

## STATEN OG FINANSKRISEN

"Dette er slutten på laissez-faire", påpeker Frankrikes president Nicolas Sarkozy, og får støtte av den tyske finansministeren Peer Steinbrück, som mener at "laissez-faire"-tilhengernes argumenter var "like enkle som de var farlige". Den italienske finansministeren Giulio Tremonti uttrykker et lignende sinne og hevder at "globaliseringen har mislyktes".<sup>1</sup>

Politikere som alltid er raskt ute med å ta æren for ethvert økonomisk framskritt, er nå like raske med å legge skylden på andre: Nedgangen skyldes at de ikke har *nok* innflytelse. De påstår at finansmarkedet er blitt fullstendig deregulert, og at det ikke finnes internasjonale institusjoner som har regulert globaliseringen.

Det er som om de snakker om et annet univers. På planeten jorden, ser nemlig virkeligheten litt annerledes ut. Bare i Washington DC finnes det 12.190 personer som arbeider på heltid med å regulere finansmarkedet. Bush blir framstilt som en president som har gjennomført omfattende deregulering, men i virkeligheten innførte han, i løpet av sine åtte år som president, 207 sider med nye føderale reguleringer *hver eneste dag*. Det er den raskeste reguleringsøkningen i amerikansk historie. Og internasjonalt har vi stadig sett at nye regler og standarder for finansmarkedet har blitt fremmet av Det internasjonale pengefondet (IMF), Verdensbanken, de regionale utviklingsbankene, Banken for internasjonale pengeoppgjør (BIS), Basel-komiteen for banktilsyn (BCBS), Den internasjonale foreningen for tilsyn med forsikringsbransjen (IAIS) og Det internasjonale styret for regnskapsstandarder (IASB). Før vi gir politikere, sentralbanker og byråkrater mer makt over økonomien, bør vi kanskje se nærmere på hva de gjorde med all den makt og alle de ressurser de faktisk satt på da historiens største finansboble oppsto, for så å sprekke. Politikere sier at vi må ha strengere reguleringer for å unngå en gjentakelse av denne krisen. Men hvis det er så enkelt å regulere seg bort fra problemene, hvordan har det seg da at de hundrevis av sider med nye reguleringer som vi har sett det siste tiåret, ikke var i stand til å forhindre denne krisen?

Dette avslører en ubehagelig sannhet: Statsinngrep for å løse tidligere kriser har faktisk bidratt til å berede grunnen for den neste krisen.

Den amerikanske sentralbanken gjorde penger billige for å unngå en dyp økonomisk krise i 2001. Fremvoksende økonomier eksporterte enorme mengder med kapital til USA, fordi de ønsket en økonomisk buffer etter Asia-krisen. Kredittvurderingen av boliglånsobligasjoner ble så overdreven fordi finansmyndighetene trodde risiko kunne håndteres bedre av kredittvurderingsbyråer som ble gitt oligopolisk makt. De internasjonale bankreguleringene som oppsto innen rammen av Basel-forhandlingene, skulle gjøre bankene sikrere, men førte til at banker tjente på å overføre aktiva fra sitt eget balanseregnskap og legge dem i en "skyggebanksektor". Nye krav i forhold til prissetting av aktiva ble innført for å unngå juks med regnskapene, men førte til en forsterkning av den økonomiske nedgangen.

Denne krisen er altså i stor grad historien om utilsiktede og uforutsette virkninger av statlige inngrep i markedet.

## Hvordan myndighetene skapte billige penger

Hvis vi skal velge et tidspunkt da boblen for alvor begynte å blåse seg opp, kan vi gå tilbake til en offentlig debatt som i stor grad minner om den vi ser akkurat nå. Det er økonomisk krise, arbeidsledigheten er på vei opp, og det finnes en utbredt bekymring for en kommende deflasjon. Noen mener til og med at det finnes en fare for gjentagelse av det som skjedde under depresjonen på 1930-tallet. Året er 2001. IT-boblen har sprukket, og terrorangrepet 11. september har forsterket konjunkturedgangen. Debattanter, politikere og markedsaktører krever at staten umiddelbart skal gripe inn for å dempe konsekvensene.

Sentralbanksjef Alan Greenspan er økonomiens redningsmann. I tråd med sentralbankens mål om å sørge for at arbeidsledigheten er så lav som mulig, og at det langsiktige rentenivået holder seg på et lavt nivå, senker sentralbanken i 2001 sin styringsrente fra 6,5 til 1,75 prosent. Det kommer til å gå tre år før den overstiger dette nivået igjen. I juni 2003 blir renten redusert ytterligere, til 1 prosent, der den blir liggende i et helt år. Som Greenspan selv sa, ble denne beslutningen tatt av sentralbanken (Federal Reserve) "til tross for at vi var enige om at økonomien sannsynligvis ikke hadde behov for nok et rentekutt". Men ingen slike betenkeligheter kunne veie opp for den minste risiko for at økonomien skulle oppleve en ny nedgang: "Vi var villige til å risikere at vi gjennom dette rentekuttet kunne sette i gang en boble, en inflasjonsboble av et eller annet slag".<sup>2</sup>

Federal Reserve reddet økonomien fra IT-boblen ved å blåse opp en ny boble. Befolkningen kunne ikke holde forbruksnivået oppe når arbeidsledigheten økte og aksjemarkedet sviktet. Men hvis man pumper nye penger inn i økonomien, vil de alltid ta veien et aller annet sted. Denne gangen havnet de i eiendomsmarkedet.

Bare i 2002 lånte amerikanske husholdninger ytterligere 269 milliarder dollar med sikkerhet i boligene sine. Disse lånene ble som regel brukt til konsum eller oppussing av hjemmene. Fordi boligene raskt steg i verdi, kunne folk gå til banken sin og låne enda mer penger med sikkerhet i den samme boligen. Hjemmet ditt var ikke lenger ditt slott, men din minibank. Fra 2000 til 2005 økte verdien på amerikanske eneboliger med 8.000 milliarder dollar.<sup>3</sup> Greenspan, og hans medarbeider og senere etterfølger Ben Bernanke, påpekte gang på gang at det ikke var sentralbankens oppgave å slå hull på bobler. Derimot skulle Federal Reserve rydde opp når boblen sprekker ved å tilføre økonomien likviditet. Dette var et kraftig signal til boligeiere, -kjøpere og -spekulanter. Sentralbanken vil aldri gjøre noe for å legge demper på en fest, men alt for å lindre baksmellen. Kjør på!

En stadig økende andel av amerikanske boligkjøp var ren spekulasjon. Folk kjøpte, pusset opp boligen litt og solgte den raskt videre til en pris som i mellomtiden hadde steget. Mange begynte å livnære seg av å "flippe" eiendommer på denne måten. 23. juni 2005 startet den amerikanske fjernsynskanalen TLC å sende reality-serien *Property Ladder*, der seerne kunne følge en person eller en gruppe mennesker som hadde fått ideen om å kjøpe en bolig, pusse den opp for så å selge den til en høyere pris. Tre uker senere startet Discovery Home Channel å vise *Flip that House*, basert på samme ide. Og ti dager senere, 24. juli 2005, startet A&E Network serien *Flip this House*, som også baserte seg på samme ide.

Et unikt trekk ved det amerikanske boligmarkedet bidro til at mange kjøpelystne tok sjansen på å investere i bolig. I nesten halvparten av de amerikanske delstatene har man en lov om "non-recourse mortgage". Det innebærer at boligen står som sikkerhet for lånet, og dette er det eneste långiver, altså den banken som gir lånet, kan få tilbake dersom låntager velger å slutte å betale på boliglånet. Dette innebærer med andre ord at boliglån kun hefter ved bolig og ikke ved person slik

som i Sverige, Norge og de fleste andre land. Dette fikk særlig stor betydning når utlånere fjernet kravet til egenandel. Dermed hadde boligkjøperne lite å tape på usikre boliginvesteringer. Hvis boligen sank i verdi til et nivå under det kjøperne hadde tatt opp i lån, fikk de negativ egenkapital, og da kunne de bare gi nøkkelen til banken og forlate boligen gjeldsfritt. Dette kalles "walk away" eller "walk out", og er et sær-amerikansk fenomen.

### **Hvordan myndighetene gjorde kredittvurderinger mer usikre**

I et tidligere Civita-notat skriver Marius Gustavson om den amerikanske boligpolitikken og om de to statlig støttede boligfinansieringsinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac, som fikk i oppgave å presse ned kostnadene på boliglån for at nye grupper mennesker skulle kunne kjøpe egen bolig. Denne politikken og de to institusjonene spilte en sentral rolle på flere måter i den ustabilitet og overoppheting som fant sted i det amerikanske finans- og boligmarkedet. Et aspekt ved denne utviklingen, var at de introduserte verdipapirer basert på boliglån, boliggjeldsobligasjoner kalt "mortgage backed securities" (MBS) som ble omsatt i markedet. De kunne for eksempel kjøpe opp flere tusen boliglån fra hele landet og pakke dem inn i obligasjoner. Disse kunne pakkes om igjen i nye obligasjoner sammen med andre former for gjeld og bli stykket opp i ulike transjer ut fra ulike risikoklasser, for så å selges videre til investorer. Denne formen for verdipapirer kalles strukturerte gjeldobligasjoner – "collateralized debt obligations" (CDO). Dette kan sammenlignes med et irrigasjonssystem, der friskt vann strømmer nordfra og nedover. Hvis det er tilgang på nok vann, får alle markene nok vann til sine avlinger, også de som ligger lengst sør. Men de som har markene sine lengst sør, utsettes for større risiko, for når det ikke er tilstrekkelig med vann, er det disse som mister vannet først. Hvis noen husholdninger ikke betaler tilbake på lånet sitt, uavhengig av hvilken kredittverdighet de har blitt vurdert til å ha, vil utbetalingen på de mest risikofylte transjene stoppe først. Som kompensasjon for denne risikoen får de som kjøper disse obligasjonene en betydelig større avkastning.

På begynnelsen av 2000-tallet ble bankene på Wall Street stadig mer interessert i markedet for disse verdipapirene. Dette skjedde ikke minst på grunnlag av den "rating" som disse verdipapirene fikk av kredittvurderingsbyråer som Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Obligasjoner som var basert på svært risikable lån, fikk nemlig et godkjenningstempel som etterlot inntrykk av at de nærmest var uten risiko. De sikreste delene av obligasjonene fikk beste kredittvurdering – AAA. Men selv de mest risikable delene ble ansett som sikre og ikke spekulative investeringer. Kredittvurderingsbyråene fikk investorene til å tro på alkymi: Man kunne kjøpe litt bly her og der, blande det sammen og pakke det om, og vips satt man på gull. Det er derfor kanskje ikke så overraskende at alle ville være med og investere i disse verdipapirene. Banker, investeringsselskaper, kommuner og stater rundt om i verden kastet seg over obligasjonene, også fire norske kommuner som gikk på store tap da dette markedet begynte å gå overende. Det ble gullfeber.

En ung kvinne som jobbet i et av de store kredittvurderingsbyråene i 2005 kunne fortelle at det gikk inflasjon i kredittvurderingene. En komité satt rundt et langt bord og forklarte hvordan de mente at en obligasjon skulle "rates". Etter en runde rundt bordet som viste at alle ville ha en lav "rating", tok sjefen ordet. Han spurte om de virkelig var sikre på dette. Han tok fram kalkulatoren sin og slo inn noen tall. Han forklarte at risikofordelingen så bra ut, at historien viste at boligprisene alltid vil stige, og at de hadde gitt en høyere "rating" til lignende obligasjoner. Så gikk de en ny runde rundt bordet, og nå var plutselig alle enige om at en høyere "rating" nok var mer riktig. "Hele utstedelsen av verdipapirer basert på boliglån hang sammen med kredittvurderingen", påpeker Lewis Ranieri, en pioner innen verdipapirisering.<sup>4</sup>

---

---

To store endringer som inntraff på 1970-tallet, førte til at kredittvurderingsbyråene ble mindre interessert i å ha rett og mer interessert i å være snille. Tidligere hadde de finansiert seg ved at potensielle investorer kunne abonnere på kredittvurderingene deres. Men økningen i antall verdipapirer og den økende kompleksiteten i disse papirene førte til at kredittvurderingsbyråene simpelthen ikke var i stand til å gå gjennom alle disse papirene uten å øke størrelsen på organisasjonen. Dermed begynte de i stedet å ta seg betalt av de som ville selge slike papirer. Dette er et problem. Kjøperen av en bolig er den som bør betale for vurderingen av huset, av den enkle grunn at man ikke kan stole så mye på en takstmann som er betalt av selger som vil at boligen skal være verdt så mye som mulig. Så lenge man kan se bort fra en så partisk vurdering, spiller det ingen rolle hva disse kredittvurderingsbyråene foretar seg. Men på samme tid ble det innført nye regler som gjorde at man ikke lenger kunne se bort fra disse byråene. Den føderale myndighet for verdipapirhandelen i USA, Securities and Exchange Commission (SEC), ønsket på denne tiden å få kontroll over den risiko som banker og meglere påtok seg og begynte å øke kapitalkravene til de finansinstitusjoner som kjøpte risikable verdipapirer. For å få en offisiell definisjon av risiko, ble Moody's, S&P og Fitch (og senere et par byråer til) gitt lisens som offisielle kredittvurderingsbyråer. Kort tid etter ble forsikringselskaper, pensjonsfond, investeringsfond og alle andre finansinstitusjoner tvunget til å følge det samme regelverket. Mange typer av finansinstitusjoner fikk forbud mot å kjøpe verdipapirer som av disse kredittvurderingsbyråene ble betraktet som "speculative" framfor det godkjente "investment grade".

Fra å ha vært helt private organisasjoner, ble S&P, Moody's og Fitch dermed statlig lisensierte offisielle kredittvurderingsbyråer med klare myndighetsfunksjoner og dermed del av det føderale reguleringsapparatet.

Staten ga dermed kredittvurderingsbyråene et oligopol. En finansinstitusjon som fikk nedgradert sin kredittverdighet av disse byråene, mistet plutselig muligheten til å finansiere seg, noe som kunne være dødsstøtet for selskapet. Det samme gjaldt hvis store deler av porteføljen av verdipapirer, for eksempel boliglånsobligasjoner og strukturerte gjelsobligasjoner, skulle nedgraderes. Dette ville dermed føre til en kraftig svekkelse av selskapets finansielle stilling. De selskaper som var i stand til å løfte sine verdipapirer fra Ba til Baa3 (på Moody's skala) eller fra BB+ til BBB- (på S&Ps og Fitchs skala) hadde skutt gullfuglen. Moody's og flere andre kredittvurderingsbyråer har faktisk kritisert myndighetene for å gi dem en slik reguleringsoppgave. Da Thomas McGuire, en av toppsjefene i Moody's, talte for SEC i 1995, advarte han mot at dette kunne føre til urealistiske kredittvurderinger:

"Rating agencies are staffed by ordinary people with families to support and bills to meet and mortgages to pay. Government regulators are inadvertently subjecting those people to improper pressure, and share accountability for any scandals which may result."<sup>5</sup>

Det var nettopp dette som skjedde. Alle måtte oppsøke disse kredittvurderingsbyråene for å få en offisiell godkjenning til å selge sine verdipapirer. Samtidig hadde kredittvurderingsbyråene incentiver til å gi god "rating", slik at kundene deres, det vil si de finansinstitusjoner som utstedte verdipapirene og måtte få dem kredittvurdert, gikk til dem i stedet for til et annet byrå. Under en høring om kredittvurderingsbyråene i Representantenes Hus fikk de folkevalgte et innblikk i hvordan disse byråene tenkte. Blant annet fikk de høre om en samtale mellom to analytikere i S&P da de skulle ta stilling til en ny obligasjon:

- 1: "By the way, that deal is ridiculous."
- 2: "I know, right, model definitely does not capture half the risk."
- 1: "We should not be rating it."
- 2: "We rate every deal. It could be structured by cows, and we would rate it."
- 1: "But there's a lot of risk associated with it - I personally don't feel comfy signing off as a committee member."<sup>6</sup>

Denne type verdipapirhandel ble stadig mer latterlig, etter som stadig mer risikofylte lån ble lagt inn i disse pakkene. Boligene ble stadig dyrere og lånene ble større. Bankene som ga de opprinnelige lånene og de halvstatlige boligfinansieringsinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac som ofte kjøpte opp og garanterte for disse lånene, sørget for at stadig fler personer som tidligere ikke ble ansett for å være kredittverdige nå fikk lån. Framfor alt bidro verdipapiriseringen til mer risikofylte lån, fordi de som lånte ut pengene ikke lenger behøvde å bekymre seg over hvorvidt de som fikk lånene var i stand til å betale dem tilbake. Banken skulle jo snart selge lånet videre. I tillegg virket bonussystemer for selgere i boligutlånsinstitusjonene og investeringsbankene på en slik måte at man ble oppmuntret til høy omsetning, altså mange utlån, framfor det som ga sikker avkastning på lang sikt.

### **Hvordan staten fikk bankene til å føle seg mer sikre**

I tillegg til de svimlende boligmarkedstransaksjonene finner vi en annen komponent som bidro til å redusere oversikten i finansmarkedet. Bankene plasserte gjerne investeringene sine utenfor den vanlige virksomheten, det vil si utenfor balanseregnskapet. Dette var et resultat av Basel I, en avtale mellom de vestlige landenes bankmyndigheter og sentralbanker om hvor stor kapitaldekning en bank må ha for å dekke inn sin risiko.

Grunnen til at staten må stille krav til kapitaldekning og bankreserver, er andre statsinngrep, nemlig tendensen til å redde banker når de er i krise. Tidligere måtte innskytere vurdere hvor sikker en bank var, og bankene var tvunget til å ha en reell buffer for at folk skulle stole nok på dem til å sette inn sine sparepenger. Men dersom alle vil ha ut pengene sine samtidig, rekker ikke banken å få tilbake de penger den har lånt ut, noe som vil føre til at den går overende. For å redusere risikoen for slik innskuddspanikk, opprettet man sentralbanker som långiver i siste instans ("lender of last resort"). Dette innebar at de ga lån til banker som manglet likviditet. I tillegg ble det innført innskuddsforsikring, slik at de som hadde penger i banken, kunne få tilbake pengene sine selv om banken gikk overende.

En som motsatte seg forslaget om å innføre innskuddsforsikring, var president Franklin Delano Roosevelt. Han truet med å legge ned veto mot en slik ordning, fordi han mente at banker og innskytere ikke lenger ville styre unna høy risiko hvis de visste at de ville bli reddet dersom det oppsto en krise. Kundene ville i stedet gå til den bank som betalte høyest rente, uansett hvilken risiko banken utsatte seg for. Dermed ville bankene få incentiver til risikofylt og lite fornuftig adferd. Dette kalles for adferdsrisiko ("moral hazard") av økonomer. Roosevelt ble imidlertid nødt til å akseptere denne ordningen som del av et kompromiss. Før USA opprettet en sentralbank i 1913 og innskuddsforsikring i 1933, hadde bankene normalt sett reserver mellom 20 og 30 prosent i forhold til utlånsvolumet. Men på resten av 1900-tallet oversteg bankreservene aldri 10 prosent.<sup>7</sup> Basel I skulle altså redusere risiko forårsaket av tidligere statsinngrep, men dessverre førte også disse nye statsinngrepene til utilsiktede virkninger. Basel I virket nemlig som en statlig prisliste, og bankene lærte seg fort å ta den risiko som kostet dem minst i form av reserver. Når gamle former

---

---

for risiko i mange tilfeller ble mer kostbare, valgte bankene i stedet å ta nye og mindre åpne og oversiktlige former for risiko.

Framfor alt ble det svært gunstig å fjerne ting fra bankbalansen, dvs bankens eget regnskap av aktiva og passiva, altså det banken satt på av eiendeler som verdipapirer og utlån og det banken skyldte i form av innskudd og andre innlån. Svært forenklet kan vi si at en bank som ville fjerne risikable investeringer fra bankbalansen, kunne opprette et uavhengig spesialselskap, en "structured investment vehicle" (SIV), som tok opp kortsiktige lån for å investere i verdipapirer, slik som MBSer og CDOer.

Bankene forpliktet seg som regel til å finansiere spesialenheten (SIV'en) i en nødssituasjon, og dermed viste det seg i mange tilfeller at investeringene og innlånene ikke var utenfor bankbalansen likevel, slik vi så med Bear Stearns og andre investeringsbanker etter at kredittkrisen gjorde seg gjeldende i finansmarkedet. Spesialenheten ble finansiert først og fremst ved å ta opp billige lån med kort løpetid i finansmarkedet. Hvis banken hadde investert 100 kroner, ville den hatt behov for åtte kroner i egenkapital. Men om investeringene ble gjort gjennom dette spesialselskapet, behøvde banken bare å ha 80 øre i egenkapital (og i enkelte land trengte man ikke å holde kapital mot investeringen i det hele tatt). Dette har kanskje ikke så mye å si hvis man investerer 100 kroner, men dersom man investerer 100 milliarder kroner, frigjør man 7,2 milliarder kroner. Det er ikke verst for en regnskapsteknisk manøver.<sup>8</sup>

Dette var en sterk drivkraft for finansmarkedet – å pakke sammen boliglån og plassere dem utenfor balanseregnskapet. Fordi kredittvurderingsbyråene ga obligasjonene høyeste kredittvurdering, ble de oppfattet som sikre investeringer. En parallell banksektor vokste fram i gråsonen – "the shadow banking system". Her var det lite innsyn og en virksomhet som ikke ble støttet opp av nok kapital. Det var bankvirksomhet uten banker. Virksomheten var lånefinansiert og bidro derfor til å øke gjeldsgraden i den globale økonomien. Stadig mer kapital strømmet ut i markedet og ble lånt ut til aktører som lånte den ut videre. Det at reguleringer stimulerte til en slik skyggesektor var ikke planlagt, men interessant nok ble denne utviklingen ønsket velkommen av de fleste myndigheter, fordi man mente at dette var en god måte å spre, og dermed også redusere, risiko på. De fleste var klar over at den tidebølge av likviditet som skylte over markedene, på et eller annet tidspunkt ville trekke seg tilbake. Men de var like overbevist om at det nærmest ville være kriminelt ikke å surfe på denne bølgen så lenge som mulig. Så sent som i juli 2007 trodde Citigroups VD, Charles Prince, at markedet var sunt, og at pengene ville fortsette å strømme inn i markedet. Da *Financial Times* stilte ham et kritisk spørsmål om framtidsutsiktene for finansmarkedet, svarte han:

"When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing."<sup>9</sup>

### **Korthuset kollapser**

Dette er bakgrunnen for hele krisen: Staten pumpet alt for mye penger inn i økonomien. En stor del av disse pengene havnet i boligsektoren, der blant annet statlig støttede boligfinansiering sinstitusjoner og reguleringsinstanser bidro til at kravene om kredittverdighet systematisk ble svekket. Lånene ble gjort om til obligasjoner, og disse ble svært populære blant bankene, fordi kredittvurderingsbyråene, som hadde blitt gitt et rettslig oligopol, godkjente verdipapirene som sikre investeringer. Siden ble disse lånene plassert i en skyggebankssektor, fordi nye bankreguleringer hadde gjort tradisjonell bankvirksomhet mer kostbar. Og de nye bankreguleringene var i sin tur et forsøk på å redusere de problemer som hadde oppstått ved at sentralbanker og innskuddsforsikring hadde gjort bankvirksomheten mer ansvarsløs.

---

---

Og mens alt dette utviklet seg, ga politikerne sitt samtykke. De fleste politikere krevde enda lavere rente og enda billigere lån til stadig flere mennesker. Så sent som i 2004 skjerpet Bush-administrasjonen kravene om at Fannie Mae og Freddie Mac skulle sikre lån til lavinntektsgrupper. Clinton-administrasjonen hadde i sin andre periode krevd at 50 prosent av boliglånene i låneporteføljene til Fannie og Freddie skulle gå til lavinntektsgrupper, mens 20 prosent skulle gå til de med svært lav inntekt. Bush økte dette til henholdsvis 56 og 28 prosent.

”The first law of bubbles is that they inflate for a lot longer than anybody expects”, påpekte *The Economist* mens det fortsatt var gode tider. ”The second law is that they eventually burst.”<sup>10</sup> Økonomien var et korthus. Det eneste som skulle til for at dette skulle gå overende, var at boligprisene sluttet å stige. Kutter man renta, må den på et eller annet tidspunkt øke igjen. Staten kan ikke fortsette å øke pengemengden over lenger tid uten å havne i Zimbabwes situasjon. I juni 2006 kom en ny økning av styringsrenten fra Federal Reserve, nå med 0,25 prosent. Renten hadde gradvis steget. Den sammenlagte økningen fra 1 prosent tre år tidligere til 5,25 prosent nå var dramatisk. Husholdninger med flytende renter på boliglånene sine opplevde en rask økning av rentekostnadene. Historiens største boligboble hadde i løpet av denne perioden nådd toppen. Og nå begynte boblen å avta.

Millioner av mennesker hadde kjøpt boliger som de ikke hadde råd til, fordi de trodde de kunne låne mer på bakgrunn av verdistigningen i boligen eller fordi de tenkte å selge boligen med avkastning om ikke så lenge. Men plutselig tok oppgangen slutt. Prisene begynte å synke, og stadig flere boligeiere overga boligene sine til banken. Hvis en husholdning havner i en vanskelig økonomisk situasjon i delstater der det er mulig å gå bort fra sine låneforpliktelser ved å forlate boligen og levere nøkkelen til banken, er det vanlig at man reforhandler lånet med banken. Det er bedre for banken at noen blir boende i eiendommen, og at beboerne forhåpentligvis på sikt kan betale tilbake lånet, enn om banken ser seg nødt til å ta over boligen for å selge den på et tidspunkt da prisene er på et lavt nivå. Men verdipapiriseringen av boliglån hadde ført til en utilsiktet virkning. Det var ikke lenger de som hadde lånt ut pengene som satt på lånet. Det hadde blitt pakket om, stykket opp og solgt videre. En husholdning med betalingsproblemer hadde ikke lenger en enkelt utlåner å forhandle med, noe som førte til at stadig flere forlot boligene sine. Innbetaling av renter på boliglånene ble ikke overholdt, og stadig flere av de boligobligasjoner som hadde blitt solgt verden rundt, ble verdiløse. I april 2007 innså til og med kredittvurderingsavdelingen til Moody's at de ble nødt til å oppdatere sine håpløst foreldete verdsettelse av boliglånsobligasjoner. Når analytikerne gjennomførte simuleringer basert på nye markedsvurderinger, innså de at alkymien aldri hadde fungert. De dårlige lånene var like dårlige, uansett hvordan man pakket dem inn. Blyet hadde aldri blitt forvandlet til gull. Analytikere hos Moody's og de andre kredittvurderingsbyråene jobbet døgnet rundt resten av året for å senke ”ratingen” på verdipapirer, som tidligere hadde blitt vurdert som sikre investeringer. Mellom tredje kvartal 2007 og andre kvartal 2008 ble vurderingen av obligasjoner senket tilsvarende en verdi av 1.900 milliarder dollar.<sup>11</sup>

I en økonomi som domineres av komplekse og uoversiktlige strukturerte produkter, skapte dette en alvorlig tillitskrise. Fordi investorer ikke selv visste hva det var som støttet opp verdien på obligasjoner og derivater, var det den offisielle kredittvurderingen som ga disse finansproduktene deres verdi. Men nå innså alle at disse finansproduktene var feil verdsatt. Som på kommando sluttet investorer å kjøpe obligasjoner basert på boliglån. Alle finansinstitusjoner og spesialenheter som hadde basert seg på forretningsideen om å ta opp korte lån for å holde i gang verdipapirhandelen, oppdaget at de ikke lenger var i stand til å fornye lånene sine.

Det som skjedde, var altså en parallell til en klassisk "bank run", der folk strømmer til banken for å ta ut sparepengene sine før alle andre gjorde det og fikk banken til å gå overende. Men denne gangen var det et press på skyggebankvirksomheten. De spesialenheter som bankene hadde opprettet for å drive virksomhet utenfor balanseregnskapet, var avhengig av stadig å fornye innlån på kanskje 1, 10 eller 30 milliarder dollar med kort løpetid, ofte bare ett døgn. Nå visste investorer ikke lenger om det var for uforståelig og uoversiktlig risiko som de ble bedt om å finansiere, og dermed strammet de til. De krevde å få tilbake pengene sine og nektet å låne ut mer. En tredjedel av spesialenheterenes finansiering forsvant i løpet av andre halvår 2007.<sup>12</sup>

De bankene som hadde plassert store mengder med aktiva utenfor balanseregnskapet, ble nå tvunget til å redde spesialenheterne med sine egne penger. De ble tvunget til å iverksette nye tiltak og var i følge lovverket tvunget til styrke soliditeten, samtidig som markedet ikke ville låne ut mer penger. Nærmest over natten kunne en stabil bank se ut til å være på konkursens rand. I løpet av en eneste dag i desember 2007 ble Citigroup tvunget til å legge ytterligere 49 milliarder inn i sitt balanseregnskap. Bankene begynte å samle kapital og lånte ut stadig mindre. Bedrifter som var avhengig av å låne penger, begynte dermed å gå overende. Hele finansmarkedet var i ubalanse, og det eneste som skulle til for at det skulle slutte å fungere var at en av de store finansinstitusjonene skulle gå overende. Det skjedde den 15. september 2008 da investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs, og markedet innså i hvilken grad alle var eksponert for risiko. Men man visste ikke hvor risikoen befant seg i systemet. Det var ikke sikkert å låne ut til noen.

Men som New York-økonomen Nouriel Roubini har påpekt, var Lehmans fall som skuddene i Sarajevo i juni 1914. De var muligens den utløsende faktor bak første verdenskrig, men om ikke dette hadde utløst krigen, ville det ha vært noe annet som gjorde det. Ubalansene var så store og så uholdbare at det måtte gå galt.

### **Hvordan myndighetene gjorde bedriftenes regnskap mer usikre**

Det var enda en regulering som bidro til at denne krisen ble så omfattende. Nye regnskapsregler hadde blitt innført for å forhindre regnskapsjuks og kriser. Disse reglene gikk ut på markedsvurderinger av verdipapirer – "mark to market". Reglene innbar at et verdipapir ikke skal verdsettes ut fra den pris det ble kjøpt for, hva salgsprisen vurderes til eller den avkastning det forventes å gi. Verdien skal i stedet settes ut fra hvilken pris man vil få om verdipapiret selges i markedet akkurat nå. Denne regelen ble introdusert allerede i 1993 i USA, men etter IT-boblen og regnskapsskandalen i tilknytning til Enron, ble regelen praktisert langt strengere. I 2007 bestemte myndighetene at selv verdipapiriserte aktiva, for eksempel obligasjoner basert på boliglån, som var vanskelige å verdsette, skulle verdsettes i henhold til "mark to market".

Da kredittvurderingsbyråene mistet troverdigheten sin, fantes det ikke lenger et likvid marked. De få som kunne tenke seg å kjøpe boliglånsobligasjoner, tilbød svært små beløp. De som vurderte dette markedet mente dette var et midlertidig problem som ville rette seg igjen etter hvert som kredittmarkedet roet seg og man igjen fikk større oversikt over markedet. Da ville kjøpere tilby høyere pris for verdipapirene. Men finansreguleringsinstansen SEC aksepterte ikke dette argumentet, og i mars 2008 ble reglene innskjerpet ved at verdsettelsen i markedet skulle legges til grunn. Nedskrivninger førte til at mange banker ble insolvente på samme tid. De ble dermed tvunget til panikksalg av verdipapirer, på samme tid, noe som førte til at prisene falt enda mer. Dette førte til nye nedskrivninger av verdiene, og til at enda flere finansinstitusjoner ble insolvente og tvunget til å selge. Og så videre.



---

---

William Isaac, som på 1980-tallet var sjef for den reguleringsinstans som hadde ansvar for bank-innskuddsforsikringen, mener at om denne formen for markedsverdsettelse hadde vært tatt i bruk under krisen på 80-tallet, ville alle de store amerikanske bankene ha kollapset, og USA ville ha endt opp i en alvorlig depresjon.<sup>13</sup>

30. september 2008 gikk SEC til slutt med på at det ikke fantes et aktivt marked for boliglånsobligasjoner. "Mark to market"-regelen ble dermed midlertidig opphevet, og man tillot at verdipapirer ble verdsatt ut fra den pengestrøm de genererte. Men dette var en måned for sent i forhold til å redde det globale finansmarkedet fra kollaps. "Historikere vil en dag se tilbake og si at staten drev selskaper konkurs ved å skape kunstige tap", påpekte den republikanske politikeren Newt Gingrich.<sup>14</sup> Eller som Karl Marx har skrevet: "Klønnete innblanding av staten [...] kan forverre en krise."<sup>15</sup>

### **Hvordan myndighetene gjentar sine feil**

Det finnes en flokkmentalitet i markedet. Når man ser at andre tilsynelatende lykkes med noe og beriker seg på det, følger man etter. Etter en stund avsløres det at entusiasmen ikke har rot i virkeligheten og euforien erstattes av frykt og resesjon. Men en sentral lærdom av disse hendelsene er at det ikke bare er låntagere og långivere, bankfolk og meglere som rammes av denne adferden. Politikere, byråkrater og sentralbanker er minst like utsatt for denne flokkmentaliteten. Og fordi de setter rammene og incentivene for alle andre, kan det bestemme retningen for hele flokken og få den til å øke tempoet. Kapitalistene har gjort feilgrep av historiske proporsjoner under denne boblen. Men det skjedde i stor grad fordi Federal Reserve, SEC og Basel-komiteen har fortalt dem at det nettopp er dette de skal gjøre for å tjene penger og for å slippe å bli saksøkt. Hvis byråkrater og politikere bevisst hadde ønsket å skape en krise, ville de nok gått fram omtrent på denne måten.

Nå sier flokken av politikere at vi må ha strengere reguleringer for at denne krisen ikke skal gjenta seg. Det er ikke noe som er så enkelt som å regulere med etterpåklokskapens klarsyn, for å sørge for at vi ikke skal gjenta alle de dumme tingene som forårsaket krisen. Men i likhet med generaler, utkjemper byråkrater alltid den forrige krigen. Det de i beste fall oppnår, er å hindre markedsaktørene i å gjenta nøyaktig de samme feil som de gjorde sist – det vil si de feil som alle vil passe på å unngå. Og på kjøpet får man et arsenal av reguleringer som like gjerne kan forverre neste krise. Vi vet ikke når neste krise vil oppstå eller hva som vil utløse den. Det vi kan lære av historien, er at vi ikke lærer av den. Selv Isaac Newton, en av tidenes største genier, tapte store deler av sin formue på Sørhavs-boblen.

Bedrifter og investorer trenger et handlingsrom, slik at de så raskt som mulig kan tilpasse eller endre sine strategier når man får ny informasjon om hva som skjer med etterspørselen, konkurransen og adgangen til kreditt. Det er ikke noe som er så farlig som en overdreven jakt på sikkerhet, fordi det fører til reguleringer som i en krisesituasjon blokkerer de beste handlingsalternativene.

Det finnes allerede en farlig ensretting i markedet ved at så mange stoler på de samme datamodellene. Det fører til at man kjøper de samme typer verdipapirer samtidig med alle andre. Mengder av historiske data analyseres til man får fram risiko som er mindre enn én prosent for at man skal tape penger. Men selv en risiko på en halv prosent for at man kan bli overkjørt av en bulldoser kan være tilstrekkelig til at man ikke bør kaste seg ned foran den for å plukke opp mynter på bakken. Det spiller ingen rolle hvor avanserte modeller man er i stand til å utvikle, ettersom problemet ligger i matematikken. Problemet, slik Nassim Nicholas Taleb påpeker, ligger i historien:

---

---

Den sier oss ikke alltid hva som vil skje. Innimellom skjer 0,5-prosentstilfellet: En svart mandag, en russisk stat som slutter å betale ned på statsgjelden sin, eller en verdipapirpakke som viser seg ikke å inneholde noe som skulle hatt AAA-rating. Og da får vi et krakk. Det er derfor Warren Buffet oppfordrer oss til å "vokte oss for nerder med matematiske formler".<sup>16</sup>

Og det er av samme grunn vi skal vokte oss for byråkrater som vil realisere sine planer. Strenge reguleringer av hva man får lov til å gjøre og hva man ikke får lov til å gjøre skaper enda mer ensretting. I kjølvannet av alle kriser undersøker myndighetene hva som fungerte og tvinger så alle markedsaktører til å holde seg til denne "best practice". Men hvis myndighetene hindrer alle markedsaktører i å sitte på verdipapirer med for lav kreditt-"rating", fører det til at alle selger papirene så fort "ratingen" senkes. Hvis myndighetenes kapitaldekningskrav legger opp til at det lønner seg å sitte på aktiva på bestemte måter, vil alle banker gjøre det på samme måte, og dermed vil også alle bankene oppleve de samme problemene samtidig. Alle disse forsøkene på å gjøre systemet så sikkert som mulig, fører til at det blir ytterst sårbart. Som professor Lawrence Lessig ved Stanford påpeker, kan ett eneste virus, som når inn i bankenes monokultur, slå dem ut fullstendig. Avvik, mangfold og mutasjoner har blitt rensset bort på grunn av føre-var-prinsipper og reguleringer. Og derfor finnes det ikke lenger noen resistens noe sted i systemet.<sup>17</sup>

Da næringslivet ble stadig mer globalt, fulgte et energisk arbeid med å utvikle internasjonale regelverk for bankreserver, bokføringsregler og kredittvurdering. Politikken måtte ta igjen utviklingen for å skape større stabilitet og sikkerhet i det nye ville vesten. Men dette hadde samme virkning som politikken på nasjonalt nivå, nemlig å ensrette bankenes og næringslivets vurdering av risiko, uavhengig av hvor de kom fra og hvor de hadde sitt virke. I hverdagslivet skaper dette forutsigbarhet og ro, noe som gjør livet enkelt for oss som er bankkunder. Men samtidig fører det til at alle banker har samme akilleshæl. Sannsynligheten for at den skal treffes er liten, men når det først skjer, faller alle finansinstitusjoner på samme måte i alle land.

Alle redningspakker som har blitt satt i verk denne gangen, skaper langt større problemer neste gang, uavhengig av hvilken virkning tiltakene har hatt på kort sikt i å hindre et fritt fall. Banker og bedrifter har lært at jo mer de gjør ting på samme måte som alle andre – som resten av flokken – jo større er sannsynligheten for at de vil bli reddet av myndighetene hvis det oppstår en krise. For da er virksomheten eller markedet for stort til at man vil la det gå overende. De som tenker annerledes og gjør ting på sin egen måte, utgjør ingen trussel for at systemet skal kollapse, og de kan derfor ikke forvente å få hjelp. En forsiktig bank er en bank som er akkurat like uforsiktig som alle de andre bankene, slik at den står i fare for å gå overende samtidig som de andre gjør det, slik Keynes skal ha sagt.

For å parafrasere herr Sarkozy, Steinbrück og Tremonti, som ble sitert innledningsvis: Den globale finanskrisen viser at reguleringer ikke kan gi oss sikkerhet. Argumentene til dem som er tilhengere av statsinngrep, er like enkle som de er farlige. Staten har mislyktes.

**Forfatter:** Notatet er skrevet av Johan Norberg, prisbelønnet idehistoriker og forfatter.

**Sluttnoter**

- <sup>1</sup> Sarkozy, Nicolas, "International financial crisis", tale i Paris 25. september 2008, publisert av den franske ambassaden i London. <http://www.ambafrance-uk.org/President-Sarkozy-speaks-to-French.html>; "Germany: US slipping as financial superpower", *International Herald Tribune*, 25. september 2008; Prashad, Vijay, "Wealth's apostles", *CounterPunch.org*, 21. oktober 2008. <<http://www.counterpunch.org/prashad10212008.html>>.
- <sup>2</sup> Alan Greenspan, *The age of turbulence: Adventures in a new world*. New York, Penguin Books, 2008: side 229
- <sup>3</sup> Greenspan, 2008, side 231
- <sup>4</sup> Roger Lowenstein, "Triple-A Failure", *New York Times Magazine*, 27. april 2008.
- <sup>5</sup> Gretchen Morgenson, "Debt watchdogs: Tamed or caught napping?", *New York Times*, 7. desember 2008.
- <sup>6</sup> "Credit rating agencies and the financial crisis", Committee on Oversight and Government Reform, House of Representatives, Preliminary transcript, 22. oktober 2008, side 33
- <sup>7</sup> Alan Greenspan, "Banks need more capital", *The Economist*, 18. desember 2008
- <sup>8</sup> Maurice, D. Rausa, "Basel I and the law of unintended consequences", *Bank Accounting & Finance*, 1. april 2004.
- <sup>9</sup> Michiyo Nakamoto & David Wighton, "Citigroup chief stays bullish on buy-outs", *Financial Times*, 9. juli 2007.
- <sup>10</sup> "Homing in on the risks", *The Economist*, 3. juni 2004.
- <sup>11</sup> Jon Birger, "The woman who called Wall Street's meltdown", *Fortune Magazine*, 6. august 2008.
- <sup>12</sup> Gillian Tett & Paul J Davies, "Out of the shadows: How banking's secret system broke down", *Financial Times*, 16. desember 2007.
- <sup>13</sup> William Isaac, "How to save the financial system", *Wall Street Journal*, 19. september 2008.
- <sup>14</sup> Ian Katz, "Behind Schwarzman spat with Wasserstein lies Rule 115", *Bloomberg.com*, 8. desember 2008
- <sup>15</sup> Karl Marx, brev till Engels, 3. februar 1851, i Karl Marx & Friedrich Engels, *Collected Works*, Progress Publishers of the Soviet Union, 1975-2005, vol 38, side 273. <<http://www.marxists.org/archive/marx/works/cw/index.htm>>
- <sup>16</sup> Nassim Nicholas Taleb, "The black swan", Buffet på Charlie Rose, WNET, 1. oktober 2008.
- <sup>17</sup> Lawrence Lessig, "Why the banks all fell down", *Newsweek*, 27. oktober 2008.