

Finanskrisas bakgrunn

Rune Skarstein

Denne artikkelen tar utgangspunkt i observasjonen at slutten av vekstfasene i kapitalismen har vært preget av en forvokst finanskapital på jakt etter store og raske profitter. Dette kan forklares med at jakten på profitt er selve drivkraften i den kapitalistiske produksjonsmåten. Pengekapital som søker avkastning innenfor finanssektoren, tar så å si en snarvei i profittjakten. Denne typen profittjakt forutsetter såkalte finansinnovasjoner, historisk for eksempel aksjer og obligasjoner, og i seinere tid ulike typer kredittderivater, hedgefond og private aksjefond som kan sirkulere så å si uten innblanding fra realøkonomien. Artikkelen diskuterer særlig kredittderivatenes, hedgefondenes og de private aksjefondenes rolle når det gjaldt å skape finansiell ustabilitet som til slutt førte til den generelle økonomiske krisa.

Nøkkelord: kapitalisme, kriser, finanskrise

Hvordan forklare krisa?

I den offentlige debatt har det vært en tendens til å forklare den økonomiske krisa som et utslag av finansfolks grådighet. Denne forklaringen fører til et paradoks. For allerede Adam Smith fastslo at hver enkelts grådighet vil være til fordel for alle de andre, altså for samfunnet som helhet:

Det er ikke ut fra slakterens, ølbryggerens eller bakerens velgjørenhet at vi forventer mat på bordet, men fordi det er i deres egeninteresse at vi får det. Vi appellerer ikke til deres medmenneskelighet, men til deres egeninteresse, og vi snakker aldri med dem om våre egne behov, bare om deres egen vinning. (Smith 1776/2007: 48)

Adam Smith oppfattet grådighet som et aspekt ved den menneskelige «natur». Karl Marx kritiserte Smiths naturalisme og forklarte grådighet som et sentralt og systemnødvendig trekk ved den kapitalistiske produksjonsmåten:

Konkurransen påtvinger hver individuell kapitalist den kapitalistiske produksjonsmåten sin immanente lover som ytre tvangslover. Den tvinger kapitalisten til å øke kapitalen sin uavbrutt for å opprettholde den. Og øke den kan han bare gjøre gjennom progressiv akkumulasjon. [...] Akkumuler, akkumuler! Det er Moses og profetene. (Marx 1867/1969: 618, 621)

Med andre ord: Kapitalismen skaper, reproducerer og *belønner* grådighet. Det innebærer at en kritikk av «grådighetskulturen» blir hjelpeløs og ufarlig dersom den ikke tar skrittet til en kritikk av hele den kapitalistiske produksjonsmåten. For øvrig er det et tegn på hvor sterkt grådighetsmentaliteten er roffestet i vårt samfunn at kapitalistene som lykkes aller best med sin grådighet, og blir styrtrike, ofte blir framstilt som forbilder.

Selvsagt må grådigheten utfolde seg under visse spilleregler som gjenspeiles i lovgivningen. I oppløpet til hver krise finnes det kapitalister som rett og slett blir for ivrige og bryter disse spillereglene. Eksempler er «fyrstikkongen» Ivar Kreuger og finansakrobaten Charles (Carlo) Ponzi før krisa i 1930-årene. Før dagens krise har vi hatt Enrons Kenneth Lee Lay og Jeffrey Keith Skilling. Og vi har hatt finansmekleren Bernhard Madoff, som lurte tusenvis av sine rike «forretningsforbindelser». Som regel er det slike personer mediefolk tenker på når de hevder at krisa er et resultat av grådighet. For mange av oss er ikke grådighet noe vakkert syn. Men uansett hvor mye enkelte (over)ivrige kapitalister har rasket til seg, lovlig eller ulovlig, kan vi ikke forklare en generell økonomisk krise ut fra deres handlinger.

Mitt utgangspunkt er en empirisk observasjon som økonomihistorikere har gjort: De store krisene i kapitalismen har kommet etter en vekstfase der det har vært en tendens til at akkumulasjonsprosessen genererer en raskt voksende mengde finanskapital på jakt etter profitable «plasseringer» *utenfor* den produktive kapitalens kretsløp (jf. Galbraith 1961; Kindleberger 1978). Min forståelse er at dette har sammenheng med tendenser i den kapitalistiske produksjonsmåten. Selv om den effektive etterspørselen (etter konsum- og investeringsvarer pluss netto eksport) er tilstrekkelig til at merverdien realiseres som pengekapital, er det ikke gitt at all pengekapitalen vil gå inn igjen i det merverdiproduktive kapitalkretsløpet (jf. Skarstein 2009: 80–93). Slutten av vekstfasene har derfor vært preget av en forvokst finanskapital på jakt etter store og raske profitter. Det skjedde i 1860- og 1920-årene, og det gjentok seg rundt det siste hundreårsskiftet.

Pengekapitalen blir ikke investert primært for at det skal produseres bruksverdier, men for å høste mer pengekapital. Fordi jakten på profitt er selve drivkraften i den kapitalistiske produksjonsmåten, vil mange kapitalister oppfatte den merverdiproduktive sektoren av økonomien som en brysom eller unødig omvei. Pengekapital som søker avkastning innenfor finanssektoren, tar så å si en snarvei i profittjakten. Marx så helt klart dette aspektet ved den kapitalistiske produksjonsmåten, og han nevnte det flere ganger i *Das Kapital*. Her er et eksempel:

Verdiens pengeform er dens mest handgripelige framtredelesform. Sirkulasjonsformen P–P' [penger – mer penger], som har virkelige penger som utgangs- og slutt-punkt, er derfor det mest konkrete uttrykk for det drivende motivet i den kapitalistiske produksjon, nemlig jakten på penger. Her fortøner produksjonsprosessen seg bare som et uunngåelig mellomledd, som et nødvendig onde, i pengejakten. Alle nasjoner med en kapitalistisk produksjonsmåte blir derfor i perioder grepet av en hektisk virksomhet for å tjene penger uten innblanding fra produksjonsprosessen. (Marx 1893/1969: 62)¹

For at penger skal «ynge penger» (Marx) må det utvikles finansielle «instrumenter», de nyeste ofte kalt finansinnovasjoner, for eksempel aksjer, obligasjoner, ulike typer kredittderivater, hedgefond og private aksjefond, som sirkulerer «uten innblanding fra produksjonsprosessen». I perioder med større og/eller raskere profitter i finanssektoren enn i den produktive sektoren vil enda mer kapital og flere aktører gå over i ren finansvirksomhet, og den finansielle innovasjonstakten vil tilta. Fri kapitalflyt over landegrensene gir større spillerom for denne typen profittjakt. Derfor presser finanskapitalens representanter på for økonomisk liberalisering inklusive globalisering. Som følge av dereguleringen blir finanssystemet forandret fra et relativt stabilt system som kanaliserer kreditt til produktive virksomheter, til et stadig mer ustabil system som fokuserer på spekulasjon med sikte på kortsiktig gevinst.

Etter som finanssektoren eser ut, vil den legge beslag på en økende andel av den produserte merverdimassen og samtidig utøve et sterkere press på den produktive sektoren. Men etter hvert vil finanskapitalen ødelegge profittkildene sine ved å skvise og undergrave den produktive kapitalen. Før eller seinere må profittene i finanssektoren begynne å skrumpe, og prisen på aktivapostene i selskapenes balanser begynner å synke. Gjeldsforpliktelsene skapt gjennom den voldsomme akkumulasjonen av finanskapital, blir samtidig utålelige og uholdbare (jf. Minsky 1986: 171–220). I dette perspektivet er det overakkumulasjon av finanskapital (i forhold til profittmulighetene) som utløser finanskrise. Gjennom finanssektorens kredittrelasjoner med den produktive sektoren og med vanlige hushold vil finanskrise i sin tur føre til en generell økonomisk krise preget av sviktende effektiv etter-spørsel med stigende arbeidsløshet og økende antall konkurser.

I denne artikkelen vil jeg se nærmere på noen av de viktigste «finansinnovasjonene» og de tilsvarende prosessene som ledet opp til finanskrise, som i sin tur har munnet ut i den generelle økonomiske krise.

Kredittderivater

Utbredelsen av ulike typer derivater er blant de viktigste «finansinnovasjonene» de siste 10–20 årene. Så seint som i 1980-årene var bruken av deriva-

ter svært beskjedne. Siden den gang har finanskapitalens alkymister utviklet mange nye «instrumenter», også kalt «produkter»(!), som selvsagt har engelskspråklige navn. I de seinere årene har ulike typer *kredittderivater* vært mye i skuddet. Kredittderivater er verdipapirer (en slags obligasjoner), med en pris som er avhengig av prisen på den «underliggende aktiva», dvs. den løpende verdien på fordringen bestemt av prisen på panteobjektet og skyldnerens evne til å betjene lånet. Det finnes et virvar av slike derivater som gjerne går under samlenavnene «strukturerte investeringspapirer» eller «strukturerte (spare-)produkter»: *credit-default swaps* (CDS), *collateralized debt obligation* (CDO), *asset-backed security* (ABS) osv.

Uansett navn og funksjonsmåte kan hensikten med kredittderivatene sammenfattes i stikkordet *securitisation*, «papirisering», dvs. utstedelse av kredittderivater for sikring mot tap i tilfelle skyldneren med pantet skulle gå konkurs eller av andre grunner misligholde lånet. Kredittderivatet fungerer på lignende måte som et forsikringsbevis. Banken som har utstedt en CDO, må betale en «forsikringspremie» til kjøperen som finansieres av skyldnerens rentebetaling. Det er denne avkastningen på derivatet som gjør det attraktivt for kjøperen.

Når utlån forvandles til CDO, trenger ikke bankene å ha dekning for disse utlånene i innskudd og egenkapital. Utlånene forsvinner fra bankenes balanser. Og fordi bankene slipper å «veie» utlånene mot sin egenkapital på balansenes passivside, finnes det ikke noen grense for hvor mye kreditt de kan skape. Når utlån forvandles til CDS, har den opprinnelige utlåner fullforsikret seg mot tap ved mislighold av dette lånet og kan bare fortsette å gi nye lån. Lav rente og tiltakende bruk av kredittderivater førte derfor til en løssluppen vekst i samlet kredittvolum.

Etter at USA, med Bill Clinton som president, gjennomførte en nesten total deregulering av banksystemet i 1998–1999, har det vært en voldsom vekst i markedet for kredittderivater.² Målt i omsetning vokste det globale markedet for kredittderivater fra ca. 1000 mrd. dollar i år 2000 til ca. 55 000 mrd. i 2007, som tilsvarte nesten 20 ganger Tysklands bruttonasjonalprodukt (BNP) eller fire ganger USAs BNP.³

Derivater som CDO gjør det mulig for den opprinnelige kreditor å porsjonere høyrisikable og mer sikre lån i «pakker» som får relativt høy sikkerhetskarakter fra de såkalte ratingbyråene, men samtidig gir god avkastning på grunn av den høyere renten på de høyrisikable lånene i pakken. Derivater av disse pakkene er blitt solgt til forskjellige investorer, i hovedsak forretnings- og investeringsbanker, forsikringsselskaper, pensjonsfond og hedgefond, i både USA og Europa. De som kjøper derivatene, vet som regel ikke nøyaktig hvordan de er sammensatt. Men den lukrative avkastningen på CDO og andre «strukturerte produkter» gjennom flere år har ledet mange investorer til å kjøpe store mengder av dem. Hedgefond har tatt opp store banklån til ordinær rente for å kjøpe kredittderivatene som har gitt høyere

avkastning.⁴ For slike kjøp kan de «låne opptil 15 ganger sin egenkapital. Resultatet er en struktur med høy gjeldsgrad som gir opp til to prosentpoeng høyere avkastning enn lånerenten og likevel har en høy kredittverdighet».⁵ På denne måten har også banker som selv ikke har gitt høyrisikable lån, utsatt seg for en dobbelt risiko ved å både kjøpe kredittderivater og samtidig yte lån til andre institusjoner eller personer for kjøp av slike derivater.

En vanlig praksis er at både opprinnelig kreditor og banker som kjøper kredittderivater, «selger» dem videre til en såkalt *special purpose entity* (SPE) – i media ofte kalte en «skyggebank» («shadow bank») – selvsagt mot et stort kommisjonsgebyr. SPE er som regel opprettet av banken eller selskapet som bruker den. Hvis den aktuelle banken skal kunne fjerne fordringen fra sine regnskaper, må SPE være formelt uavhengig av den.⁶ Disse enhetene er derfor i de fleste tilfeller selvstendige datterselskaper under bankene. Mange av dem er plassert i skatteparadiser som Bermuda, Caymanøyene, Liechtenstein, Luxembourg, Irland og Jersey. Ved å «selge» kredittderivater til en SPE fjerner altså banken risikable derivater fra sin aktivabeholdning, og pynter dermed på sin egen balanse.⁷ Men den har slett ikke kvittet seg med risikoen knyttet til fordringene. Uten unntak blir nemlig derivatene som skyggebanken «kjøper», finansiert med lån fra «selgeren», dvs. fra banken. Hvis avkastningen og prisen på derivatene stuper, er det derfor i siste instans banken som må bære tapet.

I USA har bruken av kredittderivater fristet mange banker til å gi lån med relativt høy rente til personer eller institusjoner med lav kredittverdighet og stor sannsynlighet for mislighold, for deretter å selge en stor del av disse lånene «pakket» i derivater. Spesielt boliglån har vært gjenstand for denne praksisen. Mellom 2002 og 2006 økte massen av boliglån i USA med 15 % pr. år. Det var for en stor del høyrisikable lån, såkalte *subprimes*, som skal ha økt sin andel av opptak av nye pantelån fra mindre enn 5 % i 1994 til 20 % i 2006 (jf. Sapir 2008: 83).⁸ De som tar opp slike potensielt «råtne» lån, blir i amerikansk banksjargong kalt *Ninja* («no income, no job, no asset»). Den eneste garantien for lånene er boligen eller eiendommen de blir brukt til å fullfinansiere.

Bankene har dessuten lokket nye låntakere med ekstra lav rente og avdragsfrihet de to første årene. Så lenge det generelle rentenivået var svært lavt og eiendomsprisene i USA steg, rullet og gikk denne butikken uten større problemer. Ifølge anslag fra det amerikanske bransjeorganet for hypotekbanker, *Inside Mortgage Finance*, var utbetalingene av subprime-lån til boliger i USA i perioden 2002–2007 på totalt 2500 mrd. dollar. Det tilsvarer over 18 % av BNP og nesten halvparten av samlede offentlige utgifter i USA i 2007.⁹

Den siste høykonjunkturen i USA har vært drevet av et sterkt voksende privat forbruk. Fra 2000 til 2006 økte det private konsumet med 20,1 %,

mens de private investeringene eksklusive boliger økte med bare 6,5 %. I den samme perioden var husholdenes gjennomsnittlige sparing bare 1,1 % av disponibel inntekt, og i 2005-2006 var den negativ (jf. OECD 2007: 239-261). Det var ikke selve konsumveksten, men måten den ble finansiert på som skapte problemer. Lokket av den relativt lave renten har amerikanske husholdninger i stor grad finansiert sitt voksende konsum, særlig kjøp av biler, hvitevare, forbrukerelektronikk, klær og andre varige konsumgoder, ved å ta opp stadig større lån med pant i boliger som steg jevnt i pris. Slike transaksjoner er en viktig grunn til at husholdningenes samlede gjeld steg fra 7600 mrd. dollar (svarende til 75,5 % av BNP) ved utgangen av 2001 til 13 800 mrd. (svarende til 100 % av BNP) i 2007. Også disse lånene har de opprinnelige kreditorene i stor grad solgt videre i derivatmarkedet.

Det er blitt beregnet at de «frie kontantene» fra denne forgjeldingsprosessen steg fra et gjennomsnitt på knappe 5,2 % av husholdenes disponible inntekt i perioden 1991-2000, til 11,9 % i perioden 2001-2005 (Greenspan & Kennedy 2007: 25). Økningen i det private konsumet, i stor grad finansiert med «frie kontanter», stimulerte på sin side importen og bidro til USAs voksende underskudd i utenrikshandelen og på driftsbalansen overfor utlandet (jf. Skarstein 2009: 397-403). Denne boligboblen måtte sprekke før eller seinere.

For den opprinnelige kreditor gir kredittderivatene selvsagt spredning av risiko for tap på potensielt «råtne» lån. Men de innebærer samtidig spredning av risiko for en likviditetskrise hvis en del av kredittsystemet skulle komme i klemme. Det var dette som skjedde da luften begynte å sive ut av den amerikanske eiendomsboblen i 2006-2007. Høyere rente og stagnerende boligpriser i USA utløste et skred av mislighold av lån. Allerede i fjerde kvartal 2006 nådde tallet på tvangssalg av boliger i USA det høyeste nivået siden 1969. Fra begynnelsen av februar til slutten av juli 2007 falt markedsverdien på høyrisikable lån med nærmere 50 %, og flere hypotekbanker gikk konkurs.¹⁰

Tapet ble spredt til alle investorer som hadde kjøpt derivater med høy avkastning, med en tilsvarende stor komponent av «råtne» lån, inklusive en rekke banker i Europa.¹¹ Selv storbanker som Citigroup (USA), Merrill Lynch (USA), BNP Paribas (Frankrike), Deutsche Bank (Tyskland) og UBS (Sveits) hadde brent inne med store mengder derivater av slike lån. Fra januar 2007 til august 2008 hadde sju banker i USA, to i Sveits, en i Skottland og en i Tyskland tapsavskrivninger på til sammen nesten 200 mrd. dollar.¹² Selvsagt er ikke alle tapsavskrivninger rapportert ennå. Estimaten på endelige totale tap på subprime-lån har økt for hver måned siden begynnelsen av 2008. Det siste estimatet fra IMF er 2200 mrd. dollar.¹³

Som vi skal se i det etterfølgende, er de store bankene også sterkt eksponert med høyrisikable lån til hedgefond og såkalte private equity funds. Sannsynligvis var det i stor grad denne typen eksponering som førte til den

amerikanske investeringsbanken Bear Stearns sitt dramatiske sammenbrudd februar/mars 2008.¹⁴ Allerede i august 2007 fikk storbankene en skikkelig smell gjennom et kraftig fall i aksjekursene. Kursfallet på de internasjonale børsene innebar at aksjeverdier for 3800 mrd. dollar forduftet i løpet av få dager.¹⁵

Kredittderivatene skaper en fundamental usikkerhet i hele det internasjonale finanssystemet. Ingen vet sikkert hvilke banker som sitter på hva slags derivater, og derfor kan ingen bank stole helt på noen annen bank. Instrumentet som skal redusere risikoen til den opprinnelige kreditor, fører til en voldsomt økt risiko for finanssystemet som helhet. Den kjente børsakrobaten Warren Buffett har på denne bakgrunn karakterisert kredittderivatene som «finansielle masseødeleggelsesvåpen».¹⁶ En liten forsmak på dette kom våren og sommeren 2007. Banker med god likviditet ble ytterst påholdne med å gi kreditt til banker som trengte likviditet. Interbankrenten (på lån mellom bankene) steg, og volumet av kredittransaksjoner sank dramatisk. Hele interbankmarkedet, det internasjonale bankvesenets hovedpulsåre, holdt på å ende i total infarkt. En resolutt aksjon fra de store sentralbankene overfor banksystemet rundt midten av august, med veldige utlån til relativt lav rente, bidro imidlertid bare til en liten utsettelse av den internasjonale finanskrisa. Til sammen punget sentralbankene ut et beløp tilsvarende ca. 410 mrd. dollar i løpet av en uke.¹⁷

Hedgefond

Særlig de relativt nye spekulasjonsinstitusjonene *hedgefond* og *private equity funds* fikk merke den nye kredittørken.¹⁸ Hedgefond er investeringsfond som er åpne bare for et begrenset antall investorer. Den amerikanske loven for investeringselskaper gjør at hvert hedgefond som regel har mindre enn 100 partnere. Hver investor stiller opp med et betydelig beløp, ofte mange mill. dollar. Investeringer i slike fond har en bindingstid fra noen måneder til to år.

I begynnelsen var det i hovedsak rike personer og familier, de som i finanssjargongen kalles «high net worth individuals», som investerte i hedgefond. Men etter hvert ble institusjonelle investorer, spesielt pensjonsfond, forsikringsselskaper, stiftelser og investeringsbanker, de viktigste partnerne. Også fondsforvalterne ble rike. Inntektene til de mest vellykkede forvalterne ligger i verdenstoppen. I 2005 hadde de 25 mesttjenende hedgefondforvalterne i USA en gjennomsnittsinntekt på over 250 mill. dollar (Stulz 2007: 7). Hele 93 % av alle personer i verden med inntekter over 50 mill. dollar i 2006, var forvaltere av hedgefond.¹⁹

Det begrensede partnerskapet gjør at fondene ikke er underlagt vanlig kontroll fra kredittilsyn eller andre myndigheter. Ikke noe er forbudt, og

derfor er alt tillatt. I hedgefondenes verden er transparens et ukjent ord. Deres mangel på åpenhet gir store muligheter til å bedra ikke bare myndighetene, men også investorene. Mellom juni 1999 og august 2006 reiste det amerikanske børstilsynet, Securities and Exchange Commission (SEC), 97 saker mot investeringsrådgivere i hedgefond for at de hadde bedradd investorer eller brukt fondsmidler til å bedra andre.²⁰ SEC har anslått at bedrageriet mellom 2000 og 2003 beløp seg til 1,1 mrd. dollar (SEC 2003; Stulz 2007: 23).

Den store veksten i hedgefond kom etter 1990. Det året var det i hele verden i alt 610 hedgefond med en samlet innskutt kapital på 39 mrd. dollar. I 2006 var det over 9000 fond med en samlet innskutt kapital på ca. 1400 mrd. dollar. I perioden 2003–2005 var den gjennomsnittlige egenkapitaltilførselen til hedgefond globalt på 80 mrd. dollar pr. år. De største fondene hadde en innskuddskapital på opptil 20 mrd. dollar.²¹ Nesten alle fondene har adresse i et skatteparadis. I 2006 hadde mer enn 8000 hedgefond, det vil si minst 89 % av samtlige fond, adresse på Caymanøyene.²²

Hedgefond spekulerer med så å si alt som er lett omsettelig (likvid) og derfor kan ha relativt raske prisendringer: aksjer, valuta, alle mulige slags råstoff inklusive petroleum, kredittderivater osv. Fondenes standardmetode for å gardere seg («hedge») er at de ikke bare investerer i aksjer, kredittderivater, råvarer, valutaer osv. som de antar vil stige i pris, såkalte lange posisjoner, men også satser på spekulasjonsobjekter som de tror vil synke i pris. I bransjesjargongen kalles dette «short selling» eller «shorting». (I norsk finanssjargong brukes ofte hybriden shortsalg.) Et hedgefond kan for eksempel, mot betaling av et gebyr, leie en viss mengde aksjer som de tror vil få kursnedgang. Disse aksjene selger de umiddelbart. Når prisen på aksjene eventuelt har falt, kjøper fondet dem tilbake, kasserer inn gevinsten og returnerer dem til eieren. Eller de kan låne en valuta som de tror vil falle i kurs og bruke de lånte pengene til å kjøpe en valuta de tror vil stige i kurs. Når den lånte valutaen eventuelt har falt i kurs, tilbakebetaler de lånet med gevinst på transaksjonen.²³

Et ferskt eksempel på shorting er hedgefondet Pershing Square Capital sin spekulasjon med aksjene i Fannie Mae og Freddie Mac. Da de to bankene i praksis gikk konkurs og ble overtatt av den amerikanske føderalstaten, hadde Pershing Square Capital håvet inn store summer på å shorte aksjene deres i over et halvt år. Et annet ferskt eksempel er hedgefondet Greenlight Capital som gjorde store penger på shorting av aksjene i Lehman Brothers gjennom flere måneder fram til bankens konkurs. Det kan ikke være tvil om at kursfallet til Lehman Brothers, på 100 % fra juli 2007 til september 2008, ble framskyndet av denne formen for spekulasjon.²⁴

Store og raske penger er hedgefondenes motiv og drivkraft. Overfor potensielle partnere reklamerer de med eventyrlige årlige avkastninger på den innskutte kapitalen. Og noen fond kan faktisk dokumentere høy

avkastning i perioder.²⁵ For eksempel skal skandalefondet Long-Term Capital Management (LTCM) fra 1995 til 1997 ha hatt en årlig avkastning på over 33 % etter fratrekk av forvaltningshonorar (Stulz 2007: 9). Men gjennomsnittet er ikke så imponerende. For perioden 1994–2005 er det blitt beregnet at alle hedgefond i verden hadde en gjennomsnittlig avkastning på 11 % (ECB 2006, Statistical Annex: 26; Stulz 2007: 15). Men langt fra alle hedgefond rapporterer resultatene sine, og det blir antatt at det er de med gode resultater som rapporterer (Stulz 2007: 16–17). Dessuten inkluderer ikke tallene for gjennomsnittlig avkastning alle de hedgefondene som går bankerott og blir nedlagt. «Hvert år dør ca. 10 % av alle hedgefond.» (Stulz 2007: 32). Bare i USA var det 83 fond som led den skjebnen i 2006.²⁶

Likevel har bankene overøst hedgefondene med billige lån. I noen tilfeller har de strukket seg til å gi lån til opptil 90 % av fondenes investeringer.²⁷ Et slikt tilfelle var nettopp LTCM. I begynnelsen av 1998 satt fondet med verdipapirer for ca. 129 mrd. dollar, en gjeld på 124,5 mrd. og en innskutt kapital på 4,72 mrd., dvs. en låneandel på nesten 96,5 % og en gjeldsgrad på 2638 %. Litt seinere på året tapte fondet 4,6 mrd. dollar i løpet av fire måneder. Egenkapitalen forduftet, LTCM var bankerott.²⁸ Flere storbanker, de fleste amerikanske, var sterkt eksponert overfor LTCM. Dessuten fryktet myndighetene et priskrakk på verdipapirmarkedet og en alvorlig finanskriser hvis fondet skulle sette i gang storsalg av papirene de satt med. Den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, organiserte en storstilt redningsaksjon som kostet 3,65 mrd. dollar fordelt på 14 banker og meklerhus. Tidlig i år 2000 ble LTCM oppløst.²⁹

Private aksjefond

Private equity funds, som jeg har valgt å oversette med *private aksjefond*, er om mulig er enda mer lukkede enn hedgefondene. Også de private aksjefondene er begrensede partnerskap, administrert av en forvalter («general partner»). Forvalterens honorar er omtrent som for hedgefond, 1,5–2,5 % pr. år av innskutt kapital og 15–30 % av avkastningen (ECB 2007: 10).

De private aksjefondene spekulerer i objekter som ikke er raskt omsettelige (mindre likvide). De har kjøpt opp selskaper innen alle bransjer: industriforetak, medieselskaper, teleselskaper, hotellkjeder, matvarekjeder, helseforetak og farmasøytisk industri (ECB 2007: 13). Spesialiteten deres er å kjøpe opp aksjeselskaper med solid egenkapital som de mener har undervurdert børsverdi, trekke dem fra børsen og belaste selskapene for lån som er blitt brukt til å finansiere oppkjøpet. Denne metoden går under navnet «rekapitalisering», som faktisk er rekapitalisering av investorene og avkapitalisering av det oppkjøpte selskapet (ECB 2007: 17; BIS 2007: 129). Siden de private aksjefondenes investeringer er mer langsiktige, blir den innskutte

kapitalen bundet i en lengre periode, ofte ti år eller mer, og avkastningen blir utbetalt først etter at investeringen er realisert (jf. ECB 2006: 137).

De private aksjefondene har lokket med like høy kapitalavkastning som hedgefondene, opptil 30 % av innskutt kapital pr. år. Men tilgjengelige data tyder på at som regel kan heller ikke de holde slike løfter. I det relativt gode året 2006 var iallfall gjennomsnittlig avkastning i europeiske private aksjefond på mer beskjedne 14 % (ECB 2007: 13).

Også de private aksjefondene har hatt sin gullalder etter midten av 1990-årene, og spesielt etter 2001. Globalt vokste innskutt kapital i fondene fra 47 mrd. dollar i 1990 til ca. 500 mrd. fordelt på ca. 2700 private aksjefond i januar 2007.³⁰

I 2001 gjorde de private aksjefondene på global basis oppkjøp for mindre enn 50 mrd. dollar, som tilsvarte ca. 5 % av alle oppkjøps- og fusjonstransaksjoner. I 2006 var oppkjøpene ca. 640 mrd. på verdensbasis. Det tilsvarte ca. 30 % av samtlige oppkjøps- og fusjonstransaksjoner (BIS 2007: 129; ECB 2007: 6).³¹ Den internasjonale kredittklemma førte til at oppkjøpene stupte til under 20 mrd. dollar i august 2007.³² Hvis kredittørken blir fulgt av et generelt og langvarig kursfall på de internasjonale børsene, vil et stort antall private aksjefond utvilsomt ende i bankerott, og da er det stor risiko for at de kan dra med seg flere banker i fallet.

De viktigste investorene i private aksjefond er pensjonsfond, investeringsbanker og forsikringsselskaper. En beregning fra 2003 anslår at ca. 30 % av den innskutte kapitalen i private aksjefond kom fra pensjonsfond, ca. 40 % fra banker og forsikringsselskaper, 20 % fra stiftelser og mindre enn 10 % fra personer og familier (SEC 2003: 7, note 20). Spesielt investeringsbanker er ofte inne både som partnere og som långivere. Disse bankenes inntekter fra private aksjefond kommer fra tre aktiviteter: rådgivning, långivning og investeringer i oppkjøp (ECB 2007: 5, 26–28).³³

De første årene var små og middelstore foretak fondenes favorittbytter. Etter hvert har de også gått til oppkjøp av svært store selskaper. Ofte slår private aksjefond seg sammen for å gjennomføre megaoppkjøp.³⁴ Oppkjøpsboomen i USA førte etter hvert til mangel på «undervurderte» selskaper. Fondene har derfor i økende grad gått løs på europeiske selskaper. I 2006 nådde de lånefinansierte oppkjøpene i Europa samme nivå som i USA.³⁵

Etter et oppkjøp blir mindre lønnsomme avdelinger i selskapet som regel solgt igjen umiddelbart eller lagt ned. Resten av selskapet blir sanert, slanket, omstrukturert og ofte stykket opp før det blir solgt og gevinsten innkassert. Et fast mønster ved denne metoden er oppsigelser av arbeidere og nedtæring av selskapenes egenkapital. Uwe H. Schneider, professor i økonomirett ved universitetet i Darmstadt, fastslår derfor:

Mange av disse angivelige investorene er i virkeligheten egenkapitalrøvere. [...] Minst 5000 tyske foretak med nærmere 800 000 arbeidere er eid av disse såkalte nye investorene. Blant dem er det altfor mange som ikke har noen langsiktig interesse i

forskning og innovasjon, i framtidige produkter og nye arbeidsplasser. [...] Vi ødelegger vår framtid.³⁶

I likhet med hedgefondene har private aksjefond finansiert en stor og økende andel av sine oppkjøp med lån fra banker eller andre kredittselskaper. Fondenes totale låneopptak økte med en faktor på 15 fra 2001 til 2006, fra 28 mrd. dollar til ca. 420 mrd. Da finansierte låneopptakene 66 % av de private aksjefondenes samlede oppkjøp på 640 mrd. dollar, mens den innskutte egenkapitalen på 220 mrd. altså finansierte bare 34 %. Totaltallene skjuler selvsagt at låneandelen i mange tilfeller er mye høyere. Ifølge ECBs data ble 77 % av oppkjøpsverdien til europeiske fond i 2006 finansiert med lån (ECB 2007: 13). Opptil 80 % lånefinansiering av oppkjøpene forekommer ofte.³⁷

Flere studier påpeker at bankenes risikoappetitt ble stadig større i tiden før finanskrisa. Lån med relativt lav sikkerhet (under BB-rating) og tilsvarende høyere rente økte fra 55 % av total utlåning til private aksjefond i 2001 til 90 % i 2006 (ECB 2007: 14; BIS 2007: 129). En grunn til dette kan være at straks bankene hadde signert lånekontrakten, solgte de en stor del av lånene som derivater i stedet for å beholde dem i regnskapene sine.³⁸

De private aksjefondenes lønnsomhet er avhengig av flere kritiske faktorer: De må ha tilgang til billig kreditt, som forutsetter et lavt generelt rentenivå; selskapene de kjøper opp, må ha solid egenkapital og lav gjeldsgrad; og det må være stabil generell oppgang på aksjebørsene. Ikke mange av disse forutsetningene skal svikte før mange fond går bankerott.

Et bemerkelsesverdig aspekt ved de private aksjefondene er deres ambivalente forhold til det kapitalistiske markedet. De samme folkene som hyl-ler markedet og den kapitalistiske konkurransen for dens effektivitet når det gjelder allokering av ressurser, teknisk framskritt og produktivitetsvekst, praktiserer det stikk motsatte: De kjøper opp store selskaper og trekker dem fra børsen; derav navnet *private* aksjefond («*private equity fund*»). Denne manøveren begrunner de med at det er lettere å sanere, restrukturere og effektivisere selskapene når de er skjermet mot kurssvingningene på børsen, altså mot aksjemarkedet!

Målt i størrelse på innskutt kapital virker både hedgefondene og de private aksjefondene relativt små. Ifølge beregninger fra Morgan Stanley var den samlede forvaltningskapitalen i hedgefond globalt mot slutten av 2007 ca. 2000 mrd. dollar, mens forvaltningskapitalen i private aksjefond var mindre enn 1000 mrd. Pensjonsfondene globalt forvaltet derimot en kapital på 22 000 mrd. dollar, og forsikringsselskaper ca. 18 000 mrd. dollar.³⁹ Men som sagt: Problemet er ikke størrelsen på innskuddskapitalen i hedgefondene og de private aksjefondene, men den høye graden av lånefinansiering for rent spekulative formål.

Tabell 1 Finanssektorens gjeld i USA

	1980	1990	2000	2007
Finanssktorens gjeld, tusen mrd. US\$	0,6	2,6	8,1	16,0
Som %-andel av BNP	22,2	44,8	82,7	115,9
Som %-andel av samlet gjeld i privat sektor*	17,7	26,0	37,3	39,6

* Husholdninger er inkludert i privat sektor.

Kilde: Foster og Magdoff (2009: 121122).

Vi har sett at hedgefondene, de private aksjefondene og andre finansinstitusjoner har finansiert store deler av sine investeringer i såkalte verdipapirer med lån. Heller enn å gi lån til bedrifter i den produktive sektoren har finansinstitusjonene i stadig økende grad gitt lån til hverandre. Resultatet er en kolossal vekst i samlet gjeld innen denne sektoren. I USA økte den totale gjelden innen finanssektoren fra 600 mrd. dollar i 1980, til 2600 mrd. i 1990 og 16 000 mrd. i 2007, noe som tilsvarte nesten 116 % av USAs BNP (jf. tabell 1). Finanssektorens gjeld som andel av samlet gjeld i privat sektor inklusive husholdningene vokste fra 17,7 % i 1980 til 39,6 % ved utgangen av 2007 (tabell 1).

Ikke særlig mange finansinstitusjoner trengte å bli insolvente for å skape en kjedereaksjon i banksystemet som førte til en alvorlig finanskriser. En betydelig del av den innskutte kapitalen i både hedgefond og private aksjefond kommer dessuten fra pensjonsfond. En omfattende finanskriser betyr kriser også for pensjonsfondene som vil måtte redusere sine utbetalinger og/eller øke innskuddene fra ansatte og arbeidsgivere. I de siste 15 månedene fram til utgangen av september 2008 ble amerikanernes oppsparte pensjoner redusert med 2000 mrd. dollar.⁴⁰ Det førte umiddelbart til lavere effektiv etterspørsel og økt arbeidsløshet.

Statsfondene

La meg også nevne statsfondene («sovereign-wealth funds»). De er et resultat av at de aktuelle statene har så store og vedvarende overskudd i utenrikshandelen at de ikke trenger all inntjeningen som valutaeserver. Det første fondet av dette slaget ble opprettet av regjeringen på stillehavsøya Kiribati i 1956. Men det er først etter midten av 1990-årene at statsfondene har vokst kraftig. Ved utgangen av 2007 var de samlede statsfondene globalt på ca. 2876 mrd. dollar. Av dette beløpet var 2103 mrd. eller 73 % petroleumsrelaterte fond. Tabell 2 gir en oversikt over statsfondene på 50 mrd. dollar eller mer.

Tabell 2 Statsfond på minst 50 mrd. dollar ved utgangen av 2007

Land og fondets navn	Fondets str., mrd. dollar	Etableringsår
De forente arabiske emirater: Abu Dhabi Investment Authority	875	1976
Norge: Statens pensjonsfond – Utland	380	1996
Singapore: GIC	330	1981
Saudi Arabia: flere fond	300	Ikke oppgitt
Kuwait: Reserve fund for future generations	250	1973
Kina: China Investment Corporation	200	2007
Singapore: Temasek Holdings	159	1974
Libya: Oil Reserve Fund	50	2005
Qatar: Qatar Investment Authority	50	2005

Kilde: *The Economist*, 19. januar 2008: 63.

Som vi ser av tabellen, er det norske petroleumsfondet verdens nest største statsfond. Vi kan være sikre på verken den norske regjeringen, uansett farge, eller noen av de andre landene med store statsfond vil støtte innføring av en avgift på valutatransaksjoner. Noen av fondene, spesielt det kinesiske, er riktignok strategiske i den betydning at de tar sikte på oppkjøp av interessante selskaper utenlands. Men flertallet av fondene er utelukkende på jakt etter størst mulig og sikrest mulig avkastning. De representerer med andre ord et betydelig bidrag til den spekulative globale finanskapitalen. En Tobin-skatt ville derfor komme i konflikt med logikken og interessene til praktisk talt alle slike fond.

Kannibalsk kapitalisme

Med hedgefondene og de private aksjefondene har kapitalismen utviklet sterkt kannibalske trekk. Finanskapitalen skviser den produktive kapitalen og undergraver derfor på litt sikt grunnlaget for sin egen eksistens. Sammen med kredittderivatene har disse fondene gjort kapitalismen sterkt selvdestruktiv, og i stor grad svekket dens legitimitet. Finanskapitalen har ikke bare langt på vei frikoblet seg fra den kapitalistiske produksjonsorganisas-

men. Et hedgefond, og i enda større grad flere hedgefond som driver shorting i flokk («crowding»), kan bringe ethvert industriselskap og selv store valutaer til fall (jf. ECB 2006: 134–135). Og som vi har sett, er en av de private aksjefondenes spesialiteter å grafse til seg de oppkjøpte selskapenes egenkapital. Både hedgefondene og de private aksjefondene, pensjonsfondene og (i all hovedsak) statsfondene er instrumenter i det evinnelige spillet om å grafse til seg en størst mulig del av den produserte merverdien/profittvolumet. Men finanssjonglørene ser ikke dette. De ser heller ikke at en avkastning på investeringene på 30 %, selv 10 %, pr. år, er umulig på sikt i økonomier med en vekst i BNP på mellom 1,0 og 2,5 %.⁴¹ Slike spektakulære avkastninger kan bare realiseres kortsiktig, ved en kraftig omfordeling av profittmassen og/eller gjennom en drastisk omfordeling av den samlede inntekten fra lønn til profitt. Begge deler har skjedd, og dette er aller tydeligst i USA.

Tatt i betraktning at den amerikanske fagbevegelsen er praktisk talt desimert, er det ikke overraskende at omfordelingen fra lønn til profitt og fra lavlønn til superinntekter, er mest dramatisk i USA.⁴² Fra 1979 til 2004 økte gjennomsnittlig disponibel reallønn til den fattigste femtedelen av befolkningen med 9 %, mens den rikeste femtedelen hadde en vekst i disponibel realinntekt på 69 %. Lønnsandelen av BNP sank fra gjennomsnittlig 51,5 % i perioden 1955–1970 til 45,5 % i 2005 (Foster & Magdoff 2009: 130–131). Andelen av total inntekt til den rikeste 1 % av USAs befolkning sank jevnt fra ca. 17 % midt i 1930-årene til ca. 8 % i 1980. Men i årene som fulgte, steg andelen deres kraftig og ble doblet til 16 % i 2004, med andre ord omtrent samme andel som i 1930-årene.

I perioden 1999–2005 steg arbeidsproduktiviteten i den amerikanske økonomien som helhet med vel 15 %, men husholdningenes medianinntekt korrigert for prisstigningen sank med 2,5 %. Gjennomsnittlig realinntekt til selsatte menn i aldersgruppen 30–39 år var 12,5 % lavere i 2004 enn i 1974. I 1978 var gjennomsnittlig lederlønn (inkl. bonuser og realiserte opsjoner) 35 ganger høyere enn gjennomsnittlig arbeidslønn. I 2005 hadde dette forholdstallet økt til 262. Med andre ord: I 2005 tjente en gjennomsnittlig leder i næringslivet like mye på en time som en arbeider tjente på halvannen måned med 45 timers arbeidsuke. *Wall Street Journal*, som ikke kan beskyldes for å være kritisk til nyliberalismen, fastslo at «produktiviteten har gått til profitt, ikke til lønninger» (*Wall Street Journal* 27. mars 2006: 42).

Samtidig har det skjedd en voldsom omfordeling av profittmassen ved at finanssektorens andel av samlet profitt i selskapssektoren («corporate sector») ble doblet fra gjennomsnittlig 18,3 % i 1980–1990, til 36,2 % i 2001–2006. Det er verdt å merke seg at denne andelen nådde en topp på 40,8 % i årene 2001–2002 (jf. tabell 3). Dot.com-krisa, som i hovedsak var en krise i aksjemarkedet, ser altså ikke ut til å ha hatt noen negativ effekt på finanssektoren som helhet.

Tabell 3 Noen trekk ved USAs finanssektor

	Finanssektorens andel av total profitt i selskapssektoren. Prosent		Finanssektorens andel av totalt bruttoprodukt i selskapssektoren. Prosent		Andeler av samlet bruttonasjonalprodukt. Prosent			
					Finans		Industri	
1980–1982	16,0	18,3	8,0	9,3	4,8	5,6	19,4	17,7
1983–1985	14,5		9,0		5,4		18,1	
1986–1988	19,3		9,9		5,9		17,2	
1989–1990	22,8		10,0		5,9		16,6	
1991–1992	29,5	25,5	10,9	11,6	6,3	6,9	15,8	15,4
1993–1994	23,6		10,9		6,3		15,7	
1995–1996	24,3		11,1		6,5		15,7	
1997–1998	23,7		12,1		7,3		15,4	
1999–2000	27,7		12,7		7,8		14,7	
2001–2002	40,8	36,2	13,5	13,7	8,1	8,2	13,1	12,3
2003–2004	37,1		13,8		8,1		12,3	
2005–2006	33,3		13,9		8,3		11,8	
2007	33,1	33,1	13,7	13,7	8,1	8,1	11,7	11,7

Note: Jeg bruker «selskapssektor» som oversettelse for «corporate sector». Bruttonasjonalproduktet er bidraget til bruttonasjonalproduktet (BNP).

Kilde: Beregnet på grunnlag av data fra Bureau of Economic Analysis: www.bea.gov, tabellene 1.1.5, 1.14 og 6.16 B–D.

Videre viser tabell 3 at finanssektorens andel av bruttoproduktet i selskapssektoren steg fra 9,3 % i 1980–1990 til 13,7 % i 2001–2007. (Dette er ikke underlig, i og med at finanssektorens bidrag til BNP er lik samlet profitt pluss totale lønninger.) Også som andel av totalt BNP har finanssektoren vokst, fra 4,8 % i 1980–1982 til 8,1 % i 2007. Som andel av BNP var finanssektoren i USA i 2007 omtrent dobbelt så stor som i alle europeiske land unntatt Storbritannia. Den amerikanske industriens andel av BNP sank derimot fra 19,4 % i 1980–1982 til 11,7 % i 2007 (tabell 3). Mens finanssektoren har est ut, har det altså skjedd en veritabel deindustrialisering i USA.

Sluttmerknad

De fleste aktørene i de nye finansinstitusjonene er tilsynelatende totalt uvitende om vesentlige trekk ved det kapitalistiske produksjonssystemet. De handler åpenbart i «den tro at penger yngler penger» (Marx 1861–63). Dermed bekrefter de Marx' utsagn:

[Sirkulasjonsformen] P - P' [Penger – mer penger] er kapitalens absolutte form, verdi som forøker seg selv. [...] P - P' er kapitalens begrepsløse form, forvrengningen og tingliggjøringen av produksjonsforholdet i høyeste potens. [...] Kapitalen opptrer i en form der den synes å være en selvstendig kilde til verdi. (Marx 1861–63/1969: 477, 454, jf. også Skarstein 2009: 86–93)

Selvsagt er finanskapitalen fortsatt, ja mer enn noen gang, avhengig av at det produseres merverdi/profitt. Men den har oppnådd en så stor grad av innflytelse over den produktive kapitalen at hundretusenvis av arbeidsplasser og mangfoldige bedrifters overlevelse er avhengige av prosesser i finanssystemet. Gjennom dannelsen av statsfond og enda mer gjennom privatiseringen av pensjonene og pensjonsfondenes tunge investeringer i aksjer og kredittderivater, i hedgefond og private aksjefond har dessuten finanskapitalen bundet til seg arbeiderklassen i et nådeløst skjebnefellesskap. Det er slett ikke bare politikere på høyresiden som bærer et tungt ansvar for at denne situasjonen har oppstått. Gjennom petroleumsfondet er den norske stat en av de store aktørene i det internasjonale finansspillet.

De fleste økonomer forsvarer liberaliseringen av finanssystemet med at den sikrer effektiv allokering av kapital og dermed fremmer økonomisk vekst og velstand. Det er heller omvendt. Som følge av liberaliseringen har store deler av finanssektoren utviklet seg til et gigantisk parasittisk maskineri som, gjennom aktørenes luksuskonsum og tilbakevendende kriser, sløser bort enorme ressurser i sin jakt på en størst mulig del av profittmassen. Dessuten presser finanssystemet den produktive kapitalen til å øke profittene på arbeidernes bekostning gjennom en brutal intensivering av arbeidet. John Maynard Keynes så noe av problemet med en tøylesløs finanskapital:

Situasjonen blir alvorlig når foretakene blir bobler på en virvelstrøm av spekulasjon. Når kapitaldannelsen i et land blir et biprodukt av aktivitetene i et kasino, vil jobben høyst sannsynlig bli dårlig utført. Det er vanligvis enighet om at det er i offentlighe- tens interesse at kasinoer er utilgjengelige og dyre. Kanskje det samme er tilfelle for børsen. (Keynes 1936: 159)

Keynes betraktet rentenistaspektet ved kapitalismen som en overgangsfase. Han trodde at rentenisten ville forsvinne når det ikke lenger var «knapphet på kapital». Denne «funksjonsløse investoren» ville bli overflødig for kapitalismen og gradvis forsvinne. Det ville skje et «barmhjertighetsdrap på rentenisten» (Keynes 1936: 376). Aldri har verden vært fjernere fra Keynes' visjon enn i dag.

Noter

- 1 Den siste setningen ble tilføyd av Friedrich Engels i 2. utgave.
- 2 Et svært viktig liberaliseringstiltak var avskaffelsen av Glass-Steagall-loven (av 1933) i 1999. Denne loven forbød forretnings- og sparebanker å drive med verdipapiriromsetning, f.eks. handel med derivater.
- 3 *The Economist*, 21. april 2007: 76; *Der Spiegel*, 29. september 2008: 30.
- 4 Det er vanskelig å finne en godt dekkende norsk oversettelse for «hedge fund». En mulighet ville være *garderingsfond*. Jeg foretrekker å kalle dem hedgefond.
- 5 *The Economist*, 21. april 2007: 74.
- 6 Det amerikanske energiselskapet Enron brukte bl.a. dette knepet. Sterkt forenklet kan det beskrives slik: Aktiviteter eller aktiva som ga underskudd, ble «solgt» til oversjøiske «related party entities» med navn som Jedi og Chewco. Underskuddene i disse enhetene ble i stor grad dekket med lån fra Enron, som på sin side hadde lånt penge i det amerikanske finansmarkedet. I Enrons regnskap ble lånene dermed balansert med like store beløp i passiva (gjeld) og aktiva (fordringer). Da svindelen ble oppdaget, hadde Enron en total gjeld på 23 mrd. dollar, noe som langt overskred egenkapitalen. Selskapets sammenbrudd innebar arbeidsløshet for tusenvis av Enrons i alt 21 000 arbeidere og at ca. 12 000 mistet sine oppsparte pensjoner. Jf. Blackburn (2002); Aglietta og Rebérioux (2005: 225–232).
- 7 Den samlede estimerte verdien av verdipapirer i SPE-enheter økte fra 600 mrd. dollar i 2004 til 1200 mrd. i august 2007. I begynnelsen av august 2007 satt europeiske SPE med kredittderivater for mer enn 350 mrd. euro (jf. *The Economist*, 18. august 2007: 61; *Der Spiegel*, nr. 34/2007: 64).
- 8 Jf. også *Der Spiegel*, nr. 32, 2007: 57. Amerikanske bankers utlån til kjøp av fast eiendom steg fra vel 35 % av deres samlede utlån i 1990 til ca. 60 % i 2006. Blant landene BIS sammenligner, er det bare bankene i Australia og Spania som har så høy relativ eksponering i fast eiendom. Jf. BIS (2007: 125–128).
- 9 Estimater fra *Inside Mortgage Finance*, er referert av David Evans, «FDIC may need \$150 billion bailout as more banks fail», *Bloomberg News*, 25. september 2008. Tilgjengelig på www.bloomberg.com/apps/news
- 10 *Der Spiegel*, nr. 12/2007: 101; nr. 33/2007: 72. I California og Florida, foruten i byene Cleveland, Detroit og Washington D.C., begynte boligprisene å falle i slutten av august 2007 (jf. *Neue Zürcher Zeitung Online*, 2. september 2003).
- 11 F.eks. den lille tyske banken Industriekreditbank (IKB), med SPE i delstaten Delaware i USA, pådro seg tap på 9 mrd. dollar. IKB ble reddet av en kraftig pengeinnsprøying der det offentlig eide kredittinstituttet Kreditanstalt für Wiederaufbau bidro med 83 %, selv om de bare sitter med 38 % av aksjene i IKB. Også den større delstatssparebanken Sachsen LB, med SPE i Irland, hadde et samlet tap av nesten samme størrelse. Sachsen LB ble solgt til Landesbank Baden-Württemberg, mens den gamle eieren, delstaten Sachsen, garanterer for alle tap etter 2001. Det er altså de tyske skattebetalerne som må punge ut for misèren, mens de private aksjonærene er blitt skånet. (Jf. *Der Spiegel*, nr. 32/2007: 56–58; nr. 34/2007: 64; nr. 49/2007: 68–69.)
- 12 *The Economist*, Special report on international banking, 17. mai 2008: 11. Ingen av de amerikanske bankene Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Goldman Sachs og Bear Stearns var med i denne oversikten. Disse bankene hadde tapsavskrivninger på til sammen 87 mrd. dollar mellom juni 2007 og august 2008 (jf. *Der Spiegel*, 22. september 2008: 78).
- 13 Jf. *Der Spiegel*, 6. februar 2009: 73. Jf. også Cassidy (2008).
- 14 I mars 2008 gikk USAs sentralbank, Federal Reserve, inn med en stor redningspakke til Bear Stearns, som ble solgt nesten gratis til JPMorgan Chase. Dette var første gang

- siden 1930-årene at Federal Reserve ga krisestøtte til en investeringsbank. Historien gjentar seg: Profittene blir privatisert, men tapene blir «sosialisert», og vanlige lønnsarbeidere må betale for gildet.
- 15 *Der Spiegel*, nr. 34/2007: 62. Mange hedgefond ser ut til å ha unngått likviditetskrise ved å gamble på fallende priser på kredittderivater. De hadde lånt og solgt kredittderivater. Da prisen på derivatene falt, kjøpte fondene dem tilbake med god gevinst og returnerte dem til eierne (jf. *The Economist*, 21. april 2007: 74).
 - 16 Jf. f.eks. *The Economist*, 21. april 2007: 73.
 - 17 *Der Spiegel*, nr. 33/2007: 70–71; nr. 34/2007: 63; *The Economist*, 18. august 2007: 60. Den britiske sentralbanken (Bank of England) var derimot temmelig passiv. Det gjorde at boliglånbanken Northern Rock som hadde finansiert en svært stor andel av de langsiktige utlånene sine med kortsiktige lån i interbankmarkedet, fikk merke kredittørken til fulle. I siste liten måtte Bank of England trå til ved å gi den et hastelån på et ukjent antall milliarder pund i september 2007.
 - 18 I norsk finansjargong brukes ofte betegnelsen «oppkjøpsfond» for *private equity fund*. Jeg synes ikke denne oversettelsen er særlig treffende og foretrekker betegnelsen *privat aksjefond* som jeg bruker heretter.
 - 19 *Der Spiegel*, nr. 16/2007: 88.
 - 20 *The Economist*, 2. september 2006: 62.
 - 21 ECB (2006: 133, 139); *The Economist*, 18. november 2006: 71; *The Economist*, 17. mars 2007: 82; *Der Spiegel*, nr. 39/2006: 90–91.
 - 22 *The Economist*, Special Report on Offshore Finance, 24. februar 2007: 7.
 - 23 Et velkjent tidlig eksempel på shorting av valuta er spekulasjonen mot det britiske pundet i 1992 gjennom hedgefondet til George Soros, Quantum Fund. I all stillhet lånte Quantum Fund britiske pund svarende til 15 mrd. dollar som langsomt ble vekslet mot dollar. Da Quantum Fund satt tilbake bare med et relativt lite pundbeløp, ble angrepet gjort kjent for all verden. Det utløste panikkflukt fra pundet. Storbritannia måtte gå ut av EUs valutasamarbeid, ERM, og pundet endte ca. 15 % under sin tidligere ERM-kurs. Da Quantum Fund hadde betalt tilbake pund-lånet, satt de igjen med en gevinst på 2 mrd. dollar.
 - 24 Jf. *Der Spiegel*, 22. september 2008: 78.
 - 25 Mest kjent for «high performance» er James Simons' Renaissance Technologies Corporation (RTC), som skal ha hatt en avkastning på rundt 30 % på innskutt kapital hvert år siden 1990. Pensjonsfond og andre investorer har stått i kø for å få plassere pengene sine hos RTC, og bankene har stått i kø for å få gi lån.
 - 26 *Der Spiegel*, nr. 16/2007: 88. Stulz (2007: 16–22) har en god kritisk gjennomgang av hedgefondenes avkastning.
 - 27 *Der Spiegel*, nr. 39/2006: 90.
 - 28 La det være nevnt at to innflytelsesrike styremedlemmer og investorer i LTCM, Myron Scholes og Robert C. Merton, i 1997 delte Nobels minnepris i økonomi for sine finansteoretiske arbeider! Når det gjelder opplysninger om dette og LTCM for øvrig, se f.eks. Lowenstein (2000).
 - 29 LTCMs skjebne er slett ikke enestående. Som nevnt gikk 83 amerikanske hedgefond dukken bare i 2006, og mange av dem påførte bankene store tap. Blant de mest spektakulære fallittene i seinere år er Bayou Hedge Fund Group (2005) og Amaranth Advisors (2006) som tapte 6,5 mrd. dollar og endte i historiens hittil største kollaps blant hedgefond. Det amerikanske hedgefondet United Capital Markets erklærte seg illikvid i august 2007 og stoppet alle utbetalinger til investorene sine.
 - 30 *The Economist*, 10. februar 2007: 74.
 - 31 Jf. også *The Economist*, 23. september 2006: 70; 10. februar 2007: 73; 7. juli 2007: 68–70; *Der Spiegel*, nr. 33/2007: 71.

- 32 *The Economist*, 29. september 2007: 75.
- 33 For eksempel Merrill Lynch skal ha tjent 75 mill. dollar i rådgivningshonorar ved oppkjøpet av det amerikanske helseforetaket HCA. Dessuten ga de et lån på 22 mrd. dollar og investerte selv 1,5 mrd. dollar i aksjer ved oppkjøpet (*The Economist*, Special Report on International Banking, 19. mai 2007: 15). Michael Moores film *Sicko* gir et innblikk i hvordan de amerikanske helseforetakene og forsikringselskapene håver inn profitt på bekostning av befolkningens helse.
- 34 Blant de store oppkjøpene er Hilton Hotels for 26 mrd. dollar og det britiske luftfartselskapet BAA (eier av bl.a. lufthavnene Heathrow, Gatwick og Stansted) for 30 mrd. dollar. Et konsortium av private aksjefond ledet av Kohlberg Kravis Roberts (KKR) kjøpte det amerikanske energiselskapet TXU for 44 mrd. dollar. Det hittil største oppkjøpet er visstnok det kanadiske teleselskapet Bell Canada, for 48 mrd. dollar. (*The Economist*, 7. juli 2007: 68; 23. september 2006: 69; *The Economist*, Special Report on International Banking, 19. mai 2007: 15; *Der Spiegel*, nr. 36/2007: 85.)
- 35 *The Economist*, 10. februar 2007: 73.
- 36 Intervju i *Der Spiegel*, nr. 38/2006: 100, min oversettelse.
- 37 *Der Spiegel*, nr. 33/2007: 71.
- 38 *The Economist*, Special Report on International Banking, 19. mai 2007: 15.
- 39 Jf. *The Economist*, 19. januar 2008: 64.
- 40 Jf. Nancy Trejos, «Retirement savings lose \$2 trillion in 15 months», *Washington Post*, 8. oktober 2008.
- 41 Fra år 2000 til 2006 økte BNP i Tyskland med gjennomsnittlig 1 % pr. år, i Frankrike med 1,6 %, i Storbritannia og USA med 2,5 %. Jf. OECD (2007: 239).
- 42 Graden av fagorganisering i privat sektor i USA sank fra ca. 36 % i 1954 til 24 % i 1976 og ca. 10 % i år 2000 (jf. Brenner 2002: 53).

Litteratur

- Aglietta, M. & Rebérioux, A. (2005) *Corporate governance adrift – A critique of shareholder value*. Cheltenham: Edward Elgar.
- BIS (2006) *76th Annual report*. Basel: Bank for International Settlements.
- BIS (2007) *77th Annual report*. Basel: Bank for International Settlements.
- Blackburn, R. (2002) The enron debacle and the pension crisis. *New Left Review*, 14, s. 26–51.
- Brenner, R. (2002) *The boom and the bubble – The US in the world economy*. London: Verso Books.
- Cassidy, J. (2008) He foresaw the end of an era. *New York Review of Books*, 55, (16).
- ECB (2006) *Financial stability review*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB (2007) *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Foster, J. B. & Magdoff, F. (2009) *The great financial crisis – causes and consequences*. New York: Monthly Review Press.
- Galbraith, J. K. (1961) *The great crash 1929*. Harmondsworth: Penguin Books.
- Greenspan, A. & Kennedy, J. (2007) *Sources and uses of equity extracted from homes*. Federal Reserve Staff Working Paper 2007–2020. Washington D.C.: Federal Reserve Board. Tilgjengelig på www.federalreserve.gov/PUBS/feds/2007
- Irvin, G. (2007) Growing inequality in the neo-liberal heartland. *Post-Autistic Economic Review*, 43, s. 2–22.

- Keynes, J. M. (1936/1964) *The general theory of employment, interest and money*. London: MacMillan, London.
- Kindleberger, C. P. (1978) *Manias, panics, and crashes – a history of financial crises*. London: Macmillan.
- Lowenstein, R. (2000) *When genius failed - the rise and fall of long-term capital management*. New York: Random House.
- Marx, K. (1861–63/1968) *Theorien über den Mehrwert – Dritter Teil*. Frankfurt am Main: Europäische Verlagsanstalt.
- Marx, K. (1867/1969) *Das Kapital – Erster Band*. Berlin (Øst): Dietz Verlag.
- Marx, K. (1893/1969) *Das Kapital – Zweiter Band*. Berlin (Øst): Dietz Verlag. Første utgave 1885.
- Minsky, H. P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven/London: Yale University Press.
- OECD (2007) *Economic outlook*, nr. 81. Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development.
- Sapir, J. (2008) Global finance in crisis: A provisional account of the «subprime» crisis and how we got into it. *Real-world Economic Review*, 46, s. 82–101. Tilgjengelig på www.paecon.net/PAERreview/
- SEC. (2003) *Implications of the growth of hedge funds* Washington D.C.: Securities and Exchange Commission.
- Skarstein, R. (2009) *Økonomi på en annen måte – makt og penger fra europeisk føydalisme til globalisert kapitalisme*. Oslo: Abstrakt forlag.
- Smith, A. (1776/2007) *Nasjonenes velstand. Bok III*. Trondheim: Sonstad forlag.
- Stulz, R. M. (2007) *Hedge funds: Past, present and future*. WP 2007: 3. Fisher College of Business, The Ohio State University. Tilgjengelig på www.ssrn.com/abstract=939629
- Zacharias, A., Wolff, E. N. & Masterson, T. (2009) *Levy Institute measure of economic well-being – New estimates of economic inequality in America, 1959–2004*. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute.