

Rune Skarstein

OVERAKKUMULASJON AV PRODUKTIV KAPITAL ELLER FINANSKAPITAL? OM ÅRSÅKENE TIL DEN ØKONOMISKE KRISA

De rådende marxistiske forklaringene på den nåværende økonomiske krise står overfor et dobbelt dilemma. For det første brøt krise ut i en periode da profittrenten i selskapssektoren i USA ifølge offisiell statistikk var stigende, i perioden 1982 til 2007, med et lite dupp i årene 1997–2002. Dette skjedde etter at den hadde falt siden midten av 1960-årene.¹ Men marxistisk økonomisk teori forklarer krise nettopp som et resultat av fallende profittrente. For det andre er de fleste marxistiske økonomer enige i at krise ble utløst av prosesser i finanssektoren der det ikke blir produsert merverdi. Men de avviser at selve årsakene kan være lokalisert i den sektoren.² Marxistiske forklaringer overser at dynamikken i finanssektoren kan være den egentlige årsaken till økonomiske kriser.³

I denne artikkelen vil jeg først drøfte noen aspekter ved Marx' teori om merverdi og profitt som indikerer at finanssektoren i perioder kan være avkoblet fra den produktive sektoren som den selvsagt i siste instans er avhengig av i sin profittjakt. Deretter følger en diskusjon av grunnlaget for finansiell profittjakt, dvs. aspekter ved den merverdiproduktive delen av økonomien («realøkonomien») som har vært vesentlige for akkumuleringen av finanskapital i de siste to-tre tiårene. Så følger en diskusjon av nye midler for finansiell profittjakt, såkalte finansinnovasjoner, de siste 20 årene. I den oppsummerende delen av artikkelen argumenterer jeg for at krise er et resultat av overakkumulering av finanskapital i forhold til profittmulighetene. Nå er denne krise blitt en generell økonomisk krise preget av sviktende effektiv etterspørsel og massearbeidsløshet i USA og Europa. Jeg er fullt klar over at dette perspektivet ikke er i samsvar med Marx sitt syn.⁴

Noen aspekter ved Marx' teori om merverdi og profitt

De marxistiske økonomenes utelatelse av finanskapitalens dynamikk kan ha sin rot i Marx' egne arbeider. I sin teori om økonomiske kriser, mest tydelig i diskusjonen av profittrentens fallende tendens, setter han søkelyset utelukkende på forholdet mellom kapital og arbeid i den merverdiproduktive delen av økonomien, med industrien som gjennomgående eksempel. Siden finanssektoren var temmelig underutviklet på Marx sin tid, er ikke dette underlig. Han analyserte imidlertid kreditt- og banksektoren, og han gjorde det klart at kredittrenten er en del av merverdien som skapes i den produktive sektoren

av økonomien. Under ellers like forhold innebærer derfor denne renten en reduksjon av profittvolumet i den produktive sektoren.

I sin analyse av utligningen av profittrentene innen hver sektor og mellom sektorene viste Marx at profitten som hver enkelt kapital tilegner seg, kan være forskjellig fra den gjennomsnittlige profitten på totalkapitalen, av to grunner. For det første kan merverdiraten (merverdien dividert med arbeidskraftens verdi) til hver enkelt kapital avvike fra totalkapitalens merverdirate. For det andre kan verdisammensetningen (den konstante kapitalens verdi dividert med arbeidskraftens verdi) til hver enkelt kapital være forskjellig fra totalkapitalens verdisammensetning ved like merverdirater. Selvsagt kan det finnes en rekke forskjellige kombinasjoner av disse to grunnene.⁵

Som en konsekvens av den kapitalistiske konkurransen har enkeltkapitalenes profittrenter en tendens til å bli utlignet ved at kapital beveger seg fra bransjer eller sektorer med relativt lav profittrente til bransjer eller sektorer med høyere profittrente. Hovedpoenget her er at enkeltkapitalen som regel ikke høster den merverdien som er blitt produsert under dens kommando. Som Marx uttrykker det: «... like store kapitaler som (...) kommanderer svært forskjellige mengder merarbeid, altså produserer svært ulike mengder merverdi, bringer like stor profitt.»⁶ Dette betyr at gjennom utligningen av profittrentene blir ikke profittmengden til hver enkeltkapital bestemt av merverdimassen denne kapitalen har «sugd opp», men av verdien til den forskutterte kapitalen multiplisert med den gjennomsnittlige profittrenten i økonomien som helhet. Selv enkeltkapitaler som ikke kommanderer noe merarbeid, vil – i den grad konkurransen fører til utligning av profittrentene – høste en profitt som er mer eller mindre proporsjonal med den forskutterte kapitalmengden.⁷ Dette innebærer at gjennom den kapitalistiske konkurransen vil alle former for kapital, inkludert finanskapital, høste en profitt som er mer eller mindre proporsjonal med den forskutterte kapitalmengden. Alle former for kapital, inklusive finanskapital, vil høste en profitt som tenderer til å være proporsjonal med kapitalens størrelse og varierer rundt den allmenne profittrenten.

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. R.S.], 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 fortoner 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.»⁸

All finanskapital har sirkulasjonsformen P–P' (penger–mer penger). Fra finanskapitalistens ståsted ser det derfor ut som om «pengene yngler penger», som Marx uttrykte det. Han mente at i denne sirkulasjonsformen er «kapitalens fetisjkarakter fullstendig»:

«[Sirkulasjonsformen] P–P' er kapitalens absolutte form, verdi som forøker seg selv. (...) Nå har vi P–P' som *subjekt*. P–P' er kapitalens begrepsløse form, forvrengningen og tingliggjøringen av produksjonsforholdet i høyeste potens. (...) Kapitalen opptre i en form der den *synes* å være en selvstendig kilde til verdi; (...) i denne formen er dens motsetningsfylte karakter helt tilslørt og visket ut, den står ikke i noe motsetningsforhold til arbeidet.»⁹

Men det synes å være en ambivalens i Marx' analyse av pengekapitalen i form av aksjekapital eller andre typer «verdi»-papirer når han karakteriserer disse formene som «fiktiv» eller «illusorisk» kapital.¹⁰ Denne ambivalensen kombinert med finanskapitalens underutviklede karakter på hans tid er kanskje grunnen til at han analyserer pengekapitalen bare i dens direkte forhold til den produktive kapitalen og unnlater å undersøke finanskapitalens indre dynamikk.

Det er dessuten en inkonsistens i Marx' framstilling av profittraten. Som vi har sett, sier han klart at all kapital, inkludert alle typer finanskapital, deltar i fordelingen av totalprofitten mer eller mindre proporsjonalt med sin størrelse. Da skulle finanskapitalen også bli inkludert i nevneren for den allmenne profittraten. Men han inkluderer bare merverdiproduktiv kapital i analysen av profittratens fallende tendens i tredje bindet av *Das Kapital*. Marx er ikke alene om å gjøre dette. I nasjonalregnskapene er «kapital» representert bare som «reakapital» i form av redskaper, maskiner, bygninger osv., med andre ord stort sett «kapital som suger opp merverdi» (Marx). Finanskapital som jakter på profitt innenfor finanssektoren uten noen direkte kontakt med «realøkonomien», blir ikke registrert i nasjonalregnskapene. Den kolossale akkumulasjonen av finanskapital, særlig etter 1990, er derfor ikke synlig i nasjonalregnskapene. Finanskapitalen er ikke inkludert verken i beregninger av kapitalkoeffisienten («capital-output»-forholdet) eller i profittreter.

Grunnen til denne utelatelsen er kanskje et syn som later til å være felles for de fleste ikke-nyklassiske økonomer fra venstremarxister til keynesianerne. Det går ut på at størrelser i finanssektoren gjenspeiler størrelser i realøkonomien («the fundamentals») i den betydning at de er resultatet av et samspill mellom de to sektorene. Det innebærer at akkumulasjon av finanskapital ikke kan skje på egen hand, avkoblet fra realøkonomien.¹¹ Jeg mener

at denne oppfatningen er feilaktig, og at den sperrer for en bedre forståelse av årsakene til økonomiske kriser.

Store deler av finanssektoren, spesielt mye av bank- og forsikringsvirksomhet, er nødvendige supplement til den merverdiproduktive delen av økonomien. Men finanssektoren har vokst langt utover det omfang og de funksjoner som er nødvendige for å yte lån eller forsikring til de produktive sektorene. I stedet for å finansiere investeringer i realøkonomien har finanssektoren etablert sine egne kapitalkretsløp der det foretas rene finansinvesteringer og ofte blir høstet veldige profitter på slike investeringer. Grovt sett kan vi si at den delen av finanssektoren som i hovedsak driver med handel med såkalte verdipapirer av alle slag, og som utvikler stadig nye verdipapirer for å skaffe seg profitt på denne handelen, representerer akkumulasjon av finanskapital. Men til syvende og sist er finanskapitalens profittjakt avhengig av forhold i den merverdiproduktive delen av økonomien. Disse forholdene eller betingelsene har selvsagt forandret seg over tid. Først vil jeg derfor drøfte aspekt ved realøkonomien som har vært nødvendige betingelser for akkumulasjonen av finanskapital de siste 20 til 30 årene.

Grunnlaget for finansiell profittjakt

Den økende vektleggingen av «aksjonærverdi»

Et viktig trekk ved vendingen til nyliberalisme rundt 1980 var den sterkere vektleggingen av «aksjonærverdi». Denne endringen reflekterer en forandring av maktforholdene mellom finanskapital og produktiv kapital. Tilhengerne av «aksjonærverdi» argumenterer med at de som til enhver tid sitter med aksjene er eierne, og at selskapene må praktisere «eierdemokrati». Ifølge denne ideologien er det dessuten aksjeeierne som tar den økonomiske risikoen. Derfor må bedriftsledernes målsetting være en maksimal vekst i «aksjonærverdien», og insentivene til bedriftslederne må være utformet utelukkende for å tjene dette formålet. Her ligger grunnlaget for den voldsomme veksten i bonusutbetalinger.¹²

Den sterke prioriteringen av aksjonærene har i de fleste vestlige land ført til en betydelig endring i fordelingen av overskuddene mellom utbytte og tilbakeholdt profitt i selskapene. I USA ble dividendene som andel av total profitt i ikke-finansielle selskaper unntatt jordbruk doblet fra 24,7% i 1980 til 50,1% i 1990 og holdt seg deretter relativt konstant til slutten av tiåret. Etter 1997 begynte total profitt i disse selskapene å falle, fra et nivå på nesten 500 milliarder dollar i 1997 til ca. 325 milliarder i året med dot.com-krise, 2001–2002. Likevel fortsatte dividendevolumet å stige i hele perioden 1989–2003. Etter år 2000 tok det fullstendig av og nådde hele 87% av total profitt i 2003. Som Aglietta og Rebérioux påpekte i 2005:

«Gjennom mer enn 20 år har vi observert en jevn vekst i dividendene fullstendig løst fra endringer i profittene. (...) I de to siste tiårene har

aksjonærene gradvis lykkes i å sikre sine inntekter mot konjunktursvingninger og dermed redusere sin risiko. Argumentet om at bedriften bør ledes utelukkende i aksjeeiernes interesse fordi det er de som bærer risikoen for tap, har derfor tapt mye av sin gyldighet.»¹³

Den økte vektleggingen av aksjonærverdi har utvilsomt fremmet akkumuleringen av finanskapital i de siste tiårene. I den amerikanske økonomien var denne prosessen knyttet til stagnerende effektiv etterspørsel, stadig sterkere utenlandsk konkurranse og lavere vekst i realinvesteringene. Fra år 2000 til 2006 økte realinvesteringene unntatt boliger med bare 6,5%, mens bruttonasjonalproduktet (BNP) økte med 16,3% takket være en relativt sterk vekst i det private konsumet.¹⁴ Stagnasjonen i etterspørselen etter amerikanske produkter og tjenester var en del av grunnlaget for endringen fra real- til finansinvesteringer. Kappløpet om aksjonærverdi nørte dessuten opp under inflasjonen i aksjemarkedet over hele verden. Det sikret selvsagt aksjeeierne store kapitalgevinster så lenge festen varte. Indeksen på New York Stock Exchange økte med 125% fra en foreløpig historisk topp på ca. 4700 i august 2000 til en ny historisk topp på 10600 i juli 2007.¹⁵ Men mellom 1. januar og 11. oktober 2008 sank den totale markedsværdien til aksjer i amerikanske selskaper med 40%, fra rundt 20.000 milliarder dollar til 12.000 milliarder. Også i de fleste andre vestlige land var fallet i aksjeprisene på ca. 40%.¹⁶

Subprime-lån, boligprisinflasjon og refinansiering av fast eiendom

Mange kommentatorer hevder at såkalte *subprime*-lån i USA forårsaket finanskrisa.¹⁷ Etter mitt skjønn er dette en overdrivelse. Selvsagt spilte subprime-lånene en rolle. Men ifølge nyhetsbulletinen til amerikanske pantelånere, *Inside Mortgage Finance*, var den totale utbetalingen av subprime-lån i perioden 2000–2007 på 2500 milliarder dollar. I mars 2007 ble totale utestående subprime-lån estimert til 1300 milliarder dollar.¹⁸ Dette er et svært beskjedent tall sammenlignet med estimatet på den totale føderale redningspakken. I mars 2009 meldte *Bloomberg News* at den amerikanske regjeringen og sentralbanken hadde brukt, lånt ut eller lovet 12.800 milliarder dollar, eller 42.100 dollar (svarende til ca. 265.000 kroner) pr. hushold i USA. Generalinspektøren for Troubled Assets Relief Program (TARP), Neil Barofsky, uttalte i juli 2009 at den totale føderale redningspakken kunne komme opp i 23.300 milliarder dollar.¹⁹ Disse tallene tyder på at det var langt mer enn misligholdte subprime-lån som belastet balansene til amerikanske banker under finanskrisa. Mislighold av subprime-lån kan ha utløst krisa, men var ikke dens avgjørende årsak.

Omfattende refinansiering av fast eiendom – først og fremst private boliger – muliggjort av en lav rente og prisinflasjon på boliger, var en langt viktigere årsak.²⁰ Bare i 2005 ble 40% av samtlige boliglån i USA refinansiert.²¹ Slike transaksjoner bidro sterkt til den voldsomme veksten i husholdenes gjeld fra og med år 2000.

Tabell 1: Amerikanske husholds gjeld ved slutten av året, 2000 og 2007

	2000	2007	Prosent vekst, 2000–2007
Total gjeld, milliarder US dollar	6987	13803	97%
Boliggjeld, milliarder US dollar	4798	10540	120%
Annen gjeld i husholdene, milliarder US dollar	2189	3263	49%
Boliggjeld som %-andel av total gjeld	69%	76%	
Total gjeld som %-andel av disponibel inntekt	94%	133%	

Kilder: Federal Reserve, *Flow of Funds Accounts of the United States*, 2nd Quarter 2010, table D.3, www.federalreserve.gov/releases/Z1/; og A. Shaikh, referert til her i sluttnote 1, s. 53.

Husholdenes totale gjeld økte med 97% fra 2000 til 2007, og den nådde 13.800 milliarder dollar svarende til 133% av total disponibel inntekt i 2007. Boliggjelden bidro sterkt til denne økningen, og dens andel av total gjeld steg fra 69% i 2000 til 76% i 2007 (jf. tabell 1). Her bør en merke seg at subprime-gjelden på 1300 milliarder dollar utgjorde bare 12% av den totale boliggjelden i 2007. Det var relativt bedre stilte arbeidere og middelklassefamilier som sto for den store veksten i husholdenes gjeld. Gjennom refinansiering av boliglånene skaffet de seg «frie kontanter» (*free cash*) til konsum, kontanter som kompenserte stagnasjonen i lønningene. Dette forklarer hvorfor det private konsumet i USA økte med 20,1% fra 2000 til 2006. Det var mer enn veksten i BNP i den samme perioden, på 16,3%, selv om reallønningene praktisk talt ikke økte i det hele tatt.

Nedbrytingen av fagforeningene i USA, som fikk ekstra skyv under president Reagan tidlig i 1980-årene, var en viktig betingelse for lavlønnspolitikken i USA. Organiseringsgraden i privat sektor sank fra mer enn 30% i 1950-årene til knappe 10% i år 2000.²² Reallønningene til arbeidere i privat sektor unntatt jordbruket (i faste 1982-priser) nådde en topp på 8,99 dollar pr. time i 1972, og falt deretter til 8,24 dollar i 2006, trass i den betydelige produktivitsveksten i denne perioden.²³ Fra 2001 til 2006 økte den gjennomsnittlige reallønnen i USA bare halvparten så mye som arbeidsproduktiviteten. Gjennom denne prosessen falt lønnsandelen av BNP, mens profittandelen økte tilsvarende.²⁴ Stagnerende reallønninger har gått hand i hand med økende inntektsulikhet. Gini-indeksen for pengeinntekter i USA økte fra 0,39 i 1970 til 0,47 i 2005, som var høyest av alle utviklede vestlige økonomier.²⁵ Kredittfinansiert privat konsum erstattet altså i stor grad lønnsfinansiert konsum og førte til høyere samlet etterspørsel og høyere sysselsetting enn det ellers ville ha vært tilfelle.

Ifølge en beregning trakk amerikanske konsumenter mer enn 9000 milliarder dollar i kontanter ut av refinansiering av boliger i perioden fra 1997 til slutten av 2006. Dette beløpet svarte til over 90% av samlet disponibel personinntekt i 2006.²⁶ En annen beregning viser at de «frie

kontantene» som kom fra denne forgjeldingsprosessen, økte fra et gjennomsnitt på 5,2% av disponibel husholdsinntekt i 1991–2000 til 11,9% i 2001–2005.²⁷ Bare en liten økning i lånerenten og stagnasjon i boligprisveksten var nok til at et stort antall hushold fikk problemer med å betjene sin gjeld. Før eller seinere måtte bobla briste. Men dette var ikke tilstrekkelig til å skape en global økonomisk krise. Andre faktorer virket i samme retning.

Overgangen til obligatorisk fondering av pensjonene

Et viktig trekk ved pensjonsreformene i vestlige land etter ca. 1990 er overgangen fra «pay as you go»-systemer til såkalt «fondering» av pensjonene. Ved «pay as you go» ble pensjonene utbetalt fra løpende skatteinntekter. Ved fondering skal lønnstakerne «spare» for sine framtidige pensjoner, altså kollektivt eller individuelt sette av en del av sine inntekter i fond som pensjonsutbetalingene seinere skal komme fra. De nyklassiske økonomenes argument for denne endringen er at overgangen til fondering innebærer en engangsøkning i total sparing i økonomien og som konsekvens av den økte sparingen en økning i kapitalbeholdningen og produksjon per capita. Denne produksjonsøkningen skal forberede samfunnet på den framtidige aldringen i befolkningen.

Men det er et åpent spørsmål om fonderte pensjoner faktisk vil føre til større sparing. Enda viktigere er det at dette argumentet er basert på det førkeynesianske synet at sparingen bestemmer realinvesteringene, ikke omvendt. Dessuten ignorerer de nyklassiske økonomene Keynes sitt «spareparadoks», nemlig at økt sparing vil føre til lavere effektiv etterspørsel og dermed lavere produksjon og sysselsetting.²⁸

På den andre siden er det åpenbart at systemene med fonderte pensjoner har ført til en veldig økning av finansielle aktiva, såkalte verdipapirer, og en økt omsetning av både ulike typer institusjonaliserte pensjonsfond og av personers private pensjonssparinger som forvaltes av forsikringsselskaper. Ved utgangen av 2007, beregnet Morgan Stanley at pensjonsfondene globalt forvaltet en kapital på 22.000 milliarder dollar, mens forsikringsselskapene forvaltet en kapital på 18.000 milliarder dollar. Til sammen forvaltet altså disse institusjonene en kapital på 40.000 milliarder dollar, som tilsvarte nesten tre ganger USAs BNP.²⁹

Under finanskrisa fikk praktisk talt alle pensjonsfond i verden erfare at fondering er et farlig spill. Fra utgangen av 2007 til fjerde kvartal i 2009 tapte de amerikanske private fondene og de offentlige pensjonsfondene i delstatene 3195 milliarder dollar, som representerte en nedskrivning av deres aktiva på 33%.³⁰ For å kompensere for dette tapet blir lønnstakerne tvunget til å betale høyere premier.

Veksten av statsfond

Mange stater med store og vedvarende handelsoverskudd og offentlige budsjettoverskudd, spesielt oljeproduserende land, trenger ikke all den inntjente valutaen som reserver forvaltet av sentralbanken. Denne situasjonen har ført til veksten av såkalte statsfond («*sovereign-wealth funds*»). Etter midten av 1990-tallet har disse fondene vokst seg så store at de representerer et betydelig bidrag til den internasjonale finanskapitalen. Ved utgangen av 2007 utgjorde statsfondene globalt 2876 milliarder dollar, i hovedsak investert i aksjer og obligasjoner. Av det totale beløpet var 2103 milliarder dollar, eller 73%, petroleumsrelaterte fond. Tabell 2 viser fondene på 50 milliarder dollar eller mer ved utgangen av 2007.

Tabell 2: Statsfond på minst 50 milliarder dollar ved utgangen av 2007

Land og fondets navn	Fondets størrelse, milliarder dollar	Etableringsår
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
Kuweit: 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*, 19.01.2008, s 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 få 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 i de internasjonale finansmarkedene. De representerer med andre ord et betydelig bidrag til den spekulative globale finanskapitalen. Statene overlater som regel forvaltningen av disse fondene til meklere og investeringsbanker som har innkassert store honorarer for denne virksomheten. Siden en stor del av fondene (opptil 60% av det norske) er investert i aksjer, er det grunn til å anta at de bidro betydelig til inflasjonen i aksjemarkedene fram til 2007.

USAs økende underskudd og utenlandsgjeld

Den amerikanske dollarens spesielle rolle som handels- og reservevaluta i verdensøkonomien har ført til en økende internasjonal etterspørsel etter dollar. Dette har ikke bare gjort det mulig, men i stor grad gjort det nødvendig for USA å ha vedvarende store underskudd i utenrikshandelen. USA hadde handelsunderskudd i alle år fra 1976 til 2010, og underskudd på driftsbalansen i alle år i den samme perioden, bortsett fra 1991. I perioden 1982–2006 var USAs akkumulerte handelsunderskudd på 5545 milliarder dollar, mens det akkumulerte underskuddet på driftsbalansen overfor utlandet var på 6168 milliarder dollar, som tilsvarte 46% av USAs BNP i 2006.³¹

De store underskuddene på driftsbalansen innebærer at utenlandsgjelden vokser. USAs netto utenlandsgjeld ble mer enn doblet fra 3565 milliarder dollar i 2002 til 8206 milliarder i 2009, som tilsvarte 57,6% av BNP.³² Det er en nær sammenheng mellom utenlandsgjelden og den offentlige gjelden. For de 25 årene fra 1982 til 2006 var det akkumulerte underskuddet i offentlig sektor på 5624 milliarder dollar. I 2010 var det offentlige budsjettunderskuddet på 1556 milliarder dollar, som tilsvarte 10,6% av BNP.³³ De voksende underskuddene i 2009 og 2010 var i hovedsak en følge av de føderale redningspakkene til finanssektoren og en mer ekspansiv finanspolitikk for å motvirke krisa. Men før krisa økte det føderale budsjettunderskuddet fra nesten null i 2001 til 4,6% av BNP i 2003 og 2004. Disse underskuddene var et resultat både av Bush-regjeringens skattereduksjoner til den rikeste delen av USAs befolkning og av raskt voksende krigsutgifter i Irak og Afghanistan.

De offentlige budsjettunderskuddene og underskuddene på driftsbalansen overfor utlandet betinger hverandre gjensidig. De offentlige underskuddene blir i hovedsak dekket ved utstedelse av statsobligasjoner (Treasury Bills og Bonds). Dollar akkumulert av utlandet gjennom handelsoverskudd blir resirkulerte tilbake til USA ved at disse landene kjøper amerikanske statsobligasjoner som blir solgt for å finansiere USAs budsjettunderskudd. Netto utenlandske kjøp av amerikanske statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner økte fra 150,6 milliarder dollar i år 2000 til en foreløpig historisk topp på 963 milliarder svarende til 6,7% av BNP i 2008.³⁴ Den amerikanske regjeringens utstedelser av statsobligasjoner tjener således et dobbelt formål: De dekker underskuddene både på statsbudsjettet og på driftsbalansen (og handelsbalansen) overfor utlandet.

Handelen med verdipapirer i dollar har representert en viktig inntektskilde for de amerikanske finansinstitusjonene. Dessuten representerer den en enorm likviditetskilde for USAs finanssektor. Fra overskuddlandene har det vært en stadig økende etterspørsel etter amerikanske statsobligasjoner, og pengene som flommet inn i USA, har drevet opp prisene på statsobligasjoner, presset ned rentesatsene og ført til stigende boligpriser. Selv da Federal

Reserve begynte å øke de kortsiktige rentene i 2004, fortsatte de langsiktige rentene å synke.³⁵

Flommen av dollar til amerikanske finansselskaper, inkludert mektige investeringsbanker og forretningsbanker, førte til en veldig profittøkning i hele finanssektoren, en kraftig vekst i lederbonusene og krav om mer liberalisering av finanssektoren. Kenneth S. Rogoff mener at når 800 milliarder dollar strømmet inn i den amerikanske økonomien pr. år, «var kanskje en viss utglidning i standardene for regulering og utlån uunngåelig. (...) Jeg vil hevde at den amerikanske forestillingen om at USAs finans- og reguleringssystem kunne motstå en massiv kapitalinnstrømming på et bærekraftig grunnlag uten noe problem, la grunnlaget for den globale finanskrisa i slutten av 2000-årene.»³⁶ Iallfall har de amerikanske underskuddene ført til at finanssektoren er blitt pumpet opp med likviditet, og dette har vært et viktig grunnlag for finansiell profittjakt. Det må også understrekes at disse mekanismene i økende grad har gjort USA til lokomotivet for effektiv etterspørsel i verdensøkonomien i de siste 30 årene.³⁷

Nye midler for finansiell profittjakt

Kredittderivater

For å få penger til å «yngle penger» foretar finanskapitalen instrumentelle og institusjonelle innovasjoner, såkalte finansielle innovasjoner. Kredittderivatene er kanskje de viktigste nye instrumentene for finansiell profittjakt i de siste ca. 20 årene. Teknisk sett fungerer kredittderivatene på forskjellige måter. Men de har to ting felles: For det første tjener de til å spre risiko (og profitt) fra den opprinnelige kreditor til andre aktører i finanssystemet. For det andre blir de som regel handlet «over disken» («over the counter», OTC), direkte mellom finansaktørene, og ikke gjennom en offisiell børs. Kredittderivatene er «verdi»-papirer med en pris og en avkastning som er avhengig av prisen på den «underliggende aktiva», dvs. markedsprisen og avkastningen på den opprinnelige kreditten, som blir bestemt av den løpende prisen på panteobjektet og låntakerens evne til å betjene lånet. Den raske veksten i disse instrumentene startet mot slutten av 1990-årene. Det totale globale nominelle volumet av utestående OTC-derivater vokste fra mindre enn 100.000 milliarder dollar ved utgangen av 1998 til 683.800 milliarder i juni 2008.³⁸ Mye av denne økningen skyldtes veksten i kredittderivater, blant dem *credit default swaps* (CDS-er).

Ifølge Den internasjonale oppgjørsbanken (Bank for International Settlements, BIS) økte det nominelle globale volumet av utestående CDS-er fra nesten null i år 2000 til 58.200 milliarder dollar ved utgangen av 2007, og falt deretter til 32.700 milliarder ved utgangen av 2009.³⁹ Når en finansinstitusjon (som regel en bank) «kjøper» en CDS-kontrakt, kjøper den beskyttelse mot en «kreditteventualitet» («credit event») hos den opprinne-

lige låntakeren («the reference entity»). Kreditteventualiteten kan være mislighold av lånet, skade på pantet eller andre hendelser i det opprinnelige gjeldsforholdet. For denne beskyttelsen, med en fastsatt utløpsdato, må kjøperen betale en periodisk avgift, kalt «*spread*», til selgeren, som kan være et forsikringsselskap eller en investeringsbank. En uheldig utvikling hos den opprinnelige låntakeren vil ha som følge at den periodiske avgiften på CDS-en øker. Hvis den opprinnelige skyldneren misligholder lånet, vil kjøperen av CDS-en overlevere de misligholdte aktiva til selgeren til pålydende verdi.

CDS har en viss likhet med gjeldsforsikring. Men her er det ikke den opprinnelige låntaker som forsikrer seg. Denne personen eller institusjonen er tvert imot ikke på noen måte part i kontrakten, og CDS-er kan omsettes fritt likedan som obligasjoner. I motsetning til forsikring er selgerne av CDS-er dessuten ikke pålagt å ha kapitalreserver som sikkerhet ved eventuelle krav om utbetalinger. Finansinvestorer kan også utstede, selge og kjøpe CDS-er uten å ha noen fordringer på den opprinnelige låntakeren. Slike «nakne CDS-er» tillater finansaktørene å spekulere på gjelden og kredittverdigheten til låntakere som de ikke har noe som helst forhold til. CDS-markedet og enda mer markedet for «nakne» CDS-er skaper en ustabilitet som kan utløse alvorlige problemer i det reelle gjeldsmarkedet, for eksempel markedet for statsobligasjoner. Det var grunnen til at den tyske regjeringen under inntrykk av den greske statsfinansielle krisa inntil videre forbød handel med «nakne» CDS-er i mai 2010.⁴⁰

Når en bank har forsikret et lån ved å kjøpe en CDS-kontrakt, får fordringen på lånet i bankens balanse karakter av en sikker aktiva som ikke trenger noen bolstring med egenkapital på passivasiden i balansen. Banken kan derfor fortsette å gi nye lån, for eksempel finansiert med innlån fra interbankmarkedet, uten å bekymre seg for låntakernes kredittverdighet. Mer overraskende er det at institusjonene som selger CDS-kontrakter, heller ikke ser ut til å være opptatt av låntakernes kredittverdighet. En grunn til denne lemfeldigheten kan være at de solgte CDS-ene som regel er spredt på et stort antall ulike opprinnelige lån, som gjør at selgeren har en forestilling om spredning av risiko. Dette ser ut til å ha vært tilfelle for, blant andre, The American International Group (AIG) som før finanskrisa i 2007-08 presenterte seg som «verdens største forsikringsselskap», med en total egenkapital på nesten 1000 milliarder dollar og filialer i over 130 land. I løpet av åtte år, fram til 2008, utgjorde AIGs salg av CDS-kontrakter mer enn 400 milliarder dollar. De enorme tapene på CDS-er i 2008-09 førte til at AIG i realiteten gikk konkurs.⁴¹

I perioden fra midten av 1990-årene til 2007 bidro jakten på store og raske profitter, lave rentesatser, stigende boligpriser og en tiltakende bruk av CDS-er til en tøylesløs vekst i det totale kredittvolumet. I denne prosessen spilte *collateralised debt obligations* (CDO-er) den samme rollen som CDS-er. En CDO er en «pakke» av gjeldspapirer (inklusive obligasjoner) eller

såkalte «aktiva-støttede» papirer (ABS-er). De forskjellige komponentene i «pakken» har ulike kredittvurderinger (fra AAA til C). Som regel selger en bank sine utlån til et finansselskap (som kan være dens egen «*shadow bank*» eller en investeringsbank) som har spesialisert seg på å «pakke» CDO-er.⁴² Jo høyere andel av antatt risikable lån i CDO-en, desto høyere er avkastningen. CDO-er inneholder ofte spesielle betingelser, for eksempel at kjøperen taper hele investeringen dersom en bestemt andel av låntakerne i «pakken» misligholder lånene sine. CDO-ene blir så solgt over hele verden. Viktige kjøpere av CDO-er har vært pensjonsfond (ca. 25% av de totale salgene i 2006) og hedgefond (ca. 50% i 2006). Ifølge Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) økte *utstedelsen* av CDO-er globalt fra 68 milliarder dollar i år 2000 til en topp på 520,6 milliarder i 2006, og stupte deretter til 4,3 milliarder i 2009.⁴³

Bankene har i stor grad (videre-)solgt CDO-er til egne kunder, som har finansiert kjøpene sine med lån i den samme banken. På denne måten har bankene tjent dobbelt: Et honorar, eller rettere: en avanse, på salget av CDO-er og rente på lånet til kjøperne.⁴⁴ Tiltrukket av differansen mellom avkastningen på CDO-er og og rentesatsen på lån har også hedge-fond finansiert kjøpene sine av CDO-er med store lån, såkalt «leverage», på opp til 15 ganger deres egenkapital.⁴⁵

Når pantelån blir forvandlet til CDO-er, trenger ikke den opprinnelige kreditor å ha dekning for disse lånene i egenkapital og innskudd. Banken tjener et honorar på salget av lånet, og lånet forsvinner fra bankens balanse. På lignende måte som med CDS-er er det derfor ingen grense for hvor mye kreditt banken kan skape. Kredittderivatene er derfor effektive midler for såkalt endogen penge- og kredittskaping.⁴⁶

Så lenge båten bærer, innebærer kredittveksten en veldig økning av profittene i finanssystemet. Men sluttkjøperne av CDO-er vil som regel ikke kjenne sammensetningen av dette komplekse «verdi»-papiret. Kompleksiteten blir helt ugjennomtrengelig når såkalte CDO-er i andre potens («*CDOs squared*») blir avledet av CDO-er, noe som ofte har vært tilfelle. Den opprinnelige kreditoren har spredd risikoen, og det gir ham et insentiv til å tjene mer penger ved å spre mer risiko. Ingen bank vet hvilke typer CDO-er andre banker sitter med. Instrumentet som fjerner den opprinnelige kreditor-bankens risiko, fører til en enorm økning i risikoen til finanssystemet som helhet. Dette forklarer hvorfor interbankmarkedet, det internasjonale finanssystemets aorta, endte så raskt i total infarkt da finanskrisa eksploderte i august 2008. Finansakrobaten Warren Buffet hadde god grunn til å karakterisere CDO-er og andre kredittderivater som «finansielle masse-ødeleggelsesvåpen».⁴⁷

Hedgefond

Hedgefond er investeringsselskaper som er åpne bare for et begrenset antall investorer. Den amerikanske loven for investeringsselskaper gjør at hvert hedgefond har mindre enn 100 partnere. Hver partner stiller opp med et betydelig beløp, ofte mange millioner dollar. Den store veksten i hedgefond kom etter 1990. Det året hadde hedgefondene globalt en samlet innskutt kapital på 39 milliarder dollar som vokste til nesten 1000 milliarder i 2004 og en historisk topp på 1868 milliarder dollar i 2007. I 2008 var det et brått fall til ca. 1400 milliarder dollar, og deretter en ny økning til 1668 milliarder i ved utgangen av mars 2010. Tallet på hedgefond globalt har variert mer eller mindre i takt med den innskutte kapitalen, fra 610 i 1990 til mer enn 10.000 i 2007. I mars 2010 hadde 59% av alle hedgefond adresse på Cayman Islands, åpenbart for å unngå beskatning. Men forvalterne av fondene har sine kontorer i steder som New York, London, Zürich, Hong Kong og Singapore.⁴⁸

Hedgefond spekulerer med så å si alt som er lett omsettelig («likvid») og derfor kan ha relativt raske prisendringer: aksjer, obligasjoner, valuta, kredittderivater, alle typer råvarer fra metaller til petroleum og ikke minst matvarer. Bindingstiden for investorenes penger varierer fra et par måneder til to år. Fondenes standardmetode for å «gardere» seg («hedge») er at de ikke bare investerer i objekter 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 hybridene «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.

Et velkjent eksempel på «shorting» av valuta er hedgefondet til George Soros, Quantum Fund, sin spekulasjon mot det britiske pundet i 1992. Fondet lånte britiske pund svarende til 15 milliarder dollar som de «shortet» ved å veksle dem mot dollar. Det førte til at 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 milliarder dollar. Ferskere eksempler er Pershing Square Capitals «shorting» av aksjene i Fannie Mae og Freddie Mac som akselererte disse bankenes fall til konkurs. Også Greenlight Capitals «shorting» av aksjene i Lehman Brothers bidro sterkt til fallet på 100% i bankens aksjekurs fra juli 2007 til konkursen den 11. september 2008.⁴⁹ La det også være nevnt

at Den norske stats pensjonsfond utland (Oljefondet) har drevet med omfattende utleie av aksjer for «shorting».

Bruken av CDS-er har stimulert sterkt «shorting» av obligasjoner. Et hedgefond kan for eksempel låne obligasjoner, kjøpe en CDS-kontrakt på disse obligasjonene og selge dem umiddelbart. Denne operasjonen kan føre til en økt «spread» på CDS og dermed skape et sterkt press nedad på prisen og et tilsvarende et sterkt press oppad på obligasjonsrenten. Som George Soros bemerker: «Shorting av obligasjoner ved kjøp av CDS-kontrakter medfører begrenset risiko, men ubegrensede profittmuligheter. Salg av CDS-er medfører begrenset profitt, men praktisk talt ubegrenset risiko. Denne asymmetrien stimulerer spekulasjon gjennom shorting, som i sin tur skaper et press nedad på de underliggende obligasjonene. (...) Den ubegrensede shorting av obligasjoner er blitt sterkt tilskyndet gjennom CDS-markedet.»⁵⁰ «Shorting» av statsobligasjoner bidro høyst sannsynlig til at den greske statsgjeldskrisa ble så akutt våren 2010.⁵¹

Store og raske penger er hedgefondenes motiv og drivkraft. Overfor potensielle partnere reklamerer de med eventyrlige årlige avkastninger på den innskutte kapitalen på rundt 30% av den investerte kapitalen. Det faktiske gjennomsnittet er ikke så imponerende. For perioden 1994–2005 er det blitt beregnet at alle hedgefond i verden hadde en gjennomsnittlig årlig avkastning på 11%. Men langt fra alle hedgefond rapporterer resultatene sine, og det blir antatt at det er de med gode resultater som rapporterer.⁵² Dessuten inkluderer ikke tallene for gjennomsnittlig avkastning alle de hedgefondene som går bankerott og blir nedlagt.

Siden Long-Term Capital Management (LTCM) krasjet i 1998, har et stort antall hedgefond endt i lignende skandaler, gått bankerott eller blitt oppløst. Blant de mest spektakulære fallittene er Bayou Hedge Fund Group (2005) og Amaranth Advisors (2006) som tapte 6,5 milliarder 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. En studie fra 2007 konkluderte med at: «Hvert år dør ca. 10% av alle hedgefond.» Bare i USA var det 83 fond som led den skjebnen i 2006.⁵³ Illusjonen at hedgefond kunne høste «absolutt profitt», uavhengig av svingningene i markedene, ble knust i 2008. Da rapporterte fondene en gjennomsnittlig avkastning på *minus* 19% ifølge data fra Hedge Fund Research. Finanskrisa sopte vekk ca. 25% av hedgefondenes aktiva og tvang mange av dem til nedleggelse.⁵⁴

Hedgefondenes mange skandaler og konkurser lenge før finanskrisa i 2008 skremte ikke bankene fra å overøse dem med billige lån. I noen tilfeller har de strukket seg til å lånefinansiere over 90% av fondenes investeringer.⁵⁵ Et slikt tilfelle var nettopp LTCM. I begynnelsen av 1998 satt LTCM med verdipapirer for ca. 129 milliarder dollar, en gjeld på 124,5 milliarder og en innskutt kapital på 4,72 milliarder, dvs. en låneandel på nesten 96,5% og en

gjeldsgrad på 2638%. Litt seinere på året tapte fondet 4,6 milliarder dollar i løpet av fire måneder. Egenkapitalen forduftet, LTCM var bankerott.⁵⁶ 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 milliarder dollar fordelt på 14 banker og meklerhus. Tidlig i år 2000 ble LTCM oppløst.

Gjennom høy grad av lånefinansiering kan hedgefondene påføre de store bankene ubotelige tap. Særlig når fondene praktiserer shorting i flokk (såkalt «crowding»), kan de bringe både store industriselskaper og store valutaer til fall.⁵⁷ Det var sannsynligvis grunnen til at den tyske regjeringen inntil videre har forbudt all shorting av bankaksjer. Det er vel også grunnen til at mange regjeringer nå krever at hedgefondene skal operere mer åpent.⁵⁸

Private aksjefond

Private equity funds, som jeg har valgt å oversette med *private aksjefond*, 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. To typer fond blir kategoriserte som private aksjefond, nemlig «oppkjøpsfond» (*buyout funds*) og «fond for risikokapital» (*venture capital funds*) Her skal jeg diskutere bare oppkjøpsfondene som er de klart viktigste nå det gjelder størrelsen på den forvaltede kapitalen. I 2007 ble det beregnet at private aksjefond globalt forvaltet en total partnerkapital på ca. 1000 milliarder dollar, og at minst 70% av denne kapitalen ble forvaltet av oppkjøpsfond.⁵⁹

De private aksjefondene spekulerer i objekter som ikke er raskt omsettelige (lite «likvide»), hovedsakelig gjennom oppkjøp av selskaper som er registrerte på børsen. De har kjøpt opp selskaper innen alle bransjer: industriforetak, medieselskaper, teleselskaper, hotellkjeder, matvarekjeder, helseforetak og farmasøytisk industri.⁶⁰ Standardmetoden 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. Siden de private aksjefondenes investeringer er mer langsiktige, blir den innskutte kapitalen bundet i en lengre periode, ofte 10 år eller mer, og avkastningen blir utbetalt først etter at investeringen er realisert.⁶¹

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 milliarder dollar i 1990 til ca. 500 milliarder fordelt på ca. 2700 private aksjefond i januar 2007.⁶² I 2001 gjorde de private aksjefondene på global

basis oppkjøp for mindre enn 50 milliarder dollar, som tilsvarte ca. 5% av alle oppkjøps- og fusjonstransaksjoner. I 2006 var oppkjøpene ca. 640 milliarder på verdensbasis. Det tilsvarte ca. 30% av samtlige oppkjøps- og fusjonstransaksjoner.⁶³

En beregning fra 2003 anslår at ca. 30% av den innskutte kapitalen i private aksjefond kom fra pensjonsfond, ca. 40% fra banker og forsikrings-selskaper, 20% fra stiftelser og mindre enn 10% fra personer og familier. 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.⁶⁴

Likedan som hedgefondene har de private aksjefondene lokket med skyhøy kapitalavkastning, 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%.⁶⁵

De første årene var små og middelstore foretak fondenes favorittbytter. Men etter hvert har de også gått til oppkjøp av svært store selskaper. Ofte slår private aksjefond seg sammen for å gjennomføre megaoppkjøp.⁶⁶ Oppkjøps-boomen 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.⁶⁷ 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 nedtøring av selskapenes egenkapital. Som Uwe H. Schneider, professor i økonomirett ved universitetet i Darmstadt, fastslo i 2006:

«Mange av disse angivelige investorene er i virkeligheten egenkapital-røvere. (...) 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.»⁶⁸

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 28 milliarder dollar i 2001 til ca. 420 milliarder i 2006. Da finansierte låneopptakene 66% av de private aksjefondenes samlede oppkjøp på 640 milliarder dollar, mens den innskutte egenkapitalen på 220 milliarder altså finansierte bare 34%. Totaltallene skjuler selvsagt at låneandelen i mange tilfeller er mye høyere. Ifølge data fra Den europeiske sentralbanken (ECB) ble 77% av oppkjøps-verdien til europeiske fond i 2006 finansiert med lån. Opptil 80% låne-finansiering av oppkjøpene forekommer ofte.⁶⁹

Flere studier peker på 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 2006.⁷⁰ En grunn til dette kan være at straks bankene hadde signert lånekontrakten, solgte de iallfall en stor del av lånene som derivater i stedet for å beholde dem i regnskapene sine.⁷¹

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. Under finanskrisa i 2008-09 forsvant denne kombinasjonen. I august 2010 meldte *Bloomberg News* at: «Forvaltere som sitter med oppkjøp på 1600 milliarder dollar foretatt under treårsboomen [2005–2007], har vurdert prisen på minst 6 av de ti største oppkjøpene i denne perioden til innkjøpskostnad eller enda lavere».⁷² I 2009 reiste oppkjøpsfondene globalt en total kapital på 281 milliarder dollar som innebar en reduksjon på 57% fra de 646 milliarder samlet inn i 2007. I 2010 utgjorde kapitalen fondene samlet inn mindre enn halvparten av gjennomsnittet i årene 2005–2007, og bankene hadde blitt langt mer tilbakeholdne med å gi lån til fondene.⁷³

Lånefinansiering i finanssektoren

Kjøpere av kredittderivater, hedgefond og private aksjefond har i økende grad finansiert posisjonene sine med lån. Dette forklarer hvorfor den totale gjelden i finanssektoren økte så sterkt i årene før finanskrisa. Gjelden i USAs finanssektor økte med gjennomsnittlig 11,3% pr. år, fra 2600 milliarder dollar i 1990 til 16.000 milliarder i 2007, som tilsvarte nesten 116% av USAs BNP. Finanssektorens gjeld som andel av samlet gjeld i privat sektor inklusive husholdene vokste fra 26% i 1990 til 39,6% ved utgangen av 2007. Mellom 1990 og 2007 sto finanssektoren for 44% av den totale gjeldsøkningen i USAs private sektor (jf. tabell 3).

Tabell 3: Finanssektorens gjeld i USA

	1980	1990	2000	2007
Finanssektorens gjeld, tusen milliarder 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

* Hushold er inkludert i privat sektor.

Kilde: Foster og Magdoff, *The Great Financial Crisis*, New York, 2009, s. 121–122.

Ekstremt høy grad av lånefinansiering, såkalt «*leverage*», er typisk for investeringer i finanssektoren. Det kan delvis forklares med den institusjonelle og samfunnmessige nærheten mellom investorer og kreditorer. Begge parter tilhører finanssektoren, og i mange tilfeller tilhører de til og med det

samme selskapet. De «forstår hverandre». Delvis kan det forklares med særegenheter ved finanssektoren. Som vi har vært inne på, gir finansielle investeringer som regel raskere profitt enn realinvesteringer. Realinvesteringer binder opp kapital for spesifikke formål, som fabrikkbygninger, maskiner etc., i lange perioder. Med en lang tidshorisont vil både investorene og kreditorene være forsiktige med å praktisere en høy grad av lånefinansiering. Investeringer i fast kapital som er nødvendige for finansiell virksomhet (for eksempel kontorbygninger og datautstyr) er derimot relativt små sammenlignet med de totale investeringene, og de kan relativt enkelt bli forvandlet til andre formål. Samtidig har den finansielt investerte kapitalen som regel en svært høy omsetningshastighet. Disse generelle aspektene kommer i tillegg til de kreftene vi allerede har diskutert. I finanssektoren er derfor en høy grad av lånefinansiering en attraktiv metode for oppnå ekstra høy avkastning på egenkapitalen.

Et par eksempler kan illustrere dette: En investeringsbank eller et hedgefond eller et privat aksjefond (altså en finansiell investor) har en egenkapital på 100 millioner kroner og låner 900 millioner med 3% rente for å gjøre en finansinvestering på 1000 millioner kroner. Investoren gjetter at investeringen vil gi en avkastning på 50 millioner kroner (5%). Hvis gjetningen slår til, vil avkastningen på egenkapitalen bli 23 millioner kroner eller 23%. Lånefinansieringen har resultert i en avkastning på egenkapitalen som er langt høyere enn avkastningen på den totale investeringen. Lånefinansiering kan også brukes til å *opprettholde* en høy avkastning på egenkapitalen ved lavere avkastning på totalinvesteringene. Anta at finansinvestoren har nedgradert sin gjetning og tror at den totale avkastningen vil bli bare 40 millioner kroner (4%). Men investoren ønsker å oprettholde den samme avkastningsraten på egenkapitalen. Dette kan gjøres ved å redusere egenkapitalinnsatsen og øke opplåningen tilsvarende, til 950 millioner kroner. I dette tilfellet blir avkastningen på egenkapitalen 11,5 millioner kroner, eller 23% som i det første eksemplet.

Men hvorfor vil bankene risikere kapitalen sin ved å gi lån til finansinvesteringer med ekstremt høy grad av lånefinansiering? Vi har sett at bankene kan unngå «långivers risiko» ved å papirisere utlånene sine med kredittderivater som CDS-er og CDO-er.⁷⁴ Et annet aspekt gjelder bankenes administrasjonskostnader knyttet til utlånene. Størstedelen av lån til hushold og selskaper i realøkonomien er langsiktige, ofte med en løpetid på over 20 år. Men en stor del av bankenes finansiering av slike utlån er kortsiktig, gjennom innlån fra interbankmarkedet. Dette nødvendiggjør at kreditorbanken stadig må refinansiere sine utlån. Utlån til selskaper i finanssektoren er derimot som regel kortsiktige, og kreditorbanken vil derfor unngå mye arbeid med periodisk refinansiering.

Et tredje aspekt er at bankenes vilje til å gi lån påvirker prisen på låntakernes pant (fast eiendom, aksjer, kredittderivater osv.) Dette er et hovedpunkt i

George Soros' «teori om refleksivitet». Låntakernes aktivapriser stiger fordi bankene er villige til å gi lån, mens bankene derimot tror at økningen i aktivaprisene er uavhengig av deres villighet til å gi lån. Soros kaller denne troen en «misoppfatning»:

«Hver boble består av en trend som kan observeres i den virkelige verden og en misoppfatning relatert til denne trenden. Disse to elementene samvirker på en refleksiv måte. (...) I tilfeller med lånefinansiering består misoppfatningen i at den refleksive toveisforbindelsen mellom låntakernes kredittverdighet og kreditorenes villighet til å gi lån ikke blir erkjent: Vanligvis er et pant med i bildet, og den vanligste formen for pant er fast eiendom. Boblene oppstår når bankene betrakter prisen på fast eiendom som om den er uavhengig av deres villighet til å gi lån mot pantet.»⁷⁵

Kjernen i Soros' teori om refleksivitet er at ikke bare blir prisen på aktiva påvirket av etterspørsel og tilbud, men etterspørsels- og tilbudskurvene (hvis vi kan snakke om slike kurver) blir sterkt påvirket av prisforandringene. Soros' teori representerer ikke bare en kraftfull kritikk av teorien om «rasjonelle valg» og hypotesen om «effektive markeder». Den ugyldiggjør vesentlige aspekter ved nyklassisk teori generelt.

Overakkumulasjon av finanskapital

Det burde være selvnlysende at en avkastning på finansinvesteringer på 30%, ja selv 5%, pr. år er umulig på litt sikt i økonomier med en vekst i BNP på mellom 1,0 og 2,5%.⁷⁶ Men finansaktørene ser ikke dette. De later tvert imot til å tro at penger yngler penger. Slike spektakulære avkastninger kan bare realiseres kortsiktig, ved en drastisk omfordeling av den samlede inntekten fra lønn til profitt og/eller en omfordeling av profittmassen fra de produktive sektorene til finanssektoren. Med data fra USA har vi sett at det har skjedd en voldsom omfordeling fra lønnsinntekter til profitt. Som tabell 4 viser, har det også skjedd en omfordeling av den totale profittmassen fra de produktive sektorene til finanssektoren. 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 2001–02 (jf. tabell 4). 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.

Videre viser tabell 4 at finanssektorens andel av bruttoproduktet i selskapssektoren steg fra 9,3% i 1980–1990 til 13,7% i 2001–2007. (Det er ikke underlig, i og med at finanssektorens «bidrag» til BNP er lik samlet profitt pluss totale lønninger.) Også finanssektorens andel av totalt BNP vokste fra 4,8% i 1980–82 til 8,1% i 2007. Som andel av BNP var finanssektoren i USA i 2007 omtrent dobbelt så stor som i europeiske land med noen få unntak, spesielt Luxembourg og Storbritannia. Den amerikanske

industriens andel av BNP sank derimot fra 19,4% i 1980–82 til 11,7% i 2007 (tabell 4). Mens finanssektoren este ut, skjedde det en veritabel deindustri- alisering i USA.

Tabell 4: 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	
1980–82	16,0		8,0		4,8		19,4	
1983–85	14,5		9,0		5,4		18,1	
1986–88	19,3	18,3	9,9	9,3	5,9	5,6	17,2	17,7
1989–90	22,8		10,0		5,9		16,6	
1991–92	29,5		10,9		6,3		15,8	
1993–94	23,6		10,9		6,3		15,7	
1995–96	24,3	25,5	11,1	11,6	6,5	6,9	15,7	15,4
1997–98	23,7		12,1		7,3		15,4	
1999–2000	27,7		12,7		7,8		14,7	
2001–02	40,8		13,5		8,1		13,1	
2003–04	37,1	36,2	13,8	13,7	8,1	8,2	12,3	12,3
2005–06	33,3		13,9		8,3		11,8	
2007	33,1		13,7		8,1		11,7	

Note: Jeg bruker «selskapssektor» som oversettelse for «corporate sector». Brutto- produktet 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.

Nedgangen i finanssektorens andel av samlet profitt i selskapssektoren, fra 40,8% i 2001–02 til 33,1% i 2007, tyder på at denne omfordelingsprosessen hadde nådd en øvre grense. Likevel ser det ut til at akkumulasjonen av finanskapital fortsatte uforminsket fram til 2007. Vi har sett at volumet av utestående finanskapital ikke blir registrert i nasjonalregnskapene. Men det finnes klare indikasjoner på dens vekst og størrelse. En indikasjon er at volumet av OTC-derivater økte fra 127.560 milliarder dollar i juni 2002 til en foreløpig historisk topp på 683.800 milliarder (47 ganger USAs BNP) i juni 2008. Dette tilsvarte en vekst på 32% pr. år.⁷⁷ En annen indikator er den totale globale netto finansformuen til såkalte «*high net worth individuals*» (HNWI), dvs. personer med mer enn én million dollar i netto finansformue. Den økte fra 30.700 milliarder dollar i 2004 til en historisk topp på 40.700 milliarder i 2007.⁷⁸

Selvsagt er det ingen grunn til å tro at alle OTC-derivater søker profitt eller rente. På den andre siden er det svært mange mindre formuende personer enn HNWI og en rekke institusjoner som banker, forsikrings-

selskaper, pensjonsfond, statsfond og hedgefond som sitter med profittsøkende finansaktiva. Vi kan derfor regne med at den globale netto finansformuens størrelse i 2007 var langt over 40.000 milliarder dollar, men under 600.000 milliarder selv når vi inkluderer det globale aksjevolumet. Ifølge rapporter fra McKinsey Global Institute økte den globale profittsøkende finansformuen tre ganger raskere enn verdens totale BNP, fra 12.000 milliarder dollar i 1980 til en historisk topp på 202.000 milliarder i 2007. Det tilsvarer en gjennomsnittlig vekstrate på 11% pr. år. I 2008 var det et fall på 13% til 175.000 milliarder. Men allerede i 2010 økte verdens totale finansformue til en ny historisk topp på 212.000 milliarder dollar, som tilsvarte 3,6 ganger verdens BNP.⁷⁹ For å få et inntrykk av størrelsen: En gjennomsnittlig avkastning på 6,9% på 212.000 milliarder dollar tilsvarer nøyaktig USAs BNP i 2010.

Profittvolumet i USAs finanssektor økte fra 325,9 milliarder dollar i 2003 til en topp 448.0 milliarder i 2006. Deretter kollapset det med 73%, til 122,2 milliarder i 2008.⁸⁰ Verdisettingen av finansielle aktiva er bestemt av avkastningsraten. Den noterte kapitalverdien varierer i takt med avkastningen. Derfor finnes det ikke noen god indikator på profitttraten. Profittkollapsen i perioden 2006–2008 må likevel kunne tolkes som et kraftig fall i profitttraten i denne sektoren. Med andre ord: Akkumulasjonen av finanskapital overskred dens profittmuligheter, som betyr overakkumulasjon av finanskapital. Tilgjengelige data tyder dessuten på at når volumet av finanskapital blir inkludert i nevneren i uttrykket for profitttraten, har profitttraten falt også i USAs selskapssektor som helhet, iallfall siden 2004. Den voksende massen av finanskapital er blitt en utålelig byrde for økonomien som helhet.

Finanskapitalens hektiske jakt på nye profittkilder er et annet tegn på denne situasjonen. Den nyeste jaktmarken for finansiell profitt er råvaremarkedene inklusive markedene for matvarer. Særlig siden 2004 har finansiell spekulasjon drevet opp prisen på matvarer. Som nyhetsmagasinet *Der Spiegel* påpeker: «På grunn av uttørkede finansmarkeder har storinvestorer gått massivt inn i råvarehandelen og revet den ut av enhver proporsjon.»⁸¹ Her har finanskapitalen fått grep om et effektivt mordvåpen som kommer til å koste mangfoldige menneskeliv og føre til titusenvis av forkrøplede barn.

Det blir ofte hevdet at krisa kunne vært unngått dersom de toneangivende økonomene og politikerne hadde forstått nødvendigheten av å regulere finanssektoren «bedre». Men for det første lærer historien oss at økonomiske reguleringer i kapitalismen nesten alltid kommer på etterskudd i forhold til finanskapitalens «innovasjoner». For det andre prøver analysen i denne artikkelen å vise at den liberaliserte amerikanske økonomiens akkumulasjonsmodell før eller seinere måtte føre til krise. Lavlønnspolitikken, som er blitt kraftigst gjennomført i USA, har både ført til raskt voksende inntekts-

ulikhet og nødvendiggjort og skapt nye mekanismer for å opprettholde effektiv etterspørsel. I denne prosessen har akkumulasjonen av finanskapital spilt en nøkkelrolle. Det som står på spill, er ikke bare reguleringer, men hele akkumulasjonsmodellen til den «finansialiserte» kapitalismen. Denne modellen har sterkt selvødeleggende trekk.

Standardøkonomenes argument for frie finansmarkeder er at «innovasjoner» som kredittderivat, hedgefond og private aksjefond tjener til å «korrigere» aktivpriser og skape markedslikevekt. Disse inntretningene har tvert imot gjort kapitalismen ekstremt ustabil og tilført den sterkt kannibalske trekk. De nye finansinnovasjonenes mest synlige «suksess» så langt var å drive fram en voldsom omfordeling av inntekter fra lønn til profitt, berike finansspekulantene og skvise de produktive sektorene i økonomien gjennom omfordeling av total profitt fra realøkonomien til finanssektoren. Finanssektoren har vokst til et gigantisk parasittisk maskineri som gjennom aktørens luksuskonsum og stadig tilbakevendende kriser sløser bort enorme økonomiske og menneskelige ressurser i sin ustoppelige profittjakt.

Europas og USAs politiske økonomi står nå overfor et dobbelt dilemma. For det første har regjeringenes hjelpepakker til finanssektoren hindret en total økonomisk kollaps. Men samtidig har de tilført finanssektoren en veldig likviditetsmasse, gjenreist profittene i denne sektoren og hindret at store mengder finansielle aktiva ble tilstrekkelig nedskrevet. I USA økte de samlede profittene i finanssektoren fra 122,2 milliarder dollar i bunnåret 2008 til en topp på 494,7 milliarder i 2010, altså 10% over det forrige toppåret 2006 og en økning på 305% på to år.⁸² De føderale hjelpepakkene til finanssektoren på 7800 milliarder dollar må ha hatt en kraftig virkning.⁸³

For det andre har de statlige redningspakkene til bankene kombinert med en mer ekspansiv finanspolitikk for å motvirke den økende arbeidsløsheten ført til store offentlige budsjettunderskudd og økning i den offentlige gjelden. På denne måten er den økonomiske krisa ført over fra finanssektoren til den offentlige velferdssektoren og lønnsarbeiderne.

Likevel avviser eller overser svært mange økonomer at den statlige finanskrisa er en følge av krisa som begynte i finanssektoren. Den statlige finanskrisa blir tvert imot påstått å være et resultat av «uansvarlig finanspolitikk» gjennom mange år. Tallene i tabell 5 viser at denne påstanden er rent oppspinn.⁸⁴ Et par eksempler: Spania og Irland hadde balanse eller overskudd på de offentlige budsjettene i årene før krisa. I 2006 hadde Spania et overskudd på 2% av BNP, mens Irlands offentlige budsjettoverskudd var på 2,9% av BNP. Redningspakkene til finanssektoren og, i mindre grad, forsøkene på å bremse veksten i arbeidsløsheten gjennom en ekspansiv finanspolitikk førte til at Spanias overskudd ble snudd til et underskudd på 9,2% av BNP i 2010. Etter enorme overføringer til banksektoren, som ble sterkt støttet av IMF og Den europeiske sentralbanken (ECB), skiftet Irland fra et offentlig budsjettoverskudd på 2,9% av BNP i 2006 til et underskudd

på svimlende 32,4% av BNP i 2010. De store underskuddene førte selvsagt til at også offentlig gjeld som andel av BNP økte, i Irland fra 28,8% i 2006 til 102,3% i 2010, i Spania fra 45,9% i 2006 til 66,1% i 2010. I Irland ble arbeidsløshetsraten tredoblet, fra 4,4% i 2006 til 13,5% i 2010. I Spania økte arbeidsløsheten fra 8,5% i 2006 til 20,1% i 2010. Det generelle mønsteret er tydelig både i Eurosonen samlet og i OECD-landene totalt: En mangedobling av underskuddene i offentlig sektor, høyere statsgjeld som andel av BNP og en betydelig økning i arbeidsløsheten (jf. tabell 5).⁸⁵

Tabell 5: Noen økonomiske indikatorer før og under krisa

Land	Off. budsjettunderskudd ¹⁾			Offentlig bruttogjeld ²⁾			Arbeidsløshetsrate ³⁾		
	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010
Frankrike	2,3	3,3	7,0	70,9	77,8	94,1	8,8	7,4	9,3
Hellas	6,0	9,8	10,4	115,6	116,1	147,3	8,9	7,7	12,5
Irland	+2,9	7,3	32,4	28,8	49,6	102,3	4,4	6,0	13,5
Italia	3,3	2,7	4,5	117,4	115,2	126,8	6,8	6,8	8,4
Nederland	+0,5	+0,5	5,3	54,5	64,5	71,4	4,2	3,0	4,3
Portugal	4,1	3,6	9,2	77,6	80,6	103,1	7,7	7,6	10,8
Spania	+2,0	4,2	9,2	45,9	47,4	66,1	8,5	11,3	20,1
Storbritannia	2,7	4,8	10,3	46,2	57,0	82,4	5,4	5,7	7,9
Tyskland	1,6	+0,1	3,3	69,3	69,3	87,0	9,8	7,3	6,8
USA	2,2	6,3	10,6	60,8	71,0	93,6	4,6	5,8	9,6
Eurosonen	1,4	2,1	6,0	74,5	76,5	92,7	8,3	7,4	9,9
OECD totalt	1,3	3,3	7,7	74,5	79,3	97,6	6,1	6,0	8,3

¹⁾ Offentlig budsjettunderskudd som prosentandel av BNP. + betyr overskudd.

²⁾ Offentlig bruttogjeld som prosentandel av BNP.

³⁾ Årsgjennomsnitt av antall arbeidsløse som prosentandel av den totale arbeidsstyrken.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 89, mai 2011, s. 353, 367 og 372.

Nå er finansaktørene igjen redde for profittene sine og vil ha tilbake statslånene. Kreditorerne må for all del ikke lide tap, og skyldnerne skal gjøre opp for seg. Majoriteten av økonomer og de nyliberale media mener at det må skje ved lønns- og pensjonskutt, drakoniske nedskjæringer av offentlige utgifter og privatisering av offentlig eiendom, slik særlig IMF og ECB forfekter. Disse økonomenes trylleformel, «*expansionary austerity*» – «ekspansiv innstramming», fortjener ikke noe bedre enn å bli karakterisert som humbug. Hensikten med innstrammingene er at den offentlige velferdssektoren og lønnsarbeiderne skal ta byrdene ved krisa, mens de ansvarlige og profitørene skal gå fri. Hvis tiltakene blir gjennomført som planlagt, vil de føre til sviktende effektiv etterspørsel, sterk stigning i arbeidsløsheten og økt fattigdom. I denne prosessen blir de unge hardest rammet. Det er påfallende

at den raskt økende i arbeidsløsheten blant ungdom ikke synes å ha alarmert de politiske makthaverne i det hele tatt (jf. tabell 6). Hittil har de ikke kommet med noe mottiltak som fortjener navnet. En stor del av ungdomsgenerasjonen i Europa og USA står i dag uten arbeid, uten utdanning, uten håp. Arbeiderklasseungdom og innvandrere er sterkt overrepresentert i denne gruppen. De langsiktige sosiale og politiske konsekvensene av denne tilstanden er uoverskuelige.

Tabell 6: Ungdomsarbeidsløshet i utvalgte land*

År	Spania	Portugal	Irland	Hellas	Italia	Frankrike	Stor-britannia	Sverige	USA
2007	18,2	18,8	8,9	-	20,4	19,6	14,3	18,6	10,6
2010	41,7	26,6	27,9	36,1	27,8	23,3	19,5	22,8	18,4

* Årsgjennomsnitt av antall arbeidsløse i alderen 15 til 24 år som prosentandel av totalt antall i denne gruppen som ikke er under utdanning. Tallene for Portugal og Sverige er for 1. kvartal i årene 2008 og 2011. Tallet for Hellas er for desember 2010. Kilder: *Der Spiegel*, nr 25, 20.06.2011, s. 49; *The Economist* – Special Report: The Future of Jobs, 10.09.2011, s. 4; og *The Economist Online*, 05.07.2011, «Youth Unemployment: The outsiders»: www.economist.com/blogs/dailychart/2011/07/

I årevis har de toneangivende økonomene med god mediestøtte tutet oss ørene fulle med at spesielt finansmarkedet er «effektivt», at kapitalistiske markeder er selvregulerende, at «forventningene» i kapitalistiske økonomier er «rasjonelle», at statlig regulering og skattlegging fører til «effektivitetstap», at keynesiansk finanspolitikk er skadelig. De har argumentert for omfattende deregulering og liberalisering av økonomien, og for at staten skulle holde fingrene av fatet og underordne seg markedets krav. I 1995 feiret *The Economist* at:

«Finansmarkedene er blitt dommer og jury over utformingen av den økonomiske politikken. (...) Virkningen [på regjeringene] av å miste noe av sin makt har vært fordelaktig på alle måter: Markedene tilfører en sunn disiplin som i det lange løp vil fremme en bedre økonomisk politikk. (...) Kloke regjeringer lærer å arbeide med markedene, ikke mot dem.»⁸⁶

Nå har pipen fått en annen lyd. Godt støttet av universitetsøkonomene klager institusjoner som IMF og ECB over politikernes mangel på effektivitet i kampen mot den økonomiske krisa. Men de har i realiteten ikke noe virksomt alternativ. Det er nettopp deres resept som nå blir prøvd ut. De vil bare ha mer av det samme, nemlig en enda sterkere deflasjonspolitik som med større fart fører kostnadene ved krisa over fra kapitalen til staten og lønnsarbeiderklassen. Men så lenge den hypertrofiske finanssektoren blir skjermet og det ikke skjer en omfattende nedskrivning av finansielle aktiva med sletting av gjeld, vil krisa vare ved. Nedskrivning av finansielle aktiva kan skje på to måter, direkte og påtvunget eller gjennom inflasjon. Begge disse alterna-

tivene vil innebære tap for kreditorene og fordel for skyldnerne. Derfor kommer de i strid med mektige økonomiske og politiske interesser.

Det første alternativet forutsetter at statene må nasjonalisere de «system-relevante» bankene for å unngå en prosess som ligner det Irving Fisher kalte en gjeldsdeflasjon: et totalt sammenbrudd i kredittsystemet, et dramatisk fall i effektiv etterspørsel og raskt økende massearbeidsløshet. Nasjonalisering av bankene vil bli møtt med massiv motstand fra høyresiden og kan i beste fall bli gjennomført i land der fagbevegelsen og den politiske venstresiden har betydelig makt. Derfor gjenstår inflasjonsalternativet som den mest reelle muligheten. Sannsynligvis vil USA etter hvert gå i brodden for dette alternativet, og til og med tvinge ECB ut av sin tyskproduserte inflasjonsangst.

NOTER

- 1) Jfr. f.eks. E.L. Wolff, «What's behind the rise in profitability in the US in the 1980s and 1990s?», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 27, 2003, s. 479–499; S. Mohun, «Distributive shares in the US economy», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 30, 2006, s. 34–370; og A. Shaikh, «The first great depression of the 21st century», *Socialist Register 2011*, s. 44–63.
- 2) Jf. f.eks. Shaikh, *ibid.*: «Den [generelle økonomiske krise] ble utløst av en krise i finanssektoren, men det var ikke årsaken til den. (...) Boliglånskrise i USA var bare den umiddelbare utløseren» (s. 44 og 45).
- 3) Et viktig unntak er J.B. Foster og F. Magdoff, *The Great Financial Crisis*, Monthly Review Press, New York 2009.
- 4) «Overproduksjon av kapital, ikke av enkelte varer – selv om overproduksjonen av kapital alltid innebærer overproduksjon av varer – betyr derfor ikke noe annet enn overakkumulasjon av kapital. (...) Overproduksjon av kapital betyr aldri noe annet enn overproduksjon av produksjonsmidler.» K. Marx, *Das Kapital – Dritter Band*, Dietz Verlag (Øst-)Berlin 1969, s. 261 og 266. (Førsteutgave: 1894.)
- 5) For en nærmere drøfting av dette, jf. R. Skarstein, *Økonomi på en annen måte*, Abstrakt forlag, 2. utg. Oslo 2009, særlig s. 86–93.
- 6) K. Marx, *Theorien über den Mehrwert – Dritter Teil*, Europäische Verlagsanstalt, Frankfurt a.M. 1968, s. 474. (Skrevet 1861–63.)
- 7) Som Marx understreker, gjelder selvsagt ikke dette med matematisk presisjon, men som en tendens: «I den grad den allmenne profitttraten brukes til å anslå de virkelige profittene, eksisterer den bare som gjennomsnittstall, som abstraksjon. (...) I virkeligheten finnes den bare i den bestemmende tendens i utligningsbevegelsen mellom de forskjellige profitttratene, enten det dreier seg om enkeltkapitalene i den samme sfæren eller om forskjellige kapitaler i de ulike produksjonssfærene.» *Ibid.*, s. 455.
- 8) K. Marx, *Das Kapital – Zweiter Band*, Dietz Verlag (Øst-)Berlin 1969, s. 62. (Første gang utgitt i 1893.) Den siste setningen ble tilføyd av Friedrich Engels i den 2. utgaven.
- 9) K. Marx, *Theorien über den Mehrwert – Dritter Teil*, *op.cit.*, s. 477, 454, og 458–59. Kursiv i originalen.

- 10) K. Marx, *Das Kapital – Dritter Band*, Dietz Verlag, (Øst-)Berlin 1969, s. 483 og 485. (Første utgave: 1894.)
- 11) Hyman Minsky er et unntak. Han drøftet dette aspektet i sin analyse av «money-manager capitalism»: «Banks and bankers are not passive managers of money to lend or invest; they are in business to maximize profits.» (H. Minsky, *Stabilizing the Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven–London 1986, s. 229.) Min oppfatning må ikke forveksles med «pengesløret» i nyklassisk økonomisk teori, der endringer av pengemengden i økonomien bare påvirker det generelle prisnivået.
- 12) Jf. f.eks. A. Rappaport, *Creating Shareholder Value – The new standard for business performance*, The Free Press, New York 1986; og: M. Aglietta og A. Rebérioux, *Corporate Governance Adrift – A critique of shareholder value*, Edward Elgar, Cheltenham 2005.
- 13) Aglietta og Rebérioux, *ibid.* s. 36.
- 14) OECD, *Economic Outlook*, nr. 81, 2007, s. 239–261.
- 15) Cf. InflationData.com: <http://inflationdata.com/inflation/images/>
- 16) *Wall Street Journal*, 11.10.2008, s. 1.
- 17) *Subprime* lån er pantelån som har høyere rente enn *prime* lån (som har den såkalte *prime interest*), og de gis til låntakere med lav kredittverdighet, f.eks. grunnet lav inntekt.
- 18) D. Evans; «FDIC may need \$ 150 billion bailout as more banks fail», *Bloomberg News*, 25.09.2008: www.bloomberg.com/apps/news.
- 19) D. Kopecki og C. Dodge, «US rescue may reach \$23.3 trillion, Barofsky says», *Bloomberg News*, 20.07.2009: www.bloomberg.com/apps/news/. Fram til mars 2009 hadde Federal Reserve lånt ut eller grantert til bankene nærmere 7800 milliarder dollar, altså et mye mindre beløp enn Barofsky fryktet. Jf. Bob Ivry m.fl., «Secret Fed loans gave banks \$13 billion undisclosed to Congress», *Bloomberg News*, 27.11.2011: <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income.html>.
- 20) «Mellom 1996 og 2006 (året da prisene nådde toppen) var den kumulative prisveksten på 92 prosent – mer enn tre ganger den kumulative økningen på 27 prosent fra 1890 til 1996!» (C.M. Reinhart og K.S. Rogoff, *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton U.P., Princeton og Oxford 2009, s. 207. Kursiv i originalen.
- 21) M. Feldstein, «Housing credit markets and the business cycle», National Bureau of Economic Research (NBER), Working paper no. 13471, 2007, s.7. Tilgjengelig på www.nber.org/papers/.
- 22) Jf. R. Brenner, *The Boom and the Bubble: the US in the World Economy*, Verso Press, London 2002, s. 53.
- 23) Foster og Magdoff, *op.cit.*, s. 129–130.
- 24) D. Baker, *The Productivity to Paycheck Gap: What the Data Show*, Center for Economic and Policy Research, New York 2007, s. 4–8. Jf. også Foster og Magdoff, *op.cit.*, s. 129–130; og S. Mohun, «Distributive shares in the US economy», *Cambridge Journal of Economics*, bd. 30, 2006, s. 347–370.
- 25) Jf. A. Zacharias, E.N. Wolff og T. Masterson, *Levy Institute Measure of Economic Well-Being – New Estimates of Economic Inequality in America, 1959–2004*, The Levy Economics Institute, New York 2009, s. 4. Gini-indeksen

er det mest vanlige målet på ulikhet. Den er lik null ved perfekt likhet og lik én ved perfekt ulikhet. I de skandinaviske landene er gini-indeksen for inntekter ca. 0,25.

- 26) Jf. Feldstein op.cit., s. 7.
- 27) A. Greenspan og J. Kennedy, *Sources and uses of equity extracted from homes*, Federal Reserve Staff, Working Paper no. 2007–20, s. 25. Kan lastes ned fra: www.federalreserve.gov/PUBS/feds/2007/.
- 28) Jf. S. Cesaratto, «Transition to fully funded pension schemes: a non-orthodox criticism», *Cambridge Journal of Economics*, bd. 30, nr. 1, 2006, s. 33–48.
- 29) Jf. *The Economist*, 19.01.2008, s. 64.
- 30) Federal Reserve, tabell L118 og L119. Kan lastes ned fra: www.federalreserve.gov/releases/Z1/.
- 31) Beregnet på grunnlag av data i U.S. Census Bureau: www.census.gov/foreign-trade/; og OECD, *Economic Outlook*, no. 81, 2007, s. 285–89. I tillegg til handelsunderskuddet inneholder driftsbalansen overfor utlandet netto rente- og dividendebetaling, og dessuten netto overføringer som inkluderer f.eks. militærutgifter i utlandet og utviklingsbistand.
- 32) Jf. tabell 1 i artikkelen av Nordhaug og Skarstein i dette heftet av *Vardøger*.
- 33) Jf. Nordhaug og Skarstein, *ibid.*, spesielt note 3.
- 34) Federal Reserve, tabellene L.107 og F.107, www.federalreserve.gov/releases/z1. For mer detaljert informasjon på dette punktet, jf. særlig tabell 3 med tilhørende tekst i artikkelen av Nordhaug og Skarstein i dette nr. av *Vardøger*.
- 35) Den daværende sjefen for USAs sentralbank, Alan Greenspan, uttalte til Kongressen i februar 2005 at dette var en «gåte» («conundrum»). Jf. *The Economist*, 24.01.2009, s. 70.
- 36) Jf. *The Economist*, 24.01.2009, s. 71; og: C.M. Reinhart og K.S. Rogoff, *This Time is different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton og Oxford 2009, s. 213.
- 37) Jf. artikkelen av Nordhaug og Skarstein i dette heftet av *Vardøger*.
- 38) A.van Duyn, «Derivative dilemmas», *Financial Times*, 12.08.2010; og BIS [Bank for International Settlements], *Quarterly Review June*, 2010, s. A121.
- 39) BIS 2010, *ibid.*, s. A121.
- 40) På den tid ble netto nominelle utestående CDS-er på statslån i eurosonen estimerte til 102 milliarder dollar. Uten tvil var dette beløpet konsentrert på den greske statsgjelden. Hvor mye av dette som var «nakne» CDS-er, er visst ikke kjent. Jf. A. Crawford, «Germany to temporarily ban naked shorts selling», *Bloomberg News*, 18.05.2010, tilgjengelig på: www.bloomberg.com/apps/; og E. Shirvani, «Naked-swap ban is misinformed assault on markets», *Bloomberg News*, 25.05.2010: www.bloomberg.com/news/.
- 41) Jf. *Der Spiegel*, nr. 29, 2009, s. 42–59; og *The Economist*, 14.11.2009, s. 89. Men AIG var «too big to fail». USAs regjering underkastet selskapet en «styrt konkurs», pumpet inn 182 milliarder dollar og tok over 80% av aksjene. AIGs generaldirektør Robert Willumstad, som hadde hatt stillingen i bare tre måneder, ble avsatt. Men for den kortvarige og destruktive jobben fikk han en gyllen fallskjerm på 7 milliarder dollar. Borgerskapets «diskré sjarm» kjenner ingen skam.
- 42) Panten på lånene («collateral») kan være boliger, fast eiendom generelt, aksjer, kredittderivater eller andre aktiva.

- 43) Jf. Securities Industry and Financial Markets Association: www.sifma.org/research/global-cdo.html. Jeg har ikke funnet noe estimat for den globale mengden av *utestående* CDO-er.
- 44) Det er blitt beregnet at i de ti årene 2000–2009 innkasserte amerikanske forretningsbanker 115 milliarder dollar fra handel med penger og derivater. Kevin Mc-Partland, representant for forskningsselskapet TABB Group, kommenterer: «Bankene slår sammen alle sine handelsinntekter, men størstedelen av dem kommer fra derivathandel.» Jf. *The Economist*, 14.11.2010, s. 91.
- 45) Jf. *The Economist*, 21.04.2007, s. 74.
- 46) Jf. H. Minsky, op.cit., s. 223–253.
- 47) Jf. *The Economist*, 21.04.2007, s. 73. Det forteller mye at Norges Banks egne økonomer i sin matematiske villfarelse ikke så dette. Jf. K.J. Rakkestad og S. Weme, «CDO-er: Nye muligheter for å investere i kredittmarkedet», *Penger og Kreditt*, årg. 34, nr. 2, 2006, s. 116–128. Hva trenger vi slike økonomer til? Første gang Buffet brukte den nevnte karakteristikken var lenge før Rakkestad og Weme publiserte sin artikkel.
- 48) Jf. *The Economist*, 28.08.2010, s. 55; B. Schulz og G. Braunberger, «Die bösen Buben der Kapitalmärkte», *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24.09.2010, s. 23; og R. Bookstaber, *A Demon of our own Design: Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation*, John Wiley & Sons, Hoboken, N.J., 2007, s. 5.
- 49) Jf. *Der Spiegel*, 22.09.2008, s. 78.
- 50) G. Soros, *The Crash and What it Means – The New Paradigm for Financial Markets*, Public Affairs, New York 2009, s. 166–67.
- 51) Renten på toårige greske statsobligasjoner steg plutselig til 18,99% ved utgangen av april 2010. Også på 10-årige obligasjoner steg renten, til 10,05%, som var det høyeste siden Bloomberg begynte å samle slike data i 1998. Jf. A. Moses og P. Dobson, «Credit swaps at record high as Greek crisis infects Europe», *Bloomberg News*: www.bloomberg.com/news/2010-04-27/.
- 52) Jf. ECB [European Central Bank], *Financial Stability Review*, Frankfurt M. 2006, Statistical Annex, s. 26; og R.M. Stulz, *Hedge funds: Past, Present and Future*, WP 2007, s. 3, Fisher College Business, The Ohio State University, 2007, s. 15–17. Derimot er mange fondsforvaltere blitt styrtrike. Inntektene til de mest vellykkede forvalterne ligger i verdenstoppen. I 2005 hadde de 25 mesttjenende hedgefondforvalterne i USA en gjennomsnittsinntekt på over 250 millioner dollar (Stulz, *ibid.*, s. 7). Hele 93% av alle personer i verden med inntekter over 50 millioner dollar i 2006, var forvaltere av hedgefond. Jf. *Der Spiegel*, nr. 16, 2007, s. 88.
- 53) Stulz, *ibid.* s. 15; og *Der Spiegel*, nr. 16, 2007, s. 88. Stulz, s. 16–22, har en god kritisk gjennomgang av hedgefondenes avkastning.
- 54) Jf. *The Economist*, 28.08.2010, s. 55; og 18.09.2010, s. 12.
- 55) *Der Spiegel*, nr. 39, 2006, s. 90.
- 56) 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 finansteoritiske arbeider! Når det gjelder opplysninger om dette og LTCM for øvrig, jf. f.eks. R. Lowenstein, *When Genius Failed – The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random Huse, New York 2000.
- 57) Jf. ECB 2006, op.cit. s. 134–35.

- 58) Den amerikanske loven for finansreform, vedtatt i juli 2010, krever at hedgefond med over 150 millioner dollar i aktiva skal registrere seg hos finanstilsynet Securities and Exchange Commission (SEC) og føre rapporter over handelsposisjoner og grad av lånefinansiering. Jf. *The Economist*, 28.08.2010, s. 55–56. Det er mer enn tvilsomt at disse tiltakene vil være tilstrekkelige til å fjerne fondenes destruktive karakter.
- 59) Jf. A. Metrick og A. Yasuda, *The Economics of Private Equity Funds*, U.S., Department of Finance/The Wharton School, University of Pennsylvania 2007, s. 2. Kan nedlastes fra: www.chicagobooth.edu/research/workshops/finance/.
- 60) Jf. ECB (European Central Bank), *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU*, Frankfurt a.M. 2007, s. 13.
- 61) Jf. BIS 2007, op. cit., s. 129 og ECB 2006, op.cit. s. 137.
- 62) *The Economist*, 10.02.2007, s. 74.
- 63) Jf. BIS 2007, op.cit. s. 129; og ECB 2007, op. cit., s. 6. Jf. også *The Economist*, 23.09.2006, s. 70; 10.02.2007, s. 73; og 07.07.2007, s. 68–70; også *Der Spiegel*, nr. 33, 2007, s. 71.
- 64) Jf. SEC 2003, op.cit. s. 7, note 20; og ECB 2007, op.cit. s. 5 og s. 26–28). For eksempel Merrill Lynch skal ha tjent 75 millioner dollar i rådgivningshonorar ved oppkjøpet av det amerikanske helseforetaket HCA. Dessuten ga de et lån på 22 milliarder dollar og investerte selv 1,5 milliarder dollar i aksjer ved oppkjøpet (*The Economist*, Special Report on International Banking, 19.05.2007, s. 15). Michael Moores film *Sicko* gir et innblikk i hvordan de amerikanske helseforetakene og forsikringsselskapene håver inn profitt på bekostning av befolkningens helse.
- 65) ECB 2007, op. cit. s. 13.
- 66) Blant de store oppkjøpene er Hilton Hotels for 26 milliarder dollar og det britiske luftfartsselskapet BAA (eier av bl.a. lufthavnene Heathrow, Gatwick og Stansted) for 30 milliarder dollar. Et konsortium av private aksjefond ledet av Kohlberg Kravis Roberts (KKR) kjøpte det amerikanske energiselskapet TXU for 44 milliarder dollar. Det hittil største oppkjøpet er visstnok det kanadiske teleselskapet Bell Canada, for 48 milliarder dollar. (*The Economist*, 07.07.2007, s. 68; 23.09.2006, s. 69; *The Economist*, Special Report on International Banking, 19.05.2007, s. 15; og *Der Spiegel*, nr. 36, 2007, s. 85.)
- 67) *The Economist*, 10.02.2007, s. 73.
- 68) Intervju i *Der Spiegel*, nr. 38, 18.09.2006, s. 100.
- 69) ECB 2007, op.cit. s. 13; og *Der Spiegel*, nr. 33, 2007, s. 71.
- 70) ECB 2007, op.cit., s. 14; og BIS 2007, op.cit. s. 129.
- 71) *The Economist*, Special Report on International Banking, 19.05.2007, s. 15.
- 72) J. Kelly og C. Alecsi, «Private equity funds lose commitments from pensions», *Bloomberg News*, 25.08.2010: www.bloomberg.com/news/print/2010-08-25/private-equity-losing-commitment/.
- 73) Jf. Kelly og Alecsi 2010, ibid.; og *The Economist*, 04.09.2010, s. 72.
- 74) Jf. *The Economist*, Special Report on International Banking, 19.05.2007, s. 15. Jeg bruker uttrykket «papirisere» for det engelske «securitize» i stedet for «verdipapirisere» som vanligvis blir brukt på norsk. For det er jo ikke gitt at disse papirene virkelig har verdi. Når det gjelder begrepet «långivers risiko», jf. H. Minsky 1986, op.cit., s. 192–93. Allerede i slutten av 1980-årene pekte

Hyman Minsky på faren ved at bankene individuelt unngår risiko ved papiriserings av lånene.

- 75) Soros 2009, op.cit. s. x, s. 65–66 og 85. Kursiv i originalen. En elegant formulert modellframstilling av Soros' teori er A. Shaikh, «Reflexivity, path-dependence, and disequilibrium dynamics», *Journal of Post Keynesian Economics*, bd. 33, nr. 1, 2010, s. 3–16.
- 76) Fra år 2000 til 2006 økte BNP i Tyskland med gjennomsnittlig 1,0% pr. år, i Frankrike med 1,6%, i Storbritannia og USA med 2,5%. Jf. OECD 2007 op.cit, s. 239).
- 77) Jf. BIS [Bank for International Settlements], *Quarterly Review*, september 2003, s. A99; og BIS 2010, op. cit., s. A121.
- 78) Jf. Capgemini/Merrill Lynch, *World Wealth Report 2010*, s. 5. Kan lastes ned fra: www.capgemini.com/. I 2007 talte HNWI 10,1 millioner personer, som betyr at gjennomsnittlig netto finansformue pr. HNWI var ca. 4 millioner dollar (jf. ibid.).
- 79) Charles Roxborough m.fl: årlige rapporter om globale kapitalmarkeder, 2007–2011, den nyeste med tittelen *Mapping global capital markets 2011*, McKinsey Global Institute, august 2011, s. 2. Rapportene kan lastes ned fra: www.mckinsey.com/mgi/publications/. Jf. også C. Schnibben, «Lob der Gier», *Der Spiegel*, nr. 20, 11.05.2009, s. 99.
- 80) Data fra Bureau of Economic Analysis, tabell 6.16D. Kan lastes ned fra: www.bea.gov/.
- 81) Fra høsten 2009 til sommeren 2011 steg verdensmarkedsprisen for hvete fra under 100 dollar til over 300 dollar pr. tonn, mens prisen på mais steg fra ca. 120 til 300 dollar pr. tonn. Trass i avlingssvik i Australia og deler av Afrika sør for Sahara har den globale produksjonen av mais vært temmelig konstant. Handelen med mais på børsene har derimot økt fra å være lik faktisk produksjon i 2001 til nesten 4 ganger den faktiske produksjonen i 2009. Det er et sikkert tegn på raskt økende spekulasjon (*Der Spiegel*, nr. 35, 29.08.2011, s. 75–77). FAOs prisindeks for matvarer steg med 115% fra 2002-04 (gjennomsnitt) til desember 2010, og var da høyere enn noen gang tidligere registrert (*El País – Negocios*, 09.01.2011, s. 6). Bare fra utgangen av 2008 til februar 2011 steg *The Economists* prisindeks for matvarer med 70%, til et historisk toppnivå (*The Economist – Special report on feeding the world*, 26.02.2011, s. 4).
- 82) Bureau of Economic Analysis, tabell 6.16D, op. cit.
- 83) De nyeste data viser at fram til mars 2009 hadde Federal Reserve lånt ut eller grantert til bankene nærmere 7800 milliarder dollar. Jf. Bob Ivry m.fl., «Secret Fed loans gave banks \$13 billion undisclosed to Congress», Bloomberg News, 27.11.2011: <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income.html>.
- 84) Ikke rart at Hellas ofte blir trukket fram som eksempel. For det er det eneste tilfellet som kan gi denne påstanden en viss dekning.
- 85) Tyskland representerer langt på vei et unntak fra dette mønsteret. Det skyldes den sterke økningen i tysk eksport av maskiner og annet produksjonsutstyr til Kina, som på sin side er et resultat av den kinesiske regjeringens kraftige økonomiske stimulansetiltak mot krisa.
- 86) *The Economist – Survey of the World Economy*, 07.10.1995, s. 6 og 38.