

STEINAR HOLDEN¹
Økonomisk institutt, UiO

Finanskrisen – årsaker og mekanismer*

Finanskrisen skyldes et samspill av ulike faktorer. Lave renter, høy økonomisk vekst og ubalanser i verdenshandelen har lagt grunnlaget for sterk økning i kredittgivning og rask vekst i boligprisene. Drevet av innovasjonsaktivitet og sterk profittvilje har finansmarkedene ekspandert kraftig, uten at en har hatt særlig forståelse for, eller tatt tilstrekkelig hensyn til, den risikoen dette har innebåret. Reguleringen av finansmarkedene har vært mangelfull, ved at store deler av finansmarkedene har stått utenfor tilsyn og kapitalkrav.

Verden er nå inne i den alvorligste økonomiske krisen etter den andre verdenskrig. Et par år tilbake var bildet svært lyst. Veksten i verdensøkonomien hadde i lengre tid vært god, og innen økonomifaget var mange forskere opptatt med å finne forklaringer på «the great moderation» – hvorfor økonomiske svingninger de siste 10-15 årene har vært mindre enn før (se f.eks. Stock og Watson, 2002, 2005). Men finanskrisen har endret bildet fullstendig. I mars 2009 anslo IMF at produksjonen i industrialiserte land vil falle med over tre prosent i 2009, mens en så sent som i oktober 2008 fortsatt regnet med positiv vekst i 2009, på rundt en halv prosent. Fra juli 2007 til november 2008 falt verdiene på aksjemarkedene over hele verden med omtrent 26 400 mrd dollar (Blanchard, 2008), eller rundt det dobbelte av BNP i USA. Fallet i aksjekursene er dramatisk, ikke minst sammenlignet med tapene på amerikanske subprime boliglån, som utløste det hele. I oktober 2007 ble disse anslått til 250 mrd dollar – mye penger, men bare en 100-del av fallet i aksjekursene.

I denne artikkelen vil jeg belyse hvordan dette kunne skje. Hovedvekten vil bli lagt på hvilke faktorer som var viktige for at krisen kunne oppstå, og hvilke faktorer som kan forklare hvorfor virkningene ble så store. Jeg vil også bruke noe plass på hvordan krisen utviklet seg, hvilke konsekvenser dette vil ha, og myndighetenes tiltak.

1 DET MAKROØKONOMISKE BILDET

Den makroøkonomiske utviklingen er et viktig bakteppe for krisen. Som nevnt over har det de senere år vært god økonomisk vekst i verden. Til tross for dette har globaliseringen gjennom økende import fra lavkostland som Kina bidratt til å holde inflasjonen nede (Pain, Koske og Sollie, 2006). Den lave inflasjonen har bidratt til at sentralbankene verden over gjennomgående har holdt det korte rentenivået nede, til tross for den gode veksten. Ikke minst i USA har sentralbanken, Federal Reserve, vært aktiv til å senke renten når økonomien er blitt svekket, men uten å være like aktiv til å heve renten når vekst og lave renter førte til kraftig vekst i boligprisene.

* Artikkelen bygger på en rekke oversikter over finanskrisen, særlig Blanchard (2008), Brunnermeier (2009) og Mizen (2008).

¹ Takk til Joachim Bernhardsen, Arent Skjæveland, Steinar Vagstad, Birger Vikøren og en anonym konsulent for nyttige kommentarer til et tidligere utkast.

Trolig enda viktigere er det at også de lange rentene har vært lave, på grunn av svært høy sparing i en rekke land, bl.a. Kina, Japan og Tyskland, samt mange oljeproduiserende land. Den høye sparingen i disse landene, som den nåværende sentralbanksjefen i USA, Ben Bernanke, noen år tilbake omtalte som «the global savings glut», har bidratt til at andre land som USA, Storbritannia og Spania har kunne låne store beløp i utlandet, uten at dette har drevet opp renten.

Lavt rentenivå og god økonomisk vekst har i mange land ført til sterk økning i etterspørselen etter boliger, dermed også sterk vekst i boligprisene. I Storbritannia, USA og Danmark ble boligprisene mer enn tredoblet fra 1999 til 2007.

2 UTVIKLINGEN I FINANSMARKEDENE

Finanssektoren har gjennomgått omfattende endringer de siste tiårene. Mange reguleringer er blitt fjernet eller myket opp, slik at konkurransen mellom ulike finansforetak har økt. Teknologiske endringer har medført en formidabel økning i tilgangen på informasjon, kommunikasjon og datakraft. Samtidig har det vært en meget rask finansiell innovasjon, og mange nye finansielle produkter er blitt utviklet. Det er blitt mye lettere å få lån, og veksten i utlånene har vært høy over lang tid.

Endringene har gitt fordeler gjennom økte muligheter til å spre risiko, og utlånsveksten har trolig stimulert veksten i økonomien. Lønnsomheten i finanssektoren har vært høy og stadig økende. Det lave rentenivået innebar imidlertid lavere avkastning på mange finansielle investeringer. For å opprettholde eller øke den høye lønnsomheten, måtte en dermed lete etter stadig nye muligheter til å oppnå høy avkastning, omtalt som «search for yield».

Endringene i det finansielle systemet førte imidlertid også til at det ble mer sårbart og ustabilt. Ustabiliteten ble forsterket gjennom jakten på høy avkastning og den økende viljen til å ta risiko. I denne prosessen var det særlig tre faktorer som var viktige for hvorfor krisen kunne bli så sterk og omfattende.

- Undervurdering av risikoen i nye, finansielle produkter
- Lav egenkapitalandel og stor kortsiktig gjeld i finansinstitusjonene
- Sammenvevning av finansmarkeder over hele verden

3 UNDERVURDERING AV RISIKOEN I NYE, FINANSIELLE PRODUKTER

En viktig trend i finansmarkedene har vært den stadig økende verdipapiriseringen («securitisation»), dvs. at mange boliglån slås sammen til obligasjoner, såkalte «asset based securities ABS», der kjøperen av en obligasjon mottar renter og avdrag på de boliglån som obligasjonen bygger på.² Disse boliglånsobligasjonene ble igjen satt sammen til nye obligasjoner, omtalt som «collateralized debt obligations CDO». Her ble obligasjonene gjerne inndelt i transjer med ulik risiko. Dersom det skjer tap på boliglånene, vil de første tapene tas av de mest risikable transjene, mens de sikreste transjene bare blir rammet dersom tapene blir mye mer omfattende. Obligasjonene ble vurdert av kredittvurderingsselskaper, og obligasjonene ble laget slik at en stor del av dem fikk den sikreste ratingen, dvs. AAA. Den sikreste ratingen var viktig for at bankene skulle kunne selge obligasjonene videre til andre finansforetak, som gjerne solgte store deler videre til banker i andre deler av verden.

I utgangspunktet er verdipapirisering en god ide. Når en konstruerer obligasjoner med ulik risiko, kan ulike investorer velge den risikoprofil som passer dem best. Verdipapirisering bidrar også til at risikoen blir spredd på flere investorer, slik at det mulige tapet på hver enkelt blir mindre. Når risikoen for den enkelte investor blir mindre, kan en også kreve mindre kompensasjon i form av høyere renter. Reduksjonen i risiko ble imidlertid mer enn oppveiet ved andre forhold som virket i motsatt retning.

Et viktig forhold var at risikoen knyttet til boliglånsobligasjonene ble kraftig undervurdert. De statistiske modellene som ble brukt for prising av obligasjonene, tok utgangspunkt i historiske tall for manglende betaling av boliglån. Fordi boligprisene har steget betydelig over tid, har manglende betaling fra låntaker likevel sjelden ført til betydelig tap for långiver, som jo kunne overta en bolig med høyere verdi enn lånet. En antok videre at risikoen kunne reduseres ved diversifisering gjennom å ha boliglån fra ulike deler av USA. Igjen var dette basert på historiske tall, som viser at de gangene boligprisene faktisk har falt i USA, har dette stort sett vært i avgrensede geografiske områder. Beregningene bygget dermed på at om det gikk dårlig f.eks. i Texas, slik at det ble sviktende betaling av boliglån der, ville det gå bedre i andre deler av USA.

² Verdipapirisering fant sted i en rekke land, også Norge, men under mer «kontrollerte former». Den videre beskrivelsen av dette gjelder først og fremst USA.

Imidlertid tok en ikke hensyn til at selve boliglånene ble stadig mer usikre. Bankenes gode muligheter til å finansiere boliglånene gjennom å selge boliglånsobligasjoner gjorde at de ble stadig ivrigere etter å låne ut mer penger. Utlånene ble ofte gjennomført av frittstående agenter med provisjonsbetaling, og en økende del av boliglånene («subprime-markedet») ble gitt til personer med svært dårlig kredittverdighet, ofte omtalt som NINJA-lån (No Income, No Jobs or Assets). De økende utlånene til personer med dårlig kredittverdighet var også i samsvar med et politisk ønske om at bankene skulle låne ut til alle grupper i befolkningen.

En annen årsak til økt usikkerhet var at boligprisene denne gang steg mye kraftigere enn i tidligere perioder, og at risikoen for et stort fall på nasjonalt nivå følgelig ble mye større. Denne årsaken hang også sammen med verdipapiriseringen, som jo ga stor tilgang på billig kreditt, og dermed økende boliggetterspørsel og høyere boligpriser.

Kredittvurderingsselskapenes (de tre store er Standard & Poor, Moody's og Fitch) undervurdering av risikoen i obligasjonene er blitt heftig debattert. Som nevnt var bankene avhengig av at en stor del av obligasjonene ble vurdert som sikre, med kredittrating AAA. Kredittvurderingsselskapene deltok med rådgivning om hvordan obligasjonene skulle konstrueres slik at de akkurat nådde minstemålet til den ønskede ratingen. Dette var en meget lønnsom virksomhet for kredittvurderingsselskapene, og en kan stille spørsmål om den høye lønnsomheten bidro til å svekke selskapenes vurderingsevne.

Kjøpere av obligasjonene kunne også forsikre seg mot tap på obligasjonene gjennom kjøp av kredittforsikring «Credit default swaps, CDS». Mot betaling av en fast forsikringspremie ville en da få utbetalt et større beløp dersom betalingen fra obligasjonene ble misligholdt. Omfanget av kredittforsikring vokste enormt, og anslag for 2007 var mellom 45 000 og 62 000 mrd dollar (Brunnermeier, 2009). Denne forsikringen var imidlertid ikke så trygg som en kunne håpet, bl.a. fordi selgerne av CDSene ikke satte av tilstrekkelige beløp i reserver. På slutten av 2006 hadde selskaper som konsentrerte seg om forsikring av en type obligasjoner, f.eks. kommuneobligasjoner («monoline insurers») bare kapital tilsvarende 34

mr dollar mot et forsikringsbeløp på mer enn 3 000 mrd dollar (Blanchard, 2008).

Et annet poeng var at hele systemet ble meget komplisert og uoversiktlig. Transjer av ulike typer CDOer ble satt sammen til nye CDOer, såkalte CDO², dvs. opphøyd i andre potens. Dermed ble vanskelig å gjennomskue sammenhengen mellom tap på boliglån og verdien av obligasjonene. Selskaper som solgte kredittforsikring drev ofte utstrakt videreforsikring, uten at det fantes en samlet oversikt over slike salg. Dermed kunne en heller ikke vite hvilke finansinstitusjoner som ville være utsatt, når tapene på boliglånene begynte å komme.

4 LAV EGENKAPITAL OG STOR KORTSIKTIG GJELD

Den sterke veksten i bankenes utlån førte ikke til en tilsvarende vekst i bankenes egenkapital. I hovedsak skyldes dette et sterkt ønske om størst mulig avkastning på egenkapitalen. Hvis en bank f.eks. tjener en krone for hver 100 kr som banken låner ut, vil en egenkapitalandel på 10 prosent innebære at banken tjener 1 kr for hver 10 kr i egenkapital, dvs. 10 prosent avkastning på egenkapitalen. Hvis egenkapitalandelen kan reduseres til 5 prosent, vil banken kunne låne ut 200 kr for en egenkapital på 10 kr, og følgelig tjene 2 kr, dvs. 20 prosent avkastning på egenkapitalen.

Lavere egenkapitalandel innebærer naturligvis mindre evne til å tåle tap, og dermed større risiko. For å forhindre en slik utvikling krevde reguleringen av bankvirksomhet gjennom Basel I at bankene skulle holde kapital på minst åtte prosent av samlede utlån. Mange finansforetak fant imidlertid måter å tøyse dette på. For eksempel kunne boliglånsobligasjoner samles i datterselskaper som ble holdt utenfor disse kravene – «off balance sheet» - slik at bankene kunne øke sin utlånsvirksomhet betydelig, uten å ha mer kapital.³

Egenkapitalandelen ble særlig lav i de banker og finansinstitusjoner som sto utenfor den vanlige reguleringen, og i USA gjaldt dette halvparten av kredittmarkedet (Skogstad Aamo, 2009). De amerikanske investeringsbankene, som sto utenfor vanlig bankregulering fordi de ikke tok imot innskudd fra allmennheten, kunne dermed låne ut mer enn 30 ganger egenkapitalen.

³ I den nye reguleringen, Basel II, som ble innført i Europa fra januar 2007, men som ennå ikke er helt innført i USA, forsøkte en å ta hensyn til forpliktelser gjennom datterselskaper, men uten at dette lyktes helt. Kravene til egenkapital ble imidlertid noe lavere i Basel II, bl.a. ved at aktiva med lavere risiko fikk lavere vekt ved beregning av kapitalkrav.

Den store utlånsvirksomheten ble i mange tilfeller dekket gjennom kortsiktig finansiering, til tross for at utlånene var bundet opp for lange tidsrom. For eksempel brukte de amerikanske investeringsbankene i økende omfang såkalt repo-finansiering, dvs. kortsiktige lån som gjennomføres ved å selge et verdipapir i dag, mot å avtale tilbakekjøp til en fastsatt pris om f.eks. tre måneder. Mange finansinstitusjoner var dermed avhengig av å stadig kunne låne nye midler i stort omfang, for å kunne tilbakebetale de kortsiktige lånene som forfalt.

5 SAMMENVEVNING OVER HELE VERDEN

Verdipapiriseringen bidro også til økende kapitalstrømmer over landegrensene. Samlede utlån til andre land fra banker i fem store industrialiserte land (USA, Storbritannia, Japan, Tyskland og Frankrike) ble mer enn tredoblet fra 2000 til 2008, fra 6300 mrd dollar til 22 000 mrd dollar (Blanchard, 2008). Sammenvevningen førte til at problemene i finansmarkedene spredde seg raskt over hele verden. For eksempel var tyske regionale banker blant de første som ble påført store tap fra amerikanske boliglån.

6 KRISE OG FORSTERKENDE MEKANISMER

Ved utgangen av 2006 stoppet veksten i boligprisene i USA, og gradvis begynte de å falle. Tapene på misligholdte boliglån økte. Tapene var imidlertid ikke overveldende store når en tar hensyn til at boliglånsobligasjonene var kjøpt av banker og finansinstitusjoner over hele verden, slik at risikoen ville bli spredt. Imidlertid var det flere mekanismer som førte til at virkningen ble kraftig forsterket, se Blanchard (2008) og Brunnermeier (2009). To av de viktigste var likviditetsspiraler og «run» på finansforetak.

7 LIKVIDITETSSPIRALER⁴

I en situasjon der mange banker og andre finansforetak hadde lav egenkapitalandel og behov for stadig tilgang på kortsiktig finansiering, medførte uroen i finansmarkedene at det ble vanskeligere for finansforetakene å få dekket sine finansieringsbehov. Den lave egenkapitalen innebar en risiko for at tap på boliglånsobligasjoner kunne føre til at egenkapitalen gikk tapt. Siden det var vanskelig å ha oversikt over hvilke finansforetak som kunne bli ram-

met av tapene, ble finansforetakene stadig forsiktigere med å låne ut til hverandre. Utover høsten 2007 fikk mange finansforetakene dermed betydelige likviditetsproblemer.

Finansforetak som ikke får tak i den kortsiktige finansieringen de trenger, blir nødt til å selge verdipapirer istedenfor. Dette ble imidlertid også vanskelig. Mange finansforetak var i lignende situasjon, og ønsket å selge lignende verdipapirer. Samtidig innebar den store usikkerheten om mulige tap på verdipapirene at svært få ønsket å kjøpe dem. Resultatet var at kursen (prisen) på verdipapirene falt kraftig, i den grad det var mulig å selge i det hele tatt. Dermed oppstod en tapsspiral for finansforetakene.

La oss se på et stilisert eksempel på en tapsspiral. En investor har en egenkapital på 10 mill. kroner, har lånt 90 mill. og dermed kjøpt verdipapirer for 100 mill., dvs. en egenkapitalandel på 10 prosent. Så faller kursen på verdipapirene til 98 mill. Investorens egenkapital faller dermed fra 10 til 8 millioner. For å opprettholde egenkapitalandelen på 10 prosent, må investoren selge verdipapirer og betale ned lån, slik at den nye verdipapirbeholdningen blir 80 mill. Salget av verdipapirer kan imidlertid føre til at kursen på verdipapirene faller ytterligere. Dermed må investoren selge flere verdipapirer, noe som fører til at kursen faller ytterligere, osv.

Tapsspiralen blir forsterket ved en såkalt «margin spiral» (Brunnermeier, 2009), dvs. at utlånerne krever høyere egenkapitalandel når risikoen øker (høyere «margin»). I nedadgående markeder, når verdipapirkursene faller og foretakene lider tap, fremstår risikoen for utlåner som større, og de vil svare med å kreve høyere egenkapitalandel. I eksemplet over er det dermed ikke lenger tilstrekkelig med en egenkapitalandel på 10 prosent, kanskje den må økes til 15 prosent istedenfor. I så fall kan investoren med egenkapital på 8 mill ikke låne mer enn til å eie verdipapirer for 53 mill (beregnet ved at $53 \text{ mill} \cdot 0,15 \approx 8 \text{ mill}$) dvs. at investoren må selge enda flere verdipapirer. Det økte salget av verdipapirer vil forsterke fallet i prisen, osv.

8 RUN PÅ FINANSFORETAK

Et «bank run» oppstår ved at innskyterne til en bank er bekymret for at banken ikke har nok penger til å dekke de

⁴ En tidlig beskrivelse av likviditetsspiraler ble gitt av Fischer (1933).

⁵ Et slikt unntak var Northern Rock i Storbritannia, der innskyterne sto i kø utenfor banken. Men som forklart i Shin (2009), var den utløsende årsaken til krisen i banken ikke innskyterne som ville ha sine penger, men at Northern Rock ikke fikk fornyet sin omfattende kortsiktige gjeld.

samlede innskudd. Hvis innskyterne er redd banken kan gå konkurs, vil de dermed ønske å være tidlig ute for å kunne få sine penger. Statlige innskuddsgarantier innebærer imidlertid at dette problemet nå bare unntaksvis vil være aktuelt.⁵ Derimot kan et tilsvarende problem fortsatt gjelde for finansforetak. I mars 2008 tok flere hedgefond ut store beløp fra investeringsbanken Bear Stearns, noe som kunne medført at banken gikk konkurs dersom ikke Federal Reserve hadde grepet inn. Også pengemarkedsfond og hedgefond kan komme i en situasjon der andelseiere ønsker å trekke ut sine penger. Hvis dette skjer i større omfang, vil fondene bli nødt til å selge verdipapirer raskt, med risiko for så lav pris at det fører til betydelig tap for de andelseierne som ikke trekker ut sine penger.

9 FINANSKRISEN UTVIKLER SEG

Utviklingen i krisen er blitt beskrevet i detalj mange steder, men la meg bare kort ta noen av de viktigste trekkene, i hovedsak basert på Brunnermeier (2009). Tapene på subprimelån startet å øke i februar 2007. I mai og juni 2007 begynte kredittvurderingsselskapene å nedgradere boliglånsobligasjoner, og i juli måtte en tysk bank, IKB, reddes fra problemer med kortsiktig finansiering. Utover høsten ble det stadig vanskeligere å låne penger i pengemarkedene, tapsanslagene økte og sentralbankene måtte bidra med tilførsel av likviditet til pengemarkedene. I januar og februar 2008 økte uroen ytterligere, og nedgradering av et kredittforsikringselskap, Ambac, førte til fall i aksjekursene over hele verden. Dette førte til at Federal Reserve gjennomførte sitt første ekstraordinære rentekutt på over 25 år, med 0,75 prosentpoeng.

I mars tilspisset krisen seg, med en dramatisk likviditetssituasjon for den minste amerikanske investeringsbanken, Bear Stearns. Bear Stearns var imidlertid en meget viktig motpart i mange finanstransaksjoner, med omtrent 150 millioner kontrakter med ulike motparter. Banken ble derfor regnet som for viktig til at en kunne la den gå konkurs. Federal Reserve Bank i New York organiserte av denne grunn en avtale der JPMorgan Chase overtok Bear Stearns. Etter dette roet situasjonen seg noe. Utpå våren og forsommeren 2008 var mange sentralbanker også bekymret for økende inflasjon, et klart tegn på at en ikke regnet med en forestående finanskrisen og nedgangskonjunktur.

I september kom imidlertid krisen tilbake med full storm. En annen av investeringsbankene, Lehman Brothers, fikk

alvorlige problemer med kortsiktig finansiering, og aksjekursen falt dramatisk. Federal Reserve Bank i New York organiserte et møte med de store bankene, og en håpet at Barclays og Bank of America skulle overta Lehman. De ville imidlertid ikke gjøre dette uten offentlig garanti, noe det amerikanske finansdepartementet og sentralbanken ikke ville gi dem. 15. september erklærte Lehman Brothers seg konkurs. Dette fikk dramatiske følger i finansmarkedene. Mange pengemarkedsfond tapte betydelige beløp, prisen på kredittforsikring økte, og kursen på private obligasjoner falt kraftig. Og banker sluttet i stor grad å låne penger til hverandre. Sentralbanker over hele verden måtte trå til med likviditetstilførsel, rentekutt og ulike hjelpetiltak. Dette bidro til å motvirke de akutte likviditetsproblemene, men det kunne ikke forhindre at finanskrisen utviklet seg videre med stadig økende tap og nye problemer i de påfølgende månedene.

Norske banker har i all hovedsak styrt utenom usikre amerikanske verdipapirer, og er derfor i liten grad direkte rammet av tapene der. Imidlertid er norske banker samlet sett avhengig av omfattende innlån fra utlandet, noe som skyldes at private realinvesteringer i Norge er betydelig større enn privat finansiell sparing. Da kredittskvisen kom, ble dermed også norske banker rammet.

10 FINANSKRISEN BLIR REALØKONOMISK KRISE

I begynnelsen hadde problemene i finansmarkedene liten virkning på realøkonomien. Det var først og fremst en likviditets- og finansieringskrise, der banker og bedrifter hadde vansker med å få tilstrekkelig finansiering i markedet. Gradvis endret krisen karakter, og gjennom høsten 2008 og vinteren har utsiktene for den økonomiske veksten blitt nedjustert gang på gang. Bekymring for at finanskrisen kunne føre til en dyp og langvarig nedgangskonjunktur førte til at aksjekursene falt dramatisk over hele verden. Fallet i aksjekursene, forventninger om en bratt økonomisk nedgang, samt betydelige finansieringsproblemer, førte til et kraftig fall i etterspørsel og produksjon. Særlig rammer dette land med bil- og maskinindustri, som Japan, Sør-Korea, Tyskland og Sverige, fordi dette er varer der kjøp lett kan utsettes i urolige tider. Den økonomiske nedgangen fører til dårligere inntjening i bedriftene, og økt arbeidsledighet, noe som igjen kan føre til at bedrifter og husholdninger ikke greier å betjene sine lån. Dermed kan problemene i finansmarkedene forsterkes. Den realøkonomiske nedgangen og økte usikkerheten om bedriftenes inntjening fører også til at

bankene er blitt mye varsommere i sine utlån, noe som ytterligere forsterker svekkelsen i realøkonomien.

11 MYNDIGHETENES TILTAK

Det viktigste lyspunktet under krisen har trolig vært at myndigheter over hele verden raskt innså alvoret i situasjonen, og satte i verk viktige tiltak. Sentralbankene har tilført store mengder likviditet til finansmarkedene, først og fremst ved at banker har kunnet låne store beløp i sentralbankene. En har gitt statlige garantier, tilført statlig kapital, og overtatt finansforetak som har gått overende. Sentralbankene har satt ned renten, og i flere land er den nå nær null. Myndighetene i mange land har lagt om finanspolitikken i mer ekspansiv retning. Disse tiltakene har forhindret et fullstendig sammenbrudd i finansmarkedene, og situasjonen i finansmarkedene er mindre kritisk enn den var høsten 2008. Tiltakene kan imidlertid ikke forhindre at vi nå må regne med en langvarig lavkonjunktur i verdensøkonomien.

12 HVA GIKK GALT?

Listen over hva som gikk galt er lang, men det er verdt å trekke fram noen hovedpunkter.

- Svært mange finansforetak har tatt for stor risiko. De har hatt for liten egenkapitalandel, og vært for avhengig av stadig tilgang på kortsiktig finansiering. De har stolt på at finansmarkedene skulle fungere godt, og ikke tatt høyde for de problemer som oppsto da tapene kom. Risikoen ved nye finansielle produkter har vært undervurdert.
- Særlig amerikanske banker har vært for slepphendte i utlånene til boligformål, noe som har medført at mange personer har fått låne for mye. Dette har bidratt til at boligprisene steg mye mer enn det var grunnlag for på lengre sikt.
- Rentenivået har vært for lavt. I lys av den solide økonomiske veksten og kraftige økningen i boligprisene og andre formuespriser, burde mange sentralbanker satt et høyere rentenivå.
- Reguleringen av finansmarkedene har vært mangelfull, særlig i USA hvor store deler av finansmarkedene har stått utenfor tilsyn og kapitalkrav. Det har vært huller som finansforetakene har kunnet utnytte, med økende risiko som resultat. Generelt er det nok behov for å skjerpe Basel II-kravene, bl.a. ved at egenkapitalkravet innen bankvirksomhet øker.
- Reguleringen har også fungert medsyklisk. I gode tider har kursen på verdipapirene steget, og finansforetakene har fått høyere egenkapitalandel. Dette har motivert dem til å øke sine utlån, noe som har forsterket oppgangskonjunkturen. I dårlige tider, som under finans-krisen, faller kursene, og egenkapitalandelen synker. Da må utlånene reduseres, og det forsterker nedgangskonjunkturen.

Hvorfor har det gått galt? Hvordan kunne det samlede finansielle systemet, både private og offentlige aktører, rote det så til? En forklaring ble gitt av Raghuram Rajan, forskningsdirektør i IMF, allerede i september 2005 (Rajan, 2005). Rajan pekte på hvordan finansmarkedene er blitt fullstendig forandret, gjennom tekniske forbedringer, knyttet til kommunikasjon, datakraft og finansiell «ingeniørkunst», og gjennom deregulering og institusjonelle endringer. Rajan viste til at dette har økt mulighetene til å spre risiko, og bedret kapitaltilgangen for bedrifter og husholdninger, og dermed bidratt å gjøre verden bedre. Men samtidig argumenterte Rajan for at risikoen har økt, og at dette henger sammen med insentivene til de som jobber i finanssektoren. Forvaltere i finanssektoren har gjerne asymmetriske bonussystemer, som gir god uttelling ved gevinst, uten tilsvarende nedside ved tap. Et slikt bonussystem fører til at forvalteren er tjent med å ta mer risiko enn det eieren av midlene ville ønske, fordi forvalteren jo får god uttelling for store gevinster uten tilsvarende kostnad ved store tap. Et annet forhold er at avkastning gjerne måles i forhold til hvilken risiko som forvalteren tar, noe som kan føre til at forvalteren søker etter investeringer som innebærer risiko som ikke er «synlig» for eieren. Den store populariteten til boliglånsobligasjoner skyldes i noen grad at de ga høyere avkastning enn andre obligasjoner med tilsvarende kredittvurdering. Forvaltere som kjøpte boliglånsobligasjoner fremstod som dyktige, og kunne få høy bonus, fordi de oppnådde høy avkastning med god kredittvurdering. I ettertid ser vi altså at de i virkeligheten tok betydelig større risiko.

Også offentlige aktører, innen reguleringsmyndigheter, sentralbanker, finansdepartementer, og for den saks skyld universiteter, undervurderte risikoen i systemet. En del var kjent med noen av svakhetene, men en trodde likevel at systemet samlet sett tross alt var robust. En så ikke for seg hvordan de ulike faktorene kunne virke sammen og skape en nedadgående spiral. Mange økonomer på universiteter og i sentralbankene har nok heller ikke fulgt utviklingen i finansmarkedene så godt som en i ettertid ser

at man burde gjort, fordi man undervurderte betydningene av finansmarkedene. I så måte er det illustrerende at Olivier Blanchard, meget anerkjent makroøkonom, professor på MIT og nå sjeføkonom i IMF, i en fotnote i en artikkel om finanskrisen skriver at «This is a first pass by an economist who, until recently, thought of financial intermediation as an issue of relatively little importance for economic fluctuations» (Blanchard, 2008).

REFERANSER:

Blanchard, O. (2008): The crisis: Basic mechanisms, and appropriate policies. MIT Working Paper 09-01.

Brunnermeier, M. (2009): Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 77-100.

Fischer, I. (1933): The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica* 1(4), 337-357.

Mizen, P. (2008): The Credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy response. *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, September/Oktober 2008.

Pain, N., I. Koske og M. Sollie (2006): Globalisation and inflation in the OECD economies. OECD Economics Department working papers no 524.

Rajan, R. G. (2005): Has financial development made the world riskier?. Mimeo, IMF.

Shin, H. S. (2009): Reflections on Northern Rock: The bank run that heralded the global financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, volume 23(1), 101-119.

Stock, J. og M. W. Watson (2002): Has the business cycle changed and why. I *NBER Macroeconomics Annual 2002*, M. Gertler og K.S. Rogoff (eds). Cambridge, MA: MIT 159-218.

Stock, J. og M. W. Watson (2005): Understanding changes in international business cycles dynamics. *Journal of European Economic Association* 3(5), 968-1006.

Skogstad Aamo, B. (2009): Finanskrisen – vil norske reguleringer bestå prøven?. Foredrag på Samfunnsøkonomenes Valutaseminar, Lysebu 4. februar.