



**SØNDAGSMØTE:** Finansminister Kristin Halvorsen, statsminister Jens Stoltenberg og sentralbanksjef Svein Gjedrem innkalte til pressekonferanse en søndag i oktober. USAs finanskrise hadde nådd norske banker og deres boliglånskunder. Trioen lanserte en krisepakke som skulle forhindre rentesjokk og utlånstørke.

AV: ARNE JON ISACHSEN



Arne Jon Isachsen er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi ved Handelshøyskolen BI. I denne artikkelen forklarer han bakgrunnen for finanskrisen.

# Krisen startet 2. juli 1997

Plutselig kollapser verdens største finanskonsern som korthus. Børsene og boligprisene stuper. Lånemarkedet går fullstendig i stå. Hvordan kunne dette skje?

## ■ THAILANDS SENTRALBANKSJEF

**OPPDAGER NOE:** Den 2. juli 1997 oppdaget Thailands sentralbanksjef at valutareservene kun utgjorde et par milliarder US dollar. Det var helt utilstrekkelig for at en politikk basert på fast kurs mot dollar kunne fortsette. Med oppgivelse

av fastkurspolitikken svekket den thailandske baht seg kraftig. Banker og finanshus med gjeld i dollar og fordringer i baht gikk på en skikkelig smell. Problemene spredde seg som ild i tørt gress. Mange land i Sørøst Asia ble rammet av en finanskrise som etter hvert utviklet

seg til en økonomisk krise. Den såkalte Asia-krisen.

**ASIAKRISEN GA USA NY ROLLE.** I etterkant av Asia-krisen fant mange land det hensiktsmessig å arbeide opp en solid buffer av utenlandsk valuta. Det er greit å



FOTO: SCANPIX

**BLÅSTE OPP BOBLE:** Markedet stolte på at hvis noe gikk galt ville sentralbanksjefen i USA, Alan Greenspan, hjelpe til med å senke renten. Den oppskriften fungerte en stund. Men over tid bidro den lave renten til å blåse opp en boble.

ha en neve dollar eller to å stå imot med om noe tilsvarende skulle hende en annen gang.

Men hvor skulle man få disse dollarene fra? Hvordan kan et land øke sine valutareserver? Det kan bare skje ved at eksporten overstiger importen. Men overskudd i ett land, forutsetter underskudd i andre land. I årene som fulgte endte USA opp med å ha store og vedvarende underskudd på sin handelsbalanse.

USA akseptert passivt den rollen landet dermed ble tildelt; om andre vil ha overskudd, får vi gjøre vårt og tillate underskudd.

**ALAN GREENSPANS OPPSKRIFT FUNGERTE TO GANGER.** Alan Greenspan tok over som sjef for Federal Reserve (eller Fed), den amerikanske sentralbanken, sommeren 1987. Han fikk raskt ry for sine evner til å håndtere finansiell uro. Etter bare noen måneder i sin nye jobb fikk han krakket på aksjebørsen i New York i fanget. Krisen ble håndtert på mesterlig vis, blant annet ved å sette ned renten og ved å tilføre ny likviditet. En tilsvarende oppskrift fulgte Greenspan i kjølvannet av Asia-krisen ti år senere. Greenspans politikk fungerte godt. En uventet rask produktivitetsvekst (produserer mer effektivt) i amerikansk økonomi fikk den rette pengepolitiske responsen. Når produksjonsevnen vokser raskere enn de fleste er klar over – Greenspan så det – kan man tillate seg lavere rente for å bidra til at etterspørselen er stor nok til å ta av for den økte produksjonen.

«Folk som tok stor risiko, ble ofte reddet av gongongen»

**ALAN GREENSPANS OPPSKRIFT FUNGERTE IKKE TREDJE GANGEN.** Etter hvert ble det noe litt «skummelt» over amerikansk pengepolitikk. Hver gang et problem meldte seg, svarte Fed med lavere rente og økt pengetilførsel. Folk som tok stor risiko, ble ofte reddet av gongongen. Når renten settes ned, blir nemlig tvilsomme papirer mer verdt. Både fordi økonomien generelt tar seg opp og fordi lavere renter øker verdien på gjeldspapirer. «The Greenspan Put», snakket man etter hvert om i markedet.

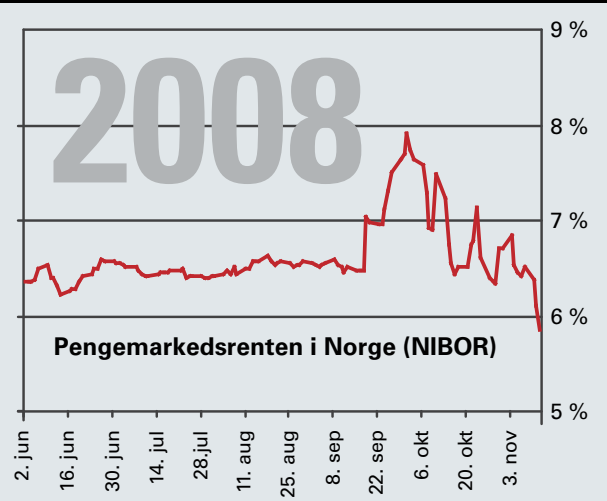
Om det blir dårlige tider, står den amerikanske sentralbanken klar til å ta ut potensielle tapere ved å sette renten ned. Når slike holdninger brer seg, øker aktørenes villighet til å ta risiko. Grunnen beredes for den finanskrisen USA nå er midt oppe i.

**GEORGE W BUSH GIR GASS.** I januar 2001 innsettes George W. Bush som ny president i USA. Han overtar en økonomi i god orden. Under Bill Clintons annen periode hadde den amerikanske staten solide overskudd i egne finanser. Statsgjelden var på full fart nedover. Fremskrivninger tydet på at staten kunne være gjeldfri 10-12 år frem i tid. Av ideologiske grunner mener president Bush at staten i stedet for å ha store overskudd, bør gi pengene tilbake til folket i form av lavere skatter. Hva mener sentralbanksjefen? Greenspan deler presidentens oppfatning.

Så kommer 11. september 2001. Twin towers i New York styrter i grus. Og Pentagon brenner. For å holde etterspørselen og den økonomiske aktiviteten oppe blir den vedtatte skattelettelsen fulgt opp med en mer ekspansiv pengepolitikk. Når den innenlandske etterspørselen vokser i kombinasjon med en veldig sterk dollar, er resultatet tiltagende underskudd i handelen med andre land. Ønsket resten av verden har om å bygge opp reserver i dollar, lar seg lettere innfri.

**FASTRENTELÅN ØDELEGGJER.** Etter at renten har vært holdt nede på én prosent i ett år, finner Fed tiden moden for en gradvis heving. I løpet av to år hever Greenspan signalrenten hele 17 ganger, hver gang med et kvart prosentpoeng, til 5,25 prosent i juni 2006. Tanken er å dempe veksten i etterspørselen generelt

**USA GIR NORDMENN RENTESJOKK**



**RENTEMARKEDET VIRKER IKKE:** Frykten gjør at bankene og andre aktører kvier seg for å låne ut penger til hverandre. Pengetørken sender markedsrentene i været. Norske banker varsler lånerenter nær 9-tallet. Etter hvert roer renten seg ned.



FOTO: SCANPIX

**THAILANDS SENTRALBANKSJEF:** 2. juli 1997 oppdaget Rernghai Marakanond at valutareservene kun utgjorde et par milliarder US dollar. Dette var startskuddet for Asia-krisen. Etter Asia-krisen ønsket mange land å øke sine valutareserver. Det krevde overskudd på handelsbalansen. En svak valuta mot dollar bidro til økt eksport og mindre import. «Motposten» i verdensregnskapet stod USA for ved underskudd på sin handelsbalanse.

«*Finansakrobatene opererte i et lov- og reguleringsmessig vakuum. Og mange av dem med IQ langt over hva de fleste av oss andre kan skilte med*»

og veksten i boligprisene mer spesielt. Men hva skjer? De lange rentene blir liggende stille på rundt 4,5 prosent. En gåte kaller Greenspan det. Amerikanere flest, i motsetning til oss nordmenn, finansierer husene sine med lange fastrentelån. Med lave og stabile renter på slike lån fortsetter boligprisene å stige. Greenspan får ikke den virkningen på boligverdiene som han ønsker.

To forhold ligger bak denne gåten. For det første Greenspans egen suksess. Troen på at Fed i all fremtid vil levere 2 prosent inflasjon og at likevektsrealrenten er på 2,5 %, tilsier lange renter (ti år og mer) på 4,5 %. For det andre – og da fanger vi opp tråden fra innledningen til denne artikkelen – når mange land med store overskudd på sine handelsbalanser finner det hensiktsmessig å kjøpe amerikanske obligasjoner, holdes prisen på disse oppe. Det betyr at renten holdes nede. Det nyter



**FINANSAKROBATER OG SØVNIGE REGULERINGSMYNDIGHETER:** Amerikanske husholdninger som har tatt seg vann over hodet, godt hjulpet av skruppelløse finansakrobater og søvnige reguleringsmyndigheter. Lånene de hadde tatt, lar seg ganske enkelt ikke betjene.

amerikanske boligeiere godt av; lave lange renter bidrar til verdistigning på boliger.

**FINANSAKROBATENE.** Inn på banen kommer nå finansakrobatene – de store skurkene i denne fortellingen. Utstyrt med oppfinnsomhet. Motivert av grådighet. Oppmuntret av ”The Greenspan Put”. De opererer i et lov- og reguleringsmessig vakuum. Og mange av dem med IQ langt over hva de fleste av oss andre

kan skilte med. Uten finansakrobatene, ikke noe sving på «subprime loans», dvs. lån til låntakere med manglende betjeningsevne.

**LEVDE OVER EVNE PÅ BOLIGVERDIEN.** Denne karusellen (se egen boks) fungerte fint i mange år. Kanskje var det derfor ingen gjorde noe. Kina og Japan, Tyskland og Norge, Brasil og Russland, kjørte på med store overskudd i utenrikshandelen.

## Karusellen man har mistet kontrollen på

**1. Låneagenter som tar fortjensten men lar andre ta risikoen:** I USA er det egne agenter som formidler eller selger lån uten selv å sitte tilbake med noe av lånet. Da blir ikke risikovurderingen hos utlåner særlig viktig. Makter ikke kunden å betjene lånet, er det ikke agentens problem. Han har fått sin provisjon og er ferdig med det hele.

**2. Banker som ikke selv foretar en nøye kredittvurdering:** Banken som yter lånet, dvs. gir kunden pengene mot sikkerhet i bolig, stoler på agenten og unnlater selv å foreta en nøyere vurdering av kredittverdigheten.

**3. Selger lånene videre:** Verdipapirisering av lån i flere runder der finansakrobater forsyner seg med provisjon, men som har som konsekvens at risikobildet tilsløres. Men dette trenger ikke være så farlig for den

lokale sparebanken. Den selger lånet videre til et finanshus på Wall Street. Mange lån legges i samme pott. Ut fra den kontantstrømmen som betjeningen av disse lånene forventes å gi, utstedes det nye obligasjoner som selges i markedet. Verdipapirisering kalles det.

**4. Skatteparadis hindrer innsyn:** Ratingselskaper som i for stor grad er avhengig av finanshusene, gjør ikke jobben sin godt nok. De nye obligasjonene deles inn i transjer, der sikkerheten blir gradvis dårligere dess lenger ut i køen man kommer. Ratingbyråer som blir betalt av finanshus, står for kredittvurderingen. Den nederste transjen blir gjerne lagt til et SIV (Special Investment Vehicle), lokalisert på Cayman Islands eller tilsvarende, uten informasjonsplikt til amerikanske myndigheter.

**5. Utenfor børsen:** Utvikling av finansielle derivater der motpartsrisikoen er stor, oversikten liten, og prisingen feil. Nye produkter lages på basis av lån gjort om til obligasjoner, blant annet for å dele opp og spre risikoen ytterligere. Med fravær av standardiserte produkter som handles over «clearing central» – for eksempel en børs –, blir det fort uorden.

**6. Garantister:** Garantister av lån som ikke evner å innfri når mange nok lån går sure. Egne selskaper – såkalte «monoliners» – som garanterer for hovedstol, men som ikke klarer å innfri når mange nok subprime loan ikke blir betjent.

**7. Regler hindrer innsyn:** Misforstått politikk fra amerikanske myndigheter tillater finanshus, ut fra konkurransehensyn til andre land, å ikke oppgi samlet eksponering.

**8. Gearing helt ute av proposjoner:** Finanshus med gearing på 30 eller mer. Det betyr at for hver dollar i egenkapital er det 30 dollar eller mer i lånte midler. I gode tider sikrer dette en meget solid avkastning på egenkapitalen. Til glede for aksjonærer og for bonuskåte ledere. Men overdreven gearing er som en tikkende bombe – nylig detonert mange steder når egenkapitalen var for liten til å møte trangere tider.

**9. Ulike regler:** Mindre regulerte foretak som ender opp med å ta risiko for strengere regulerte foretak som disse ikke har anledning til å ta selv. Forsikringselskaper og investeringsbanker som selger forsikring av kreditt, som de strengere regulerte forretningsbankene ikke har anledning til selv å markedsføre.



**BEDRE ENN 30-ÅRENE.** Vi lærte av krisen i 30-åra. Da måtte skakkjorte banker klare seg selv. Det endte med at halvparten gikk konkurs med svært alvorlige konsekvenser for befolkningen. Denne gangen har myndighetene forstått at banknæringen er så viktig og sentral for samfunnet at den ikke kan tillates å gå i stå. Bildet viser Wall Street i New York.

Pengene fant i stor grad veien til USA, ved kjøp av blant annet amerikanske obligasjoner. Det holdt renten i Amerika nede. Og boligprisene fortsatte å stige. Nye husholdninger fikk egnet sted å bo. De etablerte lånte opp på verdistigningen på boligen. Amerikanske konsumenter levde høyt på en stadig stigende boligkapital. Inntil boligprisene begynte å falle.

#### LOV Å RØMME FRA GJELDEN.

Det første signalet om at noe alvorlig galt er på ferde, kommer torsdag 9. august 2007. En fransk storbank som har et fond eksponert mot subprime market, kan ikke verdsette andelene fordi markedet i de underliggende papirer tørker opp. Utbetaling til andelseiere som vil ut av fondet, stanser opp.

Her må nevnes et særtrekk ved det amerikanske boligmarkedet. Den enkelte boligeier har ikke lov til å hefte for mer enn verdien av huset. Om man kjøper et hus til en million dollar, låner hele summen, og boligmarkedet faller 20 prosent, blir det fristende å levere nøkkelen til banken. Dermed frir man seg fra en forpliktelse på 200 000 dollar. For markedet som helhet betyr det tvangssalg. En amerikansk boligkriser som er i sin vorden, får derfor ekstra fart nedover.

**KONKURS.** Helgen 15.-16. mars 2008 ble travel for mange finansfolk og jurister. Den femte største investeringsbanken på Wall Street, Bear Stearns, ville stå uten nødvendig finansiering mandag morgen. Finanshus er forresten et bedre norsk ord. Skal myndighetene la Bear Stearns gå konkurs? Nei. Fed (sentralbanken) og Treasury (det amerikanske finansdepartementet) bidro til at storbanken JPMorgan Chase tok over det fallerte finanshuset. Aksjekursen ble satt til to dollar, ned fra 80 dollar noen måneder tidligere.

Bear Stearns var ikke det eneste råtne eplet. Seks måneder senere er Lehman Brothers i samme situasjon. Men denne gangen forholder myndighetene seg passive.

**HULL I LOVVERKET.** Noen timer etter konkursen til finanshuset Lehman Brothers ble det klart at verdens største forsikringsselskap, American International Group (AIG), stod på kanten av stupet.

Tapene man her hadde pådratt seg, var ikke i kjernevirksomheten. AIG hadde tapt mye på utstedelse av en form for garanti for at den som skylder penger, betaler. Forretningsbanker som er underlagt et langt strengere sett av regler, har ikke anledning til å drive med slik virksomhet. I stedet gjorde AIG det for dem – en omgøelse av intensjonene i regelverket.

#### KORTSIKTIG BONUSFOKUS.

De fem toppene i Fannie Mae, viste det seg, hadde i løpet av de siste fem årene fått utbetalt til sammen 199 millioner dollar, eller snau 8 millioner dollar per sjef per år – rundt 50 millioner kroner. Hva slags bonussystem hadde man lagt opp til?

«Privatize the gains and socialize the losses» beskriver systemet godt. I gode tider tar sjefene feite bonuser. Om det går riktig dårlig, tar staten over. Avlønning som i for stor grad legger opp til bonuser basert på årets resultater, kan føre til større risikotaking enn det som godt er.

**LÆRTE AV 30-TALLET.** Hvordan håndtere en situasjon der finansinstitusjoner – Freddie Mac og Fannie Mae, med samlet utlån på 5 400 milliarder dollar – er i ferd med å gå over ende? Staten tar over. Ak-

sjonærene nulles ut. Og ledelsen får sparken. Formidlingen av kreditt fra långiver til låntaker går sin gang. Samfunnet har et særlig ansvar når fare for konkurs og nedleggelser oppstår i finansmarkedene.

Under krisen i 1930-årene gikk halvparten av de amerikanske bankene konkurs, og en fjerdepart av innskuddene forsvant. I tillegg ble de gjenværende bankene så forsiktige at de nærmest stan- set utlån til små og mellomstore selskaper. Det ga helt unødvendige problemer når tilgangen på arbeidskapital tørket inn.

En fordel har man denne gangen – lærdommen fra 1930-årene.

«Terrasaken er et eksempel på uvettig finansakrobatikk også hos oss»

**NORGE ROBUST MOT KRISER.** Norge nyter godt av en vellykket håndtering av bankkrisen tidlig på 1990-tallet.

Aksjonærene tapte skjorta. Det har bidratt til økt forsiktighet i etterkant. Videre er det et klart strammere regelverk for finansvirksomhet i Norge enn i USA. Finansakrobater à la de amerikanske har vi således i stor grad vært forskånet for. Men ikke helt. Terrasaken er et eksempel på uvettig finansakrobatikk også hos oss. Lavinnskuddsleiligheter der innskuddet for den enkelte er lite, men der alle hefter for alt, er et annet produkt vi neppe er tjent med.

En systemkrise på linje med den som USA nå er midt oppe i, er mindre sannsynlig i Norge. Som en egen, solid buffer har vi Statens Petroleumsfond – Utland. Selv om verdiene her har sunket kraftig som følge av børsfall verden rundt, er det likevel snakk om verdier i utlandet på rundt 2 000 milliarder kroner. Da kan det vel vanskelig gå riktig ille med oss?

**KRISER ER SUNNHETSTEGN.** Den krisen vi nå opplever, er meget alvorlig. Men vi må ikke glemme at vi har en global økonomi som har levert særdeles gode resultater de siste par tiårene. Med en årlig vekst i Kina på ni-ti prosent, i mange u-land på seks-syv prosent, i Europa og Amerika på to-tre prosent.

Kriser som erkjennes er et sunnhets-tegn. Ting som har låst seg fast i feil spor, tas tak i. I Sovjet var det aldri noen kriser i finansvesenet.