



FOKUS: FINANSKRISEN OG INTERNASJONAL POLITIKK

# 2007–2008 finanskrisens politiske økonomi

HERMAN SCHWARTZ  
*University of Virginia*



Per i dag ser det ut til at effekten på finansmarkedene og realøkonomien som følge av problemene i *subprime* markedet vil være begrenset.

– Ben Bernanke, mars 2007

## Hva gikk galt på makronivå?

Generelt kan man si at den globale finanskrisen 2007–08 skyldtes en vedvarende global ubalanse mellom tilbud og etterspørsel som USA og asiatiske stater håndterte i det stille ved å konvertere amerikanske handelsunderskudd til hel- og halvstatlige amerikanske verdipapirer. Denne «resirkuleringen» skapte ny kjøpekraft pga. dens koblinger til boligmarkedet i USA og enkelte andre OECD-land. De asiatiske statene, og senere også OPEC-land, kjøpte i all hovedsak verdipapirer med sikkerhet i amerikanske statlige verdipapirer, som hadde sitt utspring i de halvstatlige finansgigantene Fannie Mae og Freddie Mac (heretter: Frannie). Dette førte til at rentene på amerikanske pantelån sank. Siden boligfinansieringssystemet i USA gjør det mulig å anse boliger som aktiva/formue, førte rentefallet til at amerikanske forbrukere kunne bruke billioner av dollar av fiktiv verdi på asiatisk overproduksjon. Denne pengestrømmen gjorde at amerikansk økonomi passerte gjennomsnittsvæksten i OECD.

Den samme dynamikken som drev boligboomen i USA og andre steder førte også til at boomen sporet helt av, og verden havnet i dagens finanskrise. Som tilfellet er for enhver boom, brast boblen da drivstoffet var brukt opp. Global disinflasjon, konverteringen av det amerikanske handelsunderskuddet og en strøm av betalingssvake boligkjøpere holdt

Oversatt av Jan Risvik og Benjamin de Carvalho

liv i boomen. Da dette tilsiget uteble, opphørte også boomen. På 1990-tallet hadde amerikanske selskaper flagget ut stadig flere arbeidsintensive jobber til asiatiske lavkostland, noe som førte til en importflom av stadig billigere varer. På den måten sank den offisielle inflasjonsraten, i likhet med lånerentene. Europeisk og asiatisk resirkulering av handelsoverskudd gjorde det samtidig mulig for USA å spekulere i kursforskjeller i det globale finansmarkedet. USA kunne ta opp kortsiktige lån til lav rente og på samme tid investere langsiktig med høy avkastning utenlands. Dette resulterte også i lavere lånerenter. Billige lån lokket millioner av amerikanske huskjøpere til de nederste trinnene på boligstigen. Disse nykommerne genererte billioner av dollar i fiktivt utbytte for huseiere, som således ble i stand til å klatre ytterligere opp på boligstigen og bruke penger i rikt monn.

At veksten opphørte, skyldtes iboende trekk ved veksten selv. En av de viktigste drivkreftene bak disinflasjonen var prisreduksjonen på varer til løpende forbruk i kjølvannet av utflaggingen av arbeidsintensiv produksjon til Asia. Slik ble den akkumulerte inflasjonen på forbruksvarer redusert med 10 prosentpoeng vis-à-vis tjenestesektoren (Broda & Romalis 2008a, 2008b). Men alt i alt var de nye boligkjøperne lavtlønnede med lav utdanning. Jo mer arbeidsintensiv produksjon som ble flyttet ut av landet, dess færre potensielle huskjøpere ble det etter som inntektsnivået blant de lavere sjiktene stagnerte. Til å begynne med hadde den relativt store andelen av importerte forbruksvarer som inngikk i det totale forbruket til de ufaglærte arbeiderne, bidratt til å oppveie synkende reallønner, slik også fallende lånerenter hadde gjort. Før eller siden måtte imidlertid kombinasjonen av synkende lønninger og stigende boligpriser føre til at boligboomen tok slutt.

For det andre hadde den vellykte utflaggingen av lavlønsproduksjon til Kina og andre u-land ført til enorm økonomisk vekst der, men også nytt inflasjonspress. Med utgangspunkt i et lavt utviklingsnivå førte denne veksten til stadig større behov for globale råvarer, framfor alt olje. Utvikling innebar å skape en helt ny infrastruktur – veier, nybygg, kraftverk, telekommunikasjoner – og følgelig et gigantisk behov for sement, stål og kobber. Totalt var den kinesiske importen av olje, soyabønner og kobber tretti ganger større i 2007 enn i 1995 (Jen og Bindelli, 2007). Disse u-landenes økende import av globale råvarer reverserte disinflasjonen fra 1990-tallet og tvang industrilandenes sentralbanker til å sette opp renten.

For det tredje ligger det i bolig- og kredittmarkedets vesen at de sist ankomne vil være de minst kredittverdige, noe som innebærer at det vil være risikabelt å gi lån til disse. Fra 1995 til 2005 steg andelen selveiere i USA med omkring 5 prosentpoeng, og dette drev selveierskapet inn i et *terra incognita* av lav kredittverdighet. I 2004 steg subprime-lån fra 7 prosent av nye pantelån til nesten 20 prosent. Samtidig sto såkalte Alt-A-lån, til låntakere med rimelig god kreditt men med stor gjeld, for ytterligere 20

prosent (Harvard Joint Center 2008). Dette var lån til varierende renter og som gjorde låntakere sårbare for enhver økning av styringsrenten for pantelån. Alle forsto at disse kjøperne ikke ville overleve en økning av renten på sine lån. Derfor skulle disse lånene refinansieres til en fast, lavere rente etter noen år med prisstigning på boligene.

Kort sagt hadde ikke boligboomen i 2006 lenger nye huskjøpere, disinflasjon og lave lånerenter den kunne vokse videre på. Vekstmaskinen som hadde vært drevet av boomen i boligmarkedet, ble satt i revers og begynte å bremse amerikansk økonomi. Hvorfor førte dette til en global finanskriser? De makroøkonomiske fenomenene nevnt ovenfor var ikke immaterielle, abstrakte strømmer. De ble kanalisert via et relativt lite antall finansielle mellomledd som omdannet globale kapitalstrømmer til pantelån. Når så kapitalen på ny ble investert i det globale finansmarkedet, skjedde det med disse pantelånene som sikkerhet (*mortgage backed securities*, MBS, og *collateralised debt obligations*, CDOs, et såkalt derivat basert på MBS). Globale finansselskaper hadde klekket ut noe de mente var et forholdsvis enkelt system for å profitere på disse billionstrømmene. De utviklet en modell for handel basert på rentespekulasjon, *carry trade*, hvor de tok opp milliarder i kortsiktige lån for å kjøpe langsiktige CDOs, og profiterte på renteforskjellene. Men denne handelen var sikker og profitabel bare dersom boligprisene fortsatte å stige. Men da Kinas vekst vendte disinflasjon til inflasjon og boligboomen hadde absorbert alle kredittverdige kjøpere, falt boligprisene for egen maskin, slik de tidligere hadde steget.

De fallende prisene gjorde at finansselskapenes tilsynelatende enkle, men svært risikable *carry trade* havnet i krise. Når en *subprime*kunde kjøpte seg hus i Modesto, California, 15 mil fra jobben i Silicon Valley, bidro han til de stigende oljeprisene som drev lånerenten hans i været. Økt inflasjon bidro indirekte til mislighold (*default*) av lån ved at hardt pressede huseiere ble tappet for penger, og direkte til at renten på lånene deres steg. Lån som ble tatt opp i 2007 ble tre ganger oftere misligholdt enn lån av årgang 2005, av disse var 15 prosent subprimelån og 7 prosent Alt-A-lån (Simon 2008). Med 1,6 billioner dollar utestående i MBS-lån av subprimetypen og Alt-A-lån, og 56 prosent av totalt 1,3 billioner dollar CDOs med sikkerhet i amerikanske boliglån, ble forgjeldede finansselskaper rammet av en selvforskyldt krise (Salomon 2007). Jeg vil ikke her gå nærmere inn på enkeltheter ved krisen, men konstaterer at til forskjell fra krisene på 1980- og 90-tallet rammet den hele det globale finanssystemet. Den hadde oppstått i sentrale stater, og ikke i periferien, og statlige myndigheter reagerte med å reversere tre tiårs avreguleringer og privatisering.

## Hva gikk galt på mikronivå? Institusjonelle årsaker

For å forstå problemene i finanssektoren og hvorfor stater svarte med kapitalinnsprøytinger og renasjonalisering i et omfang man aldri har sett tidligere, må vi forstå hvordan bankene strukturerte sine spekulative investeringer. De spekulerte ved å bruke *Structured Investment Vehicles* (SIVs) til å låne *Asset Backed Commercial Papers* (ABCP) slik at de kunne kjøpe MBS og CDOs. Selv om dette klinger svært komplisert, koker det hele ned til ren *carry trade*. Enkelt sagt brukte bankene SIVs til å ta opp kortsiktige (90–180 dager) lån til lav rente. SIVs ble investert i CDOs som formelt var basert på pantelån over 30 år til en høyere rente. Råmaterialet til de fleste CDOs var de 1,6 billioner dollar i subprime og Alt-A-lån utstedt mellom 2004 og 2007. I samme tidsrom økte ABCP med 600 milliarder dollar (Tett og Davies 2007). Selv om det ser liketil ut, var det en dødelig blanding.

Å ta opp kortsiktige lån for å investere langsiktig er svært risikabelt. Bankene mente de kunne unngå risikoen fordi de trodde at misforholdet mellom aktiva og gjeldsforpliktelser, *maturity mismatch*, var mer tilsynelatende enn reelt. De trodde at det meste av pantelånene med bevegelig rente – som lå til grunn for MBS og MBS-baserte CDOs som hadde blitt kjøpt med SIVs – ville være refinansiert (dvs. innløst) etter to år. Slik skulle bankenes SIVs kunne tilbakebetale kortsiktige lån før de makroøkonomiske omgivelsene vendte seg mot dem. De trodde mislighold ville begrense seg til enkelte steder, og ikke over hele fjøla. Til bankenes overraskelse begynte boligprisene å falle overalt i 2006, noe som gjorde det umulig for subprime- og Alt-A-låntakere å refinansiere sine lån. Mislighold av pantelån fikk markedsverdien på CDOs til å stupe, og finanskrisen var et faktum da utstederne av ABCP nektet å låne bankene penger.

Hvordan hadde MBS utviklet seg? På nokså banalt vis; MBS fra hånd til hånd (*pass-through*) er ganske sikre redskaper å utstede pantelån med; her var Frannie pionerene. Frannie pakket inn lån med *omtrent* samme rente, forfallstid og kredittrisiko og slo dem sammen til en gigantpool med *gjennomsnittlig* rente, forfallstid og kredittrisiko. Investorer kjøpte en viss prosentandel av denne MBS-poolen for å hente ut en *pro rata* gevinst (og tilsvarende måtte de bære en *pro rata* andel av tap). Pantelån i slike *pass-through*-MBS holdt seg intakt, og innehavere eller forvaltere kunne identifisere og luke ut misligholdere. På den måten ble bare en pool rammet av hvert mislighold.

Forekomsten av mislighold på slike MBS lå stort sett på under 0,5 prosent. Frannie kjøpte kun pantelån som var i overensstemmelse med selskapets betingelser, som forutsatte god kredittverdighet; låntakerens faste gjeldsposter fikk ikke overstige 34 prosent av husholdningens samlede inntekter, og nedbetalingen skulle ligge på 10–20 prosent. Som følge av lite mislighold ble disse MBS AAA-rangert som investeringsobjekt. Normale

MBS kan på mange måter sies å være et klassisk velferdsprodukt fra Fords dager. De sosialiserte risikoen ved boligfinansiering, investorenes utbytte ble homogenisert, debitor ble begunstiget (ved at de første avdragene var kostnadsfrie) og låntakerne ble homogenisert til middelklassefamilier som kjøpte og bodde i eget hjem.

I motsetning til disse er private («ikke-Frannie») MBS et post-fordistisk produkt. Husholdninger som ikke kunne etterleve betingelsene, ble fratatt sine pantelån, investorer kunne fritt spekulere og håve inn varierende utbytte, mens risikoen ble plassert hos debitorerne. Nærmest per definisjon vil ikke-statsstøttede foretaks-MBS bruke *non-conforming* pantelån siden alle *conforming* pantelån blir tilbudt Frannie. Førstnevnte type pantelån innebærer fem til seks ganger større risiko for mislighold enn sistnevnte. Dette er grunnen til at antallet mislighold av *Baa*-vurderte CDOs (bunnen av investeringsgraderingen) var ca. ti ganger så høyt som *corporate* obligasjoner med samme vurdering (Calomiris 2007).

CDOs som var basert på private MBS kunne heller ikke tilby investorer en *pro rata* andel av fortjenesten fra en gitt pantelåns pool. I stedet ble hver CDO tildelt en viss juridisk prioritet (senioritet) over betalingsstrømmene. Betalinger fra pantelån ble først sendt til den CDO med høyest juridisk prioritet (såkalt super senior-segment). Så snart dette segmentet hadde fått sitt, sto segmentet under for tur, og så videre. Nesten alle pantelån måtte misligholdes om super senior-segmentet skulle gå glipp av sitt utbytte. CDOs var sammensatte produkter som inneholdt stykker og biter fra forskjellige pantelån. Med fullt overlegg mikset bankene ulike pantelån til et bredt spekter av CDOs for å begrense risikoen som ethvert mislighold ville utgjøre. Denne miksing gjorde at CDOs steg på rangeringslisten, men den åpnet også for at ett mislighold kunne smitte ned mange CDOs – noe som førte til at investorer mistet tilliten til dem.

Bankene opprettet SIVs som investeringer på siden av det ordinære budsjettet for å slippe å etterleve krav til inndekning, egenkapital og reserver. Lovbestemte reserver minsker bankenes lønnsomhet. Bankene støttet opp under sine SIVs med kreditt som nødhjelp. Med SIVs kunne bankene bruke sine gjeldsandeler til å øke profitten. CDOs alene var ikke nødvendigvis problematisk, men kombinasjonen CDOs/ SIVs forgiftet hele finanssystemet.

Noen banker og store investorer sto selv for egenkapitalen i sine SIVs, som så kunne ta opp kort- og mellomlangsigtede lån, 10 til 14 ganger større enn egenkapitalen for å styrke denne. SIVs utstedte kortsiktig gjeld, *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP), som måtte lånes på nytt hver 90. til 180. dag. SIVs brukte lånte penger til å kjøpe AAA-rangerte CDOs, med de samme CDOs som sikkerhet.

SIVs hadde samme rangering som sine CDOs, så de kunne ikke profittere på renteforskjeller basert på ulik kredittverdighet. I stedet sto SIVs

for *carry trade*, hvor det ble profittert på renteforskjellen som skyldtes den tilsynelatende *maturity difference* mellom deres langsiktige CDO-aktiva og deres kortsiktige ABCP-gjeld. Vanligvis er det høyere rente på langsiktig gjeld enn på kortsiktig, og langsiktige CDOs ga høy renteavkastning. *Massive leverage* økte denne forskjellen i utbytte til aksjeeierne.

Bankene var ikke urolige for sin tilsynelatende og store *maturity mismatch*, for de trodde at deres nominelt «langsiktige» CDO-aktiva i realiteten var kortsiktig gjeld. De fleste pantelån som inngikk i CDOs, var såkalte 2/28 ARMs (*Adjustable Rate Mortgages*). Det vil si at den relativt lave initialrenten varte i 2 år og ble i de neste 28 år justert årlig eller hvert annet år. Både banker og kjøpere forventet at disse pantelånene ville være refinansierte i løpet av de første to årene, før renten ble satt opp. Boligkjøpere tok opp slike pantelån i troen på at 5–10 prosent prisøkning på boliger snart ville kvalifisere dem for et pantelån med lavere, fast rente. Bankene trodde at kjøpernes refinansiering ville skaffe dem penger til å innløse egne ABCP. Og om utlånerne nektet å forlenge ABCP til SIVs, trodde disse at de kunne bruke kredittlinjene fra moderbankene sine for å sikre seg mot tvangsinnløsning av sine CDOs. SIVs framstår følgelig som *carry trade* hvor det utstedes tilsynelatende AAA-rangert kortsiktig gjeld for investering i ikke-egentlig-så-langsiktig, ikke-egentlig-AAA-kredittverdige instrumenter med høy rente. Hadde boligprisene fortsatt å stige, ville det ikke vært noe problem. Men det gjorde de altså ikke, noe som førte til et tap på 500 milliarder dollar på subprimelån per august 2008 (Onaran 2008).

## Hva gikk galt? Direkte årsaker

Banker og låntakere trengte en vedvarende årlig økning i boligprisene på 10 prosent om satsingen deres skulle innbringe penger. Men bare det faktum at subprimelåntakere hadde dukket opp, bar bud om at tilgangen på kredittverdige kjøpere hadde stanset opp. Ingen nye kjøpere betydde at boligprisene ikke kunne fortsette å stige i det uendelige. Men de eneste tilgjengelige kjøperne var personer som i realiteten ikke kunne betjene sine pantelån.

Vi kan disaggregere årsakene til denne feilsatsingen fra bankenes side. For det første gikk tre ting galt i SIVs spekulering med CDOs: overdreven tro på matematiske modeller; tillit til historiske data om mislighold som lå til grunn for disse modellene; og en tro på at boligprisene alltid kom til å stige. Som skreddersydde og kompliserte derivater kunne ikke CDOs bli verdsatt i et offentlig og likvid marked. De regulerende og verdiberegningene byråene tillot SIVs og investeringsbanker å verdsette CDOs på grunnlag av egne modeller. Uten noen offentlige handler tilsvarte dette verdsetting til innbilt kurs («*marking to make believe*») heller enn markedsverdsetting.

Hva hvis disse modellene tok feil hva gjelder sannsynligheten for tvangs-  
salg av mange ikke-likvide CDOs, i stedet for gradvis likvidering?

For det andre tok ikke disse modellene for seg befolkningsendringene hos *subprime* låntakere. *Subprime* lån på 1990-tallet var små nisjeprodukter som tillot folk med dårlig kredittvurdering å komme tilbake inn i boligmarkedet til en høy pris. Bankene vurderte disse låntakerne veldig grundig nettopp fordi deres potensielle mislighold ville havne i bankenes egne regnskap. Svakt stigende boligpriser hjalp *subprime* låntakere å unngå mislighold på 1990-tallet. Men etter tusenårsskiftet endret både befolkning og omgivelser seg.

Disse endringene invaliderte retrospektive misligholdsmodeller (*retrospective default models*). Lånagenter (*mortgage brokers*) heller en banker vurderte *subprime*-låntakere. Siden disse agentene ikke kom til å sitte med lånene fram til de hadde forfalt, hadde de insentiver til å markedsføre så mange usikre lån som overhode mulig. Kjøpere vurdert som *subprime* eller *Alt-A* lånte på denne måten mye, mye mer enn de hadde råd til for å kjøpe det som definerte det «gode liv»; et overdådig hus på en liten tomt («*McMansion*») utstyrt med luksuriøst kjøkken med granittkjøkkenbenker. 1994 så kun 34 milliarder USD i *subprime originations*, det meste av dette gjennom banker; 2004–2006 *subprime originations* var i gjennomsnitt over 600 milliarder USD i året, det meste av dette gjennom agenter og spesialiserte lånere (Credit Suisse 2007).

For det tredje, hva hvis boligprisene ikke økte med tosifret beløp hvert år? *Subprime*- og *Alt-A*-låntakere hadde finansiert 100 prosent av boligen sin til en høyere rente enn markedsrenten fordi de ikke regnet med å betale denne renten for alltid. I stedet ville 10 prosent økning i boligprisene to år på rad kvalifisere dem til en lavere fastrente. 78 prosent av alle *subprime*-lån som originerte i 2006 var 2/28 ARMs (Credit Suisse, 2007).

Men sent i 2006 og 2007 var prisene så høye at kredittverdige kjøpere hadde forsvunnet. Prisene falt og felte låntakere som hadde lånt for mye i deres 2/28 ARMs. Over natten var refinansiering umulig, og de nyeste *subprime*-låntakerne begynte å misligholde sine lån i raskt økende tempo. Der kun 4 prosent av alle *subprime*-lån fra 2004-årgangen var misligholdt etter ni måneder, var dette tilfelle med hele 16 prosent av *subprime*-lånene fra 2007. SIVs inneholdt slagg og ikke eiendeler med AAA-vurdering. Men de skyldte fortsatt milliarder av dollar i ABCP som disse CDOs hadde *collateralized*, og hver tredje til sjette måned måtte disse ABCP-lånene bli refinansiert.

Økende mislighold av lån kompromitterte verdien av SIVs sikkerhet (*collateral*) og gjorde det umulig å refinansiere deres ABCP: SIVs hadde tre muligheter for å betale tilbake deres ABCP: låne nye penger til å betale eldre ABCP gjeld, likvidere deres CDOs, eller bruke sin nøds-kreditt. Men hvem skulle komme opp med nye penger? De fleste banker visste at mis-

lighold av lån økte og at CDOs derfor var farlige. Samtidig var heller ikke tilførselen av uheldige norske landsbyer eller læreres pensjonsfond uendelig. SIVs vendte seg derfor til bankene de hadde som kunder for nødslån. Men disse bankene hadde ikke nok cash til å dekke deres egne SIVs behov. Bankene kunne ikke låne i det åpne markedet heller, fordi de alle fryktet at deres motpart hadde bedervete (*tainted*) CDOs i regnskapene sine. Denne redselen skapte de massive *credit crunchene* i august og november 2007 og i mars og juli-oktober 2008. Markedets avvisning av CDOs førte til at den nominelle verdien av SIVs falt med 150 milliarder USD fra juli 2007 til desember 2007, mens ACBP utstedelser falt med 400 milliarder USD i den samme perioden (Tett og Davies 2007).

Banker måtte derfor ta SIVs tilbake i regnskapene sine, noe som gikk mot hensikten med i det hele tatt å etablere SIVs i utgangspunktet. Å ta SIVs tilbake i regnskapene betød at bankene måtte sette til side Basel II *regulatory*-kapital for dem, hvilket tvang bankene til å skjære ned på andre lån. Og problemene gikk ut over selve bankene fordi nesten-kollapsen i ABCP markedet påvirket ikke-finansielle bedrifters evne til å utstede ABCP for å møte deres løpende forpliktelser i påvente av salget av sine varer.

Bankene trodde de kunne mynte penger fra underkapitaliserte SIVs uten å skape nye systemiske risikoer eller nye handlinger som ville invaliderede modellene deres. Men investeringer som er trygge for én bank alene er ikke nødvendigvis trygge når alle banker investerer i dem. Etter hvert som bankene ble involverte i CDO- og ABCP-markedene, brukte de opp tilførselen av troverdige *subprime*- og *Alt-A*-låntakere og pålitelige lånme-glere. På den måten ble omgivelsene som hadde gjort CDOs trygge endret. Etter hvert som kapitalmarkedene frøs siden banker ikke evnet å løse sine egne problemer, henvendte de seg til staten.

## Statlig intervensjon og renasjonalisering av lånemarkedet

Den amerikanske sentralbankens og finansdepartementets (*US Federal Reserve* og *Treasury*) første handlinger gjenspeilet en overdrevet positiv forståelse av krisen. Begge gikk ut fra at banker grunnleggende sett var betalingsdyktige, at mesteparten av CDO-eiendelene var grunnleggende gode og at den største faren lå i et panikksalg av CDOs som kunne komme til å felle banker. Derfor var deres første intervensjon relativt begrenset, selv om den virket stor på den tiden, og fokuserte på likviditet. Bortsett fra Storbritannias *de facto* nasjonalisering av Northern Rock besto alle intervensjonene i august 2007 av ekstra likviditet til banker. Sentralbankene gjorde det mulig for banker å utvide nødkreditten til SIVene sine. Sentralbankene gikk ut fra at markeder raskt ville prise CDOs riktig for på den måten å

gjøre det mulig for banker å handle med hverandre igjen og låne andre folks penger.

Men floken av boliglån med økende misligholdsrate gjorde prising av CDOs umulig. I stedet låste flere og flere kredittmarked seg, noe som utløste bredere intervensjoner fra sentralbanker og finansdepartementer. Disse intervensjonene tok til slutt fatt på de tre store problemene banker alltid står overfor: likviditet, tilstrekkelighet av kapital og stabilitet i innskudd. Banker som ikke kunne låne fra hverandre på grunn av risiko forbundet med motparten, kunne ikke låne til den virkelige økonomien (*real economy*) heller. MBS-mislighold truet med å tilintetgjøre bankenes kapital, noe som igjen ville medført en strøm av mislighold og konkurser. Sparrere løp til sikrere steder som statlige obligasjoner, noe som tvang bankene til å begrense ikke bare langsiktige lån men også kortsiktige. Den statlige responsen utvidet seg derfor fra å bidra med nødslikviditet til rekapitalisering og innskuddsgarantier. Hver intervensjon var en størrelsesorden over den forrige og kulminerte i at noen banker ble nasjonalisert.

Finansbedrifters umiddelbare problem i midten av 2007 var mangelen på et likviditetsmarked for CDOs, noe som antydte at bankene kunne komme til å måtte påta seg lammende tap. Sentralbanker trodde problemet var begrenset til kun en mindre andel av *subprim*-lånebrev (*mortgage securities*) og stilte derfor likviditet til rådighet for bankene så de kunne absorbere CDOs uten transaksjoner på det åpne markedet. Den amerikanske og den europeiske sentralbanken (*Fed* og *ECB*) koordinerte det de trodde kom til å bli en enkeltstående global likviditetsinnsprøytning på litt over 200 milliarder USD i august 2007. Men tsunamien av mislighold høsten 2007 tvang fram erkjennelsen av at mange flere regulerbare boliglån kom til å misligholdes i 2008. Og enda verre, vanskelighetene med å forstå akkurat hvilke av de høyst ugjennomskinnelige CDOs i bankenes regnskap som faktisk var dårlige, førte til mistanke rundt CDOs laget for billån, studielån og *corporate receivables*. Som en konsekvens av dette ble hele ABCP-markedet lammet sent høsten 2007 etter hvert som bedrifter nektet å låne til hverandre.

Sentralbankene endret så på reglene som styrte hva slags sikkerhet de kunne godta og tilbød likvid statlig gjeld til banker i bytte mot private boliglån og kommersielle MBS. Til slutt godtok de også mistenkelige CDOs. Under vanlige omstendigheter godtar den amerikanske sentralbanken kun statsobligasjoner (*Treasury bonds*) og obligasjoner utstedt av Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae som sikkerhet. Innen september 2008 hadde den amerikanske sentralbanken stilt 1,6 trillioner USD i likviditetsstøtte til rådighet for amerikanske og utenlandske økonomiske systemer gjennom tolv ulike fasiliteter som hadde som målgruppe ikke-innskuddsbanker (*non-depository*), *broker-dealers* (ikke-bank enheter som hadde tillatelse til å handle med den amerikanske sentralbanken), ABCP markedet

og pengemarkedsfond (Federal Reserve Bank 2008a). Som en konsekvens av dette falt andelen amerikanske statsobligasjoner i *Federal Reserves* regnskap fra 90 prosent til litt over 50 prosent mellom august 2007 og juli 2008 etter hvert som banker og meglere hadde behov for likviditeter for å dekke sine forpliktelser (*Economist* 9. august 2008: 69). På samme måte involverte gjennomsnittsausksjonen på ECBs åpne marked dobbelt så mye cash mellom sommeren 2007 og august 2008 som den gjorde fra 1999 til sommeren 2007. Store sentralbanker ble også enige om å utveksle valuta for å gjøre det mulig for ikke-amerikanske låntakere med gjeld i dollar å ha tilgang til dollar gjennom kanaler som ikke ville forstyrre kredittmarkedene. Og i oktober 2008 gjennomførte de store sentralbankene et koordinert rentekutt.

Disse likviditetsinngrepene løste ikke problemet fordi bankene i 2008 ikke så krisen som en likviditetskrise men en betalingsevne-krise. Etter konkursene til Bear Sterns og Lehman Brothers trodde ikke bankene at motpartene deres var trygge gitt at ingen virkelig visste hverken kvalitet eller kvantitet på dårlige CDOs, MBS og CDS i motpartens regnskap. Bankene sluttet å låne til hverandre og begynte dermed å kvele den virkelige økonomien.

Som en konsekvens av dette begynte sentralbankenes intervensjon å endre retning fra å stille likviditet til rådighet til å forsøke å bygge opp bankers kapitalreserver. Sentralbanker prøvde å presse opp boligprisene for å begrense tvangssalg (*foreclosures*) og unngå panikksalg av tvangssolgt eiendom. Dette skulle hjelpe banker å unngå tap på forringede MBS og CDOs som ville tvunget dem til å avskrive tapene mot deres egen kapital. Amerikanske offentlige lånebyråer økte sin tilførsel av kapital for gjensalg i lånemarkedene for å unngå at salg skulle kollapse siden bankene sluttet å gi boliglån. Den amerikanske Federal Home Loan Bank såvel som Fannie Mae og Freddie Mac ble igjen de primære kildene for amerikansk lånefinansiering (FHLB; Iley, 2008). Dette reverserte privatiseringen av lånefinansiering som var karakteristisk for det lange 1990-tallet. At disse tiltakene for å begrense tap mislyktes, tvang sentralbanker til å intervensjonere og rekapitalisere bankene direkte ved å kjøpe aksjer eller ved å fullstendig nasjonalisere bedriftene. Det amerikanske Troubled Asset Recovery Program med sine 700 milliarder USD var det største av disse tiltakene som ikke innebar nasjonalisering. Europeiske myndigheter var mindre tilbakeholdne med hensyn til nasjonalisering.

Til slutt forlenget og utvidet regulerende myndigheter innskudsforsikring (*deposit insurance*) overalt.

## Konklusjon

Ingen *boom* varer evig. Den voldsomme oppsvingen i boligmarkedet hadde uttømt sine viktigste tilførsler i 2005 og på den måten fjernet en stor kilde til etterspørsel fra den globale økonomien. Disinflasjon ble til inflasjon etter hvert som prisene på mat og bensin økte til et nivå uten sidestykke og kinesiske lønninger begynte å stige. Billig boliglånsfinansiering uttømte tilførselen av nye førstehjems låntakere som trengtes for å bidra til at nåværende låntakere ble rikere, og bankene ga lån til låntakere som ikke hadde noe håp om å tilbakebetale hele summen av de økende lånene.

Nettopp fordi hele det globale økonomiske systemet hadde pantsatt seg selv i boligmarkedet, viste *crashed* seg å bli katastrofalt. Amerikansk husholdsforbruk og dermed også vekst i BNP (*GDP*) hvilte i snitt på 0.5 trillioner USD i årlig fortjeneste fra boligsalg (*cash out home equity*) mellom 1994 og 2006. Likeledes hvilte bankenes store lønnsomhet og økende aksjemarked (*share markets*) på deres evne til å skjule deres enkle, men høyt vektet (*highly leveraged*) *SIV carry trade*. Når boligprisene falt, falt forbruk og vekst og bankene med dem.

Politisk markerte denne krisen slutten på den neoliberale nedbrytningen av den institusjonelle strukturen til den keynesianske velferdsstaten i OECD-landene (Schwartz og Seabrooke, 2009). Neoliberal deregulering kom sent til boligmarkedet. Fram til 1990-tallet regulerte de statssponsede *Frannies* effektive monopol over sikkerhetiseringen av boliglån amerikansk boligfinansiering. Privat MBS-sikkerhetisering underminerte GSEs monopol og økte risikoen for boligeiere og *beneficial*-eierne av MBS. Likevel har krisen renasjonalisert amerikansk boligfinansiering og utslettet private utstedere av MBS. De største handels- og investeringsbankene er nå under statens formynderskap.

Økonomisk sett har krisen forsterket den makroøkonomiske ubalansen mellom økende tilbud i Asia og stagnerende OECD-forbruk. Lån med sikkerhet i eiendom med stigende pris dekket over denne økende avstanden i 15 år, men dette er nå blitt uklokt og kanskje umulig. Kapitalister kan nå bare håpe at arbeiderklassen i Asia og andre steder skal kreve høye nok lønninger til å gjenopprette vekst og redde alle sammen, som de gjorde etter katastrofen på 1930-tallet.

## Litteratur

- Broda, Christian og John Romalis (2008a) «Inequality and Prices: Does China Benefit the Poor in America?» ikke-publisert paper, University of Chicago, mars
- Broda, Christian og David Weinstein (2008b) «Exporting Deflation? Chinese Exports and Japanese Prices», ikke-publisert paper, University of Chicago

- Calomiris, Charles W. (2007) «Not (Yet) a 'Minsky Moment'», ikke-publisert paper, Columbia University, 5. oktober.
- Credit Suisse (2007) *Mortgage Liquidity du Jour*, 12. mars
- ECB Open Market Operations. Tilgjengelig på [http://www.ecb.int/mopo/implementation/html/20070090\\_all.en.html](http://www.ecb.int/mopo/implementation/html/20070090_all.en.html).
- Economist* (2008) «Mission Creep at the Fed», 9. august
- Federal Home Loan Bank, Office of Finance. Tilgjengelig på <http://www.fhfb-of.com/issuance/statisticsframe.html>.
- Federal Reserve Bank. Tilgjengelig på <http://www.frbdiscountwindow.org/discountmargins.pdf>.
- Federal Reserve Bank (2008a) pressemelding 2. mai. Tilgjengelig på <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080502a.htm>.
- Federal Reserve Bank (2008b) pressemelding 15. juli. Tilgjengelig på <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20080714a.htm>.
- Hagerty, James (2008) «Fannie Mae Loss of \$2.3 Billion Exceeds Forecast», *Wall Street Journal* 9 august. Tilgjengelig på <http://online.wsj.com/article/SB121818529773923803.html>
- Harvard University Joint Center for Housing Studies (2008) *The State of the Nation's Housing, 2008*. Cambridge MA: Harvard University.
- Iley, Richard (2008) «Going with the Flow, Again», BNP Paribas 14. januar.
- Jen, Stephen og Luca Bindelli, (2007) «AXJ as a Source of Global Disinflation and Inflation», Morgan Stanley Global Economic Forum 30. november 2007. Tilgjengelig på <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20071130-Fri.html>.
- Morse, Andrew (2007) «Nomura to Close US Mortgage Business», *Wall Street Journal* 15. oktober.
- Onaran, Yalman (2008) «Banks' Subprime Losses Top \$500 Billion in Writedowns», Bloomberg 12. august. Tilgjengelig på <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a8sW0m1CsitY&>.
- Salomon, Felix (2007) «What's a CDO?». Tilgjengelig på <http://www.portfolio.com/interactive-features/2007/12/cdo>.
- Schwartz, Herman og Leonard Seabrooke (red.) (2009) *The Politics of Housing Crashes*, Basingstoke: Palgrave.
- Simon, Ruth (2008) «Mortgages made in 2007 go Bad at a Rapid Clip», *Wall Street Journal*, 9. august.
- Tett, Gillian og Paul Davies (2007) «Out of the Shadows: How Banking's Secret System Broke Down», *Financial Times* 16. desember. Tilgjengelig på <http://www.ft.com/cms/s/0/42827c50-abfd-11dc-82fo-0000779fd2ac.html>.