

Working Paper Series 2/08

**BOLIG- OG FINANSKRISEN
I AMERIKA**

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Mai 2008

The logo consists of the letters 'BI' in a bold, white, sans-serif font, centered within a dark blue square. The square is positioned in the bottom left corner of the page.

BI

Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

BOLIG- OG FINANSKRISEN I AMERIKA

Noen innledende bemerkninger

“Av de to krisene som preger verdensøkonomien nå – finansiell uro og raskt stigende matvarepriser – er den siste den mest bekymringsfulle”. Så skriver den velkjente spaltisten Martin Wolf i Financial Times den 30. april 2008.

Finansiell uro, der folk går fra hus og hjem, er konkret virkelighet for mange mennesker i Amerika. Dobbelt så mange boliger gikk på tvangssalg i USA i mars 2008 som i mars året før. Men Amerika er et rikt land. Man har ressurser til å gjøre noe med problemene.

Nød og fattigdom, der folk går sultne til sengs, er en konkret virkelighet for mange mennesker i Afrika og Asia. En økning i matvarepriser på kanskje femti prosent for familier i fattige land, der allerede to tredjedeler av inntekten går til mat, er katastrofal.

Land i Afrika og Asia som nå står i fare for å rammes av sult og død, har lite ressurser. Behovet for hjelp utenfra blir desto større. Om imidlertid hungersnød er konsekvens av en urimelig skjev inntektsfordeling, og ikke matmangel som sådan, blir det behov for endringer av det politiske systemet i landet. Forskning tyder på at intet demokrati har erfart hungersnød i stor skala. Der folkets vilje gjøres kjent gjennom valg, vil de valgte ikke med åpne øyne se at folk i tusenvis dør av sult. Mekanismer for omfordeling vil bli tatt i bruk som hindrer et slikt utfall.

Matmangelen verden i dag synes å stå overfor, og den raske prisveksten, skyldes et sammentreff av omstendigheter:

- Økt levestandard i Kina – og etter hvert også i India – som gir økt etterspørsel etter kjøtt. Havre til hesten og mais til grisen gir mindre dyrkbar mark for hvete til mennesket.
- Økt produksjon av subsidiert biodrivstoff har gjort at vegetabilsk olje fra mais og andre produkter forbrennes snarere enn å spises.
- Små matvarelagre i utgangspunktet.
- Tørke i mange jordbruksland i 2006 og 2007.
- Økende mangel på vann hemmer jordbruksproduksjonen i mange land, blant annet Kina og fattige land i Afrika.
- Eiere av kapital på jakt etter bedre avkastning enn hva lave renter gir, fører til spekulasjon i råvarer. Prisen på hvete, mais og ris stiger kraftig.

Alt dette peker i retning av behovet for en ny grønn revolusjon. Denne gangen for produksjon av mat som trenger lite vann.

Den 29. april i år satte FN ned en arbeidsgruppe med oppgave å bekjempe kriser som utbredt matmangel kan tenkes å føre til. I tillegg til sult og død kan politisk uro og opptøyer som i siste omgang kan virke politisk destabiliserende på det globale planet, bli resultatet av for lite mat, eller mer presist, av en urettferdig fordeling av den maten som tross alt er der. For oss i Norge som i det store og hele nyter godt av den eksisterende verdensorden – tenk bare på vårt raskt voksende oljefond som har alle sine vel to tusen milliarder kroner plassert i utenlandske verdipapirer – blir verdens matvareproblem noe vi har egeninteresse av å bidra til en løsning av, utover den rent humanitære siden av saken.

I tillegg til rede penger til et nødhjelpsfond for innkjøp av mat, skal gruppen FN har satt ned, bidra med kunstgjødsel og såkorn til bønder i fattige land. Videre ber FN om at land som har innført eksportbegrensninger på mat, revurderer disse. Slike begrensninger demper tilbudet og driver prisene i importlandene ytterligere opp.

Hvorfor disse innledende bemerkninger om verdens matvareproduksjon i en artikkel der temaet er den globale finansielle uroen som har sitt utspring i et råttent marked for boliglån i Amerika? Å sammenholde finansmarkeders problemer i rike land med matvareproblemer i fattige land gir perspektiv på tingene. Men også den analytiske forskjellen mellom disse to problemkompleksene er det nyttig å få tak i.

I fattige land ser det nå ut til at den løpende produksjonen av mat (pluss import) vanskelig kan holde tritt med behovet for mat den enkelte nederst på inntektsstigen har. Faren for å sulte i hjel er reell for stadig flere. I Amerika, der finansvesenet har kommet i ulage på grunn av uvettig utlånspolitikk, slappe reguleringer og en altfor selvbevisst – skulle det vise seg – sentralbanksjef, er det ikke den løpende produksjonen som i første rekke rammes. Det er kun noen tall i noen bøker som må endres.

Hva mener jeg med det?

Om du har kjøpt et hus i Amerika til én million dollar, fullfinansiert av banken, og boligprisene tar til å synke, kan banken få et problem om du får et. Ditt problem – at når ”smiskeperioden” med lav rente er over, makter du ikke lenger å betjene lånet. Du må flytte. Og huset selges. Nå til godt under verdien av lånet.

Hvem tar tapet?

I Amerika tar banken det. Huseier har vanligvis ingen personlig forpliktelse ved boliglån utover verdien av boligen. Man tar sine personlige eiendeler og flytter ut. Nøkkelen leveres til banken. Som tar tapet. *Men huset står der som før.* Den nye eieren som banken har solgt huset til, flytter glad og fornøyd inn. Den gamle eieren som hadde tatt seg vann over hodet, må nøye seg med en langt enklere standard. I første omgang trolig i leid bolig.

For den enkelte boligeier som ikke lenger er det, og for banken som har gitt lånet, er ikke dette noen hyggelig situasjon. Men for *landet* – eller økonomien sett som et hele – er det

ikke så mye å bekymre seg over. Huset står der som før. Banken har tatt et tap. Men det er noe banker skal gjøre. I begrenset grad. Det er først når omfanget av tapene i banker og andre finansinstitusjoner blir så stort at det reduserer tilbudet av kreditt og dermed virker inn på den løpende produksjonen av varer og tjenester, at et skrantende amerikansk boligmarked blir et samfunnsøkonomisk problem som myndighetene vanskelig kan unngå å engasjere seg i.

Problemet for økonomien forsterkes av en formueseffekt: Når markedsverdien på ens bolig går ned, kan det virke dempende på løpende forbruk. For noen blir villigheten til å låne på boligen for å øke forbruket mindre. For andre kan synkende verdi på huset stimulere til økt sparing slik at samlet formue ikke faller – eller faller mindre. Uansett, løpende forbruk, og dermed løpende produksjon og sysselsetting, vil dempes når eiendomsverdier faller.

På denne bakgrunn har myndighetene i Amerika bestemt at en ”skatterabatt” nå skal komme folket til gode. I mai og juni 2008 vil sjekker på til sammen godt over hundre milliarder dollar bli sendt ut til husholdninger over det ganske land. Den økte kjøpelysten vil demme opp for de nedgangstider USA nå opplever.

Vi skal i det følgende se nærmere på følgende temaer:

- Opptakten til krisen
- Fra boligkrise til finanskrisen
- Greenspan gått ut på dato?
- Finanspolitikken under Bush heller ikke særlig vellykket
- Nye regler og reguleringer for finansmarkedene
- Hvordan løse den akutte krisen i det amerikanske boligmarkedet?

En stor utfordring for Fed – den amerikanske sentralbanken – og for andre kontrollmyndigheter er å anviser tiltak slik at de som bør få på pukkelen, får på pukkelen. Sagt mer direkte, de som har tatt utilbørlig stor risiko, eller på annen måte oppført seg på uforsvarlig vis, må få kjenne det kraftig på pungen. Det vil redusere sannsynligheten for lignende kriser i fremtiden. Men å tro at amerikanske finanskriser etter denne kun vil høre historien til, er det ingen som gjør. Til det er menneskers griskhet og oppfinnsomhet for stor. I kombinasjon med andre menneskers naivitet og lettlurhet.

Når vannet igjen er flatt, det vil si bølgene etter den finanskrisen vi nå er midt oppe i har lagt seg, er jeg redd at Alan Geenspans renommé, som da han gikk av som amerikansk sentralbanksjef i januar 2006 ble betegnet som ”trolig den beste sentralbanksjef verden noen gang har sett”, vil ha fått seg et solid trøkk.¹

¹ Jeg takker for kommentarer fra Fridtjof Berents, Øystein Børsum, Thomas Ekeli, Alf Hageler, Lars Fjell Hansson, Christian Heyerdahl-Larsen, Øystein Hærnes, Karoline Knoph, Arild Lund, Birger Vikøren og Xiuyi Dong. De er uten ansvar for gjenværende feil og mangler. Kanskje bortsett fra et par kommafeil.

Opptakten til krisen

Frem til sommeren 2006 hadde boligprisene i USA steget gjennom mange år. En ekspansiv pengepolitikk hadde bidratt med sitt. Etter terroraksjonen 11. september 2001 var det om å gjøre å holde etterspørselen oppe i et samfunn preget av frykt og usikkerhet. Lavere signalrente fra Fed – helt ned til én prosent i juni 2003 – var ett virkemiddel. Sommeren året etter hevet Fed renten med et kvart prosentpoeng. Hele 16 ganger til skulle den amerikanske sentralbanken gjøre det. Inntil renten i juni 2006 hadde kommet opp til 5,25 prosent. Da Greenspan gikk fra borde i januar 2006, var styringsrenten til Den amerikanske sentralbanken på 4,5 prosent. Dette er renten som bankene i USA låner av hverandre til over natten. Fed uttrykker klart hvilket måltall man har for denne renten, og intervensjoner i markedet for å se til at federal funds renten er rundt ønsket nivå.

Hevningen av sentralbankens korte renter hadde imidlertid ikke de forventede virkninger på de lange rentene. “Greenspan’s conundrum” – eller gåte – oppstår. De lange rentene blir liggende rolig. For en tiåring, det vil si en statsobligasjon med gjenværende løpetid på ti år, holder den effektive avkastningen seg stort sett litt i underkant av 4,5 prosent. En hevning av de korte rentene med 3,5 prosentpoeng, fra én til 4,5 prosent, skulle normalt ført til en renteøkning på om lag ett prosentpoeng på en tiåring. Det skjedde ikke. Ettersom amerikanere flest gjør bruk av fastrentelån ved kjøp av bolig, hadde den markante innstramningen i pengepolitikken ikke de forønskede virkninger på prisutviklingen i eiendomsmarkedet. Strevet som Fed hadde med å demme opp for en uønsket rask vekst i boligprisene, ble ikke kronet med hell. Uønsket, fordi man anså at boligprisene etter hvert kom langt over hva underliggende økonomiske forhold tilsa var et bærekraftig nivå. Når boligen stiger i verdi, er det for mange sparing god nok. Den løpende inntekten kan gå til løpende forbruk. Hvilket bidrar til å holde ved like en grunnleggende ubalanse i amerikansk økonomi, nemlig et altfor høyt privat forbruk.

Når også staten bruker mer enn den tar inn i skatter og avgifter, er det kun én måte å balansere det hele ut på – ved opplåning i andre land gjennom underskudd på driftsbalansen med utlandet.

Ettersom mange andre land ønsket å ha eksportoverskudd, både av hensyn til produksjon og sysselsetting og ut fra ønsket om å bygge opp større, eide reserver av utenlandsk valuta – en mer solid buffer her vil kunne komme godt med ved uheldige og uforutsigbare hendelser i fremtiden – var ikke finansieringen av store og voksende underskudd i amerikansk utenriksøkonomi noe problem. Når andre land brukte overskudd i dollar til kjøp av amerikanske statsobligasjoner, bidrog det både til å holde verdien av dollar og verdien av obligasjoner oppe. Og høye priser på obligasjoner innebærer lave renter.

Men også internt i USA var det grunnlag for at lange renter skulle holde seg stabile rundt 4,5 prosent, uaktet Feds hevning av den korte renten og utlendingers gode appetitt på amerikanske verdipapirer. Med Alan Greenspans tiltakende status – “too clever to fail” – var mange overbevist om at inflasjonen på sikt ville holde seg rundt det nivået sentralbanksjefen hadde sagt var passende, nemlig på et par prosent. Med en

velfungerende realøkonomisk utvikling syntes det rimelig å legge til grunn at en stabil, langsiktig realrente på om lag 2,5 prosent. Det gir en stabil nominell rente på rundt 4,5 prosent på en risikofri tiåring.

Nettopp Greenspans dyktighet eller ry, troen på den henimot ufeilbarlig Fed-sjef som ser klarere enn andre hva som skal til, og som har både vilje og makt til å levere det som trengs i form av gode rentebeslutninger, i kombinasjon med det institusjonelle faktum at amerikanere flest har fastrentelån på sine boliger – og ikke flytende rente, som norske huseiere, som skjelver i buksene hver gang Norges Bank truer med å sette opp den korte renten – ødela for pengepolitikkenes tiltenkte virkninger på det amerikanske boligmarkedet.

Problemet som for høye boligpriser skaper i form av store underskudd på handelsbalansen skal ikke overvurderes. USA har verdens største og mest dynamiske økonomi. Den er det mange som ønsker å ha del i. Ved å kjøpe mer varer og tjenester fra utlandet enn landet selv selger, skaper Amerika rom for dette – for utenlandsk eierskap i amerikanske aksjer, obligasjoner, bankinnskudd og fabrikker.

Bemerk også at et lands utenlandsgjeld ikke nødvendigvis skal tilbakebetales. Det er nok at den betjenes. I dag har USA en nettogjeld til resten av verden tilsvarende om lag 50 prosent av BNP. Det er et høyt tall, men ikke avskrekkende høyt. På slutten av 1970-tallet var Norges nettogjeld til utlandet tilsvarende høy. Om utenlandsgjelden vokser i samme takt som BNP, vil gjeldsgraden (gjeld/BNP) være konstant.

En fortsatt vekst til la oss si en netto utenlandsgjeld på 60 prosent av BNP for Amerikas vedkommende, er det klart rom for. Om man legger til grunn en nominell BNP-vekst på fem prosent (to prosent inflasjon og tre prosent realvekst) samt at utenlandsgjelden skal stabiliseres på 60 prosent av BNP, kan USA i alle år ha et underskudd på driftsbalansen med utlandet tilsvarende tre prosent av BNP (som er fem prosent av 60 prosent). Uten at gjeldsgraden mot utlandet øker. For 2007 hadde USA et underskudd i sin samhandel med utlandet tilsvarende vel seks prosent av BNP. Basert på historien skissert over er det behov for en halvering her. Det er gjørbart.

Om Amerikas opplåning i utlandet de senere år tross alt er håndterbar i et makroøkonomisk perspektiv, hva er det da som ligger bak den krisen i amerikansk bank- og finansvesen man nå er midt oppe i? Krisen har sitt mikroøkonomiske utspring i altfor griske og oppfinnsomme finansfolk og altfor naive og godtroende huseiere. I kombinasjon med myndighetenes blinde tro på markedets iboende og gode, selvregulerende egenskaper.

Som George Soros bemerker i en artikkel i Financial Times den 23. januar 2008: "Since 1980, regulations (of financial markets) have been progressively relaxed until they have practically disappeared". Produktene i finansmarkedene ble etter hvert så kompliserte at myndighetene ikke maktet å beregne hvilken risiko den enkelte finansinstitusjon stod overfor. I stedet stolte de på institusjonenes egne metoder for risikostyring. På samme vis som byråer for kredittvurdering (ratingbyråer) tok for god fisk informasjon de fikk om

nye, kompliserte finansprodukter av dem som lagde dem. Dette, sier Soros, "was a shocking abdication of responsibility".

Uten tvil har mange amerikanske husholdninger blitt forledet til å ta opp boliglån de ikke hadde muligheten til å betjene. Hvilket har gitt opphav til "subprime crisis", der "sub" betyr "under" og "prime" betyr "best", det vil si lån gitt til dem som ikke er de beste betalere. Hvilke forhold ligger bak eksplosjonen av "subprime" utlån? Kort fortalt følgende:

- Egne boliglånsmeglere som tar sin kommisjon og går når lånet er formidlet. De har ingen risiko ved eventuell manglende betjening av gjelden. Med slik ansvarsfraskrivelse på selgers hånd er det duket for at mange gis boliglån som ikke skulle hatt det.
- Faste og lave renter de første par årene av lånets løpetid. Som justeres kraftig opp når denne perioden er over. Fristelsen til å ta opp lån blir stor. Man klarer likviditetsbelastningen de første par årene. Særlig om det her er avdragsfrihet. Basert på antakelsen om at "prisen på fast eiendom alltid stiger", kan man – når "smiskeperioden" er over – selge huset, betale ned lånet, og eventuelt hive seg på samme karusell en gang til.
- Et system der huseier bare hefter med boligen for sitt lån. Om egenkapitalen i boligen skulle bli negativ, kan eieren rolig spasere ut av den, levere nøkkelen til banken og være fri for sine økonomiske forpliktelser.

I dag har om lag ni millioner amerikanske boligeiere negativ egenkapital – gjelden overstiger forventet salgsverdi. Når vi ser at prisene på brukte boliger har falt med mer enn 12 prosent fra februar 2007 til februar 2008 – fallet fra januar til februar 2008 tilsvarte en årlig rate på hele 23 prosent (sesongjustert) – må flere amerikanske boligeiere påregne at huset om ikke lenge er mindre verdt enn gjelden. Det å levere nøkkelen til banken blir fristende.

Fra boligkrise til finanskris

Sommeren 2006 startet et forsiktig prisfall i det amerikanske boligmarkedet. Men har nå – to år senere – fått farten kraftig opp. Prisnivået nå ligger nærmere 20 prosent under toppnivået, uten klare tegn til at bunnen er nådd. Antall boliger på tvangsauksjon i mars 2008 var over det dobbelte av tallet ett år tidligere. Tre prosent av eide boliger står nå ubebodd, mot normalt litt over halvannen prosent.

Fallende boligverdier virker dempende på samlet etterspørsel etter varer og tjenester. USA er nå – mai 2008 – farlig nær en resesjon, det vil si to på hverandre følgende kvartaler med negativ realvekst i økonomien.

Problemene i boligmarkedet er imidlertid bare for toppen av isfjellet å regne. Hva som gjør situasjonen bekymringsfull er hvordan det amerikanske bank- og finansvesen er kommet ut i et uføre, generert av subprime-lånene, men forsterket gjennom en atferd som

vanskelig kan kalles annet enn uforsvarlig. Ben Bernanke, sjefen i Fed siden februar 2006, har kalt denne atferden for ”neither responsible nor prudent”. Martin Wolf kan opplyse oss om at dette er sterke ord i en sentralbanksjefs munn. Vi andre ville sagt ”criminal and crazy” (Financial Times 26. mars 2008).

Hva skyldes denne atferden? En ting er verdipapirisering der subprime- og andre lån legges i en pott og nye obligasjoner utstedes basert på den forventede kontantstrømmen fra denne potten. Banker som har ytet de opprinnelige lånene til huseiere, får vippet disse lånene ut av egne bøker. Pengene som kommer inn ved salg av nyutstedte obligasjoner, kan anvendes til å yte nye lån.

Men hvilken pris er markedet villig til å betale for disse obligasjonene?

Her kommer finansiell ingeniørkunst inn i bildet. Kjøpere av slike obligasjoner kan velge mellom ”helt sikre” – gradert som triple A – eller gradvis mindre sikre, analysert av selskaper som driver med profesjonell kredittvurdering. Dess dårligere kredittvurderinger, eller rating, dess høyere rente. Forventet kontantstrøm fra de nederste transjene er ofte så usikker at den ingen rating får. I stedet gjemmes slike råtne epler bort i egne foretak, gjerne eid av investeringsbanken som står for verdipapiriseringen, men ikke synlig i de offentlige regnskapene. Cayman Island og andre skatteparadiser er da greie å ty til.

Når stadig flere AAA-vurderte produkter ikke genererer den forventede kontantstrømmen, er det et klart bevis på udugelige ratingbyråer. Som kanskje er litt i lomma på oppdragsgiver (?) – finanshusene – som betaler for ratingen, og som er tjent med en best mulig sådan.

Med stor usikkerhet knyttet til kredittverdighet har nye instrumenter for kjøp og salg av risiko vokst frem. Kompleksiteten har også blitt større over tid. Bare de få har full forståelse av hvordan mange av disse instrumenter er skrudd sammen og virker.

Hvordan bør det enkelte finanshus forholde seg til slike nyvinninger? Om konkurrentene dine hiver seg på karusellen og med stort hell og god lønnsomhet gjør bruk av dem, tør du da sitte stille og se at markedsandeler svinner og profitten faller? ”As long as the music is playing”, sa Chuck Prince – ikke popsangeren som preget hitlistene for 15 år siden, men tidligere sjef for Citigroup, som måtte gå da tapene kom – ”you’ve got to get up and dance”.

Når fremtidig forventet kontantstrøm fra en underliggende låneportefølje stadig pakkes om – og derivater for blant annet omfordeling og handel i risiko utvikles, der derivatene etter hvert lever sine egne liv uten nær kontakt med de underliggende verdipapirene – vil oversiktligheten lett bli borte. Hvem, når det kommer til stykket, bærer hva slags risiko?

Nettopp manglende oversikt over risikobildet – kombinert med utstrakt handel i derivater med stor motpartsrisiko, det vil si fravær av en sentral for avregning som både selger og kjøper av instrumentet må forholde seg til der man daglig må betale inn mer i margin om

markedsprisen ikke går din vei – bidrog til at Fed ikke turde å la Bear Stearns gå nedemom mandag 17. mars 2008. I stedet sørget den amerikanske sentralbanken for at JP Morgan Chase overtok Bear Stearns. Ikke fordi Bear Stearns var ”too big to fail”. Men fordi denne femte største amerikanske investeringsbanken var for sammenvevd, eller ”too entangled”, til at myndighetene tok sjansen på å la den gå overende.

Er Alan Greenspan i ferd med å gå ut på dato?

”Trolig verdens beste øl”, heter det i reklamen for Carlsberg. ”Trolig den beste sentralbanksjef verden noen gang har sett”, sa mange da Alan Greenspan gikk fra borde etter vel 18 år som sjef for den amerikanske sentralbanken. Hadde han ikke i sin ”regjeringstid” sørget for solid vekst i Amerikas – og i andre lands – økonomier? Styrt utenom eller gjennom farer og utfordringer på en aldeles glimrende måte?

Etter bare noen måneder i sjefstolen fikk Greenspan krakket i det amerikanske aksjemarkedet i oktober 1987 i fanget. Dernest Asia-krisen som startet i sommeren 1997, da Thailand ikke lenger fant det mulig eller hensiktsmessig å forsvare en fast valutakurs. Problemene i verdens finansmarkeder med et Russland som ikke betjener sin gjeld og krisen med LTCM – et hedgefond som truet med å dra mange med seg, om det var tillatt å gå over ende – fulgte deretter som hakka møkk.

Men Greenspan red alle stormene av. Ved solid tilførsel av likviditet sørget han for å holde markedene i gang. I tilfellet LTCM fikk han organisert storbanker til å ta over det fallerte fondet. Den gode likviditeten gav lav rente og høy etterspørselen etter varer og tjenester. Den overraskende solide veksten i produktiviteten i amerikansk næringsliv som Greenspan så klarere og raskere enn andre, lot seg realisere ved kjøpelystne amerikaneres voksende etterspørsel.

I oktober 2005, et snaut halvår før egen avgang, hevder Greenspan at fremveksten av stadig mer komplekse finansielle instrumenter har bidratt til utviklingen av langt mer fleksible, effektive og elastiske finanssystemer enn hva vi hadde for bare et kvart århundre siden. I mars 2008 har Alan Greenspan, gående i sitt treogåttiende år, en artikkel i Financial Times med tittelen ”We will never have a perfect model of risk”. Her konstaterer han at finanskrisen landet nå er midt oppe i, trolig er den verste siden Den andre verdenskrigens slutt. Krisen vil ikke være over før antall ledige boliger slutter å stige. Finansinstitusjonenes egne systemer for håndtering av risiko har sviktet, påpeker Greenspan. Men uttrykker likevel håp om at man vil unngå omfattende reguleringer. Selvregulerende markeder er det beste.

Men samme dag – den 17. mars 2008 – tar Ben Bernanke, Greenspans etterfølger som sjef i Fed, på seg en helt ny oppgave – nemlig redningsaksjon av investeringsbanken Bear Stearns hvis virksomhet i hovedsak faller utenfor reguleringsmandatet for sentralbanken. Ved å gi lån mot dårligere sikkerhet, med lenger løpetid, og til nye aktører gjør Bernankes Fed det klinkende klart at et langt sterkere overoppsyn med og reguleringer av

finansvesenet generelt og av investeringsbanker spesielt er påkrevd. Den gamle regelboken for Fed er hevet ut av vinduet. En ny må lages.

Hva gjør Greenspan så sterk i troen på selvregulerende markeder? Det essensielle problemet, hevder han, er at modellene vi har, så komplekse og avanserte de enn måtte være, ikke er gode nok. Om vi på adekvat vis kan modellere oppgangstider og nedgangstider hver for seg, samt finne måter å avdekke når økonomien går over fra den ene tilstanden til den andre, ville bankenes system for håndtering av risiko bli kraftig forbedret. Deri har han trolig rett. Men hva med realismen i denne fortellingen? Hvem kan vel i forkant sikkert si at dårligere tider er rundt hjørnet? Hvor realistisk er det i så fall at en bank eller finanshus som knekker denne koden, skulle meddele resultatet til andre? Og hvordan ville i så fall markedet sett under ett da oppført seg?

Skal man i troen på julenissen unngå oppbygging av et bedre reguleringsregime for finansmarkedene som begivenhetenes egen utvikling med all ønskelig tydelighet har avdekket behovet for? Nei, det skal man ikke. Joseph Ackerman, sjefen i Deutsche Bank, synes å ha beina på bakken der Greenspan svever i lufta: "I no longer believe in the market's selfhealing power", er hans oppsummering av de siste tiders hendelser.

Matematiske og statistiske modeller for risikostyring bygger nødvendigvis på historiske data. Som Greenspan sier i sin artikkel, ved bråe skift mot nedgangstider, forsvinner mye av diversifiseringsgevinsten. Korrelasjonene blir tettere. Selv de som sitter med brede porteføljer er mer sårbar enn noen hadde tenkt seg.

Ved å informere markedet om store, uventede tap på amerikanske subprime verdipapir utløste BNP Paribas den 9. august 2007 et strukturelt skift i finansmarkedene. Når mange med ett ser at keiseren er uten klær, løper de alle i samme retning. Historiske korrelasjoner bryter sammen. Risikoen er med ett mye større enn noen i forkant hadde beregnet.

Ingen modell kan i forkant forutsi en overraskelse. Da ville den ikke vært det. Kvalitative vurderinger som krever andre kunnskaper og annen innsikt enn rå tallknusing, kommer man ikke utenom. Greenspans tro på bedre modeller for risikostyring virker naiv. Opplegget med selvregulerende finansmarkeder har kommet til veis ende.

Alan Greenspans artikkel i Financial Times den 17. mars gikk ikke upåaktet hen. Her er sammendrag av tre etterfølgende leserinnlegg:

- Greenspans insistering på at markedene ordner opp best selv, innebærer at finansinstitusjonene og de som jobber der, tar fet profitt i gode tider, mens tapene i dårlige tider er det langt på vei opp til myndighetene og skattebetalerne å bære.
- Vi trenger ikke mer komplekse modeller. Vi trenger enklere modeller. Som aktørene i finansmarkedene kan forstå.
- Det ville vært fint om Greenspan innrømmet egne feil. I stedet for å snakke om modeller som ikke fungerer, burde han være opptatt av regulerende myndigheter som ikke gjør det.

Før vi ser nærmere på noen av de utfordringene reguleringsmyndighetene i USA nå står overfor, og noen av de planene som foreligger for å møte disse utfordringene, skal amerikansk finanspolitikk de senere år kort omtales.

Amerikansk finanspolitikk under president George W. Bush

Med George W. Bush flyttende inn i Det hvite hus i januar 2001 ble amerikansk finanspolitikk lagt om i klart ekspansiv retning. Gjennom massive skattereduksjoner – langt på vei ideologisk begrunnet – fikk amerikanske borgere mer å rutte med, og de amerikanske myndighetene mindre. Bush (43), der 43 i parentes refererer til Amerikas 43. president – Bush (41) er pappaen hans – ønsket å fremstå som en ny Ronald Reagan. En samlende president. Som gav folket tilbake hva folket hadde krav på. Egne skattepenger.

Allerede våren 2001 fikk president Bush med seg Kongressen på en ”tax rebate” på rundt hundre milliarder dollar. Enslige fikk tre hundre dollar, ektepar opp til seks hundre dollar, utbetalt i august og september dette året.

Med Bill Clinton i Det hvite hus hadde de amerikanske statsfinansene blitt gradvis forbedret. I år 2000 utgjorde de føderale inntektene 20,8 prosent av BNP – langt over gjennomsnittet på 18,6 prosent for de forgangne førti år.

Bushs første finansminister, Paul O’Neill, syntes godt om Clinton-administrasjonens innsats for å få orden på de statlige finansene. Den entusiasme presidenten og andre i hans team hadde for store nedskjæringer i skatteinngangen, delte ikke O’Neill. Skattelettelse er greit nok når man har råd til det. Men sunne statlige finanser, som Clinton hadde fått til, i samarbeid med Alan Greenspan – ”jeg holder stram finanspolitikk”, sa Clinton, ”og du regulerer renten slik at samlet etterspørsel blir passe stor”, fortsatte han, med klar adresse til Greenspan, hvortil sistnevnte nikkede bekræftende på hodet – ville O’Neill for sin del ikke hive på båten.

I 2001 tydet beregninger på at den amerikanske staten i løpet av de neste ti årene ville akkumulere overskudd på 5.600 milliarder dollar. I så fall ville all statsgjeld være nedbetalt i løpet av 2008. Det gjorde sentralbanksjef Greenspan meget bekymret. Hvorfor det? I en høring i Senatet sier han at med all gjeld nedbetalt, vil nye overskudd gjøre det nødvendig for staten å kjøpe verdipapirer fra privat sektor. Det vil politisere økonomien. ”Nothing could be worse”, slår sentralbanksjefen fast. (Dette problemet har ikke materialisert seg. Ved utgangen av 2007 var den amerikanske statsgjelden på litt over 9 tusen milliarder dollar.)

Som leder av Tempoutvalget som avgav sin innstilling i 1983, der spørsmålet var i hvilket tempo olje- og gassressursene i Nordsjøen skulle hentes opp, gjorde daværende visesentralbanksjef Hermod Skånland seg noen lignende betraktninger. Han var redd for at en for stri strøm av penger inn i statskassen ville kunne føre til uvetting bruk av dem.

I 1990 ble Statens petroleumsfond etablert. Noen år senere kom de første kronene trillende inn på kontoen. I januar 2006 ble navnet endret til Statens pensjonsfond – Utland. I dag tilsvarer verdiene av de utenlandske verdipapirene på dette fondet den årlige verdiskapningen i Norge. Det Kongelige Norske Finansdepartement, som Odd Børretzen ville sagt, kan peke nese til to tidligere sentralbanksjefer – store statlige kontante inntekter er ikke nødvendigvis ensbetydende med uvetting sløsing av midlene.

”Look to Norway” skulle noen ha hvisket Greenspan i øret våren 2001. Da hadde kanskje den amerikanske sentralbanksjefen hatt større sans for oppbygging av et statlig utenlandsfond – et amerikansk SWF (Sovereign Wealth Fund). Hvor mye triveligere hadde ikke det vært for USA fremfor dagens situasjon? Der amerikanerne opplever seg utsatt for aggressive oppkjøp av egne bedrifter, gjennomført av andre lands statlige fond, med de skumleste hensikter. Amerikas neste president overtar et bo i dårligere økonomisk stand enn det Bush (43) gjorde.

Skal vi oppleve at en ny Clinton – etter en Bush – er hva som skal til for å bedre de statlige finansene i Amerika?

Nye regler og reguleringer for finansmarkedene i Amerika og i andre land

Når det offentlige må inn for å redde finansinstitusjoner fra å gå konkurs – ikke av hensyn til institusjonene som sådan, men av hensyn til stabiliteten i økonomien – må landets finansminister, og ikke bare dets sentralbanksjef ut på banen. Skattebetalernes penger kan komme i spill. Hank Paulson er Secretary of the Treasury – eller finansminister – i dagens Amerika. Som tidligere sjef for investeringsbanken Goldman Sachs har han egnet bakgrunn for håndtering av den bolig- og finanskrisen USA nå befinner seg i.

Arbeidet med en bred gjennomgang av reguleringsregimet for de amerikanske finansmarkedene, som allerede var igangsatt for et års tid siden, har fått fornyet oppmerksomhet. Dagens system med mer enn hundre forskjellige institusjoner for overvåkning av finansmarkedene ville helt sikkert ikke blitt valgt om man i dag kunne starte med blanke ark. Men historiens erfaringer begrenser dagens muligheter, som på så mange områder. Etter en omfattende bankkrise i 1907 fikk man seks år etter etablert Federal Reserve System – den amerikanske sentralbank – som bankenes bank. Fem år etter kollapset på Wall Street i oktober 1929 var Security and Exchange Commission (Sec) på plass, et organ for overvåkning av amerikanske aksjebørser.

Hva gjelder reformer som nå er under arbeid, har finansminister Paulson lettet litt på sløret. Fed er tiltenkt en overordnet rolle som ”market-stability regulator”, med myndighet til å gripe inn overfor alle typer finansinstitusjoner. Ufordringen er å skulle identifisere kriser som er under oppseiling, for så å iverksette tiltak for å unngå dem. Fed vil både ha ansvar for og autoritet til å samle inn egnet informasjon og å gjøre slik informasjon kjent.

Videre skal den amerikanske sentralbanken samarbeide med andre reguleringsmyndigheter når nytt regelverk skal utarbeides, samt "take corrective actions" når det synes påkrevet.

Hank Paulson ser ikke for seg at Fed i forkant skal godkjenne nye finansielle produkter. Men heller ha øynene åpne for instrumenter preget av "excess complexity". Samt iverksette tiltak som hindrer at utbredelsen av slike instrumenter kan gå på stabiliteten av det finansielle systemet løs.

De lånemulighetene som amerikanske investeringsbanker har fått i Fed etter redningsoperasjonen av Bear Stearns midt i mars, er ikke ment å være permanente. Når det nye regelverket er på plass og ting har roet seg, skal man tilbake til det gamle – at kun institusjoner som mottar innskudd fra allmennheten, skal ha låneadgang i sentralbanken.

Mervyn King, nylig gjenoppnevnt for fem nye år som sjef i Bank of England, er opptatt av hvordan incentiv-strukturen for den enkelt megler eller bankansatt kan føre til en atferd som bærer galt av sted for finanssystemet sett under ett. Ved bonus til den enkelte basert på årets resultat tar man ikke høyde for risikoen i engasjementene. Som kan ligge som udetonerte bomber i bankenes balanser. Mervyn King vil at sentralbanken skal ha et ord med i laget når "compensation packages" lages – med sikte på at samfunnets langsiktige interesser blir bedre ivaretatt.

Videre trekker King frem behovet for at institusjoner som yter pantelån, ikke skal kunne verdipapirisere seg ut av det hele. Noe av lånet må stå tilbake på egne bøker. Da blir man mer nøye ved vurdering av den enkelte låntakers kredittverdighet.

En annen kapasitet – professor Charles Goodhart ved London School of Economics – vil ha et regelverk som gjør at banken slutter med sin prosykliske atferd. Når bankenes balanse gjøres opp hver dag basert på markedspriser, gir dette økende egenkapital i gode tider og økende utlånsmuligheter. Temperaturen i et allerede overopphetet eiendomsmarked stiger ytterligere. Motsatt ved nedgangstider – bankene begrenser sine engasjementer når markedsverdien av aktiva synker. Goodhart vil ha et system der kravet til egenkapital stiger med *veksten* i utlån. Ved å bygge opp reserver i gode tider står man bedre rustet til å møte de dårlige.

En annen variant for å komme den prosykliske atferden i bankene til livs er å legge historisk kost til grunn ved verdsetting av aktiva. Eller gjennomsnittlig markedsverdi beregnet som et glidende gjennomsnitt over de siste årene.

Hvordan løse den akutte krisen i det amerikanske boligmarkedet?

Førsteprioritet for Amerikas finansminister er imidlertid ikke den mer langsiktige innretningen av regimet for regulering av finansmarkedene i landet. Dette arbeidet vil ikke slutføres i Hank Paulsons tid. Det kortsiktige problemet – hvordan begrense skadevirkningene av den boligkrisen USA nå er midt oppe i – står øverst på hans

dagsorden. Her arbeides det under høytrykk. Flere forslag er til vurdering. Vi skal gå noe nøyere inn på ett av dem, den såkalt Bair-planene, etter sjefen for FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) – Amerikas banksikringsfond.

Sheila Bair legger stor vekt på at uvørne banker skal få seg en lærepenge. Har man gitt lån til huseiere som neppe hadde råd til slike lån, og som derfor ligger an til å måtte gå fra hus og hjem, skal banken få svi. Samtidig er det om å gjøre å demme opp for flommen av boliger som kommer på tvangsauksjon. Så lenge denne flommen vokser, vil boligprisene fortsette å falle. Det betyr at bankenes balanse forverres ytterligere. Tapene blir store når boliger må selges til godt under de lånene de hefter for. Hvordan bryte denne onde sirkelen?

Her er hovedpunktene i Sheila Bairs plan:

- Myndighetene tilbyr den hardt pressede huseier å låne inntil 20 prosent av det opprinnelige pantelånet. Dette lånet fra staten, som er rente- og avdragsfritt i fem år, anvendes til å betale ned på pantelånet til banken.
- Banken på sin side må godta reduserte betalinger på den gjenværende delen av lånet, definert som en viss andel av boligeierens løpende inntekt.
- Videre må banken betale en avgift til staten som dekker funding-kostnadene staten har ved femårs lånet til huseier.

En fordel med denne planen er at den kan settes hurtig ut i livet. Noen nærmere vurdering av boligens verdi er ikke nødvendig. Videre trenger ikke banken skrive ned lånet. Huseier gis bare en lettere byrde ved lavere rentebelastning. For myndighetene trenger ikke ordningen bli så dyr. Ved mislighold skal staten ha pengene tilbake først.

Men, sier kritikerne, dette opplegget løser ikke problemet med manglende egenkapital for boligeier. Rett nok. Men ved å strekke tiden ut og å lette kraftig på rentebyrden, kan man dempe veksten – og etter hvert nivået – for antall boliger som kommer på tvangssalg. Boligmarkedet får anledning til å roe seg ned. Og kostnadene for den enkelte så vel som for samfunnet av den krisen man nå er kommet opp i, blir mindre.

Working Paper Series

- 1/05 **Steigum, Erling**
Finn Kydland – Norges tredje Nobelprisvinner i økonomi
- 2/05 **Isachsen, Arne Jon**
Kina
- 3/05 **Isachsen, Arne Jon**
Internasjonal økonomi på randen?
- 4/05 **Steigum, Erling**
Aktivabobler: Kan og bør myndighetene gjøre noe?
- 5/05 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og finans i Kina
- 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

Working Paper Series

- 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

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.