

Finanskrisen

- ett gigantiskt politikmisslyckande

Johnny Munkhammar och Nima Sanandaji

2008-10-16



MUNKHAMMAR ADVISORY
Ideas and initiatives for progress and prosperity

Inledning

Den finansiella krisen i USA har skakat om den globala ekonomin. Några av världens största banker har gått omkull eller tagits över av statliga myndigheter. Aktiemarknader har rasat och småsparare är rädda för att förlora sina besparingar när bankernas tillvaro är osäker.

Idag finns många som ser krisen som tecken på svagheter inom den fria marknaden. De menar att lösningen stavas större inslag av regleringar och statlig inblandning i finanssektorn. Samtidigt tyder mycket på att krisen *skapades* av just regleringar och statlig inblandning.

Krisen uppstod i den amerikanska bolånemarknaden, eller specifikt inom marknaden för så kallade "sub prime"-lån riktade till personer med låg kreditvärdighet. Den amerikanska regeringen hade gett de av staten grundade institutionerna Fannie Mae och Freddie Mac i uppgift att förenkla för låginkomsttagare att köpa boende.

Med kraftiga skattesubventioner i ryggen garanterade Fannie Mae och Freddie Mac bolån som utfärdades till personer som inte kvalificerade sig för vanliga lån. Regleringar hade samtidigt införts som i vissa fall tvingade banker att låna ut till låntagare med osäker ekonomi.

Liksom 90-talets finanskris i Sverige och den stora depressionen i USA har den pågående finanskrisen även sitt ursprung i den statliga penningpolitiken. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve sänkte styrräntan till mycket låga nivåer efter 2001, i syfte att mildra en ekonomisk nedgång, vilket drev fram en lånebubbla.

Till sist kunde bankerna förlita sig på att staten med stor förmodan skulle lösa ut dem om en kris utlöstes. I detta sammanhang utdelade amerikanska låneinstitut omfattande riskabla lån till personer med dålig kreditvärdighet. När bostadsmarknaden vände saknade många av dessa låntagare förmågan att betala tillbaka och krisen var ett faktum.

Det har funnits många experter och samhällsdebattörer som har varnat för den kommande krisen. Under tider av god ekonomisk tillväxt fanns det dock vare sig bland republikaner eller demokrater någon större vilja att lyssna, än mindre att agera.

På fria marknader sker kontinuerligt en kreativ förstörelse; gamla produkter, företag och jobb ersätts av nya och bättre. Utan den statliga inblandningen i den amerikanska finansmarknaden hade denna nedgång sannolikt varit måttlig och marknadens aktörer fått ta förlusterna. Genom statens agerande har dock nedgången blivit en kris som utan fortsatta

statliga ingrepp skulle ha fått – och fortfarande kan få – allvarliga konsekvenser för hela ekonomin. På så sätt leder statliga ingrepp ofta till behov av ytterligare dito.

Krisen måste hanteras, och det kan bli fråga om upprepade insatser under lång tid. Detta är inte heller begränsat till USA, eftersom också finansiella institut i andra länder har blivit delägare av fordringar som inte kan drivas in. I dagsläget agerar de europeiska länderna var för sig, men gemensamma åtgärder inom ramen för EU diskuteras. Bortom krishanteringen finns dock all anledning att hålla fokus på ett långsiktigt reformperspektiv, där statens roll också på de finansiella marknaderna bör vara att sätta regler, inte vara spelare.

USA har tidigare haft ett övertag genom sin friare och mera tillväxtvänliga ekonomiska politik jämfört med de flesta andra industriländer. Under senare år har dock landet tappat tempo i liberaliserande reformer, offentliga utgifter har ökat och nya regleringar på näringslivet införts. Detta har gjort att USA har tappat något i ekonomisk frihet – och därmed konkurrenskraft – samtidigt som en rad andra länder har ökat. Det gäller stora delar av Europa och självfallet Kina, Indien och Brasilien – för att nämna de tre största snabbväxande länderna.

Många förutspår att krisen markerar slutet på den amerikanska ekonomins framgångsrika era och globala dominans. USA kommer självklart att ta sig ur krisen, men frågan är i vilken form det sker och när – samt vilka långsiktiga ekonomiska förutsättningar som amerikanska politiker skapar, inte minst inom de finansiella marknaderna. För att lyckas väl måste amerikanska politiker inse vilka krisens främsta orsaker är, samt se värdet av ett fortsatt reformarbete. Krisen är inte en följd av att USA:s ekonomi är för fri, utan av olika inslag där den inte hittills har varit tillräckligt fri.

Denna kunskap är även viktig i svensk debatt, inte minst eftersom finanskrisen påverkar även oss. Vi kan dra många lärdomar av det som fungerat och det som fungerat mindre väl i amerikansk ekonomisk politik. Syftet med rapporten är därför att beskriva krisens orsaker och långsiktiga lösningar. Den har tagits fram med finansiellt stöd av Mats Qvibergs och Sven Hagströmers Stiftelse, men författarna står själva för analysen och budskapet.

Johnny Munkhammar
VD, Munkhammar Advisory AB

Nima Sanandaji
VD, tankesmedjan Captus

Från riskabla bolån till global finanskris

Under senare år har den amerikanska ekonomin vuxit i snabb takt och investeringar har flödat in i landet. Samtidigt har den amerikanska riksbanken Federal Reserve under lång tid hållit en mycket låg styrränta. Styrräntan var så låg som 1 procent 2003.¹ Den amerikanska centralbanken höll framförallt mellan 2003 och 2005 räntorna under den förväntade inflationstakten och subsidierade därmed starkt låntagande. Detta kom att resultera i en fastighetsbubbla.²

Sedan mitten av 90-talet har samtidigt en marknad uppkommit för "sub prime"-lån. Med detta avses lån som ges till låntagare som har för dålig kreditvärdighet för att kvalificera till vanliga banklån.

Utvecklingen av dessa lån har uppmuntrats starkt från politiskt håll genom subventioner. Det har även funnits regleringar som i vissa fall tvingat banker att utdela bolån. "Sub prime"-lånen har varit en viktig bidragande orsak till att andelen hushåll i USA som ägde sina hem pressades upp från 65 till 69 procent mellan 1995 och 2006.³

Totalt hade över sju miljoner amerikanska hushåll tecknat "sub prime"-lån under slutet av 2007. Värdet av dessa lån uppgick då till 1 300 miljarder dollar, fyra gånger mer än med 2003.⁴ Endast under 2005 utdelades "sub prime"-lån till ett värde av 600 miljarder dollar.⁵

De riskabla "sub prime"-lånen sammanföll med en generell överhettning av marknaden. Staten skapade i hög grad krisen, men bankernas överbelåningsgrad gjorde att den spred sig. Amerikanska politiker ökade risktagandet på en marknad där riskviljan redan var mycket stor och snart var krisen framme. När den ekonomiska utvecklingen vände och huspriserna började stagnera och falla fick låginkomsttagarna allt svårare att betala tillbaka och förnya sina lån.

Under tredje kvartalet av 2007 stod "sub prime"-lånen för 13 procent av bolånen i USA, men också för hela 55 procent av alla utmätningar som startades under perioden.⁶ Ett antal amerikanska låneinstitut som specialiserat sig på "sub prime"-lån hamnade i en djup kris. Exempel sjönk New Century Financial Corporations och Novastar Financials aktier med ca 90 procent.⁷

Krisen fortplantade sig vidare genom den överhettade finanssektorn och kom att drabba även låneinstitut utanför USA. I mars 2008 kunde Bloomberg rapportera att mer än 34 000

jobb hade skurits ned i olika banker på Wall Street börsen.⁸

I april 2008 utfärdade den internationella valutafonden IMF varningar om att krisen kunde leda till en världsomfattande recession. Organisationen varnade för att det rörde sig om "den största finansiella chocken sedan den stora depressionen".⁹

Den amerikanska bolånekrisen har spridit sig till ett globalt problem. Runtom världen har små liksom stora sparare och investerare blivit rädda för att förlora sina tillgångar. En rad av världens mest välkända banker har gått i konkurs, köpts upp av andra banker, nationaliserats eller räddats genom offentliga lån. Alltifrån Bear Sterns, Merrill Lynch och 119 år gamla Washington Mutual i USA till Northern Rock, Bradford & Bing och HBOS i Storbritannien.

Det råder internationellt stor osäkerhet om vilka banker som är konkursmässiga, vilket gör att banker är ovilliga att låna pengar sinsemellan. Eftersom många banker är beroende av att ta emot såväl som dela ut lån har även de banker som överlevt krisen hamnat i en svår situation.

Den amerikanska regeringen har satsat 700 miljarder amerikanska dollar på ett räddningspaket vars syfte är att lugna marknaden och föra pengar till bankerna så att de får marginal för att åter kunna låna ut. Pengarna ska bland annat användas för att köpa upp osäkra fordringar som exempelvis dåliga bolån från banker.

Runtom i Europa har andra metoder – med samma syfte – använts. Regeringar har garanterat insatta medel i flera länder. I Storbritannien har regeringen tillfört bankerna kapital i utbyte mot ägande, vilket underlättar för skattebetalarna att få pengarna tillbaka i framtiden – som i Sverige efter krisen 1992.

Kanske det mest anmärkningsvärda med krisen är att den var allt annat än oundviklig. I själva verket fanns det experter som förutsåg krisen så tidigt som 1999, men vars varningar ignorerades av de styrande.

Skattefinansierade låneinstitut och regleringar driver fram krisen

För att förstå den pågående ekonomiska turbulensen i USA måste man först känna till två låneinstitut som spelade en avgörande roll i dess uppkomst: Fannie Mae och Freddie Mac. Federal National Mortgage Association, allmänt känd som Fannie Mae, grundades av amerikanska staten efter den stora depressionen. Det utvecklades med tiden till ett privat ägt låneinstitut som samtidigt hade en myndighetsroll.

Fannie Maes verksamhet består framförallt i att garantera lån som utfärdades av andra låneinstitut. År 1970 skapades Federal Home Loan Mortgage Corporation, förkortat till Freddie Mac, med samma grundläggande uppbyggnad och roll som Fannie Mae.

Båda instituten övertogs den 7:e september 2008 av federala myndigheter i och med att de själva drabbats mycket hårt av den kris som de i stor utsträckning bidragit till att skapa. Det förtjänar att påpekas att instituten månaderna innan dess hade stått bakom 70 procent av bolånen i USA, vilket indikerar den avgörande roll som de innehade i den marknad där krisen startade.¹⁰

Dessa institut hade en mycket märklig utformning innan de övertogs av staten. Fannie Mae och Freddie Mac var å ena sidan statliga organ som avsågs uppfylla politiska mål för vilka de tilldelades omfattande statliga subventioner och å andra sidan var de privata företag som försökte maximera sina ägares vinster.

Den politiska målsättningen gick ut på att via statliga subventioner pressa ned kostnaden för "sub prime"-lån. De statliga subventionerna verkade alltså direkt för att sätta marknadens riskanalys ur funktion genom att artificiellt pressa ned kostnaderna för att ta bolån. De var fokuserade på att öka just de "sub prime"-lån vars mottagare senare utlöste krisen genom att inte ha råd att betala tillbaka.

En anledning till att Fannie Mae och Freddie Mac kontrollerade så stor del av marknaden är att de också använde subventionerna för att växa. År 1996 visade en undersökning av amerikanska Congressional Budget Office att Fannie Mae och Freddie Mac mottog ca 6,5 miljarder amerikanska dollar i subventioner år 1995. Båda instituten behöll dock mer än 40 procent av dessa medel istället för att använda dem för att subventionera ned priserna för bolån.¹¹

Föga förvånande hade bolagen mycket höga vinstmarginaler. En undersökning av amerikanska

Treasury Department från samma år bekräftade denna bild.¹² Fannie Mae och Freddie Mac gynnades inte enbart utav de statliga subventionerna. Det var tydligt för finanssektorn att staten stod bakom dessa organisationer och att det var mycket osannolikt att staten skulle låta dem misslyckas – ett antagande som mycket riktigt visade sig stämma den 7:e september 2008.

Företagens vinster var alltså privata, men deras förluster socialiserade. De fördelar som politikerna gav Fannie Mae och Freddie Mac ledde till att de kunde växa snabbt och tränga ut vanliga låneinstitut på den fria marknaden. I juli 2008 rapporterade New York Times att låneinstituten utdelade eller garanterade ungefär hälften av bolånemarknaden på 12 000 miljarder dollar.¹³

Fannie Mae och Freddie Mac kan sägas ha ökat risktagandet på bolånemarknaden på tre sätt:

- Skattepengar kanaliserades via Fannie Mae och Freddie Mac för att stimulera till riskabla utlåningar
- Den underförstådda vetskapen att staten skulle ingripa och rädda Fannie Mae och Freddie Mac vid en kris ökade ytterligare marknaden riskbeteende
- Vanliga bolåneföretag trängdes undan av Fannie Mae och Freddie Mac, vars dominerande roll gjorde att deras misstag blev ödesdigra

Utöver Fannie Mae och Freddie Mac finns det i USA federala bolånebanker. Bankerna skapades efter depressionen och är liksom Fannie Mae och Freddie Mac skattefinansierade låneinstitutioner. De federala bolånebankerna lånar ut pengar till andra banker, som i sin tur lånar ut bolån till privatpersoner. De använder skattesubventioner för att pressa ned kostnaden för bolån och har därmed också varit en bidragande faktor bakom den uppdrivna belåningen i amerikansk bolånemarknad.¹⁴

USA har en tämligen hårt reglerad finansmarknad och dessa regleringar har haft en viktig del i att skapa den rådande krisen. Regleringar på statlig och delstatlig nivå leder till att det endast finns ett fåtal institutioner som värderar risktagande associerade till lån i marknaden. Denna oligopolmarknad hade sämre möjligheter att bedöma risker på ett bra sätt jämfört med en friare marknad med fler aktörer.¹⁵

En lagstiftning som infördes 1977 under benämningen Community Reinvestment Act har också varit pådrivande bakom riskabla lån. Det offentliga bedömer hur många kontor bankerna har i låginkomstområden och hur många lån som de förmedlar där. Om för få lån

utdelas i låginkomsttagande områden riskera bankerna att bestraffas via bland annat böter. Regleringen tvingar med andra ord fram riskabla lån till personer med bristande förmåga att betala tillbaka.¹⁶ År 1995 ändrade Clinton-administrationen i Community Reinvestment Act lagstiftningen för att öka trycket på bankerna att utdela riskabla lån.¹⁷

Det brukar heta att marknaden tog riskerna för att girigheten tog överhanden. Men på en marknad med många konkurrenter utan statlig inblandning hade vinstintresset aldrig lett till denna extremt omfattande utlåning till personer som inte kan betala. Detta beteende och väldiga risktagande kunde bara göras av staten – med andras pengar.

Experter förutsåg hur politiken skapade krisen...

Det har funnits flertalet kritiker som genom åren varnat för den finansiella kris som de statsuppbäckade företagen Fannie Mae och Freddie Mac riskerade att skapa. Exempel på detta kan finnas redan i en artikel som publicerades i New York Times 1999. Där beskrivs de tidiga planerna på att använda Fannie Mae för att lätta på kreditkraven för bolån: *"Genom att expandera typen av lån som den köper hoppas Fannie Mae driva bankerna till att dela ut fler lån till individer som inte har den bästa kreditvärdigheten."* Motivet till detta var att "hjälpa till att öka ägandet av hem bland minoriteter och låginkomsttagare" vilket drevs på av den dåvarande presidenten Bill Clintons administration.

Även inom privat finanssektor fanns stöd för denna politik. Privata banker såg möjligheten att utvidga sin marknad till personer med bristande kreditvärdighet. Lån som var alltför riskabla i vanliga fall skulle bli lönsamma när de subventionerades av skattepengar och garanterades av institutioner med staten i ryggen. Redan för nio år sedan fanns dock insikten om hur farligt denna satsning på socialpolitiken var. I samma artikel noteras hur Fannie Mae i sin nya roll skapade betydligt mera risk i finanssektorn, något som bedömdes kunna leda till stora problem när konjunkturen vänds.

Liksom under 1980-talet ansågs det finnas risk för att staten skulle tvingas ta fram en räddningsplan för finanssektorn. Peter J. Wallison, medarbetare vid tankesmedjan American Enterprise Institute och expert på finanssektorn, varnade läsarna: *"Om de misslyckas [med subprime lån], måste staten lösa ut dem"*.¹⁸ Wallison fortsatte att skapa insikt om den kris som han förutsåg. År 2001 redigerade han en bok om de olika problem som Fannie Mae och Freddie Mac skapade i det amerikanska finansiella systemet.¹⁹ Tre år senare publicerade han tillsammans med Thomas H. Stanton och Bert Ely en bok med titeln *Privatisering av Fannie Mae, Freddie Mac och de federala bolånebankerna – varför och hur*.

Där var författarna mycket tydliga i sina varningar till läsarna om att framförallt Fannie Mae och Freddie Mac men även de federala bolånebankerna kunde skapa en framtida kris: *"De statligt sponsrade företagen inom husmarknaden bidrar mycket lite till kvaliteten på det finansiella systemet kring boende i USA, men skapar risker för skattebetalarna och ekonomin som helhet som inte kan rådås genom reglering."*²⁰

Som författaren Thomas Sowell noterar varnade N. Gregory Mankiw, ordförande för Council of Economic Advisors (som rådgör amerikanska presidenten), under 2004 för att finanssektorn förväntade sig att staten skulle lösa ut dem ifall en kris inträffade. Mankiw

insåg att detta skapade "incitament för företagen att ta risker och njuta av den kopplade ökningen i intäkter". Samtidigt minskade ju kostnaden med dessa risker eftersom staten med skattepengar åtminstone delvis skulle ta smällen med skattebetalarnas pengar.²¹

Till kritikerna hörde även Alan Greenspan, dåvarande ordförande för USA:s centralbank. Inför ett anförande inför Senatens kommitté för bankväsende, boende och urbana affärer under april 2005 utfärdade han tydliga varningar om hur socialpolitik kanaliserad genom låneinstitut riskerade att leda till en framtida kris. Greenspan noterade att "investerare har kommit till slutsatsen att regeringen inte kommer att låta de statligt subventionerade företagen att misslyckas", vilket ledde till att säkerheten övervärderades och bolåneräntorna blev betydligt lägre än vad de hade varit på en fri marknad.

Vidare noterade Greenspan att den statliga uppbackningen av Fannie Mae och Freddie Mac var en viktig förklaring till varför de kommit att dominera så stor del av bolånemarknaden. Det var staten som hade gjort det möjligt för dem att expandera sin andel av bolånemarknaden från 5,6 procent av markanden för huslån till enskilda familjer 1990 till 23 procent 2003. I sitt anförande klargjorde Greenspan vilka mekanismer som skulle utlösa finanskrisen. I en marknad ser långivare och investerare till att kontrollera att de som de lånar ut till har en sund ekonomi. Fannie Maes och Freddie Macs aktioner satte dock marknaden ur spel:

"Marknadsdisciplin i relation till de statligt subventionerade låneinstituten har dock varit svag eller icke-existerande. Eftersom motparterna i transaktion med de statligt subventionerade låneinstituten bedömer risker baserat nästan helt på den relation som de statligt subventionerade låneinstituten anses ha till regeringen hellre än den underliggande sundheten av dessa institutioner, kan beslutsfattare inte lita på att marknadsdisciplin kan begränsa riskerna i systemet."

När Fannie Mae och Freddie Mac var små var också den risk som de utgjorde för det finansiella systemets instabilitet begränsad. I en tid då institutionerna med hjälp av skattebetalarnas pengar växt sig stora krävdes "omfattande stärkning" av sättet på vilka statligt subventionerade låneinstitut reglerades, samt en begränsning av deras roll på marknaden. Greenspan varnade för att den rådande situationen kunde "hota stabiliteten av finansiella marknader" och förklarade även att Fannie Mae och Freddie Mac i mindre utsträckning än vad många trodde genom sin skattesubventionerade verksamhet skapade sociala fördelar i bolånemarknaden.

Till slut noterade han även att Freddie Macs egen VD år 1989 för amerikanska Kongressen hade förklarat att det fanns risker associerade med att det egna företagets verksamhet

blev alltför stor. Detta ändrades efter 1989, när företaget blev ägt av privata aktieägare som använde sin nära koppling med staten för att expandera sin verksamhet.²²

Den kanske starkaste kritiken – mot såväl den socialpolitik som föranledde krisen som den finanspolitik (som Greenspan bär mycket av ansvaret för) som drev fram lånebubblan – har dock kommit från några av de mest marknadsliberala aktörerna. Den tidigare presidentkandidaten Ron Paul och marknadsliberala tankesmedjor som The Cato Institute och The Mises Institute har offensivt kritiserat republikanernas och demokraternas agerande under senare tid.

Undre 2005 publicerade exempelvis LewRockwell.com, bland de mest kända nättidningarna med en tydlig libertariansk profil och med koppling till The Mises Institute, ett tal som Ron Paul höll i Kongressen och där han varnade för den stundande krisen:

*"Jag hoppas att mina kollegor gör gemensam sak med mig i att skydda skattebetalarna från att behöva lösa ut Fannie Mae och Freddie Mac när husbubblan spricker."*²³

Svidande kritik har även förts mot Bushadministrationen och såväl demokrater som republikaner i Kongressen för att de varit för frikostliga med att spendera skattebetalarnas pengar.

Långt innan krisen utbredd sig hade alltså ordföranden i USA:s centralbank, presidentens ekonomiska topprådgivare, samt en expert på bolånemarknaden, noggrant beskrivit hur den förda politiken kunde leda till en finansiell kris och identifierat hur kombinationen av privata vinster och socialisering av förluster banade vägen för detta. En hel politisk rörelse har i själva verket belyst de problem som höll på att skapas av en penningpolitik som subventionerat låntagande kombinerad med statlig inblandning.

Den politiska viljan till att genomföra nödvändiga reformer var dock allt annat än stor.

... men politiker negligerade varningarna

Inom Vita Huset fanns tidigt insikten att Fannie Maes och Freddie Macs aktioner förde med sig stora risker. I en artikel i New York Post uppmärksammas att redan budgetförslaget för 2002 noterar att de skattefinansierade låneinstitutionerna har växt sig så stora att finansiella problem relaterade till dem kan skapa stora problem i finanssektorn som helhet.²⁴

År 2003 försökte Bush-administrationen förmå Kongressen att skapa en myndighet som bevakade och reglerade Fannie Mae och Freddie Mac. Under detta förslag skulle låneinstitutionerna tydligare regleras. Däremot skulle skattefinansieringen av institutionerna inte stoppas, inte heller den implicita garantin att staten skulle hjälpa institutionerna om de hamnade i ekonomiska problem.

Barney Frank, då demokratisk ordförande för Representanhusets finansiella kommitté, motsatte sig dock dessa aktioner. Frank menade att Fannie Maes och Freddie Macs i grunden var sunda och förklarade han inte kunde se hotet om seriösa finansiella förluster. Frank förklarade: *"Dessa två entiteter – Fannie Mae och Freddie Mac – står inte inför någon form av finansiell kris". Vidare argumenterade han:*

"Desto mera folk överdriver problemen, desto mera tryck skapas det på företagen, desto mindre kommer vi att se i termer av hem som folk har råd med."

Frank fick stöd av den demokratiska representanten Melvin L. Watt som sade:

*"Jag ser inte något annat än ett spel som pågår här, där något förs över från en agentur till en annan och under processen skadas fattig familjers förhandlingsmakt och deras möjligheter att finna hem som de har råd med."*²⁵

Redan för nio år sedan fanns tydliga varningar om den stundande krisen, men Bush-administrationens åtgärder för att strama åt den destruktiva politik som kanaliserades via Fannie Mae och Freddie Mac var begränsade till skapandet av en reglerande myndighet.

Den skulle vare sig i grunden lösa problemet med hur skattesubventioner pumpades in i bolånemarknaden för att på ett farligt sätt öka risktagandet eller hur statens implicita roll som garant bakom Fannie Mae och Freddie Mac ytterligare uppmuntrade till riskabla lån. Även ett sådant milt försök till reglering stoppades dock av Kongressen då den gick emot det socialpolitiska målet med att förenkla för låginkomsttagare att köpa hus.

En viktig anledning till att Fannie Mae och Freddie Mac kunde fortsätta sin verksamhet trots faran med att med statlig inblandning öka risken på bolånemarknaden var att denna risk inte alls var uppenbar för politikerna under en tid när USA:s ekonomi växte snabbt. Hur väl respekterad Alan Greenspan än var bland både demokrater och republikaner, i sin roll som känd ekonom och ordförande för USA:s centralbank, så föll även hans ord för döva öron. När ekonomin utvecklades väl var politikerna mera intresserade av att vinna kortsiktiga poäng på socialpolitiska satsningar än att förhindra en eventuell framtida kris.

Det kan även i grunden ha saknats förståelse för hur viktigt det är att inte manipulera marknadens riskkalkyler, framförallt om den statliga inblandningen går ut på att kraftigt öka risktagandet.

Slutligen är en viktig förklaring att Fannie Mae och Freddie Mac är organisationer som har ägnat omfattande resurser till att påverka politiska beslut i USA – exempelvis är de en ledande donator till Obamas kampanj – vilket möjligen kan bidra till att förklara att de kunde växa sig så stora med hjälp av särregleringar och skattemedel.

Att Bush-administrationen försökte reglera Fannie Mae och Freddie Mac 2003 ska dock inte tolkas som att de heller var särskilt framsynta vad gäller krisen. Den föreslagna reformen var tandlös och Bush var själv drivande i att kanalisera socialpolitik genom statlig inblandning i bolånemarknaden. I ett tal som Bush höll sommaren 2002 sade han exempelvis:

*"Vi vill ha 5,5 miljoner fler hemägare fram tills 2010 – miljoner fler hemägare bland minoriteter fram till 2010. [...] Men det innebär att vi måste arbeta mycket hårt för att nå detta mål, alla av oss. Och med alla av oss menar jag inte bara den federala regeringen, utan även den privata sektorn."*²⁶

Kapitalismens kris?

Det finns många idag som tolkar den pågående finanskrisen som orsakad av ekonomisk frihet. Frankrikes president Nicolas Sarkozy har exempelvis förklarat att krisen beror på att världens ekonomier inte är tillräckligt hårt reglerade och att denna era nu är slut.²⁷

I Sverige har en rad samhällsdebattörer hävdad att krisen visar på marknadsliberalismens misslyckande. Bo Rothstein menar exempelvis i en artikel att krisen har orsakats utav att USA har "låga skatter, svaga regleringar, stora inkomstskillnader och en minimal välfärdspolitik".²⁸

Otaliga svenska och internationella debattörer har hävdad att krisen innebär att vi bör införa mer regleringar, öka statlig inblandning i ekonomin, höja skatterna och på andra sätt överge tanken på fria marknader.

Enligt ledarsidan i Nordens största tidning, Aftonbladet, beror finanskrisen helt på ekonomisk frihet och visar på att fria marknader inte är ett hållbart system. Artikelns titel är talande för de ideologiska vänsterspår ur vilken krisen tolkas: "*Finanskris efter manus av Marx*".²⁹

Att krisen i USA skapades som en konsekvens av just statlig inblandning med socialpolitiska mål diskuteras i många fall inte av dem som ser den som kapitalismens misslyckande. Istället påstås helt enkelt att krisen drevs fram av girighet och alltifrån amerikansk sjukvårdspolitik till skolpolitik och skattenivåerna beskylls för att vara alltför liberala.

Ett av undantagen är ledarskribenten Håkan Holmberg i Uppsala Nya Tidning, som skrev att krisen "kan beskrivas som en oplanerad konsekvens av statligt engagemang för att påverka kreditgivningen". Ändå anser även Holmberg att slutsatsen av krisen bör vara att ekonomisk frihet ska underordnas.³⁰

Peter J. Wallison, den expert som redan 1999 förutsåg hur den statliga inblandningen i bolånemarknaden kunde leda till en framtida kris och som innan krisen författade två böcker om den risk som Fannie Maes och Freddie Macs ageranden utgjorde, noterar tillsammans med en kollega att det är orimligt att beskylla krisen på bristande regleringar.

Under de senaste tre årtiondena har omfattande avregleringar skett i amerikansk ekonomi, dock inte inom den finansiella sektorn:

"Nästan all finansiell reglering, som Federal Deposit Insurance Corp. Improvement Act från 1991

som antogs efter [den så kallade "savings and loan" lånekollapsen] under slutet av 1980-talet, ökade tydligt regleringen av banker."³¹

I Svenska Dagbladet framförde ekonomjournalisten Olle Rossander kritik mot att ingen ifrågasätter den svenska oppositionens krav på tuffare regleringar av svensk finansmarknad i spåren av krisen:

*"Den amerikanska marknaden är kanske världens mest reglerade och ändå kan sådana här saker hända. Det visar ju att regler inte fungerar men det perspektivet har man inte läst om i svenska medier."*³²

Den liberala debattören Johan Norberg frågar sig i Expressen:

*"Borde vi inte först studera de tiotusentals sidorna regleringar som redan finns och vad de 12 190 personer som på heltid reglerar finansmarknader bara på federal nivå i USA gjorde när det begav sig? Då ser vi att de minst lika ihärdigt som andra blåste upp bubblan. Den enda skillnaden var att de hade en större pump."*³³

Även på Hyresgästföreningens hemsida noteras att statlig inblandning snarare än den fria marknaden drivit fram krisen:

*"Sammanlagt kan man skylla krisen inte så mycket på marknadsekonomin som på politikerna. I vanlig ordning. Genom klåfingriga ideologiska satsningar satte man systemet i gungning i USA."*³⁴

Även under tidigare finanskriser, som har tolkats som kapitalismens misslyckade, har regleringar och statlig inblandning skapat mycket av problemen. Som ekonomipristagaren Milton Friedman förklarade i den bok som han publicerade tillsammans med Anna Jacobson Schwartz att det rådde en lågkonjunktur i USA: Genom att skapa deflation genom penningpolitiken omvandlade staten denna lågkonjunktur till en depression.³⁵

Den svenska finanskrisen under 90-talet hade likheter med den som inträffat i USA idag. Räntorna sattes lågt vilket innebar att lån subventionerades av staten. Många svenskar var benägna att ta även riskabla lån för att köpa bland annat bostäder. När en realräntechock inträffade kraschade fastighetspriserna och bubblan inom bostadsmarknaden brast. Då minskade bankernas säkerhet snabbt i värde och krisen infann sig. Kombinationen av fast växelkurs med en under lång tid inflationistisk ekonomisk politik, båda politiskt skapade

problem, ledde till en mycket allvarlig recession.³⁶

Trots att krisen även i USA har skapats av just statlig inblandning och regleringar är det just statlig inblandning och regleringar som ses som botemedlet. En mera konstruktiv politik vore att ta bort, eller åtminstone begränsa, det sätt som amerikanska staten använt låneinstitut för att kanalisera socialpolitik via bolånemarknaden och därmed drivit fram krisen. På samma sätt bör regleringar som i vissa fall tvingar banker att utdela riskabla lån ses över eller tas bort. En lärdom som vi kan dra i Sverige är att det är riskabelt att föra en politik där skattepengar och regleringar används för att förmå banker att utdela lån som de annars hade undvikit.

Fria finansmarknader avgörande för välståndsskapande

Världens finansmarknader är, till skillnad från vad media och vissa samhällsdebattörer tenderar att förmedla, reglerade på en rad sätt. Statliga organisationer godkänner inträde och utträde av institutioner i finansmarknaden, övervakar hur dessa institutioner sköter sig, influerar kreditmarknader, samt styr penningflödet. Även internationellt finns en rad organisationer - som IMF, Världsbanken och Bank for International Settlements – som reglerar finansmarknaderna.

Vissa former av regleringar och statliga inblandningar i finansmarknaden syftar till att minska riskbeteendet, medan andra (som i fallet med den amerikanska bolånekrisen) ökar riskbeteendet.

Det är lätt att i en tid av kris ropa på fler regleringar. Få som är insatta i den amerikanska bolånekrisens uppkomst kan argumentera för att det skulle vara klokt att via regleringar tvinga banker att låna ut pengar till låginkomsttagare med dålig kreditvärdighet, eller via räntepolitik och statsuppbäckade låneinstitut subventionera riskabla lån. Däremot låter motsatsen – regleringar som hämmar finansmarknadens risktagande – idag för många som attraktiva lösningar.

Av flera skäl är det dock viktigt att vara försiktig med överreglering av finansmarknader. Till och börja med – vilket är centralt – utgör fria marknader grunden för välståndsskapande runtom i världen. De relativt fria finansmarknaderna har spelat en avgörande roll i att möjliggöra ekonomisk utveckling runtom världen. Studier har funnit samband mellan graden av konkurrens och öppenhet i den finansiella sektorn och den ekonomiska tillväxten i ett land, vilket också förstärks av globaliseringseffekten i den finansiella sektorn.³⁷

I takt med att fria marknader har spridit sig till de förra socialistiska staterna i Östeuropa, liksom bland annat Kina, Indien och Vietnam har finansmarknader spelat en avgörande roll i att lyfta hundratal miljoner människor ur fattigdom under den senaste tiden. När marknader regleras så tenderar de att fungera sämre, en lärdom som krisen i USA är ett tydligt exempel på. Att göra marknader helt riskfria innebär att ta bort deras förmåga att skapa välstånd.

Utan de avregleringar av de finansiella marknaderna som genomfördes under 1980-talet hade vi inte heller haft samma tydliga globalisering med hög global ekonomisk tillväxt och den kraftiga minskningen av extrem fattigdom i världen. Friare finansiella marknader gjorde investeringar i fattiga länder möjliga.

Den privata sektorn tenderar att finna olika sätt att gå runt regleringar, vilket gör att de sällan får den effekt som ursprungligen var tänkt. Kapital flödar samtidigt mellan olika länder och tenderar att flyta bort från länder med strikta regleringar. Denna trend illustrerar tydligt att investerare brukar se ökade regleringar av finansmarknaden som skadliga för långsiktig utveckling, annars hade ju investeringar snarare flödat in till hellre än ut ifrån reglerade finansmarknader.

Det kostar inte särskilt mycket för politiker att införa regleringar. På kort sikt kan beslutsfattare vinna i popularitet på att "visa handlingskraft" genom att öka styrningen av finansmarknaden. Det är först på lång sikt som regleringarnas faktiska effekt kan observeras och erfarenheten lär oss att finansmarknaden – liksom övriga marknader – utvecklas bäst där den är fri.

Det är alltså inte alltid allmänintresset som står i centrum för politiska beslut. Inom ramen för teoribildningen inom public choice har många belegg för detta presenterats. I komplexa marknader kan inte heller politiker och byråkrater alltid avgöra vad allmänintresset är eller hur det på bästa sätt kan främjas. Centralbanken i USA, liksom i andra västländer, höll styrräntan alltför låg och subventionerade därmed låntagande och bidrog till överhettning av ekonomin. Detta illustrerar en policy som oberoende tjänstemän ansåg vara förnuftig men som skapade en stor kris.

Regleringar brukar helt enkelt inte skapas enbart på rationell basis. De politiker och tjänstemän som utformar regelverken utgår ifrån sina egna särintressen och ideologiska preferenser. Ett motiv som ligger bakom uppkomsten av regleringar och offentlig inblandning i ekonomin är att öka makten hos politiker och myndigheter, ett annat att göra stora lobbyorganisationer nöjda. Det är en sak att i teorin ställa marknaden som den fungerar i verkliga livet mot den tänkta perfekta statliga styrningen, en annan att begrunda hur politisk styrning faktiskt tenderar att fungera.

Marknader är inte perfekta och det sker ibland överhettningar, precis som investerarna i andra fall är försiktiga med att göra placeringar. Detta innebär dock inte med automatik att politikerna bör gå in för att få marknaden att fungera bättre, eftersom politisk styrning vanligtvis utgår ifrån sämre information och leder till större problem än marknadsstyrning. På fria marknader kommer det alltid att ske nedgångar och det kan uppstå bubblor, men det krävs politiska ingrepp för att skapa enorma kriser.

Politikerna har självklart en roll i finanssektorn, i att upprätthålla ett väl fungerande monetärt system, skapa de elektroniska system utifrån vilka transaktioner sker, reglera att kontrakt

Analysen om vilka lagar som bör införas på finansmarknaden är komplex, men det är inte rimligt att utgå ifrån en felaktig världsbild – bortse ifrån att USA redan har en starkt reglerad finansmarknad och att regleringar och statlig inblandning orsakade den nuvarande krisen – och utifrån detta ropa på ytterligare regleringar och ytterligare statlig inblandning som lösningen.

På det stora finns snarare skäl för att såväl i USA som i andra nationer och internationellt verka för friare finansmarknader, för att stimulera välståndsutveckling och undvika kriser skapade av politisk inblandning.

USA har fallit efter i reformarbetet

En orsak till att i synnerhet finanskriser med ursprung i USA vid en ytlig tolkning kan antas vara en kris för den fria ekonomin är att USA just har en hög grad av ekonomisk frihet. Det är korrekt att USA ligger högt i Index of Economic Freedom, i den sammanlagda vägningen av olika faktorer.³⁸ Däremot finns det naturligtvis delar av amerikansk ekonomi som inte är ekonomiskt fria. Vad gäller de finansiella marknaderna är den ekonomiska friheten i USA på samma nivå som i Sverige.

Den ekonomiska friheten har ökat kontinuerligt i världen de senaste 20 åren. Inte i alla länder och de länder som har ökat har inte ökat hela tiden – men riktningen har varit tydlig. På senare år har däremot USA stagnerat och rentav minskat sin ekonomiska frihet något, vilket bland annat är en följd av nya regleringar på näringslivet, som Sarbanes-Oxley, samt ökade offentliga utgifter. I Europa, däremot, har ökningen av ekonomisk frihet fortsatt. Krisen har således uppstått i ett USA med reglerade finansiella marknader och på senare år minskande ekonomisk frihet. Då ter det sig plötsligt mindre rimligt att anta att det är omfattande avregleringar som har orsakat krisen.

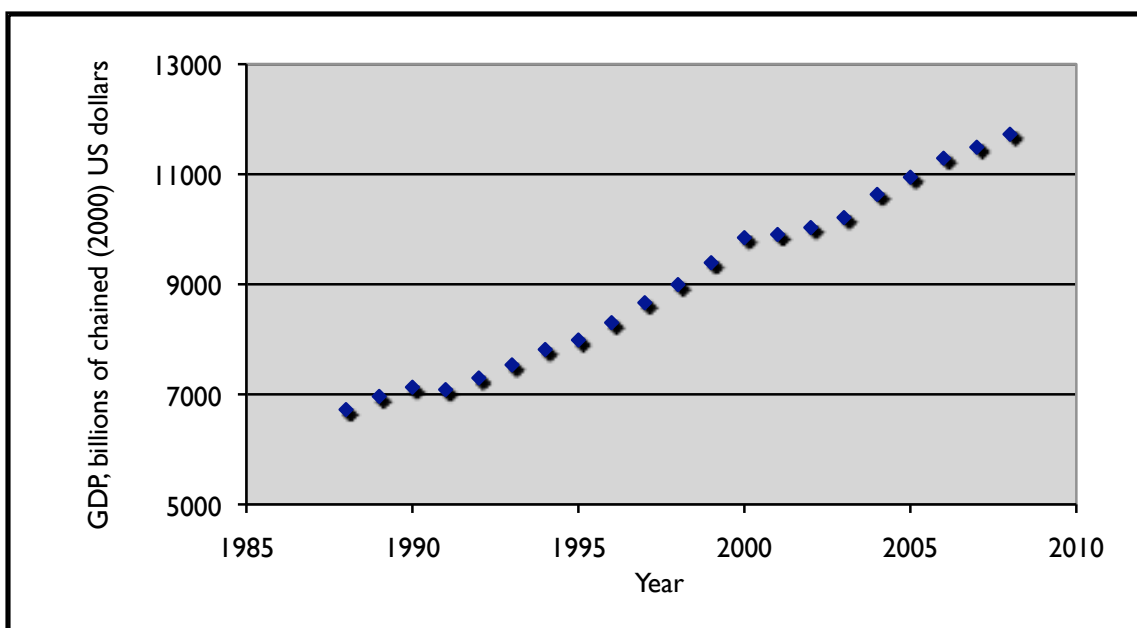
Hur den amerikanska krisen hanteras och hur förutsättningarna för landets framtida tillväxt utvecklas är avgörande även för Europa och för Sveriges medborgare. Inte bara är USA vår viktigaste handelspartner, utan även en viktig exportör av innovationer och idéer. I den nuvarande amerikanska debatten dominerar anklagelser om girighet och att avregleringar har orsakat krisen, att Wall Street har förstört för Main Street. Detta påverkar den politiska inriktningen inför höstens val. Tyvärr ter det sig därmed sannolikt att en ny administration i Washington DC skulle fortsätta minska USA:s ekonomiska frihet.

Det pågående börsfallet i USA måste betraktas i ljuset av den kraftiga börsuppgång som skett under senare år: Nettosumman av hushållens och de icke-vinstdrivande organisationernas besparingar och tillgångar minus skulder i USA uppgick i andra kvartalet 2008 till närmare 56 000 miljarder dollar.³⁹ Detta motsvarar ca 190 000 dollar, eller ca 1 300 000 svenska kronor per amerikansk invånare. Mellan 2002 och 2007 ökade besparingarna och tillgångarna totalt med nästan 50 procent.⁴⁰

Denna summa kan jämföras med de ca 700 miljarder dollar som är kostnaden för det räddningspaket som hittills har sjuösatts i USA för att lösa ut krisen. Självklart är 700 miljarder kronor mycket pengar, men det är viktigt att inte glömma den välståndsökning som har varit, och som till huvuddelen består även efter denna kris.

Det sker kontinuerligt en produktivitetstillväxt i den amerikanska ekonomin. Den årliga produktivitetstillväxten har mellan 2002 och 2007 legat på i snitt på 2,5 procent. Detta är högre än den genomsnittliga årliga tillväxten på 2,1 procent mellan 1988 och 2007.⁴¹ I Figur 1 visas den reala BNP-tillväxten i USA mellan andra kvartalet 1988 och andra kvartalet 2008. De senaste fem åren har tillväxten legat på i snitt 2,8 procent, samma som för hela tjugoårsperioden.⁴²

Figur 1. Utvecklingen av BNP i USA 1988-2008

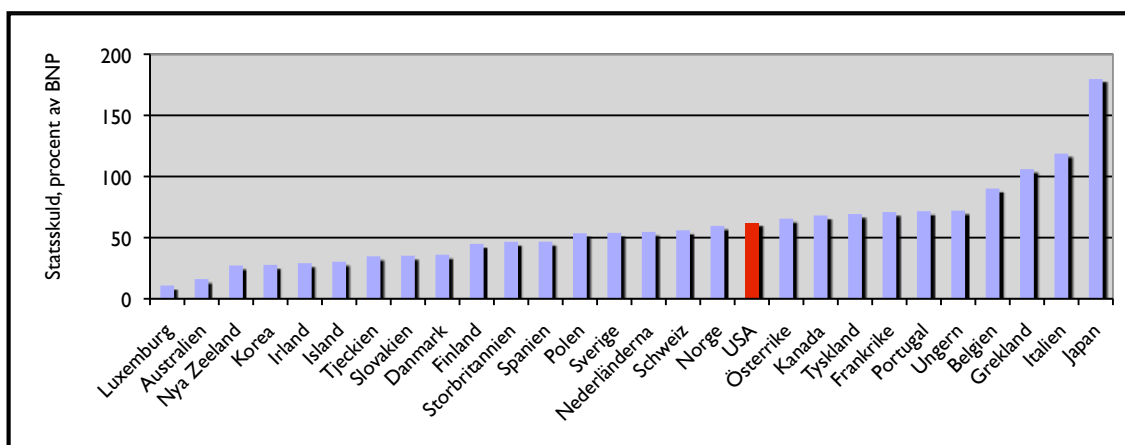


Källa: Bureau of Economic Analysis

Det är sant att den amerikanska offentliga sektorn har haft ett budgetunderskott sedan 2002 och det är viktigt att beslutsfattarna begränsar offentliga utgifter för att vända underskottet. Samtidigt ska problemet inte heller överdrivas. Budgetunderskottet har mellan 2002 och 2007 varit i genomsnitt minus 2,4 procent, sedan 2000 minus 1,3 procent.⁴³ Medialt framställs ofta som att den amerikanska ekonomin drabbas av mycket stort budgetunderskott, men återigen finns tendens till överdrift.

I OECD Factbook jämförs statsskulder för olika länder fram tills år 2006. Vi kan här se att statsskulden i USA låg på 62 procent av landets GDP. Detta är en relativt hög siffra, men exempelvis lägre än den var i USA under hela perioden mellan 1990-1998. En internationell jämförelse visar att statsskulden i USA 2006, på 62 procent, inte var unikt högt som andel av BNP jämfört med andra industriländer; exempelvis var den 54 procent i Sverige.⁴⁴

Figur 2. Statsskulden i OECD-länder 2006



Källa: OECD Factbook 2008

Sammanfattningsvis kan sägas att USA har haft en stark ekonomisk utveckling som följd av en rad reformer, främst under 1980-talet, som ökade den ekonomiska friheten. Effekterna av denna välståndsökning kommer att bestå även efter denna kris. Det finns tydliga problem i USA:s ekonomi, men de bör inte överdrivas. John McCain fick mycket kritik för påståendet att fundamenten i amerikansk ekonomi är starka, men lämnar man för ett ögonblick den mediala larmrapporteringen finns mycket som bekräftar den bilden.

Eftersom USA fick ett kraftigt uppsving som följd av liberaliserande reformer bör de fortsätta i samma riktning och definitivt inte minska den ekonomiska friheten. Den pågående krisen visar att det finns mycket skadlig statlig inblandning i marknader i USA, vilket innebär att det inte är mer av sådant som behövs. I vilket fall är det av stor betydelse – också för Europa, trots att det också finns andra som drar den globala ekonomin – att USA väljer en väg som stärker de goda fundamenten i ekonomin.

Slutsatser

Ett vanligt påstående i analyserna av krisen, dess orsaker och effekter har varit att det nu är dags att diskutera vilken sorts kapitalism vi ska ha. Det är ett rimligt påpekande. En central slutsats är att vi bör ha en friare kapitalism, med mindre inblandning av staten. Den globala kris vi nu har är en följd av statliga ingrepp och mycket reglerade marknader. Återigen: På fria marknader försvinner gamla företag och jobb, och nedgångar sker. Men med omfattande statlig inblandning uppstår ofta stora kriser. Visst krävs spelregler på en marknad, men det är något annat än halvstatliga företag, skattesubventioner och överdrivna regleringar. Det är kapitalism vi behöver, inte det som på 1970-talet ofta kallades blandekonomi.

Det talas ibland om marknadsmisslyckanden, som det anses att politiker måste korrigera med olika medel. Man kan invända mot begreppet, eftersom misslyckande står i relation till ett uppställt mål, något som en fri marknad per definition inte har. Viktigast är dock att inse att finanskrisen inte är ett marknadsmisslyckande – om det nu finns sådana – utan ett mycket allvarligt politikmisslyckande. Inom public choice finns förklaringar till att politiker sätter politik som kan vara till allvarlig skada för allmänintresset, och detta är ett sådant fall. Detta trots många upprepade varningar från experter. Förhoppningsvis kan debatten med tiden fokuseras mer på orsakerna till detta misslyckande, i syfte att avvärja liknande i framtiden.

Noter

- ¹ Selected U.S. Interest Rates and Bond Yields: 1965-2003 (percent per annum), Business Statistics of the United States and Federal Reserve Board
<http://eparc.missouri.edu/publication/SAM/D/DI.pdf>
Hemsidan låg uppe senast den kontrollerades av denna rapportens författare 2008-10-02
- ² A Mortgage Fable, The Wall Street Journal, 2008-09-22
- ³ Tal av Ben S. Bernanke, Federal Reserve Bank of Chicago, 43:e årliga konferensen om banksystemet och konkurrens, Chicago, Illinois, USA, 2007-05-17
- ⁴ A Snapshot of the Subprime Market, Center For Responsible Lending, 2007-11-28
- ⁵ Subprime Time, The American, 2007-03-08
- ⁶ Delinquencies and Foreclosures Increase in Latest MBA National Delinquency Survey, pressmeddelande från Mortgage Bankers Association, 2007-06-12
- ⁷ Subprime Time, The American, 2007-03-08
- ⁸ Wall Street Firms Cut 34,000 Jobs, Most Since 2001 Dot-Com Bust, Bloomberg, 2008-03-24
- ⁹ IMF says US crisis is 'largest financial shock since Great Depression', The Guardian, 2008-04-09
- ¹⁰ Treasury to Rescue Fannie and Freddie, Washington Post, 2008-09-07
- ¹¹ Assessing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac, U.S. Congressional Budget Office, 1996
- ¹² Sponsorship of the Federal National Mortgage Association and the Federal Home Loan Mortgage Corporation, U.S. Department of the Treasury, 1996
- ¹³ Loan-Agency Woes Swell From a Trickle to a Torrent, The New York Times, 2008-07-11
- ¹⁴ Peter J. Wallison, Thomas H. Stanton och Bert Ely, Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks - Why and How, AEI Press, 2004
- ¹⁵ A Mortgage Fable, The Wall Street Journal, 2008-09-22
- ¹⁶ George J. Benston, The Community Reinvestment Act - Looking for Discrimination That Isn't There, Cato Institute, 1999-10-06
- ¹⁷ The Free Market's Not Dead, Forbes, 2008-10-03
- ¹⁸ Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending, New York Times, 1999-09-30
- ¹⁹ Peter J. Wallison, red., Serving Two Masters, Yet Out of Control Fannie Mae and Freddie Mac The AEI Press, AEI Press, 2001
- ²⁰ Peter J. Wallison, Thomas H. Stanton och Bert Ely, Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks - Why and How, AEI Press, 2004
- ²¹ Bailout Politics, National Review, 2008-09-30
- ²² Testimony of Chairman Alan Greenspan, Regulatory reform of the government-sponsored

enterprises, inför Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, USA:s Senate, 2005-04-06

²³ The GSE Crisis, LewRockwell.com, 2005-10-27

²⁴ Alarms & denial, warnings on road to bailout – and refusals to listen, New York Post, 2008-09-26

²⁵ New Agency Proposed to Oversee Freddie Mac and Fannie Mae, The New York Times, 2003-09-11

²⁶ President Reiterates Goal on Homeownership, 2002-06-18

Talet finns upplagd på Vita Husets hemsida: <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/06/20020618-1.html>

Hemsidan fanns kvar när den senast besöktes av denna rapports författare 2008-10-04

²⁷ 'Laissez-faire' capitalism is finished, says France, EU-observer.com, 2008-09-26

²⁸ Nyliberalerna tysta så det dånar, SvD, 2008-09-27

²⁹ Finanskris efter manus av Marx, Aftonbladet, 2008-10-01

³⁰ Nyliberalismens död, UNT ledarblogg, 2008-10-02

<http://www2.unt.se/avd/,,MC=25-TYPE=blogg-bi=33,00.html?bin=5567>

Hemsidan fanns kvar när den senast besöktes av denna rapports författare 2008-10-04

³¹ Deregulation Not to Blame for Financial Woes, American Enterprise Institute, 2008-09-30

³² Finanskrisbevakning får kritik, Svenska Dagbladet, 2008-10-04

³³ Tack och lov att Bush fick nobben, Expressen, 2008-10-01

³⁴ Ombildningshysterin och amerikanska finanskraschen, Hyresgästföreningens hemsida, 2008-09-30

<http://hyrdigfri.wordpress.com/2008/09/30/ombildningshysterin-och-amerikanska-finanskraschen/>

Hemsidan fanns kvar när den senast besöktes av denna rapports författare 2008-10-04

³⁵ A Monetary History of the United States: 1867-1960, Milton Friedman och Anna Jacobson Schwartz, 1963

³⁶ Se bl a Dennis, Bengt, 500 %, Norstedts 1998

³⁷ Se t ex Francois, Joseph, F, Schuknecht, Ludger, Trade In Financial Services: Procompetitive Effects And Growth Performance, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No 2144, December 1999, och Dilip, Das K, Globalisation in the World of Finance, Global Economy Journal, Vol 6, Issue 1, 2006

³⁸ Se <http://www.heritage.org/index>

³⁹ B.100 Balance Sheet of Households and Nonprofit Organizations (1) - Billions of dollars; amounts outstanding end of period, not seasonally adjusted, Federal Reserve Statistical Release, 2008-09-18 <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/zlr-5.pdf>

Hemsidan fanns kvar när den senast besöktes av denna rapports författare 2008-10-04

⁴⁰ B.100 Balance Sheet of Households and Nonprofit Organizations (1) - Billions of dollars; amounts outstanding end of period, not seasonally adjusted, Federal Reserve Statistical Release, 2008-09-18

<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/zlr-5.pdf>

Hemsidan fanns kvar när den senast besöktes av denna rapports författare 2008-10-04

⁴¹ Major Sector Productivity and Costs Index, Output per Hour, Nonfarm Businesses, Bureau of Labor Statistics, <http://www.bls.gov/lpc/>

⁴² Bureau of Economic Analysis

<http://www.bea.gov/national/nipaweb/index.asp>

Hemsidan fanns kvar när den senast besöktes av denna rapports författare 2008-10-04

⁴³ Budget of the United States Government, Fiscal Year 2009, Office of Management and Budget, Table 1.2-Summary of Receipts, Outlays and Surpluses or Deficits (-) as Percentages of GDP: 1930-2013

⁴⁴ Public finance - Government deficits and debt - Government debt, OECD Factbook 2008: Economic, Environmental and Social Statistics, OECD, 2008

