

# FINANSKRISEN:

## Markedssvikt eller styringssvikt?

En drøfting av finanskrisens viktigste årsaker



Av Marius Gustavson og Villeman Vinje

# **Civita-rapport**

## **Finanskrisen: Markedssvikt eller styringssvikt? En drøfting av finanskrisens viktigste årsaker**

**Av Marius Gustavson og Villeman Vinje**

**Oppdatert versjon: 5. mai 2009**

1. opplag, mai 2009



civita AS

Printed in Norway

ISBN 978-82-92581-29-2

Utgiver: Civita, Akersgt. 20, 0158 Oslo  
Formgivning, omslag og sats: Therese Thomassen

Foto: iStockphoto

Produksjon: F. J. Stenersen, Oslo

[www.civita.no](http://www.civita.no)

## **Innholdsfortegnelse**

1. Innledning
2. Finanskrisens globale kontekst
3. Pengepolitikken
4. Boligpolitikken
5. Finansmarkedene
6. Konklusjon: Markedssvikt eller styringssvikt?

### Appendiks:

- A. Sentrale hendelser i finanskrisens utvikling
- B. Ordliste med forklaring/definisjon
- C. Viktige lovvedtak vedrørende banksektoren i USA



## Sammendrag

Rapporten tar for seg noen viktige faktorer som har bidratt til finanskrisen. Vi finner at myndighetene, primært i USA, har gjort alvorlige feil (styringssvikt), særlig når det gjelder pengepolitikken, statsinngrep i boligfinansieringsmarkedet og gjennom andre uheldige reguleringer av finanssektoren. I tillegg har ubalanser i den globale økonomien spilt inn, blant annet som følge av makroøkonomisk politikk i USA og de fremvoksende økonomiene i Asia. I finansnæringen har det blitt utøvd dårlig risikovurdering og håndverk, incentivstrukturer har virket kortsiktig og uheldig, og utviklingen av en betydelig "skyggebankvirksomhet" har bidratt til å svekke den finansielle stabiliteten. Til sammen har alle disse faktorene virket inn og lagt grunnen for den mest alvorlige finanskrisen i de industrialiserte landene siden den store depresjonen på 1930-tallet.

## 1. Innledning

"Dagens finanskriser kommer etter mange år med internasjonal høykonjunktur og undervurdering av risiko i finansielle markeder. Utviklingen bar preg av lave renter, små tap og stor risikovilje. Det la grunnlaget for vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging i USA og flere europeiske land."

– Norges Bank, *Finansiell stabilitet*, nr. 2, 2008

Hva er opphavet til finanskrisen som har preget USA og verdensøkonomien siden sommeren 2007 og spesielt høsten 2008? Ulike oppfatninger er blitt fremmet i den offentlige debatten, og det vil bli skrevet mange bøker, rapporter og avhandlinger om denne hendelsen i årene som kommer. Foreløpig har det meste av kritikken i norske medier vært rettet mot finansmarkedet selv og dets hovedaktører, spesielt med vekt på høy risikoeksponering og manglende oversikt. Dette legger til grunn at krisen er et resultat av at markedet har feilet – såkalt markedssvikt.

Statsminister Jens Stoltenberg fremmet i Stortingets finansdebatt for 2009 et enkelt syn på årsakene til finanskrisen:

"Verden har ikke stått overfor en større finanskriser siden 1930-tallet. Som den gang har krisen sitt utspring i USA, og ble innledet med børsfall og bankkonkurser. Den gang som nå var krisen et resultat av grådighet og en naiv tro på at markedet kan styre seg selv uten reguleringer og offentlig styring."<sup>1</sup>

Finansminister Kristin Halvorsen mener at "[m]arkedsfundamentalismen har spilt fallitt foran øynene på alle, så det er helt opplagt at solidaritet og mer grunnleggende verdier er blitt mye viktigere enn dette risiko- og shoppingsamfunnet."<sup>2</sup> I andre sammenhenger har hun uttrykt seg noe mer nyansert. Under finanstalen om statsbudsjettet for 2009 sa hun:

"Krisen vi er vitne til nå, oppsto fordi en kreativ og for dårlig regulert amerikansk finansnæring har lånt ut penger til folk langt utover deres evne til å betale tilbake. Et uregulert profittjag har svekket risikovurderingene og bidratt til en aggressiv utlånspolitikk, bl.a. bygd på antakelser om nærmest evig vekst i boligprisene. De dårlige lånene ble pakket sammen med andre lån og solgt videre til banker verden rundt."<sup>3</sup>

Halvorsens partifelle Heikki Holmås, SVs finanspolitiske talsmann, uttrykker seg spissere når han mener vi nå står med "begge beina plantet i finanskrisens gjørme på grunn av markedsfundamentalistenes tro på deregulering og fri flyt".<sup>4</sup>

Også utenlandske kommentatorer har kommet med kritiske uttalelser om hvordan markedet har fungert. Kanskje fremst blant disse kritikerne er opphavsmannen til begrepet "markedsfundamentalisme", finansmogulen George Soros, som hevder følgende:

"Boligboblen som sprakk i USA var en detonator som utløste eksplosjonen i en mye større superboble, som startet å utvikle seg på 1980-tallet, da markedsfundamentalismen ble den dominante trosbekjennelsen. [Dette] førte til deregulering, globalisering og finansielle oppfinnelser som er basert på falske antagelser om at markedene tenderer mot likevekt."<sup>5</sup>

Men ikke alle på venstresiden er enig i at veien fremover er å stramme inn markedet. Brasils president, Lula de Silva ønsker fremgang i WTO-forhandlingene og mener at "løsningen på denne krisen er mer marked, mer frihandel og mer konkurranse".<sup>6</sup>

Noen av årsakene til finanskrisen er å finne i finansmarkedet og blant dets aktører, men finanskrisen er en langt mer sammensatt og kompleks begivenhet enn det som uttrykkes av de som mener at finanskrisens årsaker primært skyldes sammenbrudd av det uregulerte marked. Enkelte observatører kaller det vi har sett for en "perfekt markedsstorm". Med dette menes en hendelse der mange uheldige enkeltfaktorer, som hver for seg ikke er tilstrekkelige til å utløse en katastrofe, faller sammen i tid og forsterker hverandre. Dette utløste det tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan har kalt en "en-gang-i-århundret kreditt-tsunami".<sup>7</sup> Som Jagadeesh Gokhale, tidligere rådgiver for det amerikanske finansdepartementet og for sentralbankens avdeling i Cleveland, skriver:

"Opphavet til dagens problemer ligger i det usannsynlige sammenfallet av tre faktorer. Ingen av de tre faktorene kunne på egen hånd ha resultert i dagens finansielle kaos. Men i kombinasjon [...] skapte de en perfekt finansiell storm".<sup>8</sup>

De tre faktorer Gokhale peker på, er at den amerikanske styringsrenten ble holdt alt for lav alt for lenge, press på bankene for å øke utlånsvolumet og dårlig kredittvurdering, spesielt av de statlig lisensierte kredittvurderingsbyråene.

Som historisk hendelse er finanskrisen unektelig svært kompleks. Den representerer muligens den største ubalansen vi har sett i det finansielle systemet og i den økonomiske utviklingen generelt i de industrialiserte og industrialiserende landene noen sinne, med mulig unntak av den ustabile utviklingen i mellomkrigstiden. Det reiser flere viktige spørsmål om det som har skjedd. For det første: Hvorfor oppsto det en kreditt- og finansboble på 2000-tallet? For det andre: Hvorfor tok boblen den form den gjorde, med usunn boligutlånspraksis og overdreven prisutvikling i boliger og verdipapirer basert på boliglån? Og for det tredje: Hvordan kunne hele finanssektoren rammes av en så alvorlig "finansiell storm", slik vi har vært vitne til høsten 2008?

Vi har i denne rapporten identifisert fire hovedfaktorer som vi mener i stor grad gir svar på disse spørsmålene, og som dermed har gitt opphav til dagens situasjon:

**1) Alvorlige ubalanser i den globale økonomien**, spesielt som følge av den makroøkonomiske politikken i USA og Kina. Amerikanske myndigheter og innbyggere har tatt opp stadig større gjeld, finansiert gjennom spareoverskudd fra de østasiatiske landene. Kina har på sin side drevet eksportstimulerende manipulering av valutakursen. Kinas store handels- og spareoverskudd har blitt sendt tilbake til USA, og enkelte andre vestlige land. Det har bidratt til lavere amerikanske lange renter og rikelig tilgang på penger. I tillegg har spareoverskudd fra oljeeksporterende land, heriblant Norge, funnet veien inn i amerikansk økonomi og forsterket den globale ubalansen.

2) **En feilslått pengepolitikk**, primært i USA, men også i andre vestlige land, som har vært ment å stabilisere økonomien, har tidvis forstyrret markedets likevektsmekanisme. Fokus på inflasjonsmål har ført til for lav rente i perioder med sterk vekst. Dette har igjen forstyrret investeringsbeslutninger og bidratt til boligbobler. Sammen med pengestrømmene fra ubalansen i den globale økonomien har det ført til lett tilgjengelig og billig kreditt.

3) En rekke **inngrep av myndighetene i boligmarkedet og markedet for finansiering av bolig** for å hjelpe flere mennesker til å kunne eie egen bolig har bidratt til at mange har fått boliglån de ikke kan betjene, spesielt i USA. Myndigheter, politikere og finansinstitusjoner har i samspill utviklet et boligfinansieringssystem med svært uheldige incentiver, der alle involverte parter trodde at de ikke var eksponert for nevneverdig risiko.

4) **Systemiske feil i den amerikanske finanssektoren** som følge av måten bank- og pengevesenet og reguleringsregimet i USA er organisert på, har forårsaket adferdsrisiko og ustabilitet. Det har vært en manglende forståelse for de ubalanser som bygget seg opp, både blant politikere, myndigheter, medier, husholdninger og finansaktørene selv. Samtidig har utviklingen vært preget av innovasjon i komplekse finansielle produkter, som man trodde reduserte finansaktørenes risikoeksponering. Myndigheter, politikere og medier har stilt seg positive til disse, fordi det gjorde det mulig for nye grupper av mennesker med lav kredittverdighet å tre inn i boligmarkedet. Mange finansaktører, med forsikringsselskapet AIG, store investeringsbanker og kredittvurderingsbyråene i spissen, har innenfor denne rammen foretatt dårlig risikohåndtering og dårlige faglige vurderinger. Samtidig har de hatt kortsiktige avlønningssystemer, som medfører at de ansattes incentiver avviker fra aksjonærenes interesser.

Hver for seg var ingen av disse faktorene tilstrekkelige til å utløse den krise eller "markedsstorm" som vi ser i dag. Til sammen har de resultert i den største finansielle krisen siden depresjonen på 30-tallet. Vi vil i det følgende analysere disse fire faktorene og foreta en vurdering av det vi mener er blant hovedårsakene til krisen. Vi finner at politikk og reguleringer har spilt en sentral rolle i forhold til alle disse faktorene, og at faktorene har støttet opp om hverandre på en måte som har skapt stadig større ustabilitet i det finansielle systemet.

**Vi konkluderer med at grunnlaget for krisen er lagt av myndighetene.** Sagt med andre ord: Uten den styringssvikt som har funnet sted, ville krisen ikke ha utviklet seg til å bli så omfattende og ødeleggende som den har blitt. **Markedsaktørene har også gjort alvorlige feil.** Finanssektoren har operert på grunnlag av de rammevilkår myndighetene har lagt, men har gjennom dårlig håndtering av risiko bidratt til at krisen er blitt større enn den ellers ville blitt. Dette har blant annet skjedd ved en feilaktig bruk av matematiske modeller og gjennom utviklingen av en ustabil skyggebanksektor.

Hvordan man fortolker årsakene til krisen er helt avgjørende for hvilke langsiktige løsninger man ser for seg. Det er derfor av stor betydning for beslutningstakere og fagøkonomer å sette seg grundig inn i hendelsesforløpet og årsaksforholdene. Nye reguleringer basert på gale antagelser om krisens opphav kan legge grunnlaget for nye og uforutsette systemiske problemer i framtiden. Vi vil derfor anbefale at politikere og myndigheter går varsomt fram, og at langsiktige løsninger først fremmes etter grundig gjennomgang av årsaksforholdene. Vi vil på enkelte områder også skissere noen mulige løsninger på de problemer som blir identifisert i denne rapporten. Disse er tentative forslag basert på den forståelse vi har av krisen i skrivende stund. Nye løsningsforslag og syn på de problemer som har oppstått vil melde seg når finanskrisen har blitt studert grundigere av ulike fagmiljøer.



## 2. Finanskrisens globale kontekst

”For ikke lenge siden diskuterte økonomene faren for at de enorme ubalansene i verdensøkonomien brått skulle rebalanseres. Det vi ser i dag, er en del av denne rebalansering”

– Professor og nobelprisvinner i økonomi, Joseph E. Stiglitz<sup>9</sup>

”I mange industrialiserte land ble den økte gjelden delvis finansiert av kapitalstrømmer fra fremvoksende økonomier med høye sparerater, som Kina. Dette var med på å bygge opp ubalanser i verdensøkonomien. Store underskudd på utenriksregnskapet i land som hadde bygget opp gjeld, ble motsvart av tilsvarende overskudd i mange fremvoksende økonomier.”

– Norges Bank, *Finansiell stabilitet*, nr. 2, 2008

“If cheap credit was the crack cocaine of this financial crisis – and it was – then China was one of its primary dealers.”

– *Time*, 2008<sup>10</sup>

“We’re as addicted to imported money as we are to imported oil.”

– Paul Krugman, *New York Times*, 13. februar, 2006

I diskusjonen om hva som er årsakene til finanskrisen, tok til å begynne med de fleste kommentatorer utgangspunkt i problemene knyttet til det amerikanske boligmarkedet og ulike nye finansprodukter avledet fra dette markedet. Etter vårt syn er det imidlertid nødvendig å se finanskrisen i et videre perspektiv, der også den økonomiske balansen mellom land trekkes inn, noe som har blitt trukket stadig mer fram i debatten rundt finanskrisens årsaker. Som sentralbanksjef Ben Bernanke påpekte under en tale 10. mars i år (2009):

“Det er umulig å skjønne denne krisen uten å se på de globale ubalansene i vare- og kapitalflyten siden andre halvdel av 90-tallet. [...] Ansvaret for de globale ubalansene lå hos USA og våre handelspartnere [...] vi gjorde ikke nok i fellesskap for å redusere disse ubalansene.”<sup>11</sup>

Det siste tiåret har utviklingen vært preget av stadig større globale ubalanser, spesielt mellom de industrialiserte og de fremvoksende økonomiene. Bernanke uttrykte bekymring for denne utviklingen allerede før han ble sentralbanksjef og pekte på det han kalte et globalt spareoverskudd – ”a global savings glut” – utenfor USA.<sup>12</sup>

Siden industrialiseringen skjøt fart i de vestlige landene på 1800-tallet, har det normale vært at kapital flyter fra utviklede økonomier til fremvoksende økonomier. Inneværende tiår skiller seg ut ved at det har gått store kapitalstrømmer fra fremvoksende økonomier, særlig i Asia, til Vesten, spesielt USA. Oljeeksporterende land har hatt en lignende kapitalstrøm til de vestlige landene. Kombinert med perioder med historisk lave renter i USA, har det gitt stor tilgang på billig kreditt. Det har stimulert den økonomiske aktiviteten og pumpet opp prisen på boliger og aksjer. Dette kapitlet ser nærmere på ubalansene i verdensøkonomien.

## 2.1 Det asiatiske spareoverskuddet

Historisk har finanskriser ofte kommet i kjølvannet av en lang periode der visse land har hatt store underskudd på driftsbalansen overfor utlandet (nettosummen av import og eksport av varer, tjenester, renter og stønader). Verden har erfart to markante runder med underskudd på driftsbalansen i fremvoksende økonomier. Den første fant sted på slutten av 70-tallet og begynnelsen av 80-tallet, og den andre, og større runden, kom på midten av 90-tallet. Begge disse ble etterfulgt av betydelige finanskriser, hvorav Asia-krisen på slutten av 90-tallet var den største.<sup>13</sup>

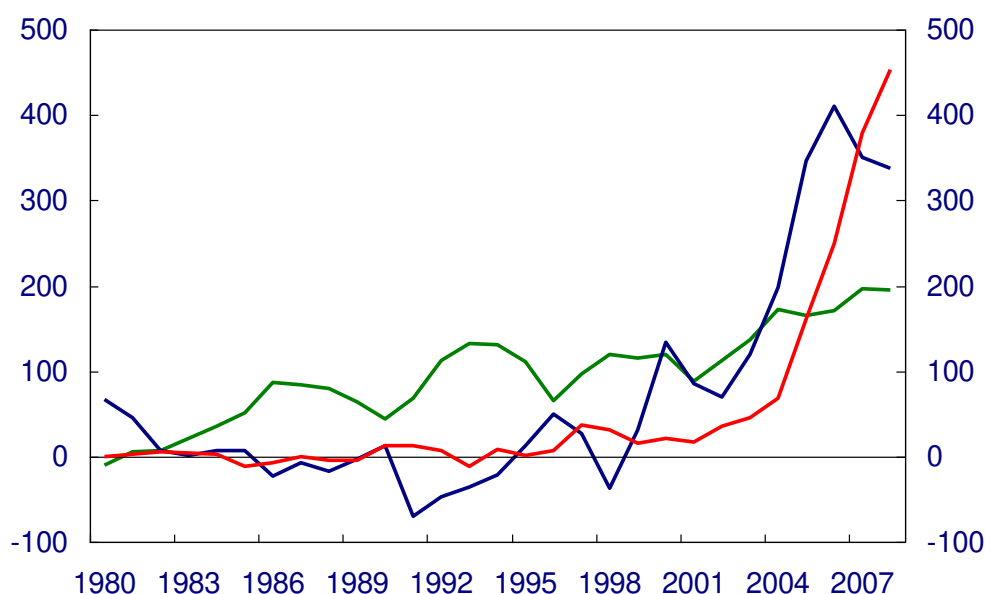
Asia-krisen hadde en samfunnskostnad for Indonesia på om lag 55 prosent av BNP, for Thailand om lag 35 prosent av BNP og for Sør-Korea i underkant av 30 prosent av BNP. I snitt var kostnaden for berørte land om lag 34 prosent av BNP. Også Kina erfarte i 1998 en bankkrise, med en kostnad som er beregnet til om lag 45 prosent av BNP.<sup>14</sup>

Erfaringen med Asia-krisen førte til en klar holdningsendring i de fremvoksende økonomiene i Asia. Fra tradisjonelt å være i balanse eller å være mottagere av kapital, har disse landene det siste tiåret hatt store overskudd på handels- og driftsbalansen for å sikre en finansiell buffer. Denne bufferen har tatt form av dollarreserver og plassering av dollaroverskudd i amerikanske statsobligasjoner og andre verdipapirer.

Den høye oljeprisen vi har sett de siste årene har også bidratt til at de oljeeksporterende landene har valgt å ha betydelige overskudd på driftsbalansen. Dette gjelder ikke minst Norge, som har plassert store mengder finanskapital i utlandet, bl.a. i USA, i tilknytning til Statens pensjonsfond – Utland (også kjent som oljefondet).

De fremvoksende økonomiene har samlet sett hatt overskudd på driftsbalansen siden 1999.<sup>15</sup> En oversikt over driftsbalansen for Kina, Japan og de oljeeksporterende landene er gitt i figur 2.1.

**Figur 2.1: Driftsbalansen for Kina (rød strek), Japan (grønn strek) og oljeeksporterende land (blå strek), milliarder US-dollar, 1980 - 2007**



Kilde: Norges Bank, sentralbanksjef Gjedrems årstale 2008

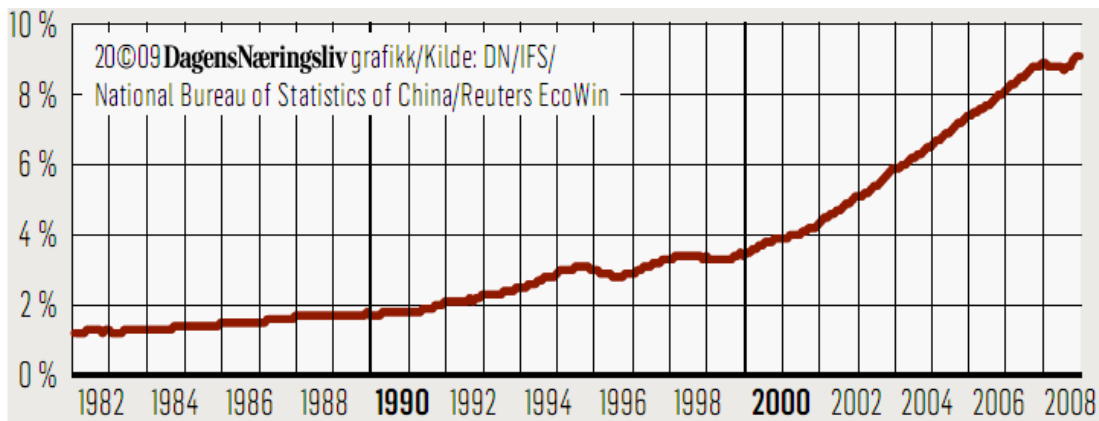
Overskuddet på driftsbalansen for de fremvoksende økonomier i Asia er ikke et resultat av spontan sparing og frie markedskrefter, men en følge av bevisste valg fra myndighetenes side. *Financial Times'* ledende økonomikomentator, Martin Wolf, skriver i boken *Fixing Global Finance*:

“i hjertet av historien om de økonomiske ubalansene er myndighetenes handlinger for å intervensere i valutamarkedet for å holde landets valuta svak”.<sup>16</sup>

Ved å presse ned verdien på den lokale valutaen, sikrer myndighetene at landets eksportindustri får en bedret konkurransesituasjon, samtidig som det blir dyrere for befolkningen å konsumere importvarer. Eksporten går opp, importen går ned. Dermed øker overskuddet på handelsbalansen og driftsbalansen.

Kina er det land som, ved siden av USA, i størst grad de har bidratt til den globale ubalansen. Landet har eksportert store mengder kapital og benyttet seg av en valutapolitikk for å øke overskuddet på drifts- og handelsbalansen. Figur 2.2 viser Kinas vekst i andel av all eksport i verden. Fra 2000 til i dag har andelen mer enn doblet seg, fra rundt 4 prosent til rundt 9 prosent.

**Figur 2.2: Kinas eksport i prosent av all eksport i verden. Glidende 12 måneder snitt.**

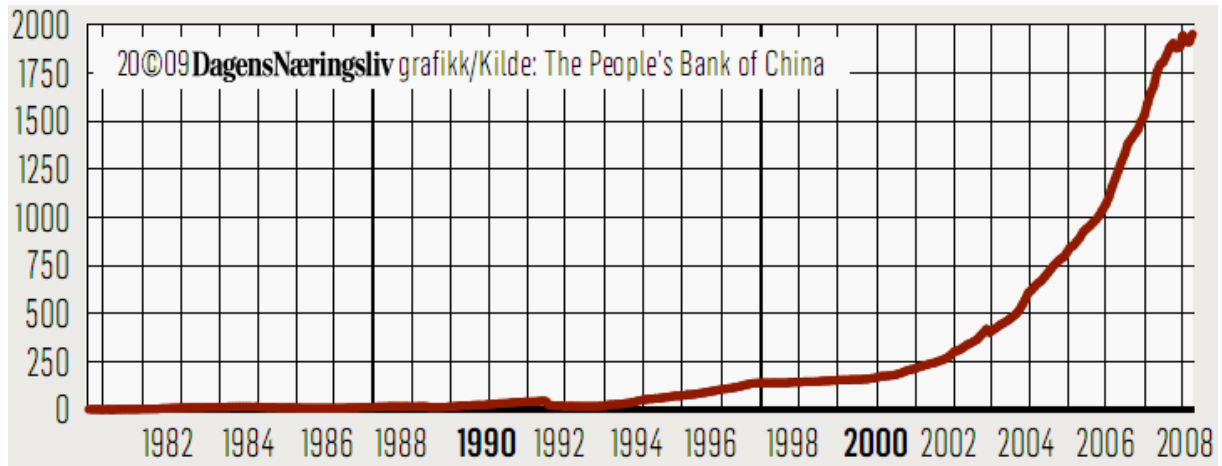


Kilde: Dagens Næringsliv, 21. april 2009. Gjengitt med tillatelse fra Dagens Næringsliv.

Den australske økonomen Max Corden har kalt politikken med intervensjoner for “valutakursproteksjonisme”, siden det gjør det vanskeligere for utenlandske selskaper å konkurrere med landets næringsliv. For å hindre at den lokale valutaen styrker seg når eksportinntektene ruller inn, sender myndighetene eksportinntektene rett ut av landet igjen. Som Martin Wolf skriver:

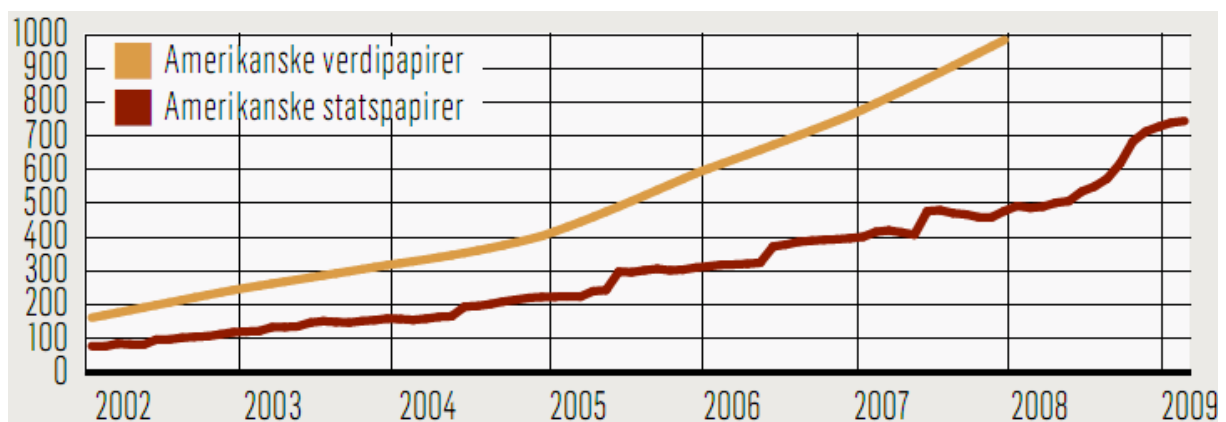
“De fremvoksende økonomienes svar på situasjonen har vært svært annerledes denne gangen: De har nektet å akseptere pengene. De har sendt dem mer eller mindre rett tilbake der de kom fra, samtidig som de har opprettholdt overskuddet på driftsbalansen.”

Når eksportinntektene sendes ut av landet igjen bygges det opp store valutaeserver. Kina har det siste tiår om lag tidoblet sine reserver, som nå utgjør om lag 2000 milliarder dollar.

**Figur 2.3 Kinas valutareserver, milliarder US-dollar**

Kilde: Dagens Næringsliv, 21. april 2009. Gjengitt med tillatelse fra Dagens Næringsliv.

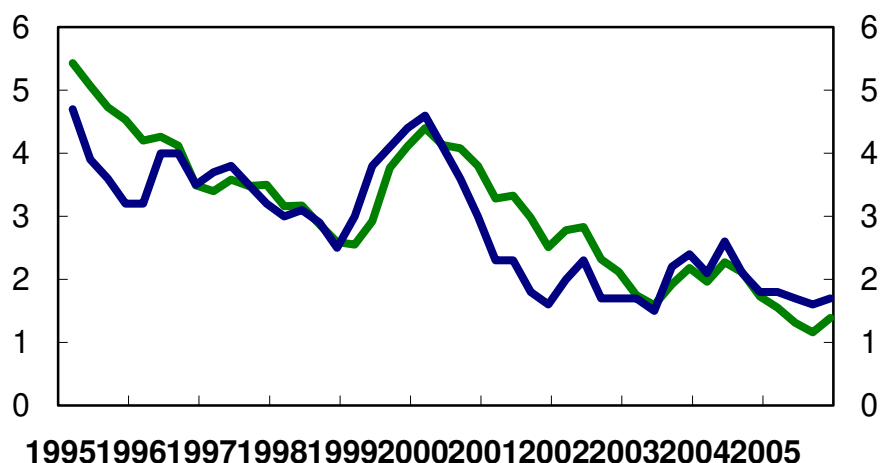
Kina har i stor grad resirkulert eksportinntektene sine ved å kjøpe amerikanske statsobligasjoner, som i 2008 utgjorde om lag 700 milliarder dollar.<sup>17</sup> Til sammen skal Kina ha investert rundt 1 700 milliarder dollar i USA, som det fremgår av figur 2.4. Disse pengestrømmene dreier seg om store beløp. Til sammenligning var Kinas BNP i 2007 i overkant av 3 000 milliarder dollar, og USAs i underkant av 14 000 milliarder dollar.<sup>18</sup>

**Figur 2.4 Kinas beholdning av amerikanske verdipapirer, milliarder US-dollar**

Kilde: Dagens Næringsliv, 21. april 2009. Gjengitt med tillatelse fra Dagens Næringsliv.

Oppkjøpene av statspapirer har bidratt til å presse ned de langsiktige rentene i de vestlige landene. Langsiktige renters nedadgående trend kan vi se av figur 2.5.

Figur 2.5 Langsiktige realrenter, USA (blå) og Euroområdet (grønn), 1995-2006, prosent

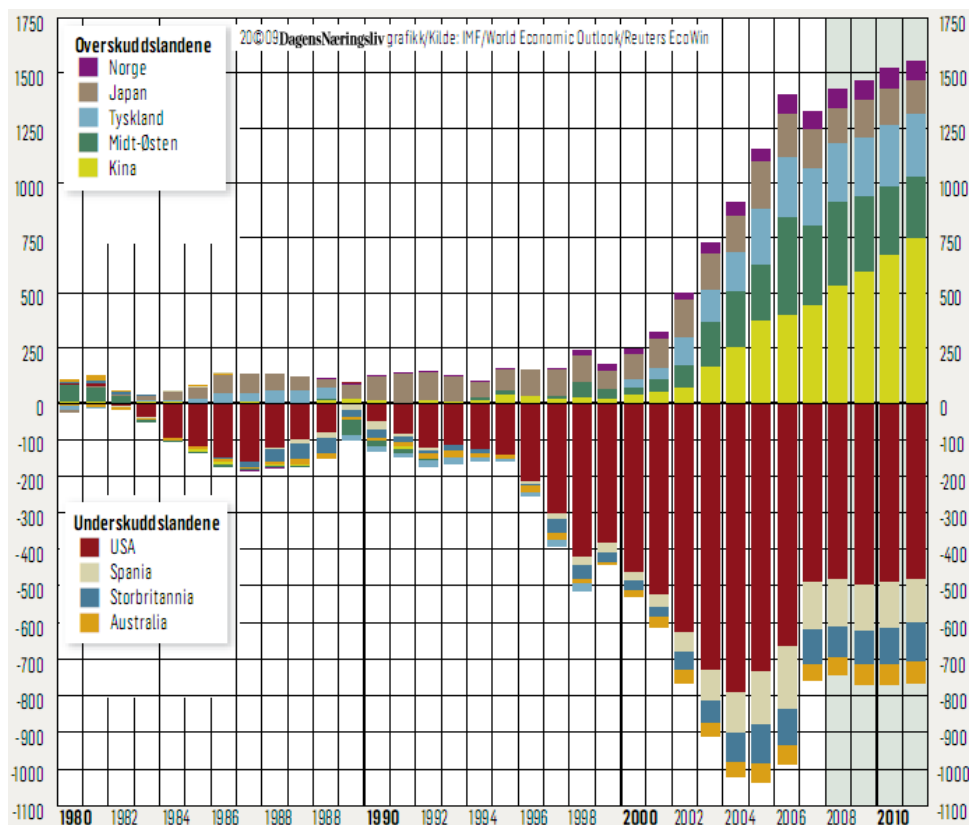


Kilde: Norges Bank, sentralbanksjef Gjedrems årstale 2006/OECD

## 2.2 Virkningen av de internasjonale ubalansene på amerikansk økonomi

Overskudd på driftsbalansen i ett land må med nødvendighet føre til underskudd på driftsbalansen i et annet land. Ett land, nemlig USA, har i økende grad vært villig til å motta mye kapital fra utlandet, men også Spania, Storbritannia og Australia er større mottagere (se figur 2.6).

Figur 2.6 Driftsbalansen i utvalgte overskudds- og underskuddsland, milliarder dollar, 1980 – 2013 (estimerer fra 2008 – 2013)



Kilde: Dagens Næringsliv, 21. april 2009. Gjengitt med tillatelse fra Dagens Næringsliv.

Rundt 2005 sto USA for om lag  $\frac{3}{4}$  av verdens underskudd på driftsbalansen. Underskuddet som prosent av BNP har beveget seg fra rundt null på starten av 90-tallet, til en topp i overkant av seks prosent av BNP i 2006. Som Bernanke påpekte i 2005:

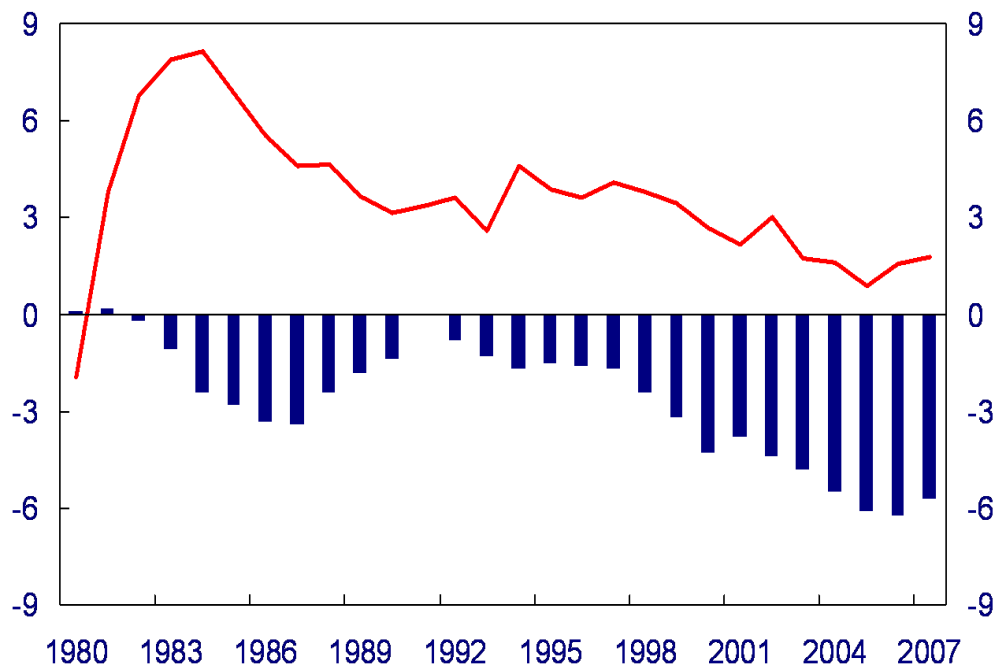
”Underskuddet på driftsbalansen har beveget seg i en skarp oppadgående bane de siste årene, opp fra et relativt moderat nivå på 120 milliarder dollar (1,5 prosent av BNP) i 1996 til 414 milliarder dollar (4,2 prosent av BNP) i 2000 på vei til dagens nivå.”<sup>19</sup>

En tilsvarende runde, riktignok av et mindre omfang, med underskudd på driftsbalansen fant sted på 1980-tallet under presidenttiden til Ronald Reagan. Utviklingen hang sammen med svekkelsen av de amerikanske statsfinansene, noe som samtiden ga navnet ”twin deficit”.

Også andre land har opparbeidet seg store underskudd på driftsbalansen det siste tiåret, bl.a. har Estland, Latvia, Spania, Island og Bulgaria hatt underskudd på driftsbalansen tilsvarende 10 prosent av BNP eller mer.

Kapitaltilstrømningen til USA siden slutten av 90-tallet har i stor grad kommet fra Asia, spesielt Kina og Japan, og de oljeeksporterende land, inklusiv Norge. Den gode tilgangen på kapital fra utlandet har gjort at USA har kunnet tiltrekke seg kapital uten å måtte lokke med en høy rente. Eller for å si det på en annen måte: Den store etterspørselen etter amerikanske statspapirer har drevet den langsiktige renten ned. Kombinert med at billige varer fra Kina og andre fremvoksende økonomier har bidratt til lavt inflasjonspress (”Kinaeffekten”), har det lagt forholdene til rette for en langvarig periode med lave realrenter og økonomisk ekspansjon i USA, slik vi kan se av figur 2.7. Den kortsiktige amerikanske realrenten har vært negativ i store deler av perioden fra 2002 til 2004.

**Figur 2.7: Langsiktig realrente (rød linje) og underskudd på driftsbalansen (blå stolper), USA, prosent**



Kilde: Norges Bank, sentralbanksjef Gjedrems årstale 2008

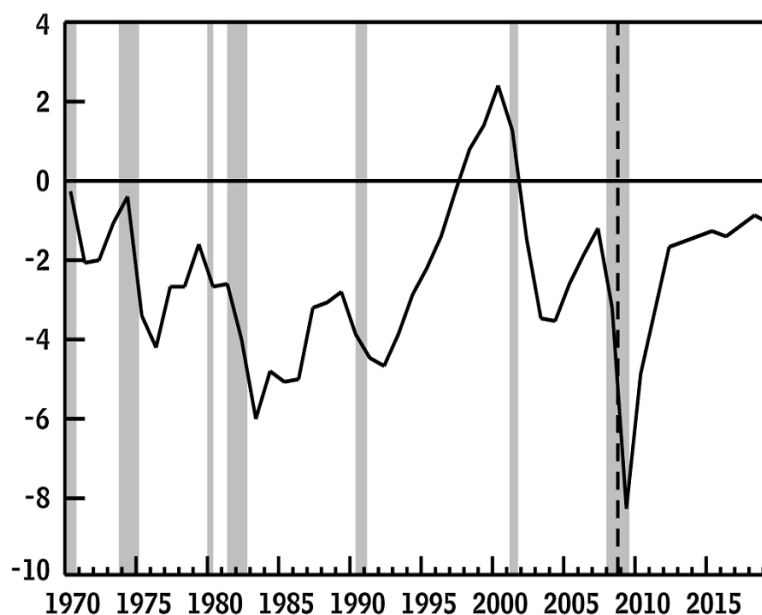
Underskuddet på den amerikanske driftsbalansen henger igjen sammen med underskudd på det amerikanske statsbudsjettet og oppbygging av amerikansk statsgjeld som andel av BNP. Fra et lite overskudd under Clinton-administrasjonen, har statsgjelden økt kraftig under Bush. Privat sektor har også valgt å ha høy gjeld, lite sparing og høyt konsum. Resten av verden har med andre ord spart på vegne av USA, som har kunnet bygge opp en betydelig grad av privat og statlig gjeld.

Som sentralbanksjef Bernanke påpeker gjenspeiler disse ubalansene “en kronisk mangel på sparing i forhold til investeringer i USA og enkelte andre industrialiserte land, kombinert med en uvanlig økning i sparingen i forhold til investeringer i mange fremvoksende økonomier.” Spareoverskuddet i de fremvoksende økonomiene hang igjen sammen med den raske økonomiske veksten i disse landene og en oppsamling av valutareserver, i følge Bernanke, som også mener at USA og dets handelspartnere må ta ansvaret for de globale ubalansene det siste tiåret.<sup>20</sup>

Figur 2.8 viser det årlige overskuddet eller underskuddet på det føderale statsbudsjettet målt som andel av verdiskapingen (BNP). Med unntak av en kort periode fra slutten av presidenttiden til Bill Clinton, på slutten av 1990-tallet og begynnelsen av 2000-tallet, har USA de siste førti årene hatt underskudd i dette forholdet. Som det går fram av figuren har føderale myndigheter stått for en kraftig økning av underskuddet på statsbudsjettet på 2000-tallet, spesielt i den første perioden til Bush-administrasjonen. Dette har bidratt til de globale ubalansene, og underskuddet har i stor grad blitt finansiert ved at land som Kina har kjøpt amerikanske statsobligasjoner finansiert gjennom det østasiatiske spareoverskuddet.

Congress Budget Office (CBO) venter at virkningene av finanskrisen vil føre til at underskuddet på statsbudsjettet i 2009 blir det største siden andre verdenskrig, både i volum og målt som andel av BNP. Forventet underskudd i 2009 er 1.200 milliarder dollar, hvilket i følge prognosene vil tilsvare 8,3 prosent av BNP.<sup>21</sup>

**Figur 2.8: Årlig føderal statsgjeld målt som andel av BNP (prosent), USA 1970 – 2019**



Kilde: Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2009 to 2019*, 8. januar, 2009 (årene etter 2008 er prognose beregnet av CBO)

Storkjøp av statspapirer (amerikansk statsgjeld) fra fremvoksende økonomier i Asia og oljeeksporterende land presser de langsiktige rentene i USA nedover, og har bidratt til at tiårsrenten (renten på statsobligasjoner med 10 års løpetid) ble redusert fra rundt 6,5 til mindre enn 3,5 prosent fra 2000 til 2003.<sup>22</sup> Generelt har vi sett en trend med fallende langsiktige renter, både nominelt og reelt, for de vestlige landene siden midten av 1990-tallet (se figur 2.5).

I juni 2004 økte den amerikanske sentralbanken de korte rentene. Normalt fører det til en økning av de langsiktige rentene. Denne gangen skjedde det motsatte, de langsiktige rentene falt. Sentralbanksjef Alan Greenspan ble overrasket og lurte på hva som foregikk. Han stod overfor en gåte – "a conundrum".<sup>23</sup> Også ved etterfølgende økning av den amerikanske styringsrenten tok det tid for rentehevinger i de korte rentene å smitte over på de lange rentene. Gåten Greenspan grunnet på hadde sitt utspring i at den amerikanske sentralbanken hadde fått konkurranse. Fremvoksende økonomier i Asia og oljeeksporterende land førte over så mye penger til USA at det påvirket valuta- og rentemarkedet betydelig og delvis motvirket de grep Greenspan og sentralbanken forsøkte å ta.

Den relativt svake kinesiske valutakursen som fulgte av myndighetene i Beijings politikk, førte i perioder til moderat kritikk fra Bush-administrasjonen, og til økte proteksjonistiske tendenser i den amerikanske Kongressen. Kritikken ble dempet i 2007, da Kina gradvis lot den kinesiske valutaen styrke seg. Utviklingen i forhold til dollaren ble igjen reversert ved finanskrisens utbrudd høsten 2008, som førte til stor global etterspørsel etter amerikanske dollar, grunnet bl.a. økt etterspørsel etter "sikre" amerikanske statspapirer, i kombinasjon med politiske grep fra Kina for å svekke landets valuta.

Obama-administrasjonen valgte allerede i sin første uke å bruke sterkere ord for ubalansen den mener eksisterer i valutamarkedet. Timothy Geithner påpekte i skriftlige svar til Senatet, før han formelt ble utnevnt som finansminister, at Kina manipulerer sin valutakurs.<sup>24</sup> Dette ble avvist fra kinesisk hold. Utspillet til Geithner ble også kritisert av flere økonomer som deltok på World Economic Forum, og det ble omtalt som et dårlig råd å kreve at den kinesiske valutaen skulle styrke seg, siden det ville medføre økonomisk selvmord for Kina.<sup>25</sup>

Det gjenstår å se om denne type utspill vil føre til varige endringer i USAs Kinapolitikk. De enorme ubalansene i forholdet mellom Kina og USA, og dermed den gjensidige avhengigheten mellom de to økonomiene, der Kina er avhengig av eksport til USA, og USA er avhengig av kinesisk kjøp og besittelse av amerikansk statsgjeld, tilsier at de to landene i en turbulent tid bør sikte mot tettere samarbeid og en bedre dialog. At den erkjennelsen også etter hvert kan ha sunket inn i Obama-administrasjonen, kan utenriksminister Hillary Clinton sitt realpolitiske besøk i Kina i slutten av februar tyde på, hvor hun bad kinesiske myndigheter om å fortsette å kjøpe den amerikanske statsgjeldspapirer. I bytte vil de få en reduksjon i den åpne kritikken av kinesiske brudd på menneskerettigheter, har det blitt rapportert.<sup>26</sup>



## 2.3 Hvordan kan den globale ubalansen reduseres?

Martin Wolf viser i sin bok *Fixing Global Finance* til at det er stor forskjell på ulike former for kapitalstrømmer. Skulle det oppstå en krise, vil visse former for kapital kunne strømme ut av det kriserammede landet. Dette gjelder imidlertid ikke utenlandske direkteinvesteringer i næringslivet, som det er langt vanskeligere å flytte raskt ut av et land. Slike investeringer er derfor mer stabile og bør bli ønsket velkommen siden de bidrar til arbeidsplasser og oppbygging av kunnskap og kompetanse. Tilstrømning av porteføljeinvesteringer til landets aksjemarkeder og bedrifter er også overraskende stabile og, i følge Wolf, ikke et stort problem.

Derimot er kreditt meget flyktig ved økonomiske kriser, spesielt hvis den er tatt opp i fremmed valuta. Wolf mener derfor at fremvoksende økonomier bør hindre sine innbyggere i å låne billig i dollar og andre fremmede valutaer. Slike valutalån innebærer en stor grad av valutarisiko, noe som særlig gjør seg gjeldende i kriser. Hvis utenlandske banker og kredittinstitusjoner ønsker å låne til et lands innbyggere, vil det være mer gunstig om de gir lån i den lokale valuta. Det vil dempe risikoen for valutakriser. Fremvoksende økonomier vil da stå rede til å ta i mot kapital fra utlandet, uten at de bør føle behovet for å ha store overskudd på driftsbalansen som et sikkerhetsnett – med de destabiliserende virkninger det har på verdensøkonomien.

Hvilken penge- og valutapolitikk et land fører, er dets eget valg. Et land kan for eksempel ikke (innenfor normale spilleregler) påtvinges av andre land å føre flytende valutakurs eller å ikke drive med valutakursproteksjonisme. Internasjonale tiltak for å dempe destabiliserende pengepolitikk må derfor bygge på frivillighet.

Et tiltak som kan redusere fremvoksende økonomiers behov for å sikre seg mot uventet kapitalflukt, er å styrke IMF. IMF disponerer i dag om lag 250 milliarder US-dollar. Finanskrisen har avdekket at det er for lite. Hittil er det i all hovedsak de vestlige land og Japan som har stilt midler til rådighet for IMF. Obama-administrasjonen ønsker å tredoble kapitalen IMF disponerer, til om lag 750 milliarder US-dollar.<sup>27</sup> På G-20 møtet midt i mars i år (2009) ble det enighet om å doble kapitalen IMF disponerer.<sup>28</sup> En styrking og oppkapitalisering av IMF vil være en god anledning for de fremvoksende økonomier, som Kina og India, til å bidra med kapital. Det vil i følge regelverket automatisk gi noe økt innflytelse for de økte innskyterlandene. De fremvoksende økonomienes tillit til IMF's evne og vilje til å være en støtte i turbulente tider kan styrkes ytterligere dersom arbeidet med å overføre vestens innflytelse, og da spesielt den europeiske, til fremvoksende økonomier trappes opp.

De fremvoksende økonomiene bør også vurdere å gjennomføre reformer av sine egne finansmarkeder og makroøkonomiske politikk for å sikre en større grad av finansiell stabilitet. Dette var noe Ben Bernanke påpekte allerede i 2005:

“utviklingsland kan legge forholdene bedre til rette for investeringer ved å fortsette å styrke den makroøkonomiske stabiliteten, ved å styrke eiendomsretten, redusere korrupsjon og fjerne hindre til den frie flyten av finanskapital. Ved å hjelpe utviklingslandene til å styrke sine finansinstitusjoner – for eksempel ved å forbedre bankregulering og tilsyn og ved å øke transparensten i finanssektoren – kan man redusere faren for finanskriser og dermed øke både disse landenes villighet til å ta i mot kapitaltilstrømning og utlendingers villighet til å investere der.”<sup>29</sup>

### 3. Pengepolitikken

”Ekspansiv penge- og kredittpolitikk over en årrekke har globalt ført til økt kjøpekraft, redusert sparetilbøyelighet og økt investeringsvilje i boliger. Dermed har det oppstått en global boligboble.”

- Professor Ola H. Grytten, Civita-notat nr. 3, 2009<sup>30</sup>

”Den lave renten har vært som å kjøre fort på glatt is”

- Professor Steinar Holden, 14. januar, 2009<sup>31</sup>

#### 3.1 Pengepolitikken historiske kontekst

Forhold knyttet til statsfinanser, valutakurser og driftsbalanse har stor innvirkning på de enkelte lands pengepolitikk. I tillegg kommer de nasjonale mål myndigheter setter for den pengepolitiske styringen, heriblant ønsket om å stabilisere og stimulere prisvekst, sysselsetting og produksjon.

Både de fremvoksende økonomiene i Asia og de utviklede økonomiene har utformet penge- og finanspolitikken på bakgrunn av erfaringer med tidligere kriser.

På 1970-tallet opplevde de fleste industrialiserte land en periode med raskt økende prisvekst kombinert med tiltagende arbeidsledighet og stagnasjon i den økonomiske veksten, såkalt stagflasjon. Denne perioden kalles innen den pengepolitiske historien for ”den store inflasjonen”.

På 1980-tallet tok myndighetene grep for å stagge ”inflasjonsmonsteret”.<sup>32</sup> I USA, England og andre vestlige land gjennomførte sentralbankene kraftige innstramminger i pengemengdeveksten. Denne perioden omtales gjerne som ”den store moderasjonen”. Dette utløste, som forventet, en kraftig økonomisk nedgangsperiode på kort sikt, men etter at økonomien tilpasset seg den nye pengepolitiske styringen, ble inflasjonsforventningene kraftig dempet, og veksten i lønninger og priser ble mer stabilisert. Myndighetene hadde med dette opprettet et nytt ”nominelt anker” for pengevesenet, som sikret relativt lav og stabil prisvekst.

Den amerikanske sentralbanksjefen mellom 1979 og 1987, Paul Volcker, var opptatt av å styre og redusere pengemengdeveksten for å få slutt på inflasjonen. Slik pengemengdestyring viste seg imidlertid å være langt vanskeligere å gjennomføre i praksis enn det Milton Friedmans monetaristiske teorier tilsa, selv om Volcker oppnådde målet om å få slutt på den kraftige inflasjonen. Fokuset ble dermed etter hvert skiftet over på å styre konsumprisveksten. I tillegg meldte nye motiver seg i pengepolitikken, spesielt i USA. Også disse var knyttet til tidligere historiske erfaringer, og til den utviklingen man så i Japan på 1990-tallet.

Erfaringene fra finanskrisen og den alvorlige økonomiske nedgangen i USA på 1930-tallet står sterkt i det pengepolitiske minnet til amerikanske pengemyndigheter. Spesielt fremtredende er frykten for at en lignende deflasjonsspiral som den USA opplevde fra 1929 til 1933, skal gjenta seg. Friedman og Anna J. Schwartz har gitt denne episoden i amerikansk pengehistorie betegnelsen ”den store kontraksjonen”. Som de slo fast i sitt banebrytende pengehistoriske verk *A Monetary History of the United States* (1963), falt den amerikanske pengemengden med rundt 1/3 i denne perioden.<sup>33</sup> Erfaringen fra denne episoden var at en finanskriser kan slå over i realøkonomien og skape en voldsom nedgang i det økonomiske aktivitetsnivået.

Utviklingen i Japan på 1990-tallet forsterket denne bekymringen hos ledelsen i den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve. En bankkrise utløste en lang periode med stagnasjon, og Japan opplevde en deflasjonsspiral som til en viss grad kunne minne om USA på 1930-tallet. Denne erfaringen kombinert med at den amerikanske sentralbanken syntes å ha temmet inflasjonen førte til endrede holdninger. Som sentralbankteoretiker og pengehistoriker Michael Bordo skriver: "etter en periode på 20 år da inflasjon ble ansett for å være folkefiende nummer én, har fokuset de siste årene skiftet over på deflasjon."<sup>34</sup>

Dagens sentralbanksjef, Ben Bernanke, er en ledende akademisk autoritet på den store depresjonen, og har sin bakgrunn i fordypning i Friedmans monetaristiske teorier da han studerte økonomi på 1970-tallet.<sup>35</sup> I likhet med Friedman, mener Bernanke at depresjonen ble forårsaket av pengepolitikk og monetære krefter, og i likhet med Friedman mener Bernanke at det er sentralbankens oppgave å forhindre at en lignende episode skal oppstå igjen. Som han uttalte under en festmiddag i forbindelse med 90-årsdagen til Milton Friedman i 2002:

"Når det gjelder den store depresjonen, har dere [Milton Friedman og Anna Schwartz] rett. Vi [Federal Reserve] forårsaket den. Vi beklager så mye. Men takket være dere, vil vi ikke gjøre det igjen."<sup>36</sup>

I boken *Essays on the Great Depression* finner vi et sitat som ytterligere utdyper Bernankes motiver i sin rolle som styremedlem og sentralbanksjef i Federal Reserve: "I den grad bankkriser forstyrrer den normale flyten av kreditt, kan de påvirke den realøkonomiske aktiviteten."<sup>37</sup>

Frykten for deflasjon og for at finanskriser skal utløse realøkonomiske kriser har vært sentrale motiver hos både Alan Greenspan, som var sentralbanksjef fra 1987 til 2006, og Ben Bernanke, som satt i styret til Federal Reserve fra 2002, og som tok over som sentralbanksjef i 2006.

### 3.2 Idealet for pengepolitikken i de industrialiserte landene

Pengepolitikk, finanspolitikk og reguleringer er de verktøy myndighetene tar i bruk for å styre den økonomiske utviklingen. Den økonomiske politikken legger viktige premisser som husholdninger og bedrifter opererer innenfor. Pengepolitikken, med sin regulering av rentenivået, vil ha en særlig stor innvirkning på den økonomiske aktiviteten, ved å påvirke innbyggernes beslutninger om investeringer, sparing og konsum. I tillegg virker renten inn på alle andre priser i økonomien.<sup>38</sup>

Dagens pengepolitiske styring er basert på tanken om at sentralbanken skal sørge for økonomisk stabilitet på makronivå. Pengemyndighetene skal med andre ord føre en motsyklisk politikk som demper konjunktursvingningene. Samtidig skal de holde et øye med finansmarkedet for å sikre finansiell stabilitet, og for å sikre at finanskriser ikke skal slå over i alvorlige realøkonomiske kriser.

Pengepolitikken baserer seg i stor grad på en avveining mellom to økonomiske mål. På den ene siden skal sentralbanken sikre en jevn og stabil prisvekst, definert som en viss årlig prosentvis økning i konsumprisindeksen. Dette er et såkalt *inflasjonsmål*. I EU og Storbritannia er dette målet satt til to prosent konsumprisvekst i året, mens det i Norge er satt til 2,5 prosent.

På den annen side skal sentralbanken sørge for at det verken er for lavt eller for høyt aktivitetsnivå i økonomien, ut fra hva som er den antatte langsiktige bærekraftige vekstraten. Dette er et såkalt

*produksjonsmål*. Denne uttrykkes gjerne ved det pengemyndigheter og fagøkonomer kaller produksjonsgapet. Dette gapet er definert som forskjellen mellom faktisk vekst i BNP og den langsiktige og antatt bærekraftige trendveksten i BNP.

Avveiningen mellom de to målene for den pengepolitiske styringen – inflasjonsmål og produksjonsmål – er formalisert i den såkalte *Taylor-regelen*, oppkalt etter en innflytelsesrik artikkel den ledende makroøkonomen og sentralbankteoretikeren John B. Taylor skrev i 1993.<sup>39</sup>

Hovedmekanismen i den pengepolitiske styringen er dermed som følger: Ved for høy konsumprisvekst (inflasjon) og for høy aktivitet og kunstig lav arbeidsledighet (positivt produksjonsgap), skal sentralbanken sette opp renten og trekke inn likviditet. Dette vil ha en kontraktiv (innskrenkende) virkning på økonomien.

Og motsatt, når konsumprisveksten er lavere enn inflasjonsmålet og økonomien opererer under den optimale og bærekraftige kapasitetsutnyttelsen (negativt produksjonsgap), skal sentralbanken sette ned renta og tilføre markedet likviditet. Dette vil dermed ha en ekspansiv virkning.

Som vi ser, minner denne politikken om tradisjonell keynesianisme, bortsett fra at man har skiftet ut finanspolitikken med pengepolitikken som hovedvirkemiddel, og at man har byttet ut den såkalte Phillips-kurven<sup>40</sup> (avveining mellom sysselsetting og inflasjon) med Taylor-regelen (avveining mellom inflasjonsmål og produksjonsmål). Pengepolitikken er med andre ord basert på keynesianske tanker om etterspørselsstyring og statlig motsyklisk makroøkonomisk politikk.

### 3.3 Den faktiske pengepolitikken det siste tiåret

Ser vi tilbake på den pengepolitikken som faktisk har blitt ført det siste tiåret, spesielt i USA, avdekkes raskt to ting. For det første at dagens pengepolitiske doktriner, jf. Taylor-regelen, skaper en inflatorisk og ekspansiv tendens i økonomien. For det andre at den amerikanske sentralbanken i perioder har ført en pengepolitikk som er langt mer ekspansiv enn selv Taylor-regelen foreskriver.

Når det gjelder det første ankepunktet, at en Taylor-regelrente er for ekspansiv og skaper press i økonomien, er det spesielt tre faktorer som bidrar til dette. For det første, inflasjonsmålet krever at sentralbanken faktisk skal skape prisinflasjon, i Norge på 2,5 prosent i året og i andre vestlige land 2 prosent. For å få til dette må sentralbanken redusere renta og tilføre markedet ny kreditt (kreditt ekspansjon).

For det andre, inflasjonsmålet vil føre til ytterligere rentenedsettelse og pengemengdevekst hvis det er produktivitsvekst i økonomien. Både Norge og USA har opplevd sterk produktivitsvekst på 1990- og 2000-tallet. Produktivitsveksten bidrar til å trekke prisnivået nedover, fordi man fra en gitt mengde ressurser produserer flere og/eller bedre varer og tjenester.<sup>41</sup>

For det tredje, økt konsum av billige importvarer fra Kina og andre fremvoksende økonomier vil bidra til å trekke konsumprisveksten ytterligere nedover. Denne formen for importert prisdeflasjon er også en form for importert produktivitsvekst, et fenomen som gjerne kalles "kinaeffekten".

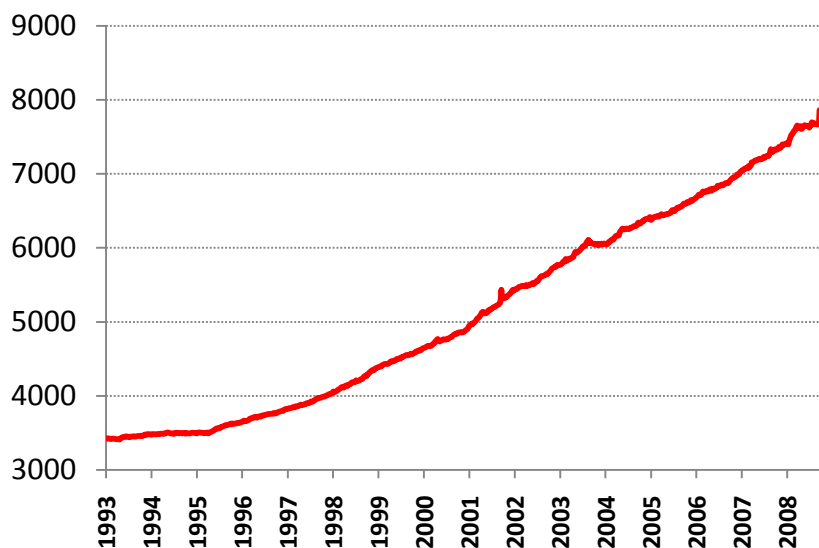
De tre ovennevnte faktorer har bidratt til at sentralbanker har valgt å føre en ekspansiv pengepolitikk med lav rente og betydelig kredittilførsel. Med andre ord har det funnet sted en kraftig pengemengdevekst i de vestlige landene, bl.a. i USA, men også her i Norge.

Som Ola Grytten skriver:

”Sentralbankene fikk nå et helt annet problem enn man først hadde tenkt ved innføringen av inflasjonsmål. Problemet ble at prisstigningen ble for lav. Rentene ble satt ned for å få fart på etterspørselen og prisene. På den måten ga man gass til en økonomi som gikk i full fart.”<sup>42</sup>

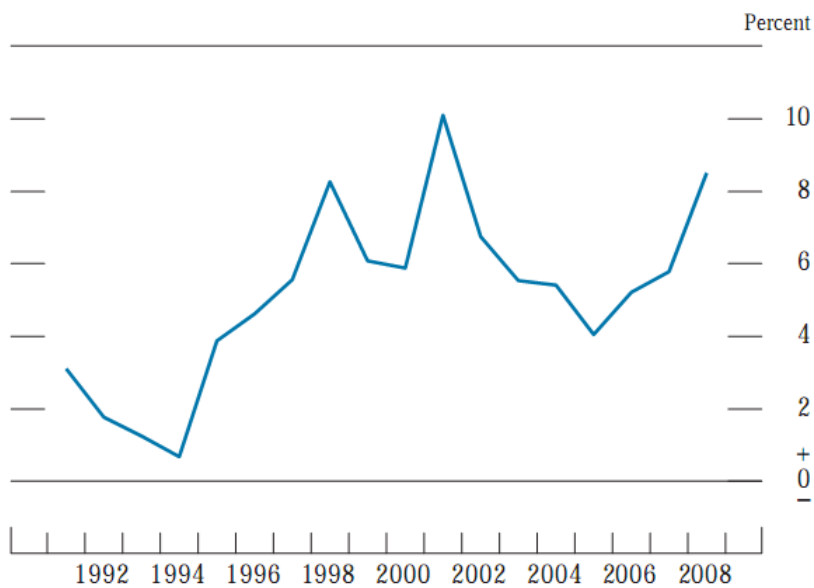
Ser vi på tall for M2, en såkalt bred definisjon av pengemengden og en viktig indikator for pengemengdeveksten, er utviklingstrenden i USA på 1990- og 2000-tallet relativt klar. Over tid ser vi en betydelig og relativt jevn pengemengdevekst (se figur 3.1).<sup>43</sup>

**Figur 3.1: Vekst i pengemengden M2 i USA, 1993 – 2008, milliarder dollar**



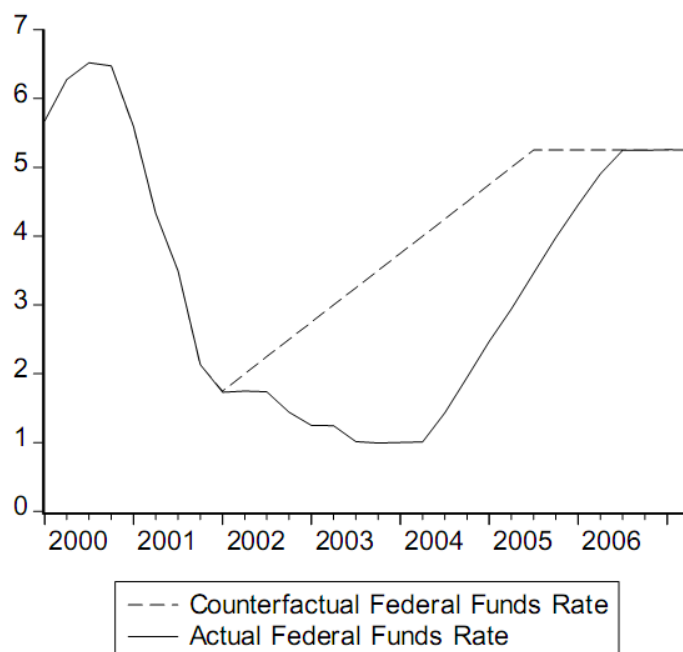
Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis

Vi kan også se på den prosentvise endringen i pengemengden (M2) per år, slik det går fram av figur 3.2. Her ser vi en kraftig økning fra midten av 1990-tallet, noe som ledet opp til IT-boblen. Og vi ser en enda kraftigere økning fra starten av 2000-tallet, i forbindelse med at IT-boblen sprakk.

**Figur 3.2: Prosentvis endring i pengemengden M2 i USA, 1991 – 2008**

Kilde: Federal Reserve Monetary Policy Report to the Congress, 24. februar 2009

Den amerikanske sentralbanken, under ledelse av både Alan Greenspan og Ben Bernanke, har ført en pengepolitikk som til tider har vært langt mer ekspansiv enn selv Taylor-regelen foreskriver, slik det går fram av figur 3.3. Styringsrenta ("federal funds target rate") har fra andre kvartal 2002 til tredje kvartal 2006 ligget betydelig under den anbefalte og "nøytrale" Taylor-regelrenten (den stiplede linjen). John Taylor mener at dette har bidratt til kraftig prisvekst i de amerikanske boligprisene.<sup>44</sup>

**Figur 3.3: Taylor-rente (stiplet linje) vs. faktisk styringsrente (heltrukken linje), USA 2000-2007**

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

Som det går fram av figur 3.3, ble styringsrenta kraftig redusert i etterkant av at IT-boblen sprakk i 2000-2001 og terrorangrepet 11. september 2001. Rentekuttet er i tråd med Taylor-regelens to variabler: redusert prisvekst og negativt produksjonsgap. Forholdene bedret seg imidlertid relativt raskt. To måneder etter terrorangrepet hadde de amerikanske børsene hentet seg inn igjen, aksjeprisene var på et høyere nivå enn før angrepet, og i 2002 var den økonomiske veksten 1,6 prosent.

Likevel ble renten kuttet, flere ganger, til tross for at Taylor-regelen tilsa *renteøkninger* for å dempe tilløp til overoppheting av økonomien. Dette har ført til at John Taylor har gått fra å være en av den amerikanske sentralbankens største tilhengere gjennom rosende omtale av Greenspans pengepolitikk på 80- og 90-tallet, til å bli en av pengemyndighetenes største kritikere. Som han skriver i en kronikk i *Wall Street Journal* om "hvordan myndighetene skapte finanskrisen", 9. februar i år (2009):

"Pengepolitiske utskielser var hovedårsaken til boblen. Federal Reserve holdt spesielt i 2003-2005 styringsrenten langt under det nivået pengepolitiske retningslinjer tilsier [...] Ved å holde rentene innen det samme leiet som hadde fungert så godt i de to foregående tiårene, framfor å sette renten så lavt, ville man ha forhindret boblen og krakket."<sup>45</sup>

Sommeren 2003 svarte sentralbanken med å redusere rentene ytterligere, til det laveste nivået på et halvt århundre, mens Taylor-regelen kalte på renteøkninger. Selv Alan Greenspan har erkjent at den siste rentereduksjonen, ned til én prosent i juni 2003, ikke var nødvendig. Som han skriver om denne beslutningen:

"På [rentemøtet i Federal Open Market Committee, FOMC] i slutten av juni [2003], der vi stemte for å kutte renten enda mer, til 1 prosent, sto deflasjon øverst på dagsorden. Vi ble enige om å redusere [renten] til tross for at vi alle mente at økonomien sannsynligvis ikke hadde behov for nok et rentekutt. Aksjemarkedet hadde endelig fått liv i seg igjen, og våre prognoser viste en langt sterkere vekst i BNP for andre halvår [2003]. Likevel iverksatte vi [rentekuttet] på grunnlag av en avveining av risiko. Vi ønsket å forhindre at det kunne oppstå skadelig deflasjon. Vi var villige til å ta sjansen på at rentekuttet kunne sette i gang en boble, *en inflasjonsboble av et eller annet slag*, som vi ville bli nødt til å ta oss av på et senere tidspunkt. [...] Tiden ville vise oss om det var den rette beslutningen" (egen utheving).<sup>46</sup>

Virkingen av rentekuttet og det historisk lave rentenivået ble forsterket av at sentralbanken i august 2003, mens økonomien var i klar vekst, gikk ut og lovet å holde renten på dette lave nivået i "lang tid framover".<sup>47</sup> *Washington Post* kunne i august 2003 rapportere følgende:

"Hovedgrunnen til at Federal Reserve har kommet med en slik offisiell forpliktelse i forhold til rentenivået i går var bekymringen over at inflasjonen kunne bli 'uønsket lav' i månedene framover, selv om den økonomiske veksten tar seg opp til en årlig rate på 4 prosent eller mer i løpet av det neste året, i henhold til [sentralbankens egne] prognoser."<sup>48</sup>

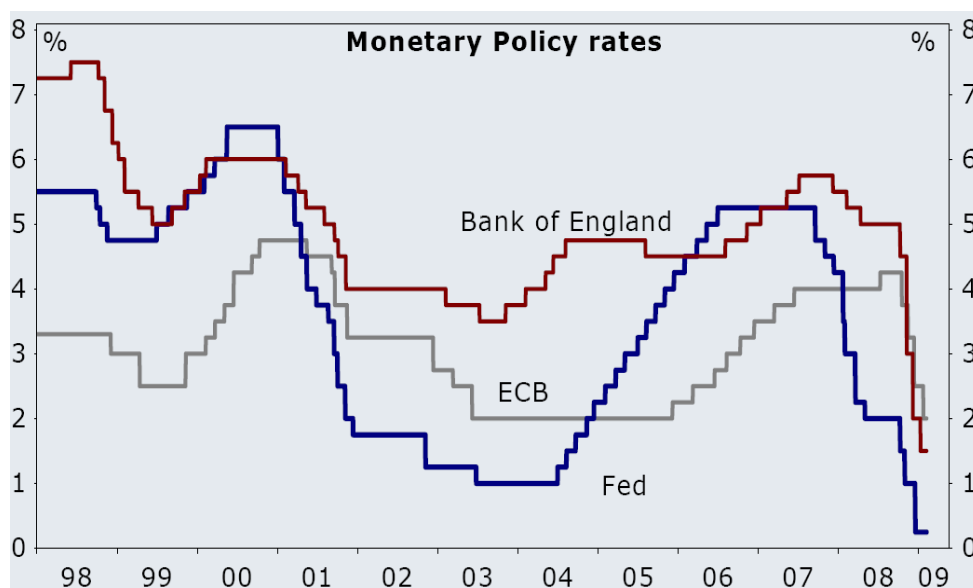
Sentralbanken oppga faren for deflasjon som sin hovedbegrunnelse – at pengemyndighetene ikke hadde oppnådd det ønskede inflasjonsnivået. Men som vi har sett hadde den lave prisveksten, på rundt en prosent, sin bakgrunn i høy produktivitsvekst og billig import, faktorer som trekker prisnivået nedover – ikke i en kredittinnstramming i finanssektoren, slik tilfellet var i USA på 1930-tallet og i Japan på 1990-tallet.

Analysen til Greenspan og Bernanke baserte seg derfor på en feilaktig forståelse av den økonomiske situasjonen i tillegg til et overdrevent føre-var-prinsipp. Den pengepolitiske forskeren Michael Bordo skiller i denne forbindelse mellom det han kaller "good deflation" og "bad deflation". Mens førstnevnte er forbundet med en økonomi i vekst, der prisnivået faller som følge av produktivitetsvekst, er sistnevnte forbundet med nedgangskonjunkturer og kan bli "ugly deflation" ved et hurtig fall i pengemengden som følge av en finanskrise.<sup>49</sup>

Først i juni 2004 begynte Federal Reserve å heve renten. Dette ble gjort med "små og regelmessige steg" på 0,25 prosentpoeng. Det tok derfor nesten to år før renten var oppe i fem prosent. Før dette var det negativ realrente på korte renter i over to år, en situasjon der prisveksten (inflasjonen) er større enn den nominelle renten. Det var ikke bare gratis å låne, man fikk betalt for det.

Figur 3.4 gir en oversikt over styringsrenten i USA, Storbritannia og Euroområdet det siste tiåret. Den amerikanske sentralbanken valgte i 2002 – 2004 å holde en lav styringsrente, helt ned til det historisk lave 1,0 prosent. Dette er klart lavere enn rentenivået Bank of England valgte å sette, men også halvparten av hva den europeiske sentralbanken (ECB) valgte som laveste nivå i denne perioden. Selv med gradvise renteøkninger fra andre halvdel av 2004, tok det tid før rentene i USA virket dempende på den økonomiske aktiviteten.

**Figur 3.4: Styringsrente USA (blå), Euroområdet (grå) og Storbritannia (rød), 1998 – 2009**



Kilde: Nordea

John Taylor er ikke alene om å hevde at den lave renten i USA er en hovedårsak til boligboblen, og en sentral medvirkende faktor bak finansboblen og den etterfølgende krisen. Et utvalg økonomer og andre kommentatorer som har uttalt at lav rente er en viktig faktor bak boligboblen eller finanskrisen er gitt i tabell 3.1.



**Tabell 3.1: Økonomer og andre som mener lav rente har bidratt til å blåse opp og skape ustabilitet i det finansielle systemet**

Person/aktør	Sitat
Paul Krugman, professor ved Princeton University og mottaker av Nobelprisen i økonomi 2008	"To forhold ligger bak krisen. Lav rente. Og endringer i selve det finansielle system [...] Når priser på aktiva kommer ut av balanse, kan skumle ting skje. Å nekte for en boble i det amerikanske boligmarkedet er vanskelig å forstå." <sup>50</sup>
Jeffrey Sachs, professor i økonomi og tidligere leder av FNs millenniumsprosjekt	<p>"Much blame for the current economic turmoil can be placed squarely at the door of Alan Greenspan and the Fed."</p> <p>"Today's financial crisis has its immediate roots in 2001, amid the end of the Internet boom and the shock of the September 11 terrorist attacks. It was at that point that the Fed turned on the monetary spigots to try to combat an economic slowdown. The Fed pumped money into the US economy and slashed its main interest rate - the Federal Funds rate - from 3.5% in August 2001 to a mere 1% by mid-2003. The Fed held this rate too low for too long."</p> <p>"Monetary expansion generally makes it easier to borrow, and lowers the costs of doing so, throughout the economy. It also tends to weaken the currency and increase inflation. All of this began to happen in the US."<sup>51</sup></p>
Dean Baker, økonom og medstifter av tenketanken Center for Economic and Policy Research, tidligere assisterende professor i økonomi ved Bucknell University	<p>"The weakness of the recovery led the Federal Reserve Board to continue to cut interest rates, eventually pushing the federal funds rate to 1.0 percent in the summer of 2003, a 50-year low. Mortgage interest rates followed the federal funds rate down. The average interest rate on 30-year fixed rate mortgages fell to 5.25 percent in the summer of 2003, also a 50-year low."</p> <p>"To further fuel the housing market, Federal Reserve Board Chairman Alan Greenspan suggested that homebuyers were wasting money by buying fixed rate mortgages instead of adjustable rate mortgages (ARMs) [...] These extraordinarily low interest rates accelerated the run-up in house prices."<sup>52</sup></p>
John B. Taylor, professor i økonomi ved Stanford University	"Monetary excesses were the main cause of the boom. The Fed held its target interest rate, especially in 2003-2005, well below known monetary guidelines that say what good policy should be based on historical experience. Keeping interest rates on the track that worked well in the past two decades, rather than keeping rates so low, would have prevented the boom and the bust [...] The effects of the boom and bust were amplified by several complicating factors including the use of subprime and adjustable-rate mortgages, which led to excessive risk taking. There is also evidence the excessive risk taking was encouraged by the excessively low interest rates." <sup>53</sup>

<p>Alvaro Vargas Llosa, leder av Center on Global Prosperity ved the Independent Institute og skribent for <i>Washington Post</i></p>	<p>“As a reaction to the bursting of the dot-com and telecom bubbles at the end of the 1990s, the Fed inflated the currency through the actions of its Open Market Committee. By June 2003, the policy of easy money was reflected in the drop of the federal funds rate to 1 percent. The loose monetary policy was maintained, with variations, for almost five years. The result was a fiction economy in which millions of people borrowed and consumed too much. The fact that mortgage loans were turned into sophisticated securities traded internationally made the fiction global”<sup>54</sup></p>
<p><i>The Economist</i> (januar 2006)</p>	<p>“The economy that Alan Greenspan is about to hand over is in a much less healthy state than is popularly assumed... the Fed's policies of the past decade look like having painful long-term costs... [T]he main reason why America's growth has remained strong in recent years has been a massive monetary stimulus. The Fed held real interest rates negative for several years, and even today real rates remain low. Thanks to globalization, new technology and that vaunted flexibility, which have all helped to reduce the prices of many goods, cheap money has not spilled into traditional inflation, but into rising asset prices instead—first equities and now housing. <i>The Economist</i> has long criticized Mr Greenspan for not trying to restrain the stock market bubble in the late 1990s, and then, after it burst, for inflating a housing bubble by holding interest rates low for so long. The problem is not the rising asset prices themselves but rather their effect on the economy. By borrowing against capital gains on their homes, households have been able to consume more than they earn. Robust consumer spending has boosted GDP growth, but at the cost of a negative personal saving rate, a growing burden of household debt and a huge current-account deficit.”</p> <p>“Ben Bernanke, Mr Greenspan's successor, likes to explain America's current-account deficit as the inevitable consequence of a saving glut in the rest of the world. Yet a large part of the blame lies with the Fed's own policies, which have allowed growth in domestic demand to outstrip supply for no less than ten years on the trot. Part of America's current prosperity is based not on genuine gains in income, nor on high productivity growth, but on borrowing from the future. The words of Ludwig von Mises, an Austrian economist of the early 20th century, nicely sum up the illusion: “It may sometimes be expedient for a man to heat the stove with his furniture. But he should not delude himself by believing that he has discovered a wonderful new method of heating his premises”. How should Mr Bernanke respond to falling house prices and a sharp economic slowdown when they come? While he is even more opposed than Mr Greenspan to the idea of restraining asset-price bubbles, he seems just as keen to slash interest rates when bubbles burst to prevent a downturn. He is likely to continue the current asymmetric policy of never raising interest rates to curb rising asset prices, but always cutting rates after prices fall. This is dangerous as it encourages excessive risk taking and allows the imbalances to grow ever larger, making the eventual correction even worse.”<sup>55</sup></p>

IMF	<p>“The macroeconomic context [behind the financial crisis] is characterized by a prolonged period of excess global liquidity induced in part by relatively low interest rates set by the Federal Reserve Bank and other Central Banks following the 2001 recession in the United States. The excess liquidity fueled domestic demand and in particular residential investment, triggering a significant rise in housing prices which more than doubled in nominal terms between the year 2000 and mid-2006.”<sup>56</sup></p>
Norges Bank	<p>“Dagens finanskriser kommer etter mange år med internasjonal høykonjunktur og undervurdering av risiko i finansielle markeder. Utviklingen bar preg av lave renter, små tap og stor risikovilje. Det la grunnlaget for vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging i USA og flere europeiske land.”<sup>57</sup></p>
Steinar Holden	<p>“Samlet etterspørsel har falt kraftig i USA og mange andre land. Boligmarkedet har vært overopphetet, gasset opp av billig kreditt, men nå har luften gått ut av ballongen og boligprisene faller. Aksjemarkedene har stupt verden over”<sup>58</sup></p> <p>“Lavt rentenivå har bidratt til å blåse opp formuesprisene, fordi [rentenivået] lå lavt under en høykonjunktur. Det blir som å kjøre fort på glatt is. Det er lett å miste kontrollen”<sup>59</sup></p>
Ola H. Grytten, professor i økonomisk historie, NHH	<p>“Eksansiv penge- og kredittpolitikk over en årrekke har globalt ført til økt kjøpekraft, redusert sparetilbøyelighet og økt investeringsvilje i boliger. Dermed har det oppstått en global boligboble.”<sup>60</sup></p>
Øystein Olsen, administrerende direktør i Statistisk sentralbyrå	<p>“Administrerende direktør Øystein Olsen i Statistisk sentralbyrå føyer seg nå inn i rekken av økonomer som mener sentralbanksjef Svein Gjedrem har bidratt til å forsterke finanskrisen her hjemme, fordi han holdt renten for lav så lenge.</p> <p>- Vedvarende lav rente her hjemme har åpenbart sin pris. Det stimulerer til utskielser, sier Olsen. Han mener lærdommen må være særlig sterk i USA, men at også sentralbanken her hjemme har stimulert til at det har bygget seg opp bobler i blant annet boligmarkedet”<sup>61</sup></p>
Øystein Dørum, sjefsøkonom i DnB NOR	<p>“Det er lett å se ironien i at en krise som skyldes for høy kredittvekst over flere år møtes med kraftige rentekutt, slik at det blir billigere å låne”<sup>62</sup></p>
Steinar Juel, sjefsøkonom i Nordea	<p>“[Juel] frykter at en ny runde med lave renter vil få nordmenn til å blåse opp gjelden nok en gang og dermed legge grunnlag for en ny boligboble [...] Gjedrem har varslet at han vil kutte styringsrenten med ytterligere ett prosentpoeng i løpet av året. Juel tror Gjedrem kommer til å gjøre som han har sagt, men at han vil heve renten raskere enn ventet. Det kan bidra til å hindre en ny boligboble, mener Juel. –Vi tror de har lært litt, sier Juel, som mener Norges Bank lot renten ligge for lavt for lenge frem til sommeren 2005.”<sup>63</sup></p>

<p>Bjørn Skogstad Aamo, direktør i Kredittilsynet</p>	<p>”Samspillet mellom lavrentepolitikken og manglende reguleringer skapte en kredittboble som verden ikke har sett maken til. Det var mange som tjente på systemet så lenge kredittveksten bidro til å blåse opp verdier både i aksje-, bolig- og eiendomsmarkedet. Det ser ut til at det kan bli enda flere som taper på det økonomiske tilbakeslag som kommer når luften nå går ut av kredittboblen og kredittmengdene igjen tilpasses de realøkonomiske forhold.”<sup>64</sup></p> <p>”Vi mener vi har sett en boligboble i norsk økonomi. Det skyldes dels perioden med lave renter i perioden 2003-2006, men også en aggressiv og ekspansiv utlånspraksis i norske banker. Bankene har gitt mange lån ut over 80 prosent og også 100 prosent”<sup>65</sup></p>
<p>Bent Sofus Tranøy</p>	<p>”Kinas inntreden i verdensøkonomien ved inngangen til dette årtusenet har hatt en dobbel effekt på verdens renter. For det første har den billige produksjonen senket prisene på en rekke varer. Dette skjedde samtidig som uavhengige sentralbanker med mer eller mindre ensidige inflasjonsmål var etablert som standard i de fleste rike land. Hva gjør en sentralbank med inflasjonsmål når prisen på en rekke varer (særlig elektronikk og klær har vært viktige her) faller? Jo den senker styringsrenten sin. Den andre halvparten av den doble Kina-effekten er tilgangen på penger i verden. Når asiater (og andre, også vi i Norge) er så ivrige etter å spare utenlands bidrar dette til at renten i internasjonale markeder faller. I tillegg kommer tidligere Federal Reserve-sjef Alan Greenspans politikk i kjølvannet av at IKT-boblen sprakk i 2001/2002. Han ville snarest mulig ha fart i aksjemarkedene igjen, og senket USAs styringsrente ned til et historisk lavmål i 2002. [...] Lave renter øker risikoviljen i en økonomi. Profesjonelle investorer føler seg tvunget til å søke etter høyere avkastning ved å finne på nye ting – som å kjøpe <i>subprime</i>-baserte papirer. Bankene blir opptatt av å redusere sin egenkapitaldekning. Alle banker i moderne land blir utsatt for et egenkapitalkrav. Egne penger som skal ligge som en buffer mot mulige tap. Men egenkapital er dyrt. Investorer krever jo avkastning. I en situasjon med lave renter, bobletilstander og ditto forretningsmuligheter er det fristende for bankene å redusere sin egenkapitaldekning så godt de kan. Alle kaver for å øke sin gjeldsgrad.”<sup>66</sup></p>

### 3.4 Asymmetrisk keynesiansk-inspirert pengepolitikk

Bakgrunnen for den ekspansive pengepolitikken i USA var altså frykten for deflasjonstendenser i økonomien, spesielt med tanke på den historiske erfaringen i USA på 1930-tallet og i Japan på 1990-tallet. Dermed gjennomførte man tiltak ut fra det som mange i samtid og ettertid har betraktet som et ekstremt "føre-var-prinsipp".

Den finansielle skribenten og analytikeren George Cooper har, i boken *The Origin of Financial Crises* (2008), kalt denne pengepolitiske styringen for "pre-emptive asymmetric keynesianism".<sup>67</sup> Med dette menes en pengepolitikk der sentralbanken søker å stoppe en økonomisk nedgang med en gang man ser tilløp til den, men der sentralbanken venter med å dempe en oppgang til denne har fått lov til å utspille seg over en viss tid. Dette er et ankepunkt *The Economist* har fremmet en rekke ganger gjennom 2000-tallet. Da Greenspan gikk av i januar 2006, advarte tidsskriftet mot en "farefull tid for Amerika" og viste til sentralbankens

"asymmetriske politikk der man aldri hever renten for å dempe økende formuespriser, men alltid kutter renten etter at prisene faller. Dette er farlig og det oppmuntrer til overdreven risikotagning. Det gjør det også mulig for ubalansene å vokse seg stadig større, noe som vil gjøre en eventuell korreksjon enda verre".<sup>68</sup>

Greenspan ville altså sette en stopper for enhver markedskorreksjon nedover, både i finansmarkedet og i den realøkonomiske aktiviteten, men var forbeholden i forhold til å stoppe tegn på overoppheting i formuespriser og produksjonsnivå før dette ga seg utslag i for høy konsumprisvekst.

Dette gjelder ikke bare utviklingen på 2000-tallet. Også tidligere har Greenspan og den amerikanske sentralbanken vært villige til å senke rentenivået og tilføre store mengder med likviditet for å motvirke potensielle kriser: I forbindelse med den asiatiske finanskrisen (1997), i forbindelse med Russlands økonomiske og statsfinansielle kollaps og de problemer den førte til for det store hedgefondet Long Term Capital Management (1998), og i forbindelse med Y2K-frykten (1999). Den pengepolitiske ekspansjonen på 90-tallet, sammen med troen på at innovasjoner innen IKT hadde endret verdiskapingsreglene, la grunnen for en kraftig boble i formuesobjekter og overinvesteringer i IT-bransjen, derav kallenavnet IT-boblen.

Siden Greenspan ble sentralbanksjef i 1987 har den amerikanske pengemengden, målt ved M2, blitt nesten tredoblet. Penger som skapes og føres inn i økonomien, må ende opp et sted. Når man tilfører markedet store mengder med billig kreditt, burde det ikke overraske at man kan få overoppheting av finans- og boligmarkedet. En slik overoppheting kan finne sted uten nevneverdig økning av konsumprisene, som er det konvensjonelle målet for inflasjon og den indikator sentralbanken styrer etter. Med lav inflasjon i konsumpriser kan en inflasjon i finans- og boligmarkedet, en såkalt aktivaboble, bygge seg opp over lang tid.

Som sentralbanksjef styrte Greenspan ut fra regelen om at det er umulig for myndighetene å identifisere hva i finans- og boligmarkedet som er en boble, og hva som er fundamentalt basert. Han mente derfor at det var sentralbankens oppgave å gripe markant inn når finans- og boligbobler sprekker, med lav rente og ekspansiv kreditttilførsel.<sup>69</sup> Dette har fått tilnavnet "the Greenspan put" og har skapt forventninger blant aktører i finansmarkedet om at Greenspan og sentralbanken alltid vil tre støttende til ved nedganger og begynnende kriser. Som en ledende finansmann uttalte i 2000 da IT-boblen sprakk: "Jeg er mindre bekymret, fordi jeg tror sentralbanken er vår venn."<sup>70</sup>

Nåværende sentralbanksjef Ben Bernanke deler Greenspans syn på at man ikke kan unngå bobler, men at sentralbanken skal tre støttende til for å skape likviditet i etterkant av en boble.<sup>71</sup> Dette baserer seg delvis på Bernankes "monetaristiske" fortolkning av utviklingen i amerikansk økonomi på 1920-tallet og den påfølgende krisen på 30-tallet. Økonomiske modeller gir liten indikasjon på at en boble bygget seg opp på 20-tallet, fordi prisnivået var stabilt, noe også den britiske økonomen John Maynard Keynes baserte seg på, da han i 1927 uttalte de berømte ordene "We will have no more crashes in our time."<sup>72</sup> Bernanke mener også, i tråd med Friedmans pengehistoriske analyse, at sentralbanken burde ha reagert langt mer proaktivt da finans- og bankkrisen oppsto etter krakket i 1929.

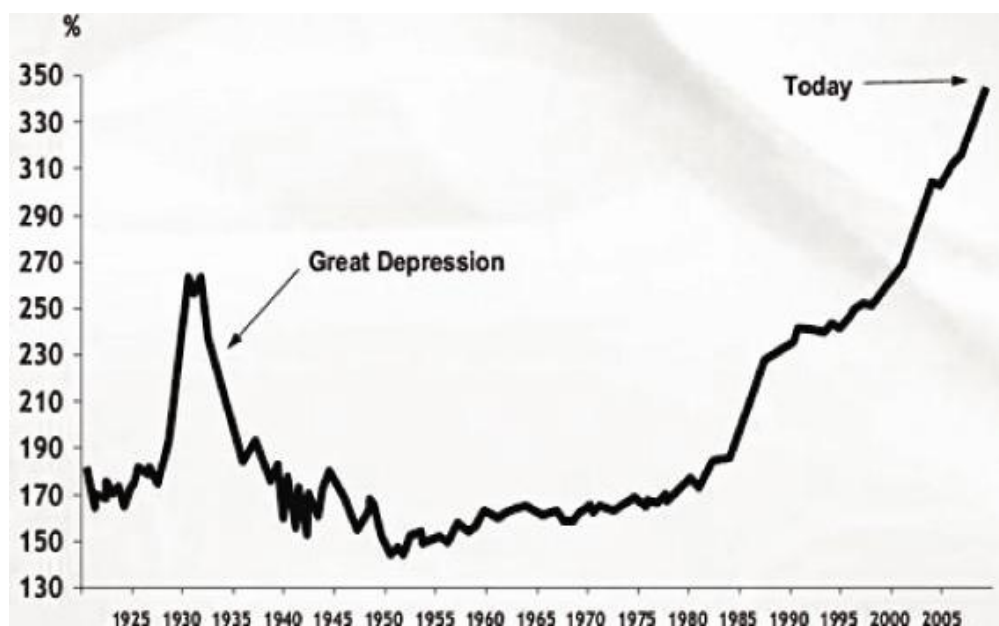
En parallell til utviklingen vi har sett på 2000-tallet, med lav konsumprisvekst og høy prisvekst i formuesobjekter, er aksje- og eiendomsboblen i USA på 1920-tallet, som ledet til krakket på Wall Street. Vi finner også en lignende utvikling under IT-boblen på 1990-tallet. Alle tre episoder var preget av relativt jevn og stabil prisvekst, lave renter, høy produktivitet og en oppbygging av en aktivaboble, det vil si kraftig prisvekst i eiendom og verdipapirer.

Den ledende finansielle historikeren Barry Eichengreen vektlegger nettopp dette poenget:

"Utviklingen av eksesser [...] truer den økonomiske stabiliteten, selv om det ikke er noe tegn til inflatorisk press [slik som på 1920-tallet, og] kredittboblen inneholder således såkornet til den etterfølgende krisen."<sup>73</sup>

Disse tre pengepolitiske episodene er også knyttet til kraftig kredittvekst. Men for at banker skal gi kreditt, må også noen være villige til å ta den i mot i form av gjeld. Dermed får man en kraftig gjeldsoppbygging i økonomien. Ser man på den totale kredittmarkedsgjelden i USA målt opp mot landets verdiskaping (BNP), viser det seg at den relative gjeldsbyrden aldri har vært større enn den var fra midten av 90-tallet og fram til finanskrisen. I 1985 var kredittmarkedsgjelden om lag 1,9 ganger så stor som BNP. Gjelden har vokst betydelig siden den gang, spesielt i andre halvdel av 80-tallet, og fra andre halvdel av 90-tallet til i dag. Gjeldsbyrden i USA utgjør i dag om lag 3,5 ganger den årlige verdiskapingen uttrykt ved BNP (se figur 3.5).

**Figur 3.5: Total kredittmarkedsgjeld i forhold til BNP, USA 1920-2008, prosent**

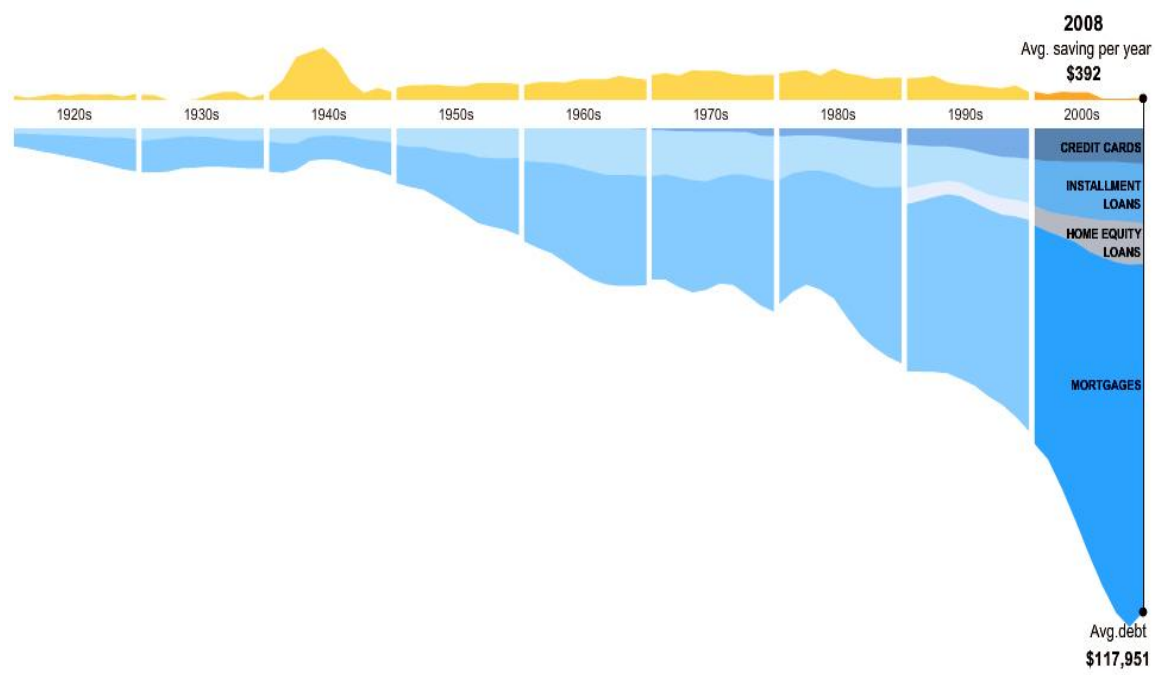


Kilde: Ned Davis research / Carlyle group

Den kraftige gjeldsveksten i USA blir enda tydeligere når fokuset settes på individnivå. I hvert tiår siden andre verdenskrig har den gjennomsnittlige gjeldsbyrden til amerikanere økt. Gjeldsøkningen i inneværende tiår skiller seg markant ut. I 2008 utgjør den gjennomsnittlige gjelden for amerikanere rundt 118.000 dollar, etter å ha toppet året før på 121.650 dollar. Fra 1998 til 2008 økte den gjennomsnittlige gjelden for privatpersoner med hele 68 prosent. Kredittkortgjelden har også økt jevnt de siste tiårene, og den gjennomsnittlige husholdning har nå 13 kredittkort.

De siste to tiårene har det også vært en markant reduksjon i sparingen til privatpersoner i USA. Med unntak av årene under andre verdenskrig, finner vi den høyeste sparingen i 1984, hvor den var 7.712 dollar i gjennomsnitt per person. Det utgjorde 19 prosent av den gjennomsnittlige gjelden per person det året. Spareraten har siden falt markant, og i 2008 utgjør den gjennomsnittlige sparingen kun 0,3 prosent av gjelden, slik vi kan se av figur 3.6.

**Figur 3.6: Gjennomsnittlig sparing og gjeld per person, USA**



Kilde: *New York Times*, "The Debt trap", special report;

<http://www.nytimes.com/interactive/2008/07/20/business/20debt-trap.html?ei=5070#/tab2>

### 3.5 Pengepolitikken i Norge

Selv om USA har ført en svært ekspansiv pengepolitikk, har også europeiske land bidratt til den generelle overopphetingen i verdensøkonomien det siste tiåret. Dette er fordi en "nøytral" Taylor-rente og inflasjonsmål har virket ekspansivt i denne perioden, i henhold til de tre faktorene som er skissert foran (ønske om en viss årlig prisvekst kombinert med produktivtetsvekst og billig import fra de fremvoksende økonomiene). Dette gjelder også i høyeste grad Norge.

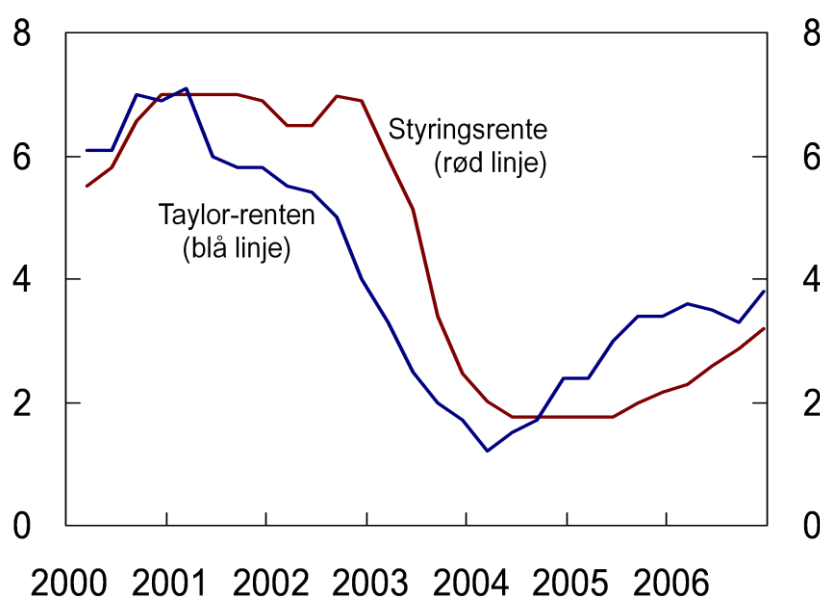
I 2002 og 2003 var norsk økonomi inne i en nedgangskonjunktur. Norges Bank valgte å svare på denne utviklingen med rentekutt. Disse rentekuttene fant sted noe senere enn i andre vestlige land, og sentralbanksjef Gjedrem ble kritisert for at han ventet så lenge med disse kuttene.

I perioden 2001 – 2004 valgte Norges Bank å holde styringsrenten noe høyere enn en anslått Taylor-rente, slik det går fram av figur 3.7. Fra høsten 2004 til slutten av 2006, ble renten derimot holdt noe lavere enn en anslått Taylor-rente.<sup>74</sup> Flere økonomer har kritisert den lave renten fra 2004. I første halvdel av innværende tiår var dermed rentenivået i Norge mindre ekspansivt enn det var i USA på samme tid, hvis vi legger til grunn gapet mellom Taylor-renten og den faktiske styringsrenten. Men som vi har påpekt tidligere, vil selv en Taylor-rente kunne virke ekspansiv i perioder med høy produktivtetsvekst og billig import. For å oppfylle inflasjonsmålet, ble derfor renten satt på et lavere nivå enn det faktiske aktivitetsnivået i økonomien skulle tilsi.

Økonom Steinar Holden vektlegger nettopp dette forholdet, og mener "mange sentralbanker under opptakten til dagens finanskriser har lagt unødvendig mye vekt på inflasjonen, og følgelig satt rentenivået for lavt". Dette virket også kraftig inn på prisveksten i formuesobjekter som eiendom og aksjer. Som han sier:

"Lavt rentenivå har bidratt til å blåse opp formuesprisene, fordi den lå lavt under en høykonjunktur [...] Det blir som å kjøre fort på glatt is. Det er lett å miste kontrollen."<sup>75</sup>

**Figur 3.7: Styringsrente og Taylor-rente, Norge 1.kvartal 2000 – 4. kvartal 2006**

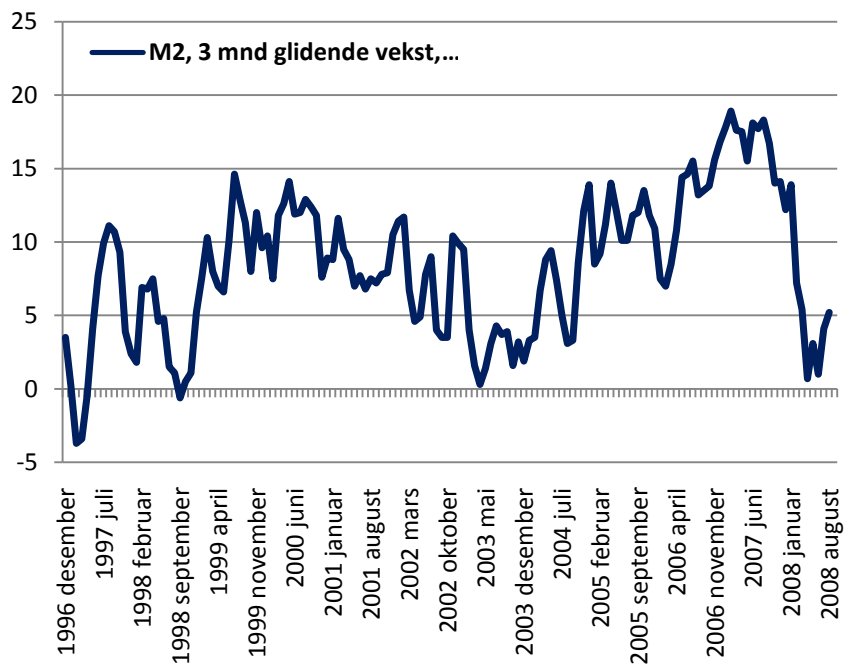


Kilde: Norges Bank, Inflasjonsrapport nr. 1, 2007



Ser vi på pengemengdeveksten, går det enda tydeligere fram at den pengepolitiske styringen i Norge har vært svært ekspansiv. Pengemengden i Norge, målt ved M2, har siden andre halvdel av 90-tallet svingt i takt med den økonomiske utviklingen, men har jevnt over vært høy, spesielt i slutten av siste høykonjunktur. Og fordi penger må ende opp et sted, har dette virket ekspansivt på økonomien.

**Figur 3.8: Pengemengden M2 i Norge prosentvis endring, 3 mnd. glidende vekst, prosent**

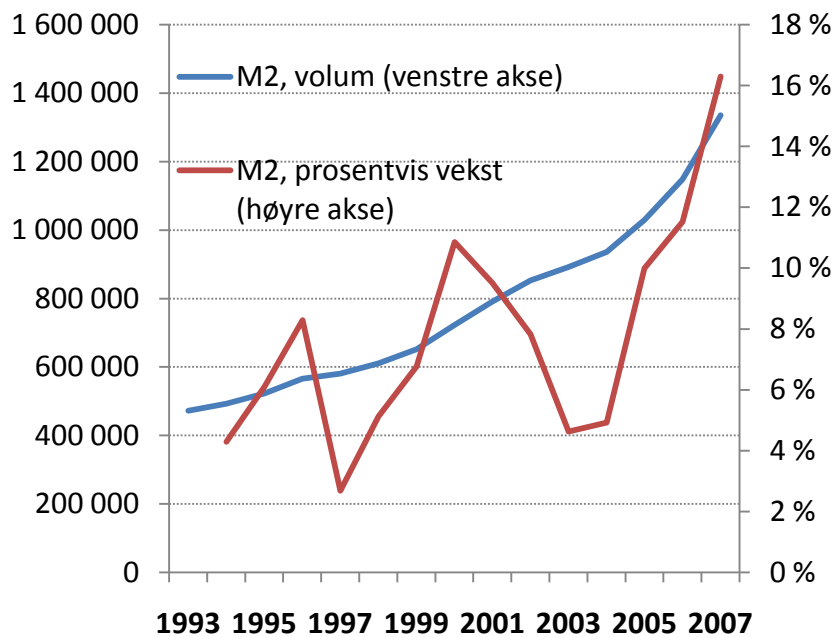


Kilde: SSB

Som det går fram av figur 3.8, har den kvartalsvise pengemengdeveksten, målt ved M2, fra høsten 2004 og fram til årsskiftet 2007/2008 i perioder ligget mellom 10 og 20 prosent. Dette ligger langt over den vekst i M2 som fant sted da den amerikanske pengepolitikken under Greenspans ledelse var på sitt mest ekspansive, slik vi så i figur 3.1.

Visesentralbanksjef Charlie Bean i Bank of England har vist til at de baserer seg på en tommelfinger regel om at en vekst i pengemengden med 5 prosent er forenlig med deres inflasjonsmål på 2 prosent.<sup>76</sup> Også opp mot denne regelen har pengemengdeveksten i Norge vært høy.

Vi kan også se på den akkumulerte veksten i M2. Som det går fram av figur 3.9, har volumet på pengemengden målt ved M2 blitt tilnærmet tredoblet siden 1993, og nesten doblet seg på 2000-tallet.

**Figur 3.9: Pengemengde M2, volum og årlig vekst, Norge 1993 - 2008**

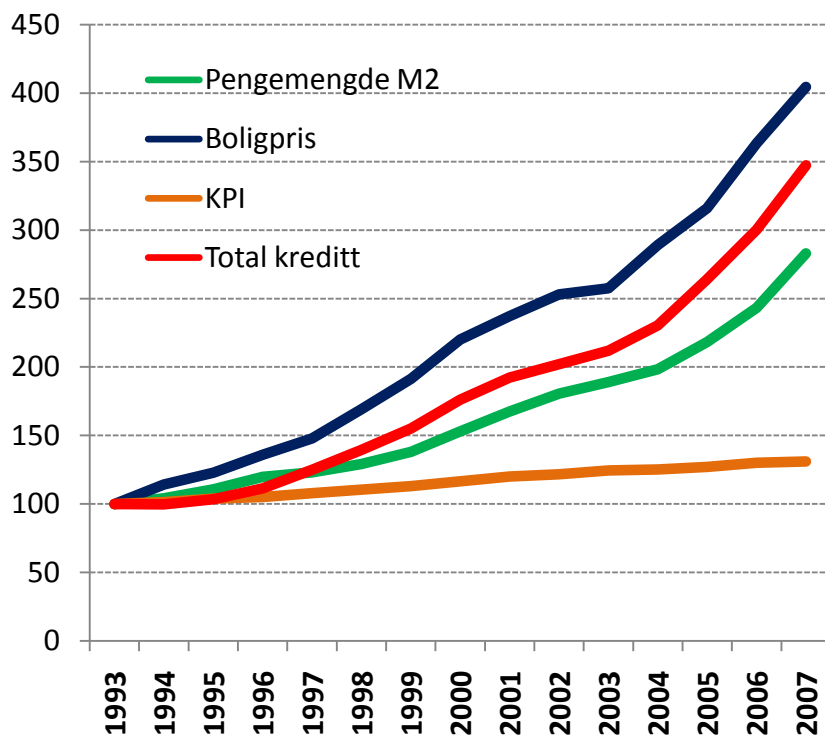
Kilde: SSB

De nye pengene og den lave renten ga ikke nevneverdig utslag i konsumprisindeksen. Den svært høye norske produktivitetsveksten og billige importvarer fra de fremvoksende økonomiene sørget for dette. Pengemengdevekst og lav rente tar også tid på å virke inn på konsumvareprisene, et tidsetterslep som kan variere og som kan være vanskelig å beregne. Norges Bank opererer med en tommelfingerregel som sier at denne virkningen tar 2 – 3 år. Følgelig er også pengepolitikken innrettet på hva man tror vil skje med prisnivået i henhold til denne tidshorisonen.

Men i mellomtiden kan rente og kreditttilførsel påvirke andre økonomiske variabler. Dette gjelder i særlig stor grad formuesprisene, med andre ord priser på verdipapirer og eiendom. Ser vi på de norske boligprisene, finner vi en kraftig vekst, spesielt fra midten av 90-tallet og fram til 2002, og i enda større grad fra 2003 til 2007. Også aksjeprisene har steget kraftig utover på 2000-tallet.

Figur 3.10 sammenstiller pengemengdeveksten M2, den totale kredittveksten, konsumprisveksten og boligprisveksten for Norge fra 1993 fram til slutten av 2007, indeksjustert med 1993 som basisår. Mens konsumprisveksten har vært relativt lav og jevn, ser vi at boligprisene har økt kraftig. Eiendomsprisene følger, ikke overraskende, kredittveksten og pengemengdeveksten M2 tett i denne perioden.

Figur 3.10: Boligpriser, pengemengde M2, KPI og total kreditt i Norge, 1993 = 100



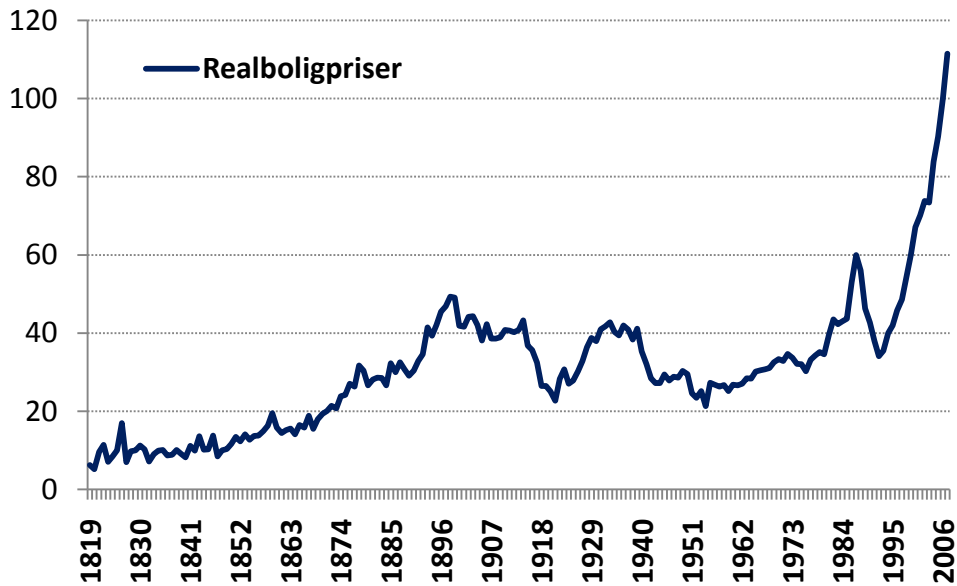
Kilde: Norges Bank

Ola Grytten er blant de norske økonomer som har påpekt den ustabile utviklingen i det norske boligmarkedet, og viser til at boligprisveksten har vist klare bobletendenser:

”I løpet av 14,5 år, fra 1. kvartal 1993 til 3. kvartal 2007, ble de norske boligprisene nesten femdoblet, mens privatpersoners disponible inntekt ble litt mer enn fordoblet. Boligprisene steg 3,3 ganger mer enn det generelle prisnivået. Det samlede kredittvolum ble 3,3 ganger større fra januar 1997 til januar 2008.”<sup>77</sup>

Ser vi utviklingen i de norske boligprisene i et enda lengre tidsperspektiv, blir bobletendensene enda tydeligere. De to tidligere kjente boligboblene i norsk historie, Kristiania-boblen på 1890-tallet og boligboblen på slutten av 1980-tallet, begge fulgt av betydelige krakk, fremstår som relativt små sammenlignet med utviklingen fra 1993 fram til 2007, slik det går fram av figur 3.11.

Figur 3.11: Realboligprisindeks Norge, 1819 - 2007



Kilde: Norges Bank

Flere økonomer har argumentert for at boligprisveksten i Norge de senere år har vært høyere enn veksten i realøkonomien skulle tilsi, og at det har vært en boligboble i Norge. Professor Ola Grytten mener det er klare likhetstrekk med boligkrakket på 1980-tallet og dagens boligprisfall:

”Du har en periode med sterk vekst forut for fallet, og ekspansiv penge- og kredittpolitikk. Dette gjør at det vokser opp en boligboble. Vi hadde sterk boble på 80-tallet, og den boligboblen vi ser nå er enda sterkere. Så kommer en nedgangskonjunktur og finanskise og så smeller det.”<sup>78</sup>

Direktør i Kredittilsynet, Bjørn Skogstad Aamo, har advart mot for lave renter og en tiltagende boligboble i Norge. Som han sier:

”Lave renter over lengre tid har i mange land, og også i Norge, bidratt til at husholdningssgjeld og boligpriser har vokst sterkt. Kredittilsynet advarte mot de lave rentene allerede i 2005. I ettertid er de fleste enige med oss. [...] I Norge ble boligprisene 4-doblet fra 1992 til 2008.”<sup>79</sup>

Også professor i økonomi Steinar Holden har advart mot for lav rente og for høy prisvekst i boliger:

”Det er bekymringsfullt å sette så lav rente når boligprisene steg så mye som de gjorde. Det er flere enn meg som har advart mot dette [...] Hvis man hadde satt opp renta raskere, ville det ha bidratt til å dempe veksten i boligprisene. Da ville også problemene i dagens situasjon ha vært mindre.”<sup>80</sup>

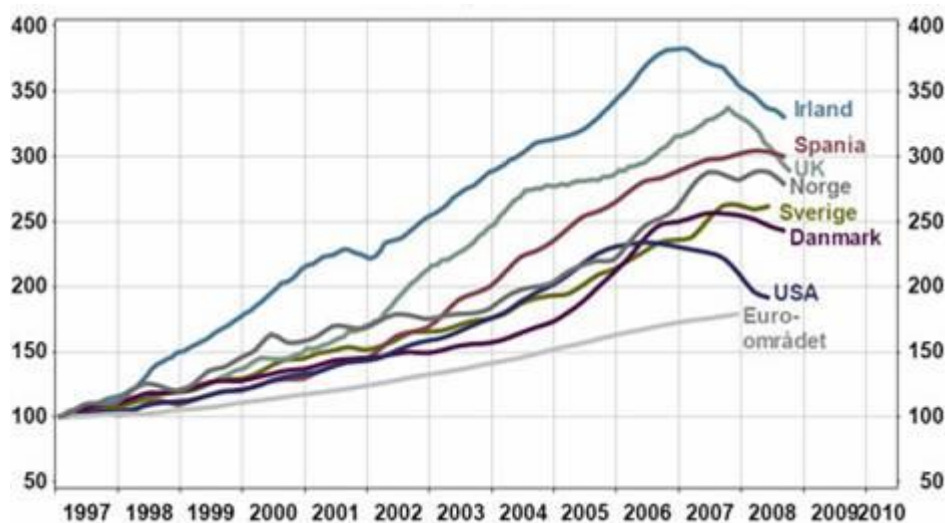
Hva var begrunnelsen for den lave renten i Norge? Steinar Juel, sjefsøkonom i Nordea og tidligere tilknyttet Norges Bank Watch, som vurderer den pengepolitiske styringen i Norge, mener at

”Norges Bank har sett for mye på den formelle inflasjonen [...] Siden årtusenskiftet har mye produksjon blitt flyttet til Kina, noe som har gitt billige forbruksvarer for vestlige forbrukere. Billig import betyr lav inflasjon, derfor satte Gjedrem [ned] renta [...] De lave importprisene ga jo større etterspørsel i den norske økonomien, ikke mindre, og når bankene satte rentene ned vokste etterspørselen enda mer.”<sup>81</sup>

Boligprisene har den siste tiden begynt å falle, og er av flere økonomer ventet å falle ytterligere.<sup>82</sup> Får de rett i denne vurderingen, vil det virke negativt på den økonomiske veksten i Norge.

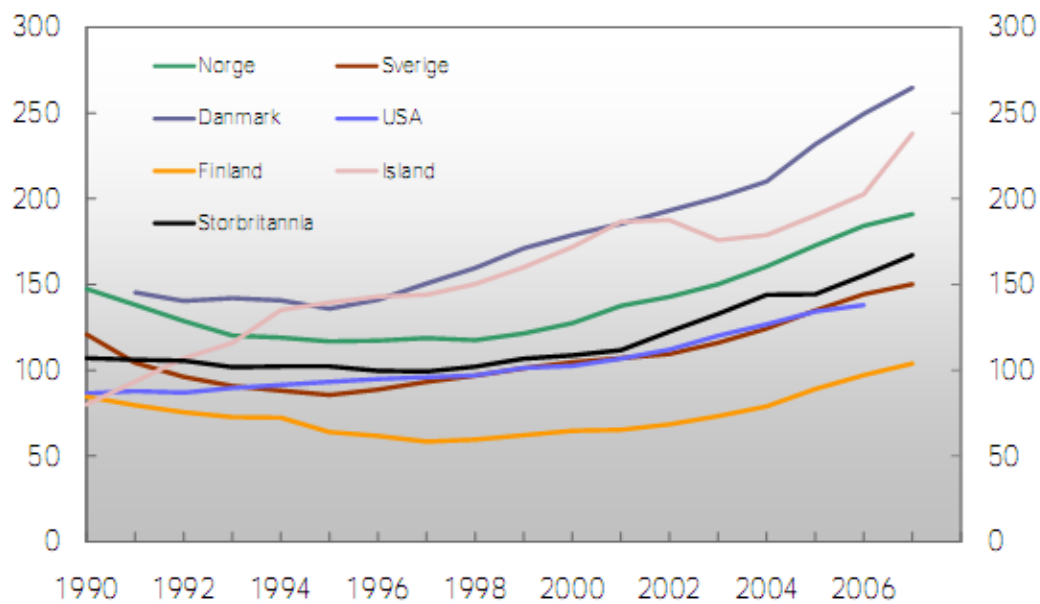
Også andre vestlige land har opplevd kraftig prisvekst i formuesobjekter, spesielt boliger, slik det går fram av figur 3.12. Sammenligner vi utviklingen i de land som har opplevd den største prisveksten på boliger det siste tiåret, ser vi at Norge ligger helt i topp, kun slått av Irland, Spania og Storbritannia. Figuren viser at boligprisveksten i Norge siden første kvartal 2006 har steget langt mer enn det som har vært tilfelle i USA. Euroområdet kommer samlet sett langt bedre ut, noe som kan henge sammen med at den europeiske sentralbanken (ECB) har hatt større fokus på aktivpriser og kredittvekst enn andre vestlige sentralbanker.

**Figur 3.12: Boligpriser i vestlige land, 1997-2008, 1997 = 100**



Kilde: Holberg Fondene / na24.no <http://www.na24.no/article2359056.ece>

Vi ser også at oppbyggingen av gjeld i landets husholdninger har økt kraftig fra slutten av 90-tallet og fram til finanskrisen slo inn i norsk økonomi, slik det går fram av figur 3.13. Dette er i tråd med utviklingen som har funnet sted i andre vestlige land, men igjen ser vi Norge ligge klart i øvre sjikt.

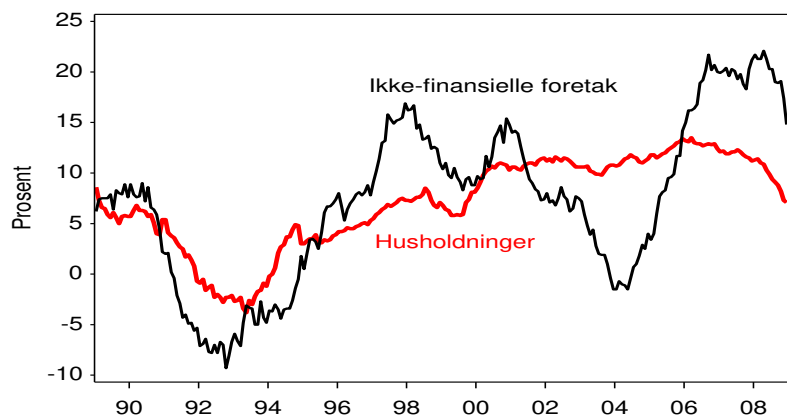
**Figur 3.13: Husholdningenes gjeld i prosent av disponibel inntekt, utvalgte land, 1990-2007**

Kilde: Norges Bank, Finansiell stabilitet, rapport nr 2, 2008

Som Kredittilsynet slår fast: "Fra 2002 til 2008 steg husholdningenes gjeld med 85 prosent og økte fra 148 prosent av inntekten til nær 200 prosent." Tilsynet, ved direktør Bjørn Skogstad Aamo, har advart mot denne utviklingen, fordi "høy gjeldsbelastning, høy belåningsgrad, flytende rente og ingen nedbetaling av gjelden skaper sårbarhet." I følge Aamo kunne denne utviklingen

"selvsagt ikke fortsette, men den internasjonale finanskrise har gjort at vi nå ser tendenser til bråbremsing med de skadevirkninger det kan ha. Husholdningenes kredittvekst er mer langvarig, og tosfret i hvert av de foregående syv-åtte år fram til slutten av fjoråret og særlig knyttet til boligmarkedet. Resultatet har blitt klare bobletendenser i boligmarkedet fram til boblen begynner å sprekke ved overgangen fra 2007 til 2008."<sup>83</sup>

Figur 3.14 viser den sterke kredittveksten til norske bedrifter og husholdninger fra 1993 og fram til finanskrisen slo inn i norsk økonomi.

**Figur 3.14: Kredittvekst, foretak og husholdninger, Norge 1989-2008, prosent**

Kilde: Kredittilsynet, Aamo, Bjørn Skogstad, "Finanskrisen – vil reguleringer bestå prøven", 4. februar 2009 / Reuters Ecowin

Sammenstill vi faktorene vi har drøftet ovenfor – lav rente, både nominelt og reelt; kraftig pengemengdevekst, målt ved M2; økende gjeldsbelastning og belåningsgrad; høy realøkonomisk aktivitet, ved høy kapasitetsutnyttelse og svært lav arbeidsledighet; kraftig vekst i formuesprisene, både i aksjepriser og boligpriser – er det nærliggende å konkludere med at den økonomiske utviklingen i Norge på 2000-tallet har vært preget av en egengenerert økonomisk boble. På et eller annet tidspunkt ville denne boblen ha sprukket, og vi ville ha fått et krakk fulgt av en realøkonomisk nedgang, slik Aamo påpeker. Steinar Holden bekrefter til dels dette synet:

”Det lå i prognosene at den norske økonomien ville sette ned tempoet helt på egen hånd, men virkningene blir kraftig forsterket av finanskrisa”.<sup>84</sup>

I mellomtiden slo altså en internasjonal finanskrisa inn i norsk økonomi, noe som har påvirket både utviklingen i finansmarkedet, formuespriser og konjunkturforløpet. På bakgrunn av dette er det fristende å konkludere med at sentralbanksjef Svein Gjedrem og Norges Bank ble ”reddet” av finanskrisen. Med andre ord, at vi unngikk å erfare et egengenerert krakk og konjunkturomslag med de ubehagelige konsekvenser det ville hatt for sentralbankens ledelse, samt den politiske ledelsen.

I hvilken grad sentralbanken i en liten åpen økonomi som Norge er i stand til å sette renten høyere enn det nivået man finner i våre eksportmarkeder, er imidlertid et annet sentralt spørsmål. Ved høyere rente enn hos handelspartnerne, får man også normalt høyere kronekurs, noe som svekker konkurranseevnen. Visesentralbanksjef Jan Qvigstad har oppgitt dette som en hovedgrunn til at renten ble holdt så lavt på midten av 2000-tallet.<sup>85</sup>

Tabell 3.2 gir et lite utvalg av økonomer og kommentatorer i Norge som mener pengepolitikken til Norges Bank har bidratt til å blåse opp økonomien, spesielt i boligmarkedet.

**Tabell 3.2: Økonomer og andre som mener lav rente har bidratt til å blåse opp det norske boligmarkedet**

Person/aktør	Sitat
Ola H. Grytten, professor i økonomi, NHH	<p>”I Norge førte lav rente under en langvarig konjunkturoppgang, sammen med den internasjonale kredittveksten, levestandardsveksten, generøs finanspolitikk over flere år, samt sterk befolkningsvekst og tilflytting til de mellomstore og store byene, til betydelig optimisme og vekst i boligmarkedet.”</p> <p>”Veksten i boligprisene de siste årene er sterkt korrelert med kredittveksten både i styrke og bevegelser. Disponibel inntekt og privat forbruk har også fulgt hverandres utvikling i styrke og retning, men med langt mindre vekst enn i boligpriser og kreditt. Boligprisveksten er altså kredittfinansiert.”</p> <p>”Samtidig var det svært rimelig å låne penger, siden renten var lav. Arbeidsledigheten var den laveste på lenge og den økonomiske veksten vedvarende sterk. Resultatet ble stor etterspørsel etter en rekke finansobjekter, deriblant boliger.”<sup>86</sup></p>
Bjørn Skogstad Aamo, direktør Kredittilsynet	<p>”Lave renter over lengre tid har i mange land, og også i Norge, bidratt til at husholdningsgjeld og boligpriser har vokst sterkt. Kredittilsynet advarte mot de lave rentene allerede i 2005. I ettertid er de fleste enige med oss. [...] I Norge ble boligprisene 4-doblet fra 1992 til 2008.”<sup>87</sup></p> <p>”Vi mener vi har sett en boligboble i norsk økonomi. Det skyldes dels perioden med lave renter i perioden 2003-2006, men også en aggressiv og ekspansiv utlånspraksis i norske banker. Bankene har gitt mange lån ut over 80 prosent og også 100 prosent”<sup>88</sup></p>
Klassekampen	<p>”Fra høsten 2003 til høsten 2005 doblet aksjeindeksen på Oslo Børs seg, samtidig som boligprisene steig med over 20 prosent. Verdien av folks formue vokste altså enormt mye raskere enn økonomien som helhet. Dermed ble det tydelig at investeringene blåste opp en spekulativ boble. [...] Hva gjorde sentralbanksjef Svein Gjedrem? Han satte styringsrenta ned til 1,75 prosent, lavere enn noensinne og under halvparten av nivået i 2003. Det ble altså historisk billig å ta opp lån.”<sup>89</sup></p>
Steinar Juel, sjefsøkonom i Nordea	<p>”Norges Bank har sett for mye på den formelle inflasjonen [...] Siden årtusenskiftet har mye produksjon blitt flyttet til Kina, noe som har gitt billige forbruksvarer for vestlige forbrukere. Billig import betyr lav inflasjon, derfor satte Gjedrem [ned] renta [...] De lave importprisene ga jo større etterspørsel i den norske økonomien, ikke mindre, og når bankene satte rentene ned vokste etterspørselen enda mer.”<sup>90</sup></p>



### 3.6 Lavrentepolitikk skaper misforhold mellom sparing og investeringer og feilallokering av kapital

“Den økonomiske stabiliteten økte framtidstroen og oppmuntret til kreditteksjansjon. I tillegg førte kombinasjonen av høye sparenivåer i enkelte asiatiske økonomier og en løssluppen pengepolitikk i USA til et uvanlig lavt globalt rentenivå. Denne blandingen av overdreven framtidstro og lave renter oppmuntret investorer til mer risikofylte investeringer og bankene til mer risikofylte utlån, noe subprime-markedet var selve symbolet på.”

– Charles Bean, visesentralbanksjef i Storbritannia, 16. februar 2009<sup>91</sup>

“Ironisk nok var en viktig medvirkende faktor til disse misforholdene i pengebruk og låneopptak den lange perioden med økonomisk ekspansjon og lav inflasjon de siste 25 årene, kun avbrutt et par ganger av milde resesjoner.”

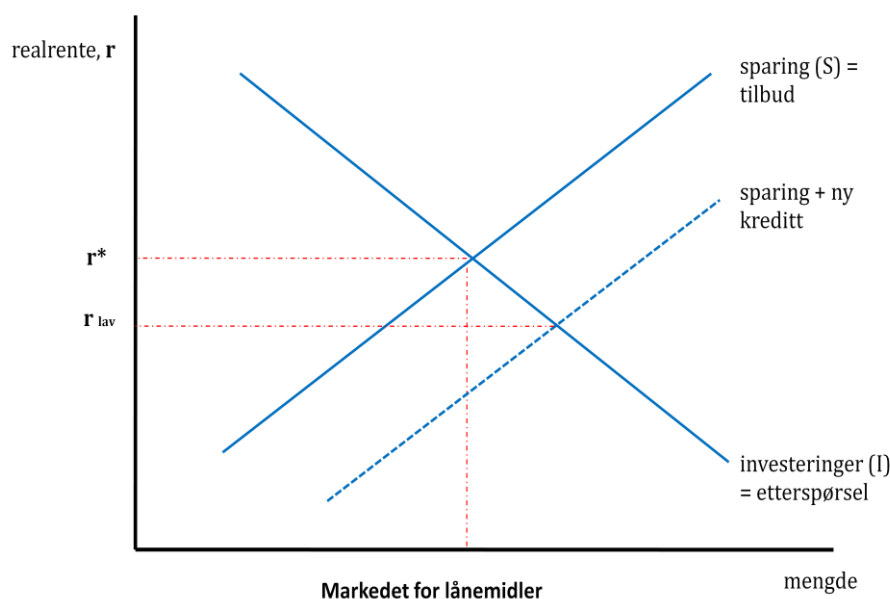
– Donald L. Kohn, visesentralbanksjef i USA, 12. november 2008<sup>92</sup>

“Lave renter øker risikoviljen i en økonomi. Profesjonelle investorer føler seg tvunget til å søke etter høyere avkastning ved å finne på nye ting – som å kjøpe *subprime*-baserte papirer.”<sup>93</sup>

– Bent Sofus Tranøy, 2009

Lavrentepolitikken som har blitt ført i den industrialiserte verden det siste tiåret skaper mange forstyrrelser og ubalanser i økonomien. Et hovedproblem er at lav realrente fører til “feilprising” av realressurser. Det gir seg utslag i for lite sparing, slik vi har sett særlig i USA, men i økende grad også i Norge: for høyt konsum (“kjøpefest”), fordi lav rente gir lavere incentiver til sparing; for mye gjeld, fordi husholdninger og bedrifter etterspør mer investeringskapital; og for høye og feilplasserte investeringer, slik man så under IT-boblen på 90-tallet og boligboblen på 2000-tallet. Med andre ord fører for lav realrente til et misforhold mellom sparing og investeringer. Dette kan illustreres som følger:

**Figur 3.15: Lavrentepolitikken virkning på markedet for lånemidler**



Som det går fram av figur 3.15, fører en rente som ligger under likevektsnivået i markedet for lånemidler til for lite sparing og for høy etterspørsel etter investeringskapital. Den nye etterspørselen blir møtt ved tilførsel av ny kreditt fra sentralbanken via de private bankene som øker pengemengden ytterligere i henhold til det som kalles pengemultiplikatoren.<sup>94</sup>

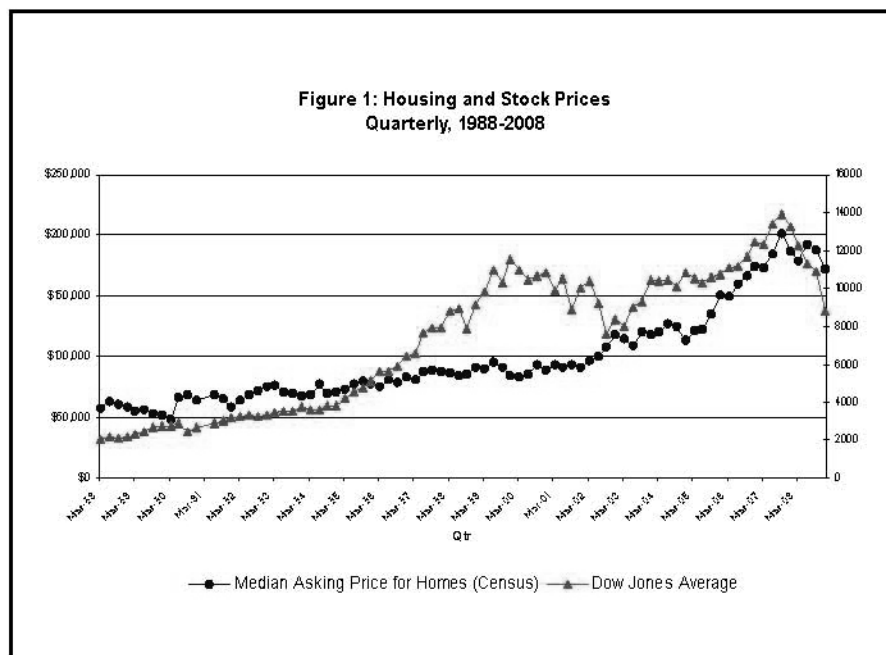
En slik lavrentepolitikk har historisk ofte vært forbundet med prisvekst og bobler i formuesobjekter, såkalt "asset price inflation" eller det som på norsk kalles aktivabobler. Slike bobler brister gjerne når pengemengdeveksten til slutt også skaper for høy prisvekst i forbruksvarer og sentralbanken setter på bremsene ved å heve renten og reduserer eller stopper pengemengdeveksten, slik vi så i USA i 2005-2007. "Kinaeffekten", med billig import til Vesten, og spareoverskudd med overføring av kapital til USA fra asiatiske og oljeeksporterende land, bidro til at det gikk lenger enn normalt før korrigeringen måtte komme.

Sentralbankene har også bidratt til å stoppe og midlertidig utsette korreksjoner i markedet, noe Grytten kommenterer:

"Markedene hadde prøvd å korrigere seg selv flere ganger tidligere, men ble møtt med lavrentepolitikk, krisepakker og skattelette. Dermed bygde det seg opp en sterk overoppheting. Når konjunktorene så snudde, ble det ingen vanlig konjunkturedgang, men en konjunkturkrise."<sup>95</sup>

Ved å se på utviklingen i amerikanske bolig- og aksjepriser, ser vi to aktivabobler forme seg, én fra 1996 i aksjer (IT-boblen) og én fra rundt 2003 i aksjer og eiendom (boligboblen og boblen i boliggjeldsbaserte verdipapirer). Man kan også se disse to bobleformasjonene som én lang boble, slik blant annet Soros tar til orde for når han snakker om "superboblen" de siste tiårene. Dette var i så fall en boble som ikke fikk lov til å korrigere seg på begynnelsen av 2000-tallet, men som ble dempet gjennom "mopping up"-politikken og "the Greenspan put".

**Figur 3.16: Dow Jones aksjeindeks (høyre akse) og boligpriser (venstre akse), USA 1988-2008**

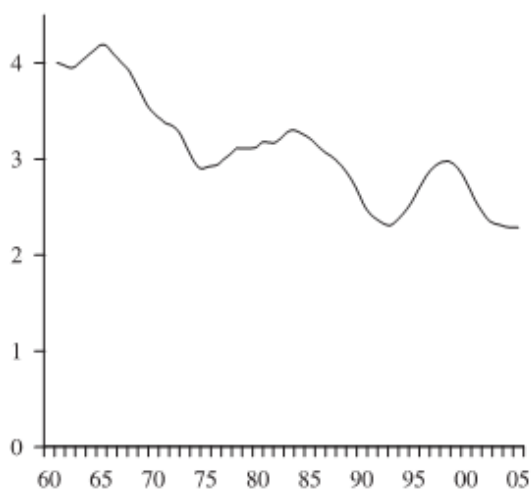


Kilde: Roger D. Congleton, "On the Political Economy of the Financial Crisis...", 12. februar, 2009 / St. Louis Fed

Realrente er det nominelle rentenivået justert for inflasjon. En høy realrente virker dempende på den økonomiske aktiviteten ved at den demper investeringslysten og øker andelen av husholdningenes inntekt som går til å betjene gjeld. Høy rente virker også dempende på pengemengdeveksten. En lav realrente, hvor inflasjonen dekker hele eller en stor andel av rentekostnadene, vil på sin side stimulere den økonomiske aktiviteten, både ved økte investeringer og ved at husholdningene får mer til forbruk. Sagt på en annen måte: En høy realrente øker sparingen, mens en lav realrente vil øke både konsum og investeringer. Den økte økonomiske aktiviteten finansieres ved tilførsel av nye penger, både fra sentralbanken og ved at de private bankene kan skape kreditt på toppen av sentralbankens likviditetstilførsel. I tillegg har vi sett finansiering utenfra ved spareoverskuddet til de land som sender penger til USA.

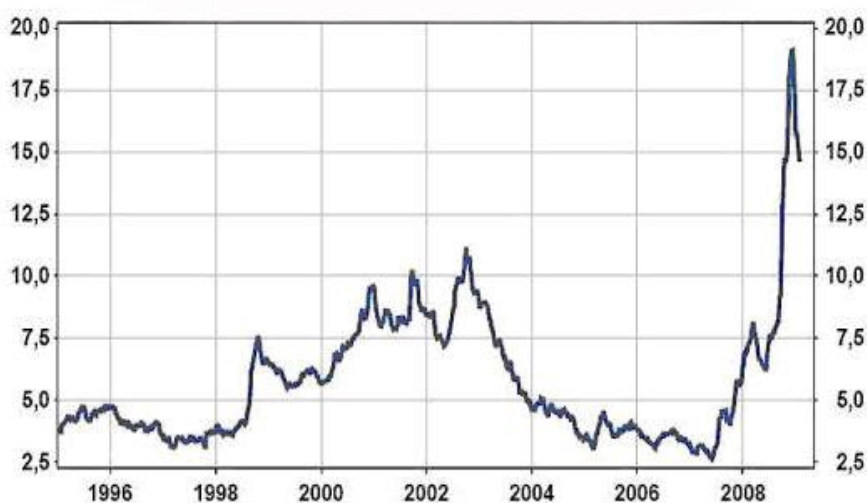
Hvis et lands økonomi ikke er i nedgangskonjunktur, vil en lav realrente over tid virke som et forstyrrende element ved verdsettelsen av realaktiva, og kan bidra til bobler i formuesobjekter som verdipapirer og eiendom. Hvilket realrentenivå som virker nøytralt på økonomien varierer over tid, men har de senere tiår vist en nedadgående trend. De siste tretti år anslås den nøytrale langsiktige realrenten i USA – dvs. en rente som verken stimulerer eller demper den økonomiske aktiviteten - å ligge i intervallet  $2\frac{1}{4}$  - 3,0 prosent. Se figur 3.17.

**Figur 3.17: Anslag på nøytral langsiktig realrente i USA, 1960-2005**



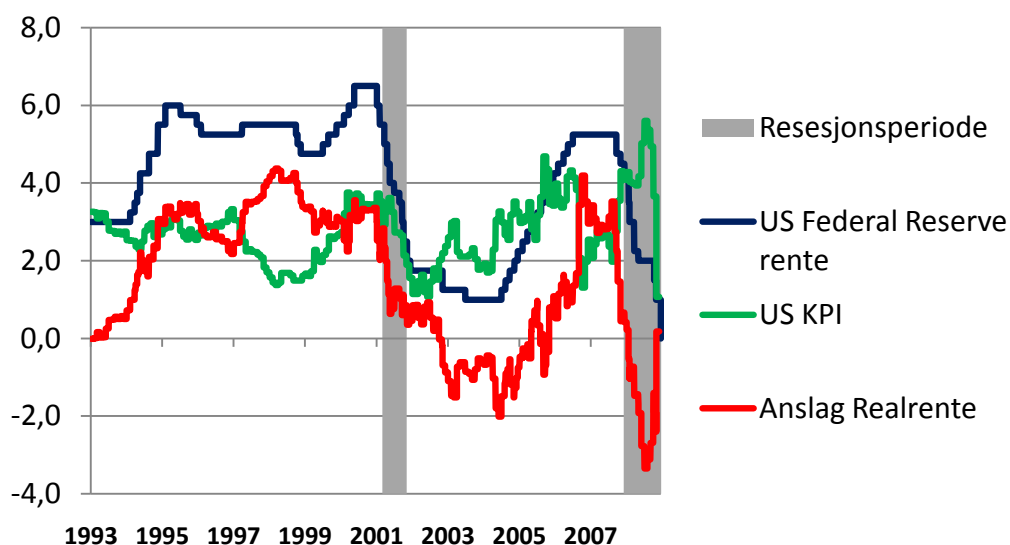
Kilde: Federal Reserve Bank of San Francisco<sup>96</sup>

En lav realrente fører også til lav nominell avkastning på lavrisikoinvesteringer, slik som statspapirer og bankinnskudd. Over tid kan det føre til jakt på økt avkastning, og derved økt risikoadferd. Dette gjør seg særlig gjeldende hvis lav realrente kombineres over tid med en økonomi i høykonjunktur, slik vi har sett i store deler av 2000-tallet. Gode tider gir mindre tap. Lav realrente gjør at investorer venner seg til lavere nominelle risikopåslag på risikofulle prosjekter. Dermed endres investorenes syn på risiko og nødvendig kompensasjon for å påta seg risiko. Når nedgangskonjunktoren kommer fører det til uventede tap på investeringer som ble ansett å være mindre risikofulle enn de i realiteten var. Figur 3.18 viser meravkastningen som investorer krever for globale høyrisikoobligasjoner ut over renten statsobligasjoner gir. Den viser at risikopremien investorer krevde var stigende fra 1998 til 2001. Dette var turbulente år, først preget av Russlands økonomiske problemer og den beslektede kollapsen i det store hedgefondet Long Term Capital Management. I 2000-2001 sprakk IT-boblen, fulgt av terrorangrepet i september 2001. Risikopåslaget investorene krevde sank deretter og var på et lavt nivå fram til kredittkrisen som oppsto i 2007.

**Figur 3.18: Meravkastning for globale høyrisikoobligasjoner ("high yield") vs. statsobligasjoner**

Kilde: Holberg Fondene

Figur 3.19 presenterer styringsrenten, inflasjonen og et anslag på kort realrente i USA de siste 25 årene. Oversikten viser at realrentene var lave på begynnelsen av 90-tallet, i etterkant av en resesjonsperiode i 1990-1991. Fra midten av 90-tallet økte styringsrenten, og realrentene virket mindre ekspansivt på økonomien. I forbindelse med resesjonen i 2001 ble styringsrenten redusert til 2,0 prosent, og ytterligere ned i 2002 og 2003 til 1,0 prosent på det laveste. Dette nivået ble holdt frem til sommeren 2004. Styringsrenten ble så økt med små, hyppige steg på 0,25 prosent, frem til en topp på 5,25 prosent sommeren 2006. Virkningen av rentepolitikken fra den amerikanske sentralbanken var at USA fra begynnelsen av 2001 frem til høsten 2006 førte en stimulerende og etter hvert konjunkturfosterkende pengepolitikk. Fra våren 2002 til våren 2005 viser anslaget på realrenten av den var negativ, noe som har kraftig stimulerende effekt, siden det er "gratis" å låne.

**Figur 3.19: Styringsrente, KPI og anslag kortsiktig realrente\* i USA, 1993 – 2008. Prosent**

\*Kortsiktig realrente anslås til styringsrente pålagt 0,25 prosentpoeng, fratrukket KPI  
Kilde: Federal Reserve Bank of St.Louis. Egne beregninger av kortsiktig realrente

### 3.7 Forbedring av pengepolitikken

”Dagens finanskriser viser behovet for at pengepolitikken tar hensyn til kredittvekst og formuespriser.”

– World Economic Forum, The Global Agenda, 2009

”Fordi finansmarkedene er tilbøyelige til å skape bobler, må regulerende myndigheter akseptere at de har ansvar for å hindre dem i å bli for store. Inntil nå har de finansielle myndighetene eksplisitt avvist et slikt ansvar.”

– George Soros, DN, 5. januar, 2008

Sjefsøkonom i DnB NOR, Øystein Dørum, har sagt at om inflasjonsmålet kommer uskadet gjennom krisen, er det krise.<sup>97</sup> Det er det mange som er enig i. Det rådende pengepolitiske regimet sier at fordi det er vanskelig å identifisere hva som er en boble i aktivapriser som eiendom og aksjer, skal pengepolitikken ikke innrettes mot å dempe vekst i aktiva, men rydde opp etter at bobler har sprukket. *The Economist* og andre har kalt denne tankegangen og pengepolitiske praksisen Greenspans ”mopping up”-doktrine. Den går ut på at sentralbanken ikke skal fjerne punsjbollen mens festen er i gang, men rydde opp når festen er over, og gjerne by på mer å drikke under nachspielet.

Som sentralbanksjef i USA var Alan Greenspan klar på dette.<sup>98</sup> Norges Bank har inntatt et lignende syn på aktivabobler. Som tidligere visesentralbanksjef Jarle Berge uttalte under et foredrag for Samfunnsøkonomenes Forening 1. februar, 2008:

”Det er veldig vanskelig å fastslå hvorvidt raskt økende formues- og boligpriser er bobler, eller om prisøkningen hovedsakelig skyldes fundamentale forhold [...] Sikkert og visst har ekspansiv pengepolitikk bidratt til veksten i eiendomspriser og gjeldsøkninger. Investeringspriser vil generelt sett reagere på kortsiktige renter, men man kan vente at slike bevegelser mer eller mindre jevner seg ut i løpet av konjunkturen”.<sup>99</sup>

Erfaringen fra finanskrisen illustrerer at dette standpunktet bør revurderes. USAs visesentralbanksjef Donald L. Kohn mener at spørsmålsstillingen bør diskuteres med et åpent sinn, blant annet fordi kostnadene ved en kollaps i boligmarkedet ”har vist seg å være langt større enn det jeg og mange andre trodde”.

Årsakene til at Kohn og andre ikke trodde et potensielt boligkrakk kunne få så store følger er Greenspans pengepolitikk, som beskrevet tidligere i dette kapitlet. ”The Greenspan put” skapte forventninger om at man aldri ville oppleve alvorlige kriser. Som Kohn sier:

”Når jeg ser tilbake, kan jeg ha fått en falsk trygghetsfølelse som følge av den amerikanske økonomiens evne til å hente seg inn igjen da IT-boblen sprakk, da de russiske statsfinansene kollapset og krisen knyttet til Long-Term Capital Management – og selv boblen i boliger og næringsseiendom på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet”.<sup>100</sup>

Denne gangen var imidlertid ikke sentralbanken i stand til å redde økonomien på samme måte: ”Oppryddingen etter denne aktivaboblen har vist seg å være mye vanskeligere”, fordi boblen var langt større, fordi boligmarkedet og boligfinansieringssystemet befinner seg i kjernen av det

amerikanske finansmarkedet, og på grunn av hvordan komplekse finansprodukter har vevet finansinstitusjonene tettere sammen, også på tvers av landegrensene.

Bobler kan bli så store at ettervirkningene av at boblen sprekker gir større skade enn den kortsiktige reduserte veksten som kan følge av å ta høyde for bobletendenser i aktivapriser. Det betyr ikke nødvendigvis at sentralbanken skal forsøke å nulle ut eller sprekke ethvert tilløp til bobler i aktivapriser, men kan være et argument for at sentralbanken skal være seg bevisst inflasjon i aktivapriser og "lene seg mot vinden" når den tar av, slik den europeiske sentralbanken (ECB) har tatt til orde for.

Man kan også spørre seg om det bør være sentralbankens oppgave å "finjustere" konjunktur- og prisutviklingen ved bruk av rentepolitikken. George Cooper er blant de kommentatorer som stiller seg svært kritisk til denne pengepolitiske praksisen. Han mener at sentralbanken kan skape større ubalanser på lang sikt ved å forsøke å glatte ut de makroøkonomiske målene (prisvekst og produksjonsgap) på kort sikt, også fordi denne politikken forhindrer markedet i å kunne korrigere seg selv.<sup>101</sup> Økonom Steinar Holden gjentar dette argumentet:

"Problemet med [den unødvendig store vektleggingen av inflasjonen] er at sentralbanker har liten kontroll på inflasjon på kort sikt, og bør derfor heller ikke forsøke å kontrollere kortsiktige svingninger. [...] De må tåle at inflasjonen svinger litt, fordi prisveksten ikke lenger er hva den var".<sup>102</sup>

Som et alternativ til dagens pengepolitiske styring med klare keynesianske motiver i forhold til å stimulere og "stabilisere" pris- og produksjonsutviklingen, mener Cooper at pengemyndighetene heller bør konsentrere seg om å skape monetær og finansiell stabilitet over tid. Med dette menes at sentralbanken bør forhindre for kraftig kredittvekst, som leder til oppbygging av aktivabobler, høy gjeld og ustabilitet i det finansielle systemet.<sup>103</sup>

Finanskrisen har synliggjort behovet for en revidering av den pengepolitiske styringen og de doktriner og makroøkonomiske teorier denne styringen har basert seg på siden inflasjonsmålet ble uformelt og formelt innført i de industrialiserte landene. Det vil være spesielt viktig at pengemyndighetene tar innover seg hvordan tilbudssidesjokk, for å ta i bruk keynesiansk fagsjargong, virker inn på økonomien og prisveksten. Høy produktivitsvekst og importert prisdeflasjon ("Kinaeffekten") trekker prisnivået nedover, og jo mer dette gjør seg gjeldene, jo mer ekspansiv pengepolitikk må sentralbanken ta i bruk ved rentekutt og kredittilførsel for å realisere den ønskede prisveksten, jf. inflasjonsmålet. Pengemengdevekst må gjøre seg gjeldende et eller annet sted. Hvis Kinaeffekt og produktivitsvekst virker dempende på inflasjonen på varer og tjenester, vil pengemengeveksten lett dukke opp i aktiva som bolig og aksjer. Finanskrisen har synliggjort at det også har sin kostnad.

## 4. Boligpolitikken og den amerikanske boligboblen

“Nå for tiden livnærer amerikanere seg av å selge boliger til hverandre, finansiert gjennom penger lånt fra Kina.”

– Paul Krugman, *New York Times*, 29. august 2005<sup>104</sup>

“Bobler støttes opp av velmenende politikere. Alle politikere vil at folk skal bo bra.”

– Gøran Lind, rådgiver for den svenske Riksbanken, 4. februar 2009<sup>105</sup>

Som det går fram av vår analyse til nå, har både den nasjonale pengepolitikken og internasjonale økonomiske ubalanser, med spareoverskudd i fremvoksende økonomier og oljeeksporterende land, bidratt til billig og rikelig tilgang på kreditt for husholdninger og virksomheter i de vestlige landene. Disse forholdene har bidratt til å skape en ustabil kreditt- og finansboble. Det har også gjort det mulig for potensielle boligkjøpere å ta opp lån og øke husholdningenes gjeldsoppbygging. Som Mark Zandi, sjefsøkonom ved Moody's Economy.com, skriver i *Financial Shock* (2008):

“Mange faktorer drev denne boligkjøporgien, men den største var billig kreditt – mer spesifikt, periodens rekordlave renter på boliglån.”<sup>106</sup>

I tillegg til pengepolitikken og tilgang på utenlandsk kapital, er det også andre forhold som har bidratt til at finansboblen på 2000-tallet skulle gjøre seg *spesielt* utslagsgivende i boligmarkedet og verdipapirer avledet fra dette markedet. Særlig to faktorer gjør seg gjeldende. For det første, har vi sett hvordan vestlige sentralbanker, heriblant Federal Reserve, iverksatte kraftig motsyklisk pengepolitikk for å dempe en påbegynnende nedgangskonjunktur da IT-boblen sprakk i 2000-2001. Siden den pengepolitiske ekspansjonen kom rett etter at en aksjeboble hadde sprukket, fant den nye kreditttilførselen i stor grad veien inn i eiendomsmarkedet. I følge Mark Zandi, var denne virkningen tilsiktet fra sentralbankens side:

“Greenspan trodde at hvis renten ble kuttet raskt nok, ville den sette i gang et kraftig oppsving i aktivitetene i boligsektoren. Han hadde rett. Boligsalg, boligbygging og boligpriser tok av. Boligboblen var i gang.”<sup>107</sup>

For det andre, har amerikanske myndigheter, men også myndigheter i andre vestlige land, stimulert til økt investeringslyst i boligmarkedet gjennom andre politiske inngrep. Dette har bidratt til å skape en tiltagende og stadig mer ustabil boligboble i USA. Vi vil i dette kapitlet gå nærmere inn på den amerikanske boligpolitikken og hvordan omfattende inngrep i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet har lagt grunnen for en kraftig oppblåsning av priser på boliger og verdipapirer avledet av boligmarkedet. Blant disse inngrepene finner vi:

- skatteregler som har stimulert til investeringer i bolig
- tiltak for å få bankene til å yte lån til mennesker med lav kredittverdighet
- halvstatlige boligfinansieringsinstitusjoner som skulle hjelpe flere mennesker med å få boliglån
- verdipapirisering av boliglån for å øke bankenes finansieringskilder og for overføring av risiko
- sær-amerikanske regler som gjorde at boliglån heftet ved bolig og ikke person

Vi vil i det følgende behandle disse faktorene, for så å se nærmere på hvordan disse politiske grepene har virket inn på utviklingen i det amerikanske boligmarkedet. Men først vil vi se nærmere på et av hovedmotivene bak disse inngrepene, nemlig ønsket om å øke andelen amerikanere med egen bolig.

## 4.1 Den amerikanske boligdrømmen

Idealet om et samfunn bestående av en stor middelklasse som eier egen bolig har vært et sentralt motiv i de angloamerikanske landene. I 2000 var antallet husholdninger som bodde i egen bolig henholdsvis 83 prosent for Irland, 69 prosent for Australia og Storbritannia, 67 prosent for Canada og 65 prosent for USA.<sup>108</sup> Norge er også blant de vestlige land med en stor andel husholdninger som bor i egen bolig. I 2001 bodde 76,7 prosent av alle norske privathusholdninger i egen eid bolig.<sup>109</sup>

Ser vi på utviklingen i boligmarkedet i løpet av det siste århundret, har det funnet sted en kraftig økning i andelen som eier egen bolig. Rundt forrige århundreskifte eide bare to av fem amerikanske husholdninger boligen de bodde i. I 1930 hadde denne andelen økt til 46 prosent, mens tallet fra 1965 til 1995 lå rundt 64 prosent, for så å gjøre et hopp til 69 prosent i 2005.<sup>110</sup>

Selv om denne utviklingen til en viss grad gjenspeiler den generelle velstandsutviklingen i disse landene, og muligens visse kulturelle preferanser for å eie framfor å leie, har den ikke utelukkende sitt opphav i spontane markedskrefter. Som historiker Niall Ferguson skriver, ligger "opprinnelsen til den angloamerikanske modellen med en stor andel av familier i egne boliger like mye i politikk" som i kulturelle særtrekk.<sup>111</sup>

Amerikanske myndigheter har i løpet av det siste århundret grepet aktivt inn i boligmarkedet og markedet for finansiering av boliglån. Gjennom bruk av skattefradrag, føderale oppkjøpere og garantister av boliglån og lovverk som regulerer bankenes utlånsvirksomhet, har boligfinansieringssektoren blitt stadig mer omfattende og stadig mer politisert. Som venstreøkonomen James Galbraith har påpekt:

"Boligsektoren eksisterer på dette nivået takket være støtte fra et omfattende nettverk av finansinstitusjoner underlagt føderal innskuddsforsikring, sekundærmarkedet for boliglån besørget av halvstatlige selskaper (Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac) og skattefradrag for renteutgifter på bolig. Siden 1986, da skattefradrag på andre former for renter ble fjernet, har antall husholdninger i egen bolig steget – *takket være staten, ikke markedet.*"<sup>112</sup>

I USA har idealet om å eie egen bolig blitt identifisert med den amerikanske drømmen.<sup>113</sup> Målet om å øke andelen husholdninger i egen bolig har stått sterkt både på venstre- og høyresiden i politikken. For venstresiden har boligpolitikken vært motivert ut fra ønsket om å hjelpe marginale grupper og motvirke det mange har sett som diskriminerende utlånspraksis fra bankenes side. På høyresiden har tanker om et samfunn bestående av eiendomsbesittende innbyggere som er økonomisk selvstendige vært et fremtredende ideal. George W. Bush kalte dette for "the ownership society", en ide med lange røtter i amerikansk historie og med opphav i det jeffersonske idealet om en nasjon bestående av selveiende og selvstendige bønder.<sup>114</sup>

Dette henger igjen sammen med den konservative tanken om et "eierskapsdemokrati", der et flertall av velgerne har en "eierinteresse" i den bestående samfunnsorden, og tanken om at dette vil sikre et mer stabilt og moderat politisk klima. Margaret Thatcher var aktivt tilhenger av et slikt samfunn, og iverksatte statlige tiltak, heriblant skattefradrag for renteutgifter på bolig, for å øke eierskapsraten.<sup>115</sup> George W. Bush har videreført tanken om at eierskap er gunstig for den politiske og sosiale utviklingen:

"Jo mer eierskap det er i Amerika, jo mer vitalt er Amerika, og jo flere mennesker har en sterk eierinteresse i landets fremtid."<sup>116</sup>



”Vi vil at alle mennesker i Amerika skal eie sin egen bolig”, uttalte George W. Bush i oktober 2002. Året etter signerte han American Dream Downpayment Act, som lanserte et føderalt program for subsidiering av førstegangskjøpere med lav inntekt. ”Det er i vår nasjonale interesse at flere mennesker eier sine egne hjem”, kommenterte han.<sup>117</sup>

Hos president George Bush smeltet de tradisjonelle motivene til konservative som drømte om et eierskapssamfunn sammen med motivene til venstresiden som lenge hadde vært opptatt av kårerne til minoritetsgrupper. Denne politikken hadde trolig sitt utspring i presidentens tro på medfølende konservatisme – ”compassionate conservatism”. Ett av målene med loven fra 2003, som skulle fremme den amerikanske boligdrømmen, var å øke antall husholdninger i egen bolig blant etniske minoritetsgrupper, som afroamerikanere og innbyggere med latinamerikansk bakgrunn, to grupper som lå under det nasjonale gjennomsnittet hva angikk ”homeownership rates”.<sup>118</sup>

Bush hadde tidligere ytret ønske om å hjelpe disse gruppene, og uttalte blant annet i 2002 under et besøk til en afroamerikansk kirke i St. Paul at

”vi har et problem her i Amerika som vi må ta oss av. Det er for mange amerikanske familier, for mange mennesker fra minoritetsgrupper, som ikke eier sitt eget hjem. Det er et gap i ’home ownership’ i Amerika. Forskjellen mellom antall angloamerikanere og afroamerikanere og latinske amerikanere som bor i egen bolig er for stor.”

Han stolte ikke på at markedet selv kunne realisere denne konservative samfunnsvisjonen:

”Det innebærer at vi tar i bruk de føderale myndighetenes mektige muskel i kombinasjon med myndigheter på lokalt og delstatsnivå for å stimulere til at flere skal eie sitt eget hjem.”

Dette innebar også et ambisiøst mål:

”innen 2010, skal vi ha økt antall minoritetshusholdninger i egen bolig med minst 5,5 millioner. For å tette igjen dette eierskapsgapet, blir vi nødt til å sette store mål for Amerika og styre vår oppmerksomhet og våre ressurser i retning av dette målet.”<sup>119</sup>

Bush sine boligpolitiske visjoner, som skulle realiseres ved å ta i bruk ”myndighetens mektige muskel”, var riktignok ingen ny ide. Clinton-administrasjonen trappet opp hjelpen til amerikanske minoritetsgrupper og lavinntektsgrupper for å øke eierskapsraten. Som Wayne Barrett skriver i *Village Voice*:

”Muligens den eneste innenrikspolitiske saken George Bush og Bill Clinton var fullstendig enige om, var å maksimere boligeierskapsraten. Begge ville ta æren for en rekord i antall boligeiere, og begge beskrev sine tiltak som en hjelp til svarte og ’hispanics’. HUD [boligdepartementet], Fannie og Freddie [de statlige støttede boligfinansieringsselskapene] var virkemidlene deres”<sup>120</sup>

Boligpolitikken til Clinton og Bush baserte seg i sin tur på tidligere føderale inngrep. For å forstå det amerikanske boligfinansieringssystemet og hvilke incentiver amerikanske boligkjøpere og boligfinansieringsinstitusjoner sto overfor, er det nødvendig å gå tilbake til New Deal-politikken på 1930-tallet. Men den første stimulansen til boligmarkedet kom allerede i 1913 da den føderale personskatten ble innført, noe som ga myndighetene muligheten til å gi politisk motiverte skattefradrag.

## 4.2 Skattesubsidiering av bolig

Skattefradrag for renteutgifter på bolig er noe man kan finne i flere vestlige land. Ulempen med en slik ordning, sett fra et økonomisk ståsted, er at det virker vridende på investeringsbeslutninger, noe som fører til at mer ressurser kanaliseres inn i boligmarkedet enn det ellers ville ha gjort. Fra et politisk ståsted, er det nettopp denne virkningen man ønsker. Som vi har sett har flere land hatt som mål å øke eierskapsraten. En metode for å få til dette er å gjøre det billigere å ta opp boliglån.

Skattefradragene bidrar til å redusere den effektive renten på boliglån ved at rentekostnadene reelt sett blir lavere. Ved avdragsfrie lån, er denne ordningen enda gunstigere, siden man kan trekke fra alle de månedlige kostnadene ved boliglånet. Dette er med andre ord en form for subsidiering av boligkjøpere. I USA utgjør denne subsidieringen en kostnad for finansdepartementet på 76 milliarder dollar i 2006.<sup>121</sup>

I USA ble denne type fradrag introdusert allerede i 1913, samtidig med innføringen av den føderale personskatten, noe "som fortsatt kraftig stimulerer boligetterspørselen", i følge sentralbanksjef Ben Bernanke.<sup>122</sup> Den økonomiske skribenten Roger Lowenstein mener imidlertid at skattefradraget opprinnelig hadde liten innvirkning på eierskapsraten i USA, og at økningen i antall husholdninger i egen bolig etter andre verdenskrig heller bør tilskrives myndighetenes inngrep i boligfinansieringsmarkedet for å øke tilgangen på boligkreditt.<sup>123</sup>

Både Margaret Thatcher og Ronald Reagan var tilhengere av skattefradrag for rentekostnader på boliglån. Thatcher innførte denne ordningen i 1983, mens Reagan i 1984 uttalte at "vi vil beholde den delen av den amerikanske drømmen som fradraget på boliglånsrenter symboliserer". To år senere gjennomførte Reagan-administrasjonen en stor skattereform. Her ble fradraget for boligrenter videreført, samtidig som fradrag for renter på andre former for forbrukslån ble fjernet. Kongressen satte imidlertid et tak på boliglån opp til 1 million dollar.<sup>124</sup>

Endringen av skatteloven i 1986 bidro til at det i stigende boligmarkeder lønte seg å finansiere annet forbruk ved å ta opp nye lån på boligen. Når verdien på boligen steg, økte også husholdningenes egenkapital. Man kunne dermed ta ut det som kalles en "second mortgage", et nytt lån med sikkerhet i samme bolig, og bruke pengene på å pusse opp eller til rent forbruk. Som den svenske skribenten Johan Norberg skriver: "Din bolig var ikke lenger ditt slott, men din minibank."<sup>125</sup>

I 2005 nedsatte George Bush et utvalg som skulle utarbeide en ny, omfattende skattereform, blant annet for å forenkle skattesystemet ved å fjerne en rekke fradrag på selvangivelsen, men beordret samtidig utvalget til ikke å glemme "betydningen av boligeierskap". Med andre ord skulle rentefradraget for boliglån holdes hellig. Både boligbyggerbransjen og eiendomsmeglere tok til orde for å beholde fradraget. Og eiendomskongen Donald Trump mente det ville føre til "en total katastrofe" om fradraget ble fjernet: "Det vil føre til en kraftig resesjon, om ikke en depresjon."<sup>126</sup>

Også Bill Clinton ønsket å begunstige boligkjøpere med skattefordeler. Som han sa under landsmøtet i det demokratiske partiet i 1996:

"I kveld vil jeg foreslå et nytt skatteuttak for boligeierskap som forteller enhver arbeidende middelinntektsfamilie i dette landet at om du selger boligen din, vil du aldri måtte betale kapitalgevinstskatt på boligen – noen sinne."<sup>127</sup>

*New York Times* mener dette skattekuttet kan ha bidratt til den amerikanske boligboblen. Denne skattefrie avkastningen gjaldt ikke andre former for investeringer, som normalt ble beskattet med opp til 20 prosent. Skattefordelen virket dermed vridende på investeringsbeslutninger. Den nye skatteloven bidro til at boliger i økende grad ble sett som et investeringsobjekt, noe man kunne kjøpe, eventuelt pusse opp, og selge videre med en skattefri fortjeneste. Dermed bidro det også til overopphetingen i boligmarkedet:

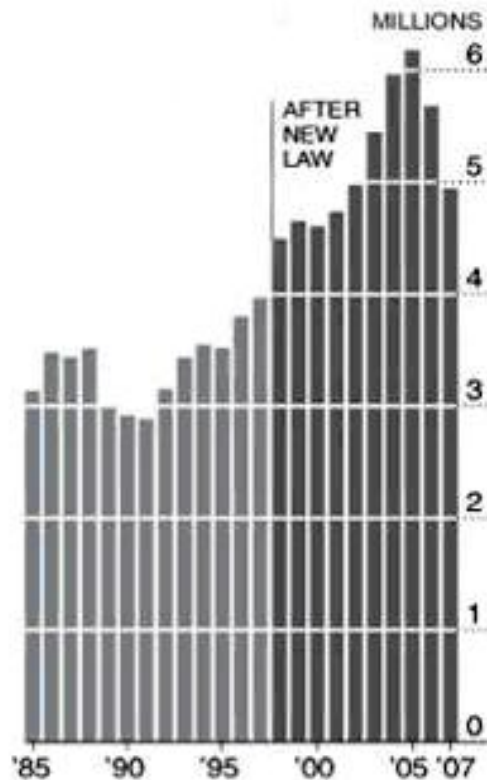
”Sammen med andre former for boligsubsidiering som allerede fantes i skatteloven – hvorav det viktigste var fradraget på boligrenteutgifter – ga loven mennesker incentiver til å kjøpe mer og mer eiendom. En mykere utlånspraksis og lave renter ga så folk midlene til å gjøre det.”<sup>128</sup>

I følge en analyse gjennomført av en økonom ved Federal Reserve, førte denne loven til at 17 prosent flere boliger enn normalt ble solgt i løpet av det siste tiåret, mens nobelprisvinner i økonomi Vernon L. Smith mener denne loven bidro til å ”fyre opp under alle boligboblers mor”.<sup>129</sup>

Norge stimulerer også til kjøp av bolig med det samme skattegrepet. Mens kapitalgevinster generelt skattelegges med 28 prosent, er gevinst fra salg av primærbolig (som man har bodd i over ett år) skattefri. Charles O. Rosotti, fra det amerikanske skattevesenet (IRS), stilte seg spørrende til en slik skattepolitikk da Clintons Taxpayer Relief Act ble diskutert i 1997:

”Hvorfor insistere, slik denne loven gjør, på at de skal plassere [investeringene] i boliger for å oppnå denne fordelene? Hvorfor ikke la dem investere i andre ting som kan være mer produktive, som aksjer og obligasjoner?”<sup>130</sup>

**Figur 4.1: Antall boligsalg, millioner, før og etter endring av skatteloven i 1997**



Kilde: New York Times / National Association of Realtors

Som det går fram av figur 4.1, økte salget av eneboliger med 13 prosent året etter at Clinton-administrasjonen innførte loven som fjernet kapitalgevinstskatt på fortjeneste ved salg av bolig opp til 500.000 dollar. Riktignok ser utviklingen ut til å representere en trend som startet allerede i 1991 og som fortsatte fram til 2005, men det virker som trenden gjorde et hopp og fortsatte på et noe høyere nivå fra 1998. William Gale, sjef for den økonomiske forskningen ved Brookings Institution, mener imidlertid at dette skattekuttet har spilt en relativt beskjeden rolle i forhold til boligboblen. Lave renter har, i følge ham, hatt en langt større betydning.<sup>131</sup>

Vi vil anta at økningen i antall boligsalg er noe som ville ha funnet sted uansett og at hovedårsaken var prisøkningen på boliger. Dette igjen henger sammen med rikelig og rimelig tilgang på kreditt, slik vi har pekt på tidligere. Skattefritak på kapitalgevinst og skattefradrag på boligrenteutgifter har kommet på toppen av andre faktorer som nok et stimulerende middel og har dermed bidratt til bobletendensene, men i mindre grad enn andre faktorer, slik William Gale påpeker.

Blant de faktorer som har større betydning for den amerikanske boligboblen, er kraftige inngrep i boligfinansieringsmarkedet, som har stimulert til økt aktivitet i boligsektoren. Det amerikanske boligfinansieringssystemet er unikt og komplekst og har utviklet seg gjennom et nært samspill mellom stat og marked det siste århundret. Grunnstrukturen ble lagt i en tidligere boligkrise og finanskriser – den store depresjonen på 1930-tallet.

#### 4.3 Arven etter New Deal

”I den flodbølge av [nye føderale organer] som New Deal frembrakte, er det lett å overse det faktum at det mest vellykkede og vedvarende elementet var den ‘new deal’ som ble gitt i forhold til boligmarkedet.”

– Niall Ferguson, *The Ascent of Money*, 2008<sup>132</sup>

”I løpet av det siste århundret har vi sett to store endringer i boligfinansieringsmarkedet. Den første av disse var et resultat av New Deal. Den andre oppsto som følge av finansiell innovasjon og en rekke kriser i boligfinansieringsmarkedet fra midten av 60-tallet til midten av 80-tallet”

– Ben Bernanke, 31. august, 2007<sup>133</sup>

Sentralbanksjef Ben Bernanke påpeker at ”institusjonelle endringer over lang tid i det amerikanske bolig- og boliglånsmarkedet har hatt en betydelig innvirkning” på amerikansk økonomi, både når det gjelder økonomiske sykluser og i forhold til hvordan penger spres i økonomien. Disse institusjonelle endringene startet med New Deal-politikken.

Statsinngrep i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet strekker seg med andre ord tilbake til den store depresjonen på 1930-tallet. På denne tiden var boliglån normalt kortsiktige (tre til fem år), med avdragsfrihet i låneperioden og innbetaling av hele lånesummen på slutten av lånets løpetid. Det var derfor nødvendig for boligkjøpere å refinansiere lånene med jevnlig mellomrom.<sup>134</sup>

Under finanskrisen som kom i kjølvannet av krakket på Wall Street i 1929 og den alvorlige bankkrisen fra 1930, oppsto det kredittørke, noe som også gjorde seg gjeldende i boligfinansieringen, ikke ulikt det vi har sett under dagens finanskriser. Boligkjøpere fikk dermed store problemer med å

refinansiere lånene sine. Kombinasjonen av kredittørke og en kraftig nedgangskonjunktur med deflasjon og stigende arbeidsledighet, førte til at forfallsraten på boliglån skjøt i været.

Da president Franklin Delano Roosevelt overtok makten i mars 1933, var nesten 10 prosent av alle amerikanske hjem i "foreclosure". Dette innebærer at husholdninger med boliglån ikke er i stand til å innfri sine låneforpliktelser, og at boligen dermed blir overtatt av utlånsbanken, som tok pant i boligen da lånet ble inngått. I 1932 og 1933 var det over en halv million "foreclosures", og i 1933 falt boligprisene med over 20 prosent. Samtidig hadde virksomheten i bygg- og anleggsbransjen falt med rundt 50 prosent siden toppen på slutten av 1920-tallet.<sup>135</sup>

For å avhjelpe situasjonen, iverksatte føderale myndigheter tiltak overfor boligmarkedet. I 1932 opprettet president Herbert Hoover Federal Home Loan Banking System. Dette førte til en omorganisering av de amerikanske sparebankene. I 1934 tok Roosevelt-administrasjonen skrittet videre og opprettet Federal Housing Administration (FHA), et føderalt organ som skulle forsikre utlånsinstitusjonene mot at boliglån forfalt. Målet var at en slik statlig garanti ville stimulere til økt utlånsvirksomhet og bedre lånebetingelser.<sup>136</sup>

I 1937 kom en ny kraftig nedgang, av økonomiske historikere kalt "en depresjon i depresjonen".<sup>137</sup> Årsakene var blant annet innstrammende finanspolitikk (økte skatter uten en tilsvarende økning i statsutgiftene), innstrammende pengepolitikk (en dobling av bankenes reservekrav med påfølgende innskrenkning av pengemengden) og det flere økonomiske historikere har karakterisert som en næringsfiendtlig politikk av Roosevelt-administrasjonen.<sup>138</sup>

Boligmarkedet opplevde dermed en ny nedgang. For å bøte på denne situasjonen, opprettet føderale myndigheter i 1938 en egen boligfinansieringsinstitusjon, Federal National Mortgage Association, også kjent som Fannie Mae, som kunne utstede obligasjoner for å finansiere oppkjøp av boliglån fra landets boligutlånsbanker. Målet var å øke tilgangen på boligkreditt i hele landet, samt å redusere de store regionale forskjellene i tilgangen på boliglån.<sup>139</sup>

De amerikanske boligutlånsbankene var tungt regulert, med geografiske begrensninger på bankens virkeområde, og med tak på den rente som kunne tilbys innskyterne ("Regulation Q"). Sparebanker kunne for eksempel ikke gi boliglån til mennesker utenfor en radius av 80 kilometer fra der banken hadde sin filial fram til 1964, og utenfor 160 kilometer etter det. Andre lover forbød banker å ha mer enn én filial og å operere på tvers av delstatsgrensene.<sup>140</sup>

Rentetaket på innskudd, som ble innført med Glass-Steagall Act i 1933, reduserte tilgangen på kreditt for sparebankene, og hver gang pengemarkedsrenten oversteg denne maksimumsrenten, ble bankene tappet for innskudd. Dette la store begrensninger på sparebankenes virksomhet og finansieringsevne, spesielt ettersom renten steg utover på 1970-tallet i takt med den tiltagende inflasjonsraten. Dette utløste i sin tur en omfattende sparebankkrise, der en hel nisjevirksomhet innen den amerikanske banksektoren holdt på å forsvinne. Som Bernanke påpeker: "I fravær av alternative finansieringskilder, forhindret tap av innskudd forretningsbanker og sparebanker fra å øke tilgangen på boligkreditt til nye kunder."<sup>141</sup>

Gjennom å kjøpe opp boliglån fra de lokale bankene, kunne Fannie Mae altså sørge for et nasjonalt sekundært boligfinansieringsmarked. I første omgang var denne virksomheten begrenset til lån som var garantert av de føderale myndighetene gjennom forsikringsordningen til FHA. Reguleringene fra 1930-tallet skapte dermed et boligfinansieringsmarked bestående av spesialiserte innskudds- og boligutlånsinstitusjoner, som lokale sparebanker, supplert av statlige organer som FHA og Fannie Mae.

#### 4.4 Fair lending laws: hvordan myndighetene påla banker å låne ut til minoritetsgrupper med lav kredittverdighet

De føderale myndighetenes første inngrep i boligmarkedet hadde altså sin bakgrunn i en økonomisk krise og i et sosialpolitisk engasjement om å hjelpe flere mennesker til å eie egen bolig. Det hadde også sitt opphav i en utilsiktet virkning av reguleringene av det amerikanske bankvesenet, nemlig at bankene ikke kunne gi boliglån utenfor sitt distrikt, og at det dermed var vanskelig å overføre boligutlånsmidler til de steder der etterspørselen var størst. Den føderale boligfinansieringsinstitusjonen Fannie Mae var et virkemiddel for å løse dette problemet, ved å skape et nasjonalt boligfinansieringsmarked. Fannie Mae sørget også for at mer penger ble kanalisert inn i boligmarkedet, ved å finansiere virksomheten sin gjennom innlån i obligasjonsmarkedet, midler som så kunne brukes til å kjøpe opp boliglån.

Den neste opptrappingen av statsinngrep i det amerikanske boligmarkedet tok til på 1960-tallet, og hadde sitt opphav i borgerrettighetsbevegelsen og krav om likestilling av afroamerikanere og angloamerikanere. Mange hadde mistanker om at bankene bedrev diskriminerende utlånsvirksomhet overfor førstnevnte gruppe, blant annet grunnet bankenes tendens til å dele inn byer i ulike soner som representerte beboere med ulik kredittverdighet. De afroamerikanske innbyggerne ble gjerne plassert i den sonen som fikk lavest gradering, og denne sonen ble markert med en rød strek. Derav opphavet til begrepet "red-lining", som i USA er et kodeord for diskriminerende utlånsvirksomhet. Innbyggerne i disse områdene måtte betale høyere renter på sine boliglån enn andre lånekunder.<sup>142</sup>

For å bøte på dette problemet, tok Johnson-administrasjonen initiativ til innføring av såkalte "fair lending laws", et lovverk som skulle forhindre diskriminering i utlånsvirksomheten.<sup>143</sup> I 1968 vedtok Kongressen Fair Housing Act, som blant annet gjorde det ulovlig å diskriminere minoriteter i boligmarkedet, heriblant i forhold til bankenes boligutlånsvirksomhet.

I 1974 og 1975 fulgte Kongressen opp med ytterligere lover. Equal Credit Opportunity Act (Regulation B) og Home Mortgage Disclosure Act (Regulation C) ga ytterligere lovhjemmel for finansinstitusjonenes reguleringsorganer til å påse at det ikke fant sted diskriminerende praksis ved kredittgivning. Home Mortgage Disclosure Act (HMDA) påla banker å innrapportere data til sine respektive tilsynsorganer om utlånsvirksomheten, noe som skulle gi myndighetene innsyn i hvorvidt bankene diskriminerte minoritetsgrupper.

I 1977 fulgte Carter-administrasjonen opp med nok en lov, Community Reinvestment Act (CRA), som påla bankene å låne ut penger til minoriteter med lav kredittverdighet. Både sparebanker og forretningsbanker som er sikret gjennom det føderale bankgarantifondet for innskuddsforsikring (FDIC) "har en forpliktelse til å imøtekomme kredittbehovet til det lokalsamfunn banken er lisensiert for, inkludert nabolag med lav- og mellominntektsgrupper."<sup>144</sup>

Ansvar for å holde tilsyn med at bankene overholdt disse kravene, ble gitt til de ulike reguleringsorganene for banksektoren: Federal Reserve for forretningsbankene, Office of Thrift Supervision for sparebankene ("thrift" er et amerikansk ord for sparebank), i tillegg til Finansdepartementet ved Comptroller of the Currency (OCC) og det føderale bankgarantifondet (FDIC).<sup>145</sup> Disse organene fikk i oppgave "å implementere CRA gjennom reguleringer, og undersøke hvorvidt forretningsbanker og sparebanker innfrir deres CRA-forpliktelser."<sup>146</sup> Blant

sanksjonsmulighetene var muligheten til å nekte banker å utvide (med flere filialer) eller å kjøpe opp eller slå seg sammen med andre banker.

På begynnelsen av 1990-tallet økte beskyldningene om at de amerikanske bankene diskriminerte lånsøkere fra minoritetsgrupper. I 1991 ble innrapportering av data i henhold til Home Mortgage Disclosure Act (HMDA) utvidet, slik at det ble mulig å sammenligne avslag på lånesøknader i forhold til ulike etniske grupper. Dette resulterte i statistikk som viste at minoritetsgrupper oftere fikk avslag på sine lånesøknader enn hvite. Men statistikken sa ikke noe om dette var på grunn av diskriminering eller fordi visse etniske grupper statistisk sett har lavere kredittverdighet enn andre. For eksempel viste offisiell HMDA-statistikk at antallet afroamerikanere og amerikanere med latinamerikansk bakgrunn også oftere fikk avslag på sine lånesøknader i banker eid av minoritetsgrupper.<sup>147</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>148</sup>

I 1992 kom imidlertid en undersøkelse gjennomført av distriktskontoret til Federal Reserve i Boston som viste at selv om man kontrollerte for viktige variabler tilknyttet kredittverdighet, fikk visse etniske grupper oftere avslag på sine lånesøknader enn andre grupper.<sup>149</sup> Etterprøving av undersøkelsen avdekket imidlertid alvorlige feil i datamaterialet og tolkningen av dette, noe flere økonomer påpekte.<sup>150</sup>

For det første var det ingen andre undersøkelser som bekreftet funnene til Boston-undersøkelsen. Og for det andre gjennomførte det føderale bankgarantifondet (FDIC) en etterprøving av datamaterialet, ved å gå gjennom kundemappene i de godt over halvparten av bankene fra Boston-undersøkelsen som FDIC hadde tilsyn med. FDIC-analysen fant at mer enn 50 prosent av alle kundemappene til lånsøkere inneholdt datafeil, heriblant feilaktig informasjon vedrørende inntekt, gjeld og formue. FDIC konkluderte med at det var umulig å stadfeste hvorvidt forskjellene i avslag på lån gjenspeilte rasediskriminering eller metodiske problemer med Boston-undersøkelsen.<sup>151</sup>

Likevel ble anklagene stående. 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>152</sup>

Viseminister Roberta Achtenberg i departementet for bolig og byutvikling (HUD) iverksatte i 1993, i følge en mye sitert artikkel i *The Spectator* høsten 2008, 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 kreditthistorie. Dette ble gjort med hjemmel i en strengere fortolkning av de amerikanske "fair lending laws". Banker som ikke oppfylte administrasjonens sosialpolitiske mål, ble gjenstand for beskyldninger om diskriminering og søksmål.<sup>153</sup>

Også det amerikanske justisdepartementet kastet seg inn i kampen mot den angivelige diskrimineringen i utlånspraksisen. Justisminister Janet Reno gikk hardt ut mot de private bankene med påstander om diskriminering og tvang fram såkalte "fair-lending settlements" med bankene. Under en pressekonferanse der en slik "settlement" ble offentliggjort, uttalte hun at

"dagens handlinger viser klart og tydelig at vi vil takle utlånsdiskriminering hvor enn den finner sted og uansett hvilken form den tar. Ingen lån vil slippe unna, ingen banker er immune. For de som peker nese til oss, kan jeg love en fast og bestemt håndhevelse av loven."<sup>154</sup>

Eugene Ludwig, leder av det nasjonale tilsynsorganet for bankvesenet i finansdepartementet (OCC), lovet allerede i sin tiltredelseserklæring at hans første prioritet ville være å utrydde "diskriminering fra vårt finanssystem, fra roten opp".<sup>155</sup>

Samtidig ble ordleggingen og praktiseringen av Community Reinvestment Act (CRA) kraftig innskjerpet. Den opprinnelige lovteksten, slik den hadde blitt utformet i 1977, var svært vag, uten en klar definisjon på hva som mentes med "community" og la kun til grunn en intensjon om å "oppmuntre" banker til å imøtekomme "lokalsamfunnets" kredittbehov.<sup>156</sup>

I 1989 uttrykte lovens opphavsmann, den demokratiske senatoren William Proxmire, at til tross for CRA-loven "sultet [bydeler med lavinntektsgrupper og minoriteter] etter kreditt". Samme år ble loven revidert, etter initiativ fra kongressmann Joseph Kennedy, gjennom et tillegg til Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA), som påla reguleringsinstansene å offentliggjøre CRA-rating av alle banker. Og samme år nektet Federal Reserve for første gang en bank å kjøpe en annen bank, basert på at den aktuelle banken ikke hadde oppfylt sine CRA-krav.<sup>157</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>158</sup> Dette kan ses som et skifte fra likebehandling, altså fravær av diskriminering, til et ønske om likhet i resultater, slik den amerikanske økonomen Rezaul Hossain har påpekt.<sup>159</sup> Revideringen av loven, som ville få full virkning fra juli 1997, var altså en form for kvotering, som innebar at bankene måtte vise til en jevn statistisk spredning av lån med hensyn til inntekt og geografisk område.

William A. Niskanen, leder av Cato-instituttet, kritiserte denne loven i 1995 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>160</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 tilfredsstilte kravene.<sup>161</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. Også andre ordninger, slik som Low Income Housing Tax Credit og New Markets Tax Credit var ytterligere boligpolitiske redskaper for investeringer i "affordable housing".<sup>162</sup>

I 1994 ble de tidligere nevnte restriksjonene på bankenes mulighet til å ekspandere på tvers av delstatsgrensene fjernet da Kongressen vedtok Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act.<sup>163</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.

En ny omregulering av finansmarkedet i 1999, da deler av den mye omtalte Glass-Steagall Act (1933) ble erstattet av Financial Services Modernization Act (også kalt Gramm-Leach-Bliley Act), 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 disse ble 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>164</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 enhver 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>165</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.

Denne virksomheten ble kjent som "regulering nedenfra", noe som ofte endte med at banker "kjøpte" aktivistgruppene ved å gi offisielle løfter om å låne ut penger til minoritetsgrupper med lav inntekt. Som en representant for ACORN sa: "Når det er snakk om sammenslåinger til en verdi av en milliard dollar, vil hver dag [banken] må vente, føre til store tap. Det er billigere å forhandle [med oss] enn å kjempe [mot oss]." Noen ganger ble disse midlene til og med kanalisert via aktivistgruppen som hadde kommet med trusler, slik tilfellet var med den selverklærte "urbane terroristen" Bruce Marks.<sup>166</sup>

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 "ettersom 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>167</sup>

Med politisk press fra mange hold, inklusiv til tider svært aggressive aktivistgrupper, kombinert med et boligfinansieringssystem der Fannie Mae og andre kjøpte opp bankenes boliglån, er det kanskje ikke så merkelig at 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 egenkapitalandelen, ofte helt ned til null. Dette er lån som går under benevnelsen "subprime".

Spørsmålet knyttet til Community Reinvestment Act er riktignok ikke bare hvor mange som fikk denne type CRA-lån, men også hvilken innvirkning disse statlige inngrepene fikk for den generelle utlånsvirksomheten i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet. Peter J. Wallison ved American Enterprise Institute påpeker at når myndighetene først hadde firet på utlånskriteriene i én del av utlånsvirksomheten, var det vanskelig å opprettholde de samme standarder for mer normale lånekunder:

"Hvis krav til egenkapitalandel eller andre krav ble redusert for lån gitt til [minoritets- og lavinntektsgrupper], ville det i prinsippet synes umulig å forhindre denne type fordeler å spre seg til andre grupper av lånekunder. Oppmykningen av utlånskriteriene som bankene ble pålagt å følge i henhold til CRA-loven ville derfor, uunngåelig, spres til resten av markedet, inklusiv markedet for 'prime'-lån og til de som ville ta opp lån for spekuljonsvirksomhet. Bankreguleringsorganene, som var ansvarlig for å håndheve CRA-kravene, kunne neppe nekte bankene å gi lignende type lån til andre og mer kvalifiserte lånekunder."<sup>168</sup>

Det var nettopp dette som skjedde. I 2007 kunne fire forskere tilknyttet Milken Institute slå fast at

"i løpet av det siste tiåret, har de aller fleste av [låne]produktene som subprime-kunder har blitt tilbudt, også blitt tilbudt prime-kunder. Mellom januar 1999 og juli 2007 har prime-lånekunder faktisk blitt gitt 31 av de 32 typer av boliglånsprodukter [...] som har blitt gitt til subprime-lånekunder."<sup>169</sup>

I USA hadde tradisjonen siden andre verdenskrig vært boliglån med fast rente, 20 prosent egenkapitalandel og 30 års løpetid. Dette gikk under navnet "konvensjonelle lån". I følge en undersøkelse gjennomført av Joint Center for Housing Studies ved Harvard University, endret sammensettingen av ulike typer lån i boligfinansieringsmarkedet seg drastisk på 2000-tallet. I 2001 var andelen konvensjonelle boliglån 57,1 prosent, mens det i fjerde kvartal av 2006 hadde falt til 33,1 prosent av det totale antallet nye boliglån gitt per år. Andelen subprime-lån økte i samme periode fra 7,2 prosent til 18,8 prosent, mens Alt-A-lån, en form for lån der utlåner stiller mindre strenge betingelser, også økte fra 2,5 prosent til 13,9 prosent.<sup>170</sup>

Stan Liebowitz, fra Independent Institute, har kalt denne oppmykningen av bankenes utlånskriterier for "krisens virkelige skandale".<sup>171</sup> Han advarte mot denne utviklingen allerede i fagtidsskriftet *Economic Inquiry* i 1998:

"Når den første entusiasmen over 'fleksible utlånskriterier' har sluknet, vil vi kunne oppdage at dette ikke er noe annet enn standarder som fører til dårlige lån. [...] det eneste vi gjør er å oppmuntre banker til å gi usunne lån. Hvis dette viser seg å være tilfellet, vil dagens politikk ikke ha hjulpet de mennesker den er ment å hjelpe hvis disse menneskene i årene som kommer blir tvunget til å forlate hjemmene sine fordi de ikke er i stand til å overholde sine låneforpliktelser. Det vil være ironisk og svært uheldig hvis lånesøkere fra minoritetsgrupper ender opp med å betale en høy pris for en feilslått politikk basert på dårlige behandlede data."<sup>172</sup>

## 4.5 Fannie Mae og Freddie Mac: privatisering av sosialpolitikken

“[Fannie Mae], en institusjon som bidro til å løse den første store depresjonen, har utilsiktet bidratt til å skape det som kan bli den andre store depresjonen.”

– George Cooper, 17. november 2008<sup>173</sup>

“De statlig støttede selskapene (GSEene) Fannie Mae og Freddie Mac som nyter godt av ulike statlige privilegier ved siden av deres spesialbehandling i forhold til skatt og reguleringer, kunne trekke langt mer ressurser inn i boligsektoren enn hva som hadde vært mulig i ett fritt marked.”

– Thomas E. Woods Jr., *Meltdown*, 2009<sup>174</sup>

“Overgangen fra [et boligfinansieringsmarked] som baserte seg på spesialiserte långivere finansiert gjennom bankinnskudd til en mer omfattende bruk av kapitalmarkedet representerte den andre store endringen i boliglånfinansieringen, en endring som kun kan måles opp mot betydningen av det som skjedde under New Deal. Statlige grep bidro i betydelig grad til å forme denne andre revolusjonen.”

– Ben Bernanke, 2007<sup>175</sup>

Den andre store “institusjonelle endringen” i den amerikanske boligfinansieringen som Bernanke i sitatet over peker på, var overgangen til et boligfinansieringsmarked som i større grad baserte seg på finansiering gjennom det amerikanske kapitalmarkedet. “Statlige grep bidro i betydelig grad til å forme denne andre revolusjonen.”<sup>176</sup> De to viktigste grepene føderale myndigheter foretok seg i denne forbindelse var opprettelse av statlig støttede boligfinansieringsselskaper (GSE) og initiering av såkalt verdipapirisering av boliggjeld – “mortgage backed securities” (MBS).

På slutten av 1960-tallet ble de amerikanske statsfinansene kraftig svekket gjennom en eskalerende utgiftsvekst i forbindelse med Vietnam-krigen og president Lyndon B. Johnsons omfattende velferdspolitiske program, “The Great Society”. For å avlaste statsbudsjettet, ble derfor Fannie Mae privatisert på eiersiden og gitt lisens som et føderalt chartret selskap med sosialpolitiske mål, privatøkonomiske profittmotive og statlige privilegier. Selskapet fikk status som et statlig støttet selskap – “government sponsored enterprise” (GSE).<sup>177</sup>

Dette var en helt ny selskapsform, “verken privat-sektor fisk eller offentlig-sektor fugl”, for å sitere Fred Smith, fra tankesmia Competitive Enterprise Institute, under en høring i kongressen i 2000.<sup>178</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>179</sup>

Den svenske skribenten Johan Norberg mener denne hybriden mellom statlig og privat virksomhet “potensielt sett er den farligste formen ettersom det kan gjøre det mulig for private eiere å ta stor risiko fordi de kan regne med å beholde fortjenesten selv, men kan sende regningen til skattebetalerne ved eventuelle tap.”<sup>180</sup>

Fannie Mae ble nå gitt tillatelse til å kjøpe opp både statlig garanterte og “konvensjonelle” boliglån, mens en del av den tidligere virksomheten, tilknyttet blant annet et statlig program for

krigsveteraner, forble på statlige hender under navnet Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). To år etter, i 1970, opprettet de føderale myndighetene nok et statlig eid boligfinansieringsselskap, Federal Home Loan Mortgage Corporation. Bakgrunnen for opprettelsen av Freddie Mac, som ble kallenavnet på denne institusjonen, var blant annet problemer med å få kanalisert boliglånmidler til California fra andre steder av landet, en utilsiktet virkning av reguleringer av bankvesenet på føderalt og delstatsnivå.<sup>181</sup>

I 1989 ble også Freddie Mac privatisert på eiersiden og gitt samme status som Fannie Mae (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), underlagt departementet for bolig og byutvikling (HUD). OFHEO skulle spesifikt "sørge for at Fannie Mae og Freddie Mac er tilstrekkelig kapitalisert og driver en sunn virksomhet".

Tilsynsorganet ble etablert som ledd i et nytt lovverk for de to GSEene, Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act (FHEFSSA). Loven etablerte standarder for kapitaldekningskrav og risikoeksponering, samtidig som den ga HUD myndighet til å sette boligpolitiske mål for de to selskapene. Kongressen formulerte en "affordable housing mission" i det nye lovverket til de to selskapene:

"The Federal National Mortgage Association [Fannie Mae] and the Federal Home Loan Mortgage Corporation [Freddie Mac] have an affirmative obligation to facilitate the financing of affordable housing for low- and moderate-income families in a manner consistent with their overall public purposes, while maintaining a strong financial condition and a reasonable economic return."<sup>182</sup>

Lovverket for Fannie Mae og Freddie Mac ble etter dette ikke endret før høsten 2008, da selskapene ble satt under offentlig administrasjon og et nytt tilsynsorgan (FHFA) erstattet OFHEO og HUD som reguleringsinstans.<sup>183</sup>

Fannie Mae og Freddie Mac ble gitt klare sosialpolitiske målsetninger. For eksempel beskrev Fannie Mae seg som "et aksjonæreid selskap med offentlige målsetninger".<sup>184</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", i følge selskapet selv.<sup>185</sup>

Med det nye lovverket i 1992 (FHEFSSA), kunne departementet for bolig og byutvikling (HUD) sette kvantitative mål for virksomheten til de to statlige støttede boligfinansieringsselskapene hvert fjerde år, for å fremme myndighetenes boligpolitiske målsetninger. De to GSEene ble dermed et hovedvirkemiddel i politikken til det amerikanske boligdepartementet (HUD). Som en rapport publisert av Fannie Mae i 1992 påpekte:

"Forsøk på å eliminere diskriminering innebærer blant annet å styrke håndhevelsen av gjeldende lover [...] Det har også blitt satt i gang tiltak for å utvide tilgangen på rimeligere og mer fleksible boliglån. Community Reinvestment Act (CRA) gir et viktig incentiv [...] Fannie Mae og Freddie Mac [...] har også blitt oppfordret til å øke tilgangen på boligkreditt og å øke boligeierskapsraten. 1992-loven Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act (FHEFSSA) ga GSEene i oppgave å øke oppkjøp av boliglån gitt av andre boliglånsinstitusjoner til lavinntektsgrupper [...] Blant annet som svar på oppgavene gitt av FHEFSSA, har Fannie Mae offentliggjort en forpliktelse om 1.000 milliarder dollar [i slike

oppkjøp]. Resultatet har blitt et større spekter av innovative boliglånsprodukter. GSEene har introdusert en ny generasjon av rimelige, fleksible og målrettede boliglån, for på denne måten å sette i gang en fundamental endring av de premisser boligkreditt tilbys på i USA [...] innskuddsbanker har på bakgrunn av de trusler håndhevingen av CRA -loven fremsetter, i tillegg til potensialet om betydelig profitt ved å betjene underbetjente markeder, vært pionerer i utviklingen av fleksible boliglånsprodukter. [...] Disse endringene i utlånsvirksomheten peker fram mot det vi kaller *boliglånsinnovasjon*.” (egen utheving)<sup>186</sup>

Fannie Mae svarte altså med en ”trillion-dollar commitment” før reguleringsinstansen OFHEO og HUD fremmet sine boligpolitiske krav. Disse tusen milliardene skulle øremerkes lavinntektsgrupper. Fannie Mae sendte med dette også et kraftig signal til landets boligutlånsinstitusjoner om at selskapet ville kjøpe opp denne type lån fra disse bankene, som dermed kunne overføre risikoen til det statlig støttede selskapet.

Som det går fram av dette sitatet, var altså det institusjonelle rammeverket for en kraftig opptrapning av myndighetenes boligpolitiske målsetninger på plass allerede året før Bill Clinton overtok presidentmakten i 1993. Aktørene i primærmarkedet for boliglån – landets boligbanker og andre boligutlånsinstitusjoner – skulle sørge for at nye grupper i ”underbetjente markeder”, det vil si mennesker med lav inntekt og lav kredittverdighet, fra nå av skulle få muligheten til å eie egen bolig. Samtidig skulle Fannie Mae, gjennom sine aktiviteter i sekundærmarkedet for boliglån – oppkjøp av boliglån gitt av andre – overta ansvaret for disse lånene.

Den nye administrasjonen som inntok det Hvite Hus på nyåret 1993, ville ikke la denne muligheten gå til spille. Den utformet i løpet av kort tid ambisiøse målsetninger for å øke boligeierskapsraten for dermed å hjelpe minoritetsgrupper med lav inntekt. Den nye boligministeren, Henry Cisneros, kom selv fra en av USAs store minoriteter, amerikanere med latinamerikansk bakgrunn.

Cisneros satte et ambisiøst kvantitativt mål for Fannies og Freddie's virksomhet. Minst 42 prosent av alle oppkjøpte boliglån skulle være lån gitt til mennesker med lav og middels inntekt. Cisneros lanserte også ”National Homeownership Strategy – Partners in the American Dream”. Initiativet kom fordi president Clinton ønsket en plan for å øke eierskapsraten. Målet med det statlige programmet var å myke opp utlånskriteriene for boligkjøpere. Planen oppfordret til ”finansieringsstrategier drevet fram av kreativiteten og ressursene til både privat og offentlig sektor for å hjelpe boligeiere som ikke har nok penger til å kjøpe en bolig eller å betjene lånet.”<sup>187</sup>

Denne planen, som lenge lå publisert på hjemmesiden til boligdepartementet (HUD), ble imidlertid fjernet i 2007, da krisen bredte seg i det amerikanske boligmarkedet, muligens fordi dette dokumentet i dag fremstår som en pinlig affære for myndighetene.<sup>188</sup>

En bank som særlig påtok seg oppgaven med å betjene ”underbetjente markeder” var Countrywide, en av landets største boliglångivere. Cisneros fikk Countrywide til å signere et løfte – ”a government pledge” – om å ta i bruk ”proaktive kreative tiltak” for å øke eierskapsraten blant minoriteter og lavinntektsgrupper. Og i 1996 åpnet banken en egen avdeling som skulle spesialisere seg på subprimelån.<sup>189</sup>

Countrywide bidro mer enn noen annen utlånsinstitusjon til å øke antallet lån til minoritetsgrupper. Banken var en gigant i primærmarkedet for boliglån, med over 60.000 ansatte og mer enn 900 filialer. Countrywide gjorde sitt for å holde løftet overfor boligdepartementet, og fikk høy CRA-rating og skryt av de regulerende myndighetene og av Fannie Mae. I 2000 kåret USAs ledende

spanskspråklige avis, *La Opinión*, Countrywide til "årets selskap", grunnet bankens virksomhet rettet mot innbyggere med latinamerikansk bakgrunn.<sup>190</sup>

På 1990-tallet innledet Countrywide et tett samarbeid med Fannie Mae, som kjøpte flere lån fra denne banken enn fra noen andre utlånsinstitusjoner.<sup>191</sup> I 2000 publiserte Fannie en rapport der de slo fast at

"Countrywide tar gjerne i bruk *den mest fleksible praksisen* ved utstedelse av boliglån tillatt i henhold til retningslinjer gitt av GSEene og FHA. Fordi Fannie Mae og Freddie Mac pleier å gi de beste utlånsinstitusjonene [knyttet til de to boligfinansieringsselskapene] tilgang på de *mest fleksible utlånskriteriene*, tjener Countrywide på sin status som en av de største utstedere av boliglån og en av de største deltagerne i GSE-programmene. Der det er nødvendig – for eksempel i de tilfeller der lånsøkere ikke har en verifiserbar kreditthistorie – tar Countrywide i bruk *ikke-tradisjonell kredittgivning*, en praksis som i dag aksepteres av GSEene." (egen utheving)<sup>192</sup>

I tråd med Fannie Maes anbefalinger, tok Countrywide i bruk "boligeierskapsrådgivning", gjennom House America Counseling Center, framfor normal kredittvurdering, ved utstedelse av lån til minoritetsgrupper med lav inntekt. I følge Fannie Mae

"distribuerer Counseling Center materiale som skal hjelpe potensielle boligeiere til å oppnå boligeierskap. Dette materialet inkluderer *Guide to Homeownership* og *A Feeling Called Home*, en video med fortellerstemmen til James Earl Jones."<sup>193</sup>

James Earl Jones, bedre kjent som Darth Vader i Star Wars, skulle altså kompensere for boliglånsbankenes tradisjonelle vurdering av lånesøkeres kredittverdighet. Som følge av sin risikofylte utlånsvirksomhet, gikk Countrywide nesten konkurs under finanskrisen, og er nå slått sammen med Bank of America.<sup>194</sup>

Henry Cisneros var, som vi har sett, en ivrig tilhenger av et partnerskap mellom stat og marked. I 1994 samlet han en gruppe innflytelsesrike personer i det HUD karakteriserte som "et historisk møte" mellom private og statlige aktører i boligsektoren. Da Cisneros gikk av som boligminister i 1997, tok han steget over i privat boligsektor. Han ble valgt inn i styret til et stort boligbyggingsselskap, KB Home, og i styret til subprime-spesialisten Countrywide, som han i sin tid som boligminister hadde fått et godt forhold til.

Cisneros startet også sitt eget eiendomsutviklingsselskap, American City Vista. Sammen med KB Home, bygget selskapet hans en rekke hjem for lavinntektsgrupper, blant annet i en nedslitt del av hjembyen San Antonio, som ble gjenfødt under navnet Lago Vista. Fannie Mae kjøpte opp mange av lånene som ble gitt til boligkjøpere av de eiendommer Cisneros selskap sørget for å få bygget, og Fannies største samarbeidspartner blant boligbankene var, som vi har sett, Countrywide, som Cisneros satt i styret til fra 2001.

Cisneros ble etterfulgt av Andrew Cuomo. Mens Cisneros var USAs første boligminister med latinamerikansk bakgrunn, var Cuomo USAs yngste. I følge Wayne Barrett i *Village Voice*, "tok Cuomo en rekke beslutninger mellom 1997 og 2001 som ga opphavet til dagens krise" i det amerikanske boligmarkedet, heriblant tiltak som økte GSEenes involvering i subprime-markedet.<sup>195</sup>

I 2000 kritiserte Cuomo Fannie Mae og Freddie Mac i full offentlighet for at de ikke sørget for å finansiere nok boliger til minoriteter. Boligdepartementet (HUD) mente "at det er mange lån gitt til

afroamerikanere som Fannie Mae og Freddie Mac trygt kunne ha kjøpt hvis disse selskapene var mer fleksible.<sup>196</sup>

Cuomo trappet opp de kvantitative målene for de to statlig støttede boligfinansieringsselskapene. Andelen oppkjøp av boliglån gitt til mennesker med lavere inntekt ble økt fra 42 til hele 50 prosent, mens andelen for dem med veldig lav inntekt ble økt fra 14 til 20 prosent. Samtidig slo HUD fast at "GSE-aktivitet i subprime-markedet kan være av stor nytte for lavinntektsfamilier, minoriteter og familier som bor i underbetjente områder."<sup>197</sup>

Franklin Delano Raines, Fannie Maes CEO, svarte på utspillene til boligdepartementet med følgende kommentar: "Vi har ikke vært noen stor aktør i subprime-markedet, men med disse målene, kan du være sikker på at vi vil bli det." En annen toppleder i selskapet, Timothy Howard, uttalte at "å gi lån til mennesker med lavere kredittverdighet [er] noe vi bør gjøre."<sup>198</sup>

Fannie Mae lovet i 2000 at selskapet ville kjøpe lån fra lavinntektsgrupper, minoriteter og risikofylte låntagere til en verdi av 2.000 milliarder dollar innen 2010 – med andre ord en "two trillion-dollar commitment" som ble lansert under navnet "American Dream Commitment".<sup>199</sup>

Fannie endret også på kravene til hva slags lån bankene kunne gi innenfor rammene av GSEenes oppkjøpsprogrammer. Egenkapitalandelen ble sterkt redusert, og selskapet godtok lån med opp til 100 prosent finansiering. I 2004 ble de kvantitative målene for Fannie Mae og Freddie Macs oppkjøpsvirksomhet ytterligere økt. Målet var at 56 prosent av porteføljen til de to selskapene skulle bestå av lån gitt til mennesker med lavere inntekt, såkalt "affordable housing"-lån, innen 2007.<sup>200</sup>

I 2004, da HUD skulle fastsette de nye kvantitative målene for GSEene, kunne departementet vise til at det hadde vært en betydelig økning i GSEenes oppkjøp av subprime-lån siden de forrige målene ble satt fire år tidligere, og Freddie Mac og Fannie Maes kjøp av verdipapirer basert på subprime-lån hadde i løpet av denne perioden blitt tidoblet.<sup>201</sup>

Fra 2004 til 2006 økte oppkjøpet av subprime-verdipapirer til 434 milliarder dollar. Begge selskapene økte også aktiviteten i forhold til såkalte Alt-A-lån. Det er ingen presise definisjoner på subprime og Alt-A, men slik begrepene som regel blir brukt, kan vi si at subprime viser til lånekundenes lave kredittverdighet, mens Alt-A viser til lånebetingelser som er mer gunstige og mer risikofylte enn normale lån. Til sammen kan vi for enkelhets skyld klassifisere de to lånetypene som "nonprime" eller "junk loans".

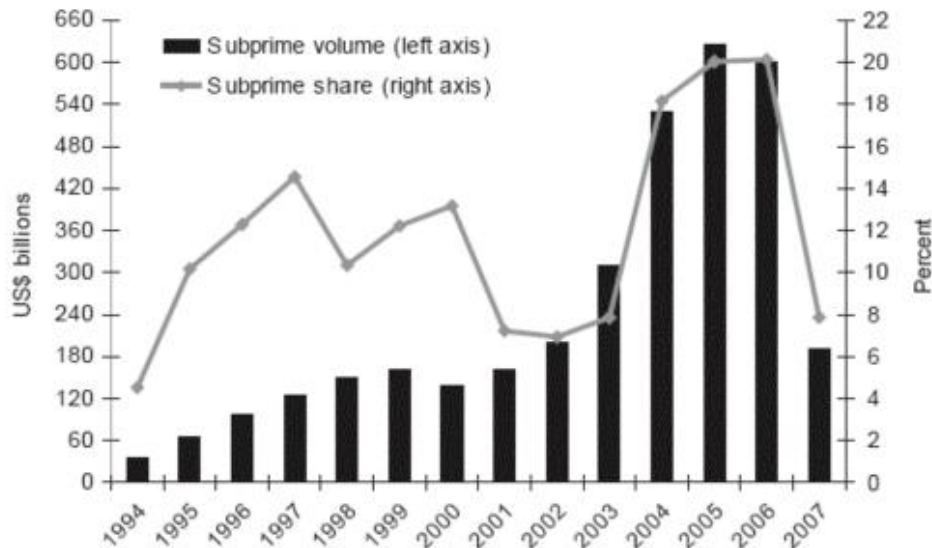
Fra 2005 til 2007 kjøpte Fannie Mae nonprime-lån til en verdi av ca. 1.000 milliarder dollar, hvilket tilsvarer rundt 40 prosent av deres samlede oppkjøp av lån i denne perioden, i følge Peter Wallison. For å sette dette beløpet i perspektiv, tilsvarer det rundt 1/14-del av USAs BNP og 1/5-del av USAs samlede statsgjeld (før krisen).

Wallison mener at Fannie Mae og Freddie Mac i dag sannsynligvis sitter på, eller garanterer, 1.600 milliarder dollar i nonprime-lån. Hvis vi tar betraktning at redningspakken for den amerikanske sparebankkrisen på slutten av 1980-tallet kostet 150 milliarder dollar, ser vi at redningen av det amerikanske boligmarkedet og de to GSEene i dagens finanskriser fort kan komme på langt mer enn den forrige store krisen i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet.<sup>202</sup>

Som det går fram av tallene, hadde altså de to GSEene blitt store aktører i forhold til finansiering av subprime-lån, slik Franklin Raines spådde i 2000. Hvis vi ser på primærmarkedet for subprime-lån på

2000-tallet, har volumet på slike lån gitt per år steget fra 160 milliarder dollar i 2001 til 540 milliarder dollar i 2004 og rundt 600 milliarder dollar i 2005 og 2006, i følge Inside Mortgage Finance. Se figur 4.2.

**Figur 4.2: Årlig utstedelse av subprime-lån andel (prosent) og volum (milliarder dollar), USA 1994-2007**



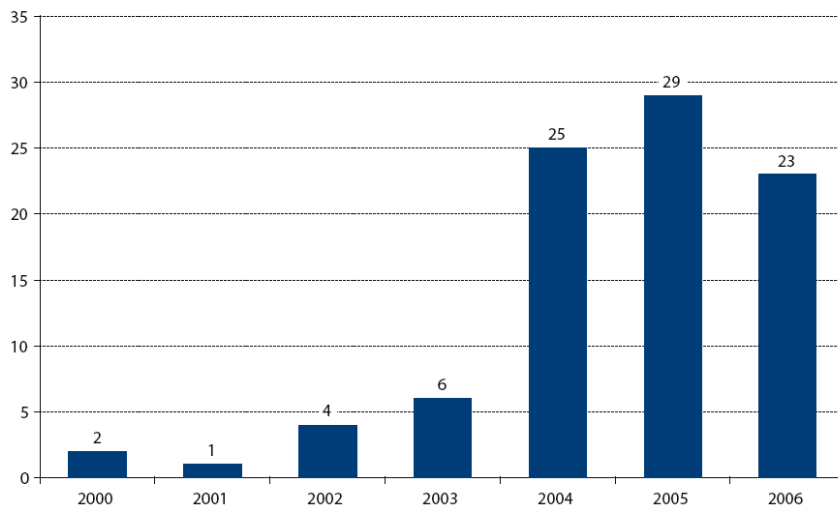
Kilde: Brooking Institute / Inside Mortgage

Som det går fram av denne figuren, fant det sted en voldsom vekst i antall gitte subprime-lån i 2004-2006, både i volum (en tilnærmet dobling fra 2003) og som andel av alle lån gitt (fra 10 til rundt 20 prosent). Fallet i 2007 korresponderer med de tiltagende problemene som oppsto i det amerikanske boligmarkedet på denne tiden. Man ser tilsvarende trend i forhold til nye og kreative låneprodukter, slik det fremgår av figur 4.3. Her ser vi en enda kraftigere økning i andelen av høyrisikolån i 2004-2006. Det store spørsmålet er derfor: Hvorfor man fikk denne toppen akkurat disse årene?

Forklaringen henger blant annet sammen med virksomheten til Fannie Mae og Freddie Mac i denne perioden. Som vi har sett, trappet de kraftig opp sin involvering i nonprime-markedet, noe som også ga signaler til andre aktører i boligfinansieringsmarkedet, spesielt boligbankene, om at dette var en relativt trygg form for virksomhet. Samtidig drev den økte etterspørselen til Fannie og Freddie etter nonprime-lån opp verdien på slike lån for andre boligfinansieringsinstitusjoner, noe som drev ned risikopremien man tidligere hadde sett på slike lån i form av høyere renter. Figur 4.3 viser andelen av alle boliglån som innledningsvis har avdragsfri periode eller lav rente. Dette er boliglån som spesielt var populære blant lånetagere som ikke ønsket, eller kunne, betjene et normalt boliglån, og som derfor baserte seg på et stigende boligmarked og fremtidig refinansiering av lånet.



**Figur 4.3: Andel (prosent) av alle lån som er lokkelån med avdragsfri periode ("interest only") eller innledningsvis lav rente ("negative amortization loans"), USA 2000-2006**



Kilde: Brookings Institute, Fixing Finance Series, paper 3, november 2008/Credit Suisse

Forklaringen på hvorfor GSEene økte aktiviteten i nonprime-markedet, henger igjen sammen med myndighetenes overambisiøse mål i boligpolitikken, aksjonærens og lederes ønske om høy inntjening og politisk press fra Kongressen. I 2003-2004 opplevde de to selskapene hver sin regnskapsskandale, noe som gjorde at Bush-administrasjonen, republikanerne i Kongressen samt sentralbanksjef Alan Greenspan, ble stadig mer kritiske til GSEenes virksomhet. Peter Wallison mener dette førte til at Fannie Mae og Freddie Mac fra 2004 ble stadig mer avhengig av å støtte seg på demokratiske kongressmedlemmer, som opprettholdt kravene om "affordable housing" ut fra ønsket om å øke eierskapsraten blant lavinntektsgrupper og minoriteter. En måte for GSEene å bevise at de tok seg av disse gruppene, var nettopp ved å øke involveringen i nonprime-markedet.<sup>203</sup>

I følge en undersøkelse gjennomført av den boligpolitiske aktivistgruppen Massachusetts Affordable Housing Alliance, var 55 prosent av alle eneboliglån gitt til innbyggere med latinamerikansk eller afroamerikansk bakgrunn i Boston i 2005 subprime-lån. Til sammenligning var bare 13 prosent av lånene gitt til hvite innbyggere subprime. Lignende undersøkelser kom fram til lignende resultater for andre amerikanske byer. Mer enn 75 prosent av alle latinske og afroamerikanske låntagere hos boligbanken Washington Mutual var klassifisert som subprime, sammenlignet med 17 prosent av de hvite lånekundene. Hos Countrywide var 28,8 prosent av boliglån gitt til afroamerikanere subprimelån sammenlignet med 9,4 prosent for hvite.<sup>204</sup> Samtidig slo boligdepartementet (HUD) fast at antall husholdninger med minoritetsbakgrunn i egen bolig steg med 3,1 millioner fra 2002 til 2007.<sup>205</sup> Sosiologiprofessor Tom Shapiro, som forsker på rase, inntekt og boligeierskap ved Brandeis University, mener undersøkelsen av subprimelån i Boston "er den første 'smoking gun' i forhold til subprime-markedet".<sup>206</sup>

## 4.6 Verdipapirisering av boliglån - oppfunnet, iverksatt og oppmuntret av myndighetene for å sikre at flere fikk boliglån

Den andre hovedaktiviteten til Fannie Mae og Freddie Mac, ved siden av å kjøpe opp boliglån fra de opprinnelige utlånsinstitusjonene, var å pakke denne gjelden inn i verdipapirer, en prosess som på engelsk kalles for "securitisation" og som kan oversettes til norsk med "verdipapirisering".

Myndighetene ga både tillatelse og støtte til denne virksomheten, som ble ansett for å være nok et virkemiddel for å øke andelen amerikanere med lav inntekt som skulle eie egen bolig, og myndighetene initierte denne finansielle innovasjonen. I 1970 utstedte det statlige eide boligfinansieringsselskapet Ginnie Mae den første "mortgage backed security" (MBS). Samme år utstedte den andre statlige boligfinansieringsinstitusjonen, Freddie Mac, tilsvarende verdipapirer som et middel for å kanalisere boligkreditt inn i California.<sup>207</sup>

Siden tok virksomheten seg kraftig opp og utviklet seg til å bli et helt sentralt element i det amerikanske boligfinansieringsmarkedet. 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>208</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>209</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".<sup>210</sup>

Dette er et syn Greenspan 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 (uenekelig det opprinnelige opphavet til krisen) vært langt mindre og dermed ville det også ha vært færre mislighold av lån."<sup>211</sup>*

På begynnelsen av 1980-tallet introduserte Freddie Mac en ny form for MBS: strukturerte boligkjøpsobligasjoner – "collateralized mortgage obligations" (CMO). Dette er en form for verdipapirer basert på boliglån som er delt inn i ulike "trancher" med varierende løpetid og ulik risikoprofil.<sup>212</sup> Disse verdipapirene har samme struktur som de såkalte strukturerte gjeldsobligasjonene (CDO) som ved siden av CMOene skulle spille en sentral rolle i finansboblen og krisen på 2000-tallet, noe vi vil gå nærmere inn på i neste kapittel som vil utdype utviklingen av finansielle innovasjoner i USA.

Siden denne finansielle innovasjonen ble introdusert av myndighetene, har volumet på MBSer utstedt av Fannie, Freddie og Ginnie økt fra 200 milliarder dollar i 1980 til mer enn 4.000 milliarder i 2007 i utestående boliggjeldsobligasjoner. Samtidig har man sett framveksten av helprivate aktører som har gjennomført tilsvarende verdipapirisering av boliglån – ofte lån som ikke har møtt GSEenes kriterier for oppkjøp og garantier ("nonconforming loans").

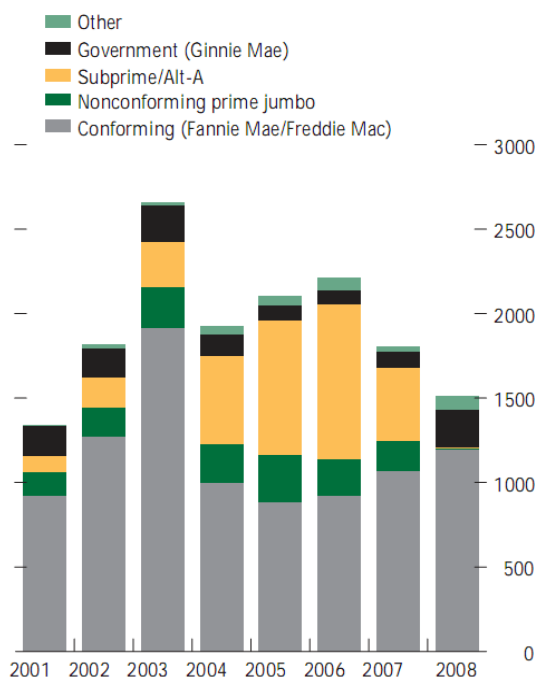
CRA-loven ble også endret for å tillate at CRA-lån kunne verdipapiriseres, med andre ord oppkjøp av CRA-lån for så å pakke dem inn i boliggjeldsobligasjoner (MBS). I 1997 var Bear Stearns, i samarbeid med First Union Capital Markets Corp., de første til å tilby denne type verdipapirer basert på CRA-lån. Som det står i et presseskiv fra de to finansinstitusjonene fra oktober samme år:

"First Union har påtatt seg oppgaven med å øke boligeierskapsraten i tradisjonelt underbetjente markeder gjennom [...] konkurransedyktige og fleksible [og] rimelige boliglånsprodukter."<sup>213</sup>

I løpet av én setning, ser vi hvordan First Union, et privat finansselskap, tar i bruk hele arsenalet av kodeord fra den amerikanske boligretorikken, ord som vi tidligere har sett i aktiv bruk hos blant annet boligdepartementet (HUD) og i Fannie Maes publikasjoner. Legitimeringen av CRA-verdipapiriseringen er å øke boligeierskapsraten – "home ownership" – og dette skal gjøres ved å betjene "underbetjente markeder" – tydeligvis et kodeord for lavinntektsgrupper og minoritetsgrupper med lav kredittverdighet. Middelet er som alltid "fleksible" og "rimelige" boliglånsprodukter.

De helprivate aktørene sto i 2007 for rundt 2.000 milliarder dollar i utestående MBSer, altså rundt halvparten av volumet til GSEene.<sup>214</sup> Omfanget på denne verdipapirvirksomheten er illustrert i figur 4.4. Som vi ser var Fannie, Freddie og Ginnie sentrale aktører i denne delen av boligfinansieringsmarkedet.

**Figur 4.4: Verdipapirisering av boliglån i USA (MBS), milliarder US-dollar**



Kilde: IMF, *Global Financial Stability Report*, oktober 2008

En viktig faktor for å forstå den eksplosive veksten i verdipapirisering av boliglån de siste femten årene, er hvordan myndighetene gjennom reguleringer som var ment å stabilisere finansmarkedet, har skapt sterke incentiver for finansinstitusjonene til å investere i nettopp slike verdipapirer.

I 1988 utformet de vestlige landene internasjonale standarder for kapitaldekningskrav som går under navnet Basel-reglene. Standardene krever ulik kapitaldekning for ulike investeringer, basert på myndighetenes vurdering av hvor risikofylte investeringene er. Kapitaldekningen ses som en buffer eller en støtdemper mot risikoeksponering, og jo mer risikofylte investeringer banker foretar seg, jo mer kapital bør de ha i bakhånd hvis en type investeringsobjekt skulle falle kraftig i pris.<sup>215</sup>

For eksempel blir investeringer i amerikanske eller norske statspapirer sett på som svært sikre. Dermed kreves en mindre grad av kapitaldekning for å sitte på slike verdipapirer, i dette tilfellet 0 prosent. En lignende vurdering har imidlertid blitt gjort i forhold til boliggjeldsobligasjoner, som myndighetene har sett som svært lite risikofylte investeringer. Dermed har man krevd en lavere kapitalinndekning for kjøp av MBSer enn for andre typer av investeringer. Som Mark Zandi, fra Moody's Economy.com, skriver:

"I årevis har boliggjeldsobligasjoner med høy rating, strukturerte gjeldsobligasjoner og lignende verdipapirer blitt tillagt en relativt lav risiko, og reguleringsinstansene trodde at de var sikre [investeringer]."<sup>216</sup>

For å kjøpe opp og sitte på boliggjeldsobligasjoner med høyeste kredittvurdering (AAA-rating), trengte bankene kun en kapitaldekning på 1,6 prosent. Dermed lønnte det seg å investere i denne type verdipapirer, framfor andre investeringer, fordi bankene på denne måten kunne senke kapitaldekningen.

Kombinasjonen av at myndighetene stilte lave krav til kapitaldekning for investeringer i boliggjeldsobligasjoner og at myndighetene bidro til at bankene firet på kriterier og kredittvurdering når de ga boliglån, for å øke eierskapsraten i USA, førte til en stadig større grad av risikoeksponering i verdipapirmarkedet for boliggjeld. Boligfinansieringssektoren ble dermed mer og mer ustabil og var avhengig av fortsatt lav rente og stigende boligpriser, for at korthuset ikke skulle falle sammen.

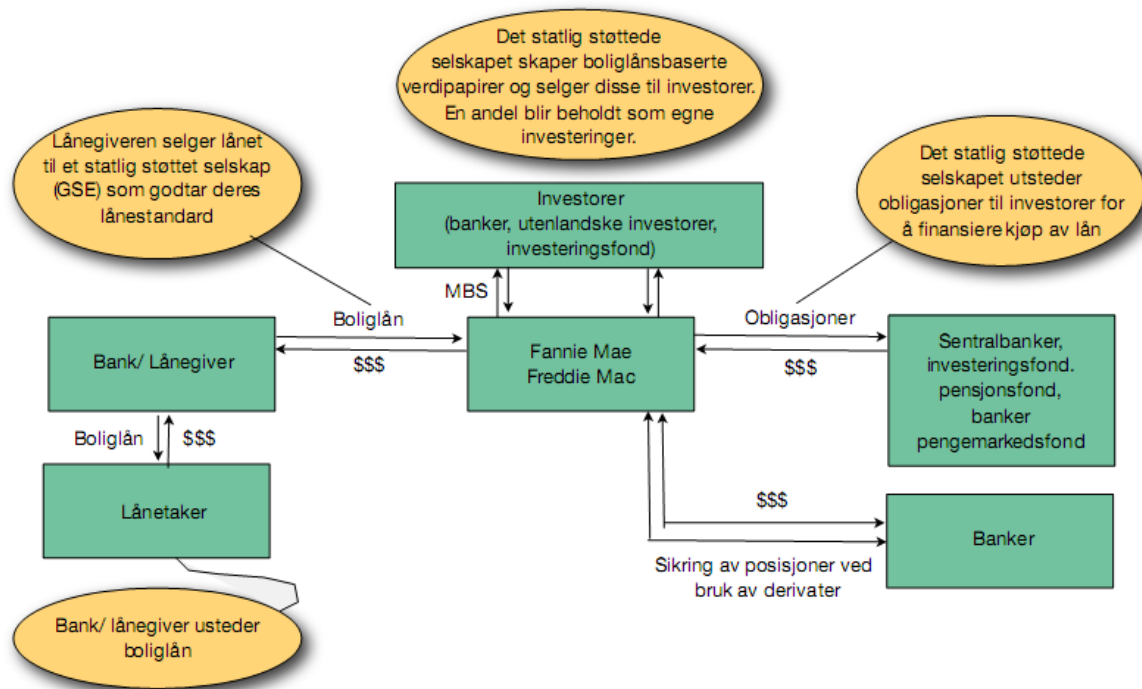
#### 4.7 En usunn forretningsmodell

Det amerikanske boligfinansieringssystemet generelt og Fannie Mae og Freddie Macs virksomhet har basert seg på en usunn forretningsmodell. De to GSEene utviklet seg til å bli to av verdens største finansselskaper som i 2008 sto for "5.400 milliarder dollar av garanterte boliggjeldsobligasjoner (MBS) og utestående gjeld, noe som tilsvarer den amerikanske statsgjelden", i følge James B. Lockhart i reguleringsinstansen Federal Housing Finance Agency.<sup>217</sup>

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>218</sup>

Forretningsmodellen for den amerikanske boligfinansieringen kan illustreres som følger:

Figur 4.5: Forretningsmodellen til de statlig støttede selskapene (GSEene)



Kilde: IMF Global Financial Stability report, October 2008, <http://www.fanniemae.com>,  
<http://www.freddiemac.com>

Som det går fram av figur 4.5, finansierte Fannie Mae og Freddie Mac seg gjennom utstedelse av obligasjoner (pilene merket med "Obligasjoner"). Deretter kunne de bruke disse pengene til å kjøpe opp boliglån fra banker og andre utlånsinstitusjoner (pilene merket med "Boliglån"). GSEene kunne så samle mange boliglån i "pools" og utstede verdipapirer – boligkjøpsobligasjoner – som ga ulik rente ut fra verdipapirenes ulike risikoprofil. GSEene kunne velge å sitte på noen av verdipapirene selv og selge de resterende videre til investeringsbanker, investeringsfond og andre oppkjøpere (se pilene merket med "MBS"). Fannie Mae og Freddie Mac kunne også kjøpe boligkjøpsobligasjoner av andre finansselskaper.

Mange av disse verdipapirene fant veien til utlandet, heriblant de norske kommunene, Rana, Hemnes, Hattfjelldal og Narvik, som investerte rundt 120 millioner dollar i gjeldsobligasjoner basert på amerikanske subprime-lån. Dermed hadde man overflyttet risiko fra de banker som utstedte lånene, til de som kjøpte opp lånene og videre til de som kjøpte opp verdipapirene basert på lånene. Jo flere ledd man på denne måten overflyttet risiko til andre, jo mindre oversiktlig ble risikoen for de som til slutt satt på boligkjøpsproduktet. Som Niall Ferguson skriver, mente aktørene i markedet for verdipapirer basert på boliglån at dette var en måte å spre risiko på "til de som er best i stand til å bære den". Men som det skulle vise seg, spredde man i mange tilfeller risikoen til de som var minst i stand til å forstå den, noe de norske kommunene er et godt eksempel på.<sup>219</sup>

I tillegg til de faktorer vi har gått gjennom til nå, bør vi også nevne sær-amerikanske regler i forbindelse med opptak av boliglån. I de fleste amerikanske delstater, men ikke alle, har man lover om såkalt "non recourse". Det vil si at boliggjeld hefter ved boligen og ikke ved person, i motsetning til andre vestlige land. Hvis låntager får problemer med å betjene boliglånet, har vedkommende dermed incentiver til å forlate boligen, levere nøkkelen til banken og "walk away", som det heter i USA.

Disse incentivene gjør seg gjeldende når boligeiere får negativ egenkapital ved at verdien på boligen blir mindre enn den utestående lånesummen. Normalt sett vil utlånsbanker kreve at boligkjøpere stiller med en viss egenandel, som tradisjonelt har ligget på 20 prosent i USA. Inngrep i boligfinansieringsmarkedet med gunstige statlige ordninger og krav fra myndighetene om mindre strenge utlånskriterier i de private bankene, har imidlertid bidratt til at egenandelen har falt på mange lån, ofte helt ned til null prosent. Dermed fjerner man den "støtdemper" som egenandelen gir i forhold til svingninger i boligprisene. Ved egenandel på 20 prosent, må boligprisene falle med langt mer før boligeieren får negativ egenkapital i boligen, enn om man har fått fullfinansiert boliglånet.

Det er imidlertid incentiver som også trekker i motsatt retning. Selv om amerikanske boligkjøpere kan forlate boligen sin, og dermed boliglånsforpliktelsene, påvirker dette kredittverdigheten i lang tid, gjerne ti år, hvor det ville være svært vanskelig å få lån.

Ved å gå gjennom alle de elementer vi har skissert til nå i den amerikanske boligfinansieringen, ser vi hvordan dette systemet har skapt mange uheldige lag med incentiver blant markedsaktørene. Boligkjøpere har fått redusert risikoen ved å ta opp boliglån, fordi de kan forlate boligen hvis verdien blir lavere enn den utestående lånesummen. Samtidig har de gjennom skatteregler blitt stimulert til å kjøpe bolig og til å se på boliger som investeringsobjekter. Dermed har også mange privatpersoner blitt hobbyspekulanter i boligmarkedet ved å kjøpe og "flippe" boliger videre i markedet.

Utlånsinstitusjonene har kunnet fjerne risiko ved långivning, både fordi myndighetene gjennom enkelte programmer forsikrer boligbankene mot at lån skal forfalle, og ved at myndighetene har opprettet særegne "statlig støttede selskaper" (GSE) som har blitt gitt lisens til å finansiere seg i det amerikanske kapitalmarkedet ved utstedelse av obligasjoner, for så å bruke disse midlene til å kjøpe opp boliglånene fra boligbankene.

Private finansinstitusjoner, heriblant amerikanske investeringsbanker, har kopiert begge disse virksomhetene – oppkjøp og verdipapirisering av boliglån – noe som har økt omfanget på denne delen av det amerikanske finansmarkedet. Videresalg av boliggjeld i mange ledd forklarer også hvordan en krise i boligmarkedet kunne få så store ringvirkninger for det finansielle systemet.

Helt sentralt i dette systemet, er de to statlig støttede boligfinansieringsselskapene Fannie Mae og Freddie Mac. Samtidig som disse to selskapene ble gitt boligpolitiske oppgaver, ble de gitt visse privilegier, som ingen andre privateide amerikanske finansinstitusjoner har (med delvis unntak av noen andre og mindre viktige GSEer). Blant disse gunstige fordelene var skattefritak, lavere kapitaldekningskrav 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>220</sup>

Grunnet de to selskaperes privilegerte posisjon i det amerikanske finansmarkedet, kunne de utstede obligasjoner til en rente som lå under det andre selskaper måtte betale.<sup>221</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>222</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>223</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>224</sup> På 2000-tallet ble også kapitaldekningskravet til Fannie og Freddie redusert til 2,5 prosent. Dette ga muligheten til en oppgiring av finansvirksomheten 40 ganger. Det vil si at de kunne ha en risikoeksponering som var 40 ganger større enn egenkapitalen. Til tross for dette uansvarlig lave kapitaldekningskravet satt av myndighetene, presterte Fannie Mae i følge sin reguleringsinstans OFHEO å være underkapitalisert høsten 2004.<sup>225</sup>

Faktisk har selskapene ved en rekke anledninger overskredet kapitaldekningskravet. *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>226</sup>

Med den lave kapitaldekningen 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 gode 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 Fannie Maes 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.<sup>227</sup>

Fannie Mae og Freddie Mac vokste svært raskt fra midten av 1990-tallet og ble to av de aller største finansinstitusjonene i USA. Da boligboblen nådde toppen i 2006, sto Fannie og Freddie som oppkjøpere eller garantister av langt mer enn halvparten av alle amerikanske boliglån, hvorav en betydelig del var subprimelån gitt til grupper med liten inntekt og lav kredittverdighet.<sup>228</sup> Grunnet størrelsen på virksomheten deres og den usunne forretningsmodellen, var det mange som rettet skarp kritikk mot GSEenes virksomhet.<sup>229</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>230</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".

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 satt i styret til den føderale reguleringsinstansen som holdt tilsyn med GSEene (OFHEO), skrev i 2004 en rapport der han anbefalte full privatisering av de to selskapene.<sup>231</sup>

Vern McKinley skrev en rapport 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>232</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 tilfredsstille boligbehovet til minoritetsgrupper og mennesker med lav inntekt.<sup>233</sup>

I 2002 bestilte Fannie Mae en undersøkelse fra den ledende amerikanske økonomen og nobelprisvinner i økonomi Joseph Stiglitz, som konkluderte med at det var "ekstremt lav sannsynlighet" for at selskapet skulle gå overende. Sannsynligheten ble anslått å være mindre enn 1 til 500.000, og han mente at risikoen for staten var "effektivt sett null".<sup>234</sup> Sommeren 2008, da selskapene gikk inn i en alvorlig krise, skiftet imidlertid Stiglitz standpunkt og ble en kritiker av GSEene risikoksporing: "They got what they asked for."<sup>235</sup>

Fjorårets nobelprisvinner i økonomi, Paul Krugman, hevdet imidlertid på samme tid, sommeren 2008, i sin faste spalte i *New York Times* at

"Fannie og Freddie hadde ingen ting å gjøre med eksplosjonen i høyrisikolån [...] De ga heller ikke subprime-lån, fordi de ikke kan gjøre dette [...] i henhold til loven [...] Så uansett hva slags dårlige incentiver den implisitte statsgarantien skaper, har de blitt motvirket av det faktum at Fannie og Freddie var og fortsatt er tungt regulert i forhold til den risiko de kan ta. Du kan si at erfaringen med Fannie og Freddie viser at regulering virker."<sup>236</sup>

Det er riktig som Krugman sier at Fannie og Freddie ikke utstedte subprime-lån, men dette var selvsagt fordi disse boligfinansieringsselskapene ikke ga noen lån overhodet. De var *oppkjøpere* av lån. Mange av disse lånene var, som vi har sett, subprime-lån og andre risikofylte utlån gitt til mennesker med lav kredittverdighet.

Krugmans uttalelse om at reguleringene av de to GSEene var et eksempel til etterfølgelse, er et syn svært få deler med ham i dag. Mange kommentatorer har også tidligere påpekt de klare svakheter ved måten OFHEO og boligdepartementet (HUD) forholdt seg til de to statlig støttede boligfinansieringsselskapene.



Peter Wallison, fra American Enterprise Institute, skrev en bok i 2004 der han anbefalte full privatisering av Fannie og Freddie. 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>237</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>238</sup>

I 2005 fulgte Greenspan opp med ytterligere advarsler:

"Hvis [GSEene] 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>239</sup>

Lawrence Summers, som var finansminister de siste to årene av Clinton-administrasjonen (1999-2001) og som i dag er økonomisk rådgiver for Obama-administrasjonen, advarte mot farene knyttet til de to statlig støttede selskapene allerede i 1999. 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".

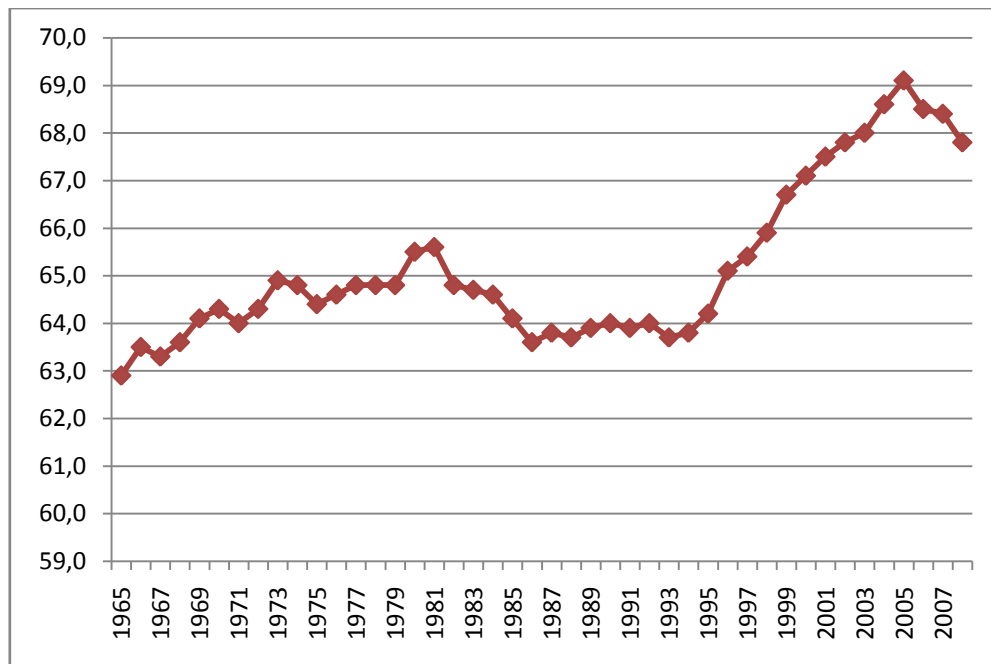
"Hva gikk galt? Illusjonen om at selskapene bedrev samfunnsnyttig arbeid, gjorde det umulig å fremme seriøs regulering. [...] markedsdisiplinen var så å si helt fraværende gitt den generelle oppfatning – nå bekreftet – at gjelden deres var garantert av myndighetene. Når profitten er privatisert og tapene sosialisert, er det neppe overraskende at selskapene har gamblet seg til finansiell katastrofe".<sup>240</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 skattebetalerne vil redde dem hvis det blir nødvendig."<sup>241</sup>

#### 4.8 Fra boligdrøm til et amerikansk mareritt

I lang tid syntes den amerikanske boligpolitikken å være svært vellykket. Eierskapsraten skjøt fart under Clinton-administrasjonen. Økningen var størst blant afroamerikanere og innbyggere med latinamerikansk bakgrunn.<sup>242</sup> Den positive utviklingen fortsatte under George W. Bush. Fra 1995 til 2005 økte antall husholdninger i egen bolig fra rundt 64 prosent til 69 prosent, slik det går fram av figur 4.6.

**Figur 4.6: Husholdninger i egen bolig (prosent), USA 1965-2008 (første kvartal)**



Kilde: U.S. Census Bureau, Homeownership

Utviklingen ble i følge Stan Liebowitz tatt i mot med entusiasme av de som hadde støttet opp om boligpolitikken:

”Etter hvert som eierskapsraten økte gratulerte [de ansvarlige] seg selv. De ansatte i reguleringsorganene, akademiske spesialister og boligpolitikaktivister feiret alle som én denne økningen i boligeierskapsraten og formuesøkningen som boligeierskapet førte med seg. Oppmykningen av bankenes utlånspraksis ble allment hyllet som en ’innovasjon’ i boligutlånsvirksomheten.”<sup>243</sup>

Virkemidlene for å oppnå dette resultatet var, som vi har sett, lovgivning vedtatt av kongressen og reguleringer gjennomført av myndighetene. De statlig støttede selskapene ble sett på som helt sentrale aktører for å realisere de sosialpolitiske målene. Det er påfallende at eierskapsraten skjøt fart nettopp på det tidspunkt da CRA-loven ble kraftig skjerpet, utlånspraksisen til bankene myket opp og ambisiøse boligpolitiske mål satt for Fannie Mae og Freddie Mac av boligdepartementet (HUD).

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>244</sup>

For det andre bidro rentepolitikken til Alan Greenspan og pengestrømmen fra utlandet til at boligprisene kunne stige gjennom en lang periode med lave renter og stor tilgang på kreditt.<sup>245</sup> Så lenge boligprisene steg, kunne boligeierne alltid refinansiere lånene sine eller selge boligen med fortjeneste.

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>246</sup> Som det går fram av figur 4.7, har boligprisindeksen aldri tidligere oversteget 130, men siden midten av 1990-tallet og fram til i dag har den steget helt opp i 200.

**Figur 4.7: Case-Shiller boligprisindeks, USA 1890-2006 (1890 = 100)**



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

En annen indikator på at vi har hatt å gjøre med en boligboble illustreres godt om man ser på boligpriser i forhold til leiekostnader for bolig i USA. Normalt er det et stabilt forhold mellom boligpriser og leiepriser. Rundt 1998 begynte boligprisene å stige klart mer enn leiekostnadene, frem til boligmarkedet – og boligboblen – nådde det høyeste nivået i 2006.

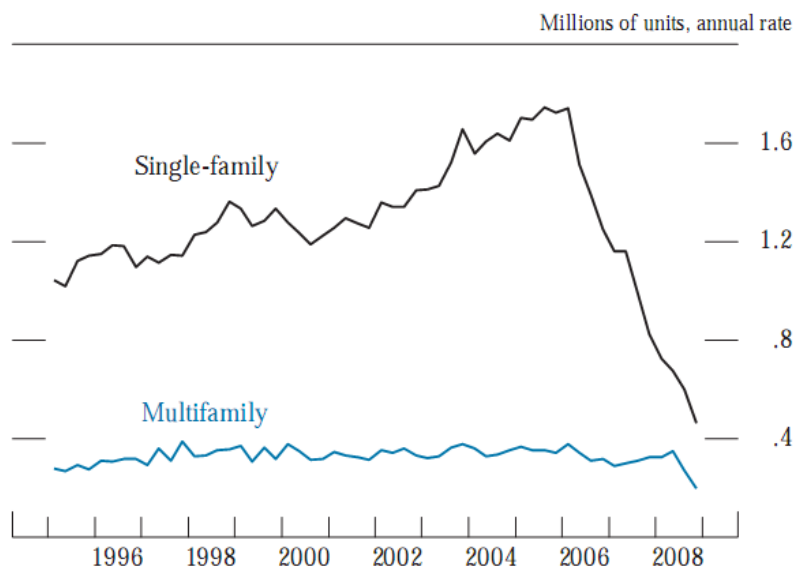
**Figur 4.8: Boligpriser i forhold til leiekostnader (median), USA 19783-2008 (1983 = 100, sesongjustert)**



Kilde: National Association of Realtors, U.S. Department of Labour, Wachovia og Carlyle Group (Grå stolpe indikerer offisiell resesjonsperiode.)

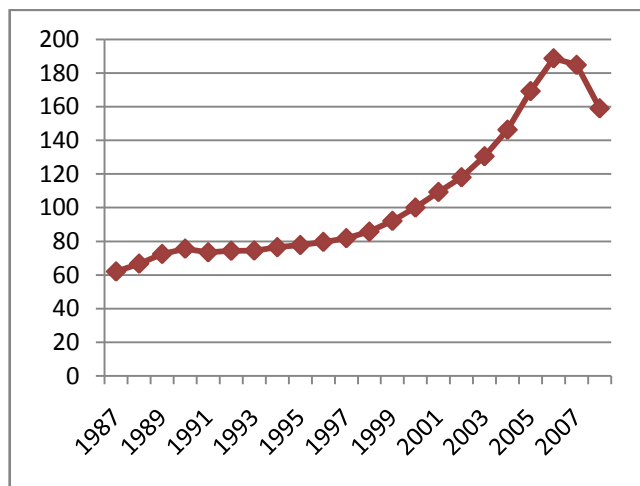
En tredje indikator på at vi har å gjøre med en kraftig boligboble er antallet påbegynte private hjem. Da boligboblen var på sitt høydepunkt i 2006, ser vi over 1,6 millioner påbegynte eneboliger. Ved utgangen av 2008 hadde antallet blitt redusert til om lag en fjerdedel, som det fremgår av figur 4.9.

**Figur 4.9: Oppstart av private boliger i USA, millioner enheter, årlig rate**



Kilde: Federal Reserve Monetary Policy Report to the Congress, 24. februar 2009 / Department of Commerce, Bureau of the Census

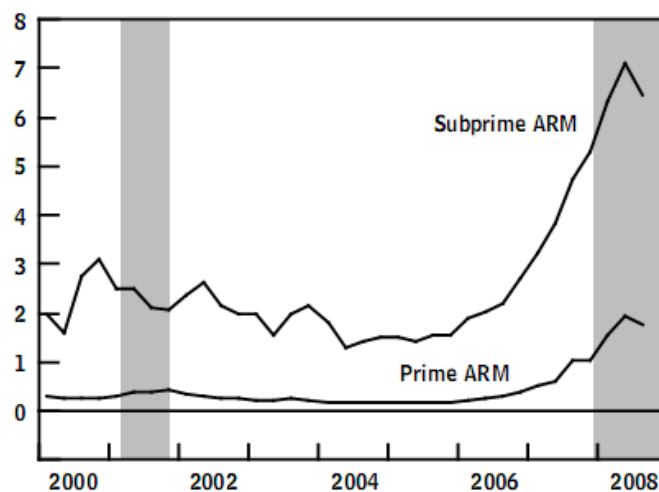
Da renten ble hevet og realrenten steg i 2005-2006, samtidig som markedet for nye subprime-lånekunder begynte å bli tømt, snudde boligprisen, hvilket vi kan se av utviklingen i boligpriser fra 1987 fram til første kvartal 2008 (se figur 4.9).

**Figur 4.9: Case-Shiller boligprisindeks USA 1987-2008 (første kvartal, 2000=100)**

Kilde: S&P/Case-Shiller

Det er uklart hvor langvarig og omfattende boligkrakket vil bli. Skal vi tro historiske trender, jf. grafen over boligprisutviklingen fra 1890, vil boligprisene kunne falle nesten 50 prosent. Men dette er selvsagt ren 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 4.10 (som viser mislighold av boliglån med flytende renter, ARM). Misligholdsraten er betydelig høyere for subprimelån enn for høykvalitetslån, noe som indikerer at det i større grad er de nyankomne på boligmarkedet som nå mister sine hjem.

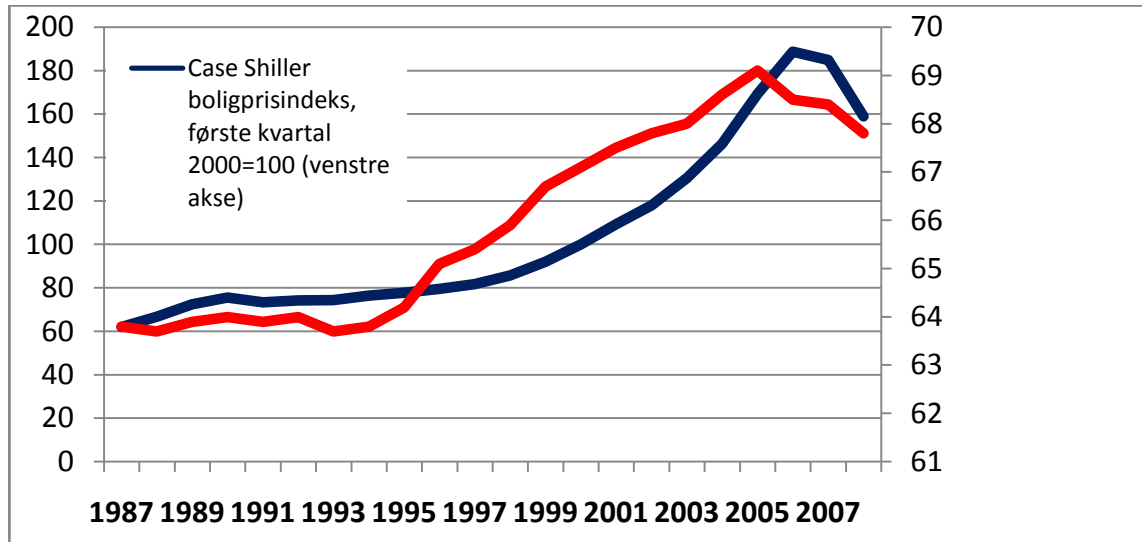
**Figur 4.10: Mislighold av boliglån USA, 1997-2007 (prosent)**

Kilde: Congress of the United States Congressional Budget Office, The Budget and Economic Outlook Fiscal Years 2009 to 2019; <http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9957/01-07-Outlook.pdf>

Mye tyder på at det har vært en sammenheng mellom boligprisutviklingen og økningen i antall husholdninger med egen bolig, slik som det fremgår av figur 4.11. Riktignok er det for tidlig å påpeke noen entydig årsakssammenheng, og vi må passe oss for å sette likhetstegn mellom korrelasjon og

kausaltet. Det er også verdt å merke seg at andelen husholdninger som eier egen bolig begynte å synke noe før boligpriskurven snur. 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>247</sup> En mer utførlig analyse må imidlertid gå nærmere inn i ulike data og fortolkningen av disse.

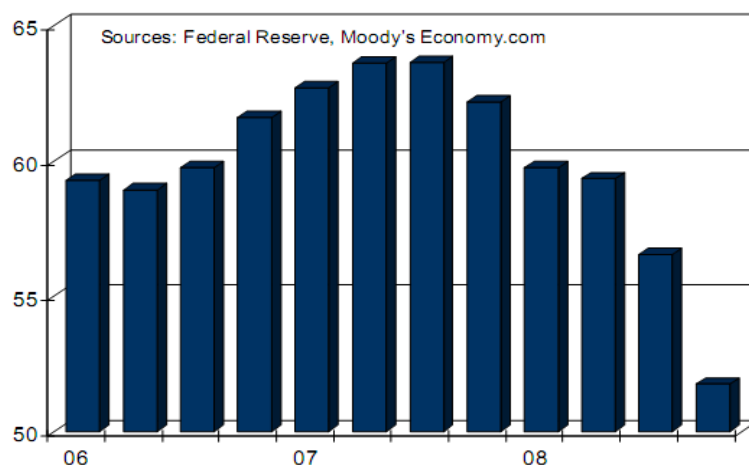
**Figur 4.11: Case-Shiller boligprisindeks og antall husholdninger i egen bolig, USA, 1987-2008**



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

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. Det som er klart er at de amerikanske husholdningenes netto formue allerede er betydelig redusert og ventes å falle ytterligere. Med amerikanernes tradisjon for å benytte sin bolig som en minibank, vil den økonomiske nedturen bli dypere og vare lenger, jo større boligkrakket blir.

**Figur 4.12 Netto formue for husholdningene i USA, 1000 milliarder US-dollar**



Kilde: Federal Reserve og Moody's Economy.com, [http://www.economy.com/mark-zandi/documents/Economic\\_Stimulus\\_House\\_Plan\\_012109.pdf](http://www.economy.com/mark-zandi/documents/Economic_Stimulus_House_Plan_012109.pdf)

#### 4.9 Bostøtte er bedre enn direkte statsinngrep i boligfinansieringsmarkedet

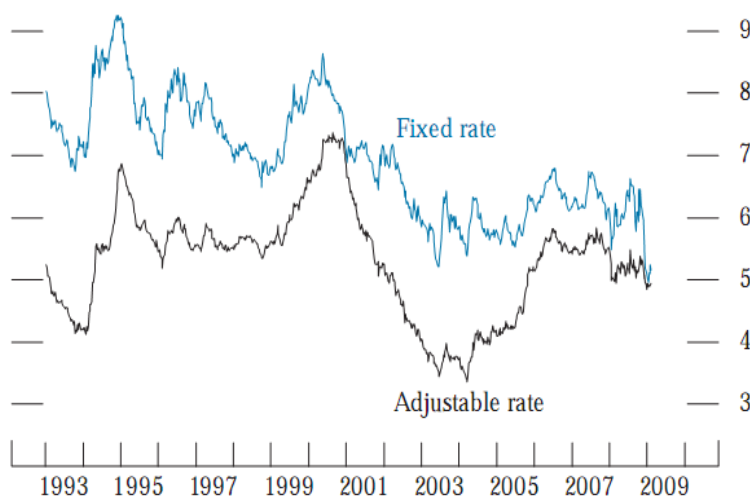
Som det går fram av dette kapittelet, har det amerikanske boligfinansieringsmarkedet vært gjenstand for kraftig regulering og politiske inngrep. Gjennom skattepolitikken har myndighetene oppfordret til investeringer i bolig framfor andre typer investeringer. Press på utlånsinstitusjonene i primærmarkedet for boliglån, kombinert med etableringen av et marked for oppkjøp av boliglån hvor halvstatlige selskaper er de største aktørene, har ført til at bankene har firt på utlånskriteriene sine. På denne måten har man fjernet risikoen fra de opprinnelige utlånerne. I tillegg har myndighetene aktivt bidratt til utviklingen av et omfattende marked i verdipapirer basert på boliggjeld.

Alle disse inngrepene har påvirket innbyggernes investeringsbeslutninger og bidratt til å øke aktiviteten og verdistigningen, både i boligmarkedet og i markedet for verdipapirer basert på boliggjeld. Denne formen for inngrep er svært uheldig og påvirker markedets evne til å allokere lånemidler på en langsiktig og bærekraftig måte. Hvis målet er å hjelpe visse grupper med å kunne kjøpe seg bolig, vil det være langt bedre om myndighetene hjelper dem direkte, for eksempel i form av stønader. Som Peter Wallison ved American Enterprise Institute skriver:

”Spørsmålet er ikke hvorvidt boligeierskap skal oppmuntres, men hvordan myndighetene bør gå fram for å gjøre det. I USA har man ikke tatt i bruk direkte politiske virkemidler – ved bruk av statlige programmer finansiert av skattebetalerne og godkjent av de folkevalgte gjennom normale budsjettprosesser – men isteden gjennom manipulering av kredittsystemet for å tvinge fram mer utlån til ‘affordable housing’. Istedenfor at staten subsidierer direkte, for eksempel ved å gi husholdninger med lav inntekt hjelp til å stille med egenandel ved låneopptak, har staten tatt i bruk reguleringer og politisk press for å tvinge bankene og andre statlige kontrollerte eller regulerte private selskaper til å gi lån som de ellers ikke ville ha gitt og til å fire på utlånskriteriene slik at flere lånsøkere kunne få tilgang på boligfinansiering.”<sup>248</sup>

Samtidig har myndighetenes rentepolitikk bidratt til rikelig og rimelig tilgang på kreditt for potensielle boligkjøpere og -spekulanter. Vi kan se hvordan dette slo ut i forhold til boliglån med flytende renter (figur 4.13):

**Figur 4.13: Renter på boliglån med fast rente (blå) og flytende rente (sort), USA 1993-2009**



Kilde: Federal Home Loan Mortgage Corporation

Kombinasjonen av alle disse grepene er, som vi har sett, en kraftig amerikansk boligboble. Phil Gramm, som har representert både demokratene og republikanerne i Kongressen, konkluderer i en kronikk i *Wall Street Journal*, 20. februar 2009 at

”sentralbankens kraftige, vedvarende rentekutt stimulerte et boligmarked som i utgangpunktet gjennomgikk en boom – noe som trigget seks år med tosifret vekst i boligpriser i en periode da den generelle inflasjonsraten var lav. Boligkjøpere kjøpte boliger de ikke hadde råd til, i den tro at de kunne refinansiere lånene i framtiden på bakgrunn av den pågående prisstigningen. Långivere antok at selv om alt annet skulle gå galt, ville eiendommer fortsatt kunne bli solgt for mer enn det de kostet, og lånet ville bli tilbakebetalt. Denne mentaliteten gjennomsyret markedet fra de som ga det opprinnelige lånet til de som satt på verdipapirer basert på boliglån, fra kredittvurderingsbyråene til de som regulerte finansmarkedet. Samtidig ble boligutlånsvirksomheten stadig mer politisert. [...] ikke bare bidro CRA [Community Reinvestment Act] og den føderale boligpolitikken til økt press på utlånsinstitusjonene til å gi mer risikable lån – men de gjorde at utlånsinstitusjonene hadde en unnskyldning og kunne dekke seg bak reguleringsinstansene.”<sup>249</sup>

Gramms analyse her virker relativt treffende, i henhold til de forhold vi har beskrevet i dette kapittelet. Vi bør imidlertid stille oss noe kritiske til motivene bak hans utpill i media. Han var en av pådriverne bak to av de viktigste omreguleringene av finansmarkedet på slutten av Clintons regjeringstid, og føler nok derfor et behov for å rettfærdiggjøre sin egen rolle i forhold til utviklingen i det amerikanske finansmarkedet som ledet opp til finanskrisen.

Økonom og Nobelprisvinner Paul Krugman, som befinner seg på den politiske venstresiden i USA med ukentlige synspunkter i sin faste spalte i *New York Times*, har kalt Gramm for ”deregulerings yppersteprest” og har utpekt ham som nummer to blant de personer som er ansvarlige for finanskrisen, nest etter tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan.<sup>250</sup> Bakgrunnen for denne påstanden er Gramms rolle i forhold til Financial Services Modernization Act (1999) og Commodity Futures Modernization Act (2000) som endret noen av rammevilkårene for de amerikanske finansinstitusjonene. Vi vil i det som følger vurdere om det er hold i påstandene til Krugman og andre markedskritikere i at ”deregulering” var en av hovedårsakene bak krisen.



## 5. Finansmarkedet

### 5.1 Systemiske feil i finanssektoren

Finanskrisen har avdekket alvorlige feil ved det amerikanske finanssystemet. Dette kom som en stor overraskelse på mange, heriblant tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan, som har ment at det amerikanske systemet var mer avansert, stabilt og bedre utformet enn i andre land.<sup>251</sup> Det man har pekt på som styrker ved dette systemet, har vist seg å skape ustabilitet over tid. Dette gjelder spesielt to faktorer: organiseringen av boligfinansieringen og finansinstrumenter for spredning av risiko på aktørnivå, men som ikke har redusert risikoen på systemnivå.

Når finansmarkedet ikke fungerer som forventet er det lett å gi bankene og andre aktører i finansmarkedet skylden – det er jo de som utgjør dette markedet. Men hvis man skal forstå hvorfor et system svikter, må man se systemet som helhet. Det krever en vurdering av de rammevilkår sektoren opererer innen og hvilke incentiver disse skaper for de økonomiske aktørene. Dette er et poeng vi kan finne igjen i en rapport om finansmarkedsreguleringer sluppet tidligere i år. Brunnermeier et al. påpeker at den nåværende finanskrisen er én i rekken av mange, og at det derfor må være noe galt med den underliggende reguleringsstrukturen som forårsaker dette gjentakende fenomenet. Å legge skylden på bankene kan synes fristende, men er utilstrekkelig. Videre, kan ikke ”en krise som gjentar seg selv kunne tilskrives nye, komplekse instrumenter”.<sup>252</sup>

Vi må med andre ord se på hvordan mekanismene i reguleringsregimet fungerer og på bakgrunn av dette tenke oss fram til eventuelle forbedringer for å dempe oppbygningen av tilsvarende ustabilitet i framtiden. Finansmarkedet er et sammensatt og svært komplekst system som historisk har vokst fram gjennom et samspill mellom myndigheter og markedsaktører. Myndighetene griper inn i dette markedet, gjennom pengepolitikk, finanspolitikk, reguleringer og krisetiltak. Det påvirker aktørenes adferd og skaper til tider uheldige incentiver.

Et slikt uheldig incentiv, adferdsrisiko eller ”moral hazard”, blir skapt når sentralbanken gjennom rentesetting og kreditttilførsel demper konjunkturedganger, men gjør lite for å dempe konjunkturoppganger inntil det punkt der pengemengdeveksten til slutt slår over i for høy prisvekst. Adferdsrisiko skapes også gjennom sentralbankens rolle som ”långiver i siste instans”, hvor den gir ekstraordinær likviditetstilførsel til kriserammede banker. Sammen med opprettelsen av innskuddsforsikring, fjerner det innskyteres incentiver til å finne fram til solide banker, samtidig som banker som tar høyere risiko får et konkurransefortrinn ved at de kan tilby høyere rente på innskudd.

Finansmarkedet består av en rekke forskjellige aktører, herunder banker, forsikringsselskap, og ulike fond. I tillegg kommer sentralbanker, som både opererer i finansmarkedet og holder tilsyn med det, og andre statlige reguleringsinstanser og politikere som griper inn i markedets virkemåte. Finansproduktene har blitt meget komplekse, og selv dedikerte eksperter kan bruke lang tid på å avgjøre hvor risikabelt et enkelt verdipapir er.

Den enkelte aktør i finansmarkedet opererer innen de rammevilkår myndighetene legger. Dermed er det myndighetene som har hovedansvaret for at systemet som helhet er stabilt og velfungerende. Politikere og myndigheter kan ofte ha et sosialpolitisk nærsyn, der ønsket om å hjelpe visse grupper på kort sikt er viktigere enn bærekraft og stabilitet på lang sikt, slik vi har sett med den amerikanske boligpolitikken. Det kan gi utilsiktede virkninger for systemet som helhet.

## 5.2 Har finansmarkedet vært uregulert?

”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.”

– Jens Stoltenberg, innlegg i trontaledebatten 2008

“Dette er slutten på *laissez-faire*. Det er slutten på det allmektige markedet som alltid vet best”

– Frankrikes president, Nicolas Sarkozy<sup>253</sup>

Frankrikes president Nicolas Sarkozy presenterer et syn på finanskrisen som mange har lagt til grunn når de skal forklare dens årsaker – at markedet har vært uregulert, og at finanskrisen følgelig skyldes et sammenbrudd i det frie markedet. Problemet med dette resonnementet er at markedet, og spesielt finansmarkedet, langt fra har vært ”fritt og uregulert”.

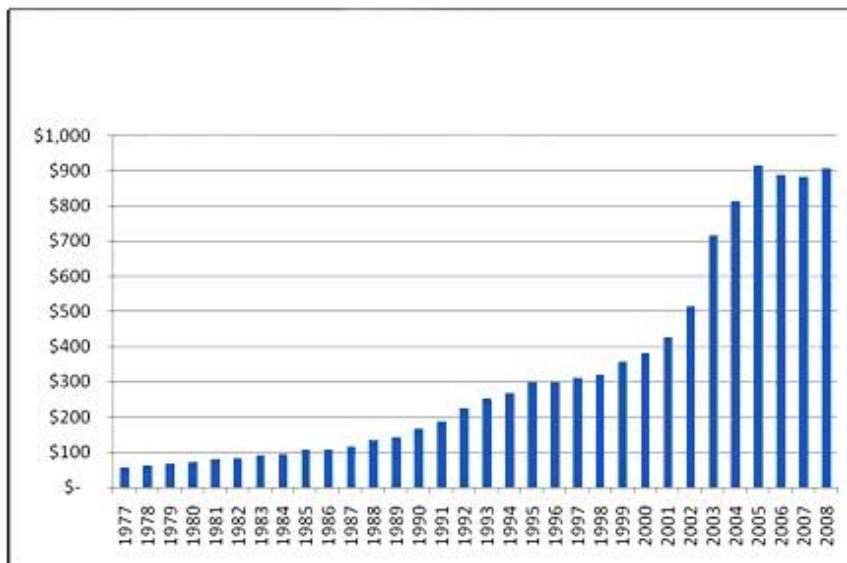
Markedene i de enkelte land har varierende grad av økonomisk frihet. De fleste produkt- og tjenestemarkeder opererer innenfor de rammer og retningslinjer satt av det enkeltes lands lover innen områder som arbeidssikkerhet, helse, miljø og konkurranse. Alle utviklede økonomier regulerer og kontrollerer næringslivet, men noen land regulerer visse markeder mer enn andre. Siden finanskrisen har sitt utbrudd i USA, er det naturlig å se nærmere på reguleringsomfanget der.

En analyse av det føderale budsjettet i USA anslår at det i 2009 vil bli bevilget 51 milliarder dollar til ulike former for regulering og kontroll, fordelt på 69 ulike departementer og direktorater. Denne virksomheten er anslått å sysselsette 264.000 personer i 2009, opp fra 255.500 i 2008. Rundt 85 prosent av aktiviteten finner sted innenfor sosiale reguleringer, som helse, sikkerhet og miljø. De siste par tiår har bevilgningene til regulering og kontroll økt betydelig. Målt i faste 2000-dollar ble det bevilget 16,8 milliarder i 1990, mens anslaget for 2009 er 42,7 milliarder, en vekst på 150 prosent. Målt i forhold til 1970, hvor regulering og kontroll la beslag på 5,7 milliarder 2000-dollar, har veksten vært på rundt 640 prosent.<sup>254</sup>

Finansmarkedet er selve blodomløpet for moderne økonomier, og derfor er dette markedet normalt regulert strengere enn andre. Finansnæringen i USA må forholde seg til flere tusen sider med reguleringer. På føderalt nivå alene er det over 12.000 ansatte som arbeider på heltid med å regulere og holde tilsyn med finansmarkedet. Ansvar for å regulere finansmarkedet er delt mellom en rekke aktører, de fleste offentlige, men noen organer er også utgått fra finansbransjen selv.

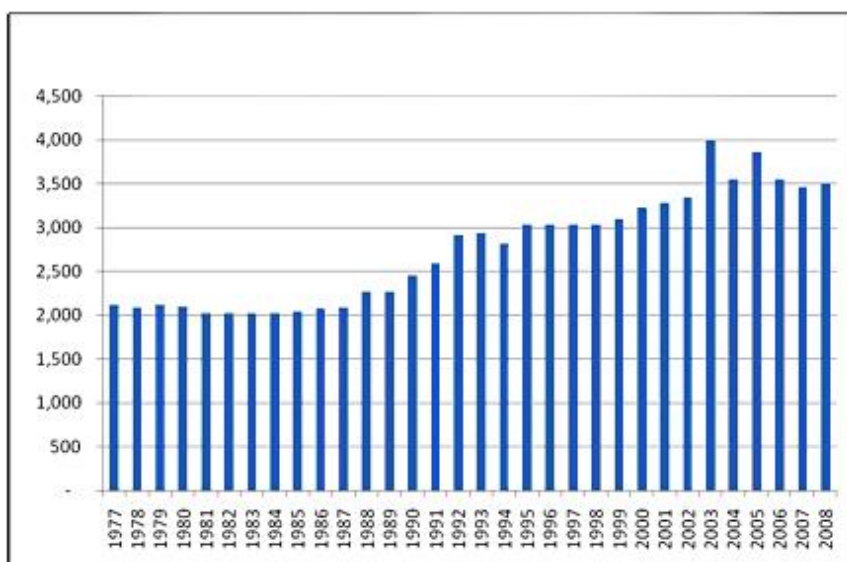
Regulering av finans- og banksektoren er i det føderale budsjettet for 2009 anslått å utgjøre 2,8 milliarder dollar, en økning fra 2,4 milliarder dollar i 2007. Også på dette området har det vært en betydelig vekst i bevilgningene de siste tiårene. Målt i faste 2000-dollar ble det i 1960 bevilget 190 millioner dollar, i 1970 356 millioner dollar, i 1980 725 millioner dollar, i 1990 1598 millioner dollar og i 2000 1965 millioner dollar. Veksten fra 1970 og 1990 til 2007 har vært på henholdsvis 480 og 29 prosent.

Også ved å se på et enkelt sentralt reguleringsorgan, finner vi samme utvikling. Det amerikanske verdipapirtilsynet SEC har publisert tall vedrørende størrelse på budsjettet og antall ansatte de siste tretti årene, som indikerer at det er lite grunnlag for å hevde at finansmarkedet har vært mindre regulert på 2000-tallet, målt kvantitativt.

**Figur 5.1. Budsjett Securities and Exchange Commission (SEC), 1977-2008, millioner US-dollar**

Kilde: Murphy, Robert P., "The SEC makes Wall Street More Fraudulent", [www.mises.org](http://www.mises.org), 5. januar, 2009; SEC, <http://www.sec.gov/about/annrep.shtml>

Som det går fram av figur 5.1, har bevilgningene til SEC økt siden Carter ble president, og kraftigst under presidenttiden til George W. Bush (2001-2009). Likeledes ble bevilgningene økt mer under presidenttiden til George H.W. Bush (1989-1993), enn under president Bill Clinton (1993-2001). SEC hadde også den største staben, målt ved antall heltidsansatte, under presidenttiden til George W. Bush, slik vi kan se av figur 5.2.<sup>255</sup>

**Figur 5.2. Antall heltidsansatte ved Securities and Exchange Commission (SEC), 1977-2008**

Kilde: Murphy, Robert P., "The SEC makes Wall Street More Fraudulent", [www.mises.org](http://www.mises.org), 5. januar, 2009; SEC, <http://www.sec.gov/about/annrep.shtml>

Det er en utbredt oppfatning at markedet er blitt deregulert de siste tiårene, og at dette er en sentral årsak til finanskrisen. For eksempel skriver markedskritiker og finansmann George Soros:

”Årsaken til dagens problemer går tilbake til 1980, da [Reagan og Thatcher] kom til makten, [og] reguleringen av banker og finansmarkeder ble mindre strenge. Disse lederne trodde at markeder er selvregulerende, [men] isteden førte denne laissez-faire holdningen til dagens boligboble, som i sin tur førte til [kredittkrisen].”<sup>256</sup>

Ser man på USA, er det riktig at sentrale deler av den amerikanske økonomien har blitt deregulert de siste 30 årene. For eksempel gjelder det infrastruktur som telekommunikasjon, flytransport og lastebiltransport, hvor det er åpnet opp for mer konkurranse og innovasjon. Denne dereguleringen ble startet på slutten av 70-tallet, under Carter, og videreført på 80-tallet under Reagan.

Det fant også sted en deregulering av finanssektoren, også denne iverksatt av Carter-administrasjonen. Dereguleringen gjaldt i særlig grad nye regler for de amerikanske sparebankene (Savings & Loans). Rentereguleringen med maksimumsrente på innskudd (“Regulation Q”) ble fjernet i 1980. I 1982 fulgte Reagan-administrasjonen opp med en ny deregulering av sparebankene. Liberaliseringen hadde som eksplisitt mål å sikre tilgangen på boliglån, hvilket også reflekteres i lovens navn: “An Act to revitalize the housing industry by strengthening the financial stability of home mortgage lending institutions and ensuring the availability of home mortgage loans”.

Pengepolitikk, feilreguleringer og et ønske om å “hjelp” sparebankene, førte imidlertid til en alvorlig krise i denne delen av banknæringen – sparebankkrisen på 1980-tallet. Denne krisen ble forsøkt endelig løst med en omregulering av finansmarkedet i 1989, da Kongressen vedtok Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA), som opprettet en ny reguleringsinstans (OTS) for sparebankene underlagt Finansdepartementet.

Lovendringen i 1989 markerte starten på en tiårig prosess med omregulering av finanssektoren, som ble avsluttet ved at deler av Glass-Steagall Act ble opphevet og erstattet av Financial Services Modernization Act (også kjent som Gramm-Leach-Bliley Act) i 1999. Denne loven åpnet opp for mer konkurranse i finanssektoren og hadde bred politisk og faglig støtte da den ble vedtatt.

De som hevder at finanskrisen skyldes at finansmarkedene har blitt deregulert viser ofte til at deler av Glass-Steagall Act ble opphevet i 1999. For eksempel hevdet Per Olaf Lundteigen, finanspolitisk talsmann for Senterpartiet, under Stortingets trontaledebatt i oktober 2008 at hovedårsaken til finanskrisen var opphevelsen av denne loven. VG hevdet det samme på lederplass samme dag.<sup>257</sup> Den pengepolitiske historikeren Eugene White, som nylig gjestet Oslo under samfunnsøkonomenes årlige Valutaseminar, mener imidlertid at dette er et feilspor – eller en “red herring” som han kaller det – i forståelsen av finanskrisens årsaker.<sup>258</sup>

Glass-Steagall-loven ble vedtatt i 1933 som et svar på den finanskrisen som oppsto i USA i kjølvannet av krakket på Wall Street i 1929. Loven var et forsøk på å gi de store bankene på Wall Street skylden for krisen og depresjonen. Det var imidlertid ikke disse storbankene som slet mest, men de små og kraftig regulerte spare- og forretningsbankene på delstatsnivå.<sup>259</sup>

Loven bidro til segmentering av både det amerikanske finansmarkedet og av reguleringsregimet for dette markedet, ved å skape snevre klassifiseringer av ulike finansinstitusjoner og ved å innføre forbud mot at én og samme finansinstitusjon kunne bedrive ulike former for finansvirksomhet, som for eksempel både investerings- og forretningsbankvirksomhet.

Opphevelsen av de deler av Glass-Steagall som gjorde det forbudt for finansinstitusjoner med ulike virksomhetsområder å fusjonere, har bidratt positivt under denne finanskrisen. Forretnings- og investeringsbanker har dermed kunnet slå seg sammen, noe som har vært nødvendig, og ønsket av myndighetene, ved flere anledninger. Hvis opphevelsen av Glass-Steagall forårsaket finanskrisen, er det rimelig å forvente at det burde ha oppstått lignende kriser i Europa for lenge siden, der man ikke har hatt den type forbud mot å samle ulike virksomheter i én bank.

Dette er et moment Phil Gramm, en av opphavsmennene bak denne omreguleringen, selv poengterer. Som et svar på kritikken mot denne lovendringen skrev Gramm en kronikk i *Wall Street Journal* 20. februar i år (2009):

“hvis [Gramm-Leach-Bliley Act] var problemet, skulle man forvente at krisen oppsto i Europa, der man aldri har hatt de krav Glass-Steagall [stilte til å skille ulike former for bankvirksomhet]. I tillegg var de finansselskaper som gikk overende i denne krisen, som Lehman, de som var minst diversifisert, mens de som overlevde, som JP Morgan, var mest diversifisert.”<sup>260</sup>

Det var med andre ord de banker som hadde utvidet virksomhetsområdet sitt, noe som var gjort mulig ved opphevelse av forbudene i Glass-Steagall, som klarte seg best. Ingen av investeringsbankene som endte opp med finansielle problemer, herunder Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Morgan Stanley og Goldman Sachs, hadde slått seg sammen med forretningsbanker, men var rene investeringsbanker. Deres virksomhet var derfor upåvirket av de virksomhetsutvidelser opphevelsen av Glass-Steagall gjorde lovlig. Derimot, når finanskrisen først skulle håndteres, var det oppmykningen av Glass-Steagall Act som gjorde det mulig for Bank of America å overta Merrill Lynch og JP Morgan Chase å kjøpe Bear Stearns.<sup>261</sup>

Gramm mener også at lovendringen han bidro til å utforme ikke kan karakteriseres som deregulering:

“GLB deregulerte ikke noe som helst. Den etablerte Federal Reserve som en overordnet reguleringsinstans som skulle holde tilsyn med alle holdingselskaper innen finansnæringen. Alle av finansinstitusjonenes aktiviteter fortsatte å være regulert [...] av de reguleringsinstanser som hadde regulert disse aktivitetene fram til da.”<sup>262</sup>

Derivathandel er i dag primært regulert ved Commodity Futures Modernization Act (CFMA) fra 2000. Denne loven oppdaterte Commodity Exchange Act (CEA) som ble vedtatt midt på 1930-tallet. Den gang hadde den sterke innflytelsen til landbrukssektoren i Kongressen ført til at reguleringen av future-kontrakter, en form for derivatkontrakter, ble separert fra reguleringen av verdipapirer. På 1800-tallet og begynnelsen av 1900-tallet ble future-kontrakter primært benyttet til å gjøre det mulig for landbruket å sikre stabile prisavtaler, som en motvekt til de store prissvingningene som tidvis var i markedet for landbruksprodukter. Ved fastsettelsen av CEA-regelverket så man ikke for seg fremveksten av et stort derivatmarked handlet direkte mellom parter (“over the counter”-marked – OTC), og i CEA-regelverket var det faktisk et krav om at future-kontrakter skulle handles på en sentralisert markeds plass, slik som ved Chicago Board of Trade.<sup>263</sup>

I 1974 ble CEA-loven oppdatert med Commodity Futures Trading Commission Act (CFTCA). Det etablerte en reguleringsmyndighet (CFTC) med ansvar for å overse future-markedet. Dervithandeltilsynet CFTC og verdipapirtilsynet SEC slet i mange tilfeller med å avklare hvem som hadde reguleringsmyndighet, spesielt når det gjaldt regulering av hybride finansprodukter. CFTC tok derfor initiativet til å etablere et mer harmonisert reguleringsrammeverk for derivater. Forslagene fra CFTC dannet grunnlaget for CFMA-loven som ble vedtatt i 2000.

Intensjonen Kongressen hadde ved innføringen av CFMA-loven var:

- ”(6) å fremme innovasjon i future- og derivatmarkedet og å redusere systemrisiko ved å bedre og avklare den lovmessige situasjon i markedet for visse futurer og derivater;
- (7) å redusere systemrisiko og sikre større stabilitet i markedet under perioder med uro, ved å tillate klarering av transaksjoner i ”over the counter”-derivater gjennom passende regulerte klareringsinstitusjoner; og
- (8) å øke den konkurransemessige posisjonen til finansinstitusjoner og finansmarkedet i USA”<sup>264</sup>

CDMA-loven hadde som intensjon å skape et reguleringsrammeverk som ville tillate innovasjon i OTC-markedet, altså i markedet for derivater direkte mellom banker eller andre finansinstitusjoner. Man ønsket å unngå regulering som ikke var nødvendig for sofistikerte markedsaktører som handlet i dette markedet. Lovendringen medførte at OTC-transaksjoner ikke ble regulert av CFTC så lenge de ble utført av ”kvalifiserte” aktører (”eligible contract participants”) som forhandler direkte seg i mellom. Loven klargjorde også at CFTC var eneste reguleringsmyndighet for råvarebørser og markeder hvor mindre aktører handlet i future- og opsjonskontrakter.

Selv om OTC-handelen mellom ”kvalifiserte” aktører ikke er regulert, medførte det ikke at *aktørene* nødvendigvis er utenfor regulering. Som United States Government Accountability Office påpeker i en rapport:

”Selv om OTC-handelen i derivater ikke er regulert, er visse markedsaktører det. Hvis en deltager i denne handelen er en amerikansk bank, føderalt godkjent som en nasjonal bank, er den overvåket av the Office of the Comptroller of the Currency. Hvis en bank er eid av et bankholdingselskap, er holdingselskapet regulert av Federal Reserve. Disse bankregulatorene holder tilsyn med disse markedsaktørene for å sikre et trygt og robust banksystem og stabilitet i finansmarkedet. Hvis en aktør som handler i kredittderivater er en verdipapirmegler, er det underlagt tilsynet til [det amerikanske verdipapirtilsynet] SEC [...] Andre aktører i kredittderivatmarkedet er utlandske banker som er overvåket av utenlandske reguleringsmyndigheter, og i noen tilfeller, også av reguleringsmyndigheter i USA hvis de opererer i USA”<sup>265</sup>

Clintons finansminister, Robert Rubin, argumenterte under behandlingen av CFMA-loven for at regulering av de aktuelle finansinstrumentene ville gjøre med skade enn nytte.<sup>266</sup> 157 demokrater og 133 republikanere stemte for loven (og 51 republikanere og 9 demokrater mot). Sentralbanksjef Ben Bernanke har imidlertid vært av en noe annen oppfatning, og peker på at Federal Reserve har bidratt med å finne nye ordninger for handelen med CDSer og andre derivater som selges direkte av banker og andre finansinstitusjoner siden høsten 2005.<sup>267</sup>

Det har ikke vært noen betydelige omreguleringer av finanssektoren under presidenttiden til George W. Bush, bortsett fra en *innskjerping* av regnskapsreglene etter Enron-skandalen, en lovendring som har gitt nye fullmakter til verdipapirtilsynet Securities and Exchange Commission (SEC). Likevel har flere, heriblant Barack Obama under sin presidentkampanje, hevdet at krisen kom som en følge av ”republikansk deregulering”.<sup>268</sup>

Vi har satt opp de viktigste lovendringene for banksektoren fra den amerikanske borgerkrigen til i dag, slik de er presentert av det føderale bankgarantifondet (FDIC) i Appendiks C. Denne oversikten tar ikke med det omfattende lovverket som regulerer bankenes kredittgivning til minoritets- og lavinntektsgrupper, som ble gjennomgått i kapittel 4. Som det går fram av denne oversikten, har

flesteparten av omreguleringene de siste tretti årene funnet sted under presidenttiden til Bill Clinton. Dette gjelder også opptrappingen av antidiskrimineringslovverket.

Svært få endringer av det formelle lovverket fant sted under George W. Bush. Det samme gjelder overraskende nok også under presidenttiden til Ronald Reagan. Og den omregulering av sparebankene som ble vedtatt i 1982, ble avvirket i 1989 under George H.W. Bush, da det kom ny omfattende regulering av denne delen av finansnæringen.

En ting er lovverket, men noe annet er praktiseringen av den i tilsynsorganene, slik som det amerikanske verdipapirtilsynet Securities and Exchange Commission (SEC), som er gitt utvidede fullmakter i forhold til å sette krav til regnskapsstandarder og kapitaldekning for de deler av finansnæringen som faller inn under dens myndighetsområde. Som vi har sett, ble bevilgningene til SEC kraftig økt under George W. Bush. Dette burde tilsi bedre tilsyn. Men SEC har foretatt flere kritikkverdige avgjørelser på 2000-tallet, noe tilsynets leder Christopher Cox har fått kritikk for.

En større tabbe SEC gjorde var, etter vårt syn, deres beslutning i 2004 om å redusere kapitaldekningskravet til de store investeringsbankene. Investeringsbankene var i 1997 blitt pålagt å holde reserver som sikkerhet i tilfelle tap i megleravdelingene. Reduksjonen i reservekravet i 2004 frigga kapital, som investeringsbankene benyttet til andre aktiviteter. Virkningen var økt risiko. . Samtidig som kapitaldekningskravet ble redusert for investeringsbankene, utvidet SEC sin overvåking til også å omfatte moderselskapene og datterselskapene til investeringsbankene, mens de frem til da kun hadde regulert meglerenhetene. Dette var ikke en formell reguleringsrett, men et frivillig innsyn i regnskapene og investeringsbøkene investeringsbankene gav i bytte mot mildere kapitaldekningsregler. Dette viste seg å ikke være en balanserende reguleringsendring. Så sent som i mars 2008 uttalte Cox at vi "føler oss ganske trygge på kapitalstøtdemperne i disse selskapene". Noen dager senere bidro sentralbanken til at Bear Stearns ble kjøpt opp av JP Morgan, og i løpet av året var investeringsbankene historie ettersom Merrill Lynch solgte seg til Bank of America, Lehman Brothers gikk konkurs og Goldman Sachs og Morgan Stanley gjorde seg om til forretningsbanker.<sup>269</sup>

Investeringsbankene ønsket å få redusert kapitaldekningskravet. Henry M. Paulson, som var finansminister under finanskrisen fram til Geithner tok over i januar i år, var på dette tidspunktet sjef for Goldman Sachs og blant de som gikk i bresjen for en oppmykning av kapitaldekningsreglene. Med det kunne investeringsbankene pådra seg mer gjeld, noe som økte risikoeksponeringen deres betydelig. Det ville vise seg å skape risiko for hele finanssystemet.

Det er lite som gir markedskritikerne rett i sine argumenter om at deregulering av banker og andre finansinstitusjoner er en hovedforklaring av finanskrisen hvis vi ser på bevilgninger, antall føderale tilsynspersoner eller lover og regler. Derimot er det visse deler av finanssektoren der man kan hevde at det har vært mangelfullt tilsyn og regulering. Eksempler på det er oppmykningen av kapitaldekningskrav overfor investeringsbankene og myndighetenes uheldige særbehandling av Fannie Mae og Freddie Mac. Men det viktigste eksempelet er muligens de deler av finansnæringen hvor det i utgangspunktet var uklar, lite eller ingen regulering. Dette gjelder spesifikt markedene for enkelte nye finansinstrumenter og utviklingen av en egen "skyggebankvirksomhet", fritatt for kapitaldekningskrav og andre reguleringer.

### 5.3 Har reguleringssystemet bidratt til finanskrisen?

”Realiteten er 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”

– Victor Norman, DN, 22. november 2008

”[Verdipapirtilsynet] SEC og de som var ansvarlige for å holde tilsyn med bankene nektet å ta på seg de politiske og praktiske utfordringene det ville medføre å [...] disiplinere markedsaktører som satt med kompliserte og forvokste risikoeksponeringer[...] Hull i reguleringsregimet la helt klart grunnlaget for dagens krise.”

– Verdensbanken, oktober 2008<sup>270</sup>

”Generelt baserer systemet vårt seg på at markedsdisiplinen skal legge en demper på finansselskaperens belåningsgrad og risikoeksponering. Dette suppleres av et veloverveid tilsyn [...] Imidlertid viser de enorme tapene og nedskrivningene siden august [2008], i tillegg til [krisen tilknyttet] Bear Stearns at i denne episoden, var verken markedsdisiplinen eller offentlig tilsyn i stand til å begrense belåningsgraden eller risikoeksponeringen nok til å sikre den finansielle stabiliteten [...] verken selskapene eller reguleringsinstansene var i stand til å forutse at investeringsbanker kunne miste tilgangen på sikker finansiering, slik tilfellet var med Bear Stearns.”

– sentralbanksjef Ben Bernanke, 8. juli 2008<sup>271</sup>

Det som mest av alt preger det amerikanske reguleringsregimet for finanssektoren, er at det er utdatert og oppsplittet. Arven etter Glass-Steagall fra 1930-tallet setter fortsatt sitt klare preg på den amerikanske finanssektoren. Hver enkelt nisje i finansnæringen, definert ved lov, ble gitt hver sin reguleringsinstans og tilsynsorgan. Denne reguleringsstrukturen eksisterer fortsatt. For eksempel er det ett tilsynsorgan for verdipapirhandelen, som også henter inn regnskapsrapportering fra finansinstitusjonene – Securities and Exchange Commission (SEC). Det er et annet tilsyn for handel i derivater – Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Finansdepartementet, gjennom underorganet Office of Thrift Supervision (OTS), har tilsyn med sparebankene. Federal Reserve har tilsyn med forretningsbankene. Og det er et eget føderalt tilsynsorgan for de statlig støttede selskapene Fannie Mae og Freddie Mac, mens forsikringselskapene er regulert på delstatsnivå.

Som Gene L. Dodaro, Acting Comptroller General of the United States, uttalte under en høring om hvordan man skal ”modernisere det utdaterte amerikanske finansielle reguleringssystemet” i Kongressen, 14. januar i år (2009):

”Dagens finansielle reguleringssystem har basert seg på et oppsplittet og komplekst system bestående av reguleringsinstanser på både føderalt og delstatsnivå. Dette systemet [...] har ikke holdt tritt med viktige utviklingstrekk i finansmarkedet og finansprodukter de siste tiårene. I dag er det rundt et dusin føderale reguleringsinstanser, mange markedsbaserte organisasjoner, og hundrevis av finansielle reguleringsinstanser på delstatsnivå som deler ansvaret med å holde tilsyn med finansnæringen. Ettersom landet befinner seg midt i en av de verste finanskrisene noen sinne, har det blitt åpenbart at reguleringssystemet er lite i stand til å møte landets behov i det 21. århundre.”<sup>272</sup>



Svakheterne med den fragmenterte strukturen og det store antallet delvis overlappende reguleringsinstanser, blir forsterket av at det ikke er noen reguleringsmyndighet som har ansvaret for at finansmarkedet eller reguleringsystemet fungerer på systemnivå. Når finansmarkedet utvikler seg - for eksempel ved at nye finansprodukter utvikles, eksisterende produkter blir mer komplekse eller at markedsaktører utvider sin aktivitet til nye områder - er det ingen reguleringsmyndighet som har ansvar for å vurdere om systemet som helhet trenger endringer eller om områder som har lite eller ingen regulering burde få det.

Denne mangelen er en svakhet som sentralbanksjef Ben Bernanke også er opptatt av. Han peker på behovet for en overordnet ramme for regulering og tilsyn i USA for å "fokusere på den helhetlige risikoen i det finansielle systemet". Denne oppgaven kan gis til ett overordnet myndighetsorgan "som kan overvåke, vurdere og, om nødvendig, svare på potensiell systemisk risiko innen finanssystemet." Enkelte har foreslått at sentralbanken (Federal Reserve) kan påta seg denne oppgaven, noe Bernanke er åpen for.<sup>273</sup>

United States Government Accountability Office (USGAO) har publisert en rapport som tar for seg svakheterne ved det amerikanske reguleringsystemet. Her pekes det blant annet på at reguleringsmyndighetene har hatt store vansker med å håndtere potensiell systemisk risiko knyttet til store og diversifiserte finanskonglomerater, samt på en tilfredsstillende måte å regulere selskapenes risikoeksponering.

Reguleringsmyndighetene må også håndtere problemer tilknyttet de deler av finanssektoren som er mindre regulert, slik som hedgefond og finansselskaper som ikke er banker. USGAO mener det kan være vanskelig for både regulerende myndigheter og investorer å forstå risikoen tilknyttet nye og komplekse finansprodukter.

Rapporten peker på at regnskapsregler og håndhevingen av disse i økende grad har hatt problemer med å holde tritt med utviklingen i finansmarkedet. Det har også vært utfordrende å implementere de internasjonale regnskapsstandardene på en konsistent måte i de mange ulike reguleringsmyndigheter i USA.

Det siste hovedpunktet rapporten er at finansmarkedet i økende grad har blitt globalt. Dette skaper utfordringer for myndighetene, da det oppsplittede amerikanske reguleringsregimet vanskelig lar seg koordinere med internasjonale reguleringsmyndigheter.

At det var svakheter med reguleringsystemet og måten det fikk finansmarkedet til å fungere på, var kjent før boligboblen sprakk og finanskrisen begynte. Et eksempel er bekymringene føderale bankreguleringsmyndigheter i 2005 uttrykte over risikoen i boligfinansieringsmarkedet på grunn av subprime-lån.<sup>274</sup>

Reguleringsystemet har også bidratt til ustabilitet i finanssystemet når reguleringsorganene ikke har utført den jobb de er satt til på en god eller tilfredsstillende måte. Ved den tidligere omtalte reduksjonen i kapitalkravene til investeringsbankene i 2004, bestemte verdipapirtilsynet SEC seg samtidig for å basere seg på datamodellene til selskapene under tilsyn for å avgjøre graden av investeringsrisiko. Det medførte i praksis at overvåking av risiko ble overført til bankene selv. Det ga også SEC en anledning til å vurdere bankenes investeringer i boliggjeldsbaserte verdipapirer.

SEC ble i følge en intern rapport "klar over flere potensielt røde flagg i forkant av Bear Stearns kollaps, bl.a. vedrørende konsentrasjonen av boliggjeldsbaserte verdipapir, høy lånegrad, svakheter i risikohåndteringen i boliglånsbaserte verdipapirer og mangel på etterleving av intensjonen i visse kapitalstandarder", men SEC foretok seg ikke noe for å redusere disse risikofaktorene.<sup>275</sup>

Reguleringer har ofte utilsiktede virkninger. Et eksempel på dette, som vi har vært inne på tidligere, er Basel-reglens krav om ulik kapitaldekning for ulike investeringer, basert på myndighetenes vurdering av risikoprofilen. I henhold til reglene, trenger bankene kun en kapitaldekning på lave 1,6 prosent ved investeringer i finansinstrumenter med AAA-rating, for eksempel de best ratede boliggjeldsobligasjoner. Det har bidratt til å øke etterspørselen etter slike verdipapirer, og dermed også de underliggende subprime-lån som mange av disse verdipapirene er basert på.

Også andre regler har virket konjunkturforsterkende, og har dermed bidratt til å forsterke både oppturen og nedturen i finansmarkedet. Dette gjelder blant annet skjerpede bokføringsregler som fulgte i kjølvannet av regnskapskandalene i tilknytning til IT-boblen, hvorav det mest kjente tilfellet var storselskapet Enron. Som Bernanke nylig påpekte:

"Det er bevis for at kapitalkrav, regnskapsregler og andre reguleringer har gjort finanssektoren overdrevet prosyklisk. Med det mener jeg at de får finansinstitusjoner til å øke kreditt i oppgangstider og stramme inn i kreditt i nedgangstider, mer enn hva som er rimelig som følge av endringer i kredittverdigheten til lånetagere. Derved intensiveres sykliske faser. [...] Vi bør revidere reguleringer og bokføringsregler for å sikre oss at de ikke virker for konjunkturforsterkende, det vil si at de ikke i for stor grad forsterker oppturene og nedturene i finanssystemet og i økonomien."<sup>276</sup>

Som Bernanke er inne på, har myndighetene gjennom kapitalkrav til bankene, regnskapsregler og reguleringsregimet, innflytelse på hvordan finansinstitusjonene innretter seg og oppfører seg. Det er derfor viktig å se på hvilke incentiver det amerikanske finanssystemet skaper, med dets reguleringsregime, politiske inngrep og praksis hos finansselskapene.

Regulerende myndigheter har også gjort utstrakt bruk av organer som har sitt utspring i markedet. For eksempel er privateide kredittvurderingsbyråer offentlig lisensierte, og gitt visse myndighetsfunksjoner. Målet var at disse selskapene skulle øke transparensen og bedre risikovurderingen i finansmarkedet, uten at det kostet føderale myndigheter noe. I det følgende vil vi se nærmere på sider ved reguleringsystemet i USA som har virket inn ved finanskrisens fremvekst. Først ser vi på konjunkturforsterkende bokføringsregler, deretter på kredittvurderingsbyråene.

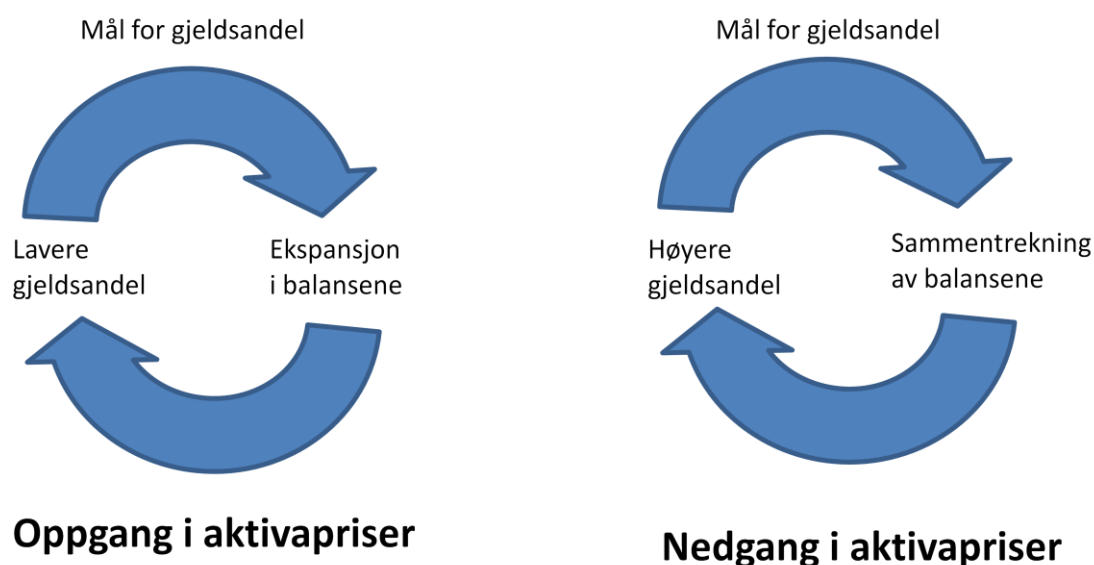
## 5.4 Konjunkturforsterkende bokføringsregler

I kjølvannet av sparebankkrisen i USA på 80-tallet, og skandaler i tilknytning til denne, ble det introdusert nye og strengere regnskapsregler, basert på såkalt "fair value accounting". Disse regnskapsreglene fikk fornyet aktualitet etter Enron-skandalen. Reglene tilsier at verdien på aktiva, slik som utlån og boliggjeldsobligasjoner, bokføres i henhold til den gjeldende markedsverdien ("mark to market"). Det er flere gode argumenter for at selskaper bør benytte markedsverdien i sin bokføring. Blant annet gir det mindre muligheter for regnskapsmanipulering og juks, da det øker innsynsmuligheten, også omtalt som transparens.

Denne reguleringen, som var ment å forbedre markedets virkemåte, har imidlertid skapt utilsiktede og negative virkninger. Regelen om å regnskapsføre verdipapirer i henhold til gjeldende markedspris kan virke konjunkturforsterkende, ved at den gir en positiv spiral i oppgangstider og en negativ spiral i nedgangstider. Spesielt er dette utslagsgivende i finansnæringen, grunnet den innebygde gearing-effekten. (Gearing medfører at en økt krone i egenkapital gjør at en bank kan øke utlånene betydelig. Ofte er multiplikator i størrelsesordenen 10-20.)<sup>277</sup> Slike regler skaper også problemer i situasjoner hvor markedene for verdipapirene slutter å fungere normalt, slik vi har sett i denne krisen.

I oppgangstider gjør stigende markedsverdi på formuesobjekter at bankene kan utstede flere lån eller investere i flere verdipapirer, og dermed utvide sin aktivitet. Ved nedgangskonjunkturer snur dette. Dette kan dermed føre til at finansselskapene får en kraftig og svært hurtig svekkelse av sin kapitalposisjon og soliditet. I verste fall kan dette føre til at selskapet går over ende nærmest over natten. I andre tilfeller ser vi at finansselskapene har vært nødt til å stramme inn lånevirkksomheten og gjenoppbygge soliditeten. Dette fører til kredittkontraksjon, som har alvorlige konsekvenser både for pengemarkedet (interbankmarkedet) og for låntagere i privat sektor. Innstramninger i bankene kan derfor forårsake lavere aktivitet i realøkonomien, noe som kan bidra til å svekke formuesprisene ytterligere, og bankene ser behov for å stramme inn enda mer. Dermed gjentas og forsterkes hele den nedadgående, prosykliske prosessen.

**Figur 5.3. Multiplikatoreffekten i banksektoren ved oppgang og nedgang i aktivapriser**



Kilde: Lund, Arild og Ylva Søvik, "Hva kjennetegner dagens kredittkrise?", 2008 / Greenlaw et al., "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meldown", 2008

Markedsbasert verdsettelse av verdipapirer fungerer spesielt dårlig i markeder med liten eller ingen likviditet, slik som markedene for strukturerte boligverdipapirer etter finanskrisens utbrudd. De få markedstransaksjonene som finner sted, gjenspeiler i liten grad de underliggende eller langsiktige verdiene, men kan tvinge alle aktører som sitter med verdipapiret til å nedjustere verdien av sin egen portefølje. Ved lav egenkapital kan det igjen fremtvinge nye salg, med ytterligere nedjusteringer av verdien for alle, før prosessen gjentar seg.

De negative sidene med markedsbasert verdsettelse når markedet for visse verdipapirer forsvinner gjorde at det amerikanske verdipapirtilsynet SEC og Financial Accounting Standards Board 30. september 2008 kom med nye, og mer fleksible retningslinjer for hvordan verdsettelsesreglene skulle praktiseres og tolkes når markedet sluttet å fungere. Disse retningslinjene ble støttet av The International Accounting Standards Board få dager senere.<sup>278</sup>

En endring av "mark to market"-reglene for finansinstitusjoner ble foreslått av Robert Rubin, finansminister i Clinton-administrasjonen.<sup>279</sup> Han så for seg at man for visse finansinstitusjoner kunne skifte over til et system hvor lån og forpliktelser ble verdsatt til kost justert for kapitalavsetninger for å dekke eventuelle tap. SEC har i en undersøkelse av markedsbasert verdsettelse under finanskrisen tatt til orde for at de gjeldende "mark to market"-reglene blir beholdt, men forbedret, blant annet ved at det i større grad skal være mulig å utøve sunn fornuft.<sup>280</sup>

Forskere ved Verdensbanken mener også at "mark to market"-regler bør beholdes og at virkningen av reglene under finanskrisen i større grad er et symptom på problemene, enn en medvirkende faktor. De viser til at markeder som midlertidig slutter å fungere ikke tvinger finansinstitusjoner til å bokføre tap under realverdien. Begrunnelsen deres er at mange investeringer er verdsatt etter "marked til modell", ikke reelle transaksjonspriser. For disse investeringene er det god anledning til å utøve skjønn. Det er også anledning for selskapene til å flytte investeringer som er sårbare for endringer i kredittmarkedet ut av "tilgjengelig for salg"-porteføljen over til en såkalt "banking book".<sup>281</sup>

## 5. 5 Kredittvurderingsbyråene

”Dårlig risikohåndtering, lave renter og en form for aktivaboble er å finne i de fleste finanskriser. Denne finanskrisen vil imidlertid bli husket for at et system som over lang tid har brukt kreditttrisiko-rater [...] med gode resultater, slo alvorlig feil. Selv om vi finner feil langs hele verdipapiriseringskjeden, må amerikanske kredittvurderingsbyråer tillegges et spesielt ansvar [...] SEC og andre reguleringsmyndigheter overførte sitt offentlige ansvar [...] til kredittvurderingsbyråene.”

- Verdensbanken<sup>282</sup>

En sentral gruppe aktører i finansmarkedet som har mottatt mye kritikk er kredittvurderingsbyråene. De er byråer ”som gir sin vurdering av kredittverdigheten til et selskap og de finansielle forpliktelser [som obligasjoner, aksjer og verdipapirer] som utstedes av et selskap”, i følge reguleringsinstansen for den amerikanske verdipapirhandelen (SEC).<sup>283</sup> Det offisielle navnet på disse byråene er Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO), en status som gis ved lisens fra de føderale myndighetene, representert ved SEC.

Bruken av betegnelsen NSRO startet i 1975, da rollen til disse byråene endret seg som følge av endringer i reguleringsregimet for verdipapirhandelen. På 1980-tallet var det 7 slike byråer, som på 90-tallet ble redusert til tre: Fitch, Moody’s og Standard & Poor’s (S&P). På 2000-tallet har antallet kredittvurderingsbyråer økt til 10, ettersom også enkelte utenlandske byråer, i tillegg til et par små amerikanske, har blitt tildelt lisens som NRSRO.

Disse byråene tilbyr en viktig tjeneste i det amerikanske finansmarkedet, nemlig en vurdering av risikoen tilknyttet ulike verdipapirer. Byråene har vært en sentral del av det amerikanske finansmarkedet siden begynnelsen av 1900-tallet, men har gjennomgått endringer i virkemåte og i oppgaver. Betydningen av byråenes kredittvurderinger har økt de siste tiårene, delvis grunnet ”økningen i antall utstedere av verdipapirer og framveksten av nye og komplekse verdipapirer, som ’asset-backed securities’ [gjeldsobligasjoner som for eksempel MBSer] og kredittderivater”, i følge byråenes tilsynsorgan SEC. Den finansielle globaliseringen har også økt betydningen av kredittvurderingsbyråenes tjenester.<sup>284</sup>

Vurderingene til disse byråene har en avgjørende innvirkning på verdipapirmarkedet, blant annet i forhold til bedrifters evne til å finansiere seg gjennom å utstede obligasjoner. Vurderingene er også avgjørende for hvilke verdipapirer finansselskapene kan investere i. SEC tillater visse typer selskaper kun å investere i verdipapirer med lav risiko, klassifisert som investeringsverdige (”investment grade”) av kredittvurderingsbyråene. Dette er verdipapirer med en rating som hos Fitch og S&P går under betegnelsen AAA, AA, A og BBB. Kategoriene BB, B, CCC, CC, C og D anses å ha høy risiko og kalles for spekulative verdipapirer (”speculative grade”).<sup>285</sup> SEC har også utformet regler med redusert krav til egenkapital for mange finansinstitusjoner ved investeringer klassifisert som investeringsverdige.<sup>286</sup>

I 2002 vedtok Kongressen en ny regnskapslov, Sarbanes-Oxley Act, som skulle ”gjenopprette tillit blant investorer i kjølvannet av finansielle skandaler den senere tid”, slik senator Sarbanes formulerte det. Denne loven påla SEC å utarbeide en rapport om kredittvurderingsbyråenes rolle i verdipapirmarkedet. Blant annet var det mange som stilte seg spørsmålet om hvordan kredittvurderingsbyråene kunne vurdere Enron ”som en lav kreditttrisiko helt til fire dager før

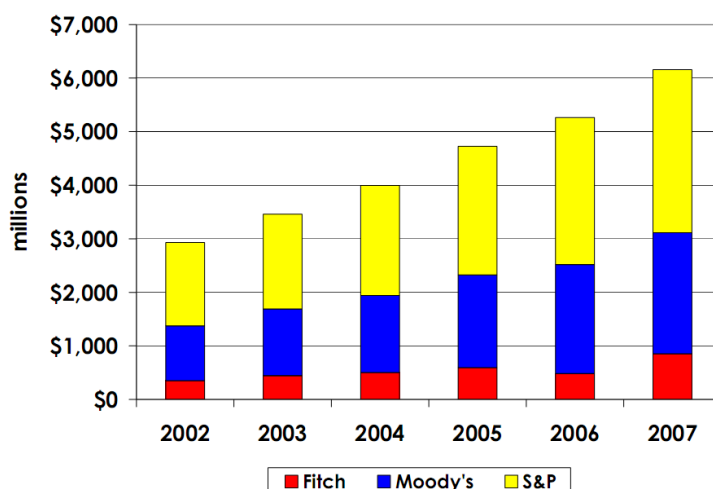
selskapet slo seg konkurs.” Rapporten til SEC ble publisert i 2003 og lagt fram for Representantenes Hus og Senatet.<sup>287</sup>

Rapporten slår blant annet fast at kredittvurderingsbyråene ”de siste tretti årene har blitt brukt i økende grad av reguleringsinstansene [for finansmarkedet], heriblant SEC, for å holde tilsyn med risikoen knyttet til investeringer” i verdipapirer foretatt av finansinstitusjonene og for å besørge et graderingssystem som gjør det mulig for markedsaktørene å vurdere risikoen ved ulike verdipapirer opp mot hverandre. Med andre ord har de privat eide og profitorienterte kredittvurderingsbyråene reelt blitt regnet for å være en del av tilsynsapparatet.<sup>288</sup>

På 70-tallet inntraff også en annen endring i kredittvurderingenes virkemåte. Tradisjonelt var det kjøpere av verdipapirer som betalte for kredittvurderingen, men dette falt nå på utstederen. Dette kan ha bidratt til uheldige incentiver i kredittvurderingsarbeidet, et ønske om at kundene skulle være fornøyde med graderingen (”ratingen”). Et annet uheldig incentiv er en følge av det amerikanske lovverket som fastsetter hvilke typer verdipapirer ulike finansinstitusjoner kan investere i basert på verdipapirenes risikovurdering. Fordi de fleste konvensjonelle finansinstitusjoner kun kan investere i papirer som er investeringsverdige, skaper dette et incentiv til å gi verdipapirer en slik god kredittvurdering.

Kredittvurderingsbyråene har gjennom sine statlige lisenser fått oligopolmakt i det amerikanske finansmarkedet. Den sentrale posisjonen i reguleringsregimet begrenset fare for at nye konkurrenter skal etablere seg. Et stadig økende omfang på utstedelsen av verdipapirer har gitt selskapene god inntjening. Figur 5.4 viser den årlige inntekten for de tre ledende kredittvurderingsbyråene fra 2002 til 2007. Oversikten viser at den samlede inntekten til de tre selskapene doblet seg fra 2002 til 2007. Moody’s genererte i 2006 over 6 millioner dollar i omsetning på hver av sine 20 000 ansatte.<sup>289</sup> I perioden 2000 – 2007 var den gjennomsnittlige årlige fortjenestemarginen (andelen av omsetning som er overskudd) til Moody’s på hele 53 prosent. Dette er svært høyt, klart høyere enn fortjenestemarginen til fremtredende selskaper som Exxon og Microsoft, på hhv. 17 og 36 prosent i 2007.

**Figur 5.4: Inntekt for de tre ledende kredittvurderingsbyråene, Fitch, Moody’s og S&P, 2002 – 2007, millioner US-dollar**



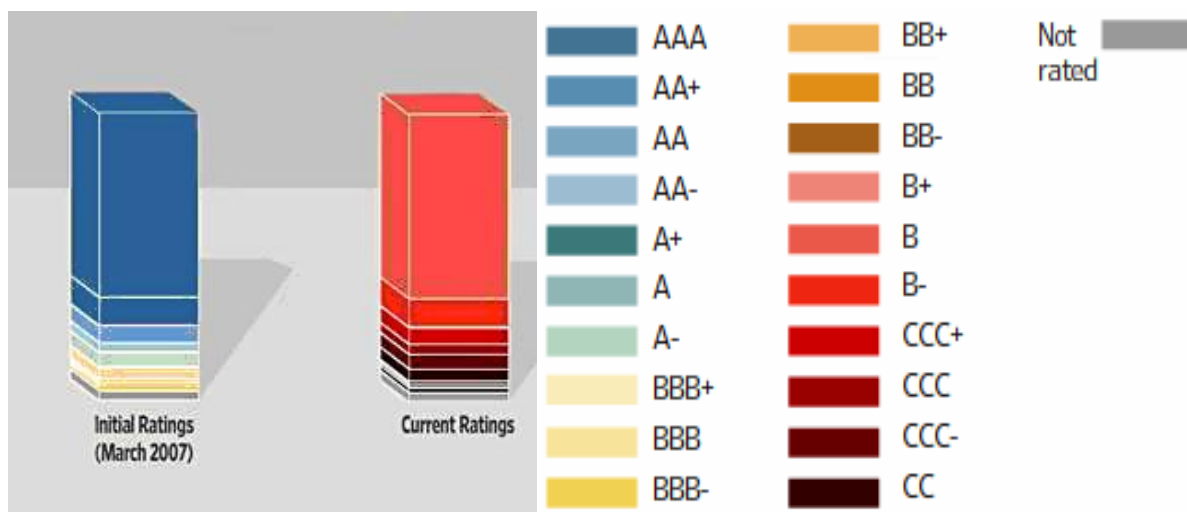
Kilde: Committee on Oversight and Government Reform, hearing “Credit Rating Agencies and the Financial Crisis”, 22. oktober, 2008; <http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250>

Nøkkelen til de gode inntektene for kredittvurderingsselskapene var strukturerte verdipapirer. I 2003 omsatte Moody's for 474 millioner dollar i dette segmentet, etter en tredobling på tre år. I 2005 hadde omsetningen vokst til 715 millioner dollar, 41 prosent av Moody's totale omsetning. I første kvartal av 2007 utgjorde strukturerte verdipapirer 53 prosent av omsetningen. Fortjenesten fra rådgiving i forbindelse med sammensettingen av de enkelte verdipapirer og kredittvurdering var god, og kunne for Moody's utgjøre mellom 200 000 og 250 000 dollar for et strukturert verdipapir på 350 millioner dollar. Dette var fire til fem ganger inntekten fra å gi kredittvurdering til kommunale obligasjonslån på samme størrelse.<sup>290</sup>

Etter at krisen oppsto, har mange ment at kredittvurderingsbyråene har gjort en dårlig jobb i å vurdere risikoen tilknyttet ulike verdipapirer. For eksempel har boliggjeldsobligasjoner (MBS) og strukturerte gjeldsobligasjoner (CDO) ofte blitt gradert som AAA (beste rating), mens finanskrisen har avdekket at risikoen knyttet til disse verdipapirene har vært vesentlig høyere enn det kredittvurderingsbyråene og kjøperne av verdipapirene har lagt til grunn.<sup>291</sup>

Som det går fram av figur 5.5 har strukturerte gjeldsobligasjoner blitt kraftig nedgradert under krisen. Før krisen var de aller fleste gitt graden investeringsverdige. Etter krisen har disse verdipapirene blitt nedgradert, og befinner seg nå i ulike kategorier av spekulativ grad.

**Figur 5.5: Strukturerte gjeldsobligasjoner (CDO), opprinnelig og nåværende kredittrating, millioner dollar**

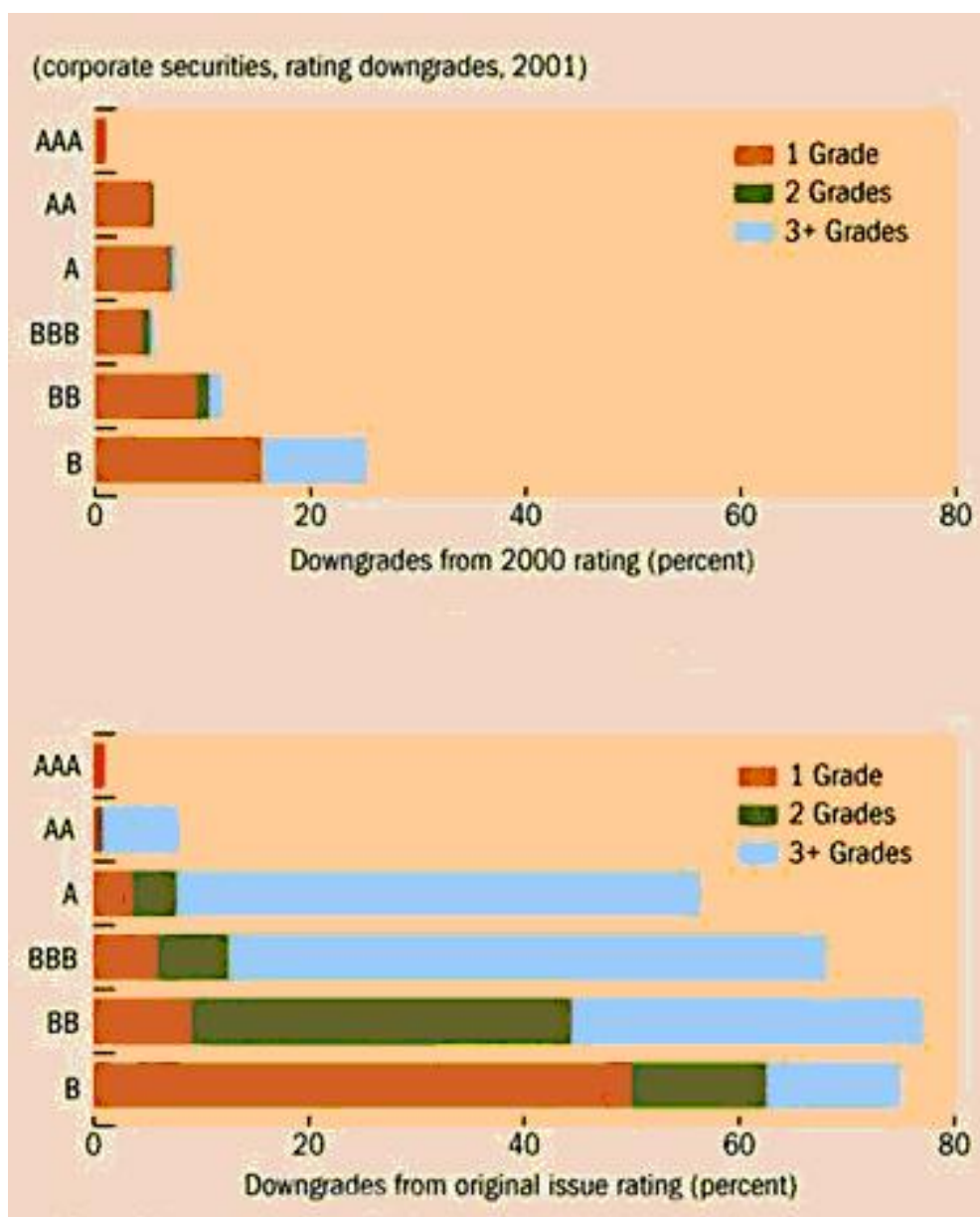


Kilde: IMF and Wall Street Journal

Finansprodukter som er av høyeste kvalitet og som får den beste kredittvurderingen (AAA) skal normalt være svært sikre investeringer, ikke langt unna investeringer i statspapirer fra land som USA og Norge. Verdipapirer som oppnår nesten samme sikkerhetsvurdering (AA+ til BBB+) blir ansett å være investeringsverdige ("investment grade") for finansforetak som forsikringselskaper, pensjonskasser og andre som enten som følge av lovpålegg eller ut i fra eget ønske vil investere sikkert.

Når et finansprodukt blir nedgradert, er det historisk sett svært liten sannsynlighet for at det blir nedgradert med mer enn én klasse om gangen. Med subprime-baserte verdipapirer har nedgraderingene kommet raskt og i stort omfang. Som regel har nedgraderingene vært to, tre eller flere klasser ned. Det illustrerer en systematisk feilvurdering fra kredittvurderingsbyråenes side ved den opprinnelige kredittvurderingen.

**Figur 5.6: Nedgradering i antall gjeldsklasser for selskapsgjeld (øverst, nedgradering siden 2000) og subprime-baserte verdipapirer (nederst, nedgradering siden opprinnelige rating)**



Kilde: IMF og Wall Street Journal



Den ekstreme nedgraderingsprosessen de ulike CDOer har vært gjennom kan best illustreres med erfaringene fra en av dem. Sommeren 2006 lagde Goldman Sachs et strukturert boliglånsbasert verdipapir ved navn GSAMP 2006-S5. Det bestod av 338 millioner dollar av ulike former for boliglån, fra refinansierte boliglån til subprimelån, dvs. fra lav til høy risiko. Den tryggeste transjen (den delen med størst sikkerhet) av verdipapiret besto av 165 millioner dollar i lån. Det ble ved utstedelse den 17. august 2006 klassifisert som AAA av Moody's.

Åtte måneder senere varslet Moody's investorene om at den kunne komme til å nedgradere den sikreste transjen. 16. august 2007 ble den nedgradert til Baa, det laveste investeringsverdige nivået. 4. desember 2007 ble transjen nedgradert ytterligere, til en "junk"-kategori. 15. april 2008 ble transjen nedgradert ytterligere en gang. Ved utgangen av 2008 var det ikke lenger handel i verdipapiret.<sup>292</sup>

For å forstå hvorfor markedet for strukturerte verdipapirer kunne kollapse slik, må vi forstå hva som gikk feil i verdipapiriseringen og kredittvurderingen. Som Verdensbanken slår fast i en rapport, ligger en viktig kime til ustabiliteten i at de sikreste transjene i de strukturerte verdipapirene var for store og at de ble vurdert som langt sikrere enn de var.<sup>293</sup>

Kredittvurderingen av de enkelte verdipapirer har skjedd i tett samarbeid med finansselskapet som lager produktet. Ofte har kredittvurderingsselskapet vært med på prosessen med å sette sammen produktet. Mange forvaltere har som nevnt kun lov til å investere i sikre verdipapirer (AAA til BBB+). Siden lav risiko normalt medfører lav avkastning, var etterspørselen før finanskrisen stor etter produkter som formelt hadde lav risiko men som gav en relativt sett høy avkastning. En høy kredittvurdering på de boliglånsbaserte verdipapirene var derfor nødvendig for at de kunne selges.

Kredittvurderingsbyråene har basert sine kredittvurderinger på kvantitative analyser og komplekse datamodeller. Et problem med disse risikovurderingsmodellene er at de ofte har hatt en for kort tidshorison ved vurdering av historisk risiko. Normalt har de basert seg på utviklingen på 1990- og 2000-tallet, en periode da boligpriser har hatt en positiv utvikling. Det har ikke blitt tatt i betraktning at boligprisene samlet sett kan synke. Modellene har basert seg på at boligprisene kun ville falle i noen geografiske områder, ikke i hele det amerikanske boligmarkedet på en gang.

Alan Greenspan har vært en ledende talsmann for en slik forståelse av boligmarkedet. Som han uttalte i 2003: "Det er selvsagt mulig at boligprisene kan falle, slik de gjorde et par kvartaler i 1990. Men en hver analogi til aksjemarkedets oppførsel, priser og bobler, er å dra det langt." Det tar tid og krefter å omsette boliger, noe som i følge Greenspan vil forhindre den type spekulativt kjøp og salg man finner i finansmarkedet. Men viktigst av alt, fantes det etter hans syn ikke noe nasjonalt boligmarked i USA, derfor "ville en hver boble som kunne oppstå ha en tendens til å være lokal, og ikke nasjonal, i omfang."<sup>294</sup>

Dermed har risikovurderingsmodellene kun tatt innover seg spredde boligprisfall i enkeltstater eller regioner og risikoen for at husholdninger enkeltvis ikke vil være i stand til å betjene boliggjeld. Og noe av poenget med verdipapiriseringen av boliggjeld var å plassere mange lån fra ulike geografiske områder sammen i store pooler. Dermed minsket man risikoen for at mange lån som boliggyldsobligasjonene var basert på kunne forfalle samtidig, en antagelse som ville ha vært riktig dersom det ikke var en nasjonal boligboble med risikoen for et nasjonalt krakk.

Denne tankegangen ligger bak transjeringen og kredittvurderingen av boliggjeldsobligasjoner. De sikreste transjene ble gitt AAA-rating, fordi det i henhold til modellene skulle mye til at hele markedet snudde på en gang. Men det var nettopp dette som skjedde etter at Federal Reserve satte opp renten og strammet til kreditttilførselen fra 2005, og i 2006 snudde prisutviklingen i det amerikanske boligmarkedet.

Risikomodellene tok ofte for seg kun en begrenset del av den aktuelle risiko. I en høring høsten 2008 om kredittvurderingsbyråenes rolle i forbindelse med finanskrisen, ble det lagt frem intern kommunikasjon mellom to analytikere i et av kredittvurderingsbyråene som var høyst ukomfortable med en rating de arbeidet med. Den ene viste til at modellen de brukte for å rate kun tok for seg mindre enn halvparten av den aktuelle risikoen, og mente at selskapet ikke burde gi en rating. Den andre var enig og svarte: "Vi gir en kredittvurdering til alt. Produktet kunne vært strukturert av kuer, og vi ville ratet det".<sup>295</sup>

Uheldige incentivstrukturer kan ha bidratt til den systematiske feilvurderingen av risiko knyttet til boliggjeldsobligasjoner og til de underliggende boliglånene. Som vi har sett får kredittvurderingsbyråene sine inntekter fra dem som skal pakke inn boliggjelden og selge boliggjeldsobligasjonene. Det kan ha ført til at kredittvurderingsbyråene har påtatt seg kredittvurderingsoppdrag de trolig ikke burde gjøre.

Det er også eksempler på at de ulike kredittvurderingsbyråene har hatt incentiver til å gi verdipapirer den best mulige ratingen de kunne forsvare, fordi kundene, som var avhengig av gode ratinger for å kunne selge produktet, ga oppdraget til det selskapet som kunne gi best rating. Det skaper en konkurransesituasjon hvor kvaliteten i arbeidet lett kan bli skadelidende, selv om kredittvurderingsbyråene lever av sitt eget gode navn og rykte (i tillegg til støttende reguleringer vedtatt av myndighetene).

Det er også rapportert om tilfeller der kredittvurderingsbyråene oppgraderer kredittvurderingen de har gitt etter at kunden har protestert på den opprinnelig gitte kredittvurderingen, uten at ny informasjon eller andre momenter foreligger. Disse svakhetene er mulig fordi det ved vurdering av komplekse finansprodukter er stort rom for bruk av skjønn og antagelser.

Problemstillingene som her er drøftet er kredittvurderingsbyråene selv bevisst på. Praksisen som bransjen har basert seg på har svakheter, og det har også internt i kredittvurderingsselskapene blitt fremmet forslag til forbedringer.

Finanskrisen har avdekket klare svakheter ved kredittvurderingsbyråenes arbeid. De har utført dårlig håndverk i forhold til å vurdere risikoen tilknyttet ulike investeringsobjekter, spesielt innenfor strukturerte verdipapirer basert på boliglån. De bør derfor påta seg en stor del av skylden for de ustabiliteter som bygget seg opp i det amerikanske finansmarkedet og finanskrisen som fulgte, et ansvar de så langt ikke har tatt på seg.

## 5.6 Finansiell innovasjon med komplekse finansinstrumenter, uventede konsekvenser, undervurdering av finansiell risiko, og dårlig håndverk

“Selskapene lånefinansierte for mye av aktiviteten, og ‘spilte spill’, slik som å etablere spesialselskaper utenfor balansen for å produsere inntektsvekst. Amerikansk næringsliv har et stort forbedringspotensial”

- Warren Buffet, 9. mars 2009<sup>296</sup>

“Både låntagere og långivere var lite i stand til å prissette og forstå risikoen involvert. Denne risikoen ble gjerne nedfelt i nye, komplekse finansinstrumenter. Verken [låntagere eller långivere] var beskyttet mot et vesentlig fall i boligprisene. [...] Ironisk nok var en viktig medvirkende faktor til disse misforholdene i pengebruk og låneopptak den lange perioden med økonomisk ekspansjon og lav inflasjon de siste 25 årene, kun avbrutt et par milde resesjoner.”

– Visesentralbanksjef i USA, Donald L. Kohn<sup>297</sup>

Finansmarkedets aktører, og mange av de valg de tok, er en viktig årsak til at finanskrisen har blitt så omfattende som den har blitt. Flere forhold ved finansmarkedet har på ulike måter bidratt til dette. Næringslivet har de siste par tiår erfart at Federal Reserve og den amerikanske sentralbanksjefen er dets venn. Skulle det komme en krise, vil de rydde opp. Over tid har det bidratt til å skape en ramme hvor privat risikotaking anses å være mindre farlig enn før, og markedsaktørene har blitt vant til at de kan operere med mindre marginer enn før. På flere områder har det ført til mindre transparens og oversiktighet. Innenfor banksystemet har mange aktører basert seg på kortsiktig finansiering og ført en del av aktiviteten ut av bankens formelle balanse, hvor det ikke var krav til å stille kapital som sikkerhet. Reelt har man på denne måten økt den kortsiktige fortjenesten til den enkelte aktør, men uthulet systemets sikkerhetsnett.

Som visesentralbanksjef Donald Kohn påpeker har stabiliteten i den amerikanske økonomien og den tilsynelatende vellykkede pengepolitikken med milde resesjoner og lav inflasjon bidratt til å endre holdningene blant markedsaktørene. Det har ironisk nok bidratt til å legge grunnen for finanskrisen:

“Denne gode økonomiske utviklingen ga skjeve data og førte til en selvtilfreds holdning: Boligpriser kunne bare gå opp; inntektsbortfall og problemer med å betjene gjeld var sannsynligvis kortvarige; finansmarkedene ville alltid være likvide.”<sup>298</sup>

Finansmodellene for vurdering av risiko var i stor grad, som vi har sett, basert på tall fra nettopp denne perioden: 1990- og 2000-tallet. Den tilfredse holdningen som Kohn identifiserer bidro i følge ham til at “mange finansmarkedsaktører var uvillige til å utvide risikostyringssystemene i en tilstrekkelig grad”.

Denne selvtilfredse holdningen og den overdrevne troen på at finanssystemet og pengepolitikken hadde fjernet mesteparten av risikoen, ble forsterket av tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan proaktive rentesetting og uttalelser om det amerikanske finansmarkedet. Som han sa i 2004:

“Ikke bare har individuelle finansinstitusjoner blitt mindre sårbare i forhold til sjokk som kan oppstå ut fra underliggende risikofaktorer, men hele finanssystemet har blitt mer motstandsdyktig.”<sup>299</sup>

Blant årsakene til at finanssystemet var blitt "mer motstandsdyktig", var troen på at finansielle innovasjoner reduserte risikoen for markedsaktørene, et syn blant annet Greenspan gjorde seg til talsmann for. Det som i realiteten skjedde var at finansproduktene ble stadig mer komplekse og stadig mindre transparente. Til slutt ble det meget vanskelig å vite hva risikoen var og hvor den befant seg. Frederic S. Mishkin, tidligere medlem av sentralbankstyret (Federal Reserve Board), vektlegger nettopp dette poenget:

"Utviklingen av ny informasjonsteknologi og finansielle innovasjoner de siste tiårene, oppmuntret til nye utlånsprodukter og en raskere verdipapirisering av gjeld. Dette senket transaksjonskostnadene og bidro til en 'demokratisering av kreditt' [...] De resulterende boliglånene ble pakket sammen i boliggjeldsobligasjoner [MBSer] som kunne selges videre til investorer. Utviklingen av nye former for finansiell ingeniørkunst tok verdipapiriseringsprosessen videre ved å omgjøre boliggjeldsobligasjoner til enda mer kompliserte, strukturerte produkter, som strukturerte gjeldsobligasjoner (CDOer), og til og med CDOer som ble laget av CDOer [...] Alt gikk tilsynelatende bra så lenge økonomien – og spesielt boligmarkedet – boomet, og kreditten ble mer og mer tilgjengelig. Men da boligmarkedet snudde, kom alvorlige problemer for dagen."<sup>300</sup>

De siste par tiårs innovasjon innen finanssektoren har gjort det mulig i stadig større grad å dele opp risiko, og viderefremidle risiko fra aktører som ønsker å betale for å slippe en risiko, til de aktører som mot en kompensasjon ønsker å bære denne. Eksempler på viderefremdling av risiko kan være fabrikken som ikke ønsker å bære risikoen for at råvarene de benytter skal gå opp i pris og er villig til å betale for å få dette fjernet, eller et investeringsfond som ikke ønsker å bære risikoen for at kredittlånet de har kjøpt ikke skal bli tilbakebetalt, og er villig for å betale en premie for å sikre seg mot dette.

De nye og mer komplekse finansproduktene ga økt likviditet til finansmarkedene, noe som bidro til å redusere kostnadene med viderefremdling av risiko, og gjorde finansiering tilgjengelig for mange personer som tidligere ikke kvalifiserte til lån.

Finansmarkedet benytter mange ulike produkter for å fordele risiko mellom aktører innen markeder som råvarer, renter, valuta og lån. Sentralt i finanskrisen står sammensatte, strukturerte verdipapirer. Strukturerte verdipapirer kan settes sammen av mange ulike finansprodukter, men det er spesielt verdipapirer satt sammen av en mengde boliglån ("collateralized mortgage obligations" – CMO, og de igjen avledede "collateralized debt obligations" - CDO) som har spilt en sentral rolle i oppblåsing av det amerikanske boligmarkedet og verdipapirer avledet fra dette. Faktaboksen under tar for seg hvordan et strukturert verdipapir, her med utgangspunkt i boliglån (MBS), er sammensatt.

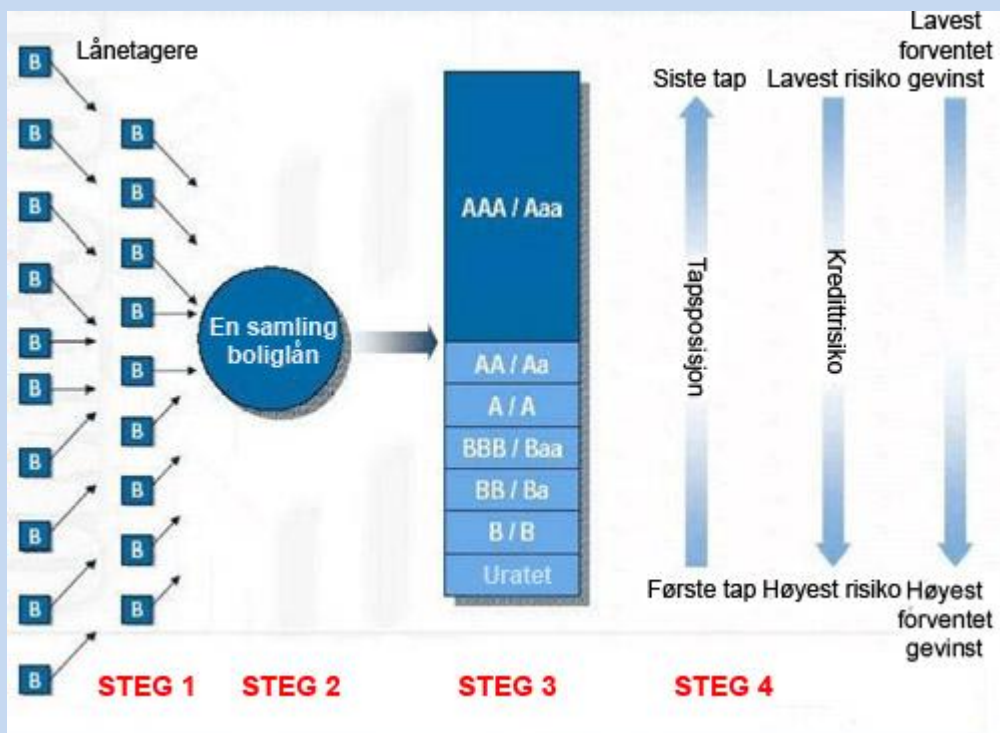
## FAKTABOKS: Mortgage Backed Security (MBS) – konstruksjonen av boliglånsbaserte verdipapirer (og andre strukturerte verdipapirer)

Steg 1: En mengde boliglån blir kjøpt opp av Fannie Mae, Freddie Mac, en bank eller et investeringsselskap fra utstedere av lån. Lånene grupperes inn i kategorier etter sikkerhetsgrad – fra lavrisikolån til høyriskolån (hvorav det siste ofte omtales som subprime).

Steg 2: Lånene puttes i en "pool" og det utstedes verdipapirer (MBS) basert på disse lånene. Andre verdipapirstyper baserer seg på andre typer lån, slik som kredittkortgjeld, billån og studielån, men er konstruert på samme måte.

Steg 3: Verdipapirene er delt inn i ulike kategorier (kalt transjer). Hver transje tilbyr ulik grad av avkastning og er gitt ulik kredittvurdering.

Steg 4: Den sikreste transjen (AAA/Aaa) blir betalt først av kontantstrømmene fra alle lånene, og mottar lavest avkastning. Når investorene i den sikreste transjen har fått utbetalt den avkastning de er lovet, går låneinntektene videre til neste transje, som har noe høyere risiko og gir noe høyere avkastning. Kategorien i bunn har høyest risiko og avkastning, og må bære de første tapene. Denne dekkes av egenkapital, ofte lokalisert i et eget investeringsselskap (Special Purpose Vehicle) og hefter dermed offisielt ikke ved egenkapitalkravet til banker og finansieringshus som har vært med på å etablere verdipapiret.



Ved å samle en mengde boliglån og fordele inntektene disse som helhet gir over ulike grupperinger av investorer med ulik risikoeksponering og avkastning (kalt transjer, hvor de sikreste AAA-transjene blir betalt først og den ikke-ratede, egenkapitalbaserte transjen blir betalt sist), ble likviditeten i finansmarkedet økt og eksponeringen til de underliggende verdiene spredd verden rundt.

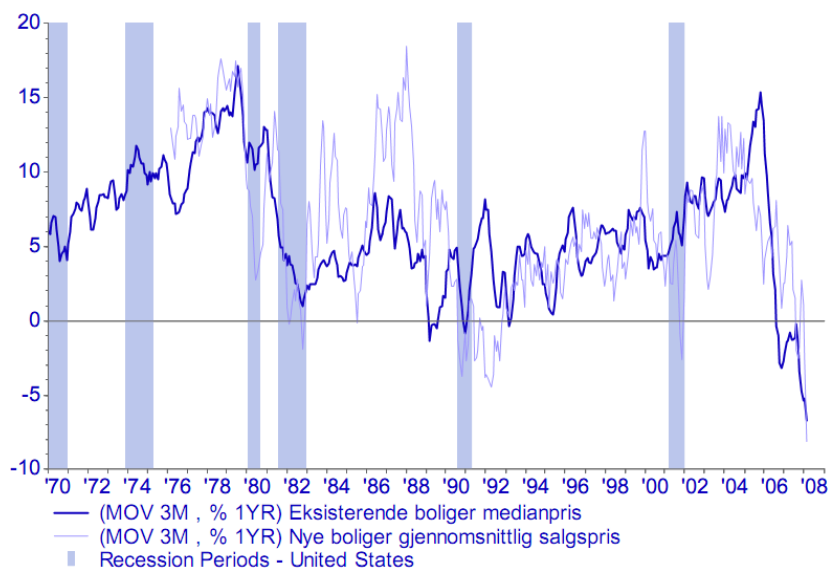
Risikoen som ligger innbakt i strukturerte verdipapirer formes av de reguleringer og regler som myndighetene har fastsatt. I USA er det ingen begrensninger på hvor risikable de underliggende verdier som ble benyttet i konstruksjonen av de strukturerte verdipapirene kunne være. Det er ofte heller ingen krav til kapitaldekning eller oppstartskapital i det selskapet som etableres som formell eier av den mest risikofylte transjen.

I Norge sørger reguleringskrav for at risikoen ved for eksempel boliglånsbaserte verdipapirer er lavere enn i USA (det norske produktet kalles obligasjoner med fortrinnsrett). I et norsk boliglånbasert verdipapir er det kun lov å benytte boliglån med høy sikkerhet (boliglån med maksimalt 75 prosent av antatt markedsverdi), og porteføljen av lån kan kun selges til kredittforetak med egenkapital, med krav om kapitaldekning. Eiere av obligasjoner i norske kredittforetak har dermed to buffere: Først gjennom sikkerheten i kredittforetaket og deretter gjennom sikkerheten i boliglånene.<sup>301</sup> I de amerikanske boliglånsbaserte verdipapirene er det ikke krav om innbygde buffere.

Utbredte forestillinger om økonomien og finanssystemets effektive virkemåte i USA kan ha bidratt til at aktørene i mindre grad vektla behovet for slike buffere. I en høring i Kongressen i fjor fikk tidligere sentralbanksjef Allan Greenspan spørsmål om når han skjønnte at det var en boligboble. Han svarte at "jeg ventet ikke en betydelig nedgang [i boligprisene] fordi vi aldri tidligere har hatt en betydelig nedgang i [bolig]prisene".<sup>302</sup> Greenspans forventninger om stabile eller stigende boligpriser var delt av de aller fleste, både myndighetspersoner og markedsaktører.

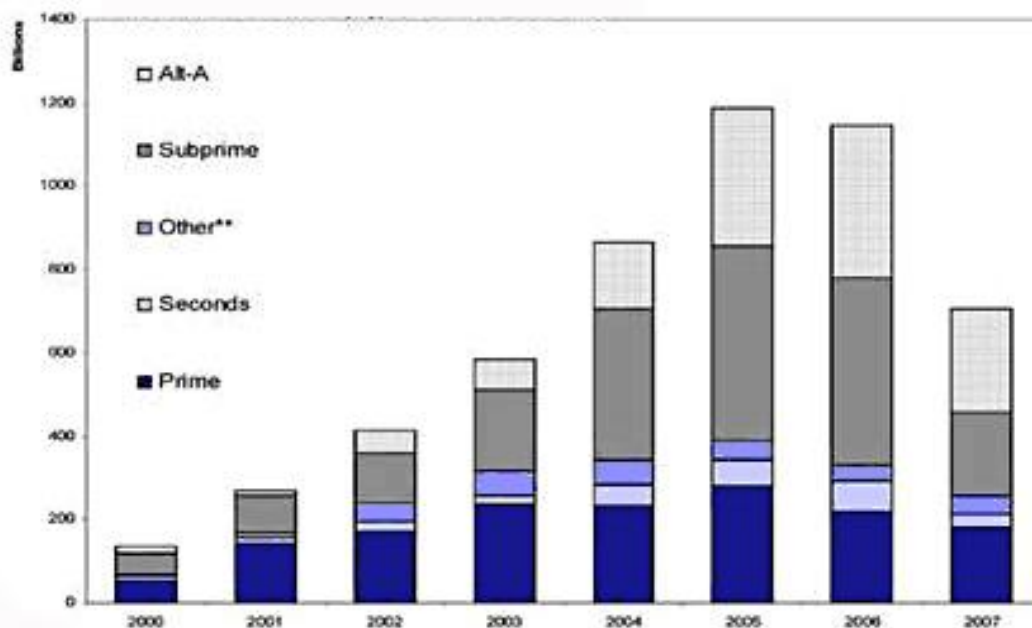
Ser man på boligprisene for de siste 40 årene, gjengitt i figur 5.7, kan man forstå at det synet har etablert seg. Den positive veksttradisjonen i det amerikanske boligmarkedet er et bakteppe som gjør at de fleste aktører i boligmarkedet hadde basert seg på at boligprisene ville fortsette å øke. Det normale har vært at veksten i boligprisene i USA svinger i takt med temperaturen i økonomien. I gode tider stiger prisene mye. I dårligere tider dempes prisveksten, men veksten har i de fleste resesjonsperioder likevel vært positiv. Kun på slutten av 1980-tallet og i 1990 var boligprisene så vidt negative, målt i nominelle verdier. Det som skiller seg ut under den rådende finanskrisen er at prisvendingen på bolig er markant negativ. Denne endringen skjedde i god tid før USA formelt gikk inn i resesjon i desember 2007. Siden så mange av finanskrisens årsaker er koblet opp mot boligboblen, er det forståelig.

Gjennomsnittlige prismålinger skjuler også store variasjoner. Boligprisene har steget mest på øst- og vestkysten av USA, hvor tomter regulert til boligbygging ofte er en mangelvare. Det er også her de nå har falt mest. For eksempel, fra desember 2007 til desember 2008 falt prisen på en gjennomsnittlig bolig for en familie i California med over 40 prosent, mens prisfallet året før var 16,5 prosent.

**Figur 5.7: Boligpriser, prosentvis årlig endring, USA 1970-2008**

Kilde: Svein Gjedrem, "Konjunkturer, internasjonal usikkerhet og pengepolitikk", 16. april 2008

Frem til midten av inneværende tiår var det en voldsom vekst i verdipapirer basert på boliglån. Den store veksten skjedde i stor grad ved bruk av lån med dårlig sikkerhet (subprime og Alt-A), en gruppe som spesielt i 2004-2006 utgjorde en stor andel av alle lån.

**Figur 5.8: Utstedning av boliglånsbaserte verdipapirer (MBS) i privat sektor, milliarder US-dollar, 2000-2007**

Kilde: Brookings Institute/Inside Mortgage Finance

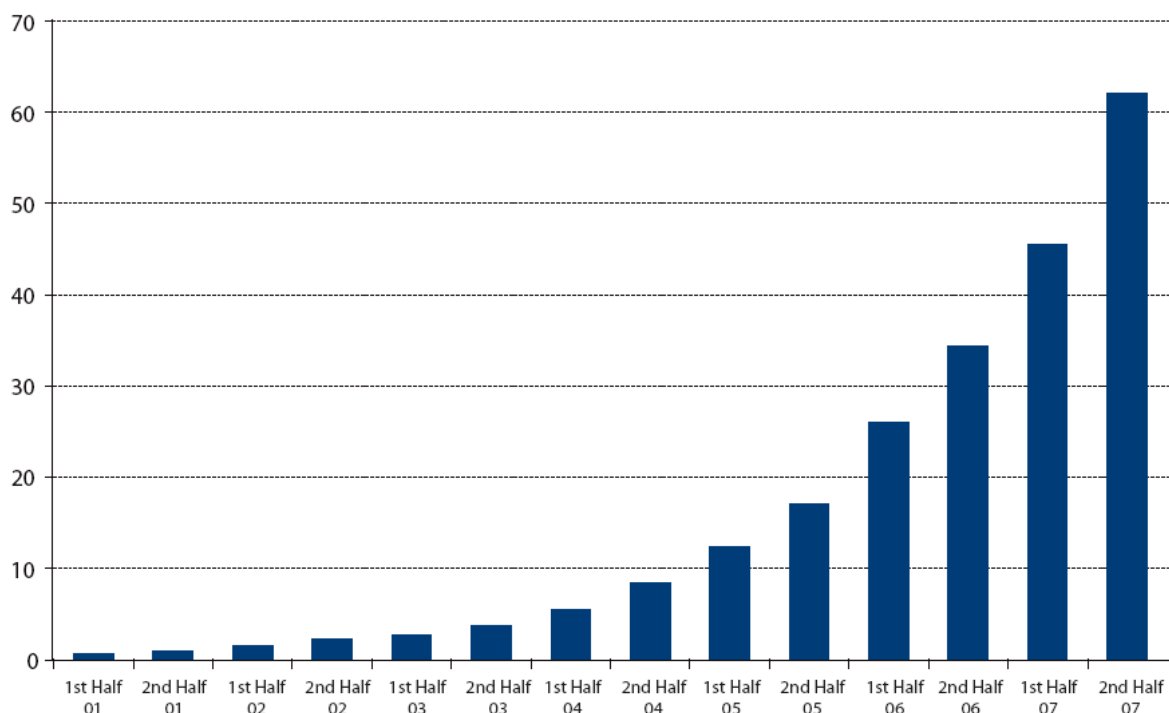
Etterspørselen etter strukturerte verdipapir var etter årtusenskiftet stor, bl.a. grunnet de gunstige kapitalkrav for slike verdipapirer som fulgte av Basel II-reglene, og stadig mer komplekse verdipapirer ble tilbudt. Med samme struktur som de boliglånsbaserte verdipapirene (CMO), ble strukturerte gjeldsobligasjoner (CDO) utviklet. Tanken var at de sikreste transjene i CDOene ville være enda sikrere enn de øverste transjene i CMOene, siden CDOen var basert på enda flere boliglån. Ideen ble tatt et skritt videre når det ble konstruert CDOer hvor det underliggende ikke var en samling av boliglån (CMO) men andre CDOer. Det er i seg selv utfordrende å vurdere den underliggende risikoen av en enkelt boliglånsbasert gjeldsobligasjon. Når flere slike kombineres til CDOer, som igjen kunne bli satt sammen i syntetisk CDOer bestående av mange CDOer, var virkningen at det hele ble betydelig mer uoversiktlig.

### ***Kredittapsforsikring (CDS)***

Et annet eksempel på et komplekst finansprodukt som ikke har fungert som forventet er kredittapsderivater – "credit default swap" (CDS). Dette er en form for kredittapsforsikring hvor selger av CDSen, kompenserer for eventuelle tap på et gjeldsprodukt.

Figur 5.9 viser den voldsomme økningen i mengden av CDS-avtaler som er inngått de siste årene. Da CDSene ble laget, ble dette ansett for å være et bidrag til å redusere systemets risikoeksponering. De som ikke ønsket eller hadde råd til å bære et kredittap, fikk mot en liten avgift denne risikoeksponeringen dekket av en aktør som hadde evne og ønske til å bære denne risikoen.

**Figur 5.9: Utestående kredittapsderivater ("credit default swaps" – CDS), 1000 milliarder US-dollar, 2001-2007**



Kilde: Brookings Institute, International Securities and Derivatives Association



Da den amerikanske boligboblen sprakk i 2006, og boligprisene begynte å falle, viste CDSer seg å være en meget kostnadseffektiv måte å posisjonere seg på, for å tjene på en økonomisk nedtur, noe som forklarer deler av den store veksten i CDS-markedet. Dette kunne gjøres selv om man ikke hadde låneeksponering man ønsket å sikre, siden CDSen var et selvstendig finansielt derivat.

Problemet for finanssystemet som helhet var at forsikringsselskapene som tilbød CDSer, med verdens største forsikringsselskap AIG i spissen, hadde ansett risikoen for tap på CDSene som minimal – kredittvurderingsselskapene hadde jo gitt dem de sikreste vurderinger. De hadde derfor satt av lite kapital som sikkerhet i tilfelle produktene skulle gi tap. Men i 2008 var store CDS-tap en realitet. AIG hadde ved utgangen av 2008 garantert for 562 milliarder dollar i ulike CDS-kontrakter, mest mot bedriftslån, men også 78 milliarder dollar på subprime-eksponerte CDOer.<sup>303</sup> AIG måtte reddes av myndighetene med en pakke på 85 milliarder dollar, som i løpet av høsten 2008 vokste til 150 milliarder dollar. Ytterligere 30 milliarder dollar var nødvendig i begynnelsen av 2009.<sup>304</sup> AIG benyttet seg av hva USAs sentralbanksjef har karakterisert som en stor glipp i reguleringsystemet, som en liten avdeling av selskapet lokalisert i London utnyttet seg av. Som Bernanke sier:

“Hvis det er én enkelt episode disse 18 månedene som virkelig har gjort meg sint, må det være AIG. AIG utnyttet seg av et stort hull i reguleringsystemet. Det var ikke noe tilsyn med [selskapets] avdeling for finansprodukter. Dette var i bunn og grunn et hedgefond knyttet til et stort og stabilt forsikringsselskap.”<sup>305</sup>

Kritikken mot AIG bør, etter vårt syn, ikke fokuseres mot at de innrettet seg etter hva som var det gjeldende regelverket – svakheter i systemet er primært et myndighetsansvar – men at de utøvde særdeles dårlig risikohåndtering. Ingen derivater er risikofrie, heller ikke kredittapsforsikringene som AIG solgte. Velger man å ta på seg risiko, er det ansvarlig risikohåndtering å balansere sin eksponering opp mot hva man tåler å tape og å sette av nok kapital til å dekke fremtidige tap. AIG gjorde ingen av delene, og pådro seg i 2008 et tap på nesten 100 milliarder dollar.

AIG har lenge vært verdens største forsikringsselskap med rundt 116.000 ansatte og operasjoner i 130 land. Tapet var et resultat av aktiviteten til de 377 ansatte ved Londonkontoret som solgte CDS-forsikringer.<sup>306</sup> Mange finansaktører har under kredittboblen som ledet opp til finanskrisen utøvd meget dårlig risikohåndtering. AIG står fremst i rekken.

Et av de løsningsforslag som er diskutert, er å vedta reguleringer som gjør kjøp av kredittapsderivater betinget av at man har en kredittposisjon man ønsker å sikre. Et slikt reguleringsgrep vil fjerne noe av den ubalanserende drivkraft CDS-markedet har hatt under finanskrisen, men et viktigere grep er å sikre at de som selger CDSer setter av ansvarlig med kapital som sikkerhet for den risiko de tar på seg. Oppfriskingen i prisen, og kostnaden, av risiko som markedet har hatt har allerede økt prisingen av risiko i kredittapsderivater

### ***Økt sammenveving og mangel på transparens***

AIG illustrerer et viktig problem ved finansmarkedet slik det har utviklet seg på 2000-tallet: Overdreven risikoeksponering ved investeringer i komplekse finansprodukter – uten å ha satt av tilstrekkelig med kapital som en nødvendig sikkerhetsbuffer. Visentralbanksjef i USA, Donald L. Kohn, vektlegger dette poenget:

“Risikoen forsvant ikke bare fordi den ble klippet opp og spredd på mange markedsaktører. Den var heller ikke så fordelt og diversifisert som man hadde trodd. Med andre ord, den kapitalmengde man bør sitte på som forsikring mot slik risiko, burde ikke ha blitt redusert så mye som den ble.”<sup>307</sup>

Som vi har sett, argumenterte investeringsselskapene i 2004 for å få tilsynsmyndigheten SEC til å redusere kapitaldekningskravene. I AIGs tilfelle, gjorde det faktum at de var et forsikringsselskap at de tilhørte en annen reguleringsmyndighet. Et annet hovedproblem er dermed at det amerikanske reguleringsregimet regulerer i henhold til klassifiseringer av finansselskapstyper, og ikke i forhold den virksomhet de faktisk bedriver. Aktører som gjør det samme, men er klassifisert ulikt, har derved forskjellige regler å forholde seg til ved utøvelsen av aktiviteten. Det skaper et mer komplekst regelverk enn i de land hvor reguleringsmyndighetene er bedre koordinert, ofte under et enkelt tilsyn, slik som Kredittilsynet i Norge.

Et annet problem er mangelen på transparens og den økte graden av sammenveving som finansproduktene har ført til. Derivatmarkedet har bidratt til uoversiktighet i finansmarkedet. Det er spesielt to forhold som gjør at derivater kan redusere transparensen.

Det er på et gitt tidspunkt uklart for utenforstående hvor stor eksponering en aktiv aktør innen derivater har, både i omfang av derivatkontrakter og posisjonene disse har. Den store andelen av derivater handles ikke gjennom børser, men inngås ved hjelp av en bank direkte mellom to parter – ved det som kalles et “over the counter”-marked (OTC) som bankene selv opererer. Slike derivatkontrakter utformes individuelt, avhengig av partenes behov.<sup>308</sup> Ved slik handel stilles aktørene sikkerhet for et viss beløp av transaksjonen, men så lenge posisjonene ikke presser sikkerhetsbeløpet, skjer det ikke oppgjør før kontraktstiden er over eller en av partene ønsker å tre ut av avtalen.

En liten andel av derivatene er mer standardisert og handles på børser, dvs. ved sentralisert handel gjennom et såkalt klareringshus (“clearing house”). Her er det oppgjør hver dag, hvor dagens eksponering må dekkes inn og gevinst krediteres. Risikoeksponeringer som følger av et børs-handlet derivat er derfor mindre og mer oversiktlig enn ved handel i OTC-markedet. Skulle motparten gå konkurs sikrer klareringshus-funksjonen ved børsen den andre parten mot tap, en sikkerhet som ikke eksisterer i OTC-markedet. Federal Reserve sin avdeling i New York har siden 2005 arbeidet for at en større andel av derivatkontraktene skal foregå sentralisert, siden det vil gi bedre oversikt og innsikt. Bankene har tjent godt på derivathandelen de selv administrerer, og har derfor vært skeptiske til endringer. Dette er en skepsis som finanskrisen har moderert kraftig.

Store finansinstitusjoner kan være eksponert for et meget stort antall derivatkontrakter. Det er en gammel tommelfingerregel innen finanssektoren at enkelte banker er for store til å gå under, men dette har ikke omfattet investeringsbanker og andre finansaktører som ikke mottar innskudd fra personkunder. Da investeringsbanken Bear Stearns i mars 2008 ble overtatt av JP Morgan Chase, etter sterkt press fra sentralbanken, var problemstillingen en annen. USAs sentralbanksjef Ben Bernanke har beskrevet avveiningene Federal Reserve stod overfor slik:

“Selv om det ikke er et uvanlig stort selskap ut fra vise mål, var Bear Sterns dypt involvert i en rekke kritiske markeder, heriblant [...] markeder for kortsiktig basert funding [og markeder] for ‘over-the-counter’-derivater. En hovedbekymring for oss har vært at [...] markedsaktører ikke ville være tilstrekkelig i stand til [...] å takle at en motpart skulle gå under.”<sup>309</sup>

Bernanke hadde, som vi ser, spesielt erfaringene med Bear Stearns i tankene når han ytret denne bekymringen, og hvordan svekkelsen av et selskap og muligheten for konkurs kunne påvirke mange andre selskaper som var involvert i samme type virksomhet og som var motparter i forhold til for eksempel Bear Stearns. Dette kunne sette i gang en ond sirkel:

”Etter hvert som flere selskaper mistet tilgangen på funding, ville man få en tiltagende ond sirkel av tvangssalg [og] økt volatilitet”.

Frykten var at dette ville spre seg til resten av økonomien. Bear Stearns var for involvert og sammenvevd med andre finansaktører til at det, i den rådende markedssituasjonen, ble ansett å være forsvarlig å la den gå under.<sup>310</sup> Det store antallet derivatkontrakter Bear Stearns var part i, sammen med frykten for at tilliten til liknende selskaper skulle forsvinne, var sentral i sentralbankens avgjørelse om å presse frem en privat overtagelse og var Bernankes begrunnelse for at Federal Reserve valgte å legge til rette for at Bear Stearns kunne kjøpes opp av JP Morgan.

En større andel handler av derivatkontrakter over børser er derfor en faktor som har blitt trukket frem av enkelte, inklusiv SEC og Federal Reserve, som tiltak for å øke transparensen og bedre finansmarkedets virkemåte.

Flere av de løsningsforslag til finanskrisen som diskuteres har som intensjon å bedre markedes virkemåte gjennom bedre transparens og informasjonstilgang. Tanken er at bedre oversiktighet og informasjon som er relevant, standardisert og offentlig tilgjengelig vil bidra til bedre fungerende markeder. Det vil ofte være riktig, og økt oversiktighet og bedre informasjonsdeling må være blant finanskrisens løsninger.

Det å ha intensjonen om å bedre transparens og informasjonstilgang, er imidlertid ikke det samme som at alle forslag vil gi forbedringer. I finansmarkedet er informasjon ofte ufullstendig, irrelevant eller uforståelig. De boligbaserte verdipapirene er et eksempel på dette. De hadde normalt prospekter på 500-600 sider, hvorav mye plass var gitt til intrikat juss, men inneholdt for eksempel ikke informasjon om individuelle lån, noe som er nødvendig for å kunne avgjøre tapsrisiko. Det er altså ikke mengden av informasjon, men kvaliteten på den, som er avgjørende.

Økt transparens er heller ikke gratis. Sarbanes-Oxley loven, som delvis trygget markedet etter skandalene med Enron, WorldCom og andre, kom med kostnader. En side av dette er de administrative kostnadene, som var betydelige. Vel så alvorlig er de forstyrrende virkningene loven hadde. Innledningsvis var selskaper med markedsverdi på under 75 millioner US-dollar ikke omfattet av loven. For å hindre at de vokste over grensen begynte mange av disse selskapene å overføre en uvanlig mengde med kontanter til sine aksjonærer og utførte færre investeringer. Loven har også blitt anklaget for å motvirke risikotaking og øke betalingen til ledelsen.<sup>311</sup>

Og selv med bedre transparens, bedres ikke nødvendigvis markedets virkemåte. Økt transparens som medfører økt skjevhet i informasjonsadgang kan medføre at den minst informerte aktør avstår fra å handle, en problemstilling Nobelprisvinner George Akerlof tok for seg i sin berømte analyse av bruktbilmarkedet.

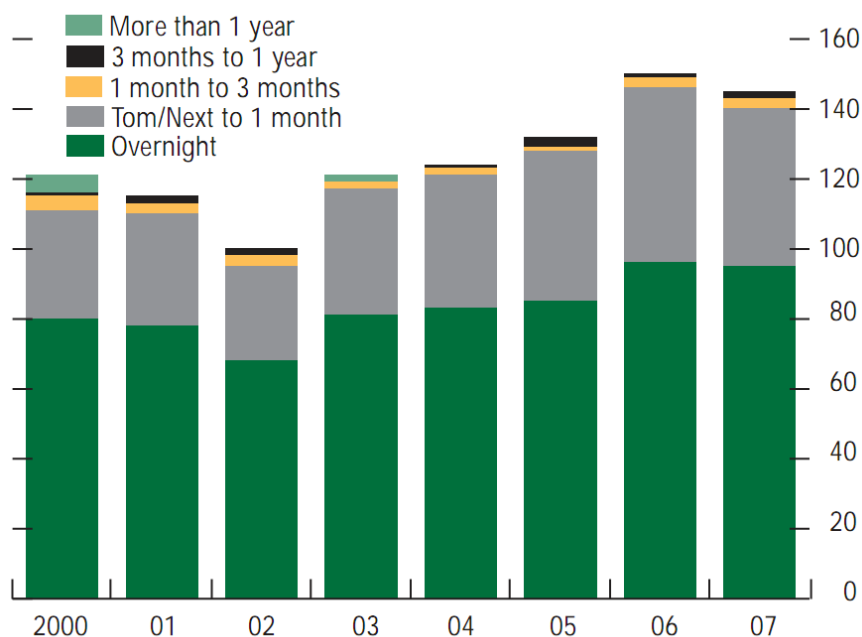
## 5.7 Høy oppgiring av finansvirksomheten

“[Med stabil vekst og troen på lav risiko], ble den mengde kapital finansinstitusjonene satt på strukket til det ytterste og lånefinansieringen og gjeldsgraden økte. Med bedre modeller, sofistikerte kontrakter og troen på at risikoen hadde blitt spredd mer effektivt, trodde mange markedsaktører at de trengte å sitte på mindre kapital.”

– Visesentralbanksjef i USA, Donald L. Kohn<sup>312</sup>

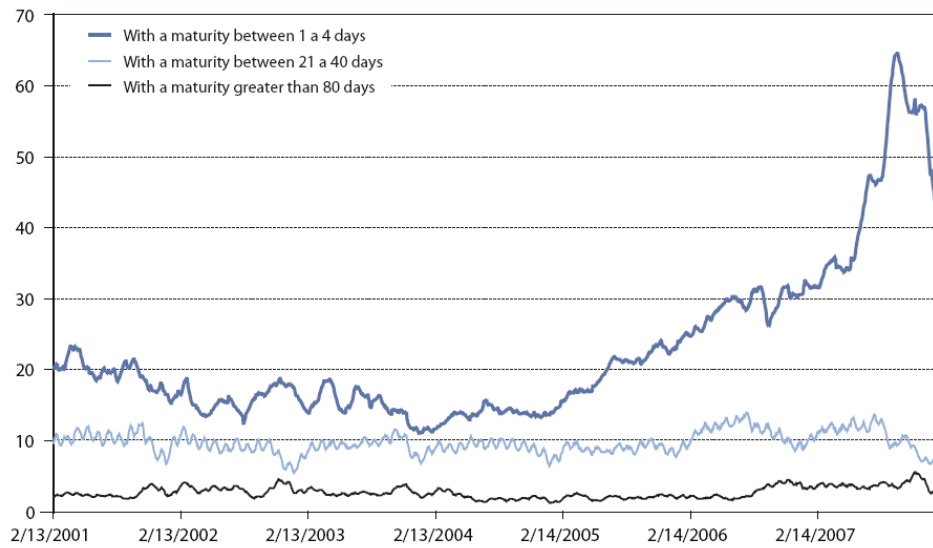
De siste år har vestlige banker i økende grad basert seg på kortsiktig finansiering. Stor avhengighet av kort finansiering gir økt risiko i finanssystemet. Vi kan ta de europeiske bankene som et eksempel. Om lag 70 prosent av europeiske bankers finansiering av usikrede lån er finansiert med såkalte overnatten-lån, mens finansiering med under en måneds varighet står for hele 95 prosent.<sup>313</sup> Figur 5.10 presenterer tidslengden av usikrede lån for europeiske banker, mens figur 5.11 viser den volummessige veksten i kortidsverdpapirer, spesielt fra 2005-2007.

**Figur 5.10: Usikret lån for europeiske banker, volum. 2. kvartal 2002 = 100**



Kilde: European Central Bank euro money market survey 2007, IMF Global Financial Stability report, oktober 2008. Tomorrow/Next er transaksjoner med avregning i morgen og gyldighet dagen etter.

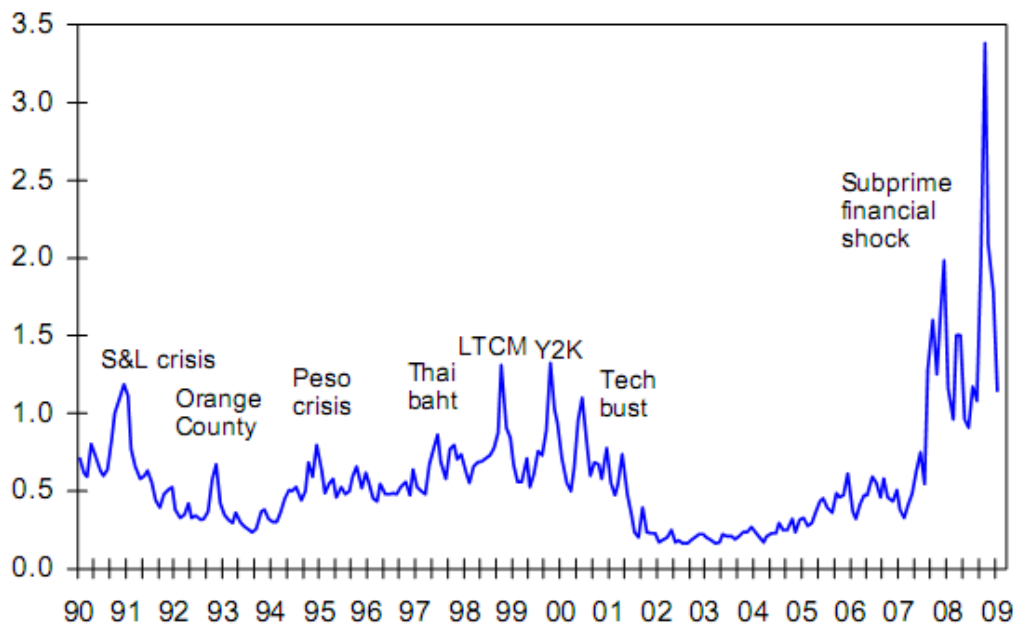
**Figur 5.11: Total verdi av aktivabaserte verdipapirer ("asset-backed"), sortert etter varighet, milliarder US-dollar. Daglige målinger, 30 dagers gjennomsnitt**



Kilde: Brookings Institute, Fixing Finance series, paper 3, november 2008 og Federal Reserve

Bankenes kortsiktige finansiering er inntektsbringende når finansmarkedene er velfungerende, men gir en stor risiko når uforutsette hendelser skaper uro i finansmarkedene. Figur 5.12 viser rentepåslaget for tremåneders Libor-rente over den risikofrie US Treasury bill, og illustrerer hvor sårbar kortidsfinansiering er i turbulente tider.

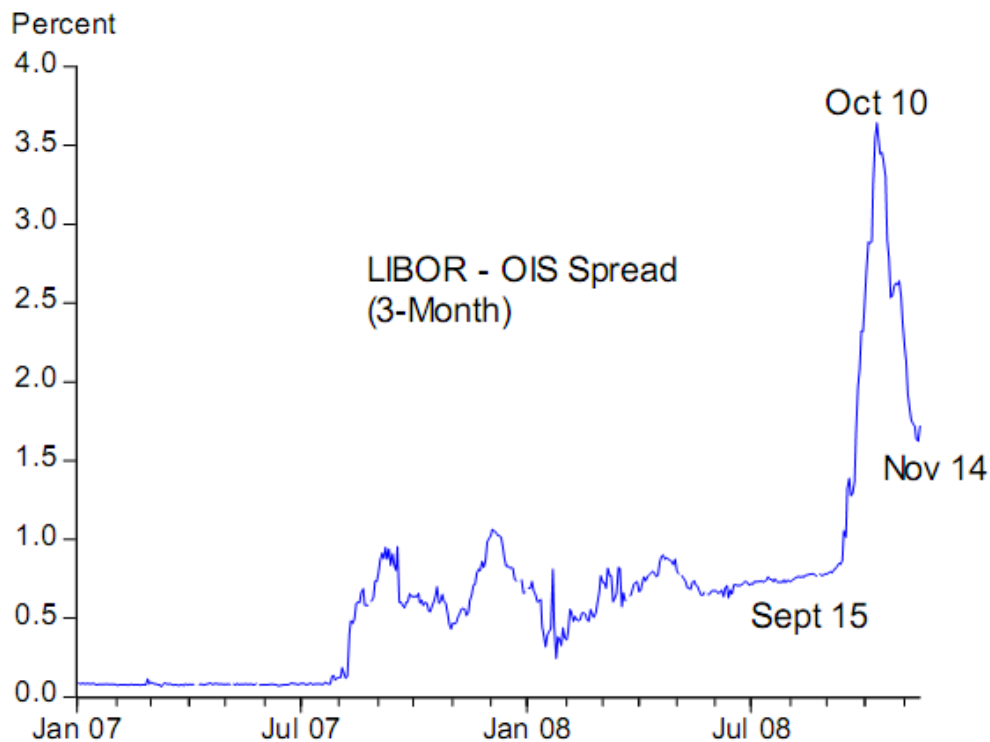
**Figur 5.12: Rentepåslaget for tremåneders Libor rente over US Treasury bills, prosentpoeng**



Kilde: Moody's Economy.com, [http://www.economy.com/mark-zandi/documents/Economic Stimulus House Plan 012109.pdf](http://www.economy.com/mark-zandi/documents/Economic%20Stimulus%20House%20Plan%20012109.pdf)

Figur 5.13 viser rentedifferansen mellom den tremåneders interbankrenten (LIBOR) og overnatten-interbankrenten (OIS) fra kredittkrisen oppsto i 2007 og under finanskrisen høsten 2008. Kurven gjenspeiler usikkerheten knyttet til ulike hendelser i denne perioden. Vi ser hvordan den skyter i været i august 2007, da kredittkrisen oppsto og den ekstreme reaksjonen etter at Lehman Brothers gikk overende i midten av september 2008.

**Figur 5.13: Rentedifferanse tremåneders interbankrente (LIBOR) og overnatten interbankrente (OIS) under kreditt- og finanskrisen, 2007-2008**



Kilde: John B. Taylor, "The State of the Economy and Principles for Fiscal Stimulus", Testimony before the Committee on the Budget, United States Senate, 19. november, 2009

Figuren illustrerer hvor akutt vanskelig det ble for banker å finansiere virksomheten sin overnatten. Mye av virksomheten var basert nettopp på slike kortsiktige lån, spesielt for investeringsbankene og spesialenheter som opererte i den såkalte "skygebanksektoren".

## 5.8 Skyggebankvirksomheten

"Policymakere følte seg trygge på at risikoen syntes å være spredd globalt og trodde at et hvert problem i skyggebanksystemet ikke var noe de trengte å bekymre seg over. Dessverre fungerte ikke systemet slik de hadde trodd."

– Mark Zandi, sjefsøkonom ved Moody's Economy.com<sup>314</sup>

Det er flere sider ved finansmarkedet som gjør at transparens og oversiktighet – evnen utenforstående har til å vurdere den finansielle helsen og aktiviteten til et selskap – er lavere enn ønsket. Fremvekst av en omfattende skyggebanksektor de siste par tiår er et viktig bidrag.

Denne sektoren består av mange ulike aktører som ikke driver med tradisjonell bankvirksomhet, og som i USA er pålagt lite eller ingen reguleringer. Aktører som inngår i skyggebanksektoren er bl.a. investeringsbanker, hedgefond, privat kapitalgrupperinger, pengemarkedsfond og lånegivere som ikke er banker.<sup>315</sup> Skyggebanksektoren er omfattende, og av enkelte anslått å være på størrelse med den regulerte finanssektoren. Dens tilstedeværelse og innvirkning på den ordinære finans- og banksektoren er derfor kjent og godkjent av myndighetene. Kredittilsynsdirektør Bjørn Skogstad Aamo har vist til at:

"Når myndighetene i en del land underminerer egne reguleringer ved å la store deler av finansmarkedet i praksis være fri for kapitalkrav og tilsyn, skapes det risiko både for eget marked og for andre markeder som blir berørt."<sup>316</sup>

Som Skogstad Aamo er inne på avgjør reguleringssystemet myndighetene velger i stor grad hvilken innvirkning skyggebanksektoren har på den ordinære finanssektoren, i eget marked og internasjonalt. Spania er blant de land som ikke tillot at bankene opererte i skyggebanksektoren ved å regnskapsføre en del aktivitet utenfor balansen. I Norge er også norske bankers aktivitet i skyggebanksektoren ikke et problem. I USA valgte myndighetene å legge få hindringer i bruken av skyggebanksektoren.

Det mest sentrale ved skyggebanksektoren i en analyse av finanskrisens årsaker er bankenes virksomhet med å pakke boliglån om til verdipapirer og overføre de mest risikoeksponerte delene til et spesialforetak – "structured investment vehicle" (SIV). Gjennom opprettelsen av Spesialforetakene har bankene kunnet øke sin aktivitet og inntjening siden disse selskapene ikke må forholde seg til reguleringer eller krav til egenkapital. Lån selges enkeltvis eller ferdigpakket som strukturerte verdipapirer til spesialforetak. Det frigir egenkapital for bankene, som de kan benytte på å gi nye lån. Med økt aktivitet gir det økt fortjeneste pr. dollar banken har i egenkapital, noe som reflekteres i økt avkastning pr. aksje. I en verden hvor sterk aksjekurs muliggjør oppkjøp av konkurrenter, har det medvirket til interessen og motivasjonen for å styrke inntjeningen utenfor bankenes formelle balanse.

En tradisjonell bank kan av ulike årsaker oppleve at kundene som har satt penger inn i banken, i flokk ønsker å ta dem ut, noe som er kjent som et løp på banken ("bank run"). Selv en normalt solid bank vil da få problemer, siden alle banker låner ut mer penger enn de selv har i egenkapital. Ved at sentralbanken stiller opp med finansiering, i funksjon av å være långiver i siste instans, kan bankene løse det kortsiktige likviditetsproblemet. Bank runs var derfor mer vanlig før sentralbankene begynte å fungere som långiver i siste instans, men som Northern

Rock-episoden i Storbritannia i fjor illustrerte, kan de også forekomme i moderne økonomier når tilliten til en bank forsvinner.

Banker, reguleringsmyndigheter, kredittvurderingsbyråene og andre aktører i finansnæringen hadde lagt til grunn at ved overføring av aktivitet og låneporteføljer til spesialselskaper, ble risikoen for bankene i praksis fjernet. Det var en antagelse som skulle vise seg ikke å være riktig. Mange av aktørene i skyggbanksektoren har finansiert seg kortsiktig og lånt ut langsiktig. Parallellen til et løp på banken for aktører i skyggebankssektoren er at de ikke lenger får sikret kortidsfinansieringen, eller annen finansiering. Men i skyggebankssektoren eksisterer det ingen sentralbank eller annen offentlig garantist som fungerer som långiver i siste instans. Når boligboblen i USA sprakk ble det etter hvert stor usikkerhet om hvor sikre boligbasert verdipapirer var. Disse var ofte sammensatt av høyrisikolån, og den underliggende kredittrisikoen ble nå eksponert. Spesialselskapene fikk problemer med å sikre finansiering og uten nevneverdig egenkapital i bunnen havnet de raskt i en likviditetsskvis.

Spesialforetakene er vanligvis formelt juridisk uavhengige enheter med kredittlinjer til banken. Reelt er de eid av bankene og må tilbakeføres til bankenes balanse hvis de får problemer. Spesialforetakene er ofte registrert i såkalte skatteparadiser, der mangel på innsyn er det vanlige. Det gjør det utfordrende for eksterne å vurdere tilstanden spesialforetakene er i.

Siden bankene ikke hadde satt av egenkapital for å dekke risikoen for spesialselskapene – det var jo nettopp grunnen til at spesialselskapene ble opprettet – oppstod det stor usikkerhet i markedet om hvilke banker som hadde større forpliktelser enn egenkapital. Selv normalt solide banker fremstod som usikre, og bankene sluttet en kort periode å låne ut til hverandre. Kun med massive inngrep og garantier fra sentralbankene begynte interbankmarkedet delvis å fungere igjen.

## **5.9 "Originate to distribute" - et boligfinansieringssystem hvor ingen trodde de var utsatt for risiko**

I kapittelet om det amerikanske boligmarkedet og boligfinansieringssystemet, så vi hvordan de statlig støttede boligfinansieringsselskapene Fannie Mae og Freddie Mac ble gitt boligpolitiske oppgaver av myndighetene. Blant disse oppgavene var å kjøpe opp boliglån fra landets banker samt å pakke inn disse lånene i verdipapirer som kunne selges videre til andre investorer. Disse to selskapene har spilt en sentral rolle i å etablere og utvide markedet for verdipapirisering av boliglån. Dette systemet er kalt "originate-to-distribute", fordi banker gir lån ("originate loans") med det for øyet å selge lånet videre til institusjoner som verdipapirisere det og selger det videre i flere ledd ("distribute").<sup>317</sup>

Før verdipapiriseringen ble utviklet, utgjorde boliglån langsiktige risikoeksponeringer for den enkelte bank som hadde gitt lånet. De hadde derfor en interesse av å kun gi lån til lånetagere som var kredittverdige, og egenkapitalen banken satt på begrenset mengden med lån den kunne gi. Med den nye forretningsmodellen for boligfinansieringsmarkedet, som beskrevet tidligere, forsvant denne bekymringen.



Med "originate-to-distribute"-modellen, ble det mulig for utlånsinstitusjonene å selge lånene videre. Det frigav egenkapitalen lånet hadde lagt beslag på for banken, slik at den kunne låne ut på nytt – noe myndighetene ønsket. Bankens risiko ble dermed betydelig redusert. Den store svakheten med systemet var at alle andre ledd som inngikk i boligfinansieringssystemet også trodde de ikke var utsatt for risiko. Det ga et boligfinansieringsmarked hvor ingen var bekymret for om lånet ville bli tilbakebetalt, eller ikke. Med andre ord tok man stadig mindre hensyn til kredittrisikoen knyttet til de underliggende lånene som boliggjeldsobligasjonene var basert på.

De fleste av leddene i boligfinansieringsmarkedet er grafisk vist i det forrige kapittelets figur 4.5, som tar for seg forretningsmodellen til Fannie Mae og Freddie Mac og deres samarbeidspartnere og motparter. Dette systemet har spilt en så sentral rolle i det amerikanske finansmarkedet, finansboblen og krisen som fulgte at det kan være verdt å se litt nærmere på det.

Den lange kjeden med aktører i boligfinansieringsmarkedet begynner med lånemegleren. Lånemegleren får betalt for hvert lån som blir formidlet på vegne av en bank, og har sine incentiver sentrert rundt å få solgt flest mulig lån. Siden lånemegleren er den som har kontakt med den potensielle lånetager, skulle man anta at vedkommende er i den beste posisjonen til å vurdere betalingsevnen. Men siden risikoen ved utlånene ikke berører lånemegleren, har vedkommende få incentiver til å ta dette i betraktning.

Neste ledd i kjeden er bankene. Tidligere var banker svært nøye med hvem de lånte ut til, siden manglende tilbakebetaling ga tap. Etter at de statlig støttede boligfinansieringsselskapene Fannie Mae og Freddie Mac, og senere andre private finansinstitusjoner, begynte å kjøpe opp risikofylte lån fra bankene i stor skala, endret dette seg. Bankene fikk nå isteden incentiver til å utstede flest mulig boliglån, som de kunne selge videre med fortjeneste. Banken kunne dermed umiddelbart realisere verdien på lånet og tjene kommisjon.

Fannie Mae og Freddie Mac var i 2007 om lag dobbelt så store som andre private finansinstitusjoner i markedet for oppkjøp av boliglån fra bankene og pakking av lån sammen i strukturerte verdipapirer (CMO).

Kredittvurderingsbyråene var, som vi har sett, høyst involvert i utformingen av de strukturerte verdipapirene, både som rådgiver og ved formelt å gi en kredittrating. De strukturerte verdipapirene som ble solgt videre utgjorde som regel ingen risiko for de som pakket dem. Fannie Mae og Freddie Mac ga imidlertid garantier på disse verdipapirene når de ble solgt videre. Noen av verdipapirene ble også beholdt som egne investeringer, spesielt av de to statlig støttede boligfinansieringsselskapene. Det viser seg at selv de som pakket inn boliggjelden i verdipapirer antok at dette var relativt sikre investeringer å sitte på. Boliggjeldsobligasjoner ble spredd i hele det globale finanssystemet og fant blant annet veien til noen norske kommuner, slik vi har vært inne på tidligere.

Det siste leddet i denne modellen for spredning av risiko er inngåelse av kredittapsforsikring eller "credit default swaps" (CDS), som beskrevet tidligere. Poenget med slike avtaler er å forsikre seg mot det som kalles motpartsrisiko. Hvis for eksempel utstederen av boliggjeldsobligasjoner skulle vise seg å ikke være i stand til å innfri sine forpliktelser, vil

motparten som har kjøpt verdipapirene kunne bli forsikret mot dette. Tilsvarende gjelder hvis verdipapirene av en eller annen grunn ble nedgradert.

Det ledende forsikringsselskapet AIG var en av de største selgerne av CDSer. Dermed ble de sittende som risikotager i siste instans. Derfor burde de også ha satt av nok kapital til å dekke fremtidige tap. Dette ble ikke gjort, fordi man anså både CDSene og boliggjeldsproduktene som lite risikofylte, et inntrykk kredittvurderingsbyråene hadde bidratt til å gi.

## 5.10 Incentiver og grådighet i en bobleøkonomi

”[Krisen er] et resultat av grådighet og en naiv tro på at markedet kan styre seg selv uten reguleringer og offentlig styring”

– Statsminister Jens Stoltenberg, Stortingets finansdebatt 2009

”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.”

– CEO CitiGroup Chuck Prince, 10. juli 2007 <sup>318</sup>

“Yes, Wall Street firms were greedy, irresponsible and, in many cases, downright stupid. But those are fairly constant features in any society and there is no reason to believe that investment bankers were any more greedy, irresponsible and stupid in 2007 and 2008 than, say, five or 10 years earlier.”

– Alvaro Vargos Llosa <sup>319</sup>

Er grådighet en hovedfaktor bak finanskrisen, slik Jens Stoltenberg hevder? En markedsøkonomi baserer seg på at husholdninger og bedrifter, på grunnlag av den informasjon de besitter og innenfor de rammer som offentlige lover og regler setter, tar valg som de anser som fordelaktige. Innsikten om egeninteressens rolle i samfunnslivet står sentralt i verkene til Adam Smith. Men han påpekte samtidig at samfunnsinstitusjonene, heriblant lover og regler, er avgjørende for hvorvidt egeninteressen blir kanalisert på en måte som fremmer eller motvirker samfunnets interesser.

Hovedproblemet ved økonomiske bobler er at egeninteressen baseres på en for kort tidshorisont, noe som gjør at svært mange blir grepet av et kortsiktig profittjag. Dette er symptomatisk for alle bobler opp gjennom historien og skyldes i stor grad den rimelige og rikelige tilgangen på kreditt og innvirkningen dette har på formuesprisene. Dette fører til det underlige fenomenet, fra et økonomisk ståsted, at jo høyere pris det er på et formuesobjekt, jo større blir etterspørselen. Årsaken er selvsagt at markedsaktørene forventer at formuesprisene skal stige ytterligere, og gjerne vil være med på verdistigningen. Dette forsterker svingningene, både i oppturen og nedturen, og skaper stor ustabilitet i systemet.

Dette er et fenomen som oppstår i alle kreditt- og aktivabobler. Et hovedpoeng for oss er derfor at pengemyndighetene bør unngå at slike bobler oppstår ved å sette renten for lavt. Og

når de først har oppstått bør sentralbanken vurdere å stoppe dem før de går for langt. Dette vil være et viktig bidrag til å redusere faren for kreditt- og finanskriser.

Kortsiktig profittjag – eller grådighet – er symptomatisk for slike bobler og kan neppe være årsaken til dem. Men det virker inn og forsterker boblen når den er i gang. Bent Sofus Tranøy formulerer dette godt:

”Lave renter øker risikoviljen i en økonomi. Profesjonelle investorer føler seg tvunget til å søke etter høyere avkastning ved å finne på nye ting – som å kjøpe *subprime*-baserte papirer. Bankene blir opptatt av å redusere sin egenkapitaldekning. Alle banker i moderne land blir utsatt for et egenkapitalkrav. Egne penger som skal ligge som en buffer mot mulige tap. Men egenkapital er dyrt. Investorer krever jo avkastning. I en situasjon med lave renter, bobletilstander og ditto forretningsmuligheter er det fristende for bankene å redusere sin egenkapitaldekning så godt de kan. Alle kaver for å øke sin gjeldsgrad.”<sup>320</sup>

Det som er interessant fra et økonomisk ståsted er dermed å se på rammevilkårene for markedet og de incentiver dette skaper. For Smith var nettopp gode rammevilkår – velfungerende samfunnsinstitusjoner – kilden til ”nasjonenes velstand”. Et helt sentralt rammevilkår er hvordan pengevesenet er utformet og hvordan det fungerer. Et pengesystem med en større grad av stabilitet og mindre kredittsvingninger – kreditteksjon fulgt av kredittørke og krise – er i så måte av avgjørende betydning for økonomien. Dette kan komme i konflikt med andre politiske målsetninger, slik som å redde finansmarkedet gjennom ”Greenspan put” og ”mopping up”, som ved mål for produksjonsnivået og prisutviklingen og ved for lav rentesetting for å forhindre kortsiktige resesjoner.

Et annet trekk ved bobler, er at finansmarkedsaktørene blir drevet til å hive seg inn i ”dansen”, slik ovenstående sitat fra CitiGroup-sjef Chuck Prince vitner om. Når alle andre tjener gode kortsiktige penger på investeringer i verdipapirer og eiendom som stiger raskt i verdi, er det vanskelig for selv mer nøkterne finansselskaper å sitte på gjerdet og se på det som skjer, spesielt om oppgangen varer lenge og markedet preges av ”kjøp eller bli spist” mentalitet.

Men Chuck Prince må ha vært klar over at boblen begynte å nærme seg slutten da han påpekte at CitiGroup ”fortsatt var med på dansen” sommeren 2007. Boligboblen i USA hadde da sprukket, og ringvirkningene i finansmarkedet hadde begynt å spre seg. Det forelå da nok informasjon til at man burde trekke slutningen at den siste dansen nærmet seg, og at det var på tide å skifte ut champagnen med et glass vann før lyset ble slått på, og all tvil om at festen var over ble fjernet.

I den grad grådighet kan argumenteres å være relevant for finanskrisen, er det mer som et symptom på systemfeil, som enkeltmennesket opererer innenfor, enn en hovedfaktor i seg selv. Systemfeil kan det sies å være når menneskets egeninteresse- og grådighetstrekk ikke blir kanalisert til produktiv innsats, slik Smith påpekte betydningen av.

Det er spesielt ett eksempel på grådighet og kortsiktighet som har vært oppe i debatten om finanskrisens årsaker, nemlig lønns- og bonusordninger i finansselskapene. Før vi ser nærmere på dette, er det verdt å minne om at på samme måte som markedets rammevilkår påvirker bedrifters adferd, vil rammevilkårene i en bedrift påvirke de ansattes adferd. Det er derfor av stor betydning for bedrifter å utvikle gode incentivstrukturer.

### **Kortsiktige avlønningsincentiver**

I finanssektoren, spesielt i store og internasjonale selskaper, er det ofte vanskelig for eiere og andre på utsiden av et selskap å ha oversikt over hva de ansatte foretar seg og hvilke verdier de skaper. Avlønningssystemer som knytter de ansattes interesser opp mot eiernes interesser er derfor nyttige. Finanskrisen har tydeliggjort at avlønningsordningene innen finansnæringen i mange tilfeller har vært utformet på en måte som har gjort at de ansattes og eiernes interesser ikke har vært sammenfallende. Bonusordninger og opsjonsprogrammer som utbetales etter kort tid øker de ansattes incentiver til å prioritere kortsiktig verdiskaping. Det kan gi dem et incentiv til å ta økt risiko, siden fordelaktige utfall gir gode bonuser for den enkelte ansatte i det korte løp, mens den økte risikoen ofte først gjør seg gjeldende på lenger sikt og må bæres av selskapet. Har den ansatte et karriereløp med hyppig skifte av arbeidsplass, styrkes incentivet til kortsiktig fokus enda mer.

En mulig løsning er å knytte bonuser og opsjoner til selskapets langsiktige inntjening. For eksempel kan bonuser utbetales på bakgrunn av resultater over mange år, eller med et tidsetterslep, og man kan bli påkrevd å sitte på aksjer over en lengre tidshorison, slik at eventuelle framtidige tap spiller inn, slik *Financial Times* og CEO i Goldman Sachs, Lloyd Blankfein, har tatt til orde for.<sup>321</sup> En annen forbedring som kan kombineres med lengre tidshorison, vil være i større grad å basere bonuser for ledere på den relative utvikling til et selskap i forhold til verdsettelsen av konkurrentene.

Spørsmålet om lederavlønning bør reguleres av myndighetene har blitt tatt opp til diskusjon etter at finanskrisen oppsto. Bl.a. ble det tatt opp under G20-møtet i Washington 15. november 2008. I krisetider er det generelt et rop om handling, men det er langt i fra gitt at myndigheter bør overstyre parters anledning til å inngå kontrakter på dette området. Aksjonærer og styrene til finansselskapene har en egeninteresse av å initiere en lederavlønningspraksis som sikrer selskapets langsiktige inntjening og soliditet. Derfor kan man anta at det vil finne sted endringer av dette i årene som kommer. Det er heller ikke slik at ledere for finansinstitusjoner som har forsvunnet i finanskrisens dragsug ikke har hatt incentiver på linje med eierne. For eksempel gav kollapsen av investeringsbanken Bear Stearns et tap på 1 milliard dollar for CEO Jimmy Cayne.<sup>322</sup>

#### **5.11 Kan mer regulering forhindre en ny krise?**

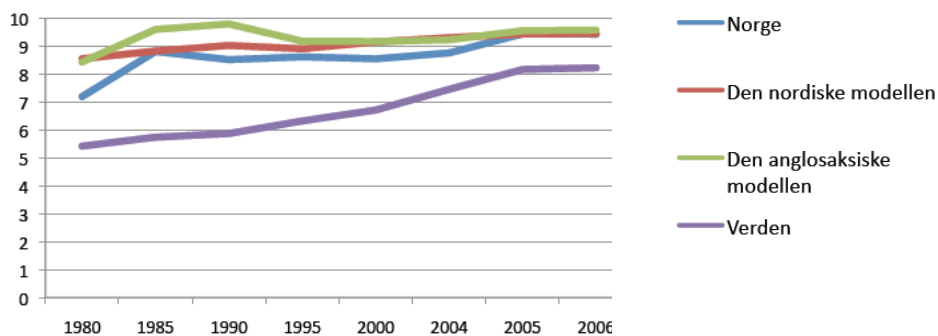
Regulering medfører en skattefinansiert eller brukerfinansiert driftskostnad. Regulering medfører også kostnader for bedriftene fra intern administrasjon, og kan redusere bedriftens og samfunnets innovasjonsrate. Mer regulering er ikke nødvendigvis bedre enn mindre regulering. Samtidig er regulering normalt en nødvendighet for å sikre effektive og velfungerende markeder. Poenget må være å ha smarte reguleringer, ikke nødvendigvis mange reguleringer. Det er en balansegang å skape gode, men ikke kvelende, reguleringregimer.

I disse finanskrisetider er det bred enighet i den offentlige debatten om at Norge har et bedre reguleringsregime for finansnæringen enn USA har, siden det bygger på våre erfaringer fra

bankkrisen på begynnelsen av 90-tallet. Det vil likevel ikke si at de norske reguleringene er mer omfattende enn de amerikanske.

Hvert år gir den kanadiske tankesmien Fraser Institute ut rapporten "Economic Freedom of the World" (EFW), som måler graden av økonomisk frihet i 141 land. Den siste rapporten finner at jo friere et land er, jo rikere er det, og jo raskere økonomisk vekst har det. Dessuten har friere land høyere forventet levealder, lavere barnedødelighet, bedre tilgang til vann, og færre fattige. Et av områdene rapporten tar for seg er regulering. Underkategorien "Kredittmarkedsreguleringer" måler eierskapet til bankene, hvor mye konkurranse det er fra utenlandske banker, hvordan tilgangen til kreditt for privat sektor er, og hvordan renten styres. Høy score indikerer høy økonomisk frihet – det vil si at staten legger få hindringer i veien for frivillige avtaler mellom de økonomiske aktørene. Rapporten finner at Norge faktisk scorer bedre, dvs. har mindre regulering, enn USA innenfor kredittmarkedet.

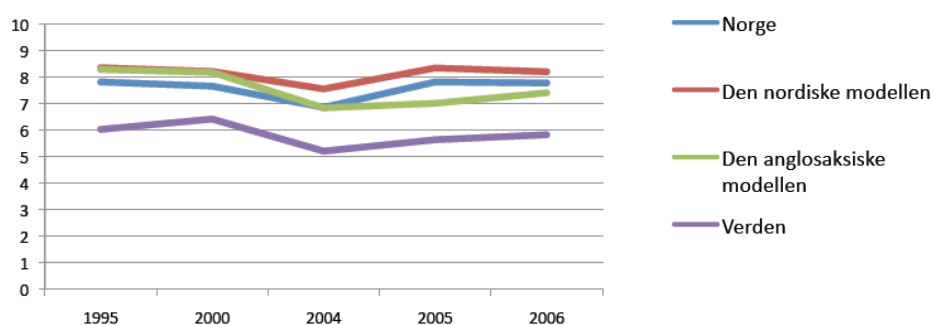
**Figur 5.14: Kredittmarkedsregulering, høy skår indikerer størst frihet**



Kilde: Civita-notat nr. 9, 2008, Økonomisk frihet i Norge <sup>323</sup>

Også når vi ser på regulering av næringslivet generelt, finner rapporten at Norge og Norden har noe mindre regulering enn USA, og en god del bedre enn verden generelt. Det innebærer at vi har en liten grad av prisregulering, nokså lave byråkratikostnader og at det er enkelt å starte en bedrift, lite korrupsjon og et relativt enkelt skattesystem. Disse funnene illustrerer at god regulering ikke er det samme som mer regulering.

**Figur 5.15: Næringslivsregulering, høy skår indikerer størst frihet**



Kilde: Civita-notat nr. 9, 2008, Økonomisk frihet i Norge <sup>324</sup>

Finanskrisen har gitt ny kunnskap om hvordan både økonomien som helhet, og enkeltdeler fungerer i turbulente tider. Det er ønskelig at lover og regler på en del områder blir justert etter finanskrisen, både på nasjonalt og internasjonalt nivå. Fokus bør være på å få markedsmekanismene til å fungere bedre. Nasjonale myndigheter har allerede foretatt en del endringer, og bedrifter har også trukket lærdom av hvordan det er optimalt for dem å innrette seg.

Det arbeides internasjonalt med tiltak for å samkjøre lover og regler, slik at de virker bedre. G20-landene har dette på agendaen og innen EU har en spesialgruppe levert sitt forslag til endringer av reguleringsmekanismene innen EU-systemet.<sup>325</sup> Men det er også farer knyttet til internasjonal harmonisering av reguleringer. Hvis det er gjort feil i utformingen av reguleringene, slik vi har sett med Basel-reglene, kan dette føre til at alle finansmarkedsaktører gjør de samme feilene samtidig. Dette kan dermed bidra til å forsterke kriser.

Et hovedproblem for myndighetene når de skal utforme reguleringer, er at de umulig kan sitte på fullkommen informasjon om hvordan økonomien fungerer i alle detaljer og hvordan ulike reguleringer vil virke inn på aktørenes adferd. Reguleringene kan skape negative utilsiktede virkninger, altså andre resultater enn det som var intensjonen. Ved at ulike land prøver ut ulike reguleringer, vil man gjennom prøving og feiling kunne finne fram til bedre fungerende ordninger.

Finansmarkedet vil de neste årene endre seg. Mange venter at skyggebankvirksomhet som har bidratt til å destabilisere finanssystemet og skape mindre oversikt, vil bli lovregulert. Kapitalkravene til finansaktørene vil bli gjennomgått og man kan vente ulike tiltak for å gi økt transparens og markedsinformasjon. Det vurderes også endringer i regnskapsregler og reguleringsregimer som gjør banker mindre prosykliske, slik at de kan tåle resesjonsperioder bedre. På G-20 møtet nylig var det uenighet om flere av løsningsforslagene, men det var enighet om at det skal bli økt overvåking av kredittvurderingsbyråer, hedgefond, skyggebankselskaper og kredittderivater.<sup>326</sup>

Når man står foran større endringer i lover og reguleringer, er det verdt å være litt ydmyk på hva det er realistisk at lover og reguleringer kan oppnå. Lover og reguleringer kan ikke oppheve økonomiske sykluser – og erfaringsvis har tiltak fra myndighetene ved flere anledninger bidratt til å forsterke syklusene. USAs sentralbanksjef Ben Bernanke har under det påbegynte arbeidet med å endre det amerikanske reguleringsystemet vist til at:

”Finansielle kriser vil komme også i fremtiden, som de har verden rundt i bokstavlig talt hundrevis av år. Selv med de tiltak og endringer som jeg har skissert her i dag, er det urealistisk å håpe på at finansielle kriser kan bli eliminert – spesielt når man samtidig skal beholde en dynamisk og innovativ finanssektor.”<sup>327</sup>

Men en endring av fokuset i den pengepolitiske styringen kunne nok vært et viktig bidrag til å dempe kredittsvingninger, aktivabobler og faren for finanskriser.

La oss håpe at endringene som kommer er veloverveide og at de finner en god balanse mellom økt stabilitet og innovasjonskreftene som driver den langsiktige økonomiske veksten.

## 6. Konklusjon: Markedssvikt eller styringsvikt?

Finanskrisen er den største krisen som har rammet modne og fremvoksende økonomier siden andre verdenskrig. Flere land, og muligens verdensøkonomien som helhet, er i resesjon. Arbeidsledigheten stiger kraftig og verdiskapingen krymper.

Finanskrisen er en følge av mange faktorer, flere enn de som er berørt i denne rapporten. Hver for seg var de ikke alvorlige nok til å skape en slik krise som den vi nå har sett, men de har forsterket hverandre og til sammen skapt en finansiell hundreårsstorm.

Etter Asia-krisen på slutten av 90-tallet har fremvoksende økonomier i Asia søkt trygghet ved å bygge opp store finansreserver, som de i stor skala har eksportert til vestlige land, primært til USA. Store finansplasseringer har også kommet fra de oljeeksporterende land, som med høy oljepris har hatt store overskudd på driftsbalansen. Sentralbanken i USA har i lange perioder på 2000-tallet valgt å holde renten lav, 1,0 prosent på det laveste. Med billige varer fra Asia har inflasjonen holdt seg lav, slik at realrentene har vært lave og tidvis til og med negative. Kreditt har vært lett tilgjengelig, og den var billig.

Overfloden av billige penger og kreditt har vært en hoveddrivkraft bak forbruk og investeringer i de vestlige landene etter tusenårsskiftet. Store summer har funnet veien inn i eiendomsmarkedet og markedet for verdipapirer basert på boliggjeld. Med utstrakt tro på at eiendomspriser ikke kunne gå ned, et politisk mål om at flest mulig skal eie sin egen bolig og sterk innblanding fra myndighetene i rammebetingelsene til finanssektoren for å presse frem lån og kreditt til personer med lav inntekt og usikker evne til å betjene lån, var etterspørselen etter eiendom sikret. Finanssektoren lot seg villig bruke, og så lenge eiendomsprisene steg, ble det tjent store penger. Samtidig trodde finansmarkedsaktører, myndigheter, politikere, medier og andre at finansiell innovasjon hadde minimert eller fjernet risiko.

I boliglånsmarkedet var ingen opptatt av risiko, eller om de som fikk lån evnet å bære lånet. Megleren som solgte lånet fikk sin provisjon, uansett hvordan det senere skulle gå med lånet. Banken som gav lånet var heller ikke bekymret, siden den raskt solgte lånet videre til investeringsbanker eller statsstøttede aktører som Fannie Mae og Freddie Mac. Det frigjorde kapital til nye lån – gjerne til nye personer med begrenset evne til å betjene et lån, i tråd med myndighetenes ønske om å øke tilgangen på boligkreditt og å øke antall husholdninger i egen bolig.

De kjøpte lånene ble pakket sammen i komplekse verdipapirer. Disse finansproduktene ble vurdert og gradert av kredittvurderingsbyråer som ble gitt statlig lisens og som ble brukt som en forlenget arm i myndighetenes regulering av verdipapirhandelen. På bakgrunn av matematiske modeller basert på feilaktige premisser, ble boliggjeldsobligasjoner og andre strukturerte gjeldsobligasjoner gitt et trygghetsstempel ikke langt unna statsgjeldspapirer fra vestlige land med god kredittrating.

Det var en utstrakt tro på at boligprisene ikke kunne falle, i hvert fall ikke for hele det amerikanske boligmarkedet på en gang. Derfor kunne høyrisikable lån pakkes sammen og i sum bli vurdert til å være et trygt verdipapir som gav en god avkastning, ideelt for forsikringsselskaper, pensjonskasser, norske kraftkommuner og andre som grunnet regelverk eller ønske etterspurte slike "lavrisikoinvesteringer med relativt sett høy avkastning".

Selv de mer risikable delene av verdipapirene, som bankene skilte ut og plasserte i egne selskaper, ble ansett for å være trygge nok til at banken ikke behøvde å sette av penger i sikkerhet. Finansaktører som på ulike tidspunkt var bekymret for risikoen knyttet til disse verdipapirene, kunne ta ut forsikringer i tilfelle verdipapiret skulle gi tap. Slike kredittapsforsikringer (CDS) ble villig gitt av verdens største forsikringsselskap AIG og andre finansselskaper.

Med de høyeste kredittvurderinger fra kredittvurderingsselskapene som basis for de boliglånsbaserte verdipapirene som ble forsikret, antok flere finansinstitusjoner som solgte CDSer at det ikke var behov for å sette av nevneverdig med kapital for å dekke potensielle tap. Hele systemet, som reguleringsmyndigheter hadde gitt sin velsignelse til, tjente enormt med penger – frem til boligmarkedet snudde i 2006. De gamle lærdommer om at boligpriser kan falle – kraftig – og at finansprodukter kun kan overføre, ikke fjerne, risiko, ble raskt lært.

Finanskrisen hadde sitt utspring i USA, innenfor rammen av en global verden i økonomisk ubalanse. Finanskrisen er i stor grad et resultat av offentlig styringssvikt – gjennom for ekspansiv pengepolitikk, skadelig og forstyrrende innblanding i boligfinansieringsmarkedet, og et reguleringsregime som feilet i sin helhetlige oppgave, nemlig å sikre finansiell stabilitet for systemet som helhet.

Det ble også foretatt alvorlige feil av aktører i finansmarkedet, primært sentrert rundt dårlig risikoforståelse og -håndtering. Den enkelte boligkjøper ble oppfordret og stimulert til å ta opp boliglån gjennom myndighetenes ambisiøse boligpolitiske målsettinger og uttalelser, gjennom lavrentepolitikken, gjennom skattepolitikken og gjennom statlige grep som skulle øke tilgangen på boliglån for marginale grupper på boligmarkedet.

I ettertid synes det klart at systemet som helhet har vært i ubalanse. Den enkelte innbygger og markedsaktør har ikke ansvar for helheten. Dette er en oppgave myndighetene har påtatt seg, men samtidig en oppgave som kan komme i konflikt med andre sosialpolitiske målsetninger. Uten de offentlige styringsfeil som er begått, er det disse forfattere sin vurdering at vi trolig ville erfart en mer moderat nedgangskonjunktur, ikke en finanskrisen av historiske dimensjoner.

Det som også står klart er at finanskrisen ikke er et resultat av at "det uregulerte marked har sviktet", slik statsminister Stoltenberg og andre har hevdet. Boligfinansieringsmarkedet i USA, som står sentralt i forståelsen av finanskrisen, er blant de mest regulerte næringsområder i den vestlige verden.

Løsningen på finanskrisen er ikke nødvendigvis "mer regulering", slik blant annet Stoltenberg og Sarkozy har gjort seg til talsmenn for. Løsningen synes heller å ligge i bedre fungerende markeder, uten unødvendig forstyrrende inngrep fra myndighetenes side.

Reguleringer – som normalt er et premiss for velfungerende markeder – bør forbedres slik at aktørene i finansmarkedet blir gitt sunnere incentiver for investeringer og håndtering av risiko. Det vil kreve bedre regulering på mange områder, mindre regulering på noen områder og mer regulering på andre områder. All type bankvirksomhet bør for eksempel inngå ved beregning av forsvarlig egenkapital. Samtidig bør de mange føringer av sosialpolitisk art innen boligfinansieringsmarkedet gradvis fjernes og de statlig støttede boligfinansieringsselskapene Fannie Mae og Freddie Mac avvikles etter at eiendomsmarkedet og økonomien har kommet seg.

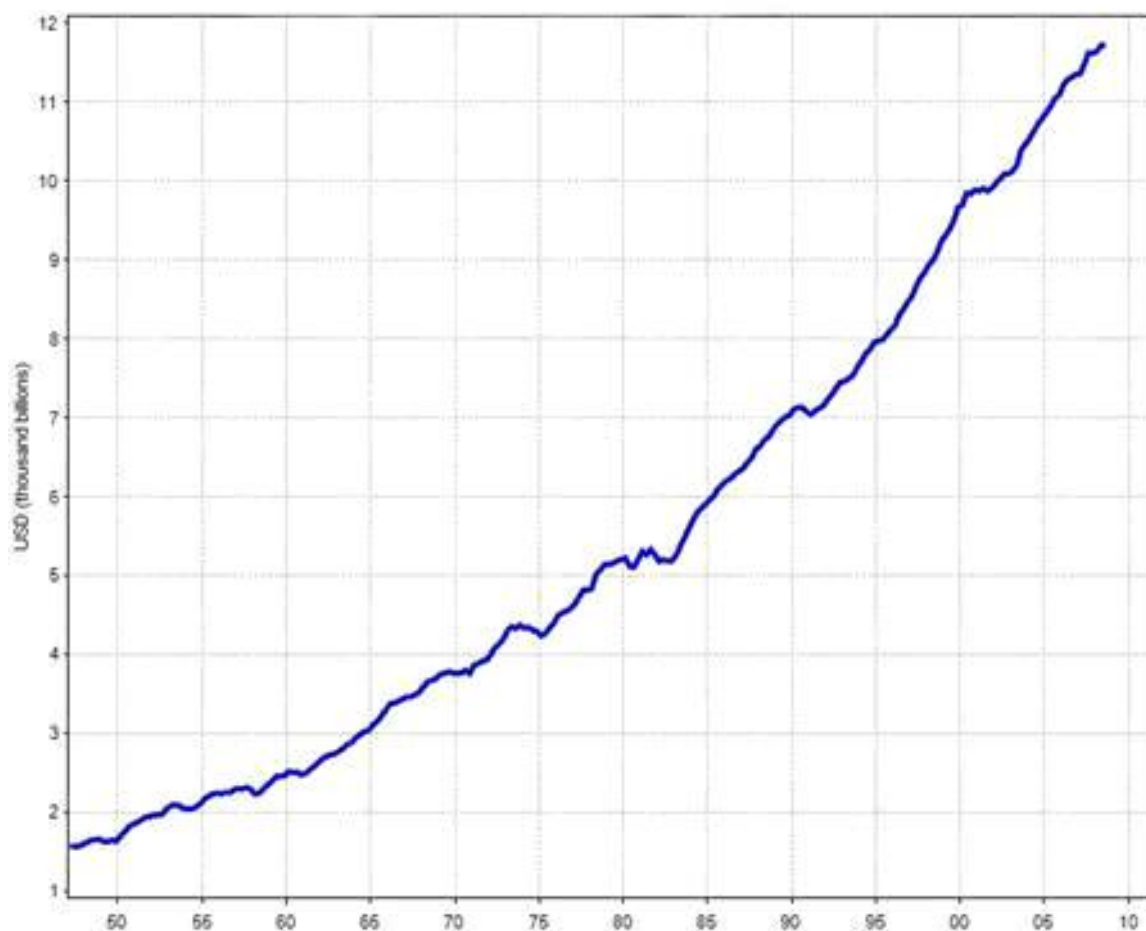
For tiden kan en stimulerende penge- og finanspolitikk synes som nødvendige grep. Så snart økonomien har hentet seg inn igjen, bør myndighetene foreta innstrammende grep i den



makroøkonomiske styringen. Mye tyder også på at inflasjon i formuesobjekter og kredittvekst bør være noe myndighetene tar større hensyn til ved utforming av fremtidig pengepolitikk. Negativ realrente kombinert med solid økonomisk vekst bør helst ikke forekomme igjen.

Avslutningsvis er det verdt å minne om at det markedsøkonomiske system har brakt økonomisk vekst og velstandsøkning. Figur 6.1 viser veksten i BNP i USA siden andre verdenskrig, målt i faste 2000-priser. Det kan være verdt i disse krisetider å være bevisst på at tidligere kriser ikke varig har endret veksten i velstanden.

**Figur 6.1. Vekst i BNP i USA, 1945-2008, 1000 milliarder faste 2000-dollar,**



Kilder: Reuters EcoWin

## Appendiks A: Sentrale hendelser før og under finanskrisen

<b>Dato</b>	<b>Hendelse</b>
<b>Grunnlaget for finanskrisen bygger seg opp</b>	
25. juni 2003	Billige penger. Rentereduksjonene si USA om begynte i 2001 når sitt laveste nivå. Sentralbanksjef Alan Greenspan senker den amerikanske styringsrenten til det laveste nivået på 45 år, 1,0 prosent. Dette nivået beholdes frem til 30. juni 2004.
4. mai 2006	Amerikanske Merit Financial blir slått konkurs. Trolig den første konkursen som følge av subprime-krisen.
6. desember 2006	Subprime-aktøren Ownit Mortgages Solution går konkurs. Selskapet skyldte Merill Lynch US 93 millioner dollar.
<b><u>2007</u></b>	
3. januar	Boliglånstilbyderen Mortgage Lenders Network USA ber om konkursbeskyttelse. Selskapet er USAs femtende største subprime-aktør.
8. februar	HSBC Holdings, en større London-basert bank, tar avskrivninger på 10,5 milliarder dollar grunnet dårlige lån, 2 milliarder dollar mer enn ventet.
10. februar	På et møte for finansministrene i G-7-landene bemerker USAs finansminister Henry Paulson at boligmarkedet i USA har kjølt seg ned det siste året, men at det nå virker som om det har blitt stabilisert.
13. februar	ResMae Mortgage Corp ber om konkursbeskyttelse. ResMae lånte ut subprime-lån for 7,7 milliarder dollar i 2006, noe som gjorde det til landets 26. største aktør i dette markedet.
28. februar	Freddie Mac annonserer at de ikke lenger vil kjøpe subprime-lån. Det rapporteres at salget av nye boliger falt i januar: 0,94 millioner nye boliger solgt i årets første måned, hvilket var en nedgang på 16,6 prosent.
4. mars	Subprime-krisen når Wall Street. Det blir kjent at New Century Financial Corp, en spesialist på subprime-lån, er under strafferettslig etterforskning og i alvorlige økonomiske problemer. Banken går konkurs 3. april 2007.  Dette skal være første gang uttrykket "subprime" ble brukt i norske medier.
13. mars	Data fra Mortgage Bank Association for siste kvartal 2006 viser at betalingsproblemer på boliglån økte til 4,95 % generelt, og 13,3 % i subprime-markedet
10-12. juni	Stor nedgradering av subprime-verdipapirer. Kredittvurderingsbyrået Moody nedgraderer ratingen på subprime -verdipapirer (RMBS) verdt \$5 milliarder og plasserer 184 CDO-transjer på vurderingslisten for nedgradering. Kredittvurderingsbyrået Standard & Poor plasserer \$7,3 milliarder RMBS på vurderingslisten for nedgradering og varsler en revurdering av CDO med eksponering mot subprime-boliggjeldsobligasjoner.

Finansiell uro	
12. juni	Investeringsbanken Bearn Sterns varsler om problemer i to av sine hedgefond, High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund og Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strategies Master Fund. Det utløser generell nedgradering av verdien av boliglånsbaserte verdipapirer av høy klasse.
22. juni	Bear Stearns forsøker å redde sine to hedgefond ved å skyte inn 1,6 milliarder dollar i kapital.
20. juli	USAs sentralbanksjef Ben Bernanke anslår i en høring i Kongressen at tap relatert til subprime-problemene kan utgjøre fra 50 – 100 milliarder dollar. Han viser også til at Federal Reserve vil gå gjennom reguleringen av lånemarkedet.
31. juli	Bear Stearns to hedgefond slår seg selv konkurs.
1. august	Det franske forsikringsselskapet AXA SA tilbyr investorer i et av sine fond å bli løst ut, etter at fondet ble redusert med 40 % på en måned.
2. august	IKB Deutsche blir reddet av en statsdrevet bank etter subprime-relaterte tap.
3. august	Det britiske boligmarkedet har problemer. Antallet tvangssalg av boliger har økt med 30 prosent til 14.000 eiendommer i første halvår 2007, det høyeste nivået på åtte år.
6. august	American Home Mortgage Investment Corp slår seg selv konkurs. Selskapet hadde spesialisert seg på boliglån i subprime-markedet.
9. august	Sentralbankene i EU, USA og andre land bidrar med store mengder likviditet. Den europeiske sentralbanken (ECB) viser til at likviditetstilførselen er større enn det som var nødvendig etter terrorangrepet 11. september (som var på 69,3 mrd. euro). Likviditetstilførselen økes de etterfølgende dager.  Den franske banken BNP Paribas fryser tre av sine fond grunnet subprime-relaterte tap.  For første gang på mange år blir det meldt om en nedgang i mengden av "asset-backed commercial papers", et signal på at kredittmarkedene ikke fungerer som normalt.
16. august	Den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) reduserer styringsrenten med 0,5 % til 5,75 %. Dette er den første av en rekke rentekutt.
21. august	Lånegivere i det britiske subprime-markedet begynner å øke kostnadene for subprime-lån og reduserer sin eksponering.
28. august	Den tyske banken Sachsen Landesbank står overfor konkurs grunnet subprime-investeringer og blir solgt til rivalen Landesbank Baden-Württemberg.
14. september	Den britiske banken Northern Rock blir utsatt for det første "bank run" i Storbritannia på 150 år. Den engelske sentralbanken skyter likviditet inn i banken, for å kompensere for de store uttakene fra kundene.
1. oktober	Verdens første ledende banker varsler om de første tap grunnet subprime-investeringer. Sveitsiske UBS nedskriver US\$ 3,4 milliarder. Citigroup varsler om 1,3 milliarder dollar i subprime-tap og 2,6 milliarder dollar i økte kredittkostnader.

15. oktober	Amerikanske Citibank tar 6,4 milliarder dollar i nedskrivninger.
24. oktober	Investeringsbanken Merrill Lynch & Co tar 8,4 milliarder dollar i nedskrivninger og offentliggjør et tap i tredje kvartal 2007 på 2,3 milliarder dollar. CEO Stan O'Neal går av.
4. november	Citibank øker nedskrivningene til 11 milliarder dollar og bankens CEO sier opp sin stilling.
7. november	Kredittvurderingsbyrået Fitch varsler at de vil revurdere ratingen på flere CDO-verdipapirer. Investeringsbanken Morgan Stanley tar 3,7 milliarder dollar i nedskrivninger.
9. november	Reuters anslår at nedskrivninger i finanssektoren så langt utgjør 64 milliarder dollar.
14. november	HSBC nedskriver med 3,4 milliarder dollar, mer enn ventet, og overfører 41 milliarder dollar av SIV-verdipapirer inn på bankens balanse. Bear Stearns nedskriver med 1,2 milliarder dollar.
28. november	Terra-Gruppen vedtar å begjære oppbud i meglerhuset Terra Securities. Store tap for flere kraftkommuner.
6. desember	USAs president Bush skisserer en plan for å hindre økte rentekostnader for subprime-lånetagere.
12. desember	Sentralbankene i USA, Storbritannia, Canada, Sveits og Euroområdet overrasker finansmarkedene med en melding om at de går sammen om tiltak for å tilføre kortsiktig likviditet. Det første koordinerte tiltaket fra ulike lands sentralbanker.
13. desember	Citigroup Inc. legger under press verdipapirer til en verdi av 49 milliarder dollar inn i bankens balanse.
15. desember	Barclays Bank nedskriver med 2,7 milliarder dollar.
<b><u>2008</u></b>	
7. januar	Den amerikanske språkorganisasjonen The American Dialect Society (ADS) kårer "subprime" til fjorårets ord i USA.
11. januar	Bank of America, USAs største bank, kjøper den kriserammede boliglåns-giganten Countrywide.
15. januar	Citigroup varsler tap på 9,3 milliarder dollar i fjerde kvartal 2007, hovedsakelig på grunn av subprime-lån
17. januar	Finansjempen Merrill Lynch tar nedskrivninger på 11,5 milliarder dollar for fjerde kvartal 2007.
18. januar	Norske Eksportfinans melder at de henter inn 1,2 milliarder kroner i frisk aksjekapital.
25. januar	Franske Société Générale varsler at en ansatt trader i hemmelighet har bygget opp posisjoner som vil koste banken 4,9 milliarder euro. Det spekuleres i om det var medvirkende til at USAs sentralbank tre dager tidligere hadde redusert styringsrenten med overraskende 0,75 prosentpoeng, til 3,5 prosent.

30. januar	Den amerikanske sentralbanken kutter renten med 0,5 prosentpoeng, det andre kuttet på en uke. Til sammen utgjør kuttene 1,25 prosentpoeng. Sveitsiske USB, Europas største bank, varsler nedskrivninger på 14 milliarder dollar for fjerde kvartal 2007 og at banken som helhet for første gang i sin historie vil gå med underskudd året sett over ett.
4. mars	Citigroup melder om tap på 9,3 milliarder dollar i fjerdekvartal 2007, etter nedskrivninger på 18,1 milliarder dollar.
5. mars	Frankrikes nest største bank Credit Agricole varsler om nedskrivninger på 3,3 milliarder euro. Verdens største finansinstitusjoner estimeres til å ha tapt 180 milliarder dollar så langt i krisen og UBS venter at det gjenstår ytterligere 203 milliarder dollar i nye nedskrivninger.
16. mars	Det blir kjent at Bear Stearns skal selges til JPMorgan. Den amerikanske sentralbanken legger til rette for transaksjonen og garanterer for et lån på 30 milliarder dollar. Dette blir gjort for å hindre at Bear Stearns går konkurs.
18 mars	Citigroup tar nedskrivninger på 10,6 milliarder dollar, og melder om tap på 5,1 milliarder dollar for 1. kvartal 2008.
23. april	USAs nest største obligasjonsforsikrer Ambac tapte 1,66 milliarder dollar i første kvartal 08.
28. april	Verdens største finansselskaper har hittil levert 309 milliarder dollar i nedskrivninger og kredittap i løpet av de siste ni månedene, anslår sveitsiske UBS.
8.mai	De amerikanske boligproblemene har krevd sitt største offer. Byen Vallejo er nå den største byen i Californias historie som har slått seg selv konkurs.
21. mai	Lehman Brothers har om lag 1,5 milliarder dollar i tap i første kvartal 2008.
25. juni	Norges Bank øker renten fra 5,5 til 5,75 prosent.
7. juli	Tapene som finansselskaper må ta kan være på svimlende 1600 milliarder dollar, anslår hedgefondforvalter Bridgewater Associates. Siden i fjor har finansselskapene, banker og meglerhus, måttet skrive ned 400 milliarder dollar i verdier. Samtidig har selskapene hentet inn 321 milliarder dollar i ny kapital.
12. august	Sveitsiske UBS, den banken som er hardest rammet av subprime-krisen i Europa, tar nye 5,1 milliarder dollar i nedskrivninger.
25. august	Danske Roskilde Bank går over ende og drives videre av den danske sentralbanken. Banken fikk et tap på 5,1 milliarder danske kroner i første halvår 2008.
	To aksjemeglere som jobbet i Credit Suisse blir av det amerikanske verdipapirtilsynet siktet for svindel på til sammen US\$ 1 milliard i subprime-relaterte verdipapirer.
7. september	Redningspakke for de kriserammede boliglånselskapene Fannie Mae og Freddie Mac. Myndighetene overtar kontrollen i selskapene, selskapenes toppsjefer byttes ut og alle former for utbytte nulles ut. Finansdepartementet kjøper aksjer for 100 milliarder dollar i begge selskapene. Finansdepartementet tilbyr sikker kortsiktig finansiering, i tillegg til å kjøpe gjeld sikret med boliglån i det åpne markedet.
10. september	Lehman Brothers, USAs fjerde største investeringsbank får i tredje kvartal 2008 et nettoresultat på minus 3,9 milliarder dollar.

<b>Finanskrise</b>	
15. september	<p><b>Dagen hvor finanskrisen gikk over i neste fase</b></p> <p>Investeringsbanken Lehman Brothers går konkurs. Ifølge nyhetsbyrået Bloomberg er kollapsen i Lehman Brothers historiens største konkurs og gjelden skal være på 613 milliarder dollar.</p> <p>Bank of America kjøper investeringsbanken Merrill Lynch for 50 milliarder dollar.</p> <p>Kraftig økning i risikopåslaget i pengemarkedet, og i praksis nær stopp i utlån bankene i mellom (interbankmarkedet).</p>
17. september	<p>Det amerikanske verdipapirtilsynet SEC forbyr short-handel av aksjer hvor selger ikke fysisk har lånt eller kjøpt aksjen som selges. I Norge er dette allerede ulovlig.</p> <p>Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve gir kredittlinjer på 85 milliarder dollar til forsikringskonsernet American International Group (AIG). Den amerikanske staten overtar 79,9 prosent av AIG og får rett til å stanse utbetaling av utbytte til aksjonærene.</p> <p>Problemene til AIG skyldes ikke primært subprime-lån, men tapseksposering på kredittderivatgarantier (CDS).</p>
18. september	<p>Brittiske Lloyds TSB Group Plc selges til HBOS, eier av Halifax og Bank of Scotland, for 22,2 milliarder dollar.</p> <p>Brittiske kredittmyndigheter (FSA) forbyr midlertidig all short-handel av finansaksjer.</p> <p>Siden 31. oktober 2007 har verdens børser fått redusert sin verdi med over 19.000 milliarder dollar.</p>
19. september	<p>Det meldes at USAs finansminister Henry Paulson og sentralbanksjef Ben Bernanke vil foreslå for Kongressen å flytte alle råtne boliglån fra amerikanske finansinstitusjoner inn i et nytt statlig fond.</p>
21. september	<p>Goldman Sachs og Morgan Stanley vil omdanne seg fra meglerhus til banker og dermed bli underlagt en strengere regulering. Med det forsvinner de siste to av de store investeringsbankene i USA.</p> <p>Flere land innfører forbud mot short-handling av aksjer, herunder Australia, Taiwan og Nederland.</p>
24. september	<p>Federal Reserve i USA, Reserve Bank of Australia, Danmarks Nationalbank, Norges Bank og Sveriges Riksbank offentliggjør etableringen av midlertidige kredittordninger for å møte tiltagende uro i det kortsiktige dollar-markedet.</p> <p>Norges Bank holder renten uendret på 5,25 prosent</p>
25. september	<p>Sparebanken Washington Mutual, USAs største sparebank med en forvaltningskapital på 300 milliarder dollar og 43.000 ansatte, går konkurs. Amerikanske myndigheter tok kontroll over banken og solgte mesteparten av virksomheten til JP Morgan Chase. Dette er tidenes største bankkonkurs i USA.</p>
28. september	<p>Myndighetene i Belgia, Nederland og Luxemburg overtar 49 prosent av eierskapet i banken Fortis gjennom et kapitalinnskudd på 11,2 milliarder euro. Tyske myndigheter gir en</p>

	<p>kredittlinje på 35 milliarder euro til banken Hypo Real Estate.</p> <p>Den åttende største britiske banken, Bradford &amp; Bingley, går over ende. B&amp;B har 50 milliarder pund i utlån til kunder. Spanske Santander kjøper restene.</p>
29. september	<p>Representantenes hus sier nei til den foreslåtte krisepakken for amerikanske banker på 700 milliarder dollar. 228 representanter stemmer mot, 205 for.</p> <p>Myndighetene på Island betaler 600 millioner euro for 75 prosent av aksjene i Glitnir Bank.</p> <p>Citigroup kjøper bankvirksomheten til Wachovia. Citigroup overtar opptil 42 milliarder dollar i tap og 312 milliarder dollar i lån. Myndighetene garanterer for tap som er større enn dette.</p> <p>Sentralbanker verden over tilfører 330 milliarder dollar i likviditet. Dette kommer i tillegg til det tidligere annonserte tiltaket på 290 milliarder. Norges Bank og USAs Federal Reserve er blitt enige om å utvide den eksisterende kredittavtalen fra 5 til 15 milliarder dollar.</p>
1. oktober	<p>Senatet vedtar en noe utvidet versjon av krisepakken på 700 milliarder dollar som Representantenes hus stemte ned den 29. oktober. Pakken vil dermed igjen bli presentert for Representantenes hus.</p> <p>Boligprisene faller over hele Norge. Eiendomsbransjens statistikk for september viser at prisene sank med 1,7 prosent, dermed er de hele 4,5 prosent lavere enn i september 2007.</p>
3. oktober	<p>Representantenes hus vedtar den utvidede versjonen av krisepakken, foreslått av Bush-administrasjonen.</p> <p>De amerikanske bankene Wachovia og Wells Fargo blir enige om å fusjonere.</p>
6. oktober	<p>BNP Paribas kjøper de belgiske og luxembourgske delene av Fortis for 120 milliarder norske kroner.</p> <p>Alle banker suspenderes fra den islandske børsen.</p>
7. oktober	<p>Den amerikanske sentralbanken melder at den oppretter et nytt program for å kjøpe sertifikatlån (commercial papers).</p> <p>EUs finansministre blir enige om å innføre en innskuddsgaranti på 50.000 euro for bankkunder.</p> <p>Islandske myndigheter overtar Landsbanki.</p>
8. oktober	<p>Samordnet rentekutt fra flere sentralbanker. Federal Reserve, Den europeiske sentralbanken, Bank of England, Riksbanken, Bank of Canada og Swiss National Bank senker renten. Norges Bank fremskynder sin rentebeslutning.</p> <p>Den britiske regjeringen kommer med en redningspakke for bankene verdt minst 50 milliarder pund. I tillegg skyter staten inn 200 milliarder i kortsiktig kreditt til bankene.</p> <p>Kredittilsynet stanser short-salg av norske finansaksjer.</p> <p>Islandske myndigheter overtar kontrollen i Glitnir.</p>
9. oktober	<p>Kredittilsynet innfører midlertidig forbud mot shorting av aksjer på Oslo Børs.</p>

	Islandske myndigheter overtar Kaupthing.
12. oktober	Den norske regjeringen presenterer tiltakspakke for norske banker på 350 milliarder kroner. For å bedre likviditeten får bankene tilbud om å kjøpe statsobligasjoner i bytte mot obligasjoner i de sikreste boliglånene.  G-20 landene blir enige om å arbeide sammen mot en løsning på finanskrisen.
13. oktober	Den britiske regjeringen kjøper seg inn i Royal Bank of Scotland, HBOS og Lloyds for å hindre en storkollaps i Storbritannia. Oppkjøpet har en verdi på om lag 390 milliarder kroner.  I en koordinert aksjon fra den amerikanske, engelske, japanske, sveitsiske og europeiske sentralbanken åpner bankene for en ny massiv tilførsel av likviditet. Ifølge en pressemelding fra Federal Reserve stiller den amerikanske sentralbanken opp med så mye midler som er nødvendig, og utvider de eksisterende kredittlinjene tilsvarende, uten en øvre grense.
14. oktober	Amerikanske myndigheter varslers at de vil gå inn på eiersiden i ni av de største bankene - Citigroup, Goldman Sachs, Wells Fargo, JPMorgan Chase, Bank of America, Merrill Lynch, Morgan Stanley, State Street og Bank of New York Mellon.
15. oktober	Norges Bank kutter styringsrenten med 0,50 prosentpoeng, til 5,25 prosent. Det er første gang siden 11. mars 2004 at styringsrenten kuttes.
16. oktober	DnB Nor solgte, i netto, obligasjoner for til sammen 2,3 milliarder norske kroner til andre banker torsdag og fredag den foregående uken. Kredittilsynet vil se nærmere på dette. DnB Nor kan ha vært bedre informert om den kommende redningspakken fra Regjeringen enn sine bankkonkurrenter.  Investeringsbanken Merrill Lynch hadde et tap på 5,2 milliarder dollar i tredje kvartal 2008, etter 9,5 milliarder dollar i nedskrivninger. Citigroup fikk et tap på 2,8 milliarder for samme periode.
17. oktober	Ukraina må ta opp et kriselån fra det internasjonale pengefondet. Det er første gang i løpet av kredittkrisen at IMF har måttet tre inn for å redde et land. Ungarn låner 5 milliarder euro fra den europeiske sentralbanken
19. oktober	Sør-Koreas myndigheter garanterer for bankenes eksterne utenlandsgjeld og pumper store mengder frisk kapital inn i systemet.
20. oktober	USAs sentralbanksjef Ben Bernanke mener at en redningspakke nummer to kan være aktuelt.  Den svenske regjering lanserer en redningspakke til kriserammende svenske banker, på 1.500 milliarder svenske kroner.
21. oktober	Arne Skauge i FNH mener at Norge og EU må få en felles finansregulering.  Den amerikanske sentralbanken varslers at den vil hjelpe til med å finansiere kjøp av pengemarkedsfond med opp til 600 milliarder dollar.
23. oktober	Kredittvurderingsbyråene får skylden for finanskrisen. Under en høring i den amerikanske



	kongressen kommer det frem uheldige e-poster fra ansatte i kredittvurderingsbyråene.
24. oktober	Island blir enig med IMF om en støtteordning som skal hjelpe landet ut av den økonomiske krisen. Island får et toårig lån på 2 milliarder dollar. Det er det første IMF-lån til et land i Vest-Europa siden 1976.
29. oktober	Norges Bank kutter renten fra 5,25 til 4,75 prosent.
30. oktober	USAs sentralbank kutter renten fra 1,5 til 1,0 prosent.
6. november	IMF låner 16,4 milliarder dollar til Ukraina. Den britiske sentralbanken kutter uventet styringsrenten med 1,5 prosentpoeng, fra 4,5 prosent til 3,0 prosent. Den europeiske sentralbanken reduserer sin styringsrente fra 3,75 prosent til 3,25 prosent.
9. november	Kina varsler en stimuleringspakke for økonomien på 586 milliarder dollar.
12. november	USAs finansminister Henry Paulson varsler at myndighetene går bort fra planene om å bruke deler av redningspakken på 700 milliarder dollar på å kjøpe dårlige lån, og at de i stedet vil konsentrere seg om å sikre likviditet og aktivitet i kredittmarkedet for husholdninger.
<b>REALØKONOMISK KRISE</b>	
14. november	Eurosonen går offisielt inn i resesjon. De siste beregningene viser at økonomien i området svekket seg med 0,2 prosent i tredje kvartal 2008 Lederne i G20-landene samles i Washington for å diskutere hvordan finanskrisen kan begrenses. De blir enige om nasjonale målsetninger.
17. november	To separate studier anslår at USA er i resesjon, med svekkelse av økonomien med 0,3 prosent i tredje kvartal 2008.
23. november	USAs myndigheter varsler en redningsplan for Citigroup på 20 milliarder dollar.
24. november	Britiske myndigheter varsler et midlertidig kutt i momssatsen, fra 17,5 til 15 prosent.
25. november	Amerikanske myndigheter varsler nye 800 milliarder dollar for å stimulere økonomien. Rundt 600 milliarder dollar skal brukes på å kjøpe opp boliglånsbaserte verdipapirer (mortgage backed securities) og rundt 200 milliarder vil brukes på å "tine opp" kredittmarkedet for forbrukerne. IMF godkjenner et lån til Pakistan på 7,6 milliarder dollar.
26. november	EU-landene blir enige om tiltakspakker på til sammen 200 milliarder euro for å stimulere økonomien.
1. desember	Resesjonen i USA blir bekreftet av National Bureau of Economic Research. De anslår at nedgangen i økonomien begynte i desember 2007.
4. desember	Den svenske sentralbanken overrasker markedet med et rentekutt på 1,75 prosent, til 2,0 prosent. Den europeiske sentralbanken reduserer renten fra 3,25 til 2,5 prosent og den britiske sentralbanken kutter renten fra 3,0 til 2,0 prosent. Frankrikes president Nicolas Sarkozy offentliggjør en økonomisk stimulanspakke på 26

	milliarder euro, med fokus på offentlige investeringer og bilbransjen.
8. desember	IMF gir Latvia lån.
9. desember	I følge en oversikt fra Bloomberg har verdens finansselskaper til sammen hatt tap og nedskrivninger på 980 milliarder dollar, og mer enn 201.000 arbeidsplasser har blitt kuttet i finansnæringen.
16. desember	USAs sentralbank kutter renten ned mot 0 prosent, og varsler store kjøp av kreditt
17. desember	Norges Bank reduserer styringsrenten med 1,75 prosentpoeng til 3,0 prosent.
19. desember	Den japanske renten kuttes til 0,1 prosent. Sentralbanken kjøper gjeldspapirer fra bedriftsmarkedet for å sikre finansiering og likviditet.  Japanske myndigheter godkjenner en økonomisk stimuleringspakke på 489 milliarder dollar. Opp mot 223 milliarder dollar vil bli brukt på å kjøpe bankaksjer
<b><u>2009</u></b>	
4. januar	Storbritannias statsminister Gordon Brown varsler offentlige investeringer som han mener vil skape 100.000 nye arbeidsplasser.
5. januar	Barack Obama, den kommende amerikanske presidenten, ønsker en økonomisk stimuleringspakke i størrelsesordenen 775 milliarder dollar, hvorav om lag 300 milliarder dollar skal gis i form av skatteletter, i følge Wall Street journal.
19. januar	En ny britisk redningspakke for bankene lanseres. Bankene skal kunne tegne forsikring mot tap og det offentlige skal garantere for gjelden. Den statlige eierandelen i Royal Bank of Scotland økes, anslagsvis til 68 %. Royal Bank of Scotland tapte over 20 milliarder pund, over 200 milliarder kroner, i 2008.
26. januar	Den norske regjeringen lanserer en krisepakke på 20 milliarder kroner for å styrke sysselsettingen.  Freddie Mac og Fannie Mae trenger nødlån på henholdsvis 35 og 16 milliarder dollar for å dekke tap på boliglån. Det amerikanske finansdepartementet anslo høsten 2008 at Freddie Mac og Fannie Mae hver ville trenge en tilførsel av 100 milliarder dollar, som ble satt av. Dette er den første offentlige støtten Fannie Mae mottar, mens Freddie Mac mottok 13, 8 milliarder dollar allerede i november 2008. Fannie Mae og Freddie Mac eier eller stiller garantier for 5.200 milliarder dollar i boliglån, ut av et samlet marked på 12.000 milliarder.
28. januar	IMF anslår at de samlede tap og nedskrivninger til banker verden over kan komme opp i 2.200 milliarder dollar. Det er en økning på 800 milliarder fra anslaget utarbeidet i oktober 2008. Så langt har bankene foretatt nedskrivninger på rundt 1.100 milliarder dollar, om lag halvparten av hva IMF nå anslår de potensielle tapene kan komme opp i.
4. februar	Norges Bank reduserer styringsrenten fra 3,0 til 2,5 prosent
9. februar	Den norske regjering varsler ny pakke for bankene. Målet skal være å styrke bankenes utlånsevne.
17. februar	President Barack Obama signerer sin første stimuleringspakke på 787 milliarder dollar.

18. februar	<p>Obama varsler en ny tiltakspakke på 275 milliarder US-dollar for å støtte opp under boligmarkedet. Pengene skal brukes på å refinansiere boliglån, og til å gi lavere utgifter til renter og avdrag på eksisterende lån. 75 milliarder dollar går til å støtte mellom 7 og 9 millioner familier som har vanskeligheter med å betjene boliglån. 100 milliarder dollar går til både Fannie Mae og Freddie Mac for å styrke lånemarkedet.</p> <p>Enkelte norske sparebanker begynner å melde om økte tap. Sparebanken Øst melder om nedskrivninger på om lag 700 millioner kroner og tap på 509 millioner før skatt i fjerde kvartal 2008.</p>
26. februar	<p>General Motor rapporterer et tap på 30,9 milliarder dollar for 2008, det nest største årlige tapet de har hatt noensinne. Siden slutten av 2004 er de samlede tapene 82 milliarder dollar. GM har bedt om 16,6 milliarder dollar i ytterligere støtte fra myndighetene, ut over de 13,4 milliarder de allerede har mottatt.</p>
9. mars	<p>En rapport utarbeidet av Asia Development Bank anslår at de globale tapene for finansaktiva i 2008, herunder aksjer, obligasjoner og valuta, til sammen utgjør 50 000 milliarder dollar. Det tilsvarer et års verdiskaping for hele verden. Verdens aksjemarkeder ble redusert med 28,7 milliarder dollar i 2008, og ytterligere 6,6 milliarder dollar så langt i 2009. ADB venter at verdens verdiskaping samlet sett vil gå ned i 2009, for første gang siden 2. verdenskrig .</p>
11. mars	<p>Underskuddet på USAs statsbudsjett var på 192 milliarder dollar i februar, Målt i årlig rate, og sesongjustert, var underskuddet på 1.300 mrd dollar. Obama-administrasjonen venter at underskuddet vil vokse til 1700 milliarder.</p>
12. mars	<p>Japans økonomi svekket seg med 12,1 prosent i siste kvartal av 2008, målt i årlig BNP, Det er den største kvartalsvise reduksjonen siden 1974.</p> <p>Fannie Mae hadde et nettotap på 50,1 milliarder dollar i 2008, 16 ganger mer enn i 2007.</p>
25. mars	<p>Norges Bank reduserer styringsrenten fra 2,5 til 2,0 prosent</p>
2. april	<p>Lederne i G20 landene holdt møte i London. Det ble enighet om å øke IMF's kapitalbase med 500 milliarder dollar, 250 milliarder dollar i Special Drawing Rights tilgjengelig til alle IMF's medlemsland, en handels finanspakke verdt 250 milliarder dollar over to år og minst 100 milliarder dollar i økte utlån fra multilaterale utviklings banker. Det er enighet om prinsipper bak reform av det globale økonomiske system, herunder regulering av aktører i skyggebanksektoren, nye internasjonale regnskapsstandarder, regulering av kredittvurderingsbyråer og tiltak for å begrense skatteparadis.</p>
21. april	<p>IMF øker anslaget på tap fra finanskrisen. De anslår at finansinstitusjoner vil få totale tap på 4.100 milliarder dollar, hvorav 2/3 vil ramme bankene og resten andre aktører som forsikringsselskaper, pensjonsfond, hedge fund og andre. 2.700 milliarder dollar i tap vil komme i USA, hvorav om lag halvparten allerede er tatt.</p>

Kilder: bl.a. IMF's Global Financial Stability report; World Bank Global Economic Prospects 2009 report, Business and public policy at Brookings, Fixing finance series, paper 3, november 2008;

<http://www.na24.no/nyheter/article2259139.ece> og diverse nettmedier som [www.bbc.co.uk](http://www.bbc.co.uk), [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), [www.reuters.com](http://www.reuters.com), [www.ft.com](http://www.ft.com) og [www.nrk.no](http://www.nrk.no)

## **Appendiks B: Ordliste med forklaring av utvalgte sentrale begrep**

**AAA-kredittvurdering:** Den sikreste kredittvurderingen som gis til verdipapirer og gjeld.

**ABCP** (Asset Backed Commercial Paper): Sertifikater, typisk med løpetid på 90 til 180 dager, ofte utstedt av spesialforetak med pant i kontantstrømmen fra verdipapirene disse foretakene investerer i.

**ABS** (Asset Backed Securities): Dette er en samlebetegnelse på gjeldsinstrumenter basert på porteføljer av underliggende formuesobjekter, eller som har pant i kontantstrømmen fra en slik portefølje. De underliggende formuesobjektene er ofte lite likvide, for eksempel lån eller eiendom.

**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.

**Alt-A-lån:** En type lån som gis til låntakere med noe bedre kredittverdighet enn subprimesegmentet, men dårligere enn prime-segmentet.

**ARM-lån:** En form for Alt-A-lån. ARM-lån er lån som er "rentefritt" de første fem årene. De første årene betaler låntaker bare avdragene på lånet, men ikke rentene. Rentene legges på lånet. Når rentene skal begynne å bli betalt stiger terminbeløpet ofte med rundt 70 prosent.

**CDO** (Collateralised Debt Obligation): Et gjeldsinstrument med sikkerhet i en underliggende portefølje av en eller flere typer verdipapirer, lån eller andre aktiva. Som ved verdipapirisering er det vanligvis et spesialforetak som finansierer kjøp av den underliggende porteføljen og utsteder gjeldspapirer med pant i denne. CDO-er skiller seg fra tradisjonell verdipapirisering og andre pantesikrede verdipapirer ved at CDO-er ofte er knyttet til porteføljer bestående av heterogene og mindre standardiserte verdipapirer. De skiller seg også ut ved at gjeldspapirene som spesialforetaket utsteder er inndelt i transjer (investeringsgrupper) med ulike risiko- og avkastningsforventninger. Dette er fordi transjene gir forskjellig prioritet til kontantstrømmen fra den underliggende porteføljen, hvor den sikreste transjen får betalt først.

**CDS** (Credit Default Swaps): Et kredittderivat (fungerer som en forsikringsavtale) der selger 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.

**Derivat:** Et finansielt produkt som baserer sin verdi på utviklingen til et annet finansprodukt (på engelsk "derived from"). Et derivat er et verktøy. Det kan brukes til å dekke risiko man er utsatt for, men kan også benyttes for å ta risiko.

**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 sammensatt av mange pantelån for bolig.

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

**Obligasjon**: En obligasjon er et gjeldsverdipapir med et løfte fra en institusjon om å betale tilbake et gitt beløp på en gitt dato. Normalt har det vært stater, kraftselskaper og store industrikonserner som har benyttet seg av denne lånemethoden. De siste årene har også mindre norske oppstartsselskaper med store planer benyttet denne metoden. Obligasjoner kan fritt omsettes i annenhåndsmarkedet.

**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.

**REALRENTE**: Effektiv rentekostnad. Beregnes ved å trekke inflasjonen fra den nominelle renten.

**SIV** (Structured Investment Vehicle): Fond som investerer i finansinstrumenter med lang løpetid og finansieres ved å utstede verdipapire med korte løpetider, for eksempel ABCP. Fondene investerer ofte i ABS-er og CDO-er, og har ofte forpliktete kredittlinjer til bankene de kjøper disse verdipapirene av. Fondene er som regel lite transparente og de er konstruert til å vare til evig tid.

**SPV** (Special Purpose Vehicle): Spesialforetak som kjøper porteføljer av lån fra banker og verdipapiriserer dem, eller kjøper ferdig lagde verdipapir. Spesialforetak har dette som eneste virksomhet og formål

**SUBPRIME**: Lån gitt til personer med dårlig eller manglende kredithistorie og betalingssevne, som ikke kvalifiserer til ordinære boliglån. Lånet gis mot en høyere rente, men det har vært vanlig at innledningsvis hadde en lav rente, som ble økt etter en tid (typisk et til to år)

**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.

## Appendiks C: Viktige lovvedtak vedrørende banksektoren i USA

### Lovendringer fra borgerkrigen til den store depresjonen

**National Bank Act (1864):** etablerte et nasjonalt banksystem og lisensiering av "nasjonale banker".

**Federal Reserve Act (1913):** etablerte Federal Reserve-systemet som USAs sentralbanksystem.

**McFadden Act (1927):** forbød banker å operere på tvers av delstatsgrensene.

### Lovendringer under den store depresjonen

**Banking Act, Glass-Steagall (1933):** etablerte Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) som et bankinnskuddsgarantifond og separerte forretningsbankvirksomhet fra investeringsbankvirksomhet. Loven innførte også en maksimumsrente på bankinnskudd ("Regulation Q).

**Banking Act (1935):** gjorde FDIC til et permanent myndighetsorgan.

### Lovendringer i etterkrigsårene

**Federal Deposit Insurance Act (1950):** reviderte tidligere lovgivning vedrørende bankforsikringsorganet FDIC.

**Bank Holding Company Act (1956):** påbød innhenting av godkjenning fra sentralbankstyret (Federal Reserve Board) før man opprettet holdingsselskaper for bankvirksomhet. Loven forbød også slike holdingsselskaper å kjøpe opp banker på tvers av delstatsgrensene.

### Lovendringer under Carter-administrasjonen (1977-1981)

**International Banking Act (1978):** underla utenlandske banker samme føderale reguleringer som amerikanske banker. Loven krevde også at utenlandske innskuddsbanker skulle ha innskuddsforsikring.

**Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control Act, FIRIRCA (1978):** opprettet Federal Financial Institutions Examination Council.

**Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, DIDMCA (1980):** iverksatte utfasingen av rentetak på bankinnskudd ("Regulation Q") og opprettet Depository Institutions

Deregulation Committee. Loven ga også nye rettigheter til sparebankene og hevet innskuddsforsikringssummen til 100.000 dollar.

### **Lovendringer under Reagan-administrasjonen (1981-1989)**

**Depository Institutions Act, Garn-St. Germain (1982):** ga FDIC utvidet myndighet til å hjelpe kriserammede banker og ga ytterligere rettigheter til sparebankene.

**Competitive Equality Banking Act, CEBA (1987):** rekapitaliserte bankforsikringsfondet for sparebankene, Federal Savings & Loan Insurance Company (FSLIC).

### **Lovendringer under Bush sr.-administrasjonen (1989-1993)**

**Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act, FIRREA (1989):** vedtatt for å gjenoppbygge tilliten til sparebankene. Loven avviklet FSLIC slik at sparebankenes innskudd fra nå av var forsikret gjennom samme bankforsikringsfond som forretningsbankene, FDIC. Federal Home Loan Bank Board ble avviklet og erstattet av Federal Housing Finance Board (FHFB) og tilsynsorganet Office of Thrift Supervision (OTS).

**Comprehensive Thrift and Bank Fraud Prosecution and Taxpayer Recovery Act (1990):** vedtatt som del av den mer omfattende Crime Control Act. Loven ga de føderale reguleringsinstansene utvidet myndighet til å bekjempe finansiell kriminalitet, som bedrageri. Loven forbød underkapitaliserte banker å gi gyldne fallskjermer. Loven økte også strafferammene med lenger fengselsstraff for økonomisk kriminalitet tilknyttet bankvirksomhet. Loven ga også FDIC utvidet myndighet til å gripe inn i finansinstitusjoner som bedrev en usunn praksis og ga reguleringsmyndighetene ny myndighet til å hente tilbake verdier som på ulovlig vis hadde blitt tappet fra finansinstitusjoner.

**Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, FDICIA (1991):** utvidet kraftig reguleringsmyndigheten til FDIC og oppkapitaliserte bankforsikringsfondet. Loven opprettet nye kapitaldekningskrav og nye standarder for tilsyn med banknæringen.

### **Lovendringer under Clinton-administrasjonen (1993-2001)**

**RTC Completion Act (1993):** skulle avvikle Resolution Trust Corporation som ble opprettet for å avvikle de sparebanker som gikk over ende under sparebankkrisen på 80-tallet og selge verdiene de satt på. Fra 1989 til 1995 avviklet RTC 747 sparebanker og solgte unna aktiva til en verdi av rundt 455 milliarder dollar.

**Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act (1994):** opprettet et nytt statlig eid selskap, Community Development Financial Institutions Fund, som skulle gi finansiell og teknisk assistance til CDFIer. Loven reduserte kapitaldekningskrav og andre reguleringer for å stimulere

sekundærmarkedet for lån til småbedrifter. Den tok også sikte på å redusere "red tape" i banknæringen.

**Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994):** fjernet begrensningene på ekspansjon på tvers av delstatsgrensene. Men bankene må innfri CRA-krav før slike utvidelser godkjennes.

**Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act (1996):** reduserte visse krav til papirarbeid i tilknytning til kredittgivning slik at det skulle bli lettere og rimeligere å få kreditt, spesielt boliglån.

**Gramm-Leach-Bliley Act (1999):** opphevet de siste restene av Glass-Steagall-loven fra 1933. Den nye loven gjorde det mulig for finansinstitusjoner å bedrive både forretningsbank- investeringsbank- og forsikringsvirksomhet. Loven endret samtidig Community Reinvestment Act slik at finansielle holdingsselskaper kun får tillatelse til å bli opprettet hvis de underselskaper som er forsikret gjennom FDIC oppfyller kravene om å gi CRA-lån og dermed får en godkjent CRA-rating.

#### **Lovendringer under Bush-administrasjonen (2001-2009):**

**International Money Laundering Abatement and Financial Anti-Terrorism Act (2001):** påla finansinstitusjonene å innføre programmer for å bekjempe hvitvasking av penger. Loven skulle også forhindre terrorister fra å bruke det amerikanske finanssystemet til å overføre penger til kriminelle aktiviteter.

**Sarbanes-Oxley Act (2002):** opprettet tilsynsorganet Public Company Oversight Board for å regulere regnskapsfirmaer som gjorde regnskap og revisjon for børsnoterte selskaper. Loven gir verdipapirtilsynet Securities and Exchange Commission myndighet til å utstede bokføringsregler. Loven påla også SEC og andre reguleringsorganer å gjennomføre undersøkelser av de forhold som ledet til regnskapsskandalene som i sin tur ledet til at denne loven ble vedtatt.

**Fair and Accurate Credit Transactions Act, FACT (2003):** utvidet Fair Credit Reporting Act for å øke innsyn og kvaliteten til det nasjonale kredittrapportsystemet.

Kilde: "Important Banking Legislation", Federal Deposit Insurance Corporation, <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html>



- <sup>1</sup> Statsminister Jens Stoltenberg, Stortingets finansdebatt 27. November 2008, [http://www.regjeringen.no/nb/dep/smk/Statsministerens-kontor/statsminister\\_jens\\_stoltenberg/Taler-og-artikler/2008/stortingets-finansdebatt.html?id=537684](http://www.regjeringen.no/nb/dep/smk/Statsministerens-kontor/statsminister_jens_stoltenberg/Taler-og-artikler/2008/stortingets-finansdebatt.html?id=537684)
- <sup>2</sup> [www.na24.no](http://www.na24.no), 29. desember 2008; <http://e24.no/makro-og-politikk/article2841980.ece>
- <sup>3</sup> [http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dep/Finansministeren/taler\\_artikler/2008/finanstalen.html?id=531232](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dep/Finansministeren/taler_artikler/2008/finanstalen.html?id=531232)
- <sup>4</sup> Klassekampen, 3. desember 2008
- <sup>5</sup> George Soros, Dagens Næringsliv 5. januar 2009
- <sup>6</sup> <http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article1623537.ece>;  
<http://www.alertnet.org/thenews/newsdesk/N02409951.htm>
- <sup>7</sup> Greenspan, Alan, "Testimony of Dr. Alan Greenspan", Committee of Government Oversight and Reform, 23. Oktober, 2008 <http://oversight.house.gov/documents/20081023100438.pdf>
- <sup>8</sup> Gokhale, Jagadeesh, "The Perfect Financial Storm", Cato.org, 26. september, 2008  
[http://www.cato.org/pub\\_display.php?pub\\_id=9668](http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=9668)
- <sup>9</sup> Dagens Næringsliv, 15. desember 2008
- <sup>10</sup> "25 People to Blame for the Financial Crisis", Time,  
[http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351\\_1877350\\_1877333,00.html](http://www.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1877351_1877350_1877333,00.html)
- <sup>11</sup> Bernanke, Ben, "Financial Reform to Address Systemic Risk", tale i Council of Foreign Relations, 10. mars, 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- <sup>12</sup> Bernanke, Ben, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", 10. mars, 2005,  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- <sup>13</sup> Financial Times journalisten Martin Wolf argumenterer i sin bok "Fixing Global Finance", 2008, at endringen i bank kreditter fra en netto innflyt til de fremvoksende økonomiene i Asia på 119 milliarder US dollar i 1996 til netto utflyt på 60 milliarder US dollar i 1998 var hovedfaktoren bak Asia-krisen. Det førte til underskudd på driftsbalansen, kraftig svekkelse av verdien til de asiatiske valutaene og redusert kreditttilgang. Resultatet var en kraftig resesjon.
- <sup>14</sup> Caprio og Klingebiel, "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", World Bank, 2003 og IMF Working Paper 08/224. Kinas fire største kommersielle banker med 68 % av banksystemets kapital ble i 1998 anslått å være insolvente
- <sup>15</sup> Martin Wolf, "Fixing Global Capitalism", 2008
- <sup>16</sup> Egen oversetting av "At the heart of the story of the imbalances is official actions to intervene in the foreign-currency market, to keep the currency down"
- <sup>17</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aVq1dGC2ozoY&refer=home>
- <sup>18</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, oktober 2008. Tallene som oppgis her er 3 280,224 milliarder dollar for Kina og 13 807,550 milliarder dollar for USA.
- <sup>19</sup> Bernanke, Ben, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", 10. mars, 2005,  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- <sup>20</sup> Bernanke, Ben, "Financial Reform to Address Systemic Risk", tale i Council of Foreign Relations, 10. mars, 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- <sup>21</sup> "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2009 to 2019", Congressional Budget Office 8. januar, 2009,, side11, [http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9958/01-08-Outlook\\_Testimony.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9958/01-08-Outlook_Testimony.pdf)
- <sup>22</sup> Renten på amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid gikk 6,58 prosent 3. januar 2000 til 3,13 prosent 13. juni 2003, for så å stige til 4,27 prosent 31. desember 2003. St. Louis Fed, Research, "10-Year Treasury Constant Maturity Rate", <http://research.stlouisfed.org/fred2/data/DGS10.txt>
- <sup>23</sup> Greenspan, Alan, "Testimony of Chairman Alan Greenspan", Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress, 16. Februar, 2005,  
<http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>
- <sup>24</sup> [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), 23. januar 2009;  
[http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a5EaHQZG\\_KJA&refer=home](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a5EaHQZG_KJA&refer=home)
- <sup>25</sup> Bloomberg.com, 28. januar 2009;  
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=arvqUF7PzQhk&refer=home>
- <sup>26</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a4wok76PhtdA>
- <sup>27</sup> <http://www.ft.com/cms/s/0/5203dc20-0e65-11de-b099-0000779fd2ac.html>
- <sup>28</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aO7r3V1MHMkQ&refer=home>

- <sup>29</sup> Bernanke, Ben, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", 10. mars, 2005, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- <sup>30</sup> Grytten, Ola H., "Boligkrisen – Norges plass i det globale boligkrakket", Civita-notat nr. 3, 2009
- <sup>31</sup> "Den lave renten har vært som å kjøre fort på glass is", e24.no, 14. januar, 2009; <http://e24.no/makro-og-politikk/article2867381.ece>
- <sup>32</sup> Dette er slik den europeiske sentralbanken (ECB) karakteriserer inflasjonsfenomenet, blant annet i en pedagogisk video beregnet på skoleelever. Se Cooper, George, *The Origin of Financial Crises*, 2008
- <sup>33</sup> Friedman, Milton og Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, National Bureau of Economic Research/Princeton University Press, 1963; For en omtale av boken, se: <http://eh.net/bookreviews/library/rockoff>
- <sup>34</sup> Bordo, Michael og Andrew Filardo, "Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it?", *Economic Policy*, oktober, 2005
- <sup>35</sup> Lowenstein, Roger, "The Education of Ben Bernanke", *New York Times*, 20. januar, 2008
- <sup>36</sup> Bernanke, Ben S., "Remarks by Governor Ben S. Bernanke – On Milton Friedman's Ninetieth Birthday", At the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, 8. November, 2002; <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/default.htm>
- <sup>37</sup> Bernanke, Ben, *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, 2000
- <sup>38</sup> Dette er hva den østerrikske pengeteoretikeren Ludwig von Mises hark alt "pengenes ikke-nøytralitet". I tillegg til at rente og svingninger i kredittmengden påvirker alle andre priser, virker dette i følge "østerrikerne" også inn på produksjonsstrukturen ved at monetær ekspansjon forårsaker over- og feilinvesteringer, noe som viser seg når ekspansjon avløses av krise og nedgang. Se Mises, Ludwig von, *A Theory of Money and Credit and Human Action*.
- <sup>39</sup> Taylor, J.B., "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 1993: 195-214
- <sup>40</sup> Phillips, A.W., "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957", *Economica* 25 (100):283-299, 1958; Friedman, M., "The role of monetary policy", *American Economic Review* 68 (1):1-17, 1968; Blachard, O., *Macroeconomics*, Second Edition, 2000
- <sup>41</sup> Dette er i henhold til den såkalte kvantitetsligningen som sto sentral hos monetarismens far Irving Fisher. Hos ham fikk ligningen utformingen  $MV=PT$  eller  $MV=PQ$ . Det vil si at pengemengden  $M$  ganger pengenes omløpshastighet  $V$  er lik prisnivået  $P$  ganger transaksjoner  $T$  eller mengde med varer og tjenester  $Q$ . I dag har kvantitetsligningen gjerne utformingen  $MV=Py$ . Mainstream makroøkonomi mener i dag at kvantitetsligningen gir en korrekt beskrivelse av økonomien på makronivå på lang sikt. Se for eksempel Mankiw, Gregory, *Principles of Economics*, 4th Edition, Thomson, 2007
- <sup>42</sup> Grytten, Ola H., "Boligkrisen – Norges plass i det globale boligkrakket", Civita-notat nr. 3, 2009
- <sup>43</sup> Pengemengden  $M_2$  består av sedler og mynt, ubundne bankinnskudd, banksertifikater og andeler i pengemarkedsfond som eies av husholdninger, ikke-finansielle foretak, kommuneforvaltningen og andre finansielle foretak enn statlige låneinstitutter, banker og pengemarkedsfond
- <sup>44</sup> Taylor, J.B., "Housing and Monetary Policy", 2007
- <sup>45</sup> Taylor, John B., "How Government Created the Financial Crisis", *Wall Street Journal*, 9. februar, 2008; <http://online.wsj.com/article/SB123414310280561945.html>
- <sup>46</sup> Greenspan, Alan, *The Age of Turbulence, - Adventures in a New World*, Penguin Books, 2008, side 229
- <sup>47</sup> "Fed Keeps Rates on A Level, Low Course – Recovery Signs Don't Sway Policymakers", *Washington Post*, 13. august, 2003; <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A49517-2003Aug12.html>
- <sup>48</sup> "Fed Keeps Rates on A Level, Low Course – Recovery Signs Don't Sway Policymakers", *Washington Post*, 13. august, 2003
- <sup>49</sup> Bordo, Michael og Andrew Filardo, "Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it?", *Economic Policy*, oktober, 2005
- <sup>50</sup> <http://www.minerva.as/?vis=artikkel&fid=3020&id=0912200814434728759&magasin=ja>
- <sup>51</sup> Sachs, Jeffrey, *The Guardian*, 21. mars, 2008; <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/mar/21/therootsofcrisis>
- <sup>52</sup> [www.paecon.net/PAEReview/issue46/Baker46.pdf](http://www.paecon.net/PAEReview/issue46/Baker46.pdf)
- <sup>53</sup> Taylor, John B., "How Government Created the Financial Crisis", *Wall Street Journal*, 9. februar, 2008; <http://online.wsj.com/article/SB123414310280561945.html>, <http://www.hoover.org/pubaffairs/dailyreport/archive/39306592.html>
- <sup>54</sup> <http://www.tnr.com/politics/story.html?id=c34faf05-526b-4aa9-ad03-011486ffcf4>
- <sup>55</sup> "Danger Time for America", *the Economist*, 12. januar, 2006
- <sup>56</sup> "Systemic Banking Crises: A New Database" IMF Working Paper nr 224, 2008

- <sup>57</sup> Norges Bank, Finansiell stabilitet, nr. 2 2008; [http://www.norges-bank.no/Upload/73147/FS\\_2\\_2008.pdf](http://www.norges-bank.no/Upload/73147/FS_2_2008.pdf)
- <sup>58</sup> DN, 7. januar 2008
- <sup>59</sup> "Den lave renten har vært som å kjøre fort på glass is", e24.no, 14. januar, 2009; <http://e24.no/makro-og-politikk/article2867381.ece>
- <sup>60</sup> Grytten, Ola H., "Boligkrisen – Norges plass i det globale boligkrakket", Civita-notat nr. 3, 2009
- <sup>61</sup> DN, 20 februar 2009
- <sup>62</sup> [https://www.dnbnor.no/markets/nyheter/090107\\_e24\\_efx.html](https://www.dnbnor.no/markets/nyheter/090107_e24_efx.html)
- <sup>63</sup> Dagens Næringsliv, 21. januar 2009
- <sup>64</sup> Aamo, Bjørn Skogstad, "Finanskrisen – vil reguleringer bestå prøven", foredrag for samfunnsøkonomenes Valutaseminar, 4. februar 2009
- <sup>65</sup> <http://www.dn.no/privatokonomi/article1619689.ece>
- <sup>66</sup> Tranøy, Bent Sofus, "Den finansialiserte kapitalismens åtte perversjoner", 2009
- <sup>67</sup> Cooper, George, *The Origin of Financial Crises – Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Vintage Books, 2008
- <sup>68</sup> "Danger Time for America", *the Economist*, 12. januar, 2006
- <sup>69</sup> Alan Greenspan, tale ved the Economic Club of New York City, 19. desember 2002
- <sup>70</sup> "'Greenspan put' may be encouraging complacency", *Financial Times*, 8. desember, 2000
- <sup>71</sup> Ben Bernanke, the New York Chapter of the National Association for Business Economics, 15. oktober 2002
- <sup>72</sup> Uttalt til sveitsiske bankmannen Felix Somary i 1926. Skousen, Mark, *The Making of Modern Economics*, M.E. Sharpe, 2001, side 327
- <sup>73</sup> Eichengreen, B. og Michener, K., "The Great Depression as a credit boom gone wrong", BIS Working Papers No. 137 (September), 2003:1,8
- <sup>74</sup> For perioden etter 2006 har Norges Bank ikke oppgitt anslag på Taylor-renten.
- <sup>75</sup> "Den lave renten har vært som å kjøre fort på glass is", e24.no, 14. januar, 2009; <http://e24.no/makro-og-politikk/article2867381.ece>
- <sup>76</sup> <http://www.ft.com/cms/s/0/8fbea05c-fc33-11dd-aed8-000077b07658.html>
- <sup>77</sup> Grytten, Ola H., "Boligkrisen – Norges plass i det globale boligkrakket", Civita-notat nr. 3, 2009
- <sup>78</sup> <http://www.na24.no/article2359056.ece>
- <sup>79</sup> Aamo, Bjørn Skogstad, "Finanskrisen – vil reguleringer bestå prøven", foredrag for samfunnsøkonomenes Valutaseminar, 4. februar 2009
- <sup>80</sup> "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008; <http://www.klassekampen.no/artikler/nyheter/55185/article/item/null>
- <sup>81</sup> "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008; <http://www.klassekampen.no/artikler/nyheter/55185/article/item/null>
- <sup>82</sup> <http://arkiv.na24.no/Nyhet/329076/ikke+nok+penger+til+alle.html>
- <sup>83</sup> Aamo, Bjørn Skogstad, "Finanskrisen – vil reguleringer bestå prøven", foredrag for samfunnsøkonomenes Valutaseminar, 4. februar 2009
- <sup>84</sup> "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008; <http://www.klassekampen.no/artikler/nyheter/55185/article/item/null>
- <sup>85</sup> Uttalelse fra Jan Qvigstad under Samfunnsøkonomenes Valutaseminar, februar 2009.
- <sup>86</sup> Grytten, Ola H., "Boligkrisen – Norges plass i det globale boligkrakket", Civita-notat nr. 3, 2009
- <sup>87</sup> Aamo, Bjørn Skogstad, "Finanskrisen – vil reguleringer bestå prøven", foredrag for samfunnsøkonomenes Valutaseminar, 4. februar 2009
- <sup>88</sup> <http://www.dn.no/privatokonomi/article1619689.ece>
- <sup>89</sup> "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008; <http://www.klassekampen.no/artikler/nyheter/55185/article/item/null>
- <sup>90</sup> "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008; <http://www.klassekampen.no/artikler/nyheter/55185/article/item/null>
- <sup>91</sup> Bean, Charles, "The Economic Outlook", 16. februar, 2009, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech375.pdf>
- <sup>92</sup> Kohn, Donald L., "Productivity and Innovation in Financial Services", 12. november, 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081112a.htm>
- <sup>93</sup> Tranøy, Bent Sofus, "Den finansialiserte kapitalismens åtte perversjoner", 2009
- <sup>94</sup> Pengemultiplikatoren bestemmes av de reservekrav som settes av myndighetene. Multiplikatoren er 1 delt på reservekravet R. Med andre ord, hvis reservekravet er 10 prosent blir multiplikatoren 1 delt på 0,1 = 10. Sentralbankens tilførsel av nye penger til de private bankene blir dermed 10 ganger så stor gjennom bankenes kredittskapning. Se for eksempel Mankiw, N. Gregory, *Principles of Economics*, fourth ed., Thomson, 2007

- <sup>95</sup> Grytten, Ola H., "Boligkrisen – Norges plass i det globale boligkrakket", Civita-notat nr. 3, 2009
- <sup>96</sup> <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2005/el2005-27.html>
- <sup>97</sup> Finansavisen 25. februar 2009
- <sup>98</sup> <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/>
- <sup>99</sup> Visesentralbanksjef Jarle Berge sitert i "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008
- <sup>100</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081119a.htm>
- <sup>101</sup> Cooper, George, *The Origin of Financial Crises – Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Vintage Books, 2008
- <sup>102</sup> "Blåste opp markedet", *Klassekampen*, 30. oktober, 2008;  
<http://www.klassekampen.no/artikler/nyheter/55185/article/item/null>
- <sup>103</sup> Cooper, *The Origin of Financial Crises*, 2008
- <sup>104</sup> [http://www.nytimes.com/2005/08/29/opinion/29krugman.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2005/08/29/opinion/29krugman.html?_r=1)
- <sup>105</sup> Uttalelse under foredrag på samfunnsøkonomenes valutaseminar, 4. februar 2009
- <sup>106</sup> Zandi, Mark, *Financial Shock*, FT Press, 2008, side 63
- <sup>107</sup> Zandi, 2008, side 64
- <sup>108</sup> Ferguson, Niall, *The Ascent of Money*, Penguin Press, 2008
- <sup>109</sup> <http://www.ssb.no/emner/02/01/fobbolig/tab-2002-09-23-11.html>
- <sup>110</sup> Ferguson, 2008, side 241 oppgir to av fem husholdninger i egen bolig; Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007 oppgir 37 prosent av "nonfarm households" i 1890 og 46 prosent i 1930. Tallene for 1965 til 2005 er hentet fra U.S. Census Bureau, "Homeownership".
- <sup>111</sup> Ferguson, 2008, side 241
- <sup>112</sup> Galbraith, James, *The Predator State – How Conservatives Abandoned the Free Market and Why Liberals Should Too*, Free Press, 2008, side 110
- <sup>113</sup> For eksempel skriver U.S. Census Bureau at "å eie sitt eget hjem har lenge blir 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>114</sup> Francis Sejersted trekker interessant nok en parallell til Norges økonomiske og politiske utvikling og påpeker at Norge kan karakteriseres som et "Jeffersonian democracy" på 1800-tallet, "det vil si et egalitært demokrati for de små eiendomsbesittere, bønder og småborgere. Den rettslige likebehandling og beskyttelse av eiendom var viktig, og det var et samfunn som ga muligheter for de smange små entreprenører. Vo kommer altså nær til det som hos Bellah er beskrevet som Amerikas selvbilde. Sejersted, Francis, "Den norske Sonderweg" i *Demokratisk kapitalisme*, Pax, 2002, side 348-349
- <sup>115</sup> "End of the 'Ownership' Society, *Newsweek*, 11. Oktober, 2008; <http://www.newsweek.com/id/163451>;
- Ferguson, Niall, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, Penguin Press, side 252
- <sup>116</sup> Bush, George, 17. juni, 2004; [http://en.wikipedia.org/wiki/Ownership\\_society](http://en.wikipedia.org/wiki/Ownership_society)
- <sup>117</sup> Ferguson, Niall, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, Penguin Press, side 267
- <sup>118</sup> "American Dream Downpayment Initiative", U.S. Department of Housing and Urban Development; <http://www.hud.gov/offices/cpd/affordablehousing/programs/home/addi/>
- <sup>119</sup> "President Calls for Expanding Opportunities to Home Ownership", Remarks by the President on Homeownership, White House, 17. juni, 2002
- <sup>120</sup> "Andrew Cuomo and Fannie and Freddie – How the Youngest Housing and Urban Development secretary in history gave birth to the mortgage crisis", *Village Voice*, 5. August, 2008, <http://www.villagevoice.com/2008-08-05/news/how-andrew-cuomo-gave-birth-to-the-crisis-at-fannie-mae-and-freddie-mac/>
- <sup>121</sup> Lowenstein, Roger, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?", *New York Times*, 5. mars, 2006
- <sup>122</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>123</sup> Lowenstein, Roger, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?", *New York Times*, 5. mars, 2006
- <sup>124</sup> Ferguson, 2008, side 252; Lowenstein, Roger, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?", 2006
- <sup>125</sup> Norberg, Johan, *En perfekt storm*, hittil upublisert manus, 2009
- <sup>126</sup> Lowenstein, Roger, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?", 2006
- <sup>127</sup> "Tax Break May Have Helped Cause Housing Bubble", *New York Times*, 18. desember, 2008
- <sup>128</sup> "Tax Break May Have Helped Cause Housing Bubble", *New York Times*, 18. desember, 2008
- <sup>129</sup> "Tax Break May Have Helped Cause Housing Bubble", *New York Times*, 18. desember, 2008; Smith, Vernon L., "The Clinton Housing Bubble", *Wall Street Journal*, 18. desember, 2007
- <sup>130</sup> "Tax Break May Have Helped Cause Housing Bubble", *New York Times*, 18. desember, 2008
- <sup>131</sup> "Tax Break May Have Helped Cause Housing Bubble", *New York Times*, 18. desember, 2008
- <sup>132</sup> Ferguson, Niall, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, Penguin Press, side 246

- <sup>133</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", tale i Federal Reserve Bank of Kansas, Jackson Hole, Wyoming, 31. august, 2007
- <sup>134</sup> Ferguson, Niall, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, Penguin Press, 2008, side241; Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>135</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007; Ferguson, 2008, side 242
- <sup>136</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>137</sup> Smiley, Gene, *Rethinking the Great Depression*, Ivan R. Dee, 2002
- <sup>138</sup> Powell, Jim, *FDR's Folly – How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*, side 31, Crown Forum, 2003; Higgs, Robert, "Regime Uncertainty – Why the Great Depression Lasted So Long and Why Prosperity Resumed after the War", *The Independent Review*, Volume 1, Number 4, 1997; <http://www.independent.org/publications/tir/article.asp?a=430>
- <sup>139</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>140</sup> Ferguson, 2008, side 249; Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007; Gustavson, Marius, "Sosialisme på sparebluss – USAs feilslåtte boligpolitikk", *Civita-notat nr. 13*, 2008; [http://www.civita.no/images/stories/PDFer/civita-notat\\_13\\_2008.pdf](http://www.civita.no/images/stories/PDFer/civita-notat_13_2008.pdf)
- <sup>141</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>142</sup> Ferguson, 2008, side250
- <sup>143</sup> For en oversikt over "Fair Lending Laws", se f.eks. "Closing the Gap – A Guide To Equal Opportunity Lending", Federal Reserve Bank of Boston, side 26-27; <http://www.bos.frb.org/commdev/commaff/closingt.pdf>
- <sup>144</sup> Braunstein, Sandra F., "The Community Reinvestment Act", Before the Committee on Financial services, U.S. Houe of Representatives, 13. februar, 2008
- <sup>145</sup> "Closing the Gap" side 27
- <sup>146</sup> Braunstein, Sandra F., "The Community Reinvestment Act", 13. februar, 2008
- <sup>147</sup> "1991 HMDA Data for Minority-Owned Commerical Banks", Glenn Canner to Griff Garwood, Memo - Board of Governors of the Federal Reserve, 9. mars, 1993
- <sup>148</sup> Sowell, Thomas, *Basic Economics*, Basic Books, 2007; Sowell, Thomas, *Economic Facts and Fallacies*, Basic Books, 2007
- <sup>149</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>150</sup> Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008; Day, Theodore E. og Libeowitz, 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>151</sup> McKinley, Vern, "Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?", *Regulation*, number 4, 1994
- <sup>152</sup> Liebowitz, Stan J., 2008
- <sup>153</sup> Sewell, Dennis, "Clinton Democrats Are To Blame For The Credit Crunch", *The Spectator*, 1. oktober, 2008; Se også McKinley, Vern, "Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?", *Regulation*, number 4, 1994
- <sup>154</sup> McKinley, Vern, "Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?", *Regulation*, number 4, 1994
- <sup>155</sup> McKinley, Vern, "Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?", *Regulation*, number 4, 1994
- <sup>156</sup> Wallison, Peter J., "Cause and Effect – Government Policices and the Financial Crisis", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. desember, 2008
- <sup>157</sup> Braunstein, Sandra F., "The Community Reinvestment Act", Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 13. februar, 2008; McKinley, Vern, "Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?", *Regulation*, number 4, 1994
- <sup>158</sup> Braunstein, Sandra F., 2008
- <sup>159</sup> A.K.M. Rezaul Hossain sitert i Wallison, Peter J., "Cause and Effect", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. Desember, 2008, [http://www.aei.org/publications/pubID.29015/pub\\_detail.asp](http://www.aei.org/publications/pubID.29015/pub_detail.asp)
- <sup>160</sup> Niskanen, William A., "Repeal the Community Reinvestment Act", Testimony Befor the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Banking and Financial Services, Unites States Senate, 8. mars, 1995
- <sup>161</sup> Braunstein, Sandra F., 2008

- <sup>162</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>163</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>164</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>165</sup> Labaton, Stephen, "Agreement Reached on Overhaul of U.S. Financial System", *The New York Times*, 23. oktober, 1999
- <sup>166</sup> McKinley, Vern, "Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?", *Regulation*, number 4, 1994
- <sup>167</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>168</sup> Wallison, Peter J., "Cause and Effect – Government Policies and the Financial Crisis", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. desember, 2008
- <sup>169</sup> Barth, James, Tong Li, Triphon Phumiwasana og Glenn Yago, "Surprise: Subprime Mortgage Products Are Not the Problem!", Milken Institute, 6. desember, 2007
- <sup>170</sup> Boliglånsdata gjengitt i Wallison, Peter J., "Cause and Effect – Government Policies and the Financial Crisis", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. desember, 2008
- <sup>171</sup> Liebowitz, Stan, "The Real Scandal – How Feds Invited the Mortgage Mess", *New York Post*, 5. februar, 2008, [http://www.nypost.com/seven/02052008/postopinion/opedcolumnists/the\\_real\\_scandal\\_243911.htm?page=0](http://www.nypost.com/seven/02052008/postopinion/opedcolumnists/the_real_scandal_243911.htm?page=0)
- <sup>172</sup> sitert i Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008
- <sup>173</sup> [http://www.huffingtonpost.com/george-cooper/an-explanation-of-the-cur\\_b\\_144437.html](http://www.huffingtonpost.com/george-cooper/an-explanation-of-the-cur_b_144437.html)
- <sup>174</sup> Woods, Thomas E., *Meltdown*, Regnery Publishing, 2009
- <sup>175</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>176</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>177</sup> Wallison, Peter J. og Charles W. Calomiris, "The Last Trillion-Dollar Commitment", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 30. September, 2008; Gustavson, 2008
- <sup>178</sup> Smith, Fred L., "Fannie, Freddie Critic Ridiculed In 2000", *Investor's Business Daily*, 25. september, 2008
- <sup>179</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>180</sup> Norberg, Johan, *En Perfekt Storm*, hittil upublisert manus, 2009
- <sup>181</sup> Kling, Arnold, "Freddie Mac and Fannie Mae – An Exit Strategy for the Taxpayer", *Cato Institute Briefing Papers*, No. 106, 8. september, 2008
- <sup>182</sup> Sitert i Congleton, Roger, "On the Political Economy of the Financial Crisis and Bailout of 2008", third draft, 12. januar, 2009
- <sup>183</sup> "The Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992", About Fannie Mae, <http://www.fanniemae.com/aboutfm/charter.jhtml>; "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>; Wallison, Peter J., "The Last Trillion-Dollar Commitment – The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 30. september, 2008
- <sup>184</sup> De Coster, Karen og Englund, Eric, "Fannie Mae: Another New Deal Monstrosity", Ludwig von Mises Institute, 2. juli, 2007
- <sup>185</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>186</sup> Listokon, David et al., "The Potential and Limitations of Mortgage Innovation in Fostering Homeownership in the United States", Fannie Mae Foundation, 2002
- <sup>187</sup> "Bill Clinton's drive to increase homeownership went way too far", *BusinessWeek.com*, 27. februar, 2008, [http://www.businessweek.com/the\\_thread/hotproperty/archives/2008/02/clintons\\_drive.html](http://www.businessweek.com/the_thread/hotproperty/archives/2008/02/clintons_drive.html); "Andrew

Cuomo and Fannie AND Freddie”, Village Voice, 5. august, 2008, <http://www.villagevoice.com/2008-08-05/news/how-andrew-cuomo-gave-birth-to-the-crisis-at-fannie-mae-and-freddie-mac/1>

<sup>188</sup> Deler av dokumentet er sitert i Mason, Joseph R., “A National Homeownership Strategy for the New Millennium”

<sup>189</sup> “Building Flawed American Dreams”, New York Times, 18. oktober, 2008,

[http://www.nytimes.com/2008/10/19/business/19cisneros.html?\\_r=1&pagewanted=1](http://www.nytimes.com/2008/10/19/business/19cisneros.html?_r=1&pagewanted=1)

<sup>190</sup> Liebowitz, Stan J., “Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown”, *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008

<sup>191</sup> “The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point”, *The New York Times*, 4. oktober 2008

<sup>192</sup> “Case Study: Countrywide Home Loans Inc.”, Fannie Mae Foundation, 2000

<sup>193</sup> “Case Study: Countrywide Home Loans Inc.”, Fannie Mae Foundation, 2000

<sup>194</sup> “The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point”, *The New York Times*, 4. oktober 2008

<sup>195</sup> “Andrew Cuomo and Fannie and Freddie – How the Youngest Housing and Urban Development secretary in history gave birth to the mortgage crisis”, *Village Voice*, 5. August, 2008, <http://www.villagevoice.com/2008-08-05/news/how-andrew-cuomo-gave-birth-to-the-crisis-at-fannie-mae-and-freddie-mac/>

<sup>196</sup> “Andrew Cuomo and Fannie and Freddie”

<sup>197</sup> “Andrew Cuomo and Fannie and Freddie”

<sup>198</sup> “Andrew Cuomo and Fannie and Freddie”

<sup>199</sup> “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>; <http://www.allbusiness.com/legal/banking-law-credit-regulation/6045369-1.html>

<sup>200</sup> “How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis”, *Washington Post*, 10. juni, 2008

<sup>201</sup> “Andrew Cuomo and Fannie and Freddie”

<sup>202</sup> Wallison, Peter J., “Cause and Effect – Government Policies and the Financial Crisis”, *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. desember, 2008

<sup>203</sup> Wallison, Peter J. og Charles W. Calomiris, “The Last Trillion-Dollar Commitment”, *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 30. september, 2008; Wallison, Peter J., “Cause and Effect – Government Policies and the Financial Crisis”, *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. desember, 2008

<sup>204</sup> “A ‘smoking gun’ on race, subprime loans”, *Boston Globe*,

[http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/03/16/a\\_smoking\\_gun\\_on\\_race\\_subprime\\_loans/](http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/03/16/a_smoking_gun_on_race_subprime_loans/)

<sup>205</sup> Ferguson, Niall, *The Ascent of Money*, 2008

<sup>206</sup> “A ‘smoking gun’ on race, subprime loans”, *Boston Globe*,

[http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/03/16/a\\_smoking\\_gun\\_on\\_race\\_subprime\\_loans/](http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/03/16/a_smoking_gun_on_race_subprime_loans/)

<sup>207</sup> Bernanke, Ben, “Housing, Housing Finance, and Monetary Policy”, 2007; “Kling on Freddie and Fannie and the Recent History of the U.S. Housing Market”, Arnold Kling intervjuet av Russ Roberts på Econtalk,

[http://www.econtalk.org/archives/2008/09/kling\\_on\\_freddie.html](http://www.econtalk.org/archives/2008/09/kling_on_freddie.html) ; 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;

Congleton, Roger, “On the Political Economy of the Financial Crisis and Bailout of 2008”, third draft, 12. januar, 2009

<sup>208</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>209</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>210</sup> Greenspan, Alan, “Testimony”, 2004

<sup>211</sup> Greenspan, Alan, “Testimony of Dr. Alan Greenspan”, Committee of Government Oversight and Reform, 23. oktober, 2008

<sup>212</sup> Bernanke, Ben, “Housing, Housing Finance, and Monetary Policy”, 2007

<sup>213</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.”

[http://www.wachovia.com/inside/page/textonly/0,,134\\_307%5E306,00.html](http://www.wachovia.com/inside/page/textonly/0,,134_307%5E306,00.html)

- <sup>214</sup> Bernanke, Ben, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 2007
- <sup>215</sup> Wallison, Peter J., "Cause and Effect – Government Policies and the Financial Crisis", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. desember, 2008
- <sup>216</sup> Zandi, Mark, *Financial Shock*, FT Press, 2008, side 120
- <sup>217</sup> Lockhart, James B., "Statement of FHFA Director James B. Lockhart", Federal Housing Finance Agency, 7. september, 2008, [http://www.treasury.gov/press/releases/reports/fhfa\\_statement\\_090708hp1128.pdf](http://www.treasury.gov/press/releases/reports/fhfa_statement_090708hp1128.pdf)
- <sup>218</sup> "Fannie Mae and Freddie Mac: End of illusions", *The Economist*, 17. juli, 2008
- <sup>219</sup> Ferguson, Niall, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, Penguin Press, 2008, side 269
- <sup>220</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>221</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>222</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>223</sup> Greenspan, Alan, "Testimony", 2004
- <sup>224</sup> Greenspan, Alan, "Testimony", 2004
- <sup>225</sup> "OFHEO Classifies Fannie Mae as Significantly Undercapitalized for Third Quarter 2004", pressemelding, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, 21. desember, 2004
- <sup>226</sup> "Fannie Mae and Freddie Mac: End of illusions", *The Economist*, 17. juli, 2008
- <sup>227</sup> "The Reckoning: Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point", *The New York Times*, 4. oktober 2008
- <sup>228</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>; 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>229</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>230</sup> Homes, Steven A., "Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending", *The New York Times*, 30. september, 1999
- <sup>231</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>232</sup> McKinley, Vern, "The Mounting Case For Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac", *Cato Policy Analysis*, 29. desember, 1997
- <sup>233</sup> HUD Report gjengitt i McKinley, 1997
- <sup>234</sup> Stiglitz, Joseph et al., "Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard", *Fannie Mae Papers*, mars 2002
- <sup>235</sup> Stiglitz, Joseph, "Fannie's and Freddie's Free Lunch", *Financial Times*, 24. juli, 2008
- <sup>236</sup> Krugman, Paul, "Fannie, Freddie and You", *New York Times*, 14. juli, 2008
- <sup>237</sup> Wallison, Peter J. et al., *Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks*, AEI Press, 2004
- <sup>238</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>239</sup> Greenspan, Alan, "Testimony Before the House Financial Services Committee", 17. februar, 2005
- <sup>240</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>241</sup> "Obama, McCain call for changes in mortgage giants", *USA Today*, 7. september, 2008



- <sup>242</sup> "Building Flawed American Dreams", New York Times, 18. oktober, 2008
- <sup>243</sup> Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008
- <sup>244</sup> "Closing the Gap – A Guide To Equal Opportunity Lending", Federal Reserve Bank of Boston, 1993
- <sup>245</sup> Taylor, John B., "Housing and Monetary Policy", Policy Panel at the Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, september 2007
- <sup>246</sup> Smith, Vernon L., "The Clinton Housing Bubble", *Wall Street Journal*, 18. desember, 2007
- <sup>247</sup> Liebowitz, Stan J., "Anatomy of a Train Wreck – Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*, 3. oktober, 2008
- <sup>248</sup> Wallison, Peter J., "Cause and Effect", *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, 3. Desember, 2008, [http://www.aei.org/publications/pubID.29015/pub\\_detail.asp](http://www.aei.org/publications/pubID.29015/pub_detail.asp)
- <sup>249</sup> Gramm, Phil, "Deregulation and the Financial Panic", *Wall Street Journal*, 20. februar, 2009
- <sup>250</sup> Intervju med Paul Krugman, MSNBC, 4. november, 2008, publisert som "Krugman says 'I'd blame Alan Greenspan and Phil Gramm'", YouTube; <http://www.youtube.com/watch?v=YwqcLbZJ4HA>
- <sup>251</sup> <http://online.wsj.com/article/SB122476545437862295.html>
- <sup>252</sup> Brunnermeier, Markus, et al., "The Fundamental Principles of Financial Regulation", Geneva Reports on the World Ecoomy, nr. 11, 2009
- <sup>253</sup> [http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080929\\_019959.htm?chan=top+news\\_top+news+index++temp\\_global+business](http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080929_019959.htm?chan=top+news_top+news+index++temp_global+business)
- <sup>254</sup> Veronique de Rugy og Melinda Warren: "Regulatory Agency Spending Reaches New Height: An analysis of the U.S. budget for fiscal years 2008 and 2009", august 2008; [http://wc.wustl.edu/09-regulator/wc-regulators\\_budget\\_09.pdf](http://wc.wustl.edu/09-regulator/wc-regulators_budget_09.pdf)
- <sup>255</sup> Murphy, Robert P., "The SEC makes Wall Street More Fraudulent", [www.mises.org](http://www.mises.org), 5. januar, 2009
- <sup>256</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601110&sid=aD1AWZE7bzfQ>
- <sup>257</sup> VG, 6. oktober, 2008
- <sup>258</sup> Eugene White under fremleggelse av foredraget "Historical lessons from US banking regulations" på Samfunnsøkonomenes Valutaseminar, 5. februar, 2009
- <sup>259</sup> Powell, Jim, *FDR's Folly – How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*, side 31, Crown Forum, 2003
- <sup>260</sup> Gramm, Phil, "Deregulation and the Financial Panic", *Wall Street Journal*, 20. februar, 2009
- <sup>261</sup> Wallison, Peter J., "Deregulation Not to Blame for Financial Woes", Bloomberg.com, 30. september, 2008; [http://www.aei.org/publications/pubID.28701/pub\\_detail.asp](http://www.aei.org/publications/pubID.28701/pub_detail.asp)
- <sup>262</sup> Gramm, Phil, "Deregulation and the Financial Panic", *Wall Street Journal*, 20. februar, 2009
- <sup>263</sup> John T. Lynch, "Credit Derivatives: Industry Initiative Supplants Need for Direct Regulatory Intervention. A Model for the Future of U.S. Regulation?", 2007; [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=975244](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=975244)
- <sup>264</sup> Purposes of CFMA, supra note 15, at section 2, som gjengitt i John T. Lynch (2007)
- <sup>265</sup> United States Government Accountability Office, rapport GOA-07-716; <http://www.gao.gov/new.items/d07716.pdf>
- <sup>266</sup> The Heritage Foundation, WebMEMO: Meltdowns and Myths: Did Deregulation Cause the Financial Crisis?, no. 2109, 22. oktober 2008; *The Economist* har skrevet mye om behovet for at handel med CDSer skal foregå gjennom såkalte clearing houses – en form for børsler.
- <sup>267</sup> Bernanke, Ben, "Financial Reform to Address Systemic Risk", 10. mars, 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- <sup>268</sup> Wallison, Peter J., "Deregulation Not to Blame for Financial Woes", Bloomberg.com, 30. september, 2008; [http://www.aei.org/publications/pubID.28701/pub\\_detail.asp](http://www.aei.org/publications/pubID.28701/pub_detail.asp)
- <sup>269</sup> "The Reckoning: Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt", *New York Times*, 2. oktober, 2008
- <sup>270</sup> The world Bank, Policy Research Working Paper 4756, side 7, vår oversettelse; <http://go.worldbank.org/Y54822GBF0>
- <sup>271</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080708a.htm>
- <sup>272</sup> Dodaro, Gene L., "Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U.S. Financial Regulatory System", Testimony Before the Congressional Oversight Panel, 14. januar, 2009; <http://www.gao.gov/new.items/d09310t.pdf>
- <sup>273</sup> Bernanke, Ben, "Financial Reform to Address Systemic Risk", 10. mars, 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- <sup>274</sup> [http://money.cnn.com/2005/05/19/real\\_estate/mortgage\\_guidelines/index.htm](http://money.cnn.com/2005/05/19/real_estate/mortgage_guidelines/index.htm)
- <sup>275</sup> "The Reckoning: Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt", *New York Times*, 2. oktober, 2008

- <sup>276</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- <sup>277</sup> Gearingeffekten følger av nivået på kapitalkrav banken har. Er kapitalkravet  $x$  prosent blir gearingeffekten  $1/x$ . Er for eksempel kapitalkravet 8 prosent, så blir gearingeffekten  $1/0,08=12,5$ . En krone i økt egenandel gjør det mulig for banken å låne ut 12,5 kroner. Reduseres kapitalkravet fra 8 til 2,5 prosent, som ble gjort med Fannie Mae og Freddie Maci USA, så øker derved utlånsmuligheten for hver krone i egenkapital fra 12,5 ganger til 40 ganger. Evnen til å bære tap reduseres tilsvarende.
- <sup>278</sup> For en vurdering av marked til marked-verdsetting under finanskrisen, se for eksempel <http://www.mofo.com/news/updates/files/081013FairValue.pdf>
- <sup>279</sup> Bloomberg.com, 29. januar 2009; <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=abXWPFuHuSso&refer=home>
- <sup>280</sup> <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>
- <sup>281</sup> The World Bank, Policy Research Working Paper 4756, ;<http://go.worldbank.org/Y54822GBFO>
- <sup>282</sup> World Bank, Policy Research Working Paper 4756, "The 2007 Meltdown in Structured Securitization"
- <sup>283</sup> "Credit Rating Agencies – NRSROs", U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>
- <sup>284</sup> "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets", U.S. Securities and Exchange Commission, januar, 2003
- <sup>285</sup> "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets", U.S. Securities and Exchange Commission, januar, 2003
- <sup>286</sup> World Bank, Policy Research Working Paper 4756, "The 2007 Meltdown in Structured Securitization"
- <sup>287</sup> "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets", U.S. Securities and Exchange Commission, januar, 2003
- <sup>288</sup> Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies", side 8
- <sup>289</sup> World Bank, Policy Research Working Paper 4756, "The 2007 Meltdown in Structured Securitization"
- <sup>290</sup> [http://www.nytimes.com/2008/12/07/business/07rating.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2008/12/07/business/07rating.html?_r=1)
- <sup>291</sup> Se for eksempel *New York Times*, 2. november 2007: <http://www.nytimes.com/2007/11/02/business/02norris.html?ref=business>
- <sup>292</sup> [http://www.nytimes.com/2008/12/07/business/07rating.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2008/12/07/business/07rating.html?_r=1)
- <sup>293</sup> World Bank, Policy Research Working Paper 4756, "The 2007 Meltdown in Structured Securitization"
- <sup>294</sup> Greenspan, Alan, "Remarks by Chairman Alan Greenspan – Home Mortgage Market", at the annual convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando, Florida (via satellite), 4. mars, 2003, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030304/>
- <sup>295</sup> <http://oversight.house.gov/documents/20081022112325.pdf>
- <sup>296</sup> "Warren Buffett Says Economy Has 'Fallen Off a Cliff'", Bloomberg.com, 9. mars, 2009, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a70sj04vDEK8&refer=home>
- <sup>297</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081112a.htm>
- <sup>298</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081112a.htm>
- <sup>299</sup> <http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/economy/09greenspan.html>
- <sup>300</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080702a.htm>
- <sup>301</sup> Bjørn Erik Næss og Benedicta Aall Bugge, "Hvordan påvirker finansuroen banker og bedrifter som ikke er eller har vært direkte eksponert mot subprime-markedet?" Praktisk økonomi & Finans, Vol 24, nr. 3, 2008
- <sup>302</sup> <http://online.wsj.com/article/SB122476545437862295.html>
- <sup>303</sup> <http://www.financialweek.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20080218/REG/794188688;>  
<http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/3225213/AIG-trail-leads-to-London-casino.html>
- <sup>304</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a9tDCRpMNHkI&refer=home>
- <sup>305</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aCrzJbsxzKdk&refer=home>
- <sup>306</sup> <http://prairiepundit.blogspot.com/2008/09/how-small-unit-of-aig-in-london-blew-up.html>
- <sup>307</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081112a.htm>
- <sup>308</sup> OTC-derivatkontrakter deles ofte inn i fem hovedkategorier: valuakontrakter, rentekontrakter, aksjebaserte kontrakter, råvarekontrakter og kredittkontrakter
- <sup>309</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080822a.htm>
- <sup>310</sup> [http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/banking\\_and\\_finance/article3564479.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article3564479.ece)
- <sup>311</sup> Economist, 19. februar 2009
- <sup>312</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081112a.htm>
- <sup>313</sup> European Central Bank euro money market survey 2007, IMF Global Financial Stability report, October 2008
- <sup>314</sup> Zandi, Mark, Financial Shock, FT Press, 2008, side121

- 
- <sup>315</sup> [http://www.ft.com/cms/s/0/622acc9e-87f1-11dd-b114-0000779fd18c.html?ncllick\\_check=1](http://www.ft.com/cms/s/0/622acc9e-87f1-11dd-b114-0000779fd18c.html?ncllick_check=1)
- <sup>316</sup> Aamo, Bjørn Skogstad, "Finanskrisen – vil reguleringer bestå prøven", foredrag for samfunnsøkonomenes Valutaseminar, 4. februar 2009
- <sup>317</sup> Berndt, Antje og Aurag Gupta, "Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit", 24. Oktober, 2008 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1290312](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1290312)
- <sup>318</sup> Finacial times, 10. juli 2007; <http://www.ft.com/cms/s/0/5cefc794-2e7d-11dc-821c-0000779fd2ac.html>
- <sup>319</sup> <http://www.tnr.com/politics/story.html?id=3cd3f908-4ddd-4397-9ad8-f4ec057e4212>
- <sup>320</sup> Tranøy, Bent Sofus, "Den finansialiserte kapitalismens åtte perversjoner", 2009
- <sup>321</sup> Malkiel, B., "Finding a way to regain trust in the battered financial system", Financial Times 13.11.08, <http://www.ft.com/cms/s/0/ee4eaf5e-f648-11dd-a9ed-0000779fd2ac.html>
- <sup>322</sup> [http://money.cnn.com/2008/07/31/magazines/fortune/rise and fall Cayne cohan.fortune/index.htm?postve rsion=2008080407](http://money.cnn.com/2008/07/31/magazines/fortune/rise_and_fall_Cayne_cohan.fortune/index.htm?postve rsion=2008080407)
- <sup>323</sup> [http://www.civita.no/images/stories/PDFer/civita-notat\\_09\\_2008.pdf](http://www.civita.no/images/stories/PDFer/civita-notat_09_2008.pdf)
- <sup>324</sup> [http://www.civita.no/images/stories/PDFer/civita-notat\\_09\\_2008.pdf](http://www.civita.no/images/stories/PDFer/civita-notat_09_2008.pdf)
- <sup>325</sup> *Financial Times*, 26. februar 2009
- <sup>326</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a07r3V1MHMkQ&refer=home>
- <sup>327</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>



