

Working Paper Series 1/10

**FINANSKRISEN –
KONSEKVENSER FOR USA**

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Januar 2010



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

FINANSKRISEN – KONSEKVENSER FOR USA

I sine siste år som president lyktes Bill Clinton i samarbeid med Kongressen å opparbeide pene overskudd i statsfinansene. Prognosene da Bush overtok, pekte i retning av en gjeldfri amerikansk stat i god tid før inneværende tiår var ute. En gjeldfri og etter hvert formuende stat ville gitt økt handlingsrom for myndighetene. Men slik skulle det ikke gå.¹

Alan Greenspan råder til skattelettelse

Den 25. januar 2001, fire dager etter at George W. Bush hadde blitt innsatt som USAs 43. president, møtte sentralbanksjef Alan Greenspan for Senatets budsjettkomitee. Komiteen ville høre hans syn på de skattelettelsene som den nye presidenten hadde lagt opp til. Sentralbanksjefer har ansvar for penge- og kredittpolitikk, ikke for statens inntekter og utgifter. Innledningsvis i sin redegjørelse presiserte Greenspan at han uttalte seg på egne vegne, ikke på den amerikanske sentralbankens. En litt underlig konstellasjon som bare viser én ting; den vekt Kongressen tilla Greenspans personlige meninger. Om han gikk god for de store lettelsene i beskatningen som presidenten ville ha, ville sjansene for å få dem gjennom Kongressen øke kraftig.

Økonomen Greenspan så klare fordeler med en gjeldfri stat slik prognosene tydet på. Når staten sparer snarere enn låner, vil renten gå ned, investeringene stiger, og den økonomiske veksten tar seg opp.

Ideologen Greenspan syntes ikke noe om dette. Dersom prognosene slo til og staten ble gjeldfri, ville staten måtte begynne å kjøpe verdipapir utstedt av privat sektor om overskuddene varte ved. Om staten blir sittende med aksjer og obligasjoner i private foretak, vil det lett kunne føre til en sammenblanding av roller. Staten fristes til å gi preferanser til bedrifter den selv har økonomiske interesser i. Kapitalismen er basert på privat eiendomsrett. Statlig innblanding i det private næringsliv har lite for seg, mente Greenspan.

Et slikt resonnement lyder underlig i norske ører. Vi har et Statens Pensjonsfond – Innland (som tidligere het Folketrygdfondet) som investerer i norske selskaper uten at det er noe problem. Og om det skulle være vanskelig for den amerikanske staten ikke å blande seg inn i disposisjonene i et innenlandsk selskap de har eierinteresser i, kunne man ikke da gjøre som Statens Pensjonsfond – Utland (Oljefondet), nemlig kjøpe aksjer og obligasjoner i utenlandske foretak? Oppbygningen av et statlig eid utenlandsfond kunne

¹ Jeg har fått mange gode kommentarer til en tidligere versjon av dette notatet. Takk til Vidar Andersen, Sigbjørn Atle Berg, Nina Bjerkedal, Olav Chen, Xiuyi Dong, Thomas Ekeli, Tom Arild Fearnley, Arild Lund, Knut Magnussen, Wegger Strømmen og Bjørn Skogstad Aamo. Ansvar for gjenværende feil og mangler er mitt alene.

vel ikke være annet enn en fordel for verdens mektigste nasjon som tidvis ønsker å gjøre sine synspunkter gjeldende i andre land?

Imidlertid fryktet Greenspan at store statlige overskudd lett kunne føre til en vekst i statlige utgifter. Den beste måten å hindre en uønsket vekst i statens utgifter på, er å holde veksten i inntektene nede.

Greenspans råd var temmelig klart. Gi pengene tilbake til de amerikanske skattebetalerne. Den enkleste måten å gjøre det på, er ikke å samle dem inn, dvs. å sette ned skattene.

.... og George W. Bush følger opp

President Bush fikk Kongressen med på en omfattende skattereform i 2001. Den ble fulgt opp av en ny reform to år senere. Problemet med en gjeldfri stat oppstod aldri. Tvert om har gjelden økt, og finanspolitikken synes langt fra bærekraftig.

Skattelettelsene som president George W. Bush iverksatt kom i stor grad de rike til gode, uten at resten av befolkningen i særlig grad gjorde anskrik. To tredjedeler av dem som mente at de rike betaler for lite i skatt, gikk inn for at den føderale eiendomsskatten skulle tas bort, og det til tross for at denne skatten bare rammer de par prosent mest velstående i landet.² Hvordan kan dette ha seg? Vet ikke folk sitt eget beste?

Trolig har det positive synet på skattelettelse som preger amerikanere flest, noe med synet på det offentlige å gjøre. Vi nordmenn innser stort sett at skatter og avgifter må til om stat og kommune skal kunne finansiere de tjenestene de fleste av oss synes bør være det offentliges ansvar. "Anders Langes Parti til sterk nedsettelse av skatter, avgifter og offentlige inngrep" som ble etablert i 1973, fikk aldri mer en fem-seks prosents oppslutning. Fremskrittspartiet som vokste ut av ALP, har kommet inn i folden. Offentlig utgifter må vi ha. Den eneste forskjellen er at man vil bruke friskere av oljepengene.

I USA derimot er mange av den oppfatning at det å betale skatt er som å hive penger ut av vinduet. Myndighetene sløser dem bort likevel. Man får ikke noe igjen for skatten man betaler. Og enda verre, myndighetene vil ikke folks beste. En politikk som reduserer skattebyrden, selv om en ikke selv skulle nyte godt av et hvert konkret forslag, vil i et slikt samfunn få stor oppslutning. Som Ronald Reagan sa det i sin tiltredelsestale som amerikansk president i januar 1981: "In the present crisis government is not a solution to our problem, government is the problem."

Amerikanernes sterke motvilje mot å betale skatt og deres minimalistiske syn på hvilke oppgaver staten skal ta på seg, er en realitet. At vi nordmenn ikke synes noe om slike holdninger, har ikke noe med saken å gjøre når saken er å prøve å få tak på det som skjer i USA.

² Se Larry M. Bartels, *Unequal Democracy. The Political Economy of the New Gilded Age*, Princeton University Press, 2008, s. 27.

Fra Phillipskurven på 1970-tallet

I en innflytelsesrik artikkel fra 1960 viste Paul Samuelson og Robert Solow, to fremragende amerikanske økonomer, som begge fikk Nobelprisen i økonomi, at det kunne se ut for at man i amerikansk økonomi stod overfor valget mellom null prosent inflasjon og seks prosent arbeidsløshet, eller fire-fem prosent prisstigning og en halvering av arbeidsløsheten ned til tre prosent. Men dette valget gjaldt bare på kort sikt, presiserte de. I finansdepartement og sentralbanker verden rundt så man bort fra denne presiseringen. En forestilling om at hvert enkelt land stod overfor sin egen Phillipskurve – en meny for avveining av inflasjon mot arbeidsløshet – spredte seg. Mindre av det ene kunne kjøpes for mer av det andre. Ettersom ambisjonsnivået klart gikk i retning av lavere arbeidsløshet, ble konsekvensen en mer ekspansiv pengepolitikk og en stigende prisstigningstakt.

I 1968 viste to andre amerikanske økonomer, Milton Friedman og Edmund Phelps, også de fikk senere Nobelprisen i økonomi, at det kun er inflasjon utover *forventet* prisstigningstakt, som gir en gevinst i form av lavere arbeidsløshet. Når prisene stiger mer enn man regner med, betyr det at lønnsomheten også gjør det. Bedriftene stimuleres til økt produksjon. Det gir flere hender i arbeid. For å holde arbeidsløsheten nede på et kunstig lavt nivå, eller under den naturlige arbeidsledighetsraten, som er bestemt av hvor godt arbeidsmarkedet fungerer, må realisert inflasjon stadig overskride den forventede. Hvilket betyr en stigende prisstigningstakt.

Når inflasjonen etter hvert kom opp i over ti prosent i mange land, syntes myndighetene det gikk altfor langt. Utfordringen var nå å få prisstigningstakten ned. Men det var ikke enkelt. Fordi forventningene til høy inflasjon hadde festnet seg, måtte en stor økning i arbeidsløsheten til før aktørene i økonomien tok innover seg at myndighetene mente alvor i kampen mot inflasjon. Stagflasjon, som fenomenet høy inflasjon og stor arbeidsløshet på samme tid ble kalt, rammet mange land gjennom 1970-tallet og inn på 1980-tallet.

.... til The Great Moderation på 1990-tallet....

Erfaringene med stagflasjon hadde vist at en varig nedgang arbeidsløsheten ikke kunne kjøpes ved høyere inflasjon. Egentlig er det helt utrolig at en slik synsmåte fikk så stort gjennomslag. Å tro at man på permanent basis kan få ned arbeidsløsheten ved ganske enkelt å la seddelpressen gå raskere, strider i mot et grunnleggende prinsipp i økonomien; nemlig at nominelle triks ikke gir varige, realøkonomiske konsekvenser. Raskere prisstigning er et nominelt triks. Så lenge bytteforholdet er to kilo appelsiner mot tre kilo epler, spiller det ingen rolle om appelsiner koster tre kroner kiloen og epler to, eller om prisen er tredve kroner kiloen for appelsiner og tyve kroner for epler.

Med tillit til at sentralbanken holder prisstigningstakten lav og stabil blir det rom for pengepolitikken til å påvirke produksjon og sysselsetting på kort sikt. Under Alan Greenspan lyktes den amerikanske sentralbanken overmåte godt med dette. Da USAs økonomi opplevde en særlig kraftig vekst i produktiviteten på 1990-tallet, viste

Greenspan både mot og kløkt ved å føre en mer ekspansiv pengepolitikk enn de fleste hadde ventet. Ved lave renter holdt han etterspørselen oppe, og den økte produksjonen som den raske produktivitetsveksten førte til, lot seg avsette. Denne rentepolitikken ble samordnet med finanspolitikken. Når president Clinton la vekt på å bedre de offentlige finansene ved en langt raskere vekst i statens inntekter enn i statens utgifter, ble det rom for en mer ekspansiv pengepolitikk, dvs. for lavere renter.

Etter terrorangrepet 11. september 2001 var myndighetene i USA engstelige for at frykt og usikkerhet skulle føre til en kraftig økning i privat sparing. Når folk sparer snarere enn å handle, synker etterspørselen. Produksjonen går ned, og arbeidsløsheten øker. For å unngå en slik utvikling satte Greenspan renten ned til én prosent og lot den ligge der i femten måneder frem til sommeren 2003. Deretter startet en gradvis og forsiktig heving av renten. Hele 17 ganger ble sentralbankens styringsrente satt opp i de etterfølgende par årene, og hver gang med et kvart prosentpoeng. Imidlertid fikk ikke styringsrenten, dvs. den renten bankene betaler for lån over natten seg imellom – den såkalte federal funds renten – noen merkbar virkning på de lange rentene. Tilliten til at sentralbanken ville lykkes i å holde lav inflasjon til tross for en ekspansiv pengepolitikk, bidrog til å holde lange renter nede. Likeledes Kinas villighet til å låne USA stadig mer penger. Amerikanske statsobligasjoner med løpetid på ti år ble omsatt til en effektiv rente på rundt 4,5 prosent til tross for rentehevingene til Fed. Og amerikanske husholdninger som i hovedsak finansierer sine huskjøp med fastrentelån, merket lite til den innstramningen i pengepolitikken som Greenspan prøvde å få til.

En måned før han fylte åtti år gikk Alan Greenspan av som sjef for den amerikanske sentralbanken. Ben Bernanke som hadde gjort en akademisk karriere på studier av den økonomiske krisen på 1930-tallet, tok over. Så sent som i februar 2007, etter et år i sjefsstolen, uttalte Bernanke at økonomien var i strålende form, "... neither too hot, with inflation, nor too cold, with rising unemployment".³ IMF fulgte opp et par måneder senere. Selv om her var tegn til nedgangstider, var risikoen for den globale økonomien "extremely small".

Et nytt begrep var begynt å festne seg – The Great Moderation – som betegner den stabile og gode vekstperioden i amerikansk økonomi fra midten av 1980-tallet og de neste par tiår fremover. Inflasjonen som hadde vært oppe på tosisfret nivå ved starten av 1980-tallet, var kommet ned på noen få prosent. Og arbeidsløsheten var lav.

En ny pengepolitikk med klarere fokus på å holde prisstigningstakten i sjakk var tidens løsen. Det gav rom for å bruke pengepolitikk til å stabilisere økonomien på kort sikt. Det ville gi mindre konjunktursvingninger. Flere ledende økonomer var i gang med forskningsprosjekter på temaet.

Med nesten-konkursen til investeringsbanken Bear Stearns i mars 2008, og det store smellet med konkursen til Lehman Brothers et halvt år senere, ble forskningen på området lagt død. Hypotesen om The Great Moderation ble avkrefte av historien selv.

³ Sitatet er hentet fra New York Times, se side 126 i boken *The Trillion dollar Meltdown* av Charles R. Morris, utgitt av Public Affairs, New York i 2008.

..... men ingen av historiene holdt vann

Historiene som økonomene fortalte, og som gav grunnlag for å tro at alt var såre vel, holdt ikke vann. Hva kom det av? For Phillipskurvens vedkommende var uteglemmelsen av begrepet forventet inflasjon fatalt. For troen på Den store moderasjonen førte fravær av en mer eksplisitt analyse av incentiver og atferd i finansmarkedene til en overdreven tro på hvor godt disse markedene virket for økonomien sett under ett. Begrepene forskerne hadde, og modellene de anvendte, var fokusert på *makroøkonomiske variable* som renter og inflasjon, sysselsetting og produksjon. Det forhold at USA hadde store underskudd på sin handelsbalanse med utlandet skapte en viss uro. Men så lenge land som Kina og Japan, og Norge og Tyskland villig vekk kjøpte amerikanske verdipapirer og på den måten finansierte underskuddene, anså man dette som håndterbart.

Videre inngav den solide veksten i amerikansk økonomi tillit til at gjelden ville bli betjent. Og det er det sentrale, at renter og avdrag betales i tide. Å betale gjelden tilbake, er ikke nødvendig. Verken for offentlig eller privat virksomhet.

På toppen kom det forhold at amerikanerne hadde større avkastning i løpende dollar på sine investeringer i andre land enn hva de betalte i renter og utbytte på utlendingers plasseringer i USA. Om man i stedet for å legge bokførte verdier til grunn sier at verdien av en investering er lik den fremtidige kontantstrømmen diskontert ned til i dag, vil USA fremstå som en kreditornasjon, dvs. med nettofordringer på resten av verden. Imidlertid vet vi ikke om den meravkastningen Amerika kan glede seg over på sine investeringer i andre land, vil holde seg.

Men hva foregikk på *mikroplanet*? I de tusen amerikanske hjem og i de tusen amerikanske banker og finansforetak? Her, skulle det vise seg, skjedde skumle ting. Men det hadde bare i liten grad økonomenes oppmerksomhet. På samme måte som inflasjonsforventningene i liten grad hadde hatt politikernes oppmerksomhet den gang troen på at lavere arbeidsløshet kunne la seg kjøpe ved høyere inflasjon.

My home is my castle

Midt på 1990-tallet la president Clinton opp til en strategi for å gi flest mulig amerikanere anledning til å eie sin egen bolig. Kredittinstitusjonene ble oppfordret til å vise kreativitet slik at folk flest kunne få lån og således komme under tak i eget hus. Kreativiteten, skulle det vise seg, var det ikke noe å si på. Denne politikken ble videreført under Bush.

Det ble stadig lettere å få boliglån langt utover det som var forsvarlig i forhold til inntektene i den enkelte husholdning. Samtidig utviklet kreative finansfolk finansielle produkter som gjorde det enkelt å låne på verdistigningen av egen bolig. Hva gjorde det vel om man kjøpte en for dyr bolig eller lånte opp på eget hus så lenge rentene var lave og jobben sikker? Om man mot formodning skulle gå på en smell og ikke lenger ha råd til å sitte med boligen, var heller ikke dette katastrofalt. Så lenge boligprisene stiger, får man jo pengene igjen, og mer til.

Selv de noe siderompa låneinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac som har til oppgave å finansiere amerikanske boligeiere, fikk fart på fjøra.⁴ Kravet til egenkapital for låntakerne ble satt ned. Ordningen med bare å betale renter og ikke avdrag ble mer vanlig. I starten tjente Fannie og Freddie gode penger. Selvtilliten hos ledelsen steg. Kreativ bokføring bidrog både til bedre resultater og til større arroganse. Etter at krisen var et faktum og myndighetene måtte inn med kostbare redningsaksjoner, ble det avdekket at manipulering med resultatene hadde funnet sted. Og sjefene i både Fannie og Freddie fikk fyken.⁵

Men intet tre vokser inn i himmelen. Høsten 2006 tok boligprisene i Amerika til å falle. Økonomiske nedgangstider fulgte. Antall boligeiere som ikke kunne betjene sine lån, steg. Bankene fikk hus i fanget som de la ut for salg. Det bidrog til ytterligere å presse prisene ned. På mindre enn tre år sank indeksen for boligprisen i USA med mer enn 40 prosent. Den manglende egenkapitalen hos boligeierne gjorde at bankene tapte penger så det sang.

Systemet i mange amerikanske stater som tilsa at boligeiere ikke hefter for boliglånet utover verdien av huset, gjorde at mange ble fristet til å levere nøklene til huset til banken, om man dermed ble kvitt en gjeld som lå godt over det boligen nå var verdt. Dette førte til en ytterligere vekst i tilgangen på ledige boliger, og prispresset nedover ble forsterket. Hvorfor en slik ordning, spør vi nordmenn, lett kritisk. Men det er ikke det sentrale spørsmålet. Det sentrale spørsmålet lyder slik: Hva kommer det av at bankene etter hvert lånte ut så friskt til boligeiere når de visste at sikkerheten for lånet var begrenset til boligens verdi? Noen mulighet for å ta tak i andre aktiva som den troløse boligeier måtte ha, fantes ikke.

Markedene oppfører seg ikke som læreboken sier

I gamle dager fikk banksjefer betalt som andre sjefer. Og porteføljeforvaltning var ingen stor business. Formidlingen av lån var preget av liten konkurranse. I USA var det forbud mot bankvirksomhet over delstatsgrensene. Alt var trygt og godt – og lite effektivt. ”Bankers are supposed to be safe, not smart”, som det het. De spennende og sofistikerte finansprodukter man senere fikk, gjorde det lettere å finansiere utradisjonelle prosjekter. De fleste ble det ikke noe ut av, men noen få slo til, som Microsoft og Google, med enorm avkastning for eiere og for samfunnet. Et mer kreativt finansvesen bidrog til innovasjoner og nyskapninger i næringslivet, var det mange som mente.

Men ikke alle. Paul Volcker som var sjef i Fed før Alan Greenspan, er krystallklar. Den eneste innovasjonen som har hatt noen gunstig realøkonomisk virkning de siste tyve årene, er minibanker, mener Volcker. Og her er det mer snakk om en teknisk nyvinning enn om en finansiell innovasjon. Andre produkter som Credit Default Swaps (mer om dem ganske snart), hva har de ført til? Jo, brakt oss på kanten av stupet til en økonomisk

⁴ Fannie Mae og Freddy Mac er såkalte Government-Sponsored Enterprises. De nyter godt av en implisitt garanti på sine innlån. Det har gitt betydelige besparelser i kostnadene for innlån.

⁵ Se kapittel ti i boken *Too Big to Fail* av Andrew Ross Sorkin, 2009, Viking.

depresjon. Volcker minnes en samtale med en Nobelprisvinner i økonomi. Hvilken betydning har ”financial engineering” for økonomien og produktiviteten, undret den tidligere sentralbanksjefen? Ingen, svarte den tidligere Nobelprisvinneren, alt slik ingeniørkunst gjør er flytte rundt avkastningen ... ”and besides, it’s a lot of intellectual fun.”⁶

Bankenes atferd kan tidvis forklares ut fra flokkinstinkt. Om noen banker tjener gode penger på risikofylte boliglån, vil andre fristes til å følge etter. Under bankkrisen i Norge tidlig på 1990-tallet så vi nettopp dette. Da boligprisene toppet seg på slutten av 1980-tallet, lånte bankene ut til over pipa. Da prisene et par år senere nådde bunnen, satte norske banker ned taket for boliglån. Ikke særlig smart, verken for bankene, for kundene eller for samfunnet. Når prisen på boliger tar til å *stige*, kan man jo godt låne ut opp til pipa. Men den enkelte banksjef finner trygghet i å være midt i flokken. Om det går galt, er han i godt selskap med andre banksjefer. Om det går bra, og han ikke er med på racet, blir eierne sure. Og kanskje mister han jobben.

Flokkmentalitet kan også ødelegge for riktig prising av verdipapirer. Mange forvaltere har S&P 500 som referanseindeks, dvs. måles mot den. Det gjør det fristende å replikere denne indeksen ved å eie aksjene som inngår i den, selv om man innerst inne mener at mange av aksjene her er overvurdert. Med en portefølje temmelig lik den konkurrentene har, er man i godt selskap om det skulle gå dårlig. Jobben er rimelig sikker. Om S&P 500 gir dårlig avkastning, kan avkastningen sammenlignet med hva andre forvaltere har oppnådd, fortone seg akseptabel. Flokkmentalitet kan være til hinder for at aksjekurser gjenspeiler verdien av egenkapitalen på en god måte.

Poenget om at markedene ikke alltid er rasjonelle, skal John Maynard Keynes ha uttrykt slik: ”The market can stay irrational longer than you can stay solvent”. Chuck Prince, sjefen for Citibank, har gjort seg selv udødelig med utsagnet: ”As long as the music is playing you’ve got to get up and dance.”

Mens porteføljeforvaltere som er redde for å miste jobben, gjerne holder seg nær til andre forvalteres porteføljer, vil de som er mer opptatt av egen avlønning, velge en annen strategi. Med bonus basert på i hvilken grad man slår markedet, kan forvaltere av andres penger fristes av det som på fagspråket kalles ”feite haler”. Man tar seg betalt for meget risikofylte posisjoner, men der sjansen for at ulykken skulle være ute, er meget liten. Det gir penger i kassa i dag. Man slår indeksen og får pene bonuser. I gode tider går det bra. Man vender seg til det. Og glemmer kanskje hvilken risiko man egentlig tar. Men om katastrofen inntreffer, hva da?

Et klassisk eksempel er salg av forsikring mot at obligasjonsutsteder ikke innfrir sin gjeld. Credit Default Swap (CDS) kalles et instrument som kan brukes for det formålet. Selgeren av en CDS tar betalt for denne forsikringen. Så lenge alt går bra, er det ingen utbetaling på forsikringen. Forvalteren kan lettere slå indeksen hun måles mot – CDS-er

⁶ Se intervju med Paul Volcker i *Wall Street Journal* 14. desember 2009. Sannsynligheten for at styremedlemmer i bankene skal forstå de nye produktene, er lik null, hevder han videre. Og legger til at finansielle innovasjoner bidrar til å øke fortjenesten i bankvesenet.

ligger ikke inn i den – og bonusen blir bra. Men når katastrofen inntreffer, kommer regningen. En forsikringspremie på kanskje et par prosent av pålydende er ikke mye å stå imot med. Videre vil den diversifiseringen av risiko forvalteren trodde hun hadde, langt på vei forsvinne når krisen inntreffer. ”Alt” går ned samtidig. Eierne hun har handlet på vegne av, mister skjorta.

I verdens største forsikringsselskap AIG hadde en liten gruppe meglere solgt CDS-er i bøtter og spann, i hovedsak på obligasjoner basert på pantelån av tvilsom kvalitet. Incentivene som den enkelte megler stod overfor, hadde oppmuntret til dette.⁷ I tillegg kom en ledelse helt uten motforestillinger mot denne satsningen, og en klokkeetro på at boligmarkedet ikke ville falle samtidig og over hele USA. Gjennom 2004 og 2005 hadde långivere i det amerikanske subprime markedet, dvs. andre finansforetak som Merrill Lynch og Goldman Sachs, kjøpt CDS hos AIG, og på den måten blitt kvitt kredittrisikoen knyttet til boliglånsobligasjoner. Forsikringen dekker tap ved at obligasjonseier ikke kan gjøre opp for seg. Fantastiske ettusenmilliarder dollar i pantelån hadde AIG ansvaret for.⁸

Da finanskrisen var et faktum høsten 2008, gikk også AIG med i dragsuget. Den amerikanske stat måtte umiddelbart punge ut med 85 milliarder dollar for å hindre at selskapet kollapset. Feilet AIG, ville mange finansinstitusjoner, både i USA og resten av verden, komme ut å kjøre.

Det store smellet

Hver høst setter sjefene for hver av de 12 distriktsbankene i Federal Reserve System og den sentrale toppledelsen i Fed seg hverandre stevne i Jackson Hole i Kansas. Til dette to-dagers seminaret kommer sentralbanksjefer fra andre land så vel som ledende akademikere på feltet.

Høsten 2005 holder sjeføkonom i IMF, Raghuram G. Rajan, et innlegg om hvorvidt utviklingen i finansmarkedene har gjort verdensøkonomien mer risikabel.⁹ Når stadig færre formuesforvaltere tør å stå på egne meninger og å gå i mot trenden, vil markedspriser overskyte likevektsnivåer. Atferden i finanssektoren bidrar til å forsterke svingningene i økonomien. Og sannsynligheten for ”a catastrophic meltdown”, selv om den er liten, øker.

Hva fikk professor Rajan igjen for sitt klarsyn? Foredraget ble mottatt med allmenn munterhet. Spøkelse på høylys dag. Var ikke forskningen om The Great Moderation noe akademikere heller burde bruke tiden på? Larry Summers, Clintons siste finansminister

⁷ Hensikten med CDS-ene var å flytte risikoen bort fra egen balanse. Banker som kjøpte CDS-er, kunne da låne ut mer uten at kapitalkravet økte. En annen måte å øke utlånsevnen på var å lage Special Investment Vehicles, såkalte SIVs, der lånene ble lagt i egne selskaper som bankene opprettet.

⁸ For en god beskrivelse av det som hendte, se artikkel av Michael Lewis i *Vanity Fair*, August 2009.

⁹ I 2008 vendte Raghuram Rajan tilbake til sitt professorat ved Chicago University. Her er link til foredraget: <http://www.kansascityfed.org/Publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf>, som har tittelen ”Has Financial Development Made the World Riskier?”

og nå Obamas nærmeste økonomiske rådgiver, gjorde nærmest narr av fortellingen til professor Rajan. Intelligente mennesker er ikke sjelden også arrogante.

Alan Greenspans fortelling er vel kjent. Hans ”risk-management approach” gikk ut på å håndtere situasjoner etter hvert som de oppstod. I forkant å prøve å ta risikoen ned ved for eksempel å heve renten for å punktere bobler i aksje- eller boligmarkeder, var ikke veien å gå. Da kunne finansmarkedenes verdifulle bidrag til den økonomiske veksten, ved god fordeling av kapitalen og bred spredning av risikoen, bli mindre. Ei heller strammere reguleringer. Markedene, mente Greenspan, er langt på vei selvregulerende. For mye tukling fra myndighetenes side er ikke bra. Det kan hemme innovasjonsevnen i finansmarkedene.

Den finansielle kreativiteten i amerikansk bank- og finansvesen hadde ført til fremveksten av nye og kompliserte produkter som gjorde at risikoen på lån i det amerikanske boligmarkedet ble spredd over mange land. I august 2007 ropte den franske banken BNP Paribas varsko; verdipapirer basert på lån til amerikanske huseiere var ikke lenger prima vare. ”Subprime loans” som de ble kalt, var en passende betegnelse.

I mars året etter ble Bear Stearns, den minste av de fem store investeringsbankene på Wall Street, reddet av gong-gongen. Myndighetene bidrog til at den ble overtatt av JP Morgan Chase, en stor og relativt solid bank. Eierne fikk to dollar per aksje. Vel et år tidligere ble aksjen handlet til 170 dollar. Hvor langt ville myndighetene gå i å komme finansinstitusjoner til unnsetning som hadde tatt større risiko enn de burde? Redder de Bear Stearns redder de vel oss også. Slik så det ut for at Dick Fuld tenkte, sjefen for Lehman Brothers, den fjerde største investeringsbanken. Men den gang ei. Da Lehman fikk problemer seks måneder senere, lot myndighetene banken gå konkurs.

Det smalt så det holdt.

Banker verden over mistet all tillit til hverandre. Hvem er nestemann ute? Bedre å sitte på kontanter og på statlige papirer enn på usikre lån til andre banker. Når interbankmarkedet således tørker inn, blir også flyten av kreditt til kommersielle formål bremset kraftig ned. En finanskriser som ikke håndteres godt, kan føre til en realøkonomisk kriser.

Hank og Ben

I juni 2006 da George W. Bush hadde vel to og et halvt år igjen i Det hvite hus, overtok Henry M. Paulson som finansminister. Hank, som han ble kalt, kom fra jobben som toppsjef i Goldman Sachs, den mest profitable investeringsbanken på Wall Street. Året før hadde han hanket inn over 38 millioner dollar i lønn og bonus, den høyest betalte av alle i gata. Skifte av jobb innebar en nedgang i lønn og bonus på niognittioenhalv prosent.

Goldman hadde lenge hatt et spesielt forhold til myndighetene. Robert Rubin, Bill Clintons mangeårige finansminister, kom fra samme jobben som Hank nå gjorde. Nesten

”alle” på strå i det amerikanske finansdepartementet – het det seg – hadde enten jobbet for Goldman eller hadde planer om å gjøre det. Hva som er bra for General Motors, er bra for Amerika, het det seg i sin tid. Nå hadde Goldman Sachs tatt over.

Ben Bernanke hadde sin utdannelse fra Harvard og MIT, og erfaring som professor fra Stanford og Princeton. En pen portefølje av læresteder. Sin doktorgrad skrev han om Den store depresjonen på 1930-tallet, og om alle feilene Fed den gangen hadde gjort. Mon tro om han noen gang ville få nytte av den innsikten i krisehåndtering som dette arbeidet hadde gitt ham?

Under finanskrisen i USA som man så de første tegn til høsten 2007, kom Ben Bernankes kunnskaper om krisen på 1930-tallet til anvendelser. Det gjaldt å hindre en fullstendig nedsmelting av finansvesenet. Sammen med finansminister Hank Paulson tok sentralbanksjefen tak i problemene.

Redningsoperasjoner for bank- og finansvesen

Mandag 15. september 2008 går Lehman Brothers konkurs. Fredag i samme uke, etter intens jobbing, holder finansminister Hank Paulson en pressekonferanse hvor han blant annet sier:

”The underlying weakness in our financial system today is the illiquid mortgage assets that have lost value as the housing corrections has proceeded. These illiquid assets are choking off the flow of credit that is so vitally important to our economy.”

Smak på uttrykket ”housing correction”. Her har myndighetene sovet i årevis. De har latt renten være kunstig lav altfor lenge. De har unnlatt å regulere finansinstitusjonene på egnet vis. De har lagt til rette for at folk kan ta opp lån for å kjøpe eget hus som ikke burde gjort det. De har oppfordret til kreative finansielle løsninger langt utover det som er sunt og forsvarlig. Resultatet er et boligmarked som sprekker – prisene skal ned med 40 prosent. Ved en kjede av uoversiktlige finanstransaksjoner spres tapene til finansinstitusjoner og sparere langt utenfor Amerikas grenser. Og så snakker man om noe så tilforlatelig som en ”housing correction”.

Boligeiere som ikke kan betjene sin gjeld, er bare toppen av isfjellet. Lenger ned finner vi banker og andre finansinstitusjoner som er i litt av samme situasjon; altfor liten egenkapital. Når investeringsbanker hadde utlån på hundre dollar basert på egenkapital på tre, skal det ikke mye nedskrivninger til på aktivasiden før egenkapitalen er borte. Med frykt for en slik utvikling blir det ikke mulig å fornye eller rulle rundt den kortsiktige finansieringen. Og banken må ”File for Chapter Eleven” som det heter i USA, dvs. få beskyttelse mot sine kreditorer og de krav disse har. Konkurs som vi kaller det, er noe misvisende. Det er ingen skifterett som tar over boet. I stedet får styret noe tid på seg, vanligvis 120 dager, for å forhandle med kreditorerne med sikte på å skape en ny basis for selskapet. Konvertering av gjeld til egenkapital kan være én del av løsningen,

nedskrivning av gjeld en annen. I denne perioden er det begrenset hvilke typer vedtak styret kan treffe.

Hvorfor hadde bankene så lav egenkapital? I gode tider vil avkastningen på investert kapital ligge godt over fundingkostnadene, dvs. renten som banken låner penger i markedet til. Det betyr at avkastningen på egenkapitalen går opp når gjeldsgraden gjør det. Og sjefene kan glede seg over fetere bonuser. Økende "leverage" snakker man om når man på en gitt egenkapital øker opplåningen, for på den måten å kunne utvide virksomheten. Baksiden av denne mynten er dårligere evne til å stå imot dårligere tider.

Bemerk en klar asymmetri her. Bonus betales ut basert på årets overskudd. Men betales ikke tilbake når underskudd oppstår. For en vanlig aksjonær er det ikke slik. Der er regelen som i ekteskapet – man holder sammen i gode som i onde dager. Med mindre man skiller seg fra sin tidligere kjære. Eller selger aksjene.

Oppsiden når det går bra, fordeles mellom aksjonærene og ledelsen. For banker som er "too big to fail", ligger mye av nedsiden på myndighetene. I Norge lot vi aksjonærene ta tapene i bankene før myndighetene gikk inn. I USA har man ikke gjort det. Nasjonalisering av bankene – selv om det kun er midlertidig – klinger dårlig i amerikanske ører. Dessuten satt tidligere, nåværende og potensielle ansatte hos Goldman Sachs på alle sider av bordet.

Hvem bestemmer?

Hvem bestemmer hvilke disposisjoner en bank skal ta; aksjonærene eller ledelsen? Aksjonærene skulle man tro; ledelsen er jo bare eiernes representanter. Men om ledelsen i realiteten bestemmer det meste, vil det kunne gi sterkere fokus på kortsiktige gevinster. Risikofylte prosjekter der en betydelig del av innbetalingen finner sted "up front", mens eventuelle tap først blir kjent senere, kan fortone seg mer interessant for ledelsen som er opptatt av årets bonus, enn for aksjonærene som har fokus på den langsiktige verdiutviklingen til aksjen. Bonusene var ikke strukturert slik at de fikk ledelsen til å handle i samsvar med aksjonærenes interesser. Et slikt resonnement måtte Greenspan ty til da han i ettertid skulle forklare hva som var skjedd. Hans ideologiske overbevisning om at eiernes interesser vil bli tatt vare på i et privatkapitalistisk system, fikk en knekk. Som han selv uttrykte det i oktober 2008: "Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholders equity, myself included, are in a state of shocked disbelief."

Om mange, store banker samtidig går i "Chapter Eleven", vil kredittformidlingen langt på vei stanse opp, og økonomien stå i fare for å bryte sammen. Hvordan sikre at så ikke skjer? Løsningen som amerikanerne valgte, bestod i hovedsak av tre elementer. Penger for å kjøpe ut dårlige lån i bankene; penger til å gå inn med som egenkapital i bankene; og en generell garanti for innskudd og lån til banker og andre finansinstitusjoner.

Etter først å ha mislyktes maktet Hank og Ben å få med Kongressen på en redningspakke på 700 milliarder dollar til bank- og finansvesenet i USA. Det første forsøket var basert på et notat på snaue fire sider. Det andre på vel fire hundre. Inne i disse fire hundre lå det en god del ”pork”, dvs. bevilgninger til lokale formål som ikke har noe med den aktuelle saken å gjøre, men som den enkelte representant i Kongressen kan ta æren for i sin valgkrets, og således berede grunnen for gjenvalg.

Hvorfor 700 milliarder? ”There’s around \$11 trillion of residential mortgages, there’s around \$3 trillion of commercial mortgages, that leads to \$14 trillion, roughly five percent is \$700 billion”, var regnestykket Neel Kashkari som Hank hadde tatt med seg fra Goldman Sachs, rev av seg, da Hank spurte. ”As he plucked numbers from thin air even Kashkari laughed at the absurdity of it all”, skriver Andrew Ross Sorkin i sin innsiktsfulle og morsomme bok *Too Big to Fail*, der denne episoden skildres.¹⁰ Hva det gikk om var dette: Få en så stor bevilgning som mulig, dvs. som Kongressen ville godta.

De 700 milliardene som Kongressen bevilget til TARP – Troubled Asset Relief Program – var ment å brukes til å kjøpe ut dårlige lån i bankene. Men til hvilken pris? Om prisen ble satt for høyt, innebar handelen en ren subsidiering av bankene. Om prisen ble satt ”riktig”, kan det tenkes at den var så lav at egenkapitalen til bankene ikke var tilstrekkelig. Bedre da, fant man etter hvert ut, å bruke en del av TARP-midlene til ny egenkapital i bankene.

Det tredje elementet i redningsoperasjonen var kanskje det viktigste – garanti for lån til banker og andre finansinstitusjoner mer generelt. Det gjaldt å se til at folk hadde ro for at pengene var trygge uansett hvor de var plassert. Et ”run” på én type finansforetak, for å gjøre om penger til kontanter eller flytte dem til andre typer foretak som myndighetene garanterte for, ville destabilisere det finansielle systemet.

En kreativ sentralbanksjef

I tillegg til pakken som TARP utgjorde, viste Ben Bernanke stor kreativitet ved å la den amerikanske sentralbanken tre direkte inn i en mengde finansielle transaksjoner. I Norge fikk vi det såkalte ”gullkortet”, dvs. norske banker kunne bytte til seg statsobligasjoner mot panteobligasjoner med fortrinnsrett basert på boliglån, for på den måten å sikre likviditetstilførselen til banksystemet. I USA ble lignende tiltak iverksatt i større omfang. Dessuten gikk de over Feds bøker, og ikke over statens ved Finansdepartementet, som hos oss. Resultatet var en nær tredobling av balansen til den amerikanske sentralbanken. Hensikten var å se til at kreditten til næringslivet ikke tørket inn, men fortsatt å strømme dit den skulle, slik at den økonomiske aktiviteten i samfunnet ikke stoppet opp.

Et siste tiltak fra sentralbankens side for å demme opp for nedgangstidene var en aggressiv nedsettelse av styringsrenten. Fra fem og en kvart prosent i august 2007 til mellom null og en kvart prosent i desember året etter.

¹⁰ Se side 447.

Skal eiere, ledelsen og långivere ta tapene

Hvem skal ta tapene i finansinstitusjonene? Hva er mest rettferdig? Hvilke konsekvenser for økonomien for øvrig har ulike måter å fordele tapene på? Dette er sentrale og grunnleggende spørsmål. Men de ble aldri eksplisitt stilt. I stedet gikk man løs på den akutte krisen og prøvde å løse den. Uansett hvordan man vrir og vrenger på det vil tapene måtte fordeles på seks ulike grupper; eierne, ledelsen, långiverne, innskyterne, skattebetalerne og til sist, de som taper når inflasjonen skyter fart.

Eierne av et foretak, eller aksjonærene i et aksjeselskap, stiller med risikokapital. De bestemmer, og de får det som er igjen i potten når alle andre har fått sitt. Nettopp denne kombinasjonen ser til en effektiv utnyttelse av ressursene i en kapitalistisk økonomi. Ved underskudd tæres det på eierkapitalen. Om videre drift med eksisterende eiere ikke er mulig, vil salg, nedleggelse eller nasjonalisering, dvs. at staten overtar, fortone seg som alternative løsninger. Eller en hybrid form der staten skyter inn ny kapital som har preferanse foran vanlig egenkapital, men uten fulle eierrettigheter. Salg, nedleggelse eller tilførsel av statlig hybridkapital ble tatt i bruk i USA høsten 2008. Unntaket var konkursen til Lehman Brothers – da finanskrisen for alvor satte inn.

Skillet mellom reguleringsmyndighet og ”deal maker” er ikke enkelt å håndtere når myndighetene går inn og redder finansinstitusjoner, en av gangen, som alle vurderes som ”too big to fail”. Tidligere sjeføkonom i IMF, Simon Johnson skriver¹¹ i mai 2009 dette om myndighetenes krisehåndtering i USA:

”Some of these deals may have been reasonable responses to the immediate situation. But it was never clear (and still isn’t) what combination of interests was being served, and how. Treasury and the Fed did not act according to any publicly articulated principles, but just worked out a transaction and claimed it was the best that could be done under the circumstances. This was late-night, backroom dealing, pure and simple.”

Den amerikanske modellen for håndtering av bankene under den pågående finanskrisen ligner på den svenske løsningen fra tidlig på 1990-tallet, til forskjell fra den norske et par år før. Her på berget kjørte myndighetene en hardere linje. Banker som ikke lenger tilfredstilte kravet til egenkapital, ble tatt over av staten, og eksisterende eiere måtte bære tapene. Den pedagogiske effekten av en slik håndtering kan vanskelig overvurderes. Bankene lærte en lekse. Lysten til å ta urimelig risiko ble temmet.

I USA gikk Joseph Stiglitz – han blir den femte Nobelprisvinneren i økonomi vi møter – inn for et ”norskt” opplegg; en nasjonalisering av banker som hadde seilt på grunn. Denne linjen ble ikke fulgt.

Ledelsen av bankene, hvor mye av tapene tok den? Bonus betales ikke tilbake. Men verdien av aksjeopsjoner som mange av dem hadde, sank selvsagt i takt med aksjekursene. Og for banker som mottok friske penger fra staten, heftet det klausuler om

¹¹ Johnson (2009), s. 7-8.

fremtidig avlønning av sjefene. Det skapte stort røre. Vil man ikke lenger kunne trekke til seg de mest talentfulle folkene til å lede USAs største finanshus? "Ikke lenger"? Det etablerte systemet for utvelgelse og avlønning av ledere hadde gitt folk på toppen som tok mer risiko enn det som godt var. Og mer enn de kanskje selv forstod. Et annet avlønningssystem kunne kanskje være bra for bankene, dvs. for aksjonærene, långiverne og kundene?

Innskyterne er urørlige. Under ingen omstendighet bør de ha noen som helst engstelse for at ikke pengene opp til et visst beløp er sikre. Vanlige folk skal ikke ha følelsen at de er på kasino når de går med pengene sine til banken. Det ville bidra til å underminere tilliten til det finansielle systemet om det ikke fantes noe sikkert alternativ til kontanter i madrassen. I USA hevet man innskuddsgarantien fra 100.000 dollar til 250.000 dollar per kunde per bank.

Långivere til de store finansinstitusjonene ble behandlet pent. For pent, mener mange. Dagen etter Lehman-konkursen bladda staten opp 85 milliarder dollar for å berge AIG, verdens største forsikringsselskap. Senere la staten nærmere hundre milliarder til på bordet. Men långiverne til AIG slapp skadesløse fra det hele.

I ettertid har Ben Bernanke blitt kritisert for det. Hvorfor presset han ikke hardere på for en "hair-cut" på for eksempel ti prosent? Hvilket ville innebære at de som hadde ytet lån til AIG, fikk igjen 90 cent per dollar. Det ville spart statskassen for noen milliarder. Og viktigere, gitt signal til andre om at det å låne penger til store finansforetak er forbundet med en viss risiko. I stedet festnet det motsatte inntrykket seg. Er foretaket "too big to fail", vil staten tre reddende inn. Konsekvensen er blitt som forventet. Lånekostnadene for store banker har sunket relativt til lånekostnadene for små.

Da Freddie Mac og Fannie Mae var ute i hardt vær, uttrykte den kinesiske sentralbanken, Peoples Bank of China (PBOC), som hadde milliarder av dollar i gjeldspapir utstedt av disse to halvstatlige finansinstitusjonene, uro for verdien av sine plasseringer her. En konkurs av Freddie eller Fannie var ganske enkelt uakseptabelt for kineserne. Ikke bare ville de tape penger. Prestisje sto også på spill.

I hvilken grad Kinas holdning her bidrog til at staten garanterte for alle lån gitt til Freddie og Fannie, er ikke godt å vite. USA er avhengig av fortsatte lån fra Kina. Det er klart at amerikanerne da må lytte til hva Kina mener om finansiell spørsmål. Å terge på seg banken man låner penger av, er sjelden lurt.

Sett fra Kinas side, å la USA, som en stor debitor, ende opp med uhåndterlige problemer på det økonomiske området, fortoner seg lite hensiktsmessig. Hvilken sjanse har man i så fall til å få igjen pengene sine? Hva vi her ser kan minne om en dans mellom to som kan styre sin begeistring for hverandre, men som likevel ikke ser noe annet alternativ enn å danse videre.

..... eller folk flest?

Skattebetalerne har fått en stor del av regningen for redningen av det amerikanske banksystemet. Hvor stor får vi ikke vite før strek er satt, dvs. før bankene har gjort opp for midlene som er stilt til disposisjon for dem gjennom TARP. En god del av de 700 milliardene som er satt av her, vil staten få tilbake. Mange utlån vil gi en pen renteavkastning. Når staten selger seg ut av eierposisjoner i banker man har sett seg nødt til å bidra med egenkapital til, kan det gi både tap og vinning.

Men at det skal gå like godt med amerikanske skattebetalere under den finanskrisen man nå opplever, som det gjorde med norske skattebetalere under bankkrisen her i landet tidlig på 1990-tallet, er helt usannsynlig. Staten fikk pengene tilbake. Med renter. Krisepakken kostet ikke norske skattebetalerne et rødt øre. Embetsverket i Finansdepartementet, fortjener ikke det noen blomster for sin håndtering av denne krisen?

Mange folk fra Wall Street sitter i eller er nær knyttet til den politiske ledelsen i USA. Det kan lett føre til en sammenblanding av roller. I februar 2009 blir preferanseaksjer som staten eier, konvertert til vanlig aksjer i Citigroup. Men til en kurs som ligger langt over markedets. Det innebærer en klar subsidiering av eksisterende eiere.¹² Skattebetalerne tar mer av regningen enn de burde.

Inflasjon er en fristende mekanisme for fordeling av tap som finanskrisen har vært med å frembringe. En årlig inflasjon på 6 prosent i et par år har professor Kenneth Rogoff ved Harvard University, også han tidligere sjeføkonom i IMF, antydnet som bidrag til å løse finanskrisen i Amerika.¹³ De nominelle prisene i boligmarkedet vil da lettere stabiliseres. For bank- og finansforetak som har mer fastrentepapirer på passivasiden enn på aktividasiden, vil en heving av det generelle prisnivået føre til økt egenkapitalandel. En rekapitalisering av banker finner sted ved at realverdien av gjelden synker.

Hvordan få på plass et mer robust finansielt system?

I gode tider bidrar høy gjeldsgrad til økt lønnsomhet i bankene. Eiere og ledelsen kan glede seg over stigende aksjekurser og store bonuser. Om tidene går bankene imot, noe de tidvis ikke unnlater å gjøre, kommer myndighetene, om banken er stor nok, hurtig på banen og redder den. Om ikke aksjeeierne, så i hvert fall de som har kjøpt gjeldspapirer utstedt av banken eller lånt banken penger på annet vis. De samfunnsøkonomiske kostnadene ved å la naturen gå sin gang, dvs. la banken gå konkurs, vurderes som for store.

Når samfunnet i så stor grad bærer konsekvensene av uklok atferd, hva holder da bank- og finansfolk tilbake fra på nytt å hive seg på karusellen? Gjorde amerikanske myndigheter en gedigen tabbe ved ikke å nulle ut eierne og å kaste hele ledelsen i banker og finansforetak som de gikk inn og reddet? Folk lærer ikke av egne tabber når

¹² Se "The Quiet Coup" av Simon Johnson, *The Atlantic Quarterly*, May 2009.

¹³ Kenneth Rogoff, "Embracing inflation", *Guardian*, 2 December 2008.

myndighetene ikke lar dem kjenne konsekvensene av dem. Og tiden frem til neste finanskriser kortes ned.

For å hindre en slik utvikling arbeider de amerikanske myndighetene på spreng for å få på plass et nytt og egnet regelverk. Dette arbeidet, som må koordineres internasjonalt, har fem sentrale elementer.¹⁴

For det første må reguleringsmyndighetene bli flinkere til å komme i forkant av problemene. Et nytt organ for overvåking av finansvesenet sett vil trolig bli etablert. Et viktig siktemål for dette organet er å oppdage bobler i aktivamarkeder før de blir for voldsomme. Om boligboblen i USA hadde vært erkjent tidlig i tiåret, kunne myndighetene satt klare krav til egenkapital for den fremtidige boligeier. Og videre, forlangt at banker som gir boliglån, må bli sittende på en god del av disse lånene selv snarere enn å selge dem videre og på den måten komme unna risikoen. Dempet prisstigning på boliger og mindre boligbygging ville gitt en mer robust amerikansk økonomi.

Men hvor lett er det å identifisere bobler i realtid, dvs. her og nå? Det lar seg gjøre mener William Dudley, sjefen for Fed i New York. I sin tidligere jobb som sjeføkonom i Goldman Sachs var det å avdekke bobler i økonomien blant hans viktigste oppgaver.¹⁵ Nyere studier viser en klar sammenheng mellom bankers opplåning og bobler i aktivamarkeder. For myndighetene gjelder det å komme en slik utvikling i forkjøpet ved reguleringer som demper bankenes anledning til rask vekst i kredittutgivning eller som gjør kredittveksten progressivt dyrere for bankene. Fra myndighetenes side gir virkningene på bankvesenet av at en boble sprekker langt større grunn til bekymring enn at folk taper store formuer på dristige spekulasjoner.

Om sannsynligheten for at en boble er under utvikling vurderes som stor, kan denne situasjonen møtes med strammere reguleringer og/eller høyere rente. Mens Fed fra slutten av 1990-tallet holdt fokus på lav inflasjon og en stabil vekst, og ikke så det som sin oppgave å prøve å stikke hull på bobler – blant annet inspirert av forskningen til Ben Bernanke før han i 2002 ble med i styret i sentralbanken – er dette synet nå i ferd med å mykes opp. Bernanke utelukker ikke å møte bobler med stigende rente. Som han betegner som kanskje det vanskeligste problemet for pengepolitikken i vår tid. Bernanke følger forskningen på området nøye.

For det andre trengs en opprydding i den jungelen av regulerings- og overvåkingsorganer i USA. Mange finansielle foretak er regulert på både føderalt og delstatsnivå. Det gir overlappende reguleringer og uklare ansvarsforhold. Et mer helhetlig reguleringsystem med langt færre organer vil gi bedre oversikt.¹⁶ Et viktig prinsipp må være at lik

¹⁴ Se Testimony of Robert E. Litan before the Joint Economic Committee, December 2, 2009.

¹⁵ Dette avsnittet bygger på artikkelen "U.S. central bank debates a new role: bubble fighter", av Jon Hilsenrath, i *Wall Street Journal*, December 3, 2009.

¹⁶ Reguleringsmyndighetene må etablere strengere kapitalkrav for å møte kredittrisikoen. Videre må det stilles klare krav til sammensetning av kapitalen for å møte likviditetsrisikoen. Et regelverk som bidrar til en stabilisering av makrobildet, dvs. som kan dempe de negative, eksterne effektene av bankvirksomhet, er også viktig. Til sist, prinsipper for bonusordninger er et anliggende for myndighetene. Ikke primært av

virksomhet reguleres på likt vis, uansett hva slags finansinstitusjon det formelt sett er. Videre er det viktig at dyktige folk som jobber med regulering og overvåking av finansvesenet, betales godt nok til at de blir.

For det tredje, hvordan legge ned store finansforetak på ryddig vis? Om ingen bank er for stor eller for sammenvevd til å gå konkurs, vil finansfolk måtte ta konsekvensene av egne beslutninger. Kunnskapen om det vil redusere urimelig risikotaking og gi et mer robust finansielt system. For å unngå "too big to fail" fenomenet kan man gjøre det dyrere å være stor. La store banker ha strengere krav til egenkapital og til likviditet. Et annet forslag går ut på at store banker må utstede gjeldspapirer som automatisk gjøres om til egenkapital i en krisesituasjon. I så fall vil egenkapitalen kunne økes med et pennestrøk uten behov for tilførsel av friske penger i det en del av gjelden er latent egenkapital.

For det fjerde, bedre kontroll på handel med derivater, dvs. på finansielle produkter som er avledet av tradisjonelle. På tampen av 1990-tallet var det forslag om å lage et regelverk for omsetning av CDS. Meningen var å se til at dette nye finansielle produktet ble handlet på børser, og at handelene ble gjort opp over en clearingsentral. Om så hadde skjedd, ville ikke AIG kunnet ha forsikret nær tusen milliarder dollar i gjeld ved salg av Credit Default Swaps. Og verdens største forsikringsselskap hadde klart seg bedre høsten 2008 enn tilfellet var.

For det femte, konsumentene eller bankkundene må få bedre beskyttelse. Omfanget av uetisk atferd i salg av finansielle produkter er skremmende. Vanlig folk er blitt pådyttet lån de ikke har råd til å betjene, til betingelser de ikke fullt ut skjønnte, basert på forutsetninger som ikke holdt. Et nytt, føderalt organ der all virksomhet samles som har med beskyttelse av konsumenten i finansmarkedet å gjøre, er under vurdering. Dette organet skal både gi regler og se til at de etterleves.

Amerika som forbilde blekner

"Thank God, it's not our fault this time", skal en finansminister i et land i Latin-Amerika ha sagt da finanskrisen var et faktum. Amerika – landet som kan alt som har med penger og finans å gjøre – har kjørt både seg selv og resten av verden i grøfta.

Bak finanskrisen finner vi bankfolk med incentiver til større risikotaking enn det som sunt er. Troen på at boligpriser aldri faller, fører til utlån langt utover det forsvarlige. Utvikling av kompliserte finansielle instrumenter har som konsekvens en tildekning av risiko og en uheldig omfordeling av den. For mye risiko samles på for få hender. De som har dårlig evne til å bære risiko, ender ofte opp med å gjøre det.

En sentralbanksjef med en sterk ideologisk forankring unnlater å følge opp utviklingen i bank- og finansvesen med egnede reguleringer. Det gir for stort spillerom for den enkelt

fordelingsmessige årsaker, men for å se til at ledelsen i banker ikke oppmuntres til å ta risiko samfunnet ikke er tjent med.

bank. For lav rente for lenge, som har sammenheng med andre lands villighet til å låne bort nærmest ubegrenset med penger til USA, setter ekstra fart i utlånene.

Fornøyde akademikere som er enige om det meste, gir legitimitet til utviklingen av et ustabilisert finansielt system. Engstelige politikere som vil unngå et par kvartaler med negativ økonomisk vekst, unnlater å treffe tiltak som ville gitt en mer robust amerikansk økonomi på sikt.

Finanskrisen har svekket USAs prestisje. Andre land har mistet noe av sin respekt for Amerika. Bedre blir det ikke når folk i andre land trekker på smilebåndet av Amerika. Hvor en skurk som Bernhard Madoff ufortrødent kan holde på år ut og år inn og svindle til seg femti milliarder dollar – på ren sjarm og falske premisser – før han blir avslørt.

Den langsomme og tunge beslutningsprosessen i USA er også med på å svekke den amerikanske modellen. Hvorfor går det så tregt å få ting vedtatt i USA når demokratene har presidenten og også flertallet i begge kamrene i Kongressen? Mens USA trenger seks år for å få vedtatt regler for lagring av karbon, trenger Kina bare to år. Hvor mye er det egentlig verdt å ta etter den amerikanske modellen?

USA må skaffe seg økt handlingsrom. Det fordrer en mer vekstkraftig økonomi. Da er det ingen vei utenom økte skatter. Og kanskje heller ikke utenom en ny skatt – innføring av merverdiavgift – som alle de 29 andre OECD-landene allerede har.

Men Kongressen har ikke vilje til å handle.

”Vi trenger syv år til”, sa senator John McCain på et møte jeg overvar i Washington DC høsten 2009. Hvorfor syv år? Fordi vi trenger tre valg til. Hvert annet år er alle 435 representanter i Huset på valg og en tredjepart av de hundre senatorene. Gradvis vil alvoret gå opp for det amerikanske folket, mente McCain. Og da vil dets demokratisk valgte representanter være i stand til å treffe de nødvendige beslutningene.

Det hele virker så meningsløst. USA kunne heller ha lagt opp til en økonomisk politikk med nedbetaling av statsgjelden, økt sparing, opprustning av realkapital og mindre militært engasjement i resten av verden. Tenk så mye enklere jobben til Barack Obama ville ha vært om Alan Greenspan ikke hadde gått inn for skattelettelsene til George W. Bush, og i stedet bidratt til å styre utviklingen i amerikansk økonomi i en sunn retning. I stedet fikk vi en helt uansvarlig finanspolitikk der skattene ble satt ned samtidig som de statlige utgiftene steg, blant annet til finansiering av kriger i Asia.¹⁷

Utfordringer ville Obama likevel hatt nok av. Innenriks krever en voksende eldrebølge og en fornyelse av helsevesenet nye grep. På den globale dagsorden finner vi klimaproblemet og terrorisme, i tillegg til militære engasjementer i andre land. En særlig utfordring for dagens amerikanske president er håndteringen av et fremvoksende Kina.

¹⁷ I år 2000, det siste år med Bill Clinton som president, utgjorde den amerikanske statens inntekter 20.9 prosent av BNP. Fire år og to kriger senere var de falt til 16.3 prosent.

Working Paper Series

- 1/06** **Isachsen, Arne Jon**
Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro
- 2/06** **Beine, Michel, Paul De Grauwe and Marianna Grimaldi**
The impact of FX Central Bank Intervention in a Noise Trading Framework
- 3/06** **Isachsen, Arne Jon**
Canada Goose
- 4/06** **Isachsen, Arne Jon**
Like før det smeller? Om globale ubalanser
- 5/06** **Qvigstad, Jan Fredrik**
When does an interest rate path "look good"?
Criteria for an appropriate future interest rate path
- 6/06** **Isachsen, Arne Jon**
Verdens rikeste land
- 7/06** **Steigum, Erling**
Den Keynesianske revolusjonen 70 år etter: Et tilbakeblikk
- 8/06** **Isachsen, Arne Jon**
Elleve i Kina – Ved én av dem
- 1/07** **Isachsen, Arne Jon**
Globalisering
- 2/07** **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**
Økonomiske paradokser
- 3/07** **Isachsen, Arne Jon**
Folk på vandring
- 4/07** **Isachsen, Arne Jon**
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender
- 5/07** **Isachsen, Arne Jon**
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07** **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07** **Isachsen, Arne Jon**
Uro
- 1/08** **Houg, Kjetil**
A note on the concept of risk
- 2/08** **Isachsen, Arne Jon**
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08** **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko

Working Paper Series

- 4/08** **Husum, Hans Olav**
Hvor kommer pengene fra?
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08** **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08** **Isachsen, Arne Jon**
Om finanskrisen i USA
- 7/08** **Isachsen, Arne Jon**
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09** **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09** **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09** **Chand, Sheetal K.**
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09** **Liikanen, Erkki**
Finland, EMU and the euro
- 5/09** **Isachsen, Arne Jon**
Kina viser muskler
- 6/09** **Isachsen, Arne Jon**
En dag med China Daily
- 7/09** **Isachsen, Arne Jon**
Scener fra en finanskrise
- 1/10** **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>