

Working Paper Series 6/08

OM FINANSKRISEN I USA

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Oktober 2008



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

OM FINANSKRISEN I USA

Hensikten med dette Arbeidsnotatet er å gi et bilde av hva som har skjedd i det amerikanske finansmarkedet siden krisen startet tidlig i august 2007. En grundig analyse av årsaksforholdene som ligger bak, er et langt mer ambisiøst prosjekt enn hva jeg her forsøker meg på. I årene fremover vil forskere gi seg i kast med denne oppgaven. Vi vil helt sikkert få en mengde konkurrerende teorier om hvorfor krisen kom, og hvordan den burde vært håndtert. Slik vi har fått for tidligere tiders kriser.

Den 2. juli 1997

Den 2. juli 1997 oppdaget Thailands nye sentralbanksjef at valutareservene kun utgjorde et par milliarder USD. Det var helt utilstrekkelig for at en politikk basert på fast kurs mot dollar kunne fortsette. Med oppgivelse av fastkurspolitikken svekket den thailandsk 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 Sør-Øst Asia ble rammet av en finanskriser som etter hvert utviklet seg til en økonomisk krise.¹

I etterkant av krisen fant mange land det hensiktsmessig å arbeide opp en solid buffer av utenlandsk valuta. Det er greit å ha en neve dollar eller to å stå i mot med om noe tilsvarende skulle hende en annen gang.

Men hvor skulle man få disse dollarene fra? Hvordan kan et land øke sine eide valutareserver?

Det kan bare skje ved at eksporten overstige importen. Men overskudd i ett land, forutsetter underskudd i andre land. I årene som fulgte endte USA opp med å ha store underskudd på sin handelsbalanse. Andre lands behov for å akkumulere dollarfordringer gjorde det lett – for lett? – for Amerika å finansiere disse underskuddene.

Fra 2. juli 1997 til 9. august 2007

Allerede på 1960-tallet dro USA store fordeler av dollarens rolle som internasjonal valuta. Når andre land med overskudd på handelsbalansen bruker pengene til kjøp av amerikanske verdipapirer, innebærer det at de låner pengene tilbake til USA. ”Om min skredder hver gang jeg henter en ny dress lar meg låne tilbake pengene jeg betaler, ville jeg hatt flere dresser hengende i skapet”, sa Jacques Rueff, økonomisk rådgiver til president Charles de Gaulle. Og mente med det at USA altfor lett kunne tillate seg store underskudd i handelen med andre land.

¹ Kina gikk klar av det verste. Med kontroll på kapitalbevegelsene lot det seg gjøre å holde valutakursen fast. Dessuten var det kinesiske bankvesenet i svært liten grad eksponert mot utlandet.

Andre så det på andre måter. I en ekspanderende verdensøkonomi der internasjonal handel stadig fikk større betydning var det behov for økt likviditet. Med amerikanske dollar som den pengeenheten alle land godtok, var det nyttig for resten av verden at USA tilførte mer dollarlikviditet gjennom passende underskudd på handelsbalansen.

Asiakrisen i 1997 hadde som konsekvens at andre land ønsket en kraftig økning i sine valutareserver. Det forutsetter vedvarende og store overskudd i handelen med andre land. USA, kunne man si, akseptert passivt den rollen landet dermed ble tildelt; om andre vil ha overskudd, får vi gjøre vårt og tillate underskudd.

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 Asiakrisen ti år senere. Og igjen ved kriser som fulgte ved Russlands betalingsstopp på statspapirer, konkursen til LTCM – et stort hedgefond – og ved kriser i Latin-Amerika.

Greenspans politikk fungerte godt. En uventet rask produktivitetsvekst 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 på den måten å bidra til at etterspørselen er stor nok til å ta av for den økte produksjonen.

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 at med lavere renter prises gjeldspapirer høyere. ”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.

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. Om den amerikanske stat skulle bli gjeldfri, ville ytterligere overskudd innebære at staten går inn som eier i amerikanske bedrifter eller långiver til næringslivet. En uheldig sammenblanding av kortene, mener Greenspan. Den norske modellen – ved at staten eier aktiva i utlandet i stor stil – så det ikke ut for at man vurderte.

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 tiltakende underskudd i handelen med andre land. Ønsket resten av verden har om å bygge opp reserver i dollar, lar seg lettere innfri.

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 $5\frac{1}{4}$ prosent i juni 2006. Tanken er å dempe veksten i etterspørselen generelt og veksten i boligprisene mer spesielt. Men hva skjer? De lange rentene blir liggende stille på rundt 4,5 prosent. En gåte ("conundrum"), kaller Greenspan det. Amerikanere flest, i motsetning til oss nordmenn, finansierer husene sine med lange fastrentelån. Med lave og stabil 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 likevekts realrenten er på $2\frac{1}{2}$ prosent, tilsier lange renter (ti år og mer) på $4\frac{1}{2}$ prosent, pluss/minus lite grann. For det andre – og da fanger vi opp tråden fra innledningen til dette notatet – når mange land med store overskudd på sine handelsbalanser finner det hensiktsmessig å kjøpe amerikanske obligasjoner, holdes prisen på disse opp. Det betyr at renten holdes nede. Det nyter amerikanske boligeiere godt av; lave lange renter bidrar til verdistigning på boliger.

Inn på banen kommer nå finansakrobatene – de store skurkene i denne fortellingen. Utstyrt med oppfinnsomhet. Motivert av grådighet. Oppmuntret av "The Greenspan Put". Opererende 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. Med få subprime loans, ingen amerikansk finanskriser.

Her er de viktigste elementene i den karusellen som man det siste året har mistet kontrollen på:

1. Agenter som formidler lån uten selv å ta risiko i et pyramidespill basert på at prisen på fast eiendom alltid stiger.
2. Banker som ikke selv foretar en nøye kredittvurdering.
3. Verdipapirisering av lån i flere runder der finansakrobater forsyner seg med provisjon, men som har som konsekvens at risikobildet tilsløres.
4. Ratingselskaper som i for stor grad er avhengig av finanshusene, gjør ikke jobben sin godt nok.
5. Utvikling av finansielle derivater der motpartsrisikoen er stor, oversikten liten, og prisingen feil.
6. Garantister av lån som ikke evner å innfri når mange nok lån går sure.
7. Regler som tillater finanshus ikke å oppgi samlet eksponering.
8. Gearing helt ute av proporsjoner.

9. Mindre regulerte foretak som ender opp med å ta risiko for strengere regulerte foretak som disse ikke har anledning til å ta selv.

La oss se nærmere på disse punktene.

I USA er det egne agenter som formidler eller selger lån uten selv å sitte tilbake med noe av lånet. Da blir ikke risikovurderingen særlig viktig. Makter ikke kunden å betjene lånet, er det ikke agentens problem. Han har fått sin provisjon og er ferdig med det hele (1). 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 (2). 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 (3). 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 (4).

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. Ved "mark to market" av standardiserte produkter, vil børsen være motpart til både selger og kjøper. Videre må selger og kjøper daglig betale inn til børsen det man ligger an til å tape. Om da en av dem går konkurs, er ikke motpartsrisikoen for den andre særlig stor – man har børsen å forholde seg. Som på sin side har sikret seg innbetaling på daglig basis (5). Egne selskaper – såkalte "monoliners" – som garanterer for hovedstol, men som ikke klarer å innfri når mange nok subprime loan ikke ble betjent (6). Misforstått politikk fra amerikanske myndigheter som tillater finanshus, ut fra konkurransehensyn til andre land, ikke å oppgi samlet eksponering (7).

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 (8). Forsikringsselskaper og investeringsbanker som selger forsikring av kreditt, som de strengere regulerte forretningsbankene ikke har anledning til selv å markedsføre (9).

Det hele fungerte fint i mange år. Kanskje derfor var det man ikke gjorde noe. Kina og Japan, Tyskland og Norge, Brasil og Russland, kjørte på med store overskudd i utenrikshandelen. Pengene fant i stor grad veien tilbake til Amerika, 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. Gamle lånte opp på verdistigningen på boligen. Amerikanske konsumenter levde høyt på en stadig stigende boligkapital.

Husholdninger som forregnet seg og måtte gå fra hus og hjem, fantes. Mange av dem hadde fått lån med særlig gunstig rente de første par årene. Når reguleringen av renten stod for tur, var det for mange kroken på døra. For dem som måtte gi opp sin boligdrøm, var det selvsagt en ulykke. Men så lenge boligprisene stiger, er det ingen trussel mot stabiliteten av systemet. Tvangssalg av boliger bringer inn nok til at gjelden dekkes. Finansinstitusjonene har få problemer.

Verre blir det våren 2007. Subprime loans som ikke betjenes. Og underliggende pant som ikke er tilstrekkelig til å dekke opp for tapene.

Sett i ettertid fortøner den tildekning av realiteter som amerikanske finansinstitusjoner kunne tillate seg, meget underlig. Mens sentralbanker i stadig større grad er blitt opptatt av å fortelle hva de mener og hvordan de resonnerer – transparens eller gjennomsiktighet, er hedersordene – for i neste omgang å skulle stå til ansvar for det de har gjort, fikk amerikanske finanshus anledning til å skjule deler av egen virksomhet bak et slør av kompliserte finansielle instrumenter, gjerne lagt til selskaper offentligheten ikke hadde innsyn i.

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 markedet, annonserer store, uventede tap og stanser utbetalingene.

Fra 9. august 2007 til 17. mars 2008

Likviditetsproblemer som noen fond administrert av BNP Paribas får i august 2007, sprer seg til andre banker og finanshus. Både Fed og ECB (European Central Bank) stiller opp med tilførsel av nye midler. Lånerammer blir romsligere og løpetider forlenges.

Men det underliggende, realøkonomiske problemet forblir uløst; amerikanske husholdninger som har tatt seg vann over hodet, godt hjulpet av skruppelløse finansakrobater og søvnige reguleringsmyndigheter, må i stigende grad kaste inn håndkle. Lånene de hadde tatt, lar seg ganske enkelt ikke betjene.

Her må nevnes et særtrekk ved det amerikanske boligmarkedet. Det 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 at "foreclosures" – at boliger fraflyttes og komme ut på markedet – kan gå raskere i USA enn i andre land. En boligkrise som er i sin vorden, får ekstra fart nedover; om mange velger å fri seg fra netto gjeld på denne måten, vil mengden av boliger for salg vokse raskt. Det bidrar til å presse prisene ytterligere ned. En ond sirkel oppstår.

Nettopp dette skjer nå. Boligprisene tar til å falle, antall boliger som kommer ut på markedet stiger, og prispresst nedover forsterkes ytterligere. Hvor store tap er det snakk om? Hvem skal ta dem?

Helgen 15.-16. mars 2008 ble travel for mange finansfolk og jurister. Den femte største investeringsbanken på Wall Street, Bear Stearns, ville ikke stå uten nødvendig finansiering mandag morgen. Finanshus er forresten et bedre norsk ord. Ikke snakk om noen bank som mottar innskudd fra vanlige folk, og som er underlagt strenge reguleringer. Skal myndighetene la Bear Stearns gå konkurs? Nei. Fed og Treasury (det amerikanske finansdepartementet) bidrog til at storbanken JPMorgan Chase tok over det fallerte finanshuset. Aksjekursen ble satt til to dollar, ned fra 80 dollar noen måneder tidligere. Videre stilte myndighetene garanti for 30 milliarder dollar.²

Denne redningsoperasjonen har sammenheng med at Bear Stearns er motpart til en mengde transaksjoner som ikke klareres over børs. Om Bear Stearns legger inn årene, vil aktører med motpartsrisiko få problemer. "Too entangled to fail" – for sammenvevd til å gå konkurs – blir merkelappen man setter på det hele.

Samme dagen som redningsaksjonen for Bear Stearns annonseres – mandag 17. mars – har Alan Greenspan en artikkel i Financial Times der han redegjør for og forsvaret sin politikk som sentralbanksjef, som varte frem til februar 2005.

Fra 17. mars 2008 til 22. september 2008

Bear Stearns håpet myndighetene var det eneste skikkelige råtne eplet. Men nei, tidlig på høsten falt råtne epler ned i tur og orden.

De to halvstatlige boliglåninstitusjonene Freddie Mac og Fannie Mae har som oppgave å kjøpe boliglån av andre finansinstitusjoner, finansiert ved utstedelse av egne obligasjoner. Tidlig i september ble det klart at Freddie og Fannie ikke hadde egenkapital nok til å møte nødvendige nedskrivninger av tap. Med en gearing på 60 skulle det heller ikke store tapene til før kassen var tom.

Hvordan håndtere en situasjon der finansinstitusjoner med samlet utlån på 5.400 milliarder dollar er i ferd med å gå over ende? Staten tok over. Aksjonærene ble nulltet ut. Og ledelsen fikk sparken. De som hadde lånt penger til Freddie og Fannie fikk sine midler sikret. Det gjorde at virksomhetene kunne drive videre. I et samfunnsmessig perspektiv er dette det vesentlige; at formidlingen av kreditt fra långiver til låntaker går sin gang. Nettopp derfor har samfunnet et særlig ansvar når fare for konkurs og nedleggelse oppstår i finansmarkedene.

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 –

² Noen dager senere blir garantien for den første milliard tatt bort. Det gir JPMorgan Chase incentiv til å drive sin nye virksomhet med aktpågivenhet. Videre blir prisen på aksjen justert opp til ti dollar.

rundt 50 millioner kroner. Er det rimelig? 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.

Et slikt system for bonus, hva slags type atferd oppmuntrer det til? Mervyn King, sjefen i Bank of England, mener at myndighetene bør ha innsyn i og kontroll på systemet for avlønning av sjefer i store finansinstitusjoner. Ikke av fordelingsmessige grunner – men av stabiliseringsmessige. Avlønning som i for stor grad legger opp til bonuser basert på årets resultater, kan føre til større risikotaking enn det som godt er.

Under krisen på 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 stanset utlån til små og mellomstore selskap. Som fikk helt unødvendige problemer når tilgangen på arbeidskapital tørket inn.

En fordel har man denne gangen – lærdommen fra 1930-årene. I den sammenheng kan det være betryggende å vite at Ben Bernanke, som overtok etter Alan Greenspan som sjef i Fed, har gjort solide forskningsarbeider på krisen i Amerika i 1930-årene.

I midten av september fikk den fjerde største investeringsbanken i USA problemer. Da arbeidet med å få en koreansk finansinstitusjon tungt inn på eiersiden til Lehman Brothers ikke lyktes, var det slutt. Denne gangen grep ikke de amerikanske myndighetene inn. Lehman ”filed for Chapter Eleven”, dvs. stanset sin virksomhet og fikk beskyttelse mot sine kreditorer. Deler av Lehman Brothers blir trolig kjøpt opp av andre finansinstitusjoner. For andre deler av virksomheten er en langdryg prosess i gang for en ryddig avvikling.

Noen timer etter konkursen til 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 Credit Default Swaps (CDS) – 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 omgåelse av intensjonene i regelverket.

Myndighetene gikk inn med 85 milliarder dollar. Men er disse pengene hevet ut av vinduet? Langt derifra. Når myndighetene tar over AIG og eksisterende aksjeeiere vannes kraftig ut, blir spørsmålet hvor godt AIG drives i årene fremover. Om driften er god og overskuddene pene, vil de 85 milliarder dollar betales tilbake og med god avkastning.

Parallellen til den norske bankkrisen tidlig på 1990-tallet er klar. Statens Bankinvesteringsfond ble etablert. Man tok over eierskapet til Den norske Bank, Kreditkassen og Fokus Bank. Aksjonærene, som ikke var villig til å komme opp med ny kapital, ble nullet ut. I etterkant angret de bitterlig på det. De tre bankene kom seg nemlig fortere på beina enn de fleste hadde tenkt seg. Det gjorde norsk næringsliv også. Mange lån som hadde blitt avskrevet som tapt, lot seg likevel drive inn. Enden på visa ble at

staten fikk igjen sine penger – med god fortjeneste. I dag sitter den norske stat med 34 prosent av aksjene i DnB NOR.

Hvordan den amerikanske stat kommer ut av sitt engasjement i AIG gjenstår å se. Om det i hovedsak er et *likviditetsproblem*, dvs. mangel på kontanter her og nå, kan det gå riktig bra. Om det derimot er et alvorlig problem med *soliditeten*, dvs. de underliggende verdiene er utilstrekkelige, kan mye av innskuddet på 85 milliarder dollar gå tapt. I så fall er det skattebetalerne som til syvende og sist tar en del av tapene.

Rett over midten av september skjedde et par ting til i den amerikanske finansverden. Merrill Lynch, en av de tre store gjenværende investeringsbankene, solgte seg til Bank of America. Noen dager senere annonserte de to gjenværende, Morgan Stanley og Goldman Sachs, at de vil søke å endre sin status fra investeringsbank til forretningsbank. Det ser således ut for at perioden med høy gearing i risikofylte finanshus er i ferd med å ebbe ut. Som forretningsbanker er de underlagt langt strengere reguleringer. Innskyterne får større sikkerhet for pengene sine. Men egenkapitalen må opp. Warren Buffet – Amerikas mest vidgjetne private investor – har allerede annonsert at han går inn med 5 milliarder dollar i ny egenkapital i Goldman Sachs.

Fra 22. september 2008 til 2. oktober 2008

Nå hadde sentralbanksjef Ben Bernanke og finansminister Hank Paulson fått nok. Aksjoner for å redde – eller ikke redde – en og en institusjon av gangen, holder ikke. En *strategi* for håndtering av finanskrisen i USA må til. Ondet må angripes ved roten – hvordan gjenopprette balansen i et boligmarkedet preget av lån til over pipa for mange? Der stadig flere boliger legges ut for salg, med den konsekvens at fallet i boligprisene bare fortsetter.

En proaktiv strategi der myndighetene griper inn i boligmarkedet lanseres, basert på en bevilgning på 700 milliarder dollar fra Kongressen. Mye penger. Men likevel ikke mer enn 5 prosent av Amerikas BNP. Noe mer enn den norske stat bladde opp under bankkrisen her på berget.

I skrivende stund er det uklart hva som skjer med dette forslaget. Mandag 29. september ble forslaget – noe overraskende – avviste av Representantenes Hus. Den 1. oktober ble et revidert forslag godtatt i Senatet. Huset skal ta stilling til planen i morgen, fredag 3. oktober.

Hva er det de krangler om? Jeg tror det i stor grad er om hvem som skal betale gildet. I en pakke som tidligere så ut til å få gjennomslag, lå det inne at sjefer i banker og finanshus skulle få sin lønn og bonus begrenset. Hensikten er å redusere incentiver til risikotaking som systemet ikke tåler. Videre var det lagt opp til at dommere på det lokale planet kunne gripe inn og fastsette betaling til banken som den enkelte huseier kunne makte i noen år fremover. Lavere rente, ingen avdrag for en periode og lengre nedbetalingstid. Det gir dommere stor makt. Samtidig gir det fart i oppryddingsarbeidet. De syv hundre milliarder

dollarene fra staten kommer hendig inn her. Banken overlever, og huseierene blir boende i sitt hus.

Her er det viktig å minne om at husene står der. Realkapitalen er intakt. Men verdien er ikke hva man trodde. Noen tall i noen bøker ser stygge ut. Hvordan fordele de tapene som dermed fremkommer på en hensiktsmessig måte? At folk tvinges til å flytte ut av boligene som deretter legges frem for salg, er ingen god løsning. Hus står tomme. Prisene fortsetter å synke. Krisen forlenges. På den annen side, bare la den uansvarlige huseier komme unna med lavere betaling, er heller ikke bra. Hva slags atferd vil det oppmuntre til i fremtiden?

Et alternativ er at staten går inn og overtar finansinstitusjoner med store, latente tap. I så fall nulles eksisterende aksjonærer ut. Staten får friere handlingsrom i håndteringen av kunder med betalingsproblemer. Dette er den norske modellen, som fungerte svært godt. Men som det er vanskeligere å få gjennomslag for i Amerika – staten som eier er det liten tradisjon for i USA.

En tredje modell – og det er den amerikanerne går for – går ut på at banker blir lettet for dårlige lån. Om staten lager en egen bank for ”bad loans”, bedres finansinstitusjonenes balanser, og sjansen for at de klarer seg øker. Men hvilken pris skal staten betale for dårlige lån? Bokført verdi er altfor mye – lånene er jo dårlige, dvs. sjansen for at de fullt ut betjenes er liten. Dessuten blir aksjonærene i banken dermed reddet, og det var jo ikke meningen. Markedspris? Men vet vi hva den er? Og om den er lav nok, vil banken gå nedennom. En kombinasjon der staten betaler en ”for høy pris” for dårlige lån, og samtidig kommer inn på eiersiden i banken, synes mer rimelig.³

Noen flere observasjoner

Men er ikke den amerikanske stat allerede kraftig forgjeldet? Vel, med 9.000 milliarder dollar i gjeld har staten sitt å slite med. Men sammenlignet med andre land er ikke dette avskrekkende. USAs statlig gjeld er i underkant av 60 prosent av BNP. Det er lavere enn i Tyskland og Frankrike, og bare en tredjedel av Japans.

Men utenriksøkonomien da – er ikke den skrantende i Amerika? Vel, en netto utenlandsgjeld på om lag 20 prosent av BNP må betjenes. Men når det viser seg at Amerikas investeringer i utlandet kaster mer av seg enn gjelden landet har til andre land, blir det en pluss på netto kapitalavkastning. En håndterbar situasjon. Sagt enklere. Om du låner fem millioner kroner, søler bort en million og investerer de resterende fire, trenger du ikke ha noe problem om avkastningen på de fire langt overstiger renten du må betale på de fem.

³ Wachovia, en stor bank med 120.000 ansatte, ble mandag 29.september tatt over av Citigroup. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Amerikas banksikringsfond, initierte denne overtakelsen. FDIC vil godtgjøre Citi for fremtidige tap, etter at Citi selv har ansvaret for de første milliardene i tap. Som gjenytelse for denne garantien får FDIC aksjer i Citi. Dette opplegget er i tråd med hva jeg skisserer over.

Et særpreg ved Amerika er at landets valuta også er verdens valuta. Som vi tidligere var inne på, andre lands kjøp av amerikanske verdipapirer bidro til å holde lange renter i USA nede. Det gav stigende boligpriser, synkende sparing og økende forbruk. Når nå mange land sitter på store mengder amerikanske verdipapirer, vil tiltakende inflasjon, om det skulle bli en konsekvens av redningsoperasjonene som iverksettes overfor finansinstitusjoner i USA, også ramme andre land. Kjøpekraften av dollarene synker. På den bakgrunn kan det synes fristende å inflatere seg ut av problemene. Pøs på med penger. La prisnivået stige med 6-8 prosent per år i noen år. Over tid vil boligprisene også ta seg opp. Bankens balanse vil ta seg bedre ut. Og utlendingene er med på å betale gildet.

Tiden er moden for at amerikanske husholdninger sparer mer. Men hvem skal overta som drivere i etterspørslen i det globale bildet om konsumentene i USA roer seg ned? Kineserne. Mens amerikanerne bruker 70 dollar for hver tjente hundre, bruker kineserne 40 yuan for hver tjente hundre. Økte offentlige utgifter til helse, skole og pensjon vil redusere usikkerheten for den enkelte kineser, og bidra til at det private forbruket tar seg opp.⁴

Regelverket for finansvirksomhet vil helt sikkert endres i etterkant av den krisen vi nå er midt oppe i. Et element i denne endringen vil være regler som gjør atferden til banker og andre finansinstitusjoner mindre prosykliske. Som det nå er øker bankenes utlånsevne i gode tider – og svekkes i dårlige. Det forsterker konjunktorene på en uheldig måte.

Hva med Norge?

Europa merker stadig kraftigere dønningene av finanskrisen på den andre siden av Atlanterhavet. Nylig valgte myndighetene i Be-Ne-Lux å iverksette en omfattende redningsoperasjon for storbanken Fortis. Dagen etter ble en tilsvarende ordning funnet for Dexia som eies av Belgia, Frankrike og Luxembourg. Med amerikanske subprime loans i bøkene, eller med produkter som bygger på slike lån, er finansinstitusjoner i Europa utsatt nå som opprydningen i USAs økonomi trekker ut i tid.

Norges Bank har nylig sikret seg kredittlinjer til Fed. Manglende dollarlikviditet som rammer norske banker, kan dermed vår sentralbank lettere bøte på.

En generell atmosfære av usikkerhet har ført til høyere rente på dollar. Norske banker som i noen grad funder seg ute i dollar, merker konsekvensene. Fundingkostnadene stiger. Renten på egne utlån settes opp uten at dette har sammenheng med noen renteheving fra Norges Banks side.⁵

⁴ Spareiveren i Kina har med manglende trygghet for fremtiden å gjøre. Utgifter til skole, pensjon og helse må i stor grad bæres av den enkelte. Men endringer er underveis. Fra i fjor betaler staten for niårig skole på landet. Byene kommer snart etter. En forsiktig reform av pensjonssystemet er under arbeid. Noen folkepensjon omfattende alle de 1,3 milliarder kineserne er det imidlertid ikke snakk om. Videre arbeides det med å bedre tilbudet i primærhelsetjenesten.

⁵ Om norske myndigheter vil ha bedre styring på korte, norske renter, er aktive intervensjoner i terminmarkedet for valuta en mulighet.

I denne situasjonen har man stilt seg spørsmålet om interbankmarkedet i større grad bør "flyttes hjem" til Norge. Norges Bank arbeider med saken. Et problem er at med få aktører på den hjemlige arena vil likviditeten lett bli for dårlig.

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 uvetting 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.

Ungdom som vil inn i boligmarkedet, opplever harde tak. Med høyere rente og synkende boligpriser vil en god del norske husholdninger svi fingrene sine kraftig. Men en systemkrise på linje med den som USA nå er midt oppe i, er mindre sannsynlig.

For den vanlige, norske bankkunde er det betryggende å vite at innskudd på inntil 2 millioner kr per bank er garantert av myndighetene. Det tilsvarende tallet i USA er 100.000 dollar – planlagt økt til 250.000 dollar.

Finansdepartementet har det overordnede ansvaret, inklusive etablering av egnet regelverk. Kredittilsynet står for den løpende overvåkingen av de enkelte institusjonene i det norske finansmarkedet. Og Norges Bank har ansvaret for å overvåke systemet som helhet. Om norske finansinstitusjoner skulle rammes av en krise, får reguleringsmyndighetene en stor utfordring. Uansett hvor godt foreberedt man er, vil uventede ting skje.

Tilførsel av nødvendig likviditet, mot tilfredsstillende sikkerhet, er sentralbankens oppgave. Med liten tillit norske banker imellom, er interbankmarkedet i ferd med å tørke inn. Når banker er engstelige for andre bankers betalingsevne, blir de selv sittende på ledige midler. I denne situasjonen har Norges Bank gått inn med utvidede lånerammer og lengre løpetider. Men med korte renter i pengemarkedet langt over Norges Banks styringsrenter er situasjonen langt fra løst på tilfredsstillende vis.

Penger på bordet for et eventuelt nytt statlig banksikringsfond vil det være departementets jobb å fremskaffe, etter at Stortinget, som bevilgende myndighet, har gitt sitt samtykke.

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?

Helt til slutt

Den krisen vi nå opplever, er meget alvorlig. Men bakteppet må vi ikke glemme. 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 sunnhetstegn. Ting som har låst seg fast i feil spor, tas tak i. I Sovjet var det aldri noen kriser i finansvesenet.

Nydalen, 3. oktober 2008,

arne jon isachsen

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
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko
- 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