheter ville spre den amerikanske drømmen. Denne drømmen ble definert til at flest mulig mennesker skulle eie egen bolig.<sup>94</sup> Franklin Raines, tidligere direktør for Fannie Mae, har uttalt at han var i "the American Dream business".<sup>95</sup>

Franklin Delano Raines har nok, kanskje med rette, sett på seg selv som en foregangsfigur i den amerikanske drømmen. Han er den første afroamerikaneren som har blitt direktør for et Fortune 500-selskap, etter at han ble ansatt som CEO i Fannie Mae i 1999. Han er oppkalt etter Franklin Delano Roosevelt og har gjort politisk karriere i Washington som medlem av Carter- og Clinton-administrasjonene. Under hans ledelse, ble Fannie Mae et av de mest lønnsomme selskapene i USA og den største finansieringskilden til amerikanske boliglån.<sup>96</sup>

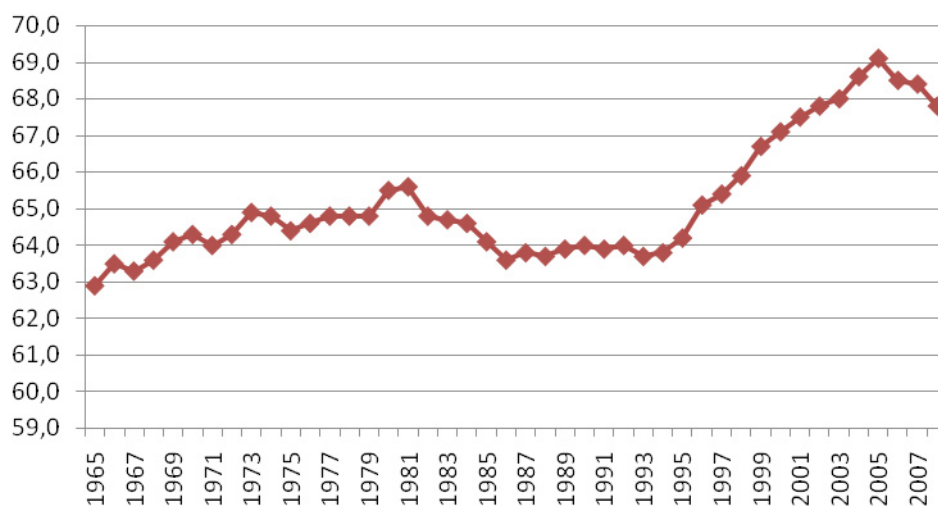
Raines har forsvart virksomheten til Fannie Mae gjennom stadig kritikk og angrep. I 2004 hevdet han at Fannie "ikke utgjorde noen betydelig risiko for staten eller skattebetalerne fordi selskapet investerte i boliglån, en av de sikreste investeringene i verden."<sup>97</sup> Da selskapet var involvert i en regnskapsskandale i 2004, mente han at Fannie ble utsatt for urettmessig behandling

av reguleringsinstansen OFHEO, noe han senere måtte gå tilbake på.<sup>98</sup> Raines trakk seg fra sin stilling kort tid etter. Da han i desember 2008 ble innkalt av kongressen for å forklare Fannie Maes eventuelle rolle i finanskrisen, la han skylden på alt annet enn Fannie Mae.<sup>99</sup>

Når kongresspolitikere har gjort forsøk på å stagge selskapets virksomhet, har de blitt nedringt og nedlesset av brev fra sinte velgere, ofte organisert av Fannie Mae selv. En automatisk telefonbeskjed advarte velgerne: "Din kongressmann forsøker å gjøre boliglån dyrere. Spør ham hvorfor han er motstander av den amerikanske drømmen om å eie egen bolig."<sup>100</sup>

Raines har reist landet rundt og holdt taler der han har forsvart det politiske målet om flere mennesker i egen bolig og virksomheten til Fannie Mae.<sup>101</sup> Den amerikanske boligpolitikken ga tilsynelatende gode resultater. Fra 1994 til 2004 økte antall husholdninger i egen bolig fra rundt 64 prosent til 69 prosent (se figur under).

### Husholdninger i egen bolig USA, 1965-2008 ("homeownership" prosent, første kvartal)



Kilde: U.S. Census Bureau, Homeownership

Virkemidlene for å oppnå dette resultatet var, som vi har sett, lovgivning vedtatt av kongressen og reguleringer gjennomført av myndighetene. I tillegg ble de statlig støttede selskapene sett på som helt sentrale aktører for å realisere de sosialpolitiske målene.

Sentralbanken gjorde også sitt. For det første bidro Federal Reserve i Boston til å skjerpe krav om at bankene måtte låne ut til mennesker av minoritetsbakgrunn med lav kredittverdighet. Som de skriver: "Rettferdige utlån er god business. Tilgang på kreditt, uavhengig av rase eller fødested, er essensielt for den økonomiske helsen til både långivere og lånemottagere."<sup>102</sup>

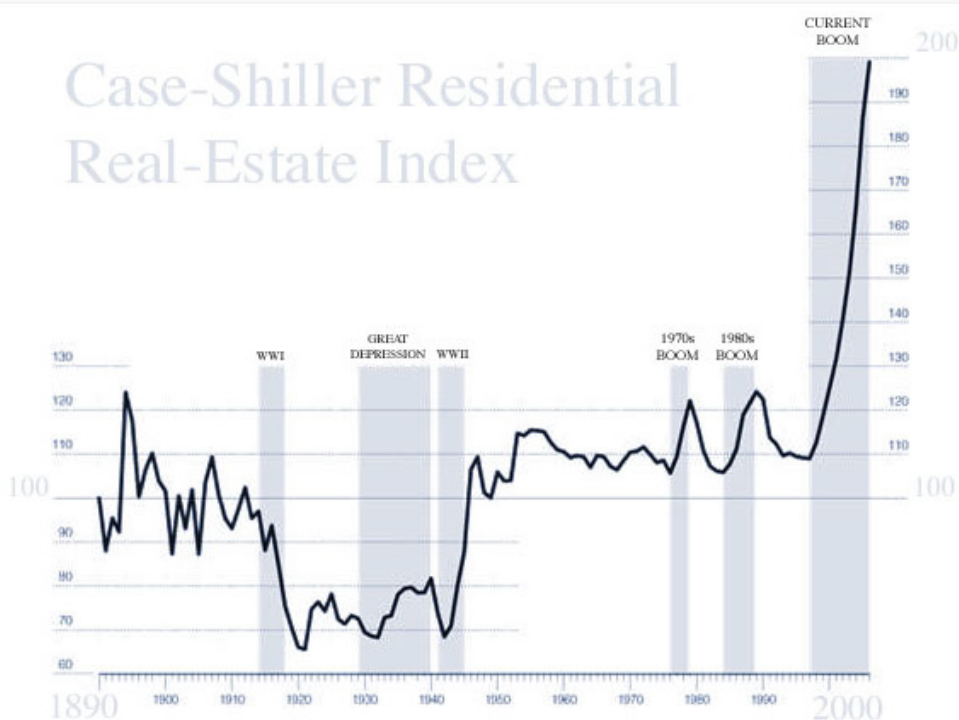
For det andre bidro rentepolitikken til Alan Greenspan at boligprisene kunne stige gjennom en lang periode med lave renter og stor tilgang på kreditt.<sup>103</sup> Så lenge boligprisene steg, kunne boligeierne alltid refinansiere lånene sine eller selge boligen med fortjeneste.

#### Fra den amerikanske drømmen til et amerikansk mareritt

Den amerikanske boligfinansieringspolitikken ble med andre ord gjort mulig i stor grad gjennom sentralbankens lavrentepolitikk, en politikk som fant sted gjennom store deler av 1990-tallet og i enda større grad på 2000-tallet.

Resultatet av pengepolitikken og boligfinansieringspolitikken ble den største boligboblen i amerikansk historie, hva nobelprisvinner i økonomi Vernon L. Smith har kalt "alle boligboblers mor".<sup>104</sup> (Se figur under).

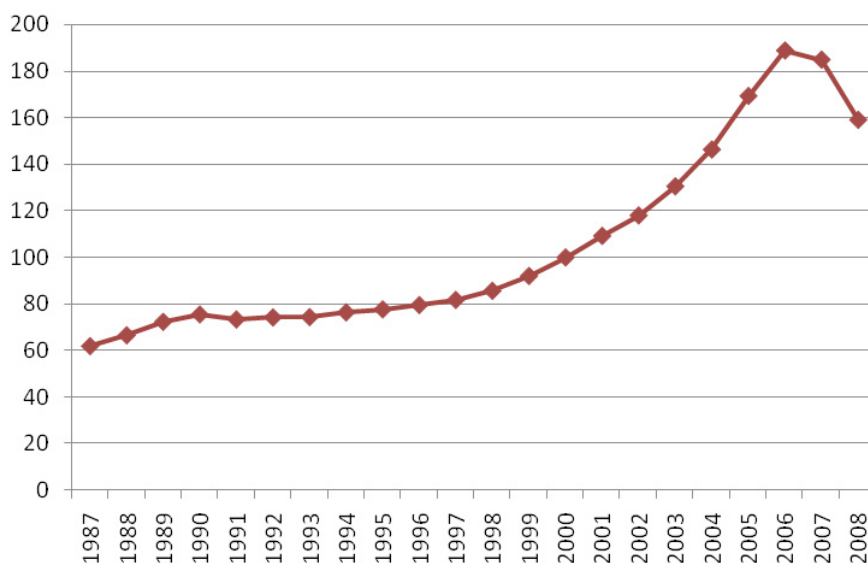
### Case-Shiller boligprisindeks USA 1890-2006 (1890 = 100)



Kilde: Case Shiller/Don Rich, "The Real Cost of a Full Bailout", 22. august, 2008

Som det går fram av denne grafen, har boligprisindeksen aldri tidligere overstegyet 130, men siden midten av 1990-tallet og fram til i dag har den steget helt opp i 200. Men da renten ble hevet og realrenten steg i 2005-2006, snudde utviklingen, hvilket vi kan se av utviklingen i boligpriser fra 1987 fram til første kvartal 2008 (se figur under).

### Case Shiller boligprisindeks USA 1987-2008 (første kvartal, 2000=100)

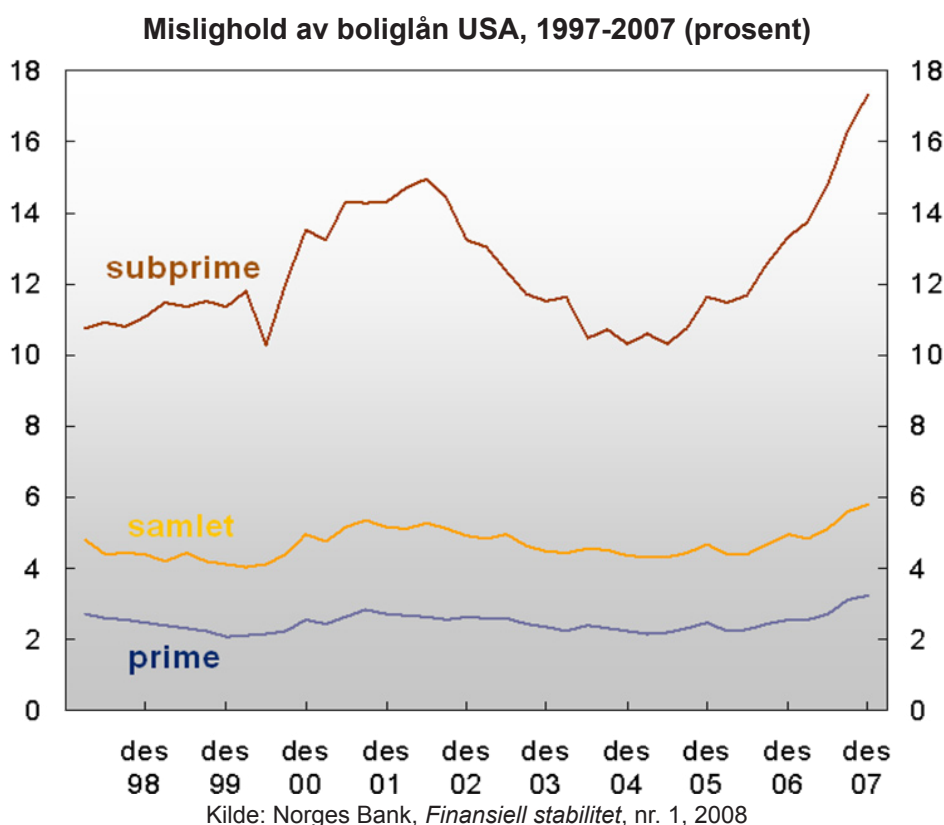


Kilde: S&P/Case-Shiller



Dermed ser vi også starten på et boligkrakk som man fortsatt ikke vet hvor vil ende. Skal vi tro historiske trender, jf. grafen over boligprisutviklingen fra 1890, vil boligprisene kunne falle nesten 50 prosent. Men dette er selvsagt rent gjetning og i stor grad avhengig av hvilke virkninger vi vil se av den amerikanske sentralbankens kredittilførsel og rentesetting, i tillegg til de føderale myndighetenes "redning" av boligmarkedet.

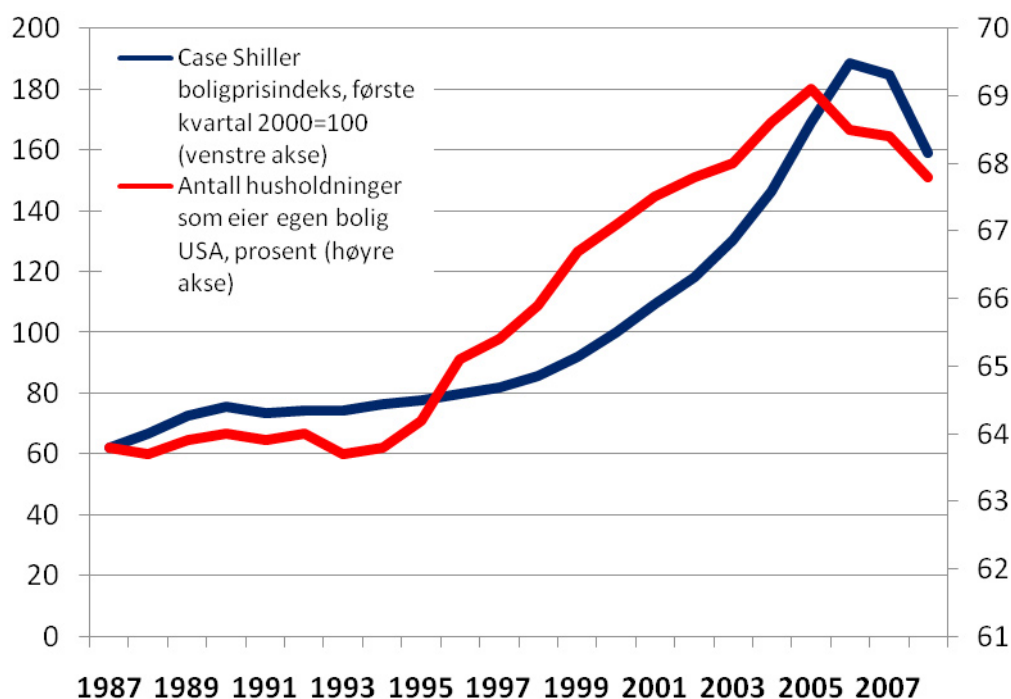
Da renten ble hevet og boligprisene begynte å falle, økte samtidig misligholdsraten, noe vi kan se av figuren under.



Som det går fram av de ovenstående figurene, var den politiske målsetningen om at flere mennesker skulle eie egen bolig, noe som var oppnåelig så lenge boligprisene steg. Både kurven for boligpriser og husholdninger i egen bolig snur rundt 2006, og ingen vet hvor utviklingen, verken på boligpriser eller på lavinntektsgruppers evne til å beholde boligene sine, vil ende.

Sammenstiller vi de to grafene fra 1987 til 2008 (se figur under), ser vi hvordan de følger hverandre, noe som kan tyde på en sammenheng mellom boligprisutviklingen og økningen i antall husholdninger med egen bolig. Riktignok kan det være for tidlig å påpeke noen entydig årsakssammenheng, og vi må passe oss for å sette likhetstegn mellom kausalitet og korrelasjon. Men rent logisk virker sammenhengen relativt innlysende.

### Case-Shiller boligprisindeks og antall husholdninger i egen bolig, USA, 1987-2008



Kilde: U.S. Census Bureau, Homeownership; S&P/Case-Shiller

Det er også verdt å merke seg at "homeownership"-kurven snur noe før boligpriskurven. Dette kan blant annet ha sammenheng med at siste fase av boligboblen var mer spekulativ og i mindre grad dreide seg om mennesker med lav inntekt som kjøpte ny bolig, i tillegg til at renten begynte å stige.<sup>105</sup> En mer utførlig analyse må imidlertid gå nærmere inn i ulike data og fortolkningen av disse.

Denne utviklingen må kunne beskrives som svært tragisk. Først har man oppfordret grupper med lav inntekt til å kjøpe bolig, og siden har mange av disse låntagerne blitt kastet ut av boligen sin. Samtidig ble bankene presset til å gi ut lån til disse gruppene.

Stan Liebowitz fra The Independent Institute advarte mot dette potensielle utfallet allerede i 1998:

"[M]ed adopsjonen av en fleksibel utlånspraksis, vil vi sannsynligvis oppdage at vi rett og slett oppmuntrer banker til å gi usunne lån. Hvis dette viser seg å være tilfellet, vil dagens politikk ikke ha hjulpet de mennesker man ønsker å hjelpe, hvis de i framtiden mister hjemmene sine grunnet manglende evne til å betale ned på boliglånene sine. Det vil være ironisk og uheldig hvis lånsøkere fra minoritetsgrupper ender opp med å betale en stor pris for en feilslått politikk basert på dårlige data."<sup>106</sup>

Vernon L. Smith kunne i desember 2007 konkludere med at "nok en gang [...] til tross for vår retorikk, har vi ikke hjulpet de fattige", og påpekte videre at myndighetene sto bak boligmarkeds-krisen, blant annet gjennom opprettelsen av Fannie Mae og Freddie Mac.<sup>107</sup> Michael Barr, en juss-professor fra University of Michigan som i tillegg er rådgiver for kongressen, rettet tilsvarende kritikk mot de to selskapenes øverste reguleringsinstans, departementet for bolig og byutvikling (HUD): "At HUD kunne være likegyldig i forhold til hvorvidt disse lånene skadet eller hjalp folk er i realiteten en skamfull feilslått evne til å regulere. Dette var rett og slett uansvarlig."<sup>108</sup>

---

---

I 2001 hadde riktignok forskere i HUD advart mot denne utviklingen: "Gitt den svært høye konsentrasjonen av disse lånene i nabolag med lavinntektsgrupper og afroamerikanere, er veksten i subprime-lån og det resulterende høye nivået av forfalte lån en betydelig kilde til bekymring". Men dette var i en kort periode da boligmarkedet slet som følge av høyere rente og påbegynnende resesjon i forbindelse med at IT-boblen sprakk. I 2004 hadde Freddie Mac og Fannie Maes kjøp av verdipapirer basert på subprime-lån blitt tidoblet. Og departementet for bolig og byutvikling økte målet om kjøp og garantier av "affordable housing"-lån fra 50 til 56 prosent.<sup>109</sup>

Den midlertidige realiseringen av en velment boligpolitikk har også hatt enorme kostnader for hele den amerikanske økonomien og samfunnslivet generelt.

For det første har man de direkte kostnadene for skattebetalerne ved de mange redningspakker som myndighetene har iverksatt. For det andre har man de indirekte kostnadene ved at hele finanssektoren har blitt rammet, både i USA og internasjonalt. For det tredje har man kostnadene ved feilinvesteringer og misallokering av kapital. Investeringer i ikke bærekraftige boliger, det vil si boliger der eiere egentlig ikke har råd til å betjene gjelden, kunne ha vært brukt på annen real-kapital som ville ha skapt økt levestandard for innbyggerne i framtiden. Dette til tross for Franklin Raines påstand om at "antydningen om at for mye kapital har gått til boliger er ikke ny. Vi hørte mye om dette på begynnelsen av 1990-tallet. Heldigvis for de 10 millioner familier som ble eiere av egen bolig i løpet av dette tiåret, fikk ikke denne teorien stor oppslutning."<sup>110</sup>

Videre har vi kostnadene knyttet til den alvorlige realøkonomiske nedgangen som har funnet sted i USA gjennom 2008, og som ingen i skrivende stund vet hvor vil ende. For det femte er det de psykologiske kostnadene knyttet til den uro og usikkerhet som subprime-krisen har skapt. For det sjette er det de psykologiske kostnadene knyttet til at mennesker som trodde på myndighetenes løfte om å eie egen bolig, under krisen har lån som forfaller og som dermed må flytte ut av hjemmet sitt. For det syvende er det kostnadene knyttet til den svekkede tillit innbyggerne har fått til markedsekonomien og finansinstitusjonene. Og sist, men ikke minst, er kostnader som vi i dag ikke kjenner til, men som vil komme til syne etter hvert som stadig nye ettervirkninger av subprime-krisen gjør seg gjeldende.

Med andre ord har boligpolitikken ført innbyggerne fra den amerikanske drømmen til et amerikansk mareritt. Denne krisen har i tillegg spredd seg til andre land, og har også påvirket boligmarkedet i for eksempel Norge.<sup>111</sup>

Videre bidro statsinngrep i boligfinansieringen, slik vi har skissert over, til unødvendig høy risikoeksponering og adferdsrisiko. Opprinnelige långivere kunne overflytte risiko til andre aktører i finansmarkedet ved at Fannie Mae og Freddie Mac kjøpte opp risikofylt gjeld og ved verdipapirisering med videresalg til andre finansinstitusjoner. Begge deler var noe føderale myndigheter og kongressen la opp til. Dermed bør politikere og myndigheter ta en betydelig del av ansvaret for det som har skjedd.

### **Paulsons redningspakke**

Sommeren 2008 sto Fannie Mae og Freddie Mac på konkursens rand. Aksjene deres hadde falt fra rundt 70 dollar høsten 2007 til under 10 dollar i juli 2008. Samtidig kunne *The Economist* slå fast at "krisen som brer om seg i verdensøkonomien og i globale markeder [starter med] USAs grunnleggende feilslåtte system for boligfinansiering."<sup>112</sup>

---

---

Paulson svarte på GSE-krise ved å utvide den mengde kreditt de to selskapene kunne trekke på finansdepartementet. Dette var for øvrig noe Fred Smith fra CEI hadde ansett som et svært sannsynlig scenario da han talte for kongressen i 2000: "Det er kun 2 milliarder i dag, men det kan gjerne bli 200 milliarder i morgen."<sup>113</sup>

Samtidig åpnet Paulson for at myndighetene kunne kjøpe opp aksjer i selskapene om nødvendig. Statlig eierskap ble i høyeste grad nødvendig, og 7. September 2008 ble selskapene re-nasjonalisert. På dette tidspunktet sto Fannie Mae og Freddie Mac for "5,4 trillioner dollar av garanterte verdipapirer basert på opprinnelige pantelån for bolig (MBS) og utestående gjeld, noe som tilsvarer den amerikanske statsgjelden", i følge selskapenes nye overordnede, James B. Lockhart, i reguleringsinstansen FHFA. Han kunne videre påpeke at selskapene "ikke hadde vært i stand til å gi markedet den nødvendige stabilitet", hvorpå han annonserte at selskapene var "underlagt offentlig administrasjon".<sup>114</sup>

Krisen i boligmarkedet og verdipapirene avledet fra dette eskalerte kort tid etter, og panikken grep om seg i finansmarkedet. I midten av september gikk Lehman Brothers over ende, den største konkursen til da i amerikansk historie. Blant årsakene til konkursen var at selskapet satt på store mengder av verdipapirer basert på subprime-lån (subprime-MBS).

I tillegg hadde Lehman inngått omfattende avtaler om forsikring av disse verdipapirene, såkalte credit default swaps (CDS), med det amerikanske forsikringsselskapet AIG. Sistnevnte sto derfor også på randen av konkurs. Sentralbanken, i samarbeid med finansdepartementet, valgte å gripe inn og opprettet dagen etter 85 milliarder dollar i kreditt som selskapet kunne trekke på for å møte sine forpliktelser, mot at staten overtok rundt 80 prosent av eierandelen i selskapet.<sup>115</sup>

I slutten av måneden fremmet Hank Paulson et forslag om en "redningspakke for verdipapirer i trøbbel" (TARP). Målet med dette programmet var blant annet at myndighetene skulle kjøpe opp ovennevnte verdipapirer basert på opprinnelige pantelån for bolig (MBS) og andre verdipapirer som hadde falt i verdi. Programmet ble lansert som en del av Emergency Economic Stabilization Act.<sup>116</sup> Rammen for programmet var opprinnelig på 700 milliarder dollar, men ble noe utvidet under behandlingen i kongressen.

I en pressekonferanse 8. oktober 2008, uttalte finansminister Paulson at nedgangen i boligprisene var "hovedårsaken til den pågående uro i finansmarkedet." Det var dermed statens oppgave å "støtte boligmarkedet". På bakgrunn av dette beordret Federal Housing Finance Agency, den nye reguleringsinstansen til Fannie Mae og Freddie Mac, de to selskapene til å "øke oppkjøp av verdipapirer basert på pantelån for bolig (MBS)." Paulson forventet videre at "Fannie og Freddie ville øke sin direkte støtte til boliglånmarkedet gjennom deres pågående verdipapiriseringsaktiviteter."<sup>117</sup>

Paulsons diagnose var altså at hovedårsaken til krisen var *fallende* boligpriser, ikke den boligboble og den voldsomme oppblåsningen av markedet for verdipapirer med basis i boligfinansiering som hadde utspilt seg på 2000-tallet. Han beordret derfor de to nå helstatlige selskapene Fannie Mae og Freddie Mac til å kjøpe opp enda flere lån og pakke dem inn i verdipapirer – altså enda mer av den samme medisinen som hadde bidratt til å skape krisen i boligfinansieringsmarkedet i utgangspunktet.

Barack Obama uttalte under valgkampen at redningspakken der staten kjøpte opp såkalt "giftig gjeld" og tvilsomme verdipapirer, neppe ville koste myndighetene og skattebetalerne noe særlig.

---

---

---

---

Etter hans mening kunne dette faktisk vise seg å enten gå i null eller muligens bli en inntektskilde for staten når verdien på boligene og verdipapirene etter hans mening steg igjen.<sup>118</sup>

Knapt en måned senere, skiftet Paulson mening. 12. november 2008 gikk Bush-administrasjonen bort fra sin plan om å kjøpe opp verdipapirer fra finansinstitusjonene, og omfavnet nå isteden planen til den britiske statsministeren, Gordon Brown, om å skyte inn kapital direkte i bankene.<sup>119</sup>

### **Bostøtte er bedre enn inngrep i markedet**

"GSE-krisen kan ha vært den finanskrisen i historien som hadde vært lettest å unngå", skriver Arnold Kling i et notat fra september 2008.<sup>120</sup> Regjering, reguleringsinstanser, kongresspolitikere, akademikere og journalister har aktivt støttet opp om de alvorlige inngrepene i den amerikanske boligfinansieringen, og de har latt Fannie Mae og Freddie Mac få vokse seg store og høste inn eventyrlig profitt, fordi de to selskapene samtidig har fremmet sosialpolitiske målsetninger om å øke andelen amerikanere i egen bolig.

Fred Smith etterlyser en større grad av transparens i sosialpolitikkenes kostnader og skattebetalernes risikoeksponering. I tillegg skaper direkte statsinngrep i markedet forstyrrende pris-signaler og uheldige incentiver for markedsaktørene. For å unngå disse problemene, vil det være langt bedre om myndighetene synlig og direkte finansierer eventuell hjelp til utsatte grupper i form av statlige stønader, i dette tilfellet bostøtte, som vises klart og tydelig som en utgiftspost på statsbudsjettet.

I mange tilfeller vil delvis liberalisering og bruk av markedet for å løse sosialpolitiske oppgaver skape en langt større grad av ustabilitet og systemisk risiko enn om staten selv finansierer og omfordeler goder direkte. Dette er fordi kostnadene er skjulte og tiltakene forstyrrer priser og markedets evne til å fungere effektivt. Dette har vi sett mange eksempler på de siste tretti årene. Politikere og myndigheter har ofte kort tidshorisont og et sosialpolitisk nærsyn. Det skaper problemer når de ikke tar i betraktning hvordan politikken skaper utilsiktede virkninger.

Disse virkningene kan ta mange år på å bli synlige, og det kan være vanskelig å spore dem tilbake til opprinnelige lover og reguleringer. Et godt eksempel er hvordan reguleringer og føderale organer opprettet på 30-tallet har påvirket utviklingen i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet helt fram til i dag. Videre har siktemål om "affordable lending" og "fair housing" på 1990-tallet i stor grad bidratt til boligboblen og subprime-krisen på 2000-tallet, noe som igjen utløste den globale finanskrisen vi ser i dag.

Portretteringen av USA som et helt fritt marked, både av markedstilhengere på den amerikanske høyresiden og markedskritikerne på venstresiden, gir opphav til stor forvirring. Hvis det er slik at markedet er helt fritt, har dette markedet mye å stå til ansvar for, ikke minst boligboblen, subprime-krisen og dagens internasjonale finanskrisen.

Men slike merkelapper bidrar lite til å oppklare årsaksforholdene, noe norske journalister og politikere kanskje burde ta inn over seg. For å få innsikt i det som har skjedd, er det nødvendig å se på hvordan enkeltreguleringer påvirker adferden til markedsaktørene. Og det er viktig å se bortfor politikernes intensjoner og prøve å spore virkninger på lang sikt og for alle markedsaktører.

Hovedproblemet med reguleringer er at de nesten alltid skaper utilsiktede virkninger som ofte gir helt andre resultater enn det politikere og myndigheter har sett for seg. For det første kan



politiske målsetninger på ett område, i dette tilfellet at flest mulig mennesker skulle eie egen bolig, skape negative virkninger på et annet, i dette tilfellet destabilisering av hele det amerikanske finanssystemet. For det andre vil markedsaktørene nesten alltid søke måter de kan omgå reglene på. Reguleringer fører derfor til en helt annen adferd enn det intensjonene bak reglene skulle tilsi.<sup>121</sup>

### Avsluttende bemerkninger

Dette notatet er ikke en uttømmende analyse av de årsaksforhold som har ført til dagens finanskriser, men tar for seg noen viktige aspekter ved utviklingen i USA på 1990- og 2000-tallet, og med historiske røtter som går enda lenger tilbake. I tillegg til boligpolitikken, er det en rekke andre faktorer som har bidratt til finanskrisen.

Blant disse faktorene finner vi en løssluppen amerikansk pengepolitikk, som vi delvis har pekt på, og som blant annet den amerikanske økonomen John B. Taylor har kritisert.<sup>122</sup> Andre medvirkende faktorer har vært utviklingen av en skyggebankvirksomhet og internasjonale økonomiske ubalanser, to sentrale årsaksforhold som blant annet årets nobelprisvinner i økonomi, Paul Krugman, har pekt på.<sup>123</sup>

I tillegg kommer andre reguleringer av finansmarkedet som enten har virket for dårlig eller ikke etter intensjonene, for dårlig fungerende kredittvurderingsbyråer, konjunkturforsterkende lederavlønninger og regnskapsregler, måten bankvesenet er organisert på ("fractional reserve banking" og sentralbankens sikring av kredittilførsel)<sup>124</sup> og det som kan synes som svikt i den dominante makroøkonomiske tenkningen.<sup>125</sup> En mer omfattende historisk analyse vil i tillegg innebære en mer inngående behandling av kilder, heriblant økonomiske data og skrifter og uttalelser fra de berørte aktørene.

### Forfatter:

Notatet er skrevet av prosjektleder i Civita, Marius Gustavson.

E-post: [gustavson@civita.no](mailto:gustavson@civita.no)

### Ordliste forkortelser

**ACORN** (Association of Community Organizations for Reform Now): en sosialpolitisk aktivistgruppe som blant annet kjemper for at de private bankene skal gi flere utlån til minoritetsgrupper med lav inntekt og liten formue.

**CDS** (Credit Default Swaps): forsikringsavtaler der motpart påtar seg risikoen hvis verdipapirer utstedt på bakgrunn av opprinnelige kredittgivning (boliglån, forbrukslån, billån, studielån etc.) viser seg å være "non-performing", hvilket vil si at inntjeningen stopper opp eller ikke innfris i henhold til forventningene.

**CRA** (Community Reinvestment Act): en lov som pålegger amerikanske banker å gi boliglån til mennesker med minoritetsbakgrunn og lav inntekt, innen det området banken har sin lisens og virksomhet.

**FHA** (Federal Housing Administration): et statlig organ som forsikrer og finansierer boliglån, opprettet i 1934, og i dag underlagt Departementet for bolig og byutvikling (HUD).

**FIRREA** (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act): en regulering av sparebankene fra 1989 som kom som en følge av sparebankkrisen på 1980-tallet ("S&L-crisis"). Loven påla reguleringsinstansene for CRA å rate og offentliggjøre i hvilken grad de private bankene fulgte en utlånspraksis i henhold til myndighetenes krav om CRA-utlån til mennesker med minoritetsbakgrunn og lav inntekt.

**GSE** (Government Sponsored Enterprise): statlig støttede selskaper, det vil si selskaper som er private på eiersiden, men som blir gitt visse sosialpolitiske målsetninger mot at de får statlige privilegier og implisitte garantier.

**HUD** (Department of Housing and Urban Development): departementet som styrer boligpolitikken i USA.

**MBS** (Mortgage Backed Securities): verdipapirer basert på opprinnelige pantelån for bolig.

**NEC** (National Economic Council): det nasjonale økonomiske rådet som koordinerer den økonomiske politikken i USA.

**OFHEO** (Office of Federal Housing Enterprise Oversight): en reguleringsinstans underlagt Departementet for bolig og byutvikling (HUD) og som ble opprettet i 1992 utelukkende for å holde tilsyn med Fannie Mae og Freddie Mac. OFHEO ble erstattet i 2008 av reguleringsinstansen Federal Housing Finance Agency (FHFA) da Fannie Mae og Freddie Mac ble satt under offentlig administrasjon etter at selskapene holdt på å gå konkurs.

**TARP** (Troubled Assets Relief Program): redningspakke foreslått av Bush-administrasjonen ved finansminister Hank Paulson og vedtatt av kongressen 3. oktober, 2008. Programmet gikk ut på at myndighetene kunne kjøpe opp "giftig gjeld" og verdipapirer, spesielt MBSer, som hadde falt i verdi etter som forfallsraten på de opprinnelige boliglånene gjorde seg gjeldende. Rammen som ble satt var 700 milliarder dollar.

### **Faktaboks: de statlig støttede selskapene (GSE)**

I USA er det seks såkalte **statlig støttede selskaper** ("government sponsored enterprises, GSE). Disse er verken statlige eller private virksomheter, men en hybrid som blander sosialpolitiske målsetninger med private profittmotiver. De seks selskapene er boligfinansieringsinstitusjonene Fannie Mae, Freddie Mac og Federal Home Loan Bank System, landbrukskredittinstitusjonene Farm Credit System og Farmer Mac og studielånsinstitusjonen Sallie Mae.

**Fannie Mae** og **Freddie Mac** finansierer bankenes boligutlån gjennom oppkjøp av lån og verdipapirisering. Dette går ut på at lånene blir pakket sammen i såkalte "pooler" som man igjen utsteder verdipapirer på grunnlag av. Disse verdipapirene heter "mortgage backed securities" (MBS) og har spilt en ledende rolle i finanskrisen. I september 2008, da selskapene ble satt under offentlig administrasjon, sto de for 5,4 trillioner dollar i garantier og oppkjøp av boliglån. Dette tilsvarte den samlede amerikanske statsgjelden.

**Federal Home Loan Bank System** består av tolv distriktsbanker som gir finansiering til andre sparebanker. I 2002 finansierte disse tolv kredittinstitusjonene rundt 650 milliarder dollar i lån, hvorav mesteparten var boliglån.

**Farm Credit System** og **Farmer Mac** finansierer landbrukslån og andre lån i distriktene, i 2002 til en verdi av ca. 100 milliarder dollar.

**Sallie Mae** finansierer studielån, i 2002 til en verdi av ca. 50 milliarder dollar.

**GSEene** ligner ikke på noen andre virksomheter. De "opererer på grunnlag av unike føderale chartere framfor delstatenes næringslov. De er utformet for å fremme offentlige målsetninger". I tillegg har selskapene kunnet trekke fordeler av den utbredte oppfatning at staten garanterer deres finansvirksomhet.

**GSE** kan defineres som følger: "en statlig støttet virksomhet er en privat eid, føderal chartret finansinstitusjon med et nasjonalt dekkende virksomhetsområde og spesialiserte lånemuligheter og som nyter godt av en implisitt garanti fra føderale myndigheter av alle dens forpliktelser, noe som øker dens evne til å låne inn penger."

Kilde: Stanton, Thomas H., *Government-Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World*, AEI Press, 2002; Lockhart, James B., "Statement of FHFA Director James B. Lockhart", Federal Housing Finance Agency, 7. september, 2008

## Sluttnoter

<sup>1</sup> Norman, Victor D., "Markedets endelikt?", *Dagens Næringsliv*, 22. november, 2008

<sup>2</sup> <http://www.regjeringen.no/nn/dep/smk/statsminister/Statsminister-Jens-Stoltenberg/Taler-og-artikler/2008/innlegg-i-trontaledebatten.html?id=531026>; Stoltenberg har også uttalt: "Det er for lengst kjent at markedene ikke kan styre seg selv. De kan ikke styre, men må styres. Vi må tilbake til krakket i 1929 for å finne tilsvarende finansiell krise, og allerede da lærte vi at det ikke er bærekraftig å overlate markedet til seg selv". Tale til Nordisk råd, 28. oktober 2008, <http://www.norden.org/webb/news/news.asp?id=8231&lang=1>

<sup>3</sup> Reisman, George, "The Myth that Laissez Faire Is Responsible for Our Present Crisis", *LewRockwell.com*, 24. oktober, 2008

<sup>4</sup> DiLorenzo, Thomas J., "Regulatory Sneak Attack", Ludwig von Mises Institute, 16. september, 1999

<sup>5</sup> Norberg, Johan, "Regulators cannot avert next crisis", *The Australian*, 7. oktober, 2008

<sup>6</sup> Doksheim, Marius, "Markedsliberale Norge", *Dagbladet*, 10. oktober, 2008

<sup>7</sup> Som Norman også skriver: "Det er knapt noe land som har så omfattende regulering av bankvesenet som USA. Ikke bare er de regulert både av føderale myndigheter og av myndighetene i de enkelte delstatene; de er generelt detaljregulert i en grad som vi i Norge har vanskelig for å fatte." Norman, Victor D., 2008

<sup>8</sup> Dette er også noe Norman kommenterer: "Subprimelånene som utløste krisen, ble aktivt promotert av Clinton-administrasjonen i USA, og de to huslångigantene Fannie Mae og Freddie Mac – som var sentrale for pakking og videresalg av boliglån – ble begge opprettet av amerikanske myndigheter, og ble av de fleste oppfattet som statsgaranterte institusjoner." Norman, Victor D., 2008

<sup>9</sup> Kling, Arnold, "Freddie Mac and Fannie Mae: An Exit Strategy for the Taxpayer", *Cato Institute Briefing Papers*, No. 106, Cato Institute, 8. september, 2008; Rich, Don, A., "The Real Cost of a Full Bailout", Ludwig von Mises Institute, 22. august, 2008. Don Rich mener at prislappen kan komme på mellom 1,3 og 1,6 trillioner dollar og kan muligens nå 2,5 trillioner dollar. Til sammenligning kostet redningen av de amerikanske sparebankene under S&L-krisen 160 milliarder dollar – med andre ord rundt en tiendedel av det Rich forventer seg i forbindelse med Fannie Mae og Freddie Mac-krisen.

<sup>10</sup> Smith, Fred, "introduksjon", International Leaders Summit, EU-parlamentet, Brussel, 12. november, 2008

<sup>11</sup> Salomon, Lester M., "Foreword", i Stanton, Thomas H., *Government-Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World*, AEI Press, 2002

<sup>12</sup> Powell, Jim, *FDR's Folly – How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*, side 31, Crown Forum, 2003

- 
- 
- <sup>13</sup> Johnston, Verle B., "The McFadden Act: A Look Back", Research Department Federal Reserve Bank of San Francisco, 19. august, 1983
- <sup>14</sup> Powell, Jim, 2003
- <sup>15</sup> Johnston, Verle B., 1983
- <sup>16</sup> Powell, Jim, 2003
- <sup>17</sup> For mer om hvordan disse boligfinansieringsinstitusjonene fungerer i dag, se for eksempel "Federal Home Loan Banks: Lending Strength to Local Communities – From Wall Street to Main Street" FHL Banks, <http://www.fhlbanks.com/downloads/FHLBankBasics2007.pdf>
- <sup>18</sup> Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", side 5, *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008
- <sup>19</sup> Smiley, Gene, *Rethinking the Great Depression*, Ivan R. Dee, 2002
- <sup>20</sup> Powell, Jim, 2003
- <sup>21</sup> Kling, Arnold, "Freddie Mac and Fannie Mae – An Exit Strategy for the Taxpayer", *Cato Institute Briefing Papers*, No. 106, 8. september, 2008
- <sup>22</sup> McKinley, Vernon, "The Mounting Case For Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac", *Cato Policy Analysis*, No. 293, 29. desember, 1997
- <sup>23</sup> På hjemmesiden til Fannie Mae, kan vi lese: "Fannie Mae er et statlig støttet selskap (GSE) chartret av kongressen og gitt en målsetning om å sørge for likviditet og stabilitet i det amerikanske bolig- og boliglånmarkedet. Fannie Mae opererer i det amerikanske sekundærmarkedet. Framfor å gi boliglån direkte til forbrukere, arbeider vi med boligutlånsbanker, -meglere og andre partnere i primærmarkedet for boliglån, for på denne måten å bidra til å sørge for at de har midler som de kan låne til boligkjøpere til en rimelig rente. Vi finansierer våre investeringer i boliglån hovedsakelig ved å utstede verdipapirer basert på gjeld, både i innenlandske og internasjonale kapitalmarkeder." - "About Fannie Mae", Fannie Mae: <http://www.fanniemae.com/aboutfm/index.jhtml;jsessionid=VDZYVLEFARTWFJ2FECISFGI?p=About+Fannie+Mae>
- <sup>24</sup> Kling Arnold, 2008
- <sup>25</sup> "About Fannie Mae", Fannie Mae
- <sup>26</sup> "Fair Housing—It's Your Right", U.S. Department of Housing and Urban Development, <http://www.hud.gov/offices/fheo/FHLaws/yourrights.cfm>
- <sup>27</sup> For en oversikt over såkalte "Fair Lending Laws", se for eksempel "Closing the Gap – A Guide To Equal Opportunity Lending", Federal Reserve Bank of Boston, 1993, side 26-27.
- <sup>28</sup> "Closing the Gap", side 27, beskriver Community Reinvestment Act som følger: "The Community Reinvestment Act (CRA) was enacted in 1977 to require each federal financial supervisory agency to encourage financial institutions to help meet the credit needs of their delineated communities, including low- and moderate-income neighborhoods within those communities, consistent with safe and sound banking practices. Each of the four supervisory agencies (the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Comptroller of the Currency, the Federal Deposit Insurance Corporation, and the Office of Thrift Supervision) has issued regulations to implement the CRA. The CRA regulations of each agency require the board of directors of each institution to adopt, and at least annually review, a CRA statement. The statement must include a map depicting the area served by the institution, a list of all types of loans the institution is prepared to extend within its community, and a copy of its CRA Notice. In addition, an institution must maintain a public file containing its most recent CRA evaluation, any CRA statements in effect for the most recent two-year period, and any written comments received on its CRA performance for the same period."
- <sup>29</sup> Braunstein, Sandra F., "The Community Reinvestment Act", Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 13. februar, 2008
- <sup>30</sup> Munnell, Alicia H. et al., "Mortgage Lending in Boston: Interpreting HMDA Data", *Working Paper Series*, No. 92, Federal Reserve Bank of Boston, 7. oktober, 1992; Se også Longhofer, Stanley D., "Discrimination in Mortgage Lending: What Have We Learned?", Federal Reserve Bank of Cleveland. 15. august, 1996
- <sup>31</sup> Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008; Day, Theodore E. og Liebowitz, Stan J., "Mortgage lending to minorities: where's the bias?", *Business Network*, januar, 1998; Becker, Gary S., "The Evidence Against Banks Doesn't Prove Bias", *Business Week*, 19. april, 1993
- <sup>32</sup> Liebowitz, Stan J., 2008, side 6
- <sup>33</sup> Sowell, Thomas, *Basic Economics*, Basic Books, 2007; Sowell, Thomas, *Economic Facts and Fallacies*, Basic Books, 2007
- <sup>34</sup> Becker, Gary, "The Evidence Against Banks Doesn't Prove Bias", *Business Week*, 19. april, 1993; For en innføring i den økonomiske teorien om diskriminering, se Becker, Gary, *The Economics of Discrimination*, University of Chicago Press, 1971
- <sup>35</sup> Liebowitz, Stan J., 2008
- <sup>36</sup> Sewell, Dennis, "Clinton Democrats Are To Blame For The Credit Crunch", *The Spectator*, 1. oktober, 2008
- 
-

---

---

<sup>37</sup> Braunstein, Sandra F., "The Community Reinvestment Act", Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 13. februar, 2008

<sup>38</sup> Braunstein, Sandra F., 2008

<sup>39</sup> Niskanen, William A., "Repeal the Community Reinvestment Act", Testimony Before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Banking and Financial Services, United States Senate, 8. mars, 1995

<sup>40</sup> Braunstein, Sandra F., 2008

<sup>41</sup> "First Union Capital Markets Corp., Bear Stearns & Co. Price Securities Offering Backed By Affordable Mortgages", Charlotte, N.C., 20. oktober, 1997. Her står det: "First Union Capital Markets Corp. and Bear Stearns & Co. Inc. have priced a \$384.6 million offering of securities backed by Community Reinvestment Act (CRA) loans – marking the industry's first public securitization of CRA loans. [...] The \$384.6 million in senior certificates are guaranteed by Freddie Mac and have an implied 'AAA' rating."

<sup>42</sup> "Fannie Mae increases CRA options", *Business Network*, november, 2000

<sup>43</sup> "The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point", *The New York Times*, 4. oktober 2008, <http://www.nytimes.com/2008/10/05/business/05fannie.html>

<sup>44</sup> Bernanke, Ben, "The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges", Chairman Ben S. Bernanke at the Community Affairs Research Conference, Washington D.C., 30. mars, 2007

<sup>45</sup> "Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994", FDIC Law, Regulations, Related Acts, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6500-3500.html>

<sup>46</sup> "Information Regarding the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999", U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs: <http://banking.senate.gov/conf/>

<sup>47</sup> Labaton, Stephen, "Agreement Reached on Overhaul of U.S. Financial System", *The New York Times*, 23. oktober, 1999

<sup>48</sup> Bernanke, Ben, "The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges", tale holdt for Community Affairs Research Conference, Washington, D.C., 30. mars, 2007

<sup>49</sup> "Case Study: Countrywide Home Loans, Inc.", Fannie Mae Foundation, 2000. Her kan vi blant annet lese:

"Countrywide tends to follow the most flexible underwriting criteria under GSE and FHA guidelines. Because Fannie Mae and Freddie Mac tend to give their best lenders access to the most flexible underwriting criteria, Countrywide benefits from its status as one of the largest originators of mortgage loans and one of the largest participants in the GSE programs. When necessary – in cases where applicants have no established credit history, for example – Countrywide uses nontraditional credit, a practice now accepted by the GSEs."; "The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point", *The New York Times*, 4. oktober 2008

<sup>50</sup> Se for eksempel "About Fannie Mae" på hjemmesiden til Fannie Mae eller de føderale myndighetenes definisjon av GSEer: "The term 'government-sponsored enterprise' means a corporate entity created by law of the United States that – (A)(i) has a Federal charter authorized by law; (ii) is privately owned, as evidenced by capital stock owned by private entities or individuals; (iii) is under the direction of a board of directors, a majority of which is elected by private owners; (iv) is a financial institution with power to - (I) make loans or loan guarantees for limited purposes such as to provide credit for specific borrowers or one sector; and (II) raise funds by borrowing (which does not carry the full faith and credit of the Federal Government) or to guarantee the debt of others in unlimited amounts; and (B)(i) does not exercise powers that are reserved to the Government as sovereign (such as the power to tax or to regulate interstate commerce); (ii) does not have the power to commit the Government financially (but it may be a recipient of a loan guarantee commitment made by the Government); and (iii) has employees whose salaries and expenses are paid by the enterprise and are not Federal employees subject to title", Office of the Law Revision Counsel, U.S. House of Representatives: [http://uscode.house.gov/uscode-cgi/fastweb.exe?getdoc+uscview+t01t04+10699+0++\(\)](http://uscode.house.gov/uscode-cgi/fastweb.exe?getdoc+uscview+t01t04+10699+0++())

<sup>51</sup> Niskanen, William A., "Repeal the Community Reinvestment Act", Testimony Before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Banking and Financial Services, United States Senate, 8. mars, 1995

<sup>52</sup> Kling, Arnold, "Freddie Mac and Fannie Mae – An Exit Strategy for the Taxpayer", *Cato Institute Briefing Papers*, No. 106, 8. september, 2008

<sup>53</sup> "OFHEO's mission is to promote housing and a strong national housing finance system by ensuring the safety and soundness of Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) and Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)." - "About OFHEO", Office of Federal Housing Enterprise Oversight <http://www.ofheo.gov/about.aspx?Nav=55>

<sup>54</sup> Cowan, Cameron L., "Before the Subcommittee on Housing and Community Opportunity – Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, United States House of Representatives - Hearing on Protecting Homeowner: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit", American Securitization Forum, 5. november, 2003

<sup>55</sup> DiLorenzo, Thomas J., "The CRA Scam and its Defenders", Ludwig von Mises Institute, 30. april, 2008

<sup>56</sup> Greenspan, Alan, "Testimony of Chairman Alan Greenspan: Government-sponsored enterprises", redegjørelse framlagt for Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 24. februar, 2004

---

---



- 
- 
- <sup>57</sup> Bernanke, Ben, "The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges", tale holdt for Community Affairs Research Conference, Washington, D.C., 30. mars, 2007
- <sup>58</sup> Greenspan, Alan, "Testimony", 2004
- <sup>59</sup> Greenspan, Alan, "Testimony of Dr. Alan Greenspan", Committee of Government Oversight and Reform, 23. oktober, 2008
- <sup>60</sup> De Coster, Karen og Englund, Eric, "Fannie Mae: Another New Deal Monstrosity", Ludwig von Mises Institute, 2. juli, 2007
- <sup>61</sup> Denne formuleringen var opprinnelig å finne på Fannie Maes hjemmeside under "About Fannie Mae – Initiatives", men er nå fjernet. Formuleringen er sitert i Blumen, Robert, "Fannie Mae Distorts Markets", Ludwig von Mises Institute, 17. juni, 2002
- <sup>62</sup> McKinley, Vernon, "The Mounting Case For Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac", *Cato Policy Analysis*, No. 293, 29. desember, 1997; Smith, Fred L., "Fannie, Freddie Critic Ridiculed In 2000", *Investor's Business Daily*, 25. september, 2008. Størrelsen på den kreditt de to selskapene kunne trekke på fra finansdepartementet var ikke nødvendigvis så stort, men det viste klart og tydelig at Fannie Mae og Freddie Mac hadde et sugerør inn i statskassen, et poeng Smith gjorde da han talte for kongressen.
- <sup>63</sup> Stanton, Thomas H., *Government-Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World*, AEI Press, 2002: side xi. Han definerer videre GSEer som følger: "en statlig støttet virksomhet er en privat eid, føderal chartret finansinstitusjon med et nasjonalt dekkende virksomhetsområde og spesialiserte lånemuligheter som nyter godt av en implisitt garanti fra føderale myndigheter av alle dens forpliktelser, noe som øker dens evne til å låne inn penger."
- <sup>64</sup> "I gjennomsnitt, mellom januar 2000 og august 2008, var rentedifferansen mellom 10-årige Fannie Mae-obligasjoner 0,589 prosent over renten på 10-årige statsobligasjoner. Til sammenligning, var rentedifferansen mellom AAA-vurderte [beste kredittvurdering] obligasjoner til private selskaper og 10-årige statsobligasjoner 1,446 prosent. Dette innebærer at i snitt fra januar 2008 til august 2008 lå finansieringskostnadene til Fannie 0,857 prosent under AAA-finansieringen til de private." Shostak, Frank, "Are Fannie and Freddie Too Big to Fail?", Ludwig von Mises Institute, 17. september, 2008
- <sup>65</sup> Faktisk var verdipapirer utstedt av Fannie Mae og Freddie Mac i juridisk forstand ansett som statspapirer i henhold til Securities Exchange Act (1934) og Federal Reserve Act. I følge sistnevnte lov, 12 U.S.C. 347, 355; 12 C.F.R. 201.108(b), gjorde denne statusen på verdipapirene det lovlig for sentralbanken å kjøpe dem ved markedsoperasjoner, som er et hovedinstrument i pengepolitikken der sentralbanken kjøper og selger statspapirer for å tilføre bankene (eller trekke ut) likviditet. McKinley, Vernon, "The Mounting Case For Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac", *Cato Policy Analysis*, No. 293, 29. desember, 1997
- <sup>66</sup> Greenspan, Alan, "Testimony", 2004
- <sup>67</sup> Greenspan, Alan, "Testimony", 2004
- <sup>68</sup> "The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point", *The New York Times*, 4. oktober 2008, <http://www.nytimes.com/2008/10/05/business/05fannie.html>
- <sup>69</sup> "OFHEO Classifies Fannie Mae as Significantly Undercapitalized for Third Quarter 2004", pressemelding, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 21. desember, 2004
- <sup>70</sup> "Fannie Mae and Freddie Mac: End of illusions", *The Economist*, 17. juli, 2008
- <sup>71</sup> "The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point", *The New York Times*, 4. oktober 2008
- <sup>72</sup> Shostak, Frank, "Are Fannie and Freddie Too Big to Fail?", Ludwig von Mises Institute, 17. september, 2008
- <sup>73</sup> Greenspan, Alan, "Testimony of Chairman Alan Greenspan: Government-sponsored enterprises", redegjørelse framlagt for Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 24. februar, 2004
- <sup>74</sup> Wallison, Peter J., "Regulating Fannie Mae and Freddie Mac: Now It Gets Serious", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, mai, 2005
- <sup>75</sup> Homes, Steven A., "Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending", *The New York Times*, 30. september, 1999
- <sup>76</sup> White, Lawrence J., "Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance: Why True Privatization Is Good Public Policy", *Cato Institute Policy Analysis*, no. 528, 7. oktober, 2004
- <sup>77</sup> McKinley, Vern, "The Mounting Case For Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac", *Cato Policy Analysis*, 29. desember, 1997
- <sup>78</sup> HUD Report gjengitt i McKinley, 1997
- <sup>79</sup> Wallison, Peter J. et al., *Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks*, AEI Press, 2004
- <sup>80</sup> Greenspan, Alan, "Testimony of Chairman Alan Greenspan: Government-sponsored enterprises", Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 24. februar, 2004
- <sup>81</sup> Greenspan, Alan, "Testimony Before the House Financial Services Committee", 17. februar, 2005
- <sup>82</sup> Smith, Fred L., "Fannie, Freddie Critic Ridiculed In 2000", *Investor's Business Daily*, 25. september, 2008
- <sup>83</sup> Wallison, Peter J., "Regulating Fannie Mae and Freddie Mac: Now It Gets Serious", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, mai, 2005
- <sup>84</sup> "Setting the Record Straight: Six Years of Unheeded Warnings for GSE Reform", Press release, The White House, 9. oktober, 2008
- <sup>85</sup> Kling, Arnold, "Freddie Mac and Fannie Mae – An Exit Strategy for the Taxpayer", *Cato Institute Briefing Papers*, No. 106, 8. september, 2008
- 
-

- 
- 
- <sup>86</sup> Summers, Lawrence, "Our creative mortgage crisis?", *Creative Capitalism – a conversation*, 16. juli, 2008 [http://creativecapitalism.typepad.com/creative\\_capitalism/2008/07/our-creative-mo.html](http://creativecapitalism.typepad.com/creative_capitalism/2008/07/our-creative-mo.html)
- <sup>87</sup> "Obama, McCain call for changes in mortgage giants", *USA Today*, 7. september, 2008
- <sup>88</sup> Wallison, Peter J. et al., *Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks*, AEI Press, 2004, side 3
- <sup>89</sup> Cleveland, Paul, "Freddie Mac: A Mercantilist Enterprise", Ludwig von Mises Institute, 14. mars, 2005
- <sup>90</sup> "The Great Untangling", *The Economist*, 6. november, 2008; Marketwatch.com, 12. februar 2008, <http://www.marketwatch.com/news/story/aig-says-actual-losses-cdo/story.aspx?guid={5E200796-3424-44EA-B8F0-B35F0C12D2A7}>
- <sup>91</sup> Despeignes, Peronet, "'Greenspan put' may be encouraging complacency", *Financial Times*, 8. desember, 2000
- <sup>92</sup> "Danger Time for America" og "Monetary myopia", *The Economist*, 12. januar, 2006
- <sup>93</sup> Taylor, John B., "Housing and Monetary Policy", september, 2007, side 3-4
- <sup>94</sup> For eksempel skriver U.S. Census Bureau at "å eie sitt eget hjem har lenge blitt sett som del av den 'amerikanske drømmen'." "Historical Census of Housing Tables: Homeownership", U.S. Census Bureau <http://www.census.gov/hhes/www/housing/census/historic/owner.html>
- <sup>95</sup> "Franklin D. Raines" Answers.com <http://www.answers.com/topic/times-topics-franklin-d-raines>; *Financial Times*, 29. oktober, 2002; Raines, Franklin, biografi på hjemmesiden til Fannie Mae, nå fjernet, men sitert i Blumen, Robert, "Fannie Mae Distorts Markets", Ludwig von Mises Institute, 17. juni, 2002
- <sup>96</sup> "Franklin D. Raines", Answers.com, <http://www.answers.com/topic/times-topics-franklin-d-raines>
- <sup>97</sup> Wallison, Peter J. et al., *Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks*, AEI Press, 2004, side 4
- <sup>98</sup> Wallison, Peter J., "Regulating Fannie Mae and Freddie Mac: Now It Gets Serious", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, mai, 2005
- <sup>99</sup> Raines, Franklin, "Testimony Before the House Committee on Oversight and Government Reform", 9. desember, 2008
- <sup>100</sup> "The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point", *The New York Times*, 4. oktober 2008
- <sup>101</sup> Blumen, Robert, "Fannie Mae Distorts Markets", Ludwig von Mises Institute, 17. juni, 2002
- <sup>102</sup> "Closing the Gap – A Guide To Equal Opportunity Lending", Federal Reserve Bank of Boston, 1993
- <sup>103</sup> Taylor, John B., "Housing and Monetary Policy", Policy Panel at the Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, september 2007
- <sup>104</sup> Smith, Vernon L., "The Clinton Housing Bubble", *Wall Street Journal*, 18. desember, 2007
- <sup>105</sup> Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008
- <sup>106</sup> Day, Theodore og Liebowitz, Stan J., "Mortgage Lending to Minorities: Where's the Bias?", *Economic Inquiry*, januar, 1998
- <sup>107</sup> Smith, Vernon L., "The Clinton Housing Bubble", *Wall Street Journal*, 18. desember, 2007
- <sup>108</sup> Leonnig, Carol D., "How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis", *Washington Post*, 10. juni, 2008
- <sup>109</sup> Leonnig, Carol D., "How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis", *Washington Post*, 10. juni, 2008
- <sup>110</sup> Raines, Franklin, tale for Securities Industry Association, 8. november, 2001
- <sup>111</sup> Gustavson, Marius, "Finanskrisen: Heikkis husleieregulering er ingen løsning", Civita, 5. desember, 2008 <http://www.civita.no/tema/okonomi/heikkis-husleieregulering-er-ingen-losning-893>; "Heikkis reguleringer er ingen løsning", *Minerva*, 7. desember, 2008 <http://www.minerva.as/?vis=artikkel&fid=3020&id=0512200810260923670&magasin=ja>
- <sup>112</sup> "Fannie Mae and Freddie Mac: End of illusions", *The Economist*, 17. juli, 2008
- <sup>113</sup> Smith, Fred L., "Fannie, Freddie Critic Ridiculed In 2000", *Investor's Business Daily*, 25. september, 2008
- <sup>114</sup> Lockhart, James B., "Statement of FHFA Director James B. Lockhart", Federal Housing Finance Agency, 7. september, 2008
- <sup>115</sup> "Press Release", Board of Governors of the Federal Reserve System, 16. september, 2008 <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080916a.htm>
- <sup>116</sup> Paulson, Henry M., "Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Financial Markets Update", Press Room, U.S. Department of the Treasury, 8. oktober, 2008
- <sup>117</sup> Paulson, Henry M., "Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Financial Markets Update", Press Room, U.S. Department of the Treasury, 8. oktober, 2008
- <sup>118</sup> Uttalelser fra Barack Obama på amerikansk fjernsyn under valgkampen, oktober, 2008.
- <sup>119</sup> Guha, Krishna, "US abandons toxic assets buy-out", *Financial Times*, 13. november, 2008
- <sup>120</sup> Kling, Arnold, "Freddie Mac and Fannie Mae – An Exit Strategy for the Taxpayer", *Cato Institute Briefing Papers*, No. 106, 8. september, 2008
- <sup>121</sup> Norberg, Johan, "Regulators cannot avert next crisis", *The Australian*, 7. oktober, 2008
- <sup>122</sup> Taylor, John B., "Housing and Monetary Policy", Policy Panel at the Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, september 2007
- <sup>123</sup> Krugman, Paul, "We all go together when we go", *The Guardian*, 6. desember, 2008. Krugman skriver blant annet at
- 
-

“banker er tungt regulert; de er påkrevd å sitte på likvide reserver, opprettholde en vesentlig kapitalposisjon og betale inn til innskuddsforsikringssystemet. I skyggebanksystemet, kan utlånere omgå disse reguleringene og kostnadene knyttet til dem. Men dette innebar i tillegg at de ikke var beskyttet av bankenes sikkerhetsnett: hvis de gikk tomme for midler, kunne de ikke henvende seg til Federal Reserve for å bli reddet.”

<sup>124</sup> Med “fractional reserve banking” menes et system der “bankene kun holder en fraksjon av innskudd som reserver”. Når “bankene kun holder en fraksjon av innskudd som reserver, kan de skape penger.” Mankiw, Gregory, *Principles of Economics*, Fourth Edition, Thomson, 2007, side 651. Bankenes pengekreasjon finner sted i henhold til det som kalles pengemultiplikatoren. Denne fastsettes av det reservekrav myndighetene setter til bankene. Hvis reservekravet for eksempel er 10 prosent, vil den totale økningen av nye penger bli 10 ganger så stor som den opprinnelige kreditttilførselen fra sentralbanken til de private bankene. Dette er noe sentralbanken tar med i beregningen når de styrer pengevesenet. På grunn av fraksjonssystemet, skaper de private bankene nye penger i det de gir lån. Dette bidrar til kredittvekst, altså en økning av pengemengden, noe som påvirker prisene i økonomien og i særlig grad formuesprisene slik som priser på bolig og verdipapirer. Flere økonomer mener dette skaper ustabile kredittsvingninger og at dette er forklaringen på boom-bust-syklusen, slik vi for eksempel har sett på 2000-tallet med boom i boliger og verdipapirer, fulgt av bust og finanskriser. Se for eksempel de Soto, Jesus Huerta, *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute, 2006; Garrison, Roger, *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, 2001

<sup>125</sup> Se for eksempel Cooper, George, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, First Vintage Books, 2008; Garrison, Roger W., “Natural and Neutral Rates of Interest in Theory and Policy Formulation”, Ludwig von Mises Institute, 21. april, 2007; Garrison, Roger W., *Time and Money*, 2001; Gustavson, Marius, “Hva slags pengepolitikk er ønskelig? –og hvordan motvirke konjunktursvingninger og finanskriser”, *Minerva*, 15. oktober, 2008.